

三聚环保(300072)

化学制品/化工

发布时间: 2022-01-21

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

业绩同比扭亏为盈，生物质燃油空间巨大

报告摘要:

事件:

2022年1月12日公司发布2021年度业绩预告。通过积极推动生物能源产业化，2021年公司预计实现归母净利润6900-10300万元，同比扭亏为盈。

点评:

校企合建氨氢能源创新平台，与现有业务产生协同效应。公司于2022年01月04日审议通过议案，与福州大学、紫金矿业签订《出资协议书》，共同投资设立福大紫金氨能科技股份有限公司，合力打造国家级“氨-氢”能源产业创新团队，发展集绿氨产业、氢能产业及可再生能源产业于一体的万亿级产业链。其中三聚环保持股比例为5%。此次投资通过资本和科技的通力合作实现了技术效益和经济效益的最大化；同时也为公司发展提供了新的契机，促进催化剂业务发展并与现有环保业务协同进步，成为公司突破亏损困境的重要转折点。

海淀国资控股，助力公司化解历史遗留问题。三聚环保的控股股东变更，体现出国资对三聚环保的全力支持，并透露出未来国资有望进一步加大对上市公司的支持。国资的支持为三聚环保化解历史遗留问题、收购资产和技术研发注入了新的力量，公司业绩有望大幅回升。

聚焦生物质燃油技术，未来有望成为公司主要业绩增长点。随着公司生物燃料技术工业化的成功，公司已经将生物能源产业作为重点发展业务之一，第二代生物质燃油掌握全球领先的悬浮窗加氢催化技术，未来有望成为主要利润来源之一。公司控股子公司山东三聚的“40万吨/年生物能源项目”已实现二次开车，将大幅提升生物质燃油产能；公司还积极与其他企业合作，通过委托加工的方式扩大生物燃料产量和市场份额，进一步扩大产业优势。

投资建议:我们预测公司2021-2023年营业收入分别为70.19/72.71/91.27亿元，归母净利润分别为0.81/5.57/8.85亿元，对应EPS为0.03/0.24/0.38元，对应PE270/33.75/21.32X，给予44倍合理PE，对应目标价10.5元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:产能扩张不及预期、原材料价格波动、海外市场变化

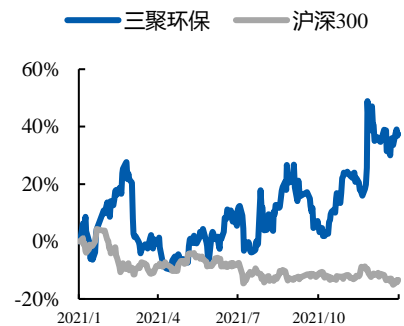
财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	8,483	7,133	7,019	7,271	9,127
(+/-)%	-44.84%	-15.91%	-1.61%	3.60%	25.52%
归属母公司净利润	139	-1,380	81	557	885
(+/-)%	-72.56%	-1095.06%	105.89%	585.49%	58.74%
每股收益(元)	0.06	(0.59)	0.03	0.24	0.38
市盈率	107.12	—	270	33.75	21.32
市净率	1.54	1.64	2.32	2.19	2.02
净资产收益率(%)	1.44%	-16.99%	0.99%	6.42%	9.41%
股息收益率(%)	0.37%	0.00%	0.02%	0.44%	0.82%
总股本(百万股)	2,350	2,350	2,350	2,350	2,350

股票数据

2022/01/21

6个月目标价(元)	10.5
收盘价(元)	8.10
12个月股价区间(元)	5.31-8.77
总市值(百万元)	19,032.73
总股本(百万股)	2,350
A股(百万股)	2,350
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	38

