

三聚环保 (300072)

公司研究/简评报告

悬浮床加氢首单落地，进入订单释放期

——三聚环保签订煤焦油深加工综合利用项目点评

简评报告/环保行业

2017年06月20日

一、事件概述：

公司发布公告，与孝义市福孝化工签订“9万吨/年焦油深加工综合利用项目”，总价款55.66亿元。项目建设期2年，预计调试期6个月。三聚向福孝化工提供项目所需的工艺技术、技术服务、工程设计、催化剂、净化剂、专用设备、成套设备及工程建设的集成服务，并由双方签署项目具体分项合同，福孝化工按照该协议和项目具体分项合同的约定支付乙方上述款项。

协议55.66亿的总金额占公司2016年营收的31.75%。

二、分析与判断

● 首个悬浮床加氢项目落地，订单进入释放期。

公司15.8万吨/年示范项目已经投运超过1年，对高、中、低温煤焦油，常减压渣油等进行了试运行，取得了良好的效果。2016年12月公司已与鹤壁世通绿能签署合作建设150万吨/年煤焦油综合利用项目的战略合作框架协议，本次孝义项目是公司签订的首个悬浮床加氢项目合同，标志着公司悬浮床加氢技术进入订单释放期。

● 100万吨级悬浮床加氢技术进入推广期，剂种销售有望迎来向上拐点。

100万吨级悬浮床加氢装置工业化应用推广是公司《五年发展战略规划纲要（2016~2020年）》的重要工作，孝义预计将利用山西省内丰富的高温煤焦油资源通过悬浮床装置生产高附加值的化工产品，该项目的签订及顺利实施将起到良好的示范效应，为后续技术的推广打下坚实基础；同时悬浮床项目催化剂需求量大，该项目的实施也将带动公司使高毛利、需求稳定的催化剂剂种销售迎来向上拐点。

● 悬浮床加工高钙稠油通过标定验证技术可靠性，配股增发助力项目推进。

公司5月3日发布公告，公司与中石油克拉玛依石化等合作完成了悬浮床加氢装置加工石油基高钙稠油的标定任务，悬浮床转化率达94%，全装置轻油收率89%，产品为优质石脑油产品和优质的国V柴油。新疆克拉玛依高钙稠油是名副其实的高粘度、高金属、高酸值，难以加工的“愁油”。本次通过中石油的标定，验证了公司技术的可靠性，首单落地后公司悬浮床加氢项目订单有望加速释放，未来不排除公司未来将和中石油等大型炼化企业在悬浮床加氢项目上开展进一步合作。

公司拟按照每10股配售不超过2股的比例，配股不超过3.6亿股募资不超过48亿元；公司控股股东、高管承诺以现金方式全额认购配股股票。配股增发符合政策导向，预计推进速度将会较快。公司悬浮床加氢、生物质综合利用、钌基合成氨等多个技术进入项目推广期，募集资金的到位将保障公司业务快速推进，从而带动公司业绩持续高增长。

● 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25、16、10倍。悬浮床及生物质项目订单进入释放期，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 | 40 | 25 | 16 | 10 |
| PB | / | 6.4 | 4.6 | 3.2 |

资料来源：公司公告、民生证券研究

强烈推荐 维持评级

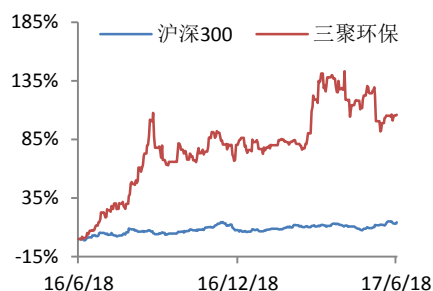
合理估值：56~67元

交易数据

2017-06-19

| | |
|------------|-------------|
| 收盘价（元） | 35.99 |
| 近12个月最高/最低 | 43.11/17.06 |
| 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） | 645.44 |
| 流通市值（亿元） | 489.86 |

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

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 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

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 |

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。