

国内硫磺回收行业细分龙头

三维工程 002469

定价区间 24.60-26.95 元

新股定价报告

2010 年 8 月 20 日 星期五

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
执业证书编号: S0630208120082

联系人: 胡昂
021-50586660-8626
ha@longone.com.cn
联系人: 吴明
021-50586660-8625
顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

价值分析

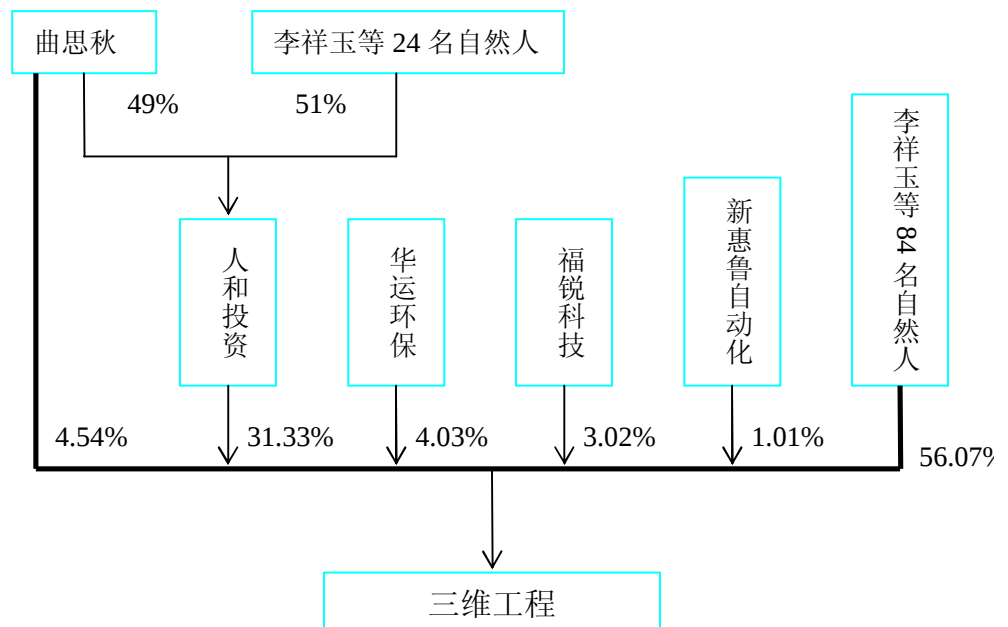
q 公司是国内技术领先的硫磺回收企业

三维工程主要服务于石油化工、煤化工行业,从事以炼油化工项目为主的工程设计和总承包服务。公司具有化工、石化、医药行业甲级资质,先后完成了 200 多套硫磺回收、常减压、催化裂化、加氢、延迟焦化等各类装置的工程设计和工程总承包,其中累计承担设计、总承包硫磺回收装置 78 套。

公司自主开发了无在线炉硫磺回收工艺技术,实现了硫磺回收技术国产化,达到国内领先、国际先进的水平,在市场中具有较强的市场竞争力。目前,公司正实现以硫磺回收装置带动其他相关装置业务,以工程设计带动总承包业务的发展模式。

q 公司股权结构

本次拟公开发行社会公众股1660万股,占公开发行后总股份的25.06%,发行后总股本为6624万股。发行后实际控制人为曲思秋,具体股权结构如下图。



资料来源: 招股意向书, 东海证券研究所整理

图 1 三维工程股权结构图

q 毛利率维持行业较高水平 主营业务稳步发展

公司目前主营业务为石油炼化项目中硫磺回收的装置的工程设计和总承包服务。在细分硫磺回收方面公司拥有较为完备的技术和长期的经验，因此在工程总承包上能优于一般的承包服务，维持较高的毛利率。

表 1 主营项目毛利率分析

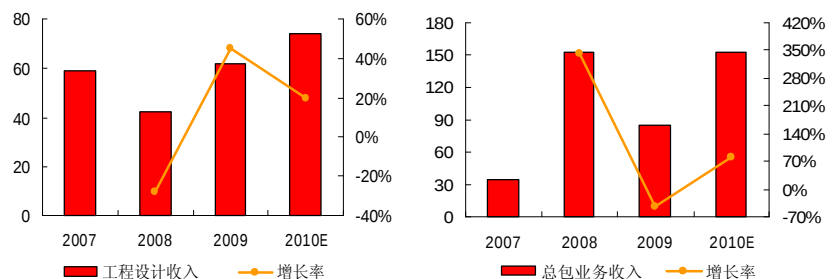
单位：百万元

项目		2007	2008	2009
工程设计	营业收入	58.89	42.47	61.76
	营业收入占比	61.59%	21.53%	42.06%
	毛利率	73.54%	60.28%	56.29%
工程总承包	营业收入	34.40	151.80	84.78
	营业收入占比	35.98%	76.96%	57.73%
	毛利率	35.79%	22.22%	37.94%
综合毛利率		59.66%	30.96%	45.78%

