

资本货物/工业

三维丝 (300056)

## 强强联手，正式进入脱硝 BOT 领域

### ——三维丝签署重大合同点评

 王威 (分析师)	 肖扬 (分析师)	 王锐 (研究助理)
021-38676694	021-38674994	010-59312725
wangw@gtjas.com	xiaoyang012167@gtjas.com	wangrui013946@gtjas.com
证书编号 S0880511010024	S0880514070006	S0880114110036

#### 本报告导读:

三维丝与洛卡环保联手签订 2 个重大脱硝 BOT 合同,其化学反应速度超出市场预期。

维持“增持”评级。

#### 投资要点:

- **投资建议:** 市场认为,大气板块与水务等环保板块相比潜力较小,三维丝拟收购洛卡环保方案刚刚发布不久,双方需要一定磨合期,目前市场对三维丝关注度较低。我们认为,大气污染治理仍存细分市场发展空间,三维丝与洛卡环保联手签订重大脱硝 BOT 项目,其化学反应速度超出市场预期。我们重申观点:若洛卡环保优质资产成功注入,三维丝将获得向上业绩弹性。维持公司 2015-2016 年盈利预测,预计 EPS 分别为 0.54、0.62 元(如果收购顺利完成,预计 EPS 分别为 0.76、0.92 元),目标价 26.7 元,相当于 2015 年业务 49 倍 PE,维持“增持”评级;
- **BOT 业务板块毛利率明显高于其他板块。**对比三维丝传统高温滤料、国电清新、龙净环保(有少量 BOT 业务占比)的业务板块,BOT 运营领域的毛利率明显高于设备供应、工程建设领域毛利率;
- **三维丝正式进入利润率更高的 BOT 大气治理领域。**经计算,此次签订的合同项目在未来 5 年将三维丝增加营业收入 1.85 亿元(投资费用+未来 5 年运行维护检修费用),平均每年增加 3700 万元,占“我们预测的 2014 年营业收入”的 8%。按毛利率 40%保守估算,此次签订的合同项目平均每年增加毛利 1480 万元,占“我们预测的 2014 年经营利润”的 19%,数量可观;
- **风险因素。**国内大气治理需求大幅下滑,脱硝产业需求底部徘徊。原材料价格上涨的风险。

财务摘要(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	300	434	477	549	631
(+/-)%	5%	45%	10%	15%	15%
经营利润(EBIT)	18	65	79	91	104
(+/-)%	-46%	262%	22%	15%	15%
净利润	8	50	69	81	93
(+/-)%	-71%	521%	38%	18%	15%
每股净收益(元)	0.05	0.33	0.46	0.54	0.62
每股股利(元)	0.04	0.20	0.17	0.20	0.23

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率(%)	6.0%	14.9%	16.5%	16.5%	16.5%
净资产收益率(%)	1.8%	10.3%	13.2%	14.2%	14.7%
投入资本回报率(%)	2.1%	11.1%	13.9%	16.4%	18.6%
EV/EBITDA	78.3	30.3	26.3	23.4	20.7
市盈率	337.5	54.3	39.2	33.3	29.0
股息率(%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 26.70

上次预测: 26.68

当前价格: 20.33

2015.01.13

#### 交易数据

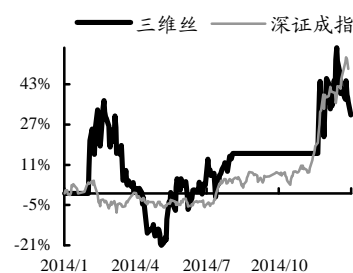
52 周内股价区间(元)	13.90-35.30
总市值(百万元)	3,045
总股本/流通 A 股(百万股)	150/114
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
流通股比例	76%
日均成交量(百万股)	4.77
日均成交值(百万元)	104.48

#### 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	436
每股净资产	2.91
市净率	7.0
净负债率	15.22%

EPS(元)	2013A	2014E
Q1	0.02	0.05
Q2	0.04	0.07
Q3	0.09	0.12
Q4	0.18	0.22
全年	0.33	0.46

#### 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	13%	31%
相对指数	-22%	-25%	-17%

#### 相关报告

《东山之志矢不渝》2014.12.16

《再度牵手洛卡,彰显公司信心》2014.12.03

《高温滤料领头羊,借标准东风顺势而上》2014.07.31

《为袋式除尘设备配套的内资高温滤料龙头》2010.02.02

模型更新时间: 2015.01.13

**股票研究**

工业  
资本货物

**三维丝 (300056)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 26.70**

上次预测: 26.68

**当前价格: 20.33**

公司网址

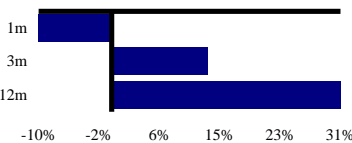
www.savings.com.cn

公司简介

公司是一家以研发、生产、销售环保除尘滤料的国家级高新技术企业,产品主要包括“普耐”牌聚苯硫醚针刺毡(PPS)、聚酰亚胺针刺毡(PI)、聚四氟乙烯针刺毡(PTFE)和偏芳族聚酰胺针刺毡(MX)等高端滤料系列,广泛应用于电力、水泥、垃圾焚烧、钢铁、冶炼、粮食等。

自主研发的100%PTFE滤料填补了国产高性能高温滤料产品空白,率先实现了100%PTFE滤料国产化。

绝对价格回报 (%)



52周价格范围

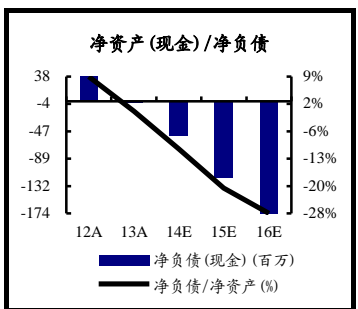
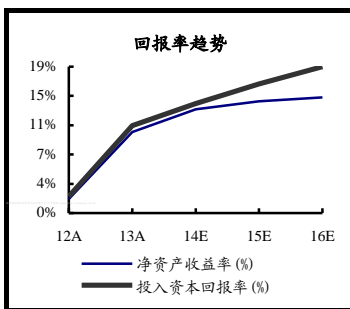
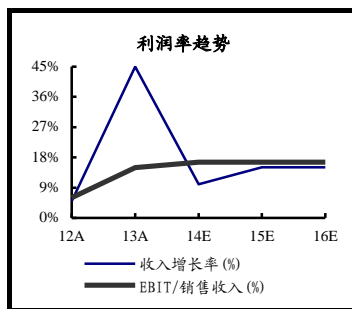
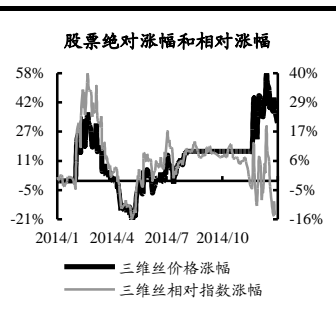
13.90-35.30

市值(百万)

3,045

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	300	434	477	549	631
营业成本	217	289	310	357	410
税金及附加	1	3	3	4	4
销售费用	27	34	37	43	49
管理费用	37	43	48	55	63
EBIT	18	65	79	91	104
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	12	7	2	-1	-3
营业利润	6	51	74	89	103
所得税	5	10	14	17	19
少数股东损益	-1	0	0	0	0
净利润	8	50	69	81	93
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	101	71	90	122	180
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	263	240	195	152	112
无形及其他资产	5	7	8	10	11
资产合计	659	717	741	797	894
流动负债	254	262	272	275	306
非流动负债	22	25	1	3	6
股东权益	434	480	518	569	632
投入资本(IC)	478	484	470	456	463
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	10	54	65	75	86
折旧与摊销	17	24	21	19	17
流动资金增量	55	-50	-45	-30	-51
资本支出	-34	-2	31	31	31
自由现金流	48	26	73	95	83
经营现金流	58	52	50	65	54
投资现金流	15	-2	31	31	31
融资现金流	-4	-92	-62	-64	-27
现金流净增加额	69	-42	19	32	58
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	4.9%	44.8%	10.0%	15.0%	15.0%
EBIT 增长率	-45.5%	262.1%	21.6%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-71.5%	521.2%	38.5%	17.9%	14.7%
利润率					
毛利率	27.7%	33.4%	35.0%	35.0%	35.0%
EBIT 率	6.0%	14.9%	16.5%	16.5%	16.5%
净利润率	2.7%	11.4%	14.4%	14.7%	14.7%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	1.8%	10.3%	13.2%	14.2%	14.7%
总资产收益率(ROA)	1.2%	6.9%	9.3%	10.1%	10.4%
投入资本回报率(ROIC)	2.1%	11.1%	13.9%	16.4%	18.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	150	96	96	96	95
应收账款周转天数	178	148	175	175	175
总资产周转天数	772	578	557	511	489
净利润现金含量	7.26	1.05	0.73	0.80	0.59
资本支出/收入	11%	0%	-6%	-6%	-5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.8%	40.1%	36.8%	34.9%	34.9%
净负债率	8.8%	-0.4%	-10.5%	-20.9%	-27.6%
<b>估值比率</b>					
PE	337.5	54.3	39.2	33.3	29.0
PB	6.2	5.6	5.2	4.7	4.3
EV/EBITDA	78.3	30.3	26.3	23.4	20.7
P/S	9.0	6.2	5.6	4.9	4.3
股息率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%



