

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355924

Email: fucx@chinans.com.cn

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40-43层(100101)

环保

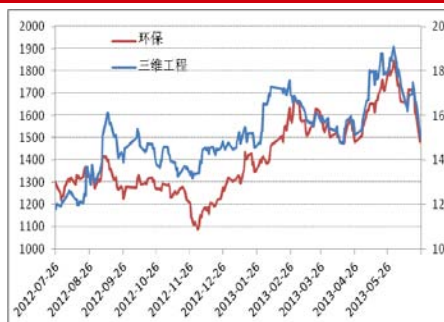
投资评级

本次评级:	买入
跟踪评级:	维持
目标价格:	19.2-21.6

市场数据

市价(元)	14.99
上市的流通A股(亿股)	0.79
总股本(亿股)	2.53
52周股价最高最低(元)	11.4-19.43
上证指数/深证成指	2072.8/8118
2012年股息率	0.4%

52周相对市场表现



相关研究

《环保专题之大气污染防治篇：煤油减排是核心关切》 2013-5-7;

三维工程 (002469.SZ)

受益于成品油及石化企业环保标准提升

投资要点

● **公司是国内硫磺回收龙头企业。**公司主要从事以炼油化工项目为主的工程设计和总承包业务，尤其在硫磺回收等环保装置上技术先进、业绩突出，主要服务于石油化工和煤化工领域。到目前为止，公司完成的硫磺回收装置设计、总承包项目超过80项，客户包括中石化、中石油、中化、中国化工及地方炼油企业等，是国内硫磺回收的龙头企业。

● **我国硫磺约2/3依赖进口。**2012年我国硫磺表观消费量为1685万吨，其中进口1120万吨，占2/3左右，国产565万吨左右，仅占约1/3，主要由石化企业提供。2013年前5月，国内主要石化企业硫磺产量为214.34万吨，其中中石化产量180万吨左右，占85%，中石油产量16万吨，占7%，地炼厂10万吨左右，占约5%；中石化的普光气田前5月硫磺产量为89.35万吨，占中石化硫磺产量的约一半左右。

● **环保标准提升催生石化、天然气硫磺回收需求。**环保部门强制要求石化企业降低成品油和天然气的含硫量，企业就需增加脱硫装置。原油脱硫和天然气净化过程中产生的硫多以酸性气体H₂S排出，环保部又要求企业降低尾气中的H₂S含量，从而催生了硫磺回收需求。截止到2012年国内硫磺回收装置产能仅为650万吨左右，炼油企业实际硫磺产量估计不到400万吨，炼厂还有超过一半的硫没有回收。未来随着国内治理大气污染的需求，石化企业环保标准将进一步提升，我们估算未来国内炼厂和天然气净化带来的硫磺回收年需求在40亿-50亿之间，2015年国内硫磺回收总产能有望达到1350万吨左右，是2012年产能的2倍左右。

● **评级与估值。**结合相对估值法和绝对估值法，我们认为公司未来12个月的合理估值区间为19.2元-21.6元，建议买入。风险在于石化企业投资受经济周期波动，公司获取订单的能力低于预期。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	455	705	916	1191
增长率(%)	76.34	55.0	30.0	30.0
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	92	138	182	241
增长率(%)	33.11	51.31	31.67	32.21
毛利率(%)	33.75	32.04	33.04	33.68
净资产收益率(%)	10.95	14.38	16.16	18.08
EPS(元)	0.54	0.55	0.72	0.95
P/E(倍)	28	27	21	16
P/B(倍)	4.5	3.9	3.4	2.8

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、公司主营硫磺回收等石化工程设计、总包业务.....	4
二、环保标准提升催生硫磺回收装置需求.....	4
1、原油中的硫最终多以 H ₂ S 形式存在	4
2、天然气中的硫也多以 H ₂ S 形式存在	5
3、环保标准的提升推动硫磺回收装置需求.....	5
4、硫磺回收装置也能给炼厂带来部分效益.....	6
三、炼油行业硫磺回收装置需求估算.....	7
1、2012 年我国炼油能力 5.78 亿吨，新增 3800 万吨.....	7
2、中石化和中石油占我国 2012 年炼油产量的 76.3%	7
3、国内炼油新增产能随经济周期波动.....	7
4、2012 年我国所加工原油含硫量约 900 万吨左右.....	8
5、国内炼厂硫磺回收装置年需求预测为 20 亿元左右.....	8
四、天然气行业硫磺回收装置需求估算.....	9
1、国内天然气产销量快速上升.....	9
2、国内天然气净化所需硫磺回收装置.....	9
五、国内硫磺年需求 1600 万吨左右.....	10
1、我国硫磺约 2/3 依赖进口	10
2、中石化是国内主要硫磺供应商.....	10
六、公司处于国内硫磺回收的领先地位.....	11
七、青岛联信收入有望快速增长.....	11
八、公司盈利预测	12
九、公司估值与投资评级	12
1、相对估值法	12
2、绝对估值法	13
十、公司风险因素	13

图表目录

图 1：2009 年—2012 年公司收入（百万元）	4
图 2：2009 年—2012 年公司净利（百万元）	4
图 3：含硫原油中硫的存在形式.....	4
图 4：2005 年—2012 年我国原油加工量（亿吨）	7
图 5：2005 年—2012 年两桶油原油加工量（亿吨）	7
图 6：2006 年—2012 年我国新增原油产能（百万吨）	8
图 7：2006 年—2012 年两桶油炼油板块投资（亿元）	8
图 8：我国历年天然气消费量（亿立方米）	9
图 9：我国历年天然气产量（亿立方米）	9
图 10：我国历年硫磺消费量（万吨）	10
图 11：我国历年硫磺进口量（万吨）	10
图 12：我国历年硫磺产量（万吨）	11
图 13：我国主要炼厂历年硫磺产量（万吨）	11
表 1：含硫原油中硫化物的性质.....	5
表 2：我国汽油质量标准中规定的含硫量变化.....	6
表 3：我国柴油质量标准中规定的含硫量变化.....	6

