

## 振翅欲翔的洁净工厂综合环保服务商

### ——三维丝（300056）深度报告

2016年07月27日

强烈推荐/上调

三维丝

深度报告

#### 报告摘要:

**洁净工厂综合环保服务商。**公司是袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的龙头企业，2013年来在传统主业的强力支撑下，公司坚定向洁净工厂综合环保服务商转型，先后完成了对洛卡环保和珀挺机械的收购，并增资文安众鑫 60% 股权，打造从前端工业散物料清洁运输，到末端工业污染物排放治理的一体化综合环保服务平台。

**收购洛卡布局烟气全治理。**公司已完成洛卡环保 100% 股权收购，并于 2015 年 6 月正式并表。洛卡并表后，公司工业废气综合治理业务进一步涵盖脱硝业务，并将最终实现除尘、脱硝和脱硫的烟气全治理布局。洛卡 2015 年实现净利 4217 万元超额完成业绩承诺，2016 年按照业绩承诺将给公司带来 4141 万元的扣非净利润。未来尿素脱硝对氨水脱硝的替代市场广阔，洛卡将进一步支撑公司的高速发展。

**收购珀挺进军洁净智能输运。**公司现已完成对厦门珀挺 100% 股权的收购并从 2016 年开始并表。珀挺是国际知名的散物料输运系统综合服务商，业务遍及全球并和台塑集团有长期深入的合作，目前珀挺在手的订单超过 10 亿，2016 年承诺贡献扣非净利不低于 9720 万元，将成为公司未来重要的业绩增长点。此外，借助珀挺的营销渠道和客户资源，公司可以将现有的烟气治理业务快速推向国际市场，而公司亦可借助自身的国内渠道为珀挺拓展国内散物料输送市场，形成 1+1>2 的协同效应。

**优化内涵和外延，持续打造综合环保服务平台。**公司公布预案以现金增资的方式获取众鑫 60% 和盛发环保 5% 的股权，布局生物质供热以及脱硫废水“零排放”领域；成立并购基金和资管公司，积极拓展土壤修复、环保高端装备以及固废处理等环保领域业务，持续打造综合环保服务平台。

**公司盈利预测及投资评级。**预测 2016-2018 年，公司营收分别为 12.85 亿元、16.42 亿元和 19.44 亿元；净利润分别为 1.92 亿元、2.57 亿元和 3.23 亿元；EPS 分别为 0.50、0.67 元和 0.84 元，对应 PE 分别为 39.69、29.62 和 23.51。按照 17 年 35 倍 PE，给予公司目标价 24 元，给予公司“强烈推荐”评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	454.53	688.21	1,285.50	1,642.00	1,944.00
增长率(%)	4.74%	51.41%	86.79%	27.73%	18.39%
净利润(百万元)	61.11	71.10	191.59	256.73	323.45
增长率(%)	23.38%	16.36%	169.45%	34.00%	25.99%
净资产收益率(%)	12.65%	9.28%	20.75%	23.91%	25.61%
每股收益(元)	0.39	0.21	0.50	0.67	0.84
PE	50.54	93.86	39.69	29.62	23.51
PB	6.37	8.74	8.23	7.08	6.02

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

#### 杨行远

010-66554024

yangxy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480115060007

#### 梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512060006

#### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

#### 廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

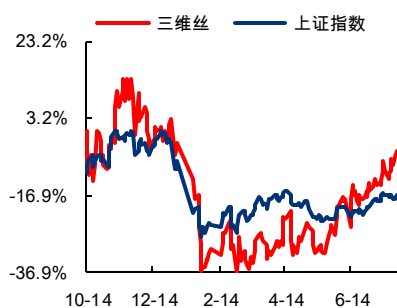
执业证书编号:

S0100115090039

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	19.71-20.95
总市值(亿元)	73.75
流通市值(亿元)	43.65
总股本/流通 A 股(万股)	37420/22147
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	5.01

#### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《三维丝（300056）调研报告：高温滤袋下游需求增长稳定，业绩成长确定性高》2012-05-10

## 目 录

1. 袋式除尘龙头，打造洁净工厂综合环保平台 .....	4
2. 袋式除尘业务强力支撑外延成长 .....	7
3. 收购洛卡，布局烟气除尘、脱硝、脱硫全治理 .....	9
3.1 手握脱硝核心技术 .....	9
3.2 超额完成业绩承诺 .....	12
3.3 尿素脱硝仍有较大市场空间 .....	12
4. 收购珀挺，洁净智能输运贡献新增长点 .....	13
4.1 散物料输储系统综合服务商，业务遍布海外 .....	13
4.2 核心技术掌握者，国际竞争力强 .....	15
4.3 背靠台塑集团，借力开拓国际市场 .....	16
5. 优化内涵和外延，持续打造综合环保服务平台 .....	17
6. 盈利预测及估值 .....	18
7. 风险提示 .....	19

## 表格目录

表 1: 珀挺核心技术介绍 .....	15
表 2: 公司盈利预测表 .....	20

## 插图目录

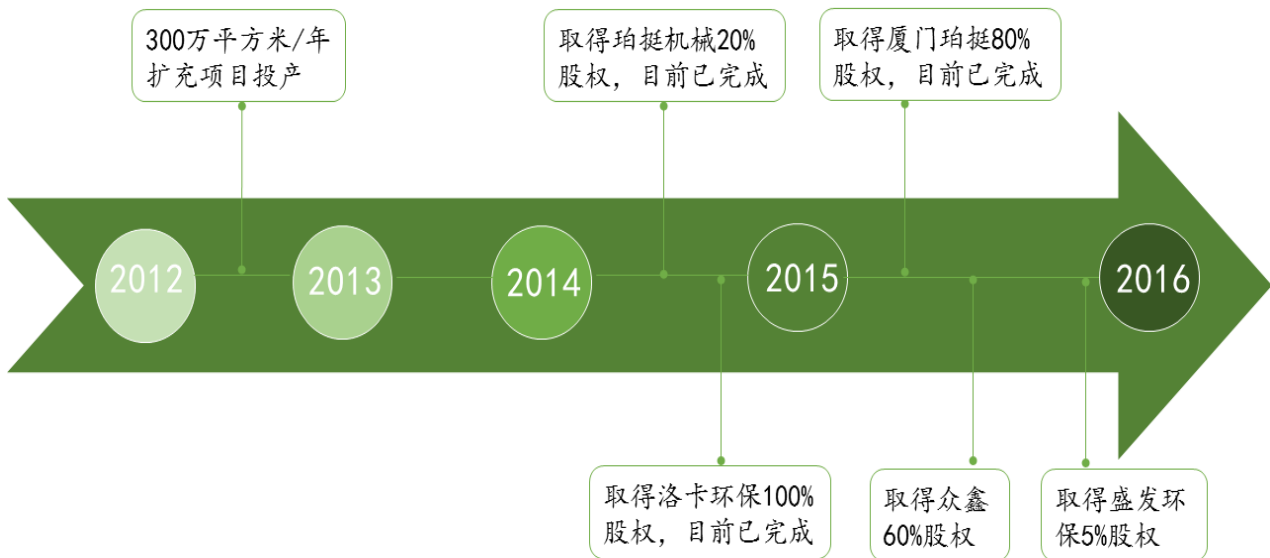
图 1: 向洁净工厂综合环保服务提供商坚定转型 .....	4
图 2: 一体化综合环保服务平台雏形初现 .....	5
图 3: 公司股权结构 .....	5
图 4: 公司架构 .....	6
图 5: 公司营业收入持续增长 .....	7
图 6: 近两年公司净利润增速稳定 .....	7
图 7: 传统主营产品 .....	7
图 8: 袋式除尘器的核心部件 .....	7
图 9: 公司滤料销量保持持续增长 .....	8
图 10: 滤料业务是公司营收主要来源 .....	8
图 11: 公司滤料业务毛利率基本稳定 .....	8
图 12: 收购洛卡打造工业废气净化综合服务商 .....	9
图 13: 基于尿素热解法的 SCR 技术及关键设备 .....	10
图 14: 基于尿素热解法的 SNCR 技术及关键设备 .....	10
图 15: 基于尿素热解法的 SNCR/SCR 混合法技术及设备 .....	11
图 16: SNCR 脱销一体化设备 .....	11
图 17: 洛卡环保项目分布 .....	11

