

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

联系方式：021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

能源净化服务业务表现靓丽，业绩延续高增长

——三聚环保（300072）三季度点评报告

证券研究报告-公司点评

买入（维持）

发布日期：2015年10月23日

报告关键要素：

受益于能源净化服务业务的快速增长，公司业绩维持了高增长的态势。前三季度实现营业收入38.33亿元，同比增长101.88%，净利润5.84亿元，同比增长108.20%。目前焦炉煤气制LNG、煤化工能领域的节能改造仍存在较大市场空间，有望保障公司业绩增长。随着FT合成、悬浮加氢等领域的突破，公司的BT模式有望实现快速复制，为公司打开新的成长空间。页岩气脱硫市场则有望成为公司业绩另一增长点。预计公司2015、2016年EPS分别为1.02元和2.04元，以10月22日收盘价34.20元计算，对应PE分别为33.53倍和22.21倍，维持“买入”的投资评级。

事件：

- **三聚环保（300072）发布2015年三季度报。**2015年前三季度，公司实现营业收入38.33亿元，同比增长101.88%，实现营业利润6.84亿元，同比增长96.23%，归属于上市公司股东的净利润5.84亿元，同比大幅增长108.20%，基本每股收益0.75元。前三季度的业绩接近业绩预告的上限。

点评：

- **三季度业绩维持高增长。**公司前三季度营业收入38.33亿元，同比增长101.88%。其中三季度收入16.19亿元，同比增长78.50%。能源净化综合服务业务依旧是高增长主力，共实现收入26.97亿元，同比增长175.59%。前三季度孝义鹏飞30万吨甲醇项目、1.8亿m³LNG项目，安瑞佳“C4馏分清洁综合利用”项目，三聚华本1亿m³/年焦炉气制LNG”项目以及山东方宇、通化化工等项目顺利实施，带动了收入的快速增长。由于工程项目通常在年底结算，去年基数较高导致了三季度增速有所放缓。此外能源净化剂种业务总体稳定增长，前三季度收入11.35亿元，同比增长23.44%。随着我国油品升级进程的提速以及公司参与的FT合成、悬浮床加氢等项目的投产，未来能源净化剂种业务有望维持稳定增长。

图1：公司历年业绩增长

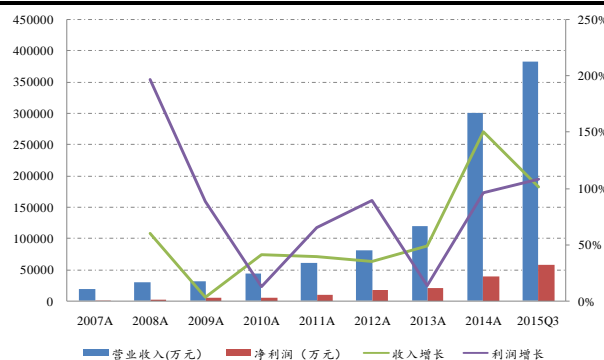
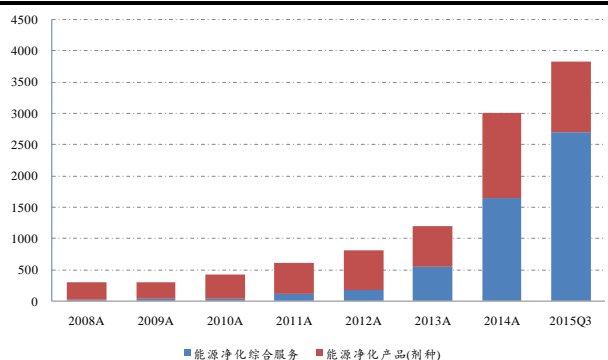


图2：公司主营产品收入



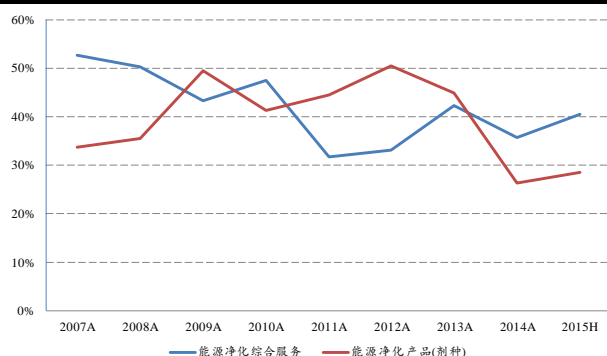
资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

- **盈利能力有所下滑。**公司前三季度的综合毛利率为33.89%，同比小幅下降0.67个百分点，其中三季度毛利率29.30%，环比下降7.27个百分点。我们判断毛利率的下滑主要是业务结构变化所致。三季度能源净化剂种收入5.37亿元，占比由上半年的29.6%提升至33.2%。由于剂种业务毛利率较低，因

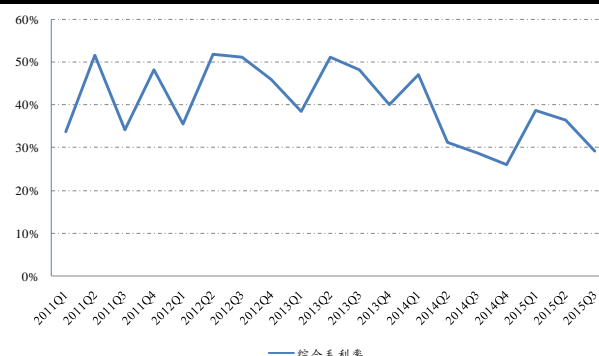
而拉低了整体毛利率。此外三季度苯乙烯和新戊二醇价格大幅下跌，亦拉低了剂种业务的毛利率。

图3：公司分业务毛利率



资料来源：中原证券、wind

图4：公司分季度综合毛利率



资料来源：中原证券、wind

- 煤化工领域保障增长，新领域存在巨大空间。**截止2015年三季度，公司披露的部分已签订待执行的剂种销售合同及重点项目合同共17个，总金额共46.05亿元，为公司短期增长带来充足的保障。目前煤化工、化工化肥等领域的节能工程仍有较大空间，公司在该领域经验丰富，优势突出，有能力维持较快增长。此外，公司储备多年的FT合成以及悬浮加氢等技术已取得突破。上半年公司取得了两个FT合成的订单，若这些项目实施顺利，FT合成技术有望得到大规模推广。未来公司的BT模式有望在这些领域实现快速复制，带动后续订单的爆发式增长。
- 页岩气脱硫市场突破可期。**2014年，公司在美国南部的Eagle Ford油气田实施了首个脱硫服务项目的工业化运行，试运行后硫容等相关数据获得良好预期，脱硫剂硫容率超过50%，显示公司的技术具有较强的竞争力。公司继续优化该项目的工业化运行，加强与美国用户的深入合作关系，为布局美国脱硫服务市场奠定基础。公司亦着眼于美国经济型脱硫的需求，利用三聚高效、先进的脱硫材料，开发适合美国脱硫工厂的湿法脱硫工艺，引起了美国客户的浓厚兴趣。目前公司在美国的首套浆液法鼓泡床工艺包设计工作进展顺利。未来美国页岩气脱硫市场有望成为业绩的重要增长点。
- 盈利预测和投资建议：**预计公司2015、2016年EPS分别为1.02元和2.04元，以10月22日收盘价34.20元计算，对应PE分别为33.53倍和22.21倍，维持“买入”的投资评级。
- 风险提示：订单进度、新业务开展低于预期。**

盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1200.83	3009.91	4960	7000
增长比率 (%)	48.51	150.65	64.79	41.13
净利润 (百万元)	204.59	401.98	795	1200
增长比率 (%)	13.62	96.48	97.77	50.94
每股收益 (元)	0.26	0.52	1.02	1.54
市盈率 (倍)	131.54	65.77	33.53	22.21

资料来源：中原证券、wind

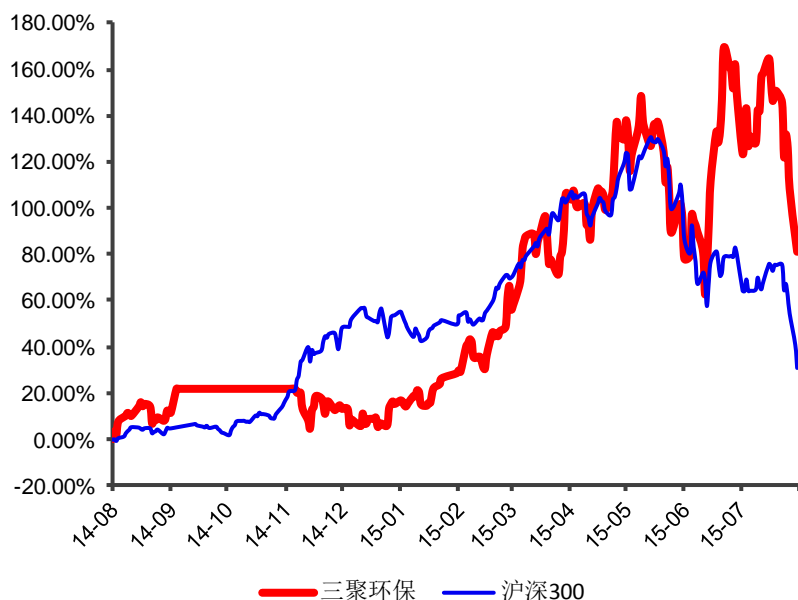
市场数据 (2015年10月22日)

收盘价 (元)	34.20 元
一年内最高/最低 (元)	47.99/22.00
沪深300 指数	3524.53
市净率 (倍)	5.98
流通市值 (亿元)	204

基础数据 (2015年9月30日)

每股净资产 (元)	5.72
每股经营现金流 (元)	-1.45
毛利率 (%)	33.89
净资产收益率 (%)	26.50
资产负债率 (%)	54.31
总股本/流通股 (万股)	77822/59684
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得转载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。