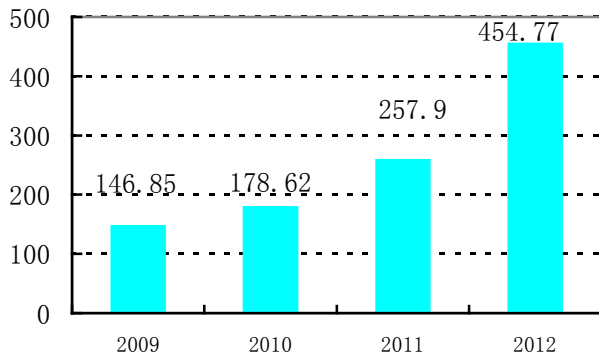
表 4: 我国炼厂 SO ₂ 排放标准	6
表 5: 我国原油主要进口地和国产地的原油硫含量情况 (%)	8
表 6: 公司盈利预测表	12
表 7 大气污染防治可比上市公司估值情况.....	13
表 8: 公司自由现金流预测	13
附录: 财务预测表	14

一、公司主营硫磺回收等石化工程设计、总包业务

公司主要从事以炼油化工项目为主的工程设计和总承包业务，尤其在硫磺回收等环保装置上技术先进、业绩突出，主要服务于石油化工和煤化工领域。2012 年公司工程总承包收入 3.43 亿元，占比 75.46%，毛利率 29.85%；工程设计收入 0.75 亿元，占比 16.55%，毛利率 53.19%。

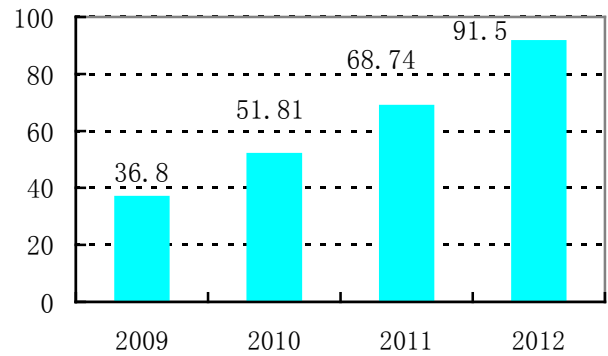
2009 年-2012 年间，公司收入和盈利持续稳定增长，详见图 1 和图 2。2013 年 1 季度，公司实现收入 1 亿元，同比增长 73.15%，实现净利 1266 万元，同比增长 45.87%，同时预计 2013 年上半年实现净利 6253 万元-7817 万元，同比增长 100%-150%。

图 1：2009 年—2012 年公司收入（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 2：2009 年—2012 年公司净利（百万元）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

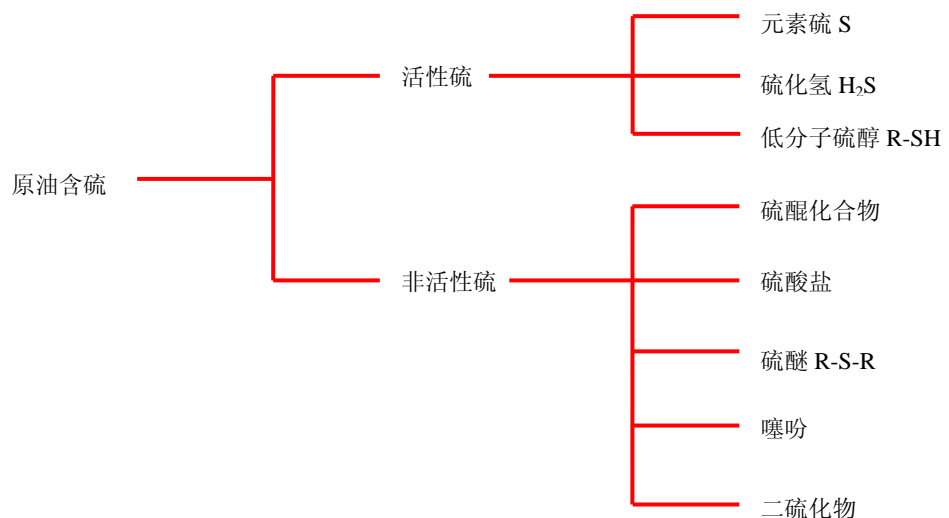
二、环保标准提升催生硫磺回收装置需求

公司硫磺回收装置主要用于炼油厂、煤化工和天然气净化厂，其中又以炼油厂为主。

1、原油中的硫最终多以 H₂S 形式存在

原油中硫的存在形式如图 3 所示：

图 3：含硫原油中硫的存在形式



数据来源：民族证券

图 3 中所示原油中所含的各种硫化物，以 H_2S 的化学性能最为稳定，其他各种硫化物在炼油过程中都会转化为 H_2S ，详见表 1。自然条件下，原油中的活性硫也主要以 H_2S 形式存在，因此原油脱硫主要是针对酸性气体 H_2S ，炼厂的硫磺回收装置也主要针对 H_2S 气体中的硫回收。

表 1：含硫原油中硫化物的性质

名称	分子式	常温状态	溶解性（水）	毒性和酸碱性	化学性质
硫化氢	H_2S	无色气体、恶臭	易溶	剧毒	水溶液酸性
羰基硫	CO_S	无色气体，恶臭	溶	剧毒	大水中水解生成 H_2S
二硫化碳	CS_2	无色液体	难溶	与碱性物质反应	高温和水蒸气完全转化 H_2S
硫醇	RSH	无色液体有异味	微溶	酸性	加热分解为烯烃和 H_2S
硫醚	RSR	无色物质		中性	高温 $400^\circ C$ 转化 H_2S
噻吩	C_4H_4S	无色液体	不溶		性能和苯类似，稳定，最难脱除

资料来源：民族证券。

2、天然气中的硫也多以 H_2S 形式存在

低含硫天然气， H_2S 含量为 0.01%-0.5%（体），中含硫天然气， H_2S 含量为 1%-1.5%（体），高含硫天然气， H_2S 含量为 4%-7%（体），国内天然气气田多为高含硫气田。

一些天然气及油田伴生气含有一定量的硫化物(H_2S 、 CS_2 、 RSH 、 RSR)及 CO_2 ，在进行综合利用或作为商品气输出之前，必须将其进行处理，以达到国家管输标准并符合商品气的要求。我国天然气 GB17820-2012 标准中规定，一类气总硫 $\leq 60mg/m^3$ ，二类气总硫 $\leq 200mg/m^3$ ，三类气总硫 $\leq 350mg/m^3$ ；管输天然气 $6-24mg/m^3$ (H_2S)，总硫含量 $24-480 mg/m^3$ ，空气中的 H_2S 含量 $10 mg/m^3$ 。脱除的酸气一般还应回收其中的硫元素(硫磺回收)。当回收硫磺后的尾气不符合向大气排放标准时，还应对尾气进行处理。因此天然气脱硫包括脱硫、硫回收和尾气处理三部分。现有的脱硫剂对硫化氢的脱除效果都比较理想。。

3、环保标准的提升推动硫磺回收装置需求

炼厂装配硫磺回收装置主要由环保标准的提升推动，其中一方面是各国环保部门不断降低成品油中的含硫量，另一方面是强制要求降低炼厂各工艺环节产生的烟气中的含硫量。

我国车用汽油标准于 1999 年首次提出，后经 2006 年和 2011 年两次修订，目前大部分地区实施的是国 III 标准，要求含硫量 $\leq 150mg/L$ ，详见表 2；车用柴油标准于 2000 年首次提出，后经 2003 年和 2009 年两次修订，目前大部分地区实施的是国 III 标准，要求含硫量 $\leq 350mg/L$ ，详见表 3。

表 2：我国汽油质量标准中规定的含硫量变化

执行时间	2000.1	2007.7	2011.5	2014	2017
标准号	GB17930-1999	GB17930-2006	GB17930-2011	预测	预测
对应排放标准	欧 I	欧 II	国 III	国 IV	国 V
硫含量 (ppm)	800	500	150	50	10

资料来源：民族证券。

表 3：我国柴油质量标准中规定的含硫量变化

执行时间	20002.1	2005	2010.1	2014	2017
标准号	GB252-2000	GB/T19147-2003	GB/T19147-2009	预测	预测
对应排放标准	欧 I	欧 II	国 III	国 IV	国 V
硫含量 (ppm)	2000	500	350	50	10

资料来源：民族证券。

2013 年 2 月 6 日国务院常务会议指出，随着汽车保有量快速增长，汽车尾气排放对大气污染的影响日益增加。为加快油品质量升级，会议决定：在已发布第四阶段车用汽油标准(硫含量不大于 50ppm)的基础上，由国家质检总局、国家标准委尽快发布第四阶段车用柴油标准(硫含量不大于 50ppm)，过渡期至 2014 年底；2013 年 6 月底前发布第五阶段车用柴油标准(硫含量不大于 10ppm)，2013 年底前发布第五阶段车用汽油标准(硫含量不大于 10ppm)，过渡期均至 2017 年底。

整体来看，随着环保要求的提高，车用汽、柴油的含硫量标准逐步降低，这就要求各炼油厂增加脱硫装置，从而会增加炼油过程中的 H₂S 酸性气体排放量。

与此同时，环保部对炼油厂排出的酸性气体中的含硫量又做出了明确规定，而且标准也是日趋严格。我国从 1997 年 1 月 1 日开始强制性实施《大气污染物综合排放标准》(GB16297-1996)。和原标准 G1BJ4-73 相比，GB16297-1996 对 SO₂ 排放作了严格规定，由之前的 SO₂ 排放量 ≤ 1,200mg/m³ 提高至 SO₂ 排放量 ≤ 960mg/m³，相当于硫的回收率 > 99.8%。正在讨论的《大气污染物综合排放标准》征求意见稿建议未来 SO₂ 排放量降至 400mg/m³ 以下，重点地区甚至要求降至 200mg/m³ 以下，详见表 4。

表 4：我国炼厂 SO₂ 排放标准

执行时间	-	1997.1	2014
标准号	G1BJ4-73	GB16297-1996	预测
SO ₂ 浓度 (mg/m ³)	1200	960	400

资料来源：民族证券。

4、硫磺回收装置也能给炼厂带来部分效益

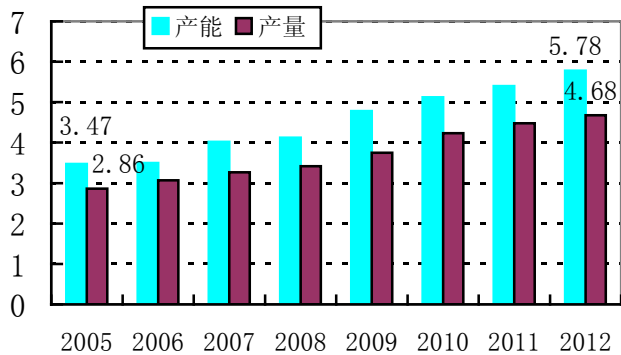
以一套 20 万吨/年的炼厂硫磺回收装置估算，总投资为 4 亿元左右，年产硫磺假设为 15 万吨，按目前比较低的硫磺价格 1000 元/吨计算，年收入为 1.5 亿元左右。