图 18: 洛卡 2012-2015 年实现扣非净利润情况.....	12
图 19: 洛卡超额完成承诺扣非净利润.....	12
图 20: 预计珀挺未来高概率实现其业绩承诺.....	13
图 21: 珀挺国内项目分布情况.....	14
图 22: 珀挺全球项目分布情况.....	14
图 23: 海外业务逐渐成为珀挺主要营收来源.....	14
图 24: 台塑集团占珀挺的业务比重.....	17
图 25: 公司坚定打造综合环保服务平台.....	18

## 1. 袋式除尘龙头，打造洁净工厂综合环保平台

公司传统主业专注于大气粉尘污染整治，是袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的龙头企业。由于充分意识到单一业务模式给公司未来发展所带来的风险和局限，从2013年公司便迈开了外延发展的脚步，并从2015年起，先后完成了对洛卡环保和珀挺机械的股权收购，并增资文安众鑫60%股权，明确了洁净工厂综合环保服务商的战略定位，打造从前端工业散物料清洁运输，到末端工业污染物排放治理的一体化综合环保服务平台。

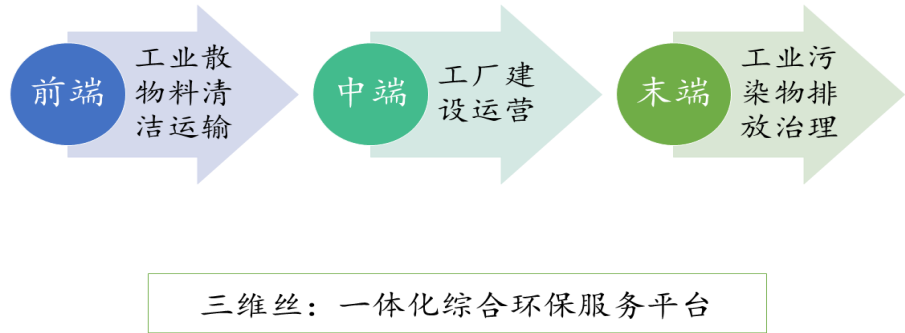
图 1：向洁净工厂综合环保服务提供商坚定转型



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

通过收购洛卡环保，公司在原先烟气除尘的主业基础上快速切入烟气脱硫、脱硝，实现了烟气的一体化治理；通过收购珀挺机械，公司进入环保净化的散物料智能输送领域，并有望通过珀挺机械的海外渠道拓展现有业务的国际市场；通过增资文安众鑫的股权，公司有望逐步进入生物质供热为代表的新能源领域。至此，前端工业散物料清洁运输，中端工厂建设运营，末端工业污染物排放治理的一体化综合环保服务平台雏形初现，振翅欲翔。

