

三聚环保 (300072)

公司研究/点评报告

控股港股油服，国际市场开拓有望加速

——三聚环保拟控股巨涛海洋石油服务点评

点评报告/环保行业

2017年03月15日

一、事件概述：

公司发布公告，子公司三聚环保（香港）拟以1.2港币/股、合计7.7亿港元认购香港上市公司巨涛海洋石油服务（代码：3303.hk）拟发行的6.4亿股新股，交易完成后，公司将持有巨涛油服40%的股权，成为其控股股东。本次认购需要向香港证监会及巨涛油服股东大会申请豁免要约收购。

二、分析与判断

● **切入油服，补齐装备、工程短板、完善产业链布局。** 本次认购价较巨涛油服停牌前股价折价40%，2015年净利2671万元，公司在行业景气度低点布局油服代价较低。巨涛油服主要业务为油气行业与船舶制造行业提供制造、技术、工程等综合服务。公司致力于成为“全球一流的能源净化专家”，之前侧重于能化下游清洁深加工技术的储备，本次交易将使公司向产业链上游的开采、装备技术延伸，补齐公司在装备制造、工程服务等方面的短板，完善公司能源清洁化产业链的布局。

● **协同作用显著，公司国际市场开拓有望加速推进。** 公司上市以来，集中精力发展油气、煤炭等化石能源的清洁化加工技术以及石化-煤化融合发展的系统集成技术，装备制造、工程服务等成为制约公司快速发展的瓶颈之一，缺少海外项目经验也限制了公司页岩气成套脱硫、悬浮床加氢等公司的领先技术在海外拓展的步伐。巨涛拥有装备完善的制造场地、丰富的项目管理、实施经验，国际项目经验相对丰富。本次交易，在完善产业链、补齐短板的同时，公司可利用巨涛现有的业务渠道继续开拓海外市场，进一步扩大公司在海外业务的规模、增强公司的综合竞争力。

● **悬浮床加氢、生物质综合利用进入订单释放期。** 截止2016Q3，公司待执行订单115亿，其中新签3个公司刚刚布局的生物质综合利用项目。在生物质利用上，公司利用自身在热解技术及市场资源等方面的优势，探索出“热解-深加工-绿色燃料及化工原料”的解决方案，结合精准扶贫的政策导向，在实现生物质资源效益最大化的同时，也实现了良好的社会效益。公司解决方案优势显著、地方参与意愿强，今年有望进入订单爆发期。

公司于2016年底签署总投资约53亿的鹤壁150万吨/年煤焦油综合利用项目，标志着公司悬浮床加氢技术100万吨级项目进入推广阶段，而15.8万/年吨试验平台也对中石油克拉玛依高钙稠油进行了试验运行，取得了轻油收率90%的优异表现。现在公司多个悬浮床项目开始进入前期阶段，今年也将迎来订单爆发期。我们测算，劣质油品加工需求仅国内就超在2亿吨，按照100万吨投资20亿测算，市场空间可达4000亿。

● **风险提示：** 公司技术工程放大风险，订单不及预期的风险。

三、盈利预测及投资建议

预计公司16~18年EPS为1.34元、2.14元、3.47元；对应16~18年PE为42、26倍、16倍。悬浮床加氢及生物质综合利用项目订单释放在即，国际拓展有望加速，公司持续高增长确定，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	5,698	17,531	25,150	37,725
增长率（%）	89.3%	207.7%	43.5%	50.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	821	1,602	2,552	4,140
增长率（%）	104.1%	95.2%	59.3%	62.2%
每股收益（元）	1.05	1.34	2.14	3.47
PE	53.1	41.7	26.2	16.1
PB	/	9.9	7.2	5.0

资料来源：公司公告、民生证券研究院

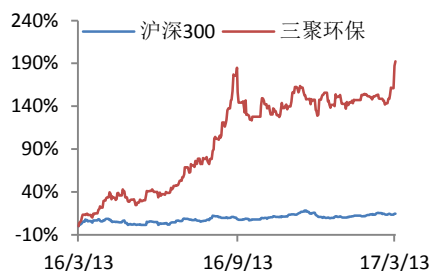
强烈推荐 维持评级

合理估值：87-104元

交易数据 2017-03-14

收盘价（元）	55.99
近12个月最高/最低	55.99/19.15
总股本（百万股）	1,195.60
流通股本（百万股）	906.39
流通股比例%	75.81
总市值（亿元）	669.41
流通市值（亿元）	507.49

该股与沪深300走势比较



分析师：陶贻功

执业证书编号：S0100513070009

电话：(010)8512 7892

邮箱：taoyigong@mszq.com

相关研究

- 1、动态报告《“五年规划”勾勒千亿能环龙头蓝图》20151216
- 2、动态报告《供给侧改革稀缺标的，持续高成长可期》20160105
- 3、点评报告《综合运营增值服务放量有望改善现金流状况》20160713
- 4、点评报告《煤化-石化产业链融合发展领航者扬帆起航》20160728
- 5、点评报告《现金流继续向好，生物质项目订单开始释放》20161020