三、炼油行业硫磺回收装置需求估算

1、2012 年我国炼油能力 5.78 亿吨，新增 3800 万吨

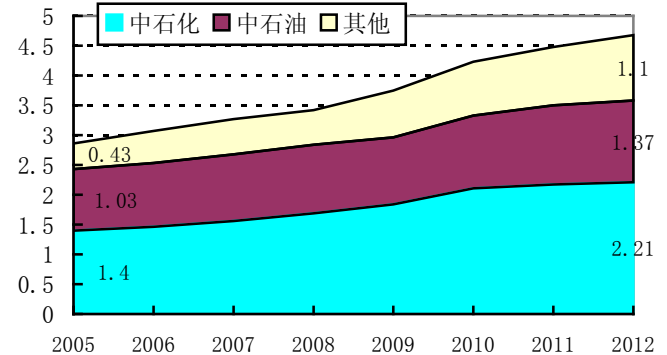
2012 年我国原油加工能力为 5.78 亿吨，实际加工量为 4.68 亿吨，分别较 2005 年增长 66.7% 和 63.6%，年均分别增长 7.6% 和 7.3%，详见图 4。其中 2012 年原油加工能力新增 3800 万吨，实际加工量新增 2000 万吨。未来随着我国汽车保有量的增加和经济的持续增长，保守预计我国原油加工能力和加工量年均增长 5% 左右，年新增产能在 2500 万吨左右。

图 4：2005 年—2012 年我国原油加工量（亿吨）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 5：2005 年—2012 年两桶油原油加工量（亿吨）



资料来源：民族证券、中石化/中石油历年年报

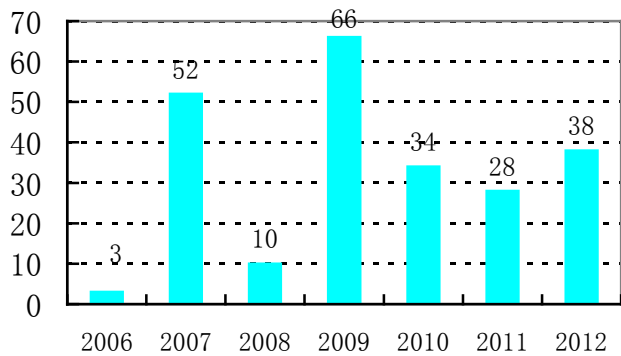
2、中石化和中石油占我国 2012 年炼油产量的 76.3%

其中，中石化 2012 年实际加工原油 2.21 亿吨，占 47%；中石油实际加工原油 1.37 亿吨，占 29.3%；其他地炼厂等实际加工 1.1 亿吨，占 23.7%，详见图 5。中石化和中石油两大石油公司 2012 年实际产量合计为 3.58 亿吨，占当年我国炼油产量的 76.3%，是国内两大主要炼油厂商，也是三维工程炼厂硫磺回收业务的主要用户。

3、国内炼油新增产能随经济周期波动

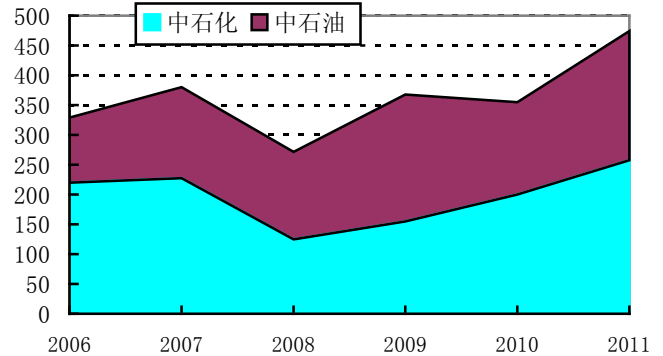
在 2006 年-2012 年期间，国内每年新增的炼油产能随经济周期出现较大幅度的波动，详见图 6，当经济繁荣时，炼油新增产能明显增加，如 2007 年和 2009 年，当年新增产能分别达到 5200 万吨/年和 6600 万吨/年，而 2008 年由受经济危机的影响大幅下滑至 1000 万吨/年，2011 年也有所下滑。与此相对应，中石化和中石油两大主要炼油公司在炼油板块的固定资产投资也会出现周期性波动，详见图 7。2011 年中石化炼油板块固定资产支出为 257.7 亿，中石油为 216.5 亿，2 家合计为 474.2 亿元，根据 2 家公司炼油产量约占全国的 3/4 估算，当年全国炼油投资约为 630 亿元左右。2012 年中石化炼油板块固定资产投资为 321.61 亿元，中石油未单独披露，据此估算，当年全国炼油投资大约在 600 亿元-650 亿元之间。

图 6：2006 年—2012 年我国新增原油产能（百万吨）



资料来源：民族证券

图 7：2006 年—2012 年两桶油炼油板块投资（亿元）



资料来源：民族证券、中石化/中石油历年年报

4、2012 年我国所加工原油含硫量约 900 万吨左右

原油的含硫量多在 0.2%-0.5%之间，原油按硫含量可分为低硫原油（硫含量 <0.5%）、含硫原油（0.5% < 硫含量 < 2%）和高硫原油（含硫量 > 2%）。目前世界上低硫原油仅占 17%，含硫原油占 30.8%，高硫原油比例高达 52.2%，而且这一趋势还将扩大。

