

业绩稳健增长，电商环保打开新空间

■ **收入及利润持续快速增长。**2014 年公司实现营业收入 7.70 亿元，同比增长 31.35%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.55 亿元，同比增长 27.1%；每股收益 0.46 元，符合预期。业绩快速增长主要得益于中化泉州项目顺利收工以及中石化齐鲁项目的迅速推进。其中中石化齐鲁项目 2014 年 11 月 18 日签订合同，报告期内实现收入 2.44 亿元，贡献总收入的 31.7%。2014 年利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

■ **毛利率有所下滑，现金流受项目增多垫资支出影响。**2014 年公司综合毛利率为 36.9%，较 2013 年下滑 2.5 个 pct，主要因当期结算的项目处于项目前期、利润率偏低。三项费用率为 6.82%，较 2013 年低 2.77 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别较 2013 年变化-0.64/-2.33/+0.21 个 pct。管理费用率下降主要原因为股权激励摊销本期大幅减少。净利率为 20.07%，较 2013 年降低 0.67 个 pct。2014 年公司收现比为 41.89%，较 2013 年大幅下滑，经营性现金流净额-1.38 亿元，主要因个别项目垫资及质保金增加所致。

■ **打造石化电商 B2B 交易平台空间巨大。**公司参股 39%（为二股东）的上海志商石化产品交易平台，致力于打造集在线交易、支付结算、仓储物流、在线融资及配套服务为一体的第三方石化产品现货交易平台。石化行业市场非常大，是最大的 B2B 潜在市场。山东隆众利用多年积累的线上资源，依托其复星系股东资源，结合三维工程在石化行业广泛的线下资源，参照钢联模式，力图打造领先的石化电商交易平台，具有极大想象空间。

■ **把握政策时机，环保业务开拓力度将不断加大。**公司把握石化行业转型升级、环境治理政策利好，除在硫回收市场上保持领先优势外，还将积极承揽产品加氢改质、尾气脱硫脱硝、废水处理、装置尾气达标排放升级改造等环保工程项目，依托“一带一路”战略开拓海外市场，必要时采用并购扩张手段获取关键资源和能力，进一步拓展公司的发展空间。

■ **投资建议：**预测公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.60/0.79/1.02 元，当前 2015/2016/2017 年 PE 分别为 33/25/19 倍。考虑到未来电商、环保业务的巨大潜力，目标价 30 元（主业今年预计 2 亿元净利润，给予 30 倍 PE 对应 60 亿元市值；电商业务考虑到生意宝已达到 185 亿元市值，给予上海志商网 100 亿元市值，公司权益市值约 40 亿元。加总目标市值 100 亿元），“买入-A”评级。

■ **风险提示：**经济减速促传统业务放缓风险；电商业务进度慢于预期风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	586.4	770.2	1,012.1	1,320.8	1,670.8
净利润	121.6	154.6	200.4	261.8	339.9
每股收益(元)	0.37	0.46	0.60	0.79	1.02
每股净资产(元)	2.90	3.36	3.78	4.43	5.29

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	54.3	42.7	32.9	25.2	19.4
市净率(倍)	6.8	5.9	5.2	4.5	3.7
净利润率	20.7%	20.1%	19.8%	19.8%	20.3%
净资产收益率	12.6%	13.8%	15.9%	17.7%	19.3%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	0.7%	0.8%
ROIC	35.0%	39.1%	25.1%	33.7%	35.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

30.00 元

股价 (2015-03-16)

19.83 元

交易数据

总市值 (百万元)	6,603.51
流通市值 (百万元)	4,996.26
总股本 (百万股)	333.01
流通股本 (百万股)	251.95
12 个月价格区间	9.66/20.73 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.79	27.27	-41.65
绝对收益	-0.90	39.45	32.91

