

2015年2月10日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
手机/微信：13751190552 tanq@ghzq.com.cn
联系人：李恩国
手机/微信：18810808255 lieg@ghzq.com.cn

传统业务稳健，看好脱硝工程和运维新增长

——三维丝（300056）点评报告

事件：

三维丝公布2014年年度报告，2014年营业收入45452万元，同比增加4.74%，2014年归属于母公司所有者净利润5865万元，同比增加18.4%。营业利润6519万元，同比增加27.6%。

三维丝发布2015年第一季度业绩预告，预计2015年第一季度归属于上市公司股东的净利润盈利1403万元-1513万元，同比增加280%-310%。

主要观点：

- **2014年净利润同增18.4%，2015年一季度利润同增280%-310%，源于传统滤料业务持续向好** 公司2014年利润稳定增长，2015年一季度利润大增，是由于公司传统滤料业务持续向好，销售收入同比增加。公司作为国内滤料产品的市场领导者，将通过不断提高市场占有率，开拓新下游，维持稳健增长。同时，公司立足传统业务，规划发展成工业废气净化综合服务商，强烈看好公司进军脱硝工程和运营业务带来的新增长，以及公司后续的环保业务布局。
- **公司不言放弃，收购北京洛卡环保进入脱硝行业** 公司再次公告拟收购北京洛卡环保，以2.52亿元收购其100%股权。北京洛卡环保在烟气脱硝领域，拥有自主知识产权的烟气SCR、SNCR、SCR/SNCR混合法和尿素热解制氨等脱硝技术。公司致力于为脱硝EPC工程公司提供技术支持、关键设备供货、系统(安装/优化)调试等业务。该公司的核心客户包括国电清新、龙净环保、永清环保、菲达环保、中电远达、华电工程、航天环境工程等国内主要的脱硝工程公司。脱硝工程公司大多是凭借电力集团等股东背景，以及较强的融资垫资能力，获取工程总包项目。而北京洛卡环保才是这些工程公司背后的核心技术和设备的提供商。三维丝并购北京洛卡环保达到了以下三个作用：1) 获取脱硝核心技术，正式进入脱硝行业。卡洛环保还承诺，2014-2016年净利润不低于2650、3313、4141万元，为公司业绩增长提供了支持；2) 业务协同，相互促进。两公司下游一致性高，双方可共享资源，配套销售，相互促进；3) 实现“技术与资本的合并”。未来两家公司将成为同一主体参与到脱硝工程和运维的投标中，有望数十倍放大公司面临的市场空间。
- **“技术+资本”完美结合，首个项目落地，正式进军脱硝工程和运维市场** 公司公告签订《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》以及《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》。投资费用分别为68,798,054.00元、62,435,228.00元，年运维费用分别为550万元、427万元。上述建设项目均在2015年上半年建设完毕，合同运营及投资回收期为5年。公司采取了

“BT+OT”的模式。建设期，公司承担工程总包和垫资责任，净利润率保守估计约为总投资的12%，当年确认收入。运营期长达5年，公司承担运行和维护责任，以人力成本为主，毛利润率较高，预计达到70%。以上两个合同，预计在2015年贡献净利润约2500万。北京洛卡环保拥有脱硝最核心技术和设备生产能力，结合三维丝的垫资和市场能力，相比于一般工程公司，能为电厂业主以更低的成本，提供更好的技术和服务，预计未来工程和运维订单会不断增加。

- 员工持股提振信心，外延式发展布局有望持续** 在此次收购北京洛卡环保方案中，员工持股计划，兴证资管鑫众—三维丝蓝天1号定向资产管理计划认购三维丝非公开发行股票金额不超过6,300万元，认购股份不超过4,112,271股，非公开发行股票价格为15.32元/股，锁定期三年。员工持股标志着公司员工对公司信心坚定。同时，公司基于传统主业稳健增长，近期外延式扩张不断，从环保细分滤料行业向主流环保业务扩展，预计未来外延式发展布局有望持续。
- 最严环保法开始实施，传统袋除尘器滤料业务稳定增长** 公司高温滤料产品的技术水平和市场占有率均处于领先地位，在国内火力发电行业市场占有率第三位，内资企业第一名。随着近几年雾霾加剧，环保部出台了众多大气污染排放标准，涉及行业从最开始的电力延伸到水泥、钢铁、砖瓦、有色、垃圾焚烧和蒸汽锅炉，除尘市场不断扩大。与此同时，污染物排放指标逐步趋严，2015年1月最严环保法开始实施，对粉尘排放标准限值下降至30mg/m³，部分行业或者部分类型机组排放标准限值下降至10-20mg/m³。除尘新增和改造市场同时发展。此外，公司所做布袋滤料为易耗产品，每2-3年将进行更换。预计公司传统业务保持10-20%增速，稳定增长。
- 盈利预测与评级** 预计公司2015-2017年EPS分别为0.92元、1.39元、1.71元，对应估值分别为25倍、16倍、13倍。公司正从环保细分滤料行业逐步进入主流环保业务。此次并购北京洛卡环保，获得脱硝最核心技术，结合资本实力，进军脱硝工程和运维市场，成长天花板被打破，市场空间数十倍放大。员工持股提振信心，未来公司环保布局有望加码，给予“买入”评级。
- 风险提示** 滤料原材料价格上涨；脱硝工程项目承接进度低于预期

| 预测指标 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 455 | 992 | 1439 | 1744 |
| 增长率(%) | 5% | 118% | 45% | 21% |
| 归母净利润(百万元) | 59 | 138 | 229 | 281 |
| 增长率(%) | 18% | 135% | 66% | 23% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.39 | 0.92 | 1.39 | 1.71 |
| ROE(%) | 12.43% | 17.35% | 23.94% | 24.38% |