表 1: 截止 2016Q3 公司重点已签订待执行的重大合同 114.51 亿元。

序号	项目名称	合同金额	待执行
1	通化化工股份有限公司原料路线与动力结构调整改造项目	13.00	3.47
2	内蒙古家景镁业有限公司焦炭制气生产 30 万吨/年甲醇项目	8.00	3.27
3	山东桦超化工有限公司异丁烷脱氢项目	12.68	6.94
4	内蒙古聚实能源有限公司焦化升级改造生产清洁化工产品一期	14.00	7.22
5	七台河勃盛清洁能源有限公司焦化升级改造生产化工产品项目	15.30	7.91
6	七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司焦化升级改造生产清洁化学品项目二期	9.60	3.93
7	七台河泓泰兴清洁能源有限公司焦化升级改造生产化工产品项目	11.00	7.73
8	钟祥市金鹰能源科技有限公司①原 24 万吨/年氨节能减排、环保改造项目；②30 万吨/年氨醇项目、尾气制 1.5 万吨/年清洁燃料 LNG 项目	10.40	8.58
9	孝义市鹏飞实业有限公司 20 万吨/年费托合成装置项目（一期）	14.00	13.60
10	孝义市鹏飞实业有限公司 18 万吨/年合成氨、30 万吨/年尿素项目，0.5-0.8 亿方 LNG 项目	12.80	12.50
11	古县利达焦化有限公司焦炉尾气顶气补气联产 1 亿 m ³ /年 LNG 项目	4.48	1.86
12	四川鑫达新能源科技有限公司 5 万吨/年聚甲氧基二甲醚项目	2.72	0.63
13	四川聚润新能源科技有限公司 15 万吨/年工业双氧水（利用甲醇生产尾气）项目	2.24	2.12
14	七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司污水熄焦造气项目	2.00	2.00
15	七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司电厂安全、环保改造工程项目	0.50	0.17
16	七台河勃盛清洁能源有限公司焦化煤气环保净化设施改造项目	0.64	0.53
17	鹤壁宝发能源科技股份有限公司 30 万吨二甲醚节能减排项目	0.41	0.41
18	七台河市隆鹏煤炭发展有限责任公司焦化升级改造生产清洁化学品项目三期	28.00	24.58
19	河南宇天化工有限公司 15 万吨/年葱油加氢工程一期项目	4.00	2.00
20	孝义市鹏飞实业有限公司锅炉烟气超净排放项目	0.69	0.58
21	孝义市鹏飞实业有限公司焦化烟气超净排放项目	0.70	0.59
22	河南省顺成集团煤焦有限公司脱硫制酸项目	0.55	0.55
23	河南省顺成集团煤焦有限公司焦化烟气超净排放项目	0.70	0.70
24	靖江众达炭材有限公司焦化烟气超净排放项目	0.42	0.42
25	黑龙江华丰生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目	0.73	0.73
26	通化秋硕生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目	0.84	0.84
27	河南省拓农生物质新材料有限公司万吨级秸秆生物质综合循环利用项目	0.65	0.65
合计		171.05	114.51

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：标红为 2016Q3 单季新增订单

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5,698	17,531	25,150	37,725
营业成本	3,844	14,380	20,420	30,629
营业税金及附加	59	98	140	193
销售费用	96	160	229	314
管理费用	264	438	627	861
EBIT	1,434	2,455	3,734	5,728
财务费用	299	389	583	817
资产减值损失	179	177	177	177
投资收益	1	0	0	0
营业利润	956	1,889	2,975	4,734
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	963	1,889	2,975	4,734
所得税	149	287	423	594
净利润	814	1,602	2,552	4,140
归属于母公司净利润	821	1,602	2,552	4,140
EBITDA	1,546	2,584	3,859	5,847

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3157	2078	2973	4083
应收账款及票据	3817	6325	8555	11750
预付款项	744	1233	1764	2422
存货	533	870	1240	1698
其他流动资产	9	10	11	12
流动资产合计	8297	10578	14663	20102
长期股权投资	107	107	107	107
固定资产	1456	1412	1356	1290
无形资产	160	144	128	112
非流动资产合计	1934	974	733	493
资产合计	10231	12342	16557	22213
短期借款	1430	1430	1154	1059
应付账款及票据	1852	2349	3603	5138
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	4253	4992	6333	8246
长期借款	70	370	670	870
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	70	370	670	870
负债合计	5367	5362	7003	9116
股本	778	1193	1193	1193
少数股东权益	168	178	197	217
股东权益合计	4864	6980	9554	13097
负债和股东权益合计	10231	12342	16557	22213

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	89.3%	207.7%	43.5%	50.0%
EBIT 增长率	111.1%	71.2%	52.1%	53.4%
净利润增长率	104.1%	95.2%	59.3%	62.2%
盈利能力				
毛利率	32.5%	18.0%	18.8%	18.8%
净利率	14.4%	9.1%	10.1%	11.0%
总资产收益率 ROA	8.0%	13.0%	15.4%	18.6%
净资产收益率 ROE	17.5%	23.9%	27.5%	30.9%
偿债能力				
流动比率	2.0	2.1	2.3	2.4
速动比率	1.8	1.9	2.1	2.2
现金比率	0.7	0.4	0.5	0.5
资产负债率	0.5	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	175.1	193.4	193.7	190.2
存货周转天数	49.3	94.8	92.5	87.3
总资产周转率	0.7	1.6	1.7	1.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.1	1.3	2.1	3.5
每股净资产	6.0	5.6	7.8	11.2
每股经营现金流	0.1	(0.2)	1.4	1.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	53.1	41.7	26.2	16.1
PB	/	9.9	7.2	5.0
EV/EBITDA	42.1	25.7	17.0	11.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	814	1,602	2,552	4,140
折旧和摊销	291	306	301	296
营运资金变动	(1,276)	(2,558)	(1,573)	(2,321)
经营活动现金流	61	(278)	1,675	2,131
资本开支	262	(129)	(131)	(132)
投资	31	31	31	31
投资活动现金流	(230)	(130)	(220)	(310)
股权募资	1,969	3,394	3,394	3,394
债务募资	(18)	300	300	200
筹资活动现金流	2,093	(89)	(559)	(711)
现金净流量	1,924	(497)	896	1,110

分析师简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2011年7月加入民生证券研究院。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。