



东兴证券
DONGXING SECURITIES

产品-改造-运营”战略规划清晰，业绩高速增长如期兑现

——三聚环保（300072）事件点评

2017 年 2 月 24 日

强烈推荐/维持

三聚环保

事件点评

事件：

公司公告，与世通绿能签署《战略合作框架协议》，双方将合作建设 150 万吨/年煤焦油、煤沥青综合利用项目，项目投资约为 53 亿元，项目合作方式为三聚做 EPC 总包。

主要观点：

1. 业绩高速增长如期兑现，预计 2017 年净利润规模仍将保持高速增长

2011-2016 年，公司营收规模分别为 6.01、8.09、12.01、30.10、56.98 和 175.31 亿元，增速分别为 39.61%、34.63%、48.51%、150.65%、89.31%和 207.66%；归母净利润规模分别为 0.95、1.80、2.05、4.02、8.21 和 12.15 亿元，增速分别为 65.32%、89.42%、13.62%、96.48%、104.13%和 97.07%。2016 年，公司能源产业增值服务扩张较快，由于增值服务毛利率相对较低，拖累净利率表现，造成公司营收规模增速远高于净利润规模增速。目前公司在手未结算订单合计金额接近 120 亿，随着在手项目在未来 1-3 进入集中结算期，预计公司净利润规模 2017 年仍将维持高速增长。

2. 与世通合作打消市场疑虑，百万吨项目有望于近期落地

公司与世通绿能签署《战略合作框架协议》，双方将合作建设 150 万吨/年煤焦油、煤沥青综合利用项目，项目投资约为 53 亿元，项目合作方式为三聚做 EPC 总包。北京华石（实际控制人李林是悬浮床技术的主要研发人）入股世通绿能意味着悬浮床加氢技术的百万吨量级运用已经基本成熟，考虑到三聚和华石在中试项目上已经有了成功的合作经验，预计 150 万吨/年的煤焦油、煤沥青综合利用项目有望于近期落地，同时未来不排除将北京华石吸收进入三聚体内的可能。项目投资回报率方面，目前中试项目概算投资回报率为 30%以上，假设 150 万吨/年项目投资回报率下降至 25%左右，工期为 2.5 年，则单个项目每年可贡献净利润 5.3 亿元。

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：刘博

010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

联系人：于洋

010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

联系人：庞天一

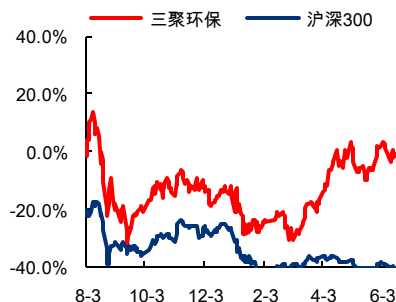
010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	55.46-17.67
总市值（亿元）	549
流通市值（亿元）	411
总股本/流通 A 股（万股）	118581/88837
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.20

52 周股价走势图



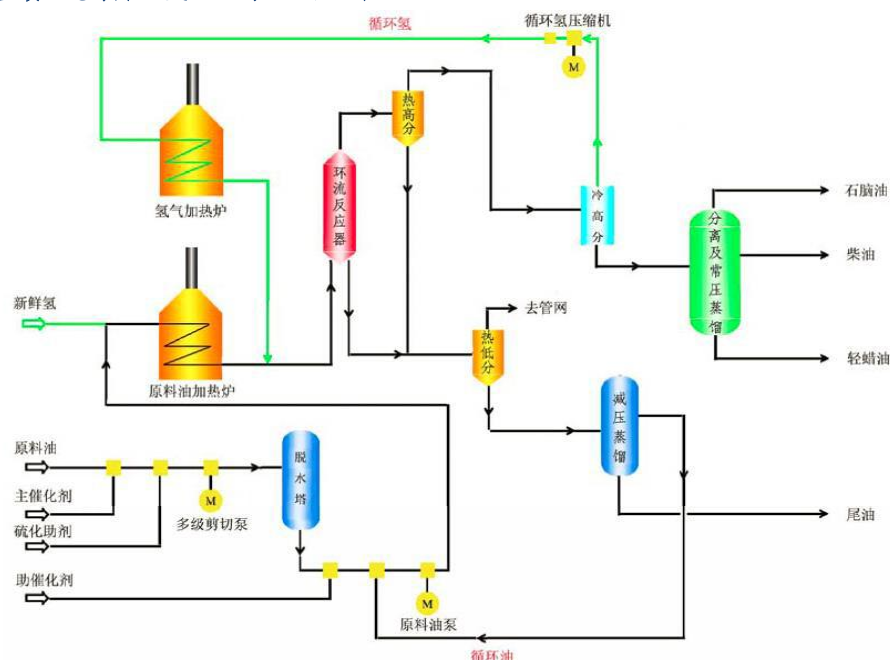
资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《环保行业 2016 年中期策略：“效果化+保增长”趋势下，掘金高景气度细分领域》2016-06-30
- 2、《三聚环保深度报告：“产品-改造-运营”战略规划清晰，能源净化综合服务龙头再起航》2016-07-13