2014-2016 年盈利预测

证券代码: 300056 股票价格: 22.79 投资评级: 买入 日期: 2015/2/10

| 财务指标 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 每股指标与估值 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 12% | 17% | 24% | 24% | EPS | 0.39 | 0.92 | 1.39 | 1.71 |
| 毛利率 | 34% | 34% | 36% | 36% | BVPS | 3.10 | 5.25 | 5.75 | 6.95 |
| 期间费率 | 20% | 18% | 18% | 17% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 13% | 14% | 16% | 16% | P/E | 58.19 | 24.74 | 16.40 | 13.35 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 7.36 | 4.34 | 3.96 | 3.28 |
| 收入增长率 | 5% | 118% | 45% | 21% | P/S | 7.51 | 3.44 | 2.61 | 2.15 |
| 利润增长率 | 18% | 135% | 66% | 23% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 总资产周转率 | 0.52 | 0.68 | 0.76 | 0.75 | 营业收入 | 455 | 992 | 1439 | 1744 |
| 应收账款周转率 | 1.17 | 1.43 | 1.46 | 1.49 | 营业成本 | 299 | 653 | 920 | 1112 |
| 存货周转率 | 3.02 | 3.85 | 4.30 | 4.57 | 营业税金及附加 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 35 | 77 | 105 | 122 |
| 资产负债率 | 46% | 45% | 50% | 51% | 管理费用 | 49 | 91 | 130 | 157 |
| 流动比 | 1.49 | 1.36 | 1.54 | 1.71 | 财务费用 | 5 | 9 | 13 | 17 |
| 速动比 | 1.22 | 1.09 | 1.30 | 1.48 | 其他费用/(-收入) | 2 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 营业利润 | 65 | 158 | 267 | 330 |
| 资产负债表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 营业外净收支 | 8 | 8 | 9 | 8 |
| 现金及现金等价物 | 60 | (13) | 120 | 362 | 利润总额 | 73 | 166 | 276 | 338 |
| 应收款项 | 388 | 693 | 986 | 1170 | 所得税费用 | 12 | 28 | 47 | 58 |
| 存货净额 | 99 | 170 | 215 | 244 | 净利润 | 61 | 138 | 229 | 281 |
| 其他流动资产 | 8 | 18 | 26 | 32 | 少数股东损益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 555 | 868 | 1347 | 1808 | 归属于母公司净利润 | 59 | 138 | 229 | 281 |
| 固定资产 | 208 | 439 | 395 | 356 | | | | | |
| 在建工程 | 8 | 8 | 8 | 8 | 现金流量表 (百万元) | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 无形资产及其他 | 13 | 48 | 48 | 45 | 经营活动现金流 | 74 | 9 | 144 | 267 |
| 长期股权投资 | 59 | 69 | 79 | 89 | 净利润 | 61 | 138 | 229 | 281 |
| 资产总计 | 869 | 1459 | 1903 | 2332 | 少数股东权益 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 82 | 112 | 132 | 152 | 折旧摊销 | 24 | 21 | 46 | 42 |
| 应付款项 | 215 | 399 | 570 | 704 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 44 | 95 | 139 | 168 | 营运资金变动 | (13) | (151) | (131) | (56) |
| 其他流动负债 | 33 | 33 | 33 | 33 | 投资活动现金流 | (75) | (241) | 34 | 30 |
| 流动负债合计 | 374 | 639 | 873 | 1057 | 资本支出 | 24 | (231) | 44 | 40 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 50 | 100 | 长期投资 | (59) | (10) | (10) | (10) |
| 其他长期负债 | 24 | 24 | 24 | 24 | 其他 | (39) | 0 | 0 | 0 |
| 长期负债合计 | 24 | 24 | 74 | 124 | 筹资活动现金流 | (73) | 215 | 1 | (14) |
| 负债合计 | 397 | 663 | 947 | 1181 | 债务融资 | 13 | 30 | 70 | 70 |
| 股本 | 150 | 150 | 165 | 165 | 权益融资 | 2 | 227 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 472 | 795 | 955 | 1152 | 其它 | (88) | (41) | (69) | (84) |
| 负债和股东权益总计 | 869 | 1458 | 1903 | 2333 | 现金净增加额 | (73) | (17) | 179 | 282 |

【电力设备与新能源小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、锂电池行业分析师，带领团队获得2013年水晶球公用事业行业公募榜单第四名，2014年第五名。

何魏伟：中山大学经济学硕士、武汉大学工学学士，两年核电站工作经验，2012年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

李恩国：天津大学管理学硕士、工学学士，七年国家电网公司跨区电网设备采购及设备质量管理经验，2014年进入国海证券，任电力设备与新能源行业分析师。

【分析师承诺】

谭倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。