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	28%	36%
相对收益	0%	30%	48%

相关报告

《2022年化工年度策略:逆周期选股,碳中和寻机》

--20211224

证券分析师:王凤华

执业证书编号: S0550520020001

010-68573163 wangfh@nesc.cn

研究助理:王璐

执业证书编号: S0550121040013

18813153699 wang_lu@nesc.cn

1. 事件

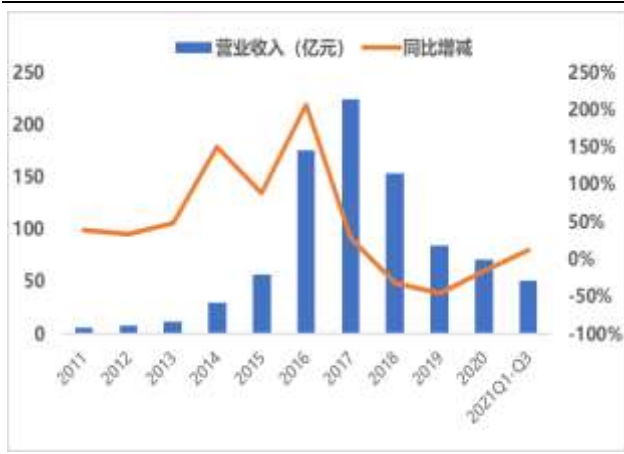
2022年1月12日，公司发布2021年度业绩预告。2021年公司经营效率得到有效提升，通过自身在悬浮床、固定床、催化剂等领域长期的技术积累和实践，推动生物能源产业化及应用，预计实现归母净利润6900万元-10300万元，同比扭亏为盈。

2. 点评

2021年经济上行、大宗商品价格上涨和国内外积极战略为公司发展提供了全新的契机。这一年全球经济在疫情中维持振荡上行态势，受美元扩张和供给端复苏缓慢影响，大宗商品的价格出现了较大幅度上涨。国际上美国重回巴黎协定，而国内首次提出“碳达峰、碳中和”计划并写入政府工作报告，全球对控制气候变化、可再生能源利用达到了空前的共识。在行业背景逐渐转暖的大趋势下，公司充分抓住市场机遇，继续坚定的实施战略转型，加快绿色能源领域核心资产的推进，并积极做好化学品的生产运营工作，取得了一定成效。

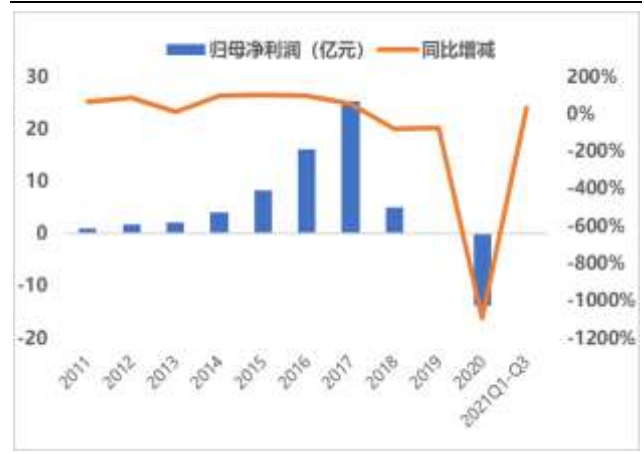
2021年前三季度公司仍处于亏损困境，但呈逐渐缓解趋势，预计2021全年将扭亏为盈。截至2021年第三季度，2021前三季度三聚环保累计实现营业收入50.73亿元，同期增加12.42%；归属于母公司股东净利润-3.97亿元，同期减少35.33%。虽然公司仍处于亏损状态，但与2020年同期相比，亏损状况已经有明显的好转。

图 1：公司历年营收（亿元）及增速



数据来源：Wind，东北证券

图 2：公司历年归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，东北证券

2.1. 聚焦主业助力业绩增长，国资控股推进转型升级

2021年，公司为优化资产结构、突出主业，对部分非核心业务资产实施了战略剥离。本年度公司完成了宝聚科技和三聚能源的股权转让工作，对全资子公司三聚环保（香港）有限公司进行了增资，并注销了11家三聚绿源有限公司下属的生物质新材料科技有限公司。通过一系列举措助力公司的转型升级。

2021年北京海新致低碳科技发展有限公司购入三聚环保29.48%的股份。9月13日公司控股股东海淀科技与北京海新致低碳科技发展有限公司签署了股份转让协议，海淀科技将其持有的公司6.92亿股股份（占公司总股本的29.48%）以6.46元/股的价格通过协议转让的方式转让给北京海新致，合计转让价款为44.72亿元。12月3

日，上述协议转让的股份过户登记手续办理完成，目前海新致已经成为三聚环保新的控股股东，而公司实际控制人仍为北京市海淀区人民政府国有资产监督管理委员会，未发生变化。

控股股东变更体现出国资对公司的全力支持，并透露出未来国资有望进一步加大对上市公司的支持。国资的支持为三聚环保化解历史遗留问题、收购资产和技术研发注入了新的力量，并取得了显著成效，据预测公司的年报业绩有望大幅回升。在公司业绩恢复的良好趋势下，未来公司业务有望实现可持续发展，同时拓宽融资渠道、加快资金周转，进一步提升公司运营质量。