相比传统工艺，悬浮床加氢工艺的轻油收率最高、经济效益最显著：1)采用催化裂化工艺，轻油收率为 65%-70%，可产生 45.4%汽油、21.3%柴油；2)采用延迟焦化工艺，轻油收率为 50-55%，可产生 25%汽油、30%柴油；3)而采用悬浮床加氢工艺后，轻油收率高达 90%以上，可产生 29%汽油、63%柴油。**经济效益方面：原料成本降低 1200-1600 元/吨；轻油收率提高 20-30 个百分点；加工成本氢耗+人工等=1000 元/吨左右，综合来看平均综合收益约为 1000 元/吨。**

图 1：重质油悬浮床加氢工艺的工业化流程



资料来源：东兴证券研究所

表 1：悬浮床加氢与传统重质油加工技术的比较

技术工艺	投资规模（亿元/百万吨）	轻油收率	工艺路径	最终产品
催化裂化	13	短	65%-70%	45%汽油、21%柴油
延迟焦化	3	长、且浪费严重	50%-55%	25%汽油、30%柴油
悬浮床加氢	13	短	90%以上	29%汽油、63%柴油

资料来源：东兴证券研究所

2、生物质规模化利用是公司未来重要战略布局，有望提供新的业绩增长点

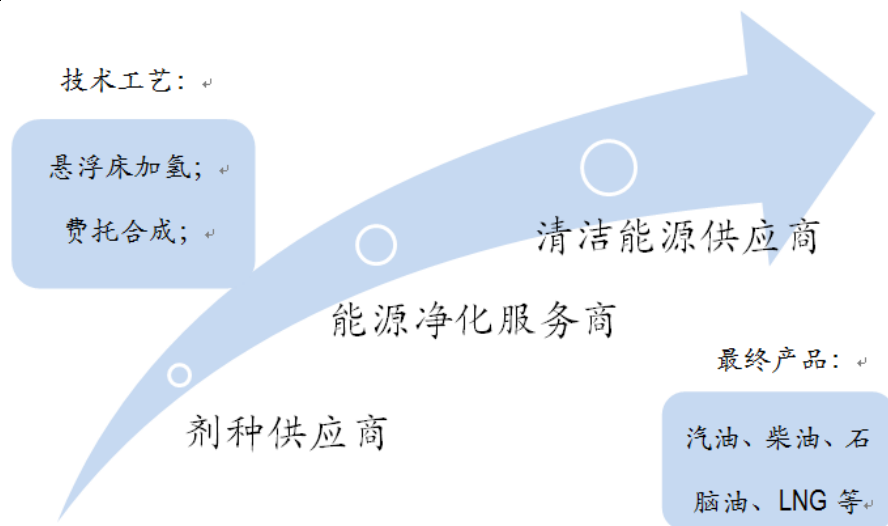
我国每年产生生物质废弃物 15 亿吨，其中包括：9 亿吨秸秆、5 亿吨畜禽废弃物（鲜重约为 25 亿吨）、0.35 亿吨城镇生活污水污泥、250-400 万吨园林绿化废弃物，而生物质规模化利用的难点主要在于：前端收集渠道、中端处理技术、终端需求市场。公司于 16 年 4 月份与北大荒成立了三聚-北大荒生物质新材料股份公司（7 月份完成工商注册登记，三聚环保控股 52%），将充分利用北大荒成熟的生物质收储渠道和庞大的炭基复合肥消费市场，目前公司内部已经立项 10 套以上分布式秸秆分质利用生产炭基复合肥的装置，预计项目逐步建设完工后，2017 年底达到 100-200 万吨/年的产量。根据目前在南京、河南地区的示范项目显示，公司生产的炭基复合肥和传统复合肥相比，化肥投入量减少 14kg/亩、成本减低 80 元/亩、收入增加 50 元/亩，综

合算起来，在化肥投入量减少 14kg/亩的同时，增加收入 130 元/亩。我们分析认为，伴随公司炭基复合肥项目逐渐完工投产，未来将有望为公司提供新的业绩增长点。

结论：

我们预计公司 16、17、18 年净利润分别为 16 亿、25 亿、36 亿，EPS 分别为 1.35 元、2.11 元、3.04 元，对应市盈率分别为 35 倍、23 倍、16 倍。我们梳理公司自上市以来的发展历程：公司“剂种销售-改造服务-投资运营”的战略规划十分清晰，目前已经由传统催化剂、净化剂生产销售企业逐步向净化服务供应商角色转变，结合公司现有业务和目标规划，我们分析认为公司愿景是发展成为清洁能源项目投资运营平台，将分为三步实施：1）Step 1：专注主业，夯实脱硫催化剂、净化剂市场上的民营企业龙头地位；2）Step 2：切入传统焦化企业改造市场，实现由剂种销售向改造服务的转型；3）Step 3：悬浮床加氢项目成功，工程化运用以后终将发展成为清洁能源投资运营平台。在高效经营和管理团队的带领下，公司战略规划目标正在逐步落实和有序推行，悬浮床加氢改造项目落实后，将充分打开成长空间，维持“强烈推荐”评级。