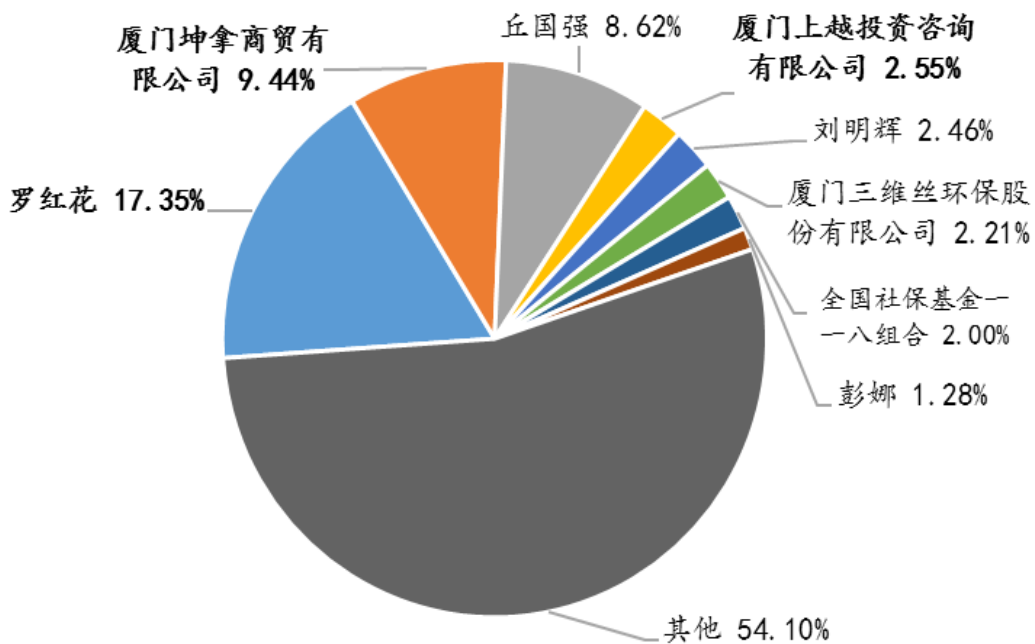
图 2: 一体化综合环保服务平台雏形初现



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

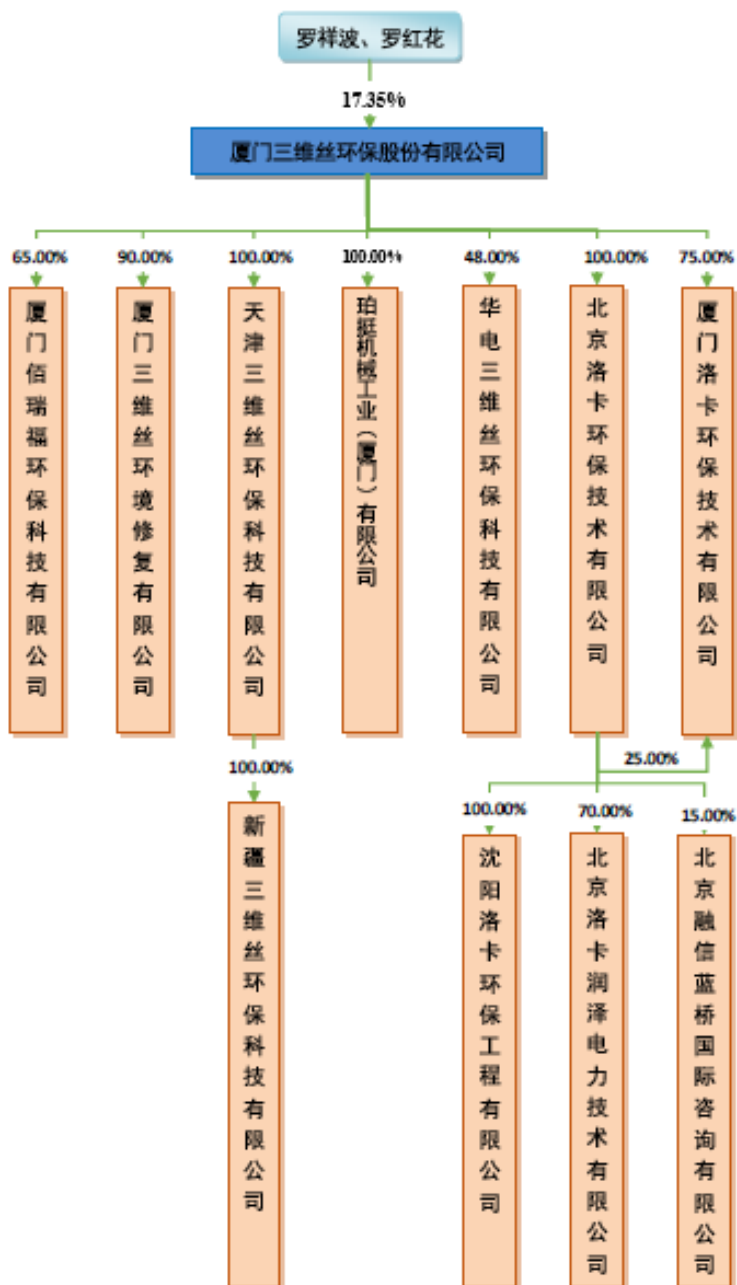
完成对珀挺的收购后, 公司第一大股东的持股比例下降到 17.35%; 同为珀挺股东的坤拿商贸和上越投资分别持有公司 9.44% 和 2.56% 的股份, 合计持有公司 11.99% 的股份; 邱国强持股 8.62% 位列第三。总体来看, 公司股权较为分散, 控股股东持股比例相对较低。

图 3: 公司股权结构



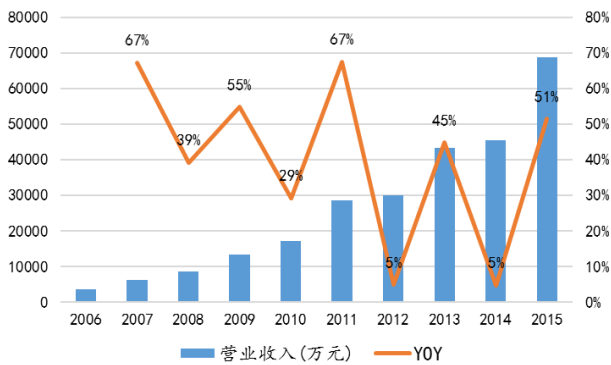
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4：公司架构

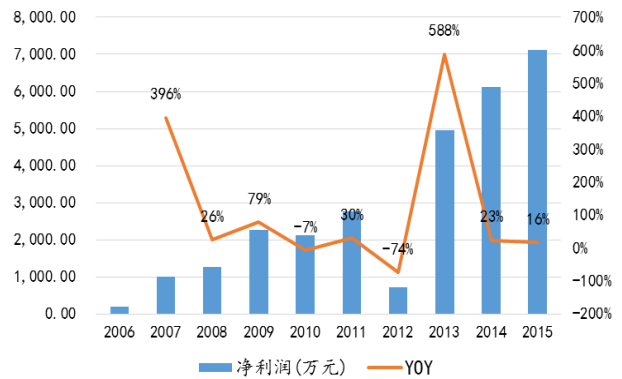


资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

2015 年公司实现营业收入 68820 万元，净利润 7110 万元，分别较 2014 年增长 51% 和 16%。其中洛卡环保和珀挺机械分别给公司贡献了 4217 万元和 1480 万元净利润，占公司当年净利润的 59.3% 和 20.8%，成为公司转型后的重要利润支撑点。未来随着厦门珀挺的并表，公司的成长空间进一步打开，有望再次迎来营收和利润的高速增长。