资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

公司凭借几十年的工程设计优势，合理安排后续的采购、施工，带动总包业务发展，近几年逐步提高总承包服务在主营业务中的份额，做到从设计到施工到功能实现一体化，形成E+EPC的盈利模式。

公司业绩的增长主要依靠下游石油炼化和煤化工行业的新建装置与项目规划的自然增长，以及下游行业对产品环保及脱硫要求的提高，近年来公司调整业务比例，在订单随市场波动的情况下也保证了整体业绩的稳步增长，同时公司也在努力开发海外市场，较早获得对外承包工程资质。



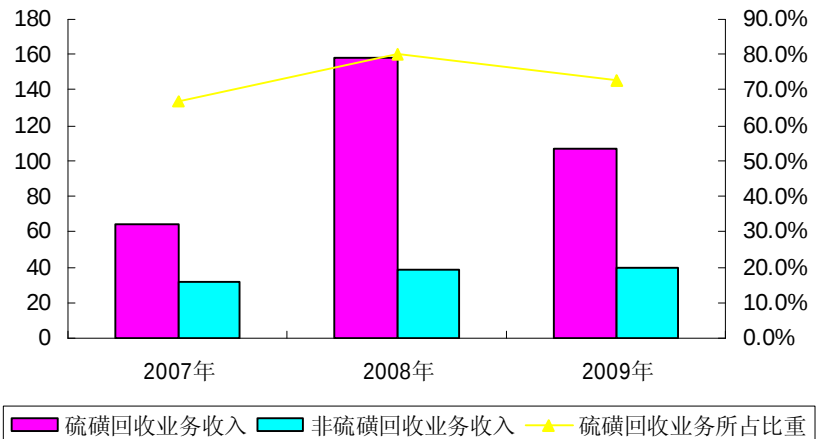
资料来源：招股意向书，东海证券研究所整理

图 2 公司主营项目变动及增长

q 差异化路径形成公司的核心竞争力

公司长期致力于硫磺回收技术攻关，掌握了目前国内先进的无在线炉硫磺回收工艺技术，公司凭借先进的工艺技术、优秀的设计水平以及良好的声誉在硫磺回收细分领域得到了客户的认可，并形成了较高的市场占有率。

硫磺回收技术一直是公司的核心业务，硫磺回收工程设计与总承包的业务比例稳步提高，2007年、2008年和2009年该项业务收入占公司业务收入的比例分别为66.73%、80.30%、和72.79%。



资料来源：招股意向书，东海证券研究所

图 3 硫磺回收业务占比

q 募投项目有望缓解资金瓶颈

本次发行募集资金主要用于节能减排工程技术研发与应用中心建设项目和补充流动资金用于扩大工程总承包业务预计总投资17,690万元。

表 2 募集资金项目

序号	项目名称	投资金额
1	节能减排工程技术研发与应用中心建设项目	5,915万元
2	补充流动资金用于扩大工程总承包业务	11,775万元

资料来源：招股意向书，东海证券研究所

节能减排工程技术研发与应用中心的建设有益于将来公司进一步提升设计和总承包业务能力，进一步完善公司在相关领域的市场竞争条件，进一步提高业务承接的中标率和项目的收费水平。

从事工程总承包工程，特别是石化和煤化工总包业务需要大量的运营资金保障，总承包除在投标、签订合同、预付款等环节出具占项目目标总额25%-30%的保函，在项目实施过程中还要垫付一定数额的资金。总承包商需要垫付的资金随着项目金额的加大而增长，过去公司因资金有限放弃了一些本可以获得的合同额较大的订单项目。随着募集资金的到位，能够使公司在较短时间内突破资金不足的发展瓶颈，有利于公司承揽更大的工程项目，带动公司健康、稳定的发展。

q 假设及盈利预测

我们认为公司未来将受益石化和煤化工行业投资的增长以及募集资金到位后带来的新增承包项目，业绩会快速增长。预计公司 2010 和 2011 年的 EPS 分别为 0.82 元和 1.13 元；我们结合目前市场的估值水平，认为给予公司 2010 年 30-35 倍的市盈率较为合理，合理的价格为 24.60-26.95 元。

预测和比率

	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入（百万）	197.24	146.85	227.62	347.12
主营收入增长率	106.30%	-25.55%	55.00%	52.50%
净利润（百万）	30.10	36.80	54.63	74.63
净利润增长率	19.3%	22.3%	48.4%	36.6%
EPS（元）	0.45	0.56	0.82	1.13

资料来源：东海证券研究所（注：EPS 都按照发行后 6624 万股股本计算）

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 宏达新材, 金发科技, 赤天化, 柳化股份, 烟台万华, 东华科技, 巨化股份。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122