图 2：公司战略分析：“剂种销售-改造服务-投资运营”发展思路清晰



资料来源：东兴证券研究所

风险提示：

市场竞争加剧、土壤修复行业释放速度不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3924	8297	17690	31483	49689	营业收入	3010	5698	11966	20941	32458
货币资金	1233	3157	3473	3820	4202	营业成本	2064	3844	8073	14128	21899
应收账款	1839	3628	7619	13333	20666	营业税金及附加	21	59	124	217	337
其他应收款	41	37	78	137	212	营业费用	90	96	202	354	576
预付款项	228	744	1827	3723	6661	管理费用	155	264	555	972	1506
存货	505	533	1120	1961	3039	财务费用	127	299	449	763	1297
其他流动资产	5	9	20	35	54	资产减值损失	64.31	179.13	250.78	326.02	423.82
非流动资产合计	1357	1934	1836	1738	1640	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	107	107	107	107	107	投资净收益	-0.08	0.88	0.88	0.88	0.88
固定资产	702.16	1455.80	1365.29	1274.56	1183.70	营业利润	488	956	2206	3583	5272
无形资产	147	160	144	128	112	营业外收入	4.49	6.77	6.77	6.77	6.77
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.28	0.04	0.00	0.00	0.00
资产总计	5281	10231	19525	33220	51330	利润总额	492	963	2213	3590	5279
流动负债合计	2513	4351	11488	23241	38544	所得税	81	149	580	1047	1607
短期借款	1374	1430	6381	14841	25808	净利润	411	814	1633	2543	3672
应付账款	559	1724	3570	6248	9684	少数股东损益	9	-6	-6	-6	-6
预收款项	18	131	367	781	1422	归属母公司净利润	402	821	1602	2518	3627
一年内到期的非	50	60	60	60	60	EBITDA	815	1512	2870	5053	7826
非流动负债合计	676	1016	576	590	606	EPS (元)	0.79	1.19	1.35	2.11	3.04
长期借款	130	70	82	96	112	主要财务比率					
应付债券	492	494	494	494	494		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	3190	5367	12064	23830	39150	成长能力					
少数股东权益	157	168	162	155	149	营业收入增长	150.65%	89.31%	110.00%	75.00%	55.00%
实收资本 (或股	509	778	1193	1193	1193	营业利润增长	102.81%	96.10%	141.77%	80.82%	53.55%
资本公积	478	2201	3079	3079	3079	归属于母公司净利润	95.23%	57.18%	95.23%	57.18%	44.04%
未分配利润	905	1625	2663	4294	6644	获利能力					
归属母公司股东	1934	4697	7207	9122	11881	毛利率(%)	31.42%	32.53%	32.53%	32.53%	32.53%
负债和所有者权	5281	10231	19525	33220	51330	净利率(%)	13.66%	14.29%	13.65%	12.14%	11.31%
现金流量表						总资产净利润(%)		总资产	7.61%	8.02%	8.20%
单位: 百万元						ROE(%)	20.79%	17.47%	22.23%	27.60%	30.53%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
经营活动现金流	319	61	-1256	-1788	-1989	资产负债率(%)	60%	52%	62%	72%	、
净利润	411	814	1633	2543	3672	流动比率				1.35	1.29
折旧摊销	199.99	256.55	0.00	108.64	108.76	速动比率				1.27	1.21
财务费用	127	299	449	763	1297	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	-3991	-5714	-7333	总资产周转率	0.70	0.73	0.81	0.80	0.77
预收帐款的变化	0	0	236	414	641	应收账款周转率	2	2	2	2	2
投资活动现金流	-590	-230	-257	-333	-432	应付账款周转率	7.87	4.99	4.52	4.27	4.07
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	0	0	-2	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.79	1.19	1.34	2.11	3.04
投资收益	0	1	1	1	1	每股净现金流(最新	0.86	2.47	2.91	4.17	5.35
筹资活动现金流	710	2093	4986	7094	8802	每股净资产(最新摊	3.80	6.03	6.04	7.65	9.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	42.59	28.28	36.29	23.22	16.12
普通股增加	3	269	414	0	0	P/B	8.85	5.58	5.57	4.40	3.38
资本公积增加	72	1724	878	0	0	EV/EBITDA	22.01	16.59	14.12	8.71	6.21
现金净增加额	439	1924	3473	4973	6382						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1 年证券行业研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士，4 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3 年环保产业从业经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。