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
0755-88285839

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-68763692

相关报告

携手上海钢联打造石化电商 2015-02-05
平台潜力巨大
三维工程：石化行业节能减 2010-08-20
排先锋

表 1: 公司财务分析表

	2010	2011	2012	2013	2014	4Q2013	4Q2014
营业收入	179	258	455	586	770	152	405
营业成本	101	155	301	355	486	96	297
毛利率	43.32%	39.84%	33.75%	39.43%	36.89%	36.79%	26.78%
销售费用	1	2	5	16	16	2	5
销售费用率	0.81%	0.76%	1.05%	2.71%	2.07%	1.61%	1.13%
管理费用	12	18	32	48	46	11	13
管理费用率	6.70%	7.11%	7.03%	8.27%	5.93%	7.26%	3.32%
财务费用	-3	-9	-9	-8	-9	-3	-3
财务费用率	-1.52%	-3.40%	-2.06%	-1.39%	-1.18%	-1.88%	-0.65%
三项费用率	5.98%	4.46%	6.02%	9.59%	6.82%	6.98%	3.81%
资产减值损失	1	4	8	11	31	6	22
投资收益	0	0	0	0	2	0	2
营业外收入	0	0	1	1	1	1	0
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0
税前利润	61	80	111	158	198	40	70
所得税	9	12	19	28	34	6	12
所得税率	14.79%	14.54%	16.98%	17.65%	17.19%	16.14%	16.67%
少数股东权益占比	0.12%	-0.51%	0.96%	6.33%	5.54%	2.65%	7.17%
归属于上市公司股东的净利润	52	69	92	122	155	32	54
净利率	29.01%	26.65%	20.12%	20.74%	20.07%	21.23%	13.32%
摊薄 EPS (元)	0.16	0.21	0.27	0.37	0.46	0.10	0.16
经营性现金流净额	41	74	3	100	-138	13	-73
收现比	74.11%	91.57%	85.79%	92.05%	41.89%	63.96%	26.69%
付现比	70.44%	89.34%	109.75%	98.33%	66.31%	57.48%	34.62%

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 2: 重大在手订单情况

签约时间	项目名称	金额(万元)	实现收入(万元)	累计收款(万元)
2014-12-5	中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目硫回收装置 EPC 总承包合同	20436	380	
2014-11-18	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	37,680	24,358.55	
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	11,168.99	6461.75	2641.93
2013-6-14	神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目硫磺回收装置详细工程设计及采购 (EP) 承包合同	14,800	441.26	2440.77

