

大环保架构清晰，百亿市值指日可待

三维工程 (002469.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **下游行业需求:** 石化平稳增长, 增量主要来自环保标准提升及油品升级改造, 煤化工高峰预计在明年。石化需求总体增长趋势, 直接受益于环保标准提升、油品升级改造, SO₂ 排放标准预期从 960mg/m³ 提升到 400 mg/m³, 将会带来大量存量改造订单, 公司 11 月 19 日公告的 3.77 亿元大单即是改造项目, 我们判断后续中石化、中石油等还会有类似改造需求。从新增产能情况看, 据我们不完全统计, 2014-2018 年新增产能将达 16550 万吨, 平均每年新增产能 3310 万吨, 对应硫回收 EPC 市场规模达 21 亿元。煤化工硫回收领域, 公司跟踪中的项目达 20 多个, 今年新签中天合创煤制烯烃项目, 但投资体量更大的煤制气大单尚未出来, 我们判断进度主要卡在环保及政策, 订单高峰将在明年。
- **硫回收新签订单爆发增长, 后续石化、煤化工、海外增长潜力较大。** 公司今年以来累计新签大额合同 (含中标) 已达 6.3 亿元, 较 2013 年全年新签大单增长 34%, 加上小额合同, 我们预计公司目前新签订单超过 8 亿元, 呈爆发增长态势。我们判断公司后续订单增长主要来自于: (1) 石化新增产能平稳增长, 大气排放标准提升以及油品升级带来增量, 积极承揽产品加氢改质、废水处理、装置尾气脱硫脱硝达标排放升级改造等项目。(2) 新型煤化工项目渐入高峰, 公司年初跟踪煤化工硫回收项目多达 20 余个, 我们预计明年将陆续开花结果。(3) 借助阿布扎比分公司平台, 积极开拓国际市场。
- **产业布局及商业模式方面, 公司正逐步搭建“硫回收+能源净化+污水处理等环保业务+催化剂 (产品+工程)”大环保架构, 百亿市值指日可待。** 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。我们认为公司到 2016 年做到 12 亿元以上收入、3 亿元净利润、百亿市值不会遇到天花板。
- **青岛联信正由催化剂产品销售商向集工艺技术、专利设备和催化剂销售于一体的技术服务商的转变, 成长逻辑类似于三聚环保。** 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 (市场体量和硫回收相当), 从单一催化剂拓展至耐硫剂、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。
- **海外拓展空间广阔, 作为纯正环保股估值提升空间较大。** 公司依托阿布扎比公司平台, 在中东及中亚等区域积极跟踪项目, 海外市场拓展预期将打开想象空间。估值提升空间较大, 公司作为以硫回收、耐硫脱硫催化剂等为主营业务的纯正环保股 (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)。
- **投资建议:** 我们预测公司 14-16 年 EPS 为 0.51/0.68/0.91 元, 3 年净利润 CAGR 达 35%, 目标价 17.0-20.4 元 (对应 15 年 25-30 倍 PE), 维持“推荐”评级。

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	48	36	26	20	15

分析师

鲍荣富

☎: 021-68097609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

联系人

周松

☎: 021-68596786

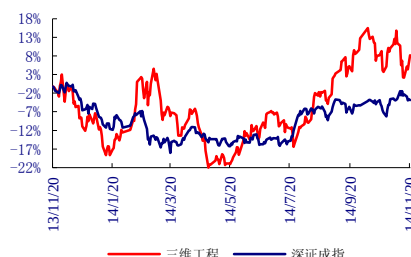
✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2014.11.20

A 股收盘价(元)	13.39
A 股一年内最高价(元)	17.00
A 股一年内最低价(元)	9.58
上证指数	8205.38
市净率	4.62
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)	33.74

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

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（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