煤化工再获突破，硫回收订单高增长

三维工程（002469.SZ）

推荐　维持评级

核心观点：

1. 事件

公司 8 月 11 日发布公告，公司于近日收到中标通知书，被确定为“中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目硫磺回收装置 EPC 总承包”的中标单位，中标价为人民币 2.0436 亿元。

2. 我们的分析与判断

（一）该项目为煤化工领域首个大单，硫回收订单已呈爆发增长态势

该项目中标金额占公司 2013 年营业总收入的 34.85%，预计将对公司 2014 年度、2015 年度业绩产生积极影响。公司今年以来新签大额合同（含中标）已达 5.86-6.16 亿元，较 2013 年全年新签大单增长 23.6%-30.0%，其中硫回收订单占比达 97%，已呈爆发增长态势。

公司在煤化工硫回收及催化剂领域建立起较强的竞争优势，已与神华建立战略合作关系，2013 年以来先后获得宁煤 400 万吨液化、新疆 68 万吨烯烃硫回收合同；获得潞安、中煤三个煤化工合同。我们判断，鉴于国家煤制油气产业政策即将出台，项目核准亦将加快，煤制油、煤制烯烃等新型煤化工项目推进较快，煤制气亦有望于年前渐入高峰，公司年初跟踪煤化工硫回收项目多达 20 余个，后续煤化工硫回收总包及催化剂订单值得期待。

（二）有别于市场，我们认为公司基本面正发生积极变化

1、产业布局及商业模式方面，中长期不会看到成长的天花板。公司已搭建起“硫回收（石化+煤化工+升级改造）+耐硫变换（产品+工程）+能源净化、气化”在内的大能源环保业务架构，市场容量为传统硫回收的五倍以上；拟进军千亿级的污水处理及石化电商 B2B 市场。以公司目前搭建的业务架构，我们认为公司到 2016 年做到 12 亿以上收入、3 亿元净利润、百亿市值不会遇到天花板，且存超预期可能。

2、青岛联信快速增长，业务结构及成长逻辑类似于三聚环保。联信未来拓展的重要方向是从耐硫变换催化剂拓展至整个耐硫变换工艺包 EPC（市场体量和硫回收相当），从单一催化剂拓展至脱硫剂、能源净化剂等领域拓展，同时向煤气化新领域拓展。

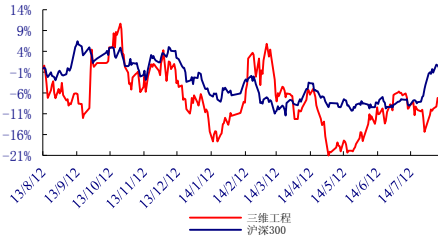
分析师

鲍荣富
建筑工程行业首席分析师
☎：86-21-68597609
✉：baorongfu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130514050003

傅盈
☎：021-20252602
✉：fuying @chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130514050008

市场数据	时间 2014.08.11
A 股收盘价(元)	11.26
A 股一年内最高价(元)	18.39
A 股一年内最低价(元)	9.58
上证指数	2365.35
市净率	3.86
总股本（万股）	33106.58
实际流通 A 股(万股)	22334.04
限售的流通 A 股(万股)	10772.55
流通 A 股市值(亿元)	25.15

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

3、基本面可能超预期点较多。“内生+外延”，“国内+海外”并举，股权激励设定较高增长底线（12-14 年业绩复合增长 30%）。

4、公司治理及管理发生积极变化。公司董事长曲思秋先生不再担任总经理，有助于更专注于战略制定、业务布局及资源整合

5、估值提升空间较大。首先公司作为以硫磺回收、耐硫脱硫催化剂等为主营业务的纯正环保股（收入占比 80%以上），正积极拓展油品升级改造、污水处理等新业务，估值理应向环保股看齐（较大气治理板块平均水平存 50%以上的向上修复空间）。其次，公司的各项主要财务指标均优于大气治理板块整体水平，且涉足石化电商 B2B 业务，理应享受更高估值。

（二）公司未来成长驱动因素

1、传统硫回收业务持续增长。新型煤化工 2014 年起将进入订单高峰；油品升级改造步伐加快，公司全面参与油品装置加氢/催化裂化/重整/分馏等前端环节和硫磺回收装置后端环节，分享 3000 亿元大蛋糕；海外市场拓展可期，开辟硫回收新蓝海。

2、催化剂业务快速拓展。青岛联信逐步从耐硫变换催化剂拓展至整个耐硫变换工艺包，从单一催化剂延伸至脱硫剂、净化剂等领域，同时积极向煤气化领域拓展。

3、围绕环保核心不断拉长产业链。酸性水处理向工业水处理延伸，耐硫变换工艺向耐硫变换工程领域拓展，从耐硫向净化、气化领域拓展，形成“工程+产品”、“硫回收+非硫”的均衡布局。

4、参股设立上海志商 B2B 平台，拟打造石化业的“上海钢联”。

3. 投资建议

我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.51/0.68/0.91 元，3 年净利润 CAGR 达 35%，作为以硫回收、耐硫脱硫催化剂等为主营业务的纯正环保股，我们认为给予 14 年 30 倍 PE 较为合理，对应 15.30 元目标价，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

风险因素：（1）研发技术风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）工程总承包业务风险；（4）海外市场拓展风险。

表 1：三维工程盈利预测及估值表

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	455	586	752	961	1202
增长率（%）	76.34	28.94	28.18	27.86	25.10
归母净利润（百万）	91	122	167	227	300
增长率（%）	31.88	34.07	36.89	35.93	32.16
每股收益	0.28	0.37	0.51	0.68	0.91
市盈率	41	31	22	16	12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部预测；股价为 2014 年 8 月 1 日收盘价