公司于 2019 年与福州大学化肥催化剂国家工程研究中心在氨的高值高效利用等方面建立战略合作伙伴关系。福州大学化肥催化剂国家工程研究中心依托福州大学，是国家发改委批准建设的化肥催化剂行业唯一的国家级研发平台。中心由中国工程院院士魏可镁教授创建，拥有国家级创新团队和先进的研发手段，在合成氨、环保和清洁能源等领域的催化材料、催化剂及成套技术的研发能力处于国内外先进水平。

2021 年 12 月 10 日，公司进一步拓宽氨氢产业的合作平台。三聚环保、福州大学、紫金矿业举行绿色能源重大产业项目战略合作签约仪式，创建国内首家“氨-氢能源重大产业创新平台”，进一步推进校企科技创新合作。根据协议，三方将本着“合作共赢”的理念，合力打造一支国家级“氨-氢”能源产业创新团队，坚持产学研用融合，发展集绿氨产业、氢能产业及可再生能源产业于一体的万亿级产业链。各方一致同意共同建立氨-氢转换技术创新研发平台和高新企业，拟展开包括但不限于在氨-氢转换技术示范项目、氨-氢转换技术创新平台、氨-氢能源生产基地、氨-氢能源产业化等开展深层次合作。2022 年 01 月 04 日三聚环保与福州大学资产经营有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、罗宇正式签订《出资协议书》，共同投资设立福大紫金氢能科技股份有限公司，注册资本为人民币 2.67 亿元，其中紫金公司以货币出资 2 亿元，福州大学和三聚环保以知识产权出资约 6667 万元（三聚公司四项专利约合 1333 万元，持股比例为 5%）。

氨氢能源创新平台是新时代高校与企业创新合作的典范，通过资本和科技的通力合作实现了技术效益和经济效益的最大化。紫金矿业董事长陈景河在 2022 年初已经明确表示要紧盯“双碳”政策催生能源结构的重大革命，把新能源新材料金属矿产资源取得及开发作为优先事项，因此合作平台将助力紫金矿业依托矿业龙头优势向新能源新材料领域全面进军。紫金矿业在合作中既可以解决合资公司的资金问题，同时也可以为氨氢能源产业提供有色金属资源保障；福州大学和三聚环保则负责技术攻关，其合作研发的氨分解催化剂及制备方法、加氢催化剂及制备方法、固体氧化物氨燃料电池等多项专利都将为合作平台提供技术支持。氨氢产业是实施“双碳”战略的重要突破口。氢能源具有原材料广泛、清洁环保等优势，但由于其储运难和安全性差导致未能实现规模化量产，而将氨作为储氢介质，具有高能量密度、易液化储运、安全性高、无碳排放等优势，这一创新平台将为国家“双碳”目标的实现提供新的技术支持，对推动国家能源产业发展和实现可持续发展具有重要意义。

氨氢产业合作平台为公司发展提供了新的契机。随着国家“碳中和”“碳达峰”各项措施出台和落地，新能源和新材料产业在未来一段时间内将是新的“风口”。对于公司而言，一方面，合资公司所需催化剂的生产将由公司负责，为公司的催化剂主业

注入新的能量，增加企业的收入来源；另一方面公司可通过自身先进的催化剂技术迈入氢能领域，与公司现有的环保能源领域实现业务协同；同时，平台的建立也为公司的发展提供了更广阔的发展机会，有利于和行业内部其他公司、政府、科研单位等展开更进一步的合作，加速其发展进程。这一合作无疑抓住了国家重点发展领域的良机，将是公司突破困境的重要转折点，推进“氢-氢”能源产业化。

2.2. 生物质燃油技术领先，有望成为公司未来主要利润来源之一

2021年公司以山东三聚生物能源项目为主推进能源业务发展。公司主要依托生物质利用核心技术，提供农作物秸秆等生物质循环利用的综合解决方案。主要业务包括以秸秆炭化生产炭基复合肥、土壤改良剂等成套技术和产品为主的技术许可、成套工艺、核心装备、工程设计、装置建设及相关运营服务；以及自主投资建设和运营相关生产装置，生产和销售炭基复合肥、土壤改良剂等系列产品，形成新型的生态农业服务模式。

第二代生物质燃油掌握全球领先的悬浮窗加氢催化技术，未来有望贡献利润。第一代生物质燃油的主要原料为豆油、废油脂和植物油等，而第二代生物燃料物乙醇、纤维素乙醇和生物柴油等等，以秸秆、枯草、甘蔗渣、稻壳、木屑等农林废弃物和动物脂肪、藻类等物质作为原料。由于第二代生物燃料不再使用粮食作物作为原料，因此在生态效应、原材料循环利用、减少化学物质排放和实现低成本量产等方面都具有不可比拟的优越性。2021年上半年，公司进一步推进山东三聚一期40万吨/年生物能源项目的整体实施工作，顺利完成了项目建设。公司实施了首次开车试生产，并对装置进行了消缺完善，截至目前，已经实现了装置再次开车，并生产出合格的生物燃料产品，将对公司生物质燃油产能起到大幅度的提升。公司还积极与其他企业合作，通过委托加工的方式扩大生物燃料产量和市场份额。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,103	3,797	3,658	4,036
交易性金融资产	2	2	2	2
应收款项	5,465	3,832	3,949	3,804
存货	2,152	1,836	1,834	2,259
其他流动资产	3,276	2,633	2,690	3,314
流动资产合计	12,999	12,101	12,134	13,416
可供出售金融资产				
长期投资净额	58	58	57	57
固定资产	2,397	1,735	1,255	926
无形资产	985	1,064	1,155	1,246
商誉	128	125	121	117
非流动资产合计	5,890	5,970	6,336	6,879
资产总计	18,889	18,071	18,469	20,295
短期借款	1,174	1,174	1,174	1,174
应付款项	3,696	3,475	3,351	4,130
预收款项	0	198	189	204
一年内到期的非流动负债	948	948	948	948
流动负债合计	8,045	7,153	7,104	8,236
长期借款	682	682	682	682
其他长期负债	389	389	389	389
长期负债合计	1,071	1,071	1,071	1,071
负债合计	9,116	8,224	8,175	9,307
归属于母公司股东权益合计	8,126	8,203	8,677	9,406
少数股东权益	1,648	1,645	1,618	1,582
负债和股东权益总计	18,889	18,071	18,469	20,295

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,133	7,019	7,271	9,127
营业成本	6,209	6,019	5,723	7,067
营业税金及附加	24	47	34	47
资产减值损失	-121	0	0	0
销售费用	118	116	123	153
管理费用	443	448	505	582
财务费用	185	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	18	0	0	0
营业利润	-1,360	79	532	852
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	-1,357	79	532	852
所得税	-3	0	1	2
净利润	-1,354	78	530	849
归属于母公司净利润	-1,380	81	557	885
少数股东损益	27	-3	-27	-35

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-1,354	78	530	849
资产减值准备	1,343	0	0	0
折旧及摊销	388	913	740	574
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	205	0	0	0
投资损失	-18	0	0	0
运营资本变动	-1,427	1,700	-220	227
其他	-64	-1	-1	-1
经营活动净现金流量	-926	2,690	1,049	1,649
投资活动净现金流量	-362	-992	-1,105	-1,116
融资活动净现金流量	-429	-4	-83	-156
企业自由现金流	824	1,701	-29	569

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益 (元)	-0.59	0.03	0.24	0.38
每股净资产 (元)	3.46	3.49	3.69	4.00
每股经营性现金流量	-0.39	1.14	0.45	0.70
成长性指标				
营业收入增长率	-15.9%	-1.6%	3.6%	25.5%
净利润增长率	-1095.1%	105.9%	585.5%	58.7%
盈利能力指标				
毛利率	13.0%	14.2%	21.3%	22.6%
净利润率	-19.3%	1.2%	7.7%	9.7%
运营效率指标				
应收账款周转天数	272.07	185.81	185.22	139.89
存货周转天数	126.49	111.37	116.98	116.69
偿债能力指标				
资产负债率	48.3%	45.5%	44.3%	45.9%
流动比率	1.62	1.69	1.71	1.63
速动比率	1.00	1.13	1.13	1.01
费用率指标				
销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用率	6.2%	6.4%	6.9%	6.4%
财务费用率	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	5.4%	14.9%	17.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%
估值指标				
P/E (倍)	—	270	33.75	21.32
P/B (倍)	1.64	2.32	2.19	2.02
P/S (倍)	2.67	2.71	2.62	2.09
净资产收益率	-17.0%	1.0%	6.4%	9.4%

资料来源：东北证券

研究团队简介：

王风华：东北证券研究所绝对收益首席分析师、国防军工行业首席分析师、非银金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 24 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项，深入调研过 500+ 上市公司。

王璐：新加坡南洋理工大学应用经济学硕士，北京师范大学金融学学士，现任东北证券绝对收益/军工/非银组研究助理，2021 年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准： A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengl@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn