

三聚环保（300072）研究报告

2017 年 3 月 17 日

一季报持续高增长，成长驱动不断浮现

买入（维持）

盈利预测及估值

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,531	32,527	53,395	83,883
同比(+/-%)	207.7%	85.5%	64.2%	57.1%
净利润(百万元)	1617	2494	3489	5195
同比(+/-%)	97.1%	54.2%	39.9%	48.9%
毛利率(%)	17.7%	15.2%	13.2%	12.8%
净资产收益率(%)	25.8%	30.3%	31.9%	34.7%
每股收益(元)	1.35	2.09	2.92	4.34
PE	42.81	27.65	19.79	13.32
PB	11.01	8.41	6.32	4.61

数据来源：WIND 资讯，东吴证券研究所

事件：

公司发布年报及一季度业绩预告，1) 2016 年实现营收 175.31 亿，同比增长 207.66%；实现归母净利润 16.17 亿，同比增长 97.07%；扣非后实现归母净利润 16.02 亿，同比增长 96.43%。2) 预计 2017 年一季度实现归母净利润 4.00-4.50 亿，同比增长 97.16%-121.81%。

投资要点：

■ **在手订单饱满奠定高增长基础，一季度业绩释放积极信号：**1) 2011-2016 年，公司营收规模由 6.01 亿增长至 175.31 亿元，5 年 CAGR 为 96.33%；归母净利润规模由 0.95 亿增长至 16.17 亿，5 年 CAGR 为 76.28%。分业务来看，2011-2016 年，能源净化综合服务业务规模由 1.05 亿增长至 157.62 亿，5 年 CAGR 为 172.35%；能源净化产品业务规模由 4.95 亿增长至 17.69 亿，5 年 CAGR 为 29.02%，因此能源净化综合服务（主要包括传统煤化工和焦化企业节能改造、以及相关增值服务）是公司业绩保持高速增长的主要推动力。目前，公司在手未结算订单金额合计 129.43 亿元，饱满订单为业绩持续高增长奠定基础。2) 公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润 4.00-4.50 亿元，同比增长 97.16%-121.81%。我们认为，从 2011-2016 年一季度净利润占比全年业绩来看，最高占比为 12.55%，对全年业绩的指导意义有限，但是一季度业绩强劲释放积极信号，伴随公司在手存量订单+悬浮床项目+生物质项目有序推进，全年业绩存在超预期可能。

■ **市场预期内：悬浮床加氢项目开工奠基，投产后有望显著增厚公司业绩：**2016 年底，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。根据公司年报内容披露，目前该项目已经开工奠基并进行部分工业装置的土

首席证券分析师袁理

执业资格证书号码：S0600511080001

yuanl@dwzq.com.cn

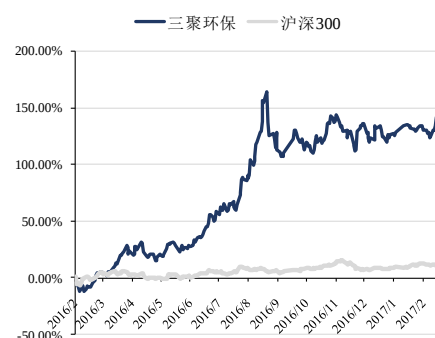
021-60199782

研究助理翟堃

zhaik@dwzq.com.cn

021-60199789

股价走势



市场数据

收盘价(元)	57.79
一年最低价/最高价	17.92/57.38
市净率	11.15
流通 A 股市值(百万元)	52358

基础数据

每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	64.7
总股本(百万股)	1196
流通 A 股(百万股)	906

