

强烈推荐-A (维持)

三聚环保 300072.SZ

目标市值: 800 亿元

当前股价: 35.99 元

2017 年 06 月 19 日

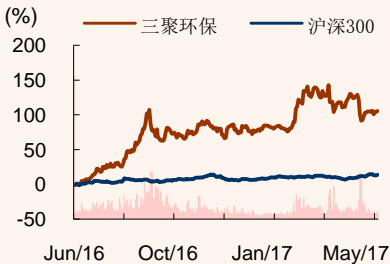
签署百万吨级焦油深加工项目, 技术正在逐步工业化

基础数据

上证综指	3144
总股本 (万股)	179339
已上市流通股 (万股)	136110
总市值 (亿元)	645
流通市值 (亿元)	490
每股净资产 (MRQ)	3.8
ROE (TTM)	27.0
资产负债率	63.4%
主要股东	北京海淀科技发展有限公司
主要股东持股比例	28.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	23	103
相对表现	-11	18	89



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《三聚环保 (300072) — 三季报业绩预增 97%-114%》2016-10-11
- 2、《三聚环保 (300072) — 手握核心技术, 保障公司长期成长》2016-09-07
- 3、《三聚环保 (300072) — 技术创新驱动公司高成长》2016-08-18

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn  
S1090516050001

周铮

S1090515120001

朱纯阳

S1090515060001

孙维容

S1090516110001

研究助理: 于庭泽

事件:

三聚环保发布签署重大合同公告: 公司与福孝化工签订《项目合作协议》, 双方将合作建设“90 万吨/年焦油深加工综合利用项目”, 本项目总价款约人民币 55.66 亿元。

评论:

1、新项目力推悬浮床加氢技术在百万吨工业化应用。

三聚环保项目协议总金额约人民币 55.66 亿元, 项目建设期预计两年, 开工调试期 6 个月, 虽然对当期利润不构成影响, 但是意义重大, 一方面该项目为实现公司悬浮床加氢技术在百万吨以上装置的工业化应用起到良好的示范效应, 有助于公司悬浮床加氢催化剂、浆液法脱硫等产品和技术的销售, 促进公司在石油化工和煤化工领域的发展, 另一方面, 高达 55.66 亿元的重大合同的签署, 为公司未来持续的、高速的业绩贡献提供有效的保障, 随着示范效应的扩展, 我们预计未来公司有望陆续签订百万吨级的订单。

2、悬浮床技术优势领先, 市场巨大, 公司进入黄金发展期。

我们在 2016 年公司深度报告《手握核心技术, 保障公司长期成长》中, 明确给出 2017 年目标市值 800 亿, 前期股价有所回落, 但不会影响我们一直坚持的判断。悬浮床加氢技术是目前最为先进的重质油炼化技术。采用悬浮床加氢处理重油, 生产的油品硫、氮等杂质可降至 1PPM 以下, 至少达到欧 IV 标准。三聚环保作为我国首套拥有自主知识产权的超级悬浮床工业装置, 在 16 年一次开车成功, 并至今已经实现了长周期安全且平稳运行, 是炼油行业的巨大技术突破, 技术盈利良好, 市场千亿空间, 行业壁垒仍存, 公司工业化数据及管理经验丰富, 我们认为三聚运营模式的转变, 为未来发展打开天花板, 正处于黄金发展期。

3、三聚业务定位于“能源清洁综合利用”服务商。

随着悬浮床加氢、FT 合成项目的逐步落地, 公司从单一“能源净化专家”升级为“能源净化及清洁转化、综合利用专家”, 推动环保、清洁能源业务融合发展。公司立足传统的能源净化业务, 积极拓展化石能源的清洁、高效转化业务, 推动环保、清洁能源产业的融合发展, 升级为能源、环保一体化服务商。

4、维持“强烈推荐-A”的投资评级。

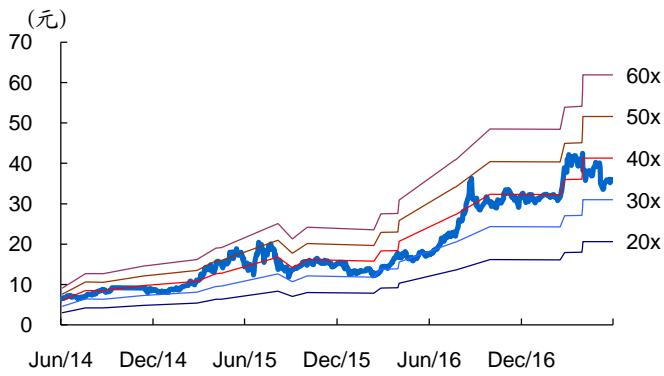
我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.53 元、2.21 元和 3.19 元, PE 分别为 23X、16X 和 11X。17 年给予 28 倍 PE, 目标市值 800 亿, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。

