

## 进军万亿油品销售贸易电商市场， 环保主业受益硫排放标准提升

### 核心观点：

- 出资 5000 万设立中油三维，产业链延伸至石油销售及贸易领域，并与上海志商 B2B 电商形成协同效应，进军数万亿油品销售贸易市场。通过设立中油三维，公司一方面将产业链延伸至石油及制品销售和贸易经纪等领域；另一方面有利于进一步促进公司与参股公司上海志商（公司持股 39%）的协同发展，助力其打造全国性化工、石化原材料 B2B 电子商务平台。我们判断，公司已在海外设立阿布扎比分公司，海外业务已建立良好的平台网络，而成品油正是上海志商重点拓展的领域之一。2014 年中国原油进口量高达 3.08 亿吨，金额达 2281 亿美元。
- 青岛联信斩获神华宁煤耐硫变换装置及催化剂大单，成长逻辑类似于三聚环保。公司公告近日已签订神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目一氧化碳耐硫变换装置耐硫变换催化剂订货合同，金额 7724 万元，占公司 2014 年收入的 10.03%。青岛联信未来业务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，从单一催化剂拓展至脱硫剂、能源净化剂等领域拓展，同时向焦炉尾气制 LNG 等新领域拓展，业务架构及成长性类似于三聚环保，未来成长潜力较大。
- 上海志商电商 B2B 平台目标交易规模上万亿，远期合理估值上百亿。(1) 志商网 2015 年以来累计交易金额已达 2.5 亿元，交易品种主要为大宗能源、成品油、煤化工、新能源等，涉及塑料、硫磺、橡胶、液体化工、有机醇、芳烃等。已签客户几百家，意向客户 6000 多家。公司未来三年目标交易规模上万亿（市占率 10%）。(2) 三维工程给予电商平台的支持：主要包括资金支持，目前已提供 2000 万财务资助；客户资源支持、匹配与对接等。隆众石化已是山东电商协会石化分会会长，2015 年山东省 15 个重点扶持平台之一，省经信委重点扶持单位排名前三，目标是成为中国最大的石化电商。(3) 商业模式：在线模式 4.0（手机及网站交易）；撮合，占 70-80%，收手续费；开票模式，不承担价格风险，只收手续费。仓储用卖家仓储，物流由客户自提。
- 环保主业：同时受益于硫排放标准提升+污水处理等环保业务拓展+一带一路。(1) 硫回收受益于今年 7 月 1 日开始的硫磺回收标准提升，目前跟踪的石化煤化工项目三四十个。(2) 污水处理已获实质性突破，将是后续重要增长点。政策层面，国家对于 VOC 更严格的排放标准预期出台；从公司业务拓展方向上讲，公司要做的是包括过滤、渗透、膜分离、离子等在内的组合工艺，拥有强大的研发及工程化能力，北京研发中心联合国内大学开发技术并已获若干项专利。齐鲁石化的污水基本上是公司做的，3 月份中标中沙污水深度处理（循环水排污水）装置工程总承包项目，金额 2597 万元。(3) 积极开拓海外市场，顺应国家一带一路战略，阿联酋子公司已成立两年多，一旦突破将打开全新市场空间。

## 三维工程（002469.SZ）

推荐 维持评级

### 分析师

鲍荣富

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

### 周松

☎：021-68596786

✉：zhousong\_yj@chinastock.com.cn

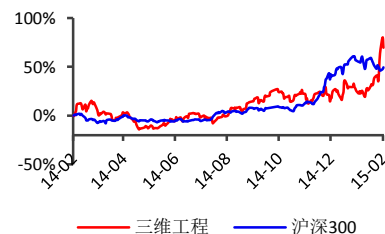
执业证书编号：S0130515050001

### 市场数据

时间 2015.06.12

A 股收盘价(元)	29.36
A 股一年内最高价(元)	30.73
A 股一年内最低价(元)	13.81
上证指数	5166.35
市净率	8.0
总股本(万股)	33300.61
实际流通 A 股(万股)	25195.47
限售的流通 A 股(万股)	8105.14
流通 A 股市值(亿元)	73.98

### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

### 相关研究



- **估值：远期合理估值 42.6-45.6 元，潜在上涨空间 63%-74%。** (1) 环保业务：公司正逐步搭建“硫回收+能源净化气化+污水处理等环保业务+催化剂（产品+工程）”大能源环保架构，作为建筑板块中最纯正环保股（大气治理），2015 年我们预测归母净利润 2.05 亿元。按照中信环保板块平均估值水平（截至 2015 年 5 月 22 日，2015 年预测 PE54 倍），我们认为可给予公司环保业务 2015 年 50-55 倍 PE，对应市值 103-113 亿元。(2) 电商业务：志商预期利润来源主要有交易佣金、融资收入、资金沉淀费等三部分，我们测算平台远期合理价值将超过 100 亿元（详见我们 2 月 10 日外发公司电商深度报告），公司参股上海志商 39%，对应合理市值 39 亿元。(3) 综合考虑两块业务，公司合理市值 142-152 亿元，对应合理股价 42.6-45.6 元，较现价存在的 63%-74% 潜在上涨空间。
- **风险提示：**市场拓展风险，传统业务不达预期风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 15-17 年 EPS 为 0.62/0.80/1.00 元，3 年净利润 CAGR 达 29%。仅考虑环保主业的短期目标价 31.0-34.1 元，考虑电商业务的远期合理估值区间 42.6-45.6 元。维持“推荐”评级，业绩估值提升潜力较大。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	586	770	957	1173	1442
增长率（%）	28.9	31.4	24.2	22.6	22.9
归母净利润（百万）	122	155	205	267	332
增长率（%）	32.9	27.1	32.8	29.9	24.5
每股收益	0.37	0.46	0.62	0.80	1.00
市盈率	71	57	42	33	26

**利润表 (百万元)**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	586	770	957	1,173	1,442
营业成本	355	486	615	756	934
毛利率	39.4%	36.9%	35.7%	35.5%	35.2%
营业税金及附加	6	6	8	9	11
营业费用	16	16	20	23	28
营业费用率	2.71%	2.07%	2.05%	2.00%	1.95%
管理费用	48	46	56	66	76
管理费用率	8.27%	5.93%	5.90%	5.60%	5.30%
财务费用	-8	-9	0	0	0
财务费用率	-1.39%	-1.18%	0.00%	0.00%	0.00%
投资收益	0	2	3	3	3
营业利润	180	259	249	321	395
营业利润率	30.69%	33.62%	26.06%	27.34%	27.42%
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	180	260	250	322	396
所得税	28	34	38	48	59
所得税率	15.4%	13.1%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	8	9	7	7	5
归母净利润	122	155	205	267	332
净利率	20.74%	20.07%	21.45%	22.72%	23.02%
EPS (元)	0.37	0.46	0.62	0.80	1.00

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	122	155	205	267	332
少数股东权益	8	9	7	7	5
折旧和摊销	10	10	7	7	3
营运资金变动	-16	-360	79	23	51
其他	-33	-111	9	-2	-4
经营现金流	90	-298	307	301	387
资本支出	78	70	-3	-3	-5
投资收益	59	68	3	3	3
资产变卖	-454	-478	0	0	0
其他	309	187	0	0	0
投资现金流	-8	-153	0	0	-1
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	7	419	0	0	0
股息支出	0	0	-41	-53	-66
其他	-8	-425	0	0	0
融资现金流	-1	-7	-41	-53	-66
现金及现金等价物	80	-458	266	247	319

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	599	349	615	862	1,181
存货	80	60	76	93	115
应收账款	275	706	735	790	835
其他流动资产	42	231	218	234	253
流动资产	996	1,346	1,644	1,979	2,384
固定资产	137	133	130	128	131
长期股权投资	0	2	2	2	2
无形资产	30	28	26	25	23
其他长期资产	29	34	40	46	52
非流动资产	197	197	198	201	209
资产总计	1,193	1,543	1,842	2,180	2,593
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	115	270	307	378	467
其他流动负债	74	108	198	245	298
流动负债	189	378	505	623	766
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	189	378	505	623	766
股本	255	333	333	333	333
资本公积	351	297	297	297	297
股东权益合计	966	1,119	1,283	1,496	1,761
少数股东权益	38	47	54	61	66
负债权益总计	769	795	1,193	1,543	1,842

**主要财务指标**

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	28.94	31.35	24.22	22.60	22.89
营业利润	41.92	43.88	(3.70)	28.60	23.25
净利润	32.91	27.11	32.79	29.87	24.47
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	39.44	36.89	35.74	35.55	35.19
EBIT Margin	27.38	28.10	27.00	27.16	27.15
EBITDA Margin	29.02	29.41	27.69	27.73	27.37
净利率	20.74	20.07	21.45	22.72	23.02
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	12.59	14.83	17.10	19.19	20.37
总资产收益率	10.53	11.66	12.50	20.56	19.92
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	15.86	24.47	27.42	71.88	29.52
所得税率	15.44	13.08	15.00	15.00	15.00
股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 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）、苏文科（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）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.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  
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  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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