

三聚环保 (300072)

公司研究/点评报告

高增长将持续，悬浮床、生物质进入释放期

——三聚环保 2016 年报及 2017Q1 预告点评

点评报告/环保行业

2017 年 03 月 16 日

一、事件概述：

公司发布2016年年报，2016年营收175亿，增长208%；净利16亿，增长97%，基本每股收益1.38元；年度利润分配预案为每10股转赠5股，派股息2元。公司同时公告2017Q1业绩预告，预计2017Q1盈利4~4.5亿，同比增长97%~122%。

二、分析与判断

- **2017Q1业绩大幅超出市场预期，持续高增长确定性强。**2017Q1净利增长97~122%，大幅超出市场预期，奠定全年继续高增长基础。截止2016年底，公司待执行订单129亿，考虑到公司有多个单个金额在50亿以上的悬浮床项目订单落地在即，生物质综合利用项目也将进入释放期，在未来2~3年公司业绩有望继续保持高速增长的态势。
- **在手现金超60亿资金充裕，2016年现金流状况改善明显。**截止2016年底，公司货币资金62亿元，同比翻倍，较2016Q3大幅增加20亿，充裕的资金将保证公司项目快速推进。经营现金流净额也由负转正，环比增加12亿至3亿元。收现比（销售商品收到的现金/营业收入）大幅提升18个百分点至86%，显示出公司现金流状况好转趋势明显。应收账款周转天数大幅下降70天至103天，存货周转天数大幅下降32天至16天，也显示出公司营运水平的提升。
- **增值服务再加速至95亿收入，“共享经济”促传统产业转型升级大有可为。**2016年开始，公司根据下游企业的经营特点和产业状况，构建区域性企业的原料、产品、技术服务分享模式，实施能源产业增值服务，2016Q4单季度实现营收约50亿至全年的95亿元，呈现显著的加速趋势。增值服务通过企业间物流相互的有效衔接和合作共享，实现各自优势互补；在降低企业运行成本、提高产品附加值的同时，促进各自产业转型升级。增值服务致力于实现石油化工-煤化工两大产业的融合发展，经济效益与社会效益并举，公司“共享经济”模式实现爆发式增长可期。
- **悬浮床、生物质、钌基催化剂进入订单释放期。**2016年底公司签署投资额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。目前多个悬浮床项目已进入前期阶段，今年将迎来订单爆发期。劣质油品加工需求仅国内就超2亿吨，按照100万吨投资20亿测算，市场空间可达4000亿。公司计划年内建成20套5万吨秸秆炭化和炭基肥生产基地，炭基肥产能达100万吨，完成30个相关项目的选址和可研。显示公司生物质综合利用项目全面展开实施。公司低压钌基合成氨催化剂正在通化开展工业试验，项目可降将合成氨压力降至10Mpa，综合节能超30%，该项目有望打开产能近8000万吨的合成氨改造市场，预计市场规模可达1000亿。
- **风险提示：**公司项目推进不及预期。

三、盈利预测及投资建议

预计公司 2017~19 年 EPS 为 2.14、3.51、5.12 元；对应 PE 为 27、17、11 倍。悬浮床及生物质项目订单释放在即，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	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	17,531	32,100	38,600	48,700
增长率（%）	207.7%	83.1%	20.2%	26.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,617	2,550	4,192	6,102
增长率（%）	97.1%	57.7%	64.4%	45.6%
每股收益（元）	1.35	2.14	3.51	5.12
PE	43.3	27.4	16.6	11.4
PB	/	7.6	5.2	3.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

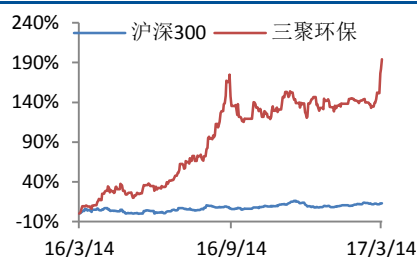
强烈推荐 维持评级

合理估值：87~104 元

交易数据 2017-03-15

收盘价（元）	58.50
近 12 个月最高/最低	58.50/29.99
总股本（百万股）	1195.60
流通股本（百万股）	76%
流通股比例%	699.42
总市值（亿元）	530.24
流通市值（亿元）	58.50

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
- 6、点评报告《控股港股油服，国际市场开拓有望加速》20170315

表 1：截止 2016 年底公司重点已签订待执行的重大合同 129 亿元。

序号	项目名称	合同金额	待执行金额
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	2.28
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	1.03
3	山东桦超化工有限公司异丁烷脱氢项目	12.68	4.70
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	4.45
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	4.90
6	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	7.62
7	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	7.88
8	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
9	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
10	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	0.85
11	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	3.92	1.83
12	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	1.94
13	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
14	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
15	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	0.46
16	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
17	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	23.27
18	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	0.68
19	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
20	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
21	爱放牧（兴安盟）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一期	1.13	1.13
22	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
23	孝义市鹏飞实业有限公司脱硫废液制酸项目	1.04	0.88
24	孝义市鹏飞实业有限公司焦化烟气超净排放项目	0.70	0.54
25	河南省顺成集团煤焦有限公司脱硫制酸项目	0.55	0.46
26	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	0.54
27	宝舜科技股份有限公司 2000 吨/年中间相炭微球项目	0.54	0.54
28	内蒙古聚实能源有限公司内蒙古家景镁业有限公司焦化升级改造生产清洁化工产品项目二期	23.60	23.60
29	湖北丰奥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	0.64	0.64
30	山东桦超化工有限公司污水处理项目	0.46	0.46
31	山东海右石化集团有限公司 100 万 t/a 延迟焦化联合装置项目	8.00	8.00
合计		196.91	129.43

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：标红为 2016Q4 单季新增订单

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	17,531	32,100	38,600	48,700
营业成本	14,422	28,001	32,229	39,642
营业税金及附加	98	98	140	193
销售费用	90	160	229	314
管理费用	305	438	627	861
EBIT	2,616	3,403	5,375	7,690
财务费用	493	389	583	817
资产减值损失	237	177	177	177
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1,887	2,837	4,615	6,696
营业外收支	24	0	0	0
利润总额	1,910	2,837	4,615	6,696
所得税	276	287	423	594
净利润	1,635	2,550	4,192	6,102
归属于母公司净利润	1,617	2,550	4,192	6,102
EBITDA	2,779	3,541	5,505	7,814

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6162	5665	6561	7671
应收账款及票据	6679	6325	8555	11750
预付款项	2626	1233	1764	2422
存货	758	870	1240	1698
其他流动资产	57	10	11	12
流动资产合计	16365	14367	18251	23690
长期股权投资	107	107	107	107
固定资产	1527	1412	1356	1290
无形资产	160	144	128	112
非流动资产合计	2146	1018	777	537
资产合计	18511	15386	19028	24227
短期借款	1852	1000	1154	1059
应付账款及票据	4176	2349	3603	5138
其他流动负债	105	105	105	105
流动负债合计	8421	4697	6468	8381
长期借款	480	780	1080	1280
其他长期负债	3081	2081	2831	2831
非流动负债合计	3561	2861	3911	4111
负债合计	11982	7558	10379	12492
股本	1196	1196	1196	1196
少数股东权益	250	250	250	250
股东权益合计	6529	7828	8649	11735
负债和股东权益合计	18511	15386	19028	24227

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	207.7%	83.1%	20.2%	26.2%
EBIT 增长率	82.4%	30.1%	57.9%	43.1%
净利润增长率	97.1%	57.7%	64.4%	45.6%
盈利能力				
毛利率	17.7%	12.8%	16.5%	18.6%
净利率	9.2%	7.9%	10.9%	12.5%
总资产收益率 ROA	8.7%	16.6%	22.0%	25.2%
净资产收益率 ROE	25.8%	33.7%	49.9%	53.1%
偿债能力				
流动比率	1.9	3.1	2.8	2.8
速动比率	1.9	2.9	2.6	2.6
现金比率	0.7	1.2	1.0	0.9
资产负债率	0.6	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	104.3	157.5	154.3	149.0
存货周转天数	16.3	62.9	56.5	50.6
总资产周转率	1.2	1.9	2.2	2.3
每股指标 (元)				
每股收益	1.4	2.1	3.5	5.1
每股净资产	5.3	6.3	7.0	9.6
每股经营现金流	0.3	(0.2)	1.4	1.8
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	43.3	27.4	16.7	11.5
PB	/	9.2	8.3	6.1
EV/EBITDA	24.5	19.2	12.3	8.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,635	2,550	4,192	6,102
折旧和摊销	400	315	307	301
营运资金变动	(2,052)	(1,346)	(1,370)	(2,321)
经营活动现金流	321	(278)	1,675	2,131
资本开支	258	(188)	(131)	(132)
投资	(46)	31	31	31
投资活动现金流	(345)	(130)	(220)	(310)
股权募资	474	3,394	3,394	3,394
债务募资	3,251	(700)	1,050	200
筹资活动现金流	3,027	(89)	(559)	(711)
现金净流量	3,003	(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。