2012 年我国原油加工量 4.68 亿吨，其中国产原油 2.07 亿吨，进口原油 2.71 亿吨。其中自中东进口原油 1.36 亿吨，占 50.18%，自非洲进口原油 0.65 亿吨，占 23.99%，自中东和非洲合计进口 2.01 亿吨，占 74.17%。中东地区的原油硫含量多在 1%以上，以中高硫原油为主；国产胜利油田、大庆油田和新疆塔河油田原油含硫量相较中东进口油要低一些，多在 2%以内，详见表 5。假设我国加工原油的平均含硫量为 2%，则 2012 年我国所加工的 4.68 亿吨原油中含硫总量约为 900 万吨。

表 5：我国原油主要进口地和国产地的原油硫含量情况（%）

产地	轻质油	中质油	重质油
沙特	1.79	2.48	2.85
伊拉克	1.95	2.58	3.5
伊朗	1.35		1.65
胜利油田	0.9	1.9	
江汉油田	1.52		
新疆塔河油田	0.33-0.78	1.46	2.47

资料来源：民族证券。

5、国内炼厂硫磺回收装置年需求预测为 20 亿元左右

2012 年我国主要炼厂的硫磺产量为 465.1 万吨，按平均 70%左右的开工率估算，产能为 650 万吨左右。则还有约 250 万吨硫磺没有收回，按平均 2000 元/吨左右的投资估算，则存量炼厂硫磺回收的市场需求容量为 50 亿元左右。假设随着环保要求趋严，存量市场 5 年内补齐，则年需求为 10 亿元左右。

由前述分析知，国内炼厂目前的年投资额为 600 亿元-650 亿元之间，假设硫磺回收装置的投资占炼厂总投资的 2% 左右，则炼厂硫磺回收装置的年需求额为 12 亿-13 亿左右。按国内年新增炼油产能 2500 万吨，2% 含硫量估算，需年新增硫磺回收产能 50 万吨左右，按 2000 元/吨左右的投资估算，每年的硫磺回收装置需求为 10 亿左右。

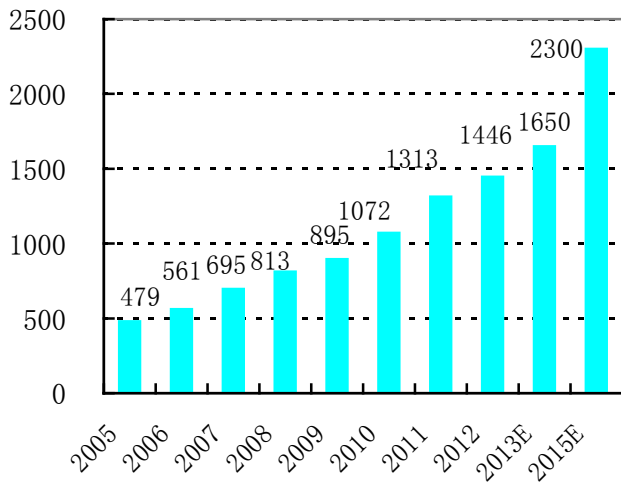
综上所述，国内炼厂年硫磺回收装置需求（指工程总包）为 20 亿元左右。

四、天然气行业硫磺回收装置需求估算

1、国内天然气产销量快速上升

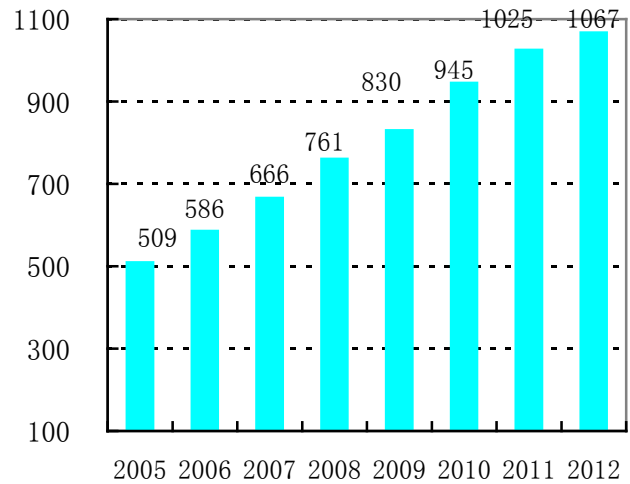
2012 年我国天然气消费量达到 1446 亿立方米，是 2005 年的 3.04 倍，年均增长 17.3%，详见图 8。其中国产天然气 1067 亿立方米，是 2005 年的 2.1 倍，年均增长 11.2%，详见图 9；进口天然气为 407.7 亿立方米。

图 8：我国历年天然气消费量（亿立方米）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

图 9：我国历年天然气产量（亿立方米）



资料来源：民族证券、WIND 资讯

2、国内天然气净化所需硫磺回收装置

国内天然气净化配备硫磺回收装置的还不多，其中比较大的是中石化普光天然气净化厂硫磺年产能为 210 万吨和罗家寨天然气净化厂设计硫磺回收装置年产能为 130 万吨。

中石化普光气田 H₂S 含量高达 15%，建设了 12 套 20 万吨/年的硫磺回收装置，设计年处理含硫天然气量为 120 亿立方米/年，设计年硫磺产量为 210 万吨，硫磺回收装置的硫回收率达到 99.9%。普光气田 2010 年硫磺销量 1.4 万吨，2011 年 156 万吨，2012 年约 200 万吨。2010 年生产天然气 40 亿立方米，2011 年超过 60 亿立方米，2012 年 100.8 亿立方米。

根据国家发改委、能源局联合发布的《天然气十二五规划》，到 2015 年我国天然气产量将达到 1760 亿立方米左右，其中，常规天然气约 1385 亿立方米，煤制天然气约 150—180 亿立方米，煤层气地面开发生产约 160 亿立方米。也就是说未来 3 年我国天然气年产量将增加 600 亿立方米左右，根据普光气田的情况估算，需配套增加硫磺回产能 1200 万吨/年，假设其中 1/3 配备硫磺回收装置，则为 400 万吨/年左右，按 2000 元/吨的投资估算，为 80 亿元左右，相当于年均 25 亿元左右。