相关研究

1. 业绩高增长如期兑现，静待悬浮床加氢项目落地
2017 年 2 月 21 日

建工程工作，结合公司管理层在项目公开媒体发布会上介绍该项目概算 30%投资回报率水平，我们预计在项目顺利实施的前提下，有望为公司业绩提供充足弹性。

- **市场预期差：战略布局生物质规模化业务领域，打造成为新的业绩增长点可期：**2016 年以来，公司在生物质规模化利用领域深刻布局，但是考虑到农产品行业（公司布局生物质规模化利用主要用于生产炭基复合肥）对公司来说属于陌生领域且行业估值中枢相比节能板块不具备明显优势，因此市场对于公司此举未能充分理解。我们分析认为，生物质规模化利用是公司管理层深思熟虑后做出的重要战略布局：1）政策上，响应国家号召、顺应政策方向，快速推进生物质业务同时充分获益精准扶贫的优惠政策；2）技术上，与南京林业大学张齐生院士团队签署战略合作框架协议，加速实现研究成果产业化；3）渠道上，与北大荒成立合资公司，从生物质收储到炭基肥销售全产品链覆盖；4）项目上，我们查询公司投资者互动平台上公开信息显示，公司已计划 2017 年在北大荒系统建设 2 套 5 万吨炭基肥装置及秸秆综合利用装置，使得生物质处理能力达到 10 万吨/年以上，目前，天时地利人和，公司未来将生物质规模化利用业务打造为又一业绩增长点可期。
- **催化剂：小非减持接近尾声，负债率接近历史高点：**截至 2017 年 2 月 8 日，公司高管张淑荣累计减持股份 118.8 万股，完成其 6 个月之内的减持计划，同时近年来随着公司业务规模的迅速扩张，资产负债率已经达到 64.73%，是 2008 年以来公司资产负债率的最高点，目前公司受再融资新规约束的 18 个月期限结束，未来不排除通过多种融资手段解决资金需求。
- **盈利预测与估值：**公司“剂种销售-改造服务-投资运营”战略规划清晰、在手订单饱满、业绩如期兑现，考虑到悬浮床加氢和生物质规模化利用项目规模较大，推进进程受到多方面综合因素的影响，因此我们微调公司盈利预测，预计公司 17、18、19 年净利润分别为 25 亿、35 亿、52 亿，EPS 分别为 2.09 元、2.92 元、4.34 元，对应市盈率分别为 28 倍、20 倍、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单执行不及预期，回款风险。

图表 1 三聚环保盈利预测

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16364.7	25135.6	37317.8	57972.3	营业收入	17531.1	32527.2	53395.0	83882.5
现金	6161.7	10489.4	15124.4	23089.2	营业成本	14422.4	27573.3	46325.5	73170.7
应收款项	6762.7	8555.1	12141.9	19074.7	营业税金及附加	98.1	361.1	523.3	704.6
存货	757.6	1448.3	2433.3	3843.4	营业费用	89.9	435.9	523.3	796.9
其他	2682.7	4642.8	7618.1	11965.0	管理费用	305.2	562.7	923.7	1451.2
非流动资产	2146.0	2852.2	2970.6	2489.8	财务费用	492.7	167.3	161.4	215.7
长期股权投资	107.0	107.0	107.0	107.0	投资净收益	0.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	1553.5	2265.5	2389.4	1914.0	其他	-236.6	-414.0	-724.5	-1267.9
无形资产	173.7	167.9	162.3	156.9	营业利润	1886.7	3012.9	4213.3	6275.5
其他	311.8	311.8	311.8	311.8	营业外净收支	23.5	1.0	1.0	1.0
资产总计	18510.7	27987.8	40288.4	60462.1	利润总额	1910.2	3013.9	4214.3	6276.5
流动负债	8421.1	15538.1	25098.1	41190.0	所得税费用	275.6	494.3	691.1	1029.4
短期借款	1881.8	2200.0	3400.0	6400.0	少数股东损益	17.6	25.4	34.5	52.5
应付账款	4176.2	7629.9	13116.6	20482.4	归属母公司净利润	1617.1	2494.2	3488.6	5194.7
预收款项	2363.0	5708.3	8581.5	14307.6	EBIT	2615.6	3594.3	5099.2	7759.1
非流动负债	3561.1	3961.1	3961.1	3961.1	EBITDA	2770.1	3798.8	5354.2	8071.9
长期借款	480.0	880.0	880.0	880.0	重要财务与估值指标				
应付债券	3081.1	3081.1	3081.1	3081.1	每股收益(元)	1.35	2.09	2.92	4.34
负债总计	11982.1	19499.2	29059.1	45151.1	每股净资产(元)	5.25	6.87	9.14	12.52
少数股东权益	250.4	270.2	297.1	337.9	发行在外股份(百万股)	1195.6	1195.6	1195.6	1195.6
归属母公司股东权益	6278.1	8218.4	10932.2	14973.1	ROIC(%)	25.5%	40.3%	112.2%	215.5%
负债和股东权益总计	18510.7	27987.8	40288.4	60462.1	ROE(%)	25.8%	30.3%	31.9%	34.7%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	17.7%	15.2%	13.2%	12.8%
经营活动现金流	321.4	5256.7	5307.7	7218.4	EBIT Margin(%)	14.9%	11.1%	9.6%	9.3%
投资活动现金流	-344.8	-1093.2	-1097.9	-1099.9	销售净利率(%)	9.2%	7.7%	6.5%	6.2%
筹资活动现金流	3026.5	164.2	425.2	1846.3	资产负债率(%)	64.7%	69.7%	72.1%	74.7%
现金净增加额	3004.5	4327.7	4635.0	7964.8	收入增长率(%)	207.7%	85.5%	64.2%	57.1%
企业自由现金流	1916.3	4245.2	4232.8	6101.7	净利润增长率(%)	97.1%	54.2%	39.9%	48.9%

数据来源: WIND 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

