

# 签订神华煤制油硫回收合同,行业空间再次打开

——三维工程 (002469) 事件点评

2013年06月18日

推荐/维持

三维工程

事件点评

## 事件:

2013年6月18日,公司发布公告称与神华宁夏煤业集团有限责任公司签署了《神华宁煤400万吨/年煤炭间接液化项目硫回收装置详细工程设计及采购(EP)承包合同》,合同额暂定为14800万元。

## 主要观点:

### 1. 合同额占12年收入33%,意义大于实质

该合同额占公司12年收入4.55亿元的32.54%,包括工程设计费450万、设备材料购置费暂估14000万,采购服务费费率2.5%,设计与采购服务费之和不超过800万,对利润影响不大。相比对业绩的影响,本合同的意义显得更大,总投资550亿的神华宁煤煤制油项目2012年已获得国家发改委批准,并于三季度正式进入工程实施阶段,此次合同签订将引起市场对公司未来持续承接煤化工硫回收订单的良好预期。

### 2. 硫回收发展受益煤化工,空间再次打开

公司是国内硫回收行业龙头,已承接80余套硫回收装置的设计与工程承包业务。国内炼厂建设放缓,煤化工规模化成为硫回收行业再次打开发展空间的催化剂。12年至今国家批复的现代煤化工项目高达14个,投资额3840亿,我们测算至14年国家发放路条的现代煤化工项目有望达到20-30个,投资额约7000亿;基于已获路条的项目大部分尚未开始全面招标,硫回收发展空间将随煤化工进入密集建设期而再次打开。

### 3. 公司受益于成品油质量升级

汽柴油中硫含量过高是雾霾天气及酸雨的主要元凶,目前国内大部分地区汽柴油含硫量分别150、350ppm,为加快我国油品质量升级,我国将于今年发布汽柴油硫含量第四阶段不大于50ppm、第五阶段不大于10ppm的标准,现有硫回收装置技改或扩建的空间极大,公司作为行业龙头将受益最大。

### 4. 13年业绩增长确定性强,未来三年净利润复合增速35%

公司承包的中化泉州硫回收项目将于13年三季度中交,中煤鄂尔

## 杨伟

010-66554034 yang\_wei@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512110002

## 范劲松

010-66554033 fanjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512060002

## 杨若木

010-66554032 yangm@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480510120014

## 梁博

010-66554046 liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512060006

## 郝力芳

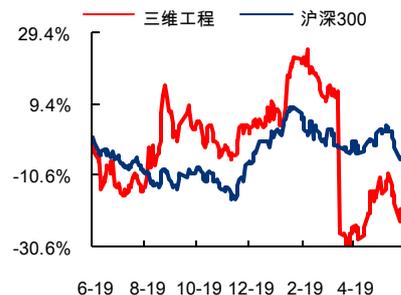
010-66554036 haolf@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480512070001

## 交易数据

52周股价区间(元)	17.47-19.82
总市值(亿元)	44.27
流通市值(亿元)	13.77
总股本/流通A股(万股)	25338/7880
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.75

## 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

## 相关研究报告

1、《三维工程(002469): 三维工程: 13年业绩确定性强, 油品升级打开硫回收发展空间》2013-02-28

多斯能源化工催化剂合同也将于 13 年中期执行完毕，共计将确认收入超过 4 亿元，因此 13 年上半年业绩高速增长、全年业绩增长确定性强，基于对公司未来订单的乐观判断，我们预测未来三年净利润复合增速将达到 35%。

### 结论：

现代煤化工规模化将成为硫回收再次打开发展空间的良好契机，此次公司与神华宁煤煤制油项目签订硫回收承包合同将拉开订单增长的序幕，此外，我国汽柴油含硫量国标将越来越严苛，公司将受益于硫回收装置新建与改造带来的新增投资。基于对下游行业景气度的乐观判断，预计公司未来 5-10 年保持稳健增长。保守预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.49 元、0.66 元、0.88 元，未来三年净利润年均复合增长率为 35%，对应 PE35 倍、26 倍、20 倍，建议长期价值投资者择机介入此类成长空间大的环保型工程龙头企业，维持“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产合计</b>	779	856	1241	1499	1892	<b>营业收入</b>	258	455	757	827	1077
货币资金	559	509	688	903	1130	<b>营业成本</b>	155	301	538	556	724
应收账款	164	248	415	453	590	营业税金及附加	7	7	11	12	16
其他应收款	1	5	8	9	11	营业费用	2	5	8	8	11
预付款项	6	37	37	37	37	管理费用	18	32	49	50	59
存货	40	45	77	79	103	财务费用	-9	-9	-6	-7	-8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3.87	7.99	6.00	6.00	6.00
<b>非流动资产合计</b>	143	197	178	159	139	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	135.94	137.67	121.39	105.03	88.68	<b>营业利润</b>	80	111	151	202	269
无形资产	2	33	29	26	23	营业外收入	0.09	0.51	0.60	0.60	0.60
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.08	0.05	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	923	1053	1419	1657	2031	<b>利润总额</b>	80	111	152	202	270
<b>流动负债合计</b>	169	188	358	449	625	所得税	12	19	26	34	46
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	68	92	126	168	224
应付账款	91	130	221	229	297	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	49	28	103	186	294	归属母公司净利	69	91	125	167	223
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	75	108	165	215	280
<b>非流动负债合计</b>	0	0	0	0	0	<b>BPS (元)</b>	0.61	0.54	0.49	0.66	0.88
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>负债合计</b>	169	188	358	449	625	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	30	30	31	32	营业收入增长	44.4%	76.3%	66.4%	9.3%	30.1%
实收资本(或	113	169	253	253	253	营业利润增长	31.9%	38.5%	36.2%	33.7%	33.3%
资本公积	465	412	412	412	412	归属于母公司净	32.7%	33.1%	36.6%	33.8%	33.3%
未分配利润	151	222	289	377	495	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	752	836	1030	1177	1373	毛利率(%)	40%	34%	29%	33%	33%
<b>负债和所有者</b>	923	1053	1419	1657	2031	净利率(%)	27%	20%	17%	20%	21%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7%	9%	9%	10%	11%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	9%	11%	12%	14%	16%
<b>经营活动现金</b>	74	3	109	234	251	<b>偿债能力</b>					
净利润	68	92	126	168	224	资产负债率(%)	18%	18%	25%	27%	31%
折旧摊销	3.66	6.34	19.63	19.63	19.63	流动比率	4.61	4.56	3.46	3.34	3.03
财务费用	-9	-9	-6	-7	-8	速动比率	4.37	4.32	3.25	3.16	2.86
应付账款的变	0	0	91	8	69	<b>营运能力</b>					
预收账款的变	0	0	76	83	108	总资产周转率	0.30	0.46	0.61	0.54	0.58
<b>投资活动现金</b>	-101	-50	-5	-6	-6	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.27	4.13	4.32	3.68	4.09
长期投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.61	0.54	0.49	0.66	0.88
<b>筹资活动现金</b>	-20	-3	75	-13	-19	每股净现金流(最	-0.42	-0.30	0.71	0.85	0.89
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.68	4.95	4.07	4.65	5.42
长期借款	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	46	56	84	0	0	P/E	28.64	32.35	35.43	26.48	19.86
资本公积增加	-46	-53	0	0	0	P/B	2.62	3.53	4.30	3.76	3.22
<b>现金净增加额</b>	-47	-50	179	215	227	EV/EBITDA	18.80	22.65	22.71	16.43	11.76

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

### 范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。

### 杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

### 梁博

2007年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010年起任中山证券化工行业研究员，2011年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。

### 郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。