5、风险提示。

订单进度不及预期的风险; 国际市场开拓风险; 应收账款回收风险。

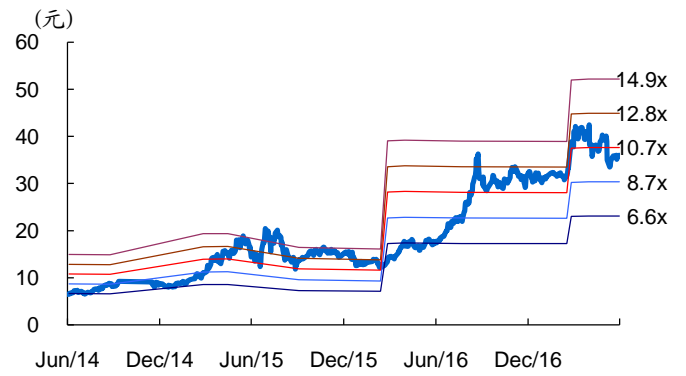
PE-PB Band

图 1: 三聚环保历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 三聚环保历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	8297	16365	22702	28108	35904
现金	3157	6162	8000	8000	8266
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	189	283	411	563	774
应收款项	3628	6396	9245	12663	17421
其它应收款	37	84	121	166	228
存货	533	758	1075	1466	2012
其他	753	2683	3849	5249	7203
<b>非流动资产</b>	1934	2146	2375	2780	3147
长期股权投资	107	107	107	107	107
固定资产	1456	1527	1778	2202	2586
无形资产	160	174	156	141	127
其他	212	338	334	330	327
<b>资产总计</b>	<b>10231</b>	<b>18509</b>	<b>25075</b>	<b>30886</b>	<b>39049</b>
<b>流动负债</b>	4351	8421	12298	14380	17151
短期借款	1430	1852	3536	2951	2000
应付账款	1724	3045	4368	5956	8171
预收账款	131	833	1195	1629	2236
其他	1067	2692	3199	3844	4744
<b>长期负债</b>	1016	3561	3711	3711	3711
长期借款	70	480	630	630	630
其他	946	3081	3081	3081	3081
<b>负债合计</b>	<b>5367</b>	<b>11982</b>	<b>16009</b>	<b>18091</b>	<b>20862</b>
股本	778	1196	1793	1793	1793
资本公积金	2201	1903	1305	1305	1305
留存收益	1717	3179	5688	9373	14703
少数股东权益	168	250	280	323	386
归属于母公司所有者权益	4697	6277	8786	12472	17801
<b>负债及权益合计</b>	<b>10231</b>	<b>18509</b>	<b>25075</b>	<b>30886</b>	<b>39049</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	61	321	1086	1913	2603
净利润	821	1617	2748	3960	5726
折旧摊销	112	164	169	190	229
财务费用	263	372	413	453	391
投资收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(1096)	(1816)	(2288)	(2753)	(3829)
其它	(37)	(15)	45	63	87
<b>投资活动现金流</b>	(230)	(345)	(400)	(600)	(600)
资本支出	(264)	(258)	(400)	(600)	(600)
其他投资	34	(86)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	2093	3027	1152	(1313)	(1737)
借款变动	50	1420	1804	(585)	(951)
普通股增加	269	417	598	0	0
资本公积增加	1724	(298)	(598)	0	0
股利分配	(51)	(156)	(239)	(275)	(396)
其他	101	1643	(413)	(453)	(390)
<b>现金净增加额</b>	1924	3003	1838	0	266

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	5698	17531	25420	34818	47899
营业成本	3844	14422	20690	28212	38707
营业税金及附加	59	98	178	244	335
营业费用	96	90	130	179	246
管理费用	264	305	442	606	834
财务费用	299	493	413	453	391
资产减值损失	179	237	343	470	646
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	956	1887	3223	4655	6740
营业外收入	7	24	24	24	24
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	963	1910	3247	4678	6764
所得税	149	276	468	675	976
<b>净利润</b>	814	1635	2778	4003	5788
少数股东损益	(6)	18	30	43	62
<b>归属于母公司净利润</b>	821	1617	2748	3960	5726
<b>EPS (元)</b>	1.05	1.35	1.53	2.21	3.19

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	89%	208%	45%	37%	38%
营业利润	96%	97%	71%	44%	45%
净利润	104%	97%	70%	44%	45%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.5%	17.7%	18.6%	19.0%	19.2%
净利率	14.4%	9.2%	10.8%	11.4%	12.0%
ROE	17.5%	25.8%	31.3%	31.8%	32.2%
ROIC	16.5%	22.9%	23.5%	26.7%	29.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.5%	64.7%	63.8%	58.6%	53.4%
净负债比率	15.2%	12.8%	16.6%	11.6%	6.7%
流动比率	1.9	1.9	1.8	2.0	2.1
速动比率	1.8	1.9	1.8	1.9	2.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.9	1.0	1.1	1.2
存货周转率	7.4	22.3	22.6	22.2	22.3
应收帐款周转率	2.1	3.5	3.3	3.2	3.2
应付帐款周转率	3.4	6.0	5.6	5.5	5.5
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.05	1.35	1.53	2.21	3.19
每股经营现金	0.08	0.27	0.61	1.07	1.45
每股净资产	6.03	5.25	4.90	6.95	9.93
每股股利	0.20	0.20	0.15	0.22	0.00
<b>估值比率</b>					
PE	34.1	26.6	23.5	16.3	11.3
PB	6.0	6.9	7.3	5.2	3.6
EV/EBITDA	88.8	47.6	31.6	22.7	16.3

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**姚鑫：**招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

**孙维容：**招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

**于庭泽：**招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。