## 1. 结论: 三维丝与洛卡环保的化学反应速度超出市场预期

市场普遍认为火电大气污染治理工程建设已经接近尾声, 与水务等环保板块相比潜力较小, 且三维丝拟收购洛卡环保方案刚刚发布不久, 双方需要一定时间磨合。目前市场上关注三维丝公司的机构相对较少。

大气污染治理仍存细分行业市场的发展空间, 三维丝与洛卡环保的化学反应速度超出市场预期。我们认为, 脱硝特许经营潜在市场空间巨大, 仍然可以将火电大气污染治理事业延续, 可用 2 组数据说明: 据中电联统计数据, 截至 2013 年底, 签订火电厂烟气脱硝特许经营合同的机组容量比 2012 年增长 1 倍, 达到 13,420MW (0.1342 亿 kW); 另据国家统计局公布数据显示, 截至 2013 年底, 全国火电装机容量 86,238 万 kW (8.6238 亿 kW), 上述数据显示, 我国仍有绝大多数火电机组尚未签订脱硝特许经营合同。另外, 此次双方联手签订脱硝 BOT 重大经营性合同, 化学反应速度之快超出市场预期, 三维丝传统高温滤料除尘业务获得后续订单可能性也将增加, 公司后续发展想象空间已打开。

若洛卡环保优质资产成功注入, 三维丝将获得向上业绩弹性。维持公司 2015-2016 年盈利预测, 预计 EPS 分别为 0.54、0.62 元 (如果收购顺利完成, 预计 EPS 分别为 0.76、0.92 元), 目标价 26.7 元, 相当于 2015 年业务 49 倍 PE, 维持“增持”评级。

## 2. 三维丝与洛卡环保联手签订大型脱硝 BOT 合同

2015 年 1 月 12 日, 三维丝与北京洛卡环保技术有限公司 (简称“洛卡环保”) 分别于邹平齐星开发区热电有限公司签订《邹平齐星开发区热电有限公司 1-3 号炉脱硝系统投资、建设及运行维护检修合同》、与山东齐星长山热电有限公司签订《山东齐星长山热电有限公司 1-3 号炉脱硝系统投资、建设及运行维护合同》。

表 1: 公司签订重大合同信息

项目	邹平齐星开发区热电有限公司 1—3 号炉脱硝系统投资、建设及运行维护检修合同 (以下简称“齐星开发区项目”)	山东齐星长山热电有限公司 1—3 号炉脱硝系统投资、建设及运行维护合同 (以下简称“齐星长山项目”)
建设工期	2015 年 5 月 30 日系统试行全部完毕	2015 年 5 月 31 日系统试行全部完毕
投资回收期	5 年	5 年
系统运行维护检修期	5 年	5 年
脱硝系统投资费用	6880 万元	6244 万元
脱硝系统运行维护检修费用	550 万元/年 (3 台炉费用)	427 万元/年 (二台炉运行费用, 如果三台炉共

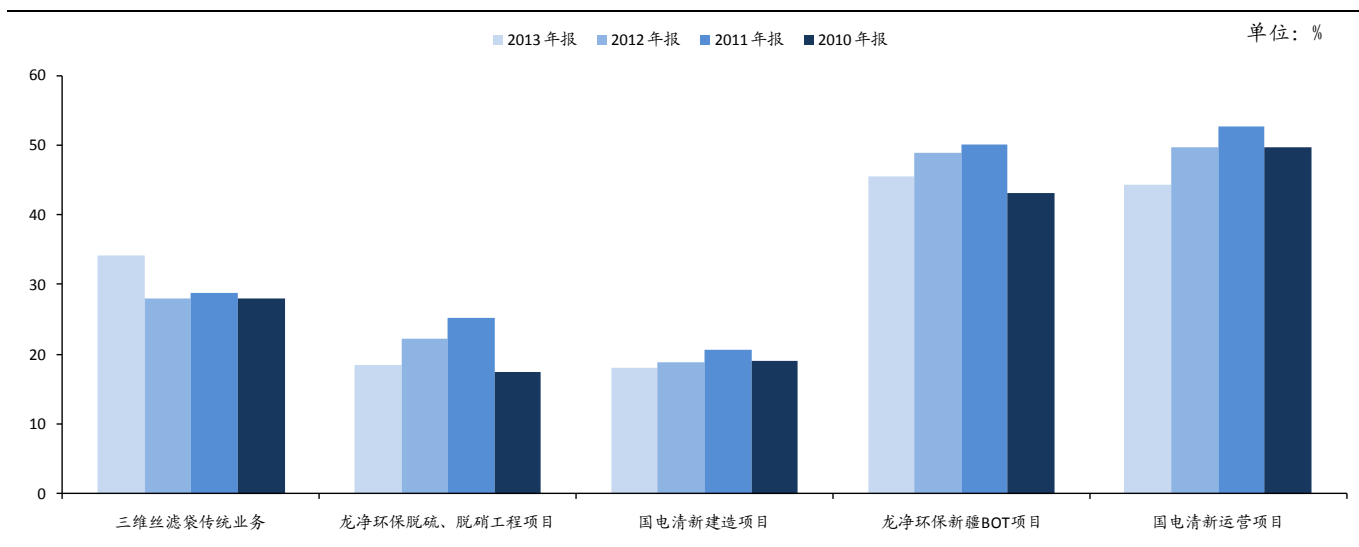
项目	邹平齐星开发区热电有限公司 1—3 号炉脱硝系统投资、建设及运行维护检修合同 (以下简称“齐星开发区项目”)	山东齐星长山热电有限公司 1—3 号炉脱硝系统投资、建设及运行维护合同 (以下简称“齐星长山项目”)
		同投运 2 个月以上, 增加一台炉的备品备件在相应投运期间的费用)

数据来源: 三维丝公告, 国泰君安证券研究

### 3. 三维丝正式进入利润率更高的 BOT 领域

BOT 业务板块毛利率明显高于其他板块。对比三维丝传统高温滤料、国电清新、龙净环保(有少量 BOT 业务占比)的业务板块, BOT 运营领域的毛利率明显高于设备供应、工程建设领域的毛利率。

图 1: 各公司业务板块毛利率对比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

三维丝正式进入利润率更高的 BOT 大气治理领域。假设 2 个合同的项目费用支付不发生违约事件, 未来 5 年运营维护正常, “齐星长山项目”三台炉同时运行的时间为 0.5 年(如秋冬季节)。经计算, 此次签订的合同项目在未来 5 年将为三维丝增加营业收入 1.85 亿元(投资费用+未来 5 年运行维护检修费用), 平均每年增加营业收入 3700 万元, 占“我们预测的 2014 年营业收入”的 8%。按毛利率 40%保守估算, 此次签订的合同项目平均每年增加毛利 1480 万元, 占“我们预测的 2014 年经营利润”的 19%, 数量可观。

### 4. 盈利预测与投资建议

再次重申观点, 若洛卡环保优质资产成功注入, 三维丝将获得向上业绩弹性。维持公司 2015-2016 年盈利预测, 预计 EPS 分别为 0.54、0.62 元

(如果收购顺利完成, 预计 EPS 分别为 0.76、0.92 元), 目标价 26.7 元, 相当于 2015 年业务 49 倍 PE, 维持“增持”评级。

**表 2: 三维丝与环保行业 PE 水平对比**

公司名称	股价	EPS (元)		PE		评级
		2015E	2016E	2015E	2016E	
三维丝	20.33	0.54	0.62	38	33	增持
龙净环保	32.45	1.27	1.33	26	24	增持
亿利能源	8.68	0.27	0.5	32	17	
雪迪龙	25.91	1.05	1.36	25	19	增持
永清环保	29.8	0.52	0.81	57	37	
环保板块平均				35	26	

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (亿利能源、永清环保数据来自 wind 一致预期, 股价对应 2015 年 1 月 12 日收盘价)

## 5. 风险因素

- (1) 国内大气治理需求大幅下滑, 脱硝产业需求底部徘徊。
- (2) 原材料价格上涨的风险。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		