五、国内硫磺年需求 1600 万吨左右

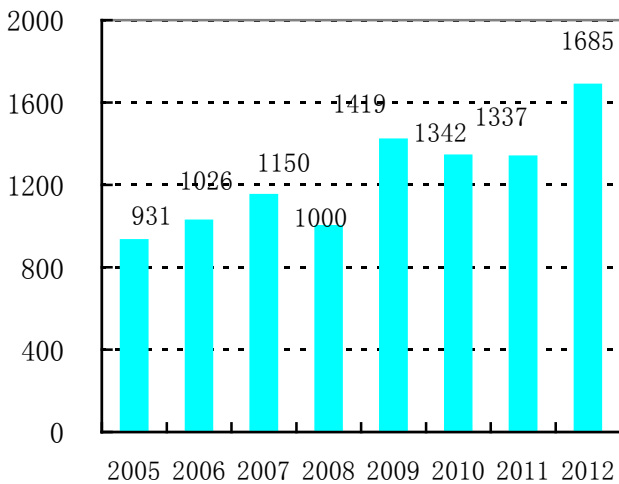
1、我国硫磺约 2/3 依赖进口

世界工业硫中，来源于石油、天然气和油砂的占 60% 多，目前石油精炼和天然气净化回收硫占世界硫产量的 96%，只有波兰仍开采天然硫磺矿。我国国产硫磺主要来自原油、天然气回收硫磺，目前以原油回收硫磺为主。

世界硫产量的 90% 用于生产硫酸，其余 10% 以非硫酸形态用于生产杀虫剂等，全球硫酸产量的 50% 多用于生产化肥，其余用于其他石化和金属矿开采工业。我国硫磺有 54% 用于化肥，主要是磷肥的生产，其余用于有色金属选矿、钢铁等。

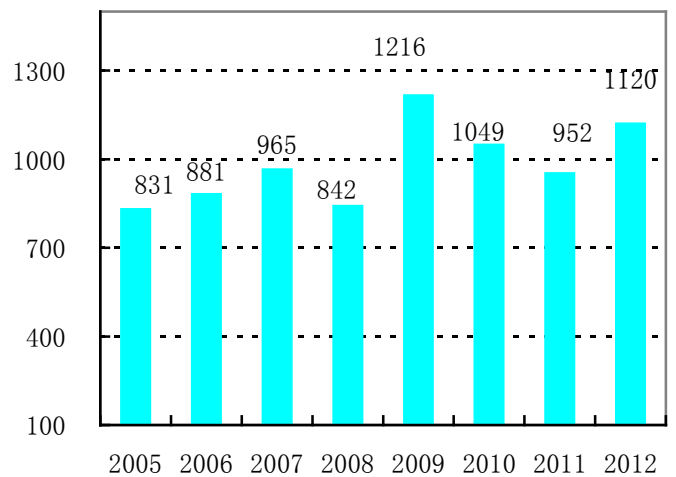
2012 年我国硫磺表观消费量为 1685 万吨，过去几年里，我国每年的硫磺消费量随经济周期有些波动，详见图 10。2012 年我国进口硫磺 1120 万吨，占我国硫磺表观消费量的 2/3 左右，详见图 11。

图 10：我国历年硫磺消费量（万吨）



资料来源：民族证券、百川资讯

图 11：我国历年硫磺进口量（万吨）



资料来源：民族证券、百川资讯

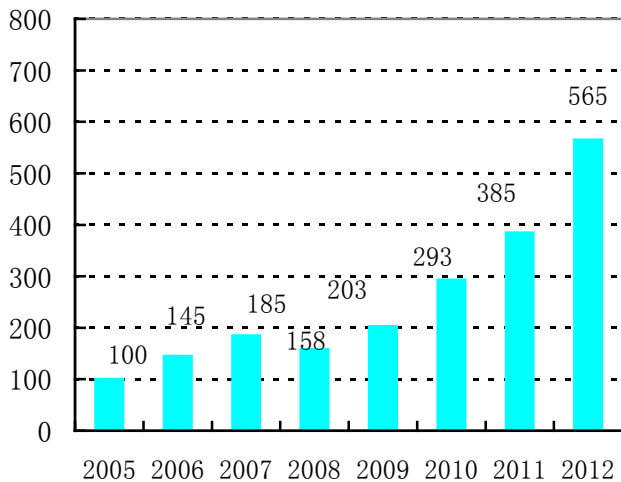
2、中石化是国内主要硫磺供应商

2012 年我国硫磺产量为 565 万吨，呈持续上升态势，详见图 12。其中主要炼厂硫磺产量为 365 万吨左右，详见图 13，中石化普光气田硫磺产量为 200 万吨左右。

2013 年前 5 月，国内主要石化企业硫磺产量为 214.34 万吨，其中中石化产量 180 万吨左右，占 85%，中石油产量 16 万吨，占 7%，地炼厂 10 万吨左右，占约 5%；中石化的普光气田前 5 月硫磺产量为 89.35 万吨，占中石化硫磺产量的约一半左右。