**图 5: 公司营业收入持续增长**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图 6: 近两年公司净利润增速稳定**


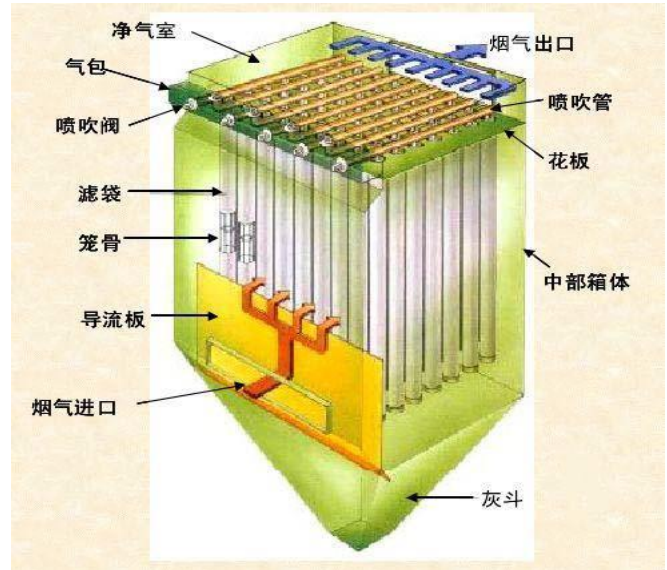
资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 2. 袋式除尘业务强力支撑外延成长

公司是袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的龙头企业,其传统主营产品包括滤毡和滤袋系列,作为袋式除尘器的核心部件,主要应用于火力发电燃煤锅炉尾气、水泥窑头窑尾烟尘、垃圾焚烧烟气、钢铁高炉煤气、沥青搅拌烟气、化工烟气等高温烟气除尘过滤。

**图 7: 传统主营产品**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

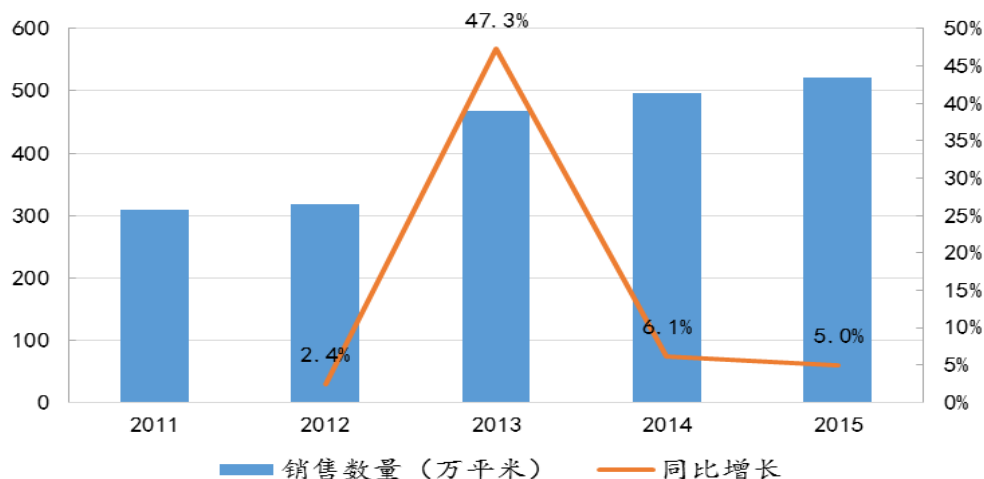
**图 8: 袋式除尘器的核心部件**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



受益于近年我国对雾霾问题的日益重视,火电、水泥、钢铁、化工等工业领域的大气粉尘排放标准快速收紧,对袋式除尘核心耗材滤料的需求快速提升。公司滤料的销量从2011年的310万平方米,增长到2015年的521万平方米,年均增长17%,其中,2013年销售量的快速增长主要受益于公司300万平方米/年扩充项目投产。目前公司滤料产能约为600万平方米/年左右,销量基本维持在500万平方米/年,在国内高温滤料市场占有率整体排名第四,在国内火电行业市场占有率第一。

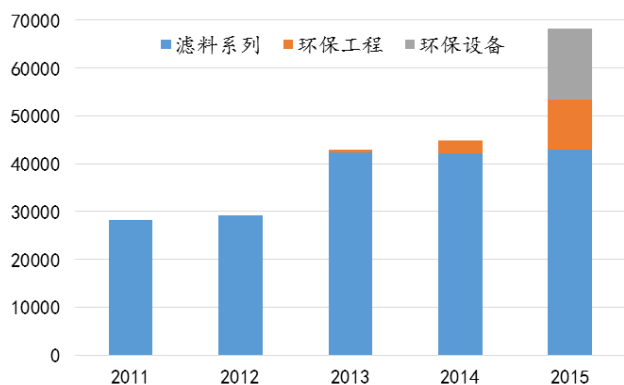
图 9: 公司滤料销量保持持续增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