表 2：2012-2014 年公司新签工程合同

签约/公告日期	项目名称	合同金额（万元）
2012/3/3	石家庄炼化油品升级改造项目 8 万吨/年硫磺回收装置 E+P 承包合同	9498.21
2013/6/14	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 EP 合同	14800.00
2013/9/30	神华新疆 68 万吨/年煤基新材料项目硫磺回收装置合同协议书 EP 合同	11168.99
2013/10/30	中石化齐鲁分公司高硫高酸系统配套设计合同	2597.00
2013/12/31	中石油云南 1000 万吨/年连续重整-芳烃联合装置加热炉第二标段 P+C 合同	4346.64
2014/4/1	万华化学老厂搬迁 MDI 一体化项目离子液回收硫化氢装置 EPC 合同	3495.14
2014/7/1	齐鲁分公司第一硫磺回收装置安全隐患治理技术改造项目 EPC 总承包合同	33000-36000
2014/8/11	中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目硫磺回收装置 EPC 总承包合同	20436
合计		99341.98-102341.98

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3：收购青岛联信以来新签采购合同

签约/公告日期	项目名称	合同金额（万元）
2013/1/29	中煤鄂尔多斯能源化工有限公司变换装置催化剂采购合同书	2329.94
2013/5/15	惠生工程第一变换炉和第二变换炉内件买卖合同	3835.00
2013/11/11	潞安高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目 CO 耐硫变换催化剂买卖合同	3931.73
2014/5/22	中海油惠州炼化煤制氢装置耐硫变换催化剂买卖合同	1623.09
合计		11719.76

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

利润表（百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**455**	**586**	**752**	**961**	**1,202**
营业成本	301	355	451	574	718
毛利率	33.8%	39.4%	40.0%	40.3%	40.2%
营业税金及附加	7	6	8	10	13
营业费用	5	16	17	18	18
营业费用率	1.05%	2.71%	2.20%	1.90%	1.50%
管理费用	32	48	59	72	87
管理费用率	7.03%	8.27%	7.80%	7.50%	7.20%
财务费用	-9	-8	0	0	0
财务费用率	-2.06%	-1.39%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	**127**	**180**	**212**	**279**	**358**
营业利润率	27.88%	30.69%	28.24%	29.07%	29.80%
营业外收入	1	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	**127**	**180**	**212**	**279**	**358**
所得税	19	28	32	42	54
所得税率	14.8%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	1	8	13	11	5
归属于母公司股东的净利润	**91**	**122**	**167**	**227**	**300**
净利率	20.12%	20.74%	22.28%	23.59%	24.93%
EPS（元）	**0.28**	**0.37**	**0.51**	**0.68**	**0.91**

资产负债表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	509	599	850	997	1,183
存货	45	80	113	143	180
应收账款	248	275	353	451	564
其他流动资产	54	42	30	39	48
流动资产	**856**	**996**	**1,346**	**1,630**	**1,975**
固定资产	138	137	135	133	136
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	33	30	29	27	25
其他长期资产	27	29	32	35	39
非流动资产	**197**	**197**	**196**	**195**	**200**
资产总计	1,053	1,193	1,541	1,825	2,174
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	130	115	225	287	359
其他流动负债	58	74	183	235	297
流动负债	**188**	**189**	**408**	**522**	**657**
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
非流动性负债	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**188**	**189**	**408**	**522**	**657**
股本	169	255	331	331	331
资本公积	412	351	275	275	275
股东权益合计	**581**	**606**	**723**	0	**1,092**
少数股东权益	0	0	13	0	28
负债股东权益总计	**769**	**795**	**1,144**	276	**1,777**

现金流量表 （百万元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	91	122	167	227	300
少数股东权益	1	8	13	11	5
折旧和摊销	11	17	7	7	3
营运资金变动	1,169	1,250	111	-33	-36
其他	-44	100	5	7	8
经营现金流	**1,229**	**1,496**	**304**	**218**	**280**
资本支出	39	78	-3	-3	-5
投资收益	52	59	0	0	0
资产变卖	-396	-454	0	0	0
其他	305	318	0	0	0
投资现金流	**0**	**0**	**-3**	**-3**	**-5**
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	58	8	0	0	0
股息支出	0	0	-50	-68	-90
其他	-50	-8	0	0	0
融资现金流	**8**	**0**	**-50**	**-68**	**-90**
现金及现金等价物	**1,237**	**1,496**	**251**	**147**	**185**

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率（%）					
营业收入	76.34	28.94	28.18	27.86	25.10
营业利润	44.49	41.92	17.94	31.64	28.21
净利润	33.11	32.91	37.72	35.34	32.24
利润率（%）					
毛利率	33.75	39.44	40.04	40.28	40.25
EBIT Margin	24.07	27.38	28.97	29.80	30.47
EBITDA Margin	26.55	30.26	29.86	30.52	30.74
净利率	20.12	20.74	22.28	23.59	24.93
回报率（%）					
净资产收益率	15.75	20.49	25.20	62.68	54.91
总资产收益率	11.90	15.55	17.39	32.22	29.61
其他（%）					
资产负债率	24.43	23.79	35.65	189.31	36.96
所得税率	14.85	15.44	15.00	15.00	15.00
股利支付率	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，行业证券分析师。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，本人承诺，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补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ.）、亚厦股份（6002375.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn