

三聚环保 (300072)

公司研究/点评报告

研发能力再加强，并购华石或箭在弦上

——三聚环保 2017 年一季报点评

点评报告/环保行业

2017 年 04 月 20 日

一、事件概述：

公司发布 2017 年一季报，2017Q1 实现营业收入 55 亿，同比增长 218%；实现扣非净利润 4.3 亿元，同比增长 119%。业绩接近此前业绩预告的上限。

二、分析与判断

● **剂种销售增长率继续提升，增值服务开始贡献业绩。** 公司 2017Q1 剂种收入 4.28 亿元，同比增长 36%，较 2016 年报增速继续提高，显示公司剂种销售稳中向好趋势明显，未来随着低压合成氨催化剂、悬浮床加氢催化剂开始进入量产阶段，公司剂种销售将迎来持续增长期。报告期公司增值服务大幅增长 259% 至 36 亿元，为全年增值服务的高增长奠定基础，公司净利增长 119%，显著大于剂种 36%、综合服务 67% 两项业务的营收增速，也显示出增值服务业务已开始贡献利润，将来有望成为公司新的业绩增长点。

● **收购宝塔三聚、设立绿色能源研究院继续加强研发。** 宝塔三聚是致力于煤化工、石油天然气化工以及煤油气协同转化领域研发的能源科技公司，此前是公司全资子公司三聚创洁和隶属于宝塔石化的宝塔投资、行业专家李红凯合资成立的公司，公司权益 30%，是公司的重要研发平台之一。公司同时公告，设立海南三聚绿色能源研究院，主要负责生物质综合利用相关技术的研发。

公司此前在全国已有国家化肥工程中心、三聚南农等多个研发平台，这次的两项投资将进一步加强公司在化石能源清洁化、高效化，生物质等清洁能源技术的研发能力。本次投资是公司理顺研发体系，强化研发能力的重要布局，我们判断公司下一步将推动对负责悬浮床加氢技术研发的合作伙伴华石能源的并购，以加强对悬浮床技术的掌控能力。

● **悬浮床、生物质、钨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。公司低压钨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 1.44、2.24、3.51 元；对应 PE 为 28、18、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	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	17,531	32,120	38,576	48,743
增长率 (%)	207.66%	83.22%	20.10%	26.36%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,617	2,585	4,020	6,293
增长率 (%)	97.07%	59.85%	55.54%	56.54%
每股收益 (元)	0.90	1.44	2.24	3.51
PE	45	28	18	11
PB	/	7.2	5.1	3.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐 维持评级

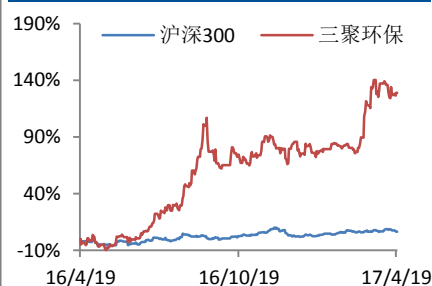
合理估值：56-67 元

交易数据

2017-04-19

收盘价 (元)	40.16
近 12 个月最高/最低	43.11/15.65
总股本 (百万股)	1793.39
流通股本 (百万股)	1361.10
流通股比例 (%)	75.90%
总市值 (亿元)	720.23
流通市值 (亿元)	546.62

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《控股港股股服，国际市场开拓有望加速》20170315

表 1：截止 2017 年底公司重点已签订待执行的重大合同 129 亿元。（单位：万元）

序号	项目名称	合同金额	2016 年报待执行金额	2017Q1 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	130000	22772.73	22772.73
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	80000	10308.58	10308.58
3	山东桦超化工有限公司异丁烷脱氢项目	126820	47008.79	0
4	内蒙古聚实能源有限公司焦化升级改造生产境界化工产品一期	140000	445243.4	26524.07
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	153000	49044.34	49044.34
6	七台河泓泰兴情节能源有限公司焦化升级改造生产化工产品项目	110000	76223.47	65266.83
7	钟祥市金鹰能源科技有限公司①原 21 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	104000	78781.12	56300
	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）	140000	136000	136000
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	128000	125000	125000
10	古县利达焦化有限公司焦炉尾气顶气补气联产 1 亿立方米/年 LNG 项目	448000	8454.75	8454.75
11	四川鑫达能源科技有限公司 5 万吨/年聚甲氧基二甲醚项目	39200	18250	9465.3
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	22400	19416.91	15581.4
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	20000	20000	20000
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	5000	1746.31	1746.31
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	6400	4617	4617
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	4096	4096	4096
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	280000	232680.43	220150.81
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	40000	6756.48	0
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	8440.94	8440.94	8440.94
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	6531.91	6531.91	6531.91
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	11284.23	11284.23	11284.23
22	孝义市鹏飞事业有限公司锅炉烟气超净排放项目	6890	5830	5830
23	孝义市鹏飞事业有限公司脱硫废液制酸项目	10400	8800	8800
24	孝义市鹏飞事业有限公司焦作烟气超净排放项目	7020	5378.17	5378.17
25	河南省顺成集团焦煤有限公司脱硫制酸项目	5460	4620	4620
26	河南省顺成集团煤焦有限公司焦化烟气超净排放项目	7020	5377.94	5377.94
27	宝舜科技股份有限公司 2000 吨/年中间相炭微球项目	5400	5400	0
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情节化工产品二期	236000	236000	204516
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	6364.37	6364.37	6364.37
30	山东桦超化工有限公司污水处理项目	4550	4550	4550
31	山东海右实业集团有限公司 100 万 t/a 延迟焦化联合装置项目	80000	80000	73640
32	七台河勃盛情节能源有限公司化工产品优化改造项目	64400	0	59900
33	宁夏宸宇环保科技有限公司宸宇环保无害化处置中心项目	16000	0	13000
合计				1193562