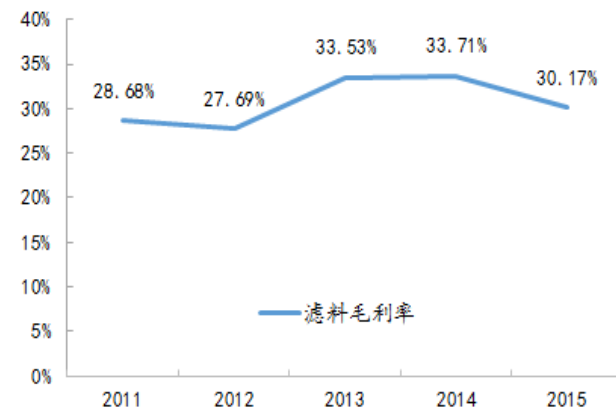
2013-2015年公司的滤料业务的收入分别为4.24亿元、4.21亿元和4.30亿元,分别贡献了总收入的97.8%、92.7%和62.4%,毛利率较为稳定,是公司利润的重要来源,有力支撑着公司近期和未来向洁净工厂综合环保服务提供商的转型。

图 10: 滤料业务是公司营收主要来源



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 11: 公司滤料业务毛利率基本稳定



资料来源: wind, 东兴证券研究所

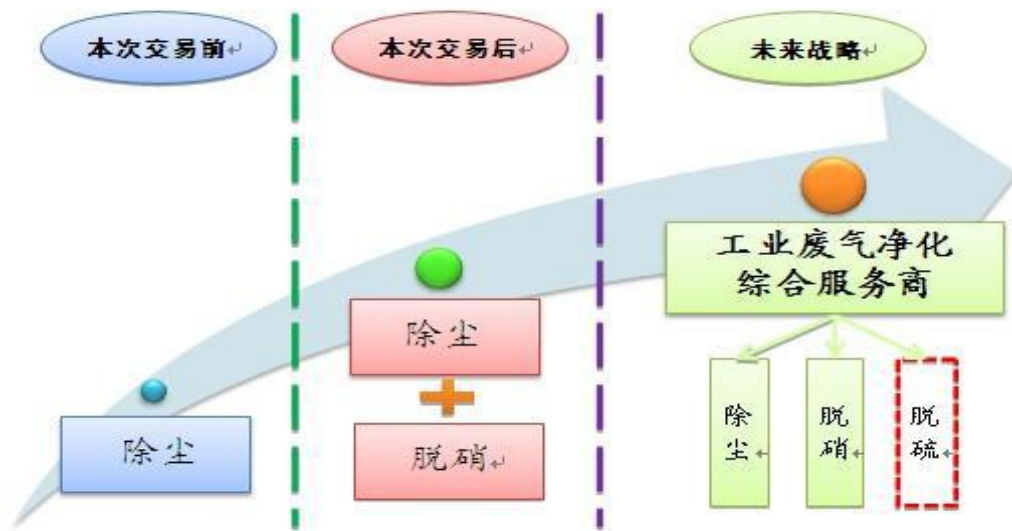


然而，2013 年后随着一批新技术的涌现和投资密集期的过去，滤料行业的整体需求已经见顶；但由于滤料属于核心耗材，使用周期仅为 2-3 年，未来滤料市场的需求仍将有望平稳维持一段时间，公司的滤料业务也有望稳定在适当的范围内，继续为公司已经初见雏形的综合环保平台提供支撑。

### 3. 收购洛卡，布局烟气除尘、