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月16日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	586.4	770.2	1,012.1	1,320.8	1,670.8	成长性					
减:营业成本	355.1	486.1	623.5	814.9	1,027.5	营业收入增长率	28.9%	31.4%	31.4%	30.5%	26.5%
营业税费	6.3	6.1	11.1	14.5	18.4	营业利润增长率	42.1%	25.0%	32.9%	32.0%	29.6%
销售费用	15.9	16.0	30.4	38.3	46.8	净利润增长率	32.9%	27.1%	29.6%	30.6%	29.8%
管理费用	48.5	45.7	84.0	108.3	135.3	EBITDA 增长率	47.4%	24.5%	33.4%	31.1%	29.0%
财务费用	-8.1	-9.1	-8.4	-10.6	-12.8	EBIT 增长率	47.1%	25.7%	34.9%	32.2%	29.9%
资产减值损失	11.3	31.1	13.0	14.0	14.0	NOPLAT 增长率	45.9%	26.4%	30.0%	32.2%	29.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.9%	102.6%	-1.5%	22.1%	13.6%
投资和汇兑收益	-	2.3	3.0	4.0	6.0	净资产增长率	16.0%	16.1%	12.8%	17.6%	19.7%
营业利润	157.4	196.8	261.6	345.3	447.6	利润率					
加:营业外净收支	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8	毛利率	39.4%	36.9%	38.4%	38.3%	38.5%
利润总额	157.7	197.6	262.4	346.1	448.4	营业利润率	26.8%	25.6%	25.8%	26.1%	26.8%
减:所得税	27.8	34.0	53.0	69.9	90.6	净利润率	20.7%	20.1%	19.8%	19.8%	20.3%
净利润	121.6	154.6	200.4	261.8	339.9	EBITDA/营业收入	27.1%	25.7%	26.1%	26.2%	26.7%
						EBIT/营业收入	25.5%	24.4%	25.0%	25.3%	26.0%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	84	63	46	34	26
货币资金	599.3	348.9	514.7	570.1	742.7	流动营业资本周转天数	112	193	219	192	186
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	568	547	490	452	439
应收帐款	279.9	719.7	601.7	1,049.3	992.8	应收帐款周转天数	163	234	235	225	220
应收票据	11.6	37.3	2.8	55.4	26.5	存货周转天数	38	33	39	39	36
预付帐款	19.6	25.9	74.6	38.1	96.5	总资产周转天数	689	639	558	503	478
存货	79.7	59.9	158.3	126.9	211.2	投资资本周转天数	230	281	284	240	223
其他流动资产	5.9	154.6	55.7	72.0	94.1						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.6%	13.8%	15.9%	17.7%	19.3%
长期股权投资	-	1.8	1.8	1.8	1.8	ROA	10.9%	10.6%	13.1%	13.2%	15.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	35.0%	39.1%	25.1%	33.7%	35.9%
固定资产	136.9	132.6	128.1	123.5	119.7	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	2.7%	2.1%	3.0%	2.9%	2.8%
无形资产	30.3	27.9	27.7	26.1	23.3	管理费用率	8.3%	5.9%	8.3%	8.2%	8.1%
其他非流动资产	29.4	34.3	30.1	31.3	31.9	财务费用率	-1.4%	-1.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产总额	1,192.6	1,542.8	1,595.5	2,094.4	2,340.6	三费/营业收入	9.6%	6.8%	10.5%	10.3%	10.1%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	121.4	276.0	184.7	421.6	340.8	资产负债率	15.9%	24.5%	17.6%	26.2%	20.9%
应付票据	6.0	7.8	2.6	11.0	10.1	负债权益比	18.9%	32.4%	21.4%	35.4%	26.5%
其他流动负债	61.7	93.7	93.7	115.6	138.7	流动比率	5.26	3.57	5.01	3.49	4.42
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	4.84	3.41	4.45	3.26	3.99
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-18.35	-20.61	-29.97	-31.55	-33.86
负债总额	189.2	377.5	280.9	548.2	489.7	分红指标					
少数股东权益	37.7	46.8	55.7	70.1	88.0	DPS(元)	0.08	-	0.18	0.13	0.16
股本	254.7	333.0	333.0	333.0	333.0	分红比率	20.9%	0.0%	30.0%	17.0%	15.7%
留存收益	711.0	785.5	925.8	1,143.2	1,429.8	股息收益率	0.4%	0.0%	0.9%	0.7%	0.8%
股东权益	1,003.4	1,165.3	1,314.6	1,546.3	1,850.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129.8	163.6	200.4	261.8	339.9	EPS(元)	0.37	0.46	0.60	0.79	1.02
加:折旧和摊销	9.6	10.1	10.7	11.2	11.6	BVPS(元)	2.90	3.36	3.78	4.43	5.29
资产减值准备	11.3	31.1	-	-	-	PE(X)	54.3	42.7	32.9	25.2	19.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	5.9	5.2	4.5	3.7
财务费用	-	-	-8.4	-10.6	-12.8	P/FCF	86.6	-26.1	31.0	76.2	31.7
投资损失	-	-2.3	-3.0	-4.0	-6.0	P/S	11.3	8.6	6.5	5.0	4.0
少数股东损益	8.2	9.1	9.0	14.4	17.9	EV/EBITDA	19.7	22.9	23.3	17.6	13.3
营运资金的变动	-45.3	-471.1	11.9	-182.5	-138.6	CAGR(%)	28.6%	29.8%	31.4%	28.6%	29.8%
经营活动产生现金流量	99.9	-138.0	220.5	90.2	212.0	PEG	1.9	1.4	1.1	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-8.4	-153.0	-3.0	-1.0	1.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-1.4	-6.9	-51.7	-33.8	-40.4	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

杨涛、夏天分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