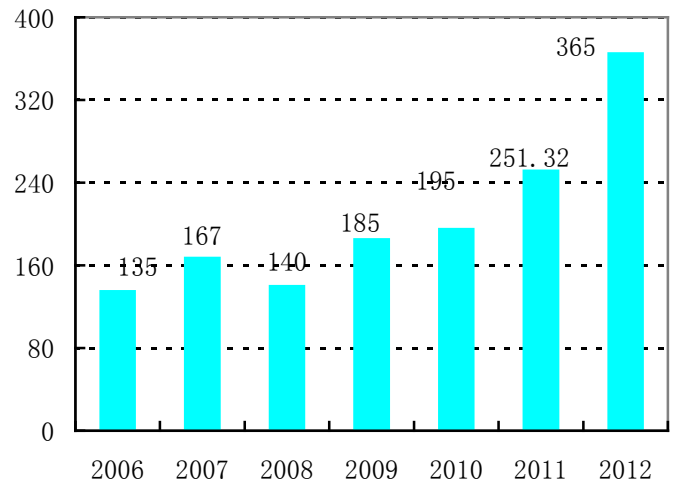
按照我们的测算，预计 2015 年国内硫磺产能可达 1350 万吨左右（=现有的 650 万吨+存量炼厂新增 50 万吨/年*3 年+新增炼厂 50 万吨/年*3 年+天然气净化新增 400 万吨），按 70% 的开工率算，产量 945 万吨左右，仍低于 2012 年国内硫磺的表观消费量 1685 万吨，表明从下游需求来看，是可以承受的。而 2012 年我国硫磺的产能我们估计在 650 万吨左右，说明，国内硫磺回收装置需求还远未到天花板。

图 12: 我国历年硫磺产量 (万吨)



资料来源: 民族证券、百川资讯

图 13: 我国主要炼厂历年硫磺产量 (万吨)



资料来源: 民族证券、百川资讯

六、公司处于国内硫磺回收的领先地位

国内第一套从天然气中回收硫磺的装置于 1965 年在四川东溪天然气田建成投产, 第一套从炼油厂酸性气中回收硫磺的装置于 1971 年在山东胜利炼油厂建成投产。截止 2004 年, 我国已建设了 100 多套硫磺回收装置, 其中石油炼制 71 套, 天然气净化 12 套, 焦化冶金 7 套, 煤气化工 21 套。到 2009 年, 据不完全统计, 我国炼厂大、中型硫磺回收装置设计生产能力已超过 280 万吨/年。到 2012 年末, 据不完全统计, 国内共有 58 家炼厂和 2 天然气净化厂配备有硫磺回收装置, 总产能约为 650 万吨左右, 装置数量应在 200 套左右。

三维工程自主开发了无在线炉硫磺回收工艺技术, 实现了硫磺回收技术国产化, 达到国内领先、国际先进的水平, 可以满足国家更严格的二氧化硫等主要污染物排放标准要求。公司 2010 年上市前共完成了 66 套石化炼油硫磺回收装置的设计、总承包项目, 其中有 55 套为石化炼油硫磺回收装置。上市后, 公司先后承接了中石化泉州 38 万吨/年的硫磺回收装置总包项目, 近期又中标了神华宁煤 400 万吨煤制油工程中的硫磺回收 EP 项目。到目前为止, 公司完成的硫磺回收装置设计、总承包项目超过 80 项, 客户包括中国石化集团、中国石油集团、中国中化集团、中国化工集团及地方炼油企业等, 客户范围呈不断扩大趋势, 并同客户建立了良好的信任和合作关系。

公司在硫磺回收设计及总承包业务方面的国内竞争者主要为中国石化工程建设公司、中国石化集团洛阳石油化工工程公司、镇海石化工程有限责任公司等。公司采用的是自主研发的无在线炉硫磺回收工艺技术, 而国内竞争者主要依靠向国外公司购买工艺包等方式获得关键技术。可以说公司在硫磺回收领域居国内领先地位。

七、青岛联信收入有望快速增长

2012 年公司投资 0.48 亿收购青岛联信催化材料公司 60% 的股权。青岛联信催化材料有限公司主要从事耐硫变换催化剂及其相关配套产品脱毒剂、吸附剂等研发、生产、销售等业务, 拥有多项耐硫变换工艺及催化剂发明专利及数目可观的客户群体, 可以为用户提供不同规格的催化剂、净化剂、脱硫剂、脱毒剂, 其中 QDB—04 耐硫变换催化剂综合性能和粉煤气化低

水/气比耐硫变换新工艺均达到国际领先水平，已在国内许多煤化工企业中广泛应用。青岛联信催化材料有限公司的业务集中在煤化工市场。

青岛联信 2012 年收入 3633 万，净利 862 万。公司收购青岛联信后，有望借助公司的资金优势拓展业务。2013 年前 5 个月，青岛联信已公告 2 个大订单共 0.61 亿元。我们预计 2013 年青岛联信的收入将超过 1 亿元。

八、公司盈利预测

据此初步预计公司 2013 年-2015 年收入分别为 7.05 亿元左右、9.16 亿元左右和 11.91 亿元左右，分别增长 55%、30%和 30%，净利分别为 1.38 亿元、1.82 亿元和 2.41 亿元，每股收益分别为 0.55 元和 0.72 元和 0.95 元左右，详见表 6。

表 6：公司盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	258	455	705	916	1,191
主营业务成本	155	301	479	614	790
主营业务税金及附加	7	7	11	15	19
营业费用	2	5	7	9	12
管理费用	18	32	49	64	83
财务费用	-9	-9	-14	-14	-18
资产减值损失	4	8	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	235	412	651	842	1,095
营业外收支	0	0	0	0	0
税前利润	80	111	172	229	305
所得税费用	12	19	26	34	46
净利润	68	92	146	194	259
少数股东损益	-0	1	8	12	18
母公司所有者净利润	69	92	138	182	241
EPS (元)	0.61	0.54	0.55	0.72	0.95

资料来源：民族证券。

九、公司估值与投资评级

1、相对估值法

公司主营硫磺回收，属于环保板块下属的大气污染防治板块，我们选取相关上市公司作为可比公司。由表 7 知，可比公司 2013 年的 PE 均值为 32.5 倍，区间为 24-42 倍；2014 年的 PE 均值为 25.2 倍，区间为 19-36 倍。公司目前的估值水平低于可比公司均值，考虑到公司未来 30%以上的复合增长率，我们认为公司的价值在板块中略偏低。按照 2014 年 30 倍 PE 估算，公司未来一年的合理估值为 21.6 元。

