

三聚环保 (300072)

公司研究/简评报告

业务多点开花，“生态农业-绿色能源”驶入快车道

——三聚环保 2017 年报点评

简评报告/环保行业

2018年4月23日

一、事件概述：

公司4月20日发布2017年年报，2017年实现营收225亿，同比增长28%；归母净利25亿元，同比增长57%。扣非净利23亿，同比增长45%。2017年度利润分配预案为每10股派发现金红利1元（含税）、转赠3股。

二、分析与判断：

➤ **财务分析：毛利率提升，负债率下降，应收账款风险较小。** 报告期得益于高毛利的生态农业-绿色能源服务放量，公司毛利率水平小幅提升至18.45%，期间费用率5.28%，仍处在较低水平；2017年公司资产负债率下降6个百分点至58.64%；2017年公司收现比84%，经营现金流量净额-3.5亿元，现金流状况仍不乐观，但在公司89亿应收账款中，1年内账龄的占比71%，1~2年内账龄的占比为25%，2年内期内的占比合计96%，可见公司应收账款质量较好、账龄结构合理、回收风险较小。

➤ **业务状况：多点开花，生态农业-绿色能源服务进入快速增长期。** 截止2017年底，公司待执行重点项目金额达229亿元，较半年报增长近50%，将有力支撑未来业绩的释放。报告期，公司各业务多点开花，创新、先进技术推广转化成果丰硕。

催净化剂持续增长：在竞争加剧、成本上涨的不利背景下，公司催净化剂实现近10亿收入，同比增长11%。半再生重整催化剂在俄罗斯炼油厂成功应用，打开国际市场；自主研发的燃料气脱硫HCSR技术具有低成本、高效率的特点，在焦炉烟气的“超净排放”改造中获得广泛应用。在催化剂等领域的技术优势为公司各业务的拓展提供了充沛动力。

生态农业与绿色能源服务服务放量：2017年公司生物质综合利用项目开建42套，建成投成2套，实现营收超10亿元。2017年是公司启动“农作物秸秆炭化还田-土壤改良技术”产业化推广的第一年，该业务的推广放量成为公司业绩持续增长的重要推动力。

超级悬浮床项目进入建设期：公司在手孝义福孝化工、河南世通绿能、黑龙江龙油3个悬浮床项目，合计订单金额120亿元，目前3个项目均已进入建设期，预计2019年中交。另外，公司钴基费托合成技术、低压钌基合成氨技术等技术的推广均在有序推进，各项技术进入收获期，公司业绩持续高增长确定。

➤ **发展战略：传统能源清洁化技术服务商、生物质综合利用运营商和服务商。** 在生物质综合利用方面，进行秸秆还田土壤改良技术推广和碳基复合肥应用，开发生物质基清洁燃料和精细化产品相关技术。公司目标到2020年底，建成300-400套炭基复合肥工厂，实现炭基复合肥产能1500万吨/年，生物质收集运营能力3000万吨/年。

石油化工、现代煤化工综合服务方面：围绕超级悬浮床技术、钌系氨合成成套技术、钴基费托合成技术、净化材料等开展传统能源清洁化的综合服务，成为石油化工、现代煤化工领域的轻资产技术服务商。

三、盈利预测及投资建议：

预计公司2018~19年EPS为2.08、2.87、4.05元；对应PE分别为14、10、7倍。公司悬浮床及生物质项目订单进入释放期，高增长确定，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

公司技术推广、项目推进不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	22,478	29,296	37,073	47,863
增长率（%）	28.22%	30.33%	26.55%	29.11%
归属母公司股东净利润（百万元）	2,539	3,755	5,196	7,326
增长率（%）	57.02%	47.88%	38.37%	41.00%
每股收益（元）	1.40	2.08	2.87	4.05
PE	20	14	10	7
PB	/	3.5	2.5	1.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐 维持评级

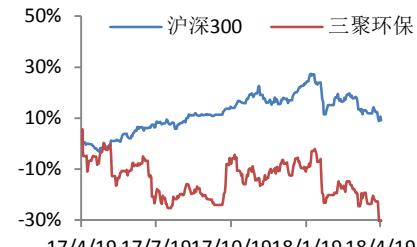
当前股价： 28.04 元

交易数据

2018-4-20

近12个月最高/最低	42.47/26.5
总股本（百万股）	1,808.08
流通股本（百万股）	1,373.67
流通股比例%	75.97
总市值（亿元）	506.99
流通市值（亿元）	385.18

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

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

- 动态报告《供给侧改革稀缺标的，持续高成长可期》20160105
- 点评报告《综合运营增值服务放量有望改善现金流状况》20160713
- 点评报告《煤化-石化产业链融合发展领航者扬帆起航》20160728
- 点评报告《现金流继续向好，生物质项目订单开始释放》20161020
- 点评报告：《增资控股北京华石，悬浮床项目爆发在即》20170817
- 点评报告：《收现比提升显著，悬浮床项目进入施工期》20171026

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
一、营业总收入	22,478	29,296	37,073	47,863
减：营业成本	18,330	23,217	28,856	36,522
营业税金及附加	45	59	75	96
销售费用	128	167	211	273
管理费用	531	691	875	1,130
财务费用	529	714	907	1,179
资产减值损失	168	184	203	223
加：投资收益	57	0	0	0
二、营业利润	2,830	4,263	5,946	8,440
加：营业外收支净额	164	164	181	199
三、利润总额	2,994	4,428	6,127	8,639
减：所得税费用	340	503	696	981
四、净利润	2,654	3,925	5,431	7,658
归属于母公司的利润	2,539	3,755	5,196	7,326
五、基本每股收益 (元)	1.40	2.08	2.87	4.05

主要财务指标

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
EV/EBITDA	17.74	11.16	8.08	5.70
成长能力:				
营业收入同比	28.22%	30.33%	26.55%	29.11%
营业利润同比	50.0%	50.7%	39.5%	41.9%
净利润同比	62.36%	47.88%	38.37%	41.0%
营运能力:				
应收账款周转率	2.94	2.85	2.82	2.84
存货周转率	16.98	13.67	13.80	14.20
总资产周转率	1.02	1.07	1.16	1.20
盈利能力与收益质量:				
毛利率	18.5%	20.8%	22.2%	23.7%
净利率	11.3%	12.8%	14.0%	15.3%
总资产净利率 ROA	12.1%	14.4%	17.0%	19.2%
净资产收益率 ROE	31.1%	31.2%	31.3%	32.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.02	2.02	2.50	2.89
资产负债率	58.6%	49.5%	41.8%	36.8%
长期借款/总负债	9.6%	12.0%	13.9%	13.5%
每股指标:				
每股收益	1.40	2.08	2.87	4.05
每股经营现金流量	(0.20)	1.92	1.67	3.25
每股净资产	5.82	8.09	11.10	15.33

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)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,032	7,158	8,156	11,136
应收票据	596	777	984	1,270
应收账款	8,918	11,623	14,708	18,989
预付账款	2,573	3,354	4,244	5,480
其他应收款	96	125	158	204
存货	1,891	2,395	2,976	3,767
其他流动资产	202	222	244	269
流动资产合计	21,313	25,654	31,471	41,115
长期股权投资	60	60	60	60
固定资产	2,653	2,549	2,434	2,308
在建工程	27	127	327	627
无形资产	817	735	653	572
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	4,126	3,471	3,475	3,567
资产总计	25,439	29,125	34,946	44,683
短期借款	2,801	2,801	1,610	0
应付票据	1,126	1,426	1,773	2,244
应付账款	3,719	6,673	6,747	8,815
预收账款	855	1,071	1,448	1,741
其他应付款	276	303	334	367
应交税费	261	417	668	1,069
其他流动负债	1,004	0	0	0
流动负债合计	10,565	12,693	12,579	14,235
长期借款	1,425	1,725	2,025	2,225
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	1,425	1,725	2,025	2,225
负债合计	14,917	14,418	14,605	16,461
股本	1,808	1,808	1,808	1,808
资本公积	1,700	1,700	1,700	1,700
留存收益	5,479	9,233	14,429	21,755
少数股东权益	1,724	1,894	2,130	2,461
所有者权益合计	10,521	14,708	20,341	28,222
负债和股东权益合计	25,439	29,125	34,946	44,683

现金流量表

项目 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流量	(354)	3,471	3,016	5,880
投资活动现金流量	583	(130)	(220)	(310)
筹资活动现金流量	(363)	(414)	(1,797)	(2,590)
现金及等价物净增加	(140)	2,927	998	2,980

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	投资评级	说明
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資目标、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。