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，标蓝为完成订单

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	17,531	32,120	38,576	48,743
减：营业成本	14,422	27,214	31,518	38,279
营业税金及附加	98	180	216	273
销售费用	90	145	154	171
管理费用	305	530	579	682
财务费用	493	665	845	1,098
资产减值损失	237	348	540	843
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	1,887	3,039	4,725	7,397
加：营业外收支净额	24	24	26	28
三、利润总额	1,910	3,062	4,751	7,425
减：所得税费用	276	459	713	1,114
四、净利润	1,635	2,603	4,038	6,311
归属于母公司的利润	1,617	2,585	4,020	6,293
五、基本每股收益 (元)	0.90	1.44	2.24	3.51

主要财务指标

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
EV/EBITDA	22.63	21.34	15.78	10.55
成长能力:				
营业收入同比	207.66%	83.22%	20.10%	26.36%
营业利润同比	97.3%	61.1%	55.5%	56.5%
净利润同比	100.72%	59.22%	55.15%	56.3%
营运能力:				
应收账款周转率	3.50	3.55	2.21	1.86
存货周转率	27.16	29.37	25.01	26.59
总资产周转率	1.22	1.39	1.11	1.03
盈利能力与收益质量:				
毛利率	17.7%	15.3%	18.3%	21.5%
净利率	9.2%	8.0%	10.4%	12.9%
总资产净利率 ROA	11.4%	11.3%	11.6%	13.4%
净资产收益率 ROE	28.7%	31.4%	33.5%	36.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.94	1.68	1.61	1.80
资产负债率	64.7%	58.3%	61.6%	55.8%
长期借款/总负债	4.0%	4.8%	4.2%	4.4%
每股指标:				
每股收益	0.90	1.44	2.24	3.51
每股经营现金流量	0.27	1.28	(2.13)	1.74
每股净资产	5.46	5.60	7.85	11.37

资产负债表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,162	7,066	8,487	10,723
应收票据	283	519	623	788
应收账款	6,396	11,718	23,146	29,246
预付账款	2,626	4,811	5,778	7,300
其他应收款	84	153	184	232
存货	758	1,429	1,656	2,011
其他流动资产	57	63	69	76
流动资产合计	16,365	25,760	39,942	50,376
长期股权投资	107	107	107	107
固定资产	1,527	1,480	1,421	1,351
在建工程	26	126	326	626
无形资产	174	156	139	122
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,146	1,869	1,993	2,206
资产总计	18,511	27,629	41,934	52,582
短期借款	1,852	1,852	7,851	8,167
应付票据	1,132	2,136	2,473	3,004
应付账款	3,045	8,440	10,186	10,774
预收账款	833	913	1,316	1,698
其他应付款	474	522	574	631
应交税费	924	1,479	2,367	3,786
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	8,421	15,340	24,768	28,061
长期借款	480	780	1,080	1,280
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	480	780	1,080	1,280
负债合计	11,982	16,120	25,848	29,341
股本	1,196	1,793	1,793	1,793
资本公积	2,220	2,220	2,220	2,220
留存收益	3,179	5,763	9,784	16,077
少数股东权益	250	268	286	304
所有者权益合计	6,529	11,508	16,086	23,241
负债和股东权益合计	18,511	27,629	41,934	52,582

现金流量表

项目 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流量	321	2,301	(3,815)	3,129
投资活动现金流量	(345)	(130)	(220)	(310)
筹资活动现金流量	3,027	(365)	5,455	(582)
现金及等价物净增加	3,004	1,806	1,420	2,237

资料来源：公司公告，民生证券研究院

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；2016年“慧眼”环保行业第二名。

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。