表 7 大气污染防治可比上市公司估值情况

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
600388	龙净环保	23.40	0.68	0.85	1.02	34.38	27.68	22.89
600526	菲达环保	15.10	0.09	0.39	0.59	161.67	38.72	25.59
002573	国电清新	15.64	0.20	0.45	0.61	79.71	34.47	25.67
002658	雪迪龙	34.20	0.73	1.01	1.30	47.08	33.71	26.29
600292	九龙电力	19.37	0.33	0.47	0.60	58.91	41.53	32.17
300152	燃控科技	10.00	0.29	0.41	0.51	34.57	24.51	19.76
300105	龙源技术	27.69	0.74	1.09	1.39	37.27	25.41	19.90
300072	三聚环保	15.24	0.36	0.48	0.69	42.81	31.47	22.15
300137	先河环保	16.84	0.30	0.40	0.46	56.47	42.49	36.46
300203	聚光科技	13.26	0.40	0.52	0.64	33.27	25.29	20.75
	平均	19.07	0.41	0.61	0.78	58.61	32.53	25.16
002469	三维工程	16.7	0.36	0.55	0.72	46.39	30.36	23.19

资料来源：民族证券、WIND 资讯。

备注：可比公司 2013 年和 2014 年业绩取机构预测均值，所有公司 2012 年业绩按最新股本摊薄，股价取 2013 年 6 月 20 日收盘价。

2、绝对估值法

无风险收益率取 10 年期国债收益率为 3.4% 左右，市场风险溢价 8.5%，边际税率 15%，付息债务占比 40.0%，则公司的加权资金成本为 9.2%，β 值取公司过去 1 年对沪深 300 指数的均值为 1.0，永续增长率为 2.0%。得出公司的每股价值为 19.2 元，详见表 8。综合分析，公司未来 12 个月的合理估值区间为 19.2 元-21.6 元，建议买入。

表 8：公司自由现金流预测

单位：%	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
NOPLAT	134	183	244	294	355
资产减值损失	0	0	0	0	0
折旧摊销	10	11	13	13	14
资本支出	(40)	(41)	(28)	(23)	(24)
营运资本支出	(11)	21	50	32	49
公司自由现金流	93	173	278	316	394

资料来源：民族证券

十、公司风险因素

公司风险因素在于：环保部门对石化行业的环保监管力度不如预期；经济周期波动带来下游投资波动；公司获取订单的能力低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	856	1,080	1,332	1,680
现金	509	603	771	1,026
应收账款	253	348	402	457
其它应收款	37	48	63	82
预付账款	5	8	10	13
存货	45	64	74	85
其他	7	10	13	17
非流动资产	197	230	262	280
长期投资	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0
无形资产	193	223	253	268
其他	4	7	9	12
资产总计	1,053	1,310	1,594	1,960
流动负债	188	310	416	559
短期借款	0	0	0	0
应付账款	130	206	281	383
其他	21	35	46	60
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	188	310	416	559
少数股东权益	30	38	50	68
股本				
资本公积金				
留存收益				
归属母公司股东权益	836	963	1,128	1,333
负债和股东权益	1,053	1,310	1,594	1,960

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-21	128	210	301
净利润	92	146	194	259
折旧摊销	6	10	11	13
财务费用	-9	-14	-14	-18
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-116	-11	21	50
其它	6	-3	-2	-3
投资活动现金流	-58	-40	-41	-28
资本支出	-58	-40	-41	-28
长期投资				
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	29	5	-1	-17
短期借款	0	2	2	1
长期借款	12	0	0	0
分红	-20	-11	-17	-36
少数股东融资	27	0	0	0
其他	9	14	14	18
现金净增加额	-50	93	168	256

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	455	705	916	1,191
营业成本	301	479	614	790
营业税金及附加	7	11	15	19
营业费用	5	7	9	12
管理费用	32	49	64	83
财务费用	-9	-14	-14	-18
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	412	651	842	1,095
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	111	172	229	305
所得税	19	26	34	46
净利润	92	146	194	259
少数股东损益	1	8	12	18
归属母公司净利润	92	138	182	241
EBITDA	116	168	226	299
EPS (元)	0.54	0.55	0.72	0.95

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	76.34%	55.00%	30.00%	30.00%
营业利润	75.24%	58.05%	29.30%	30.00%
归属母公司净利润	33.11%	51.31%	31.67%	32.21%
获利能力				
毛利率	33.75%	32.04%	33.04%	33.68%
净利率	20.12%	19.64%	19.89%	20.23%
ROE	10.95%	14.38%	16.16%	18.08%
ROIC	10.56%	13.51%	15.57%	17.49%
偿债能力				
资产负债率	17.84%	23.65%	26.11%	28.53%
流动比率	4.56	3.49	3.20	3.00
速动比率	4.32	3.28	3.02	2.85
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.54	0.57	0.61
应收账款周转率	1.80	2.03	2.28	2.61
存货周转率	6.73	7.45	8.26	9.27
每股指标(元)				
每股收益	0.54	0.55	0.72	0.95
每股经营现金	-0.12	0.51	0.83	1.19
每股净资产	4.95	3.80	4.45	5.26
估值比率				
P/E	28	27	21	16
P/B	4.5	3.9	3.4	2.8
EV/EBITDA	33	23	17	13

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

1993 年华中理工大学机械本科，1999 年中国人民大学产业经济学硕士。2001 年进入证券行业，先后在长城证券金融研究所和民族证券研发中心从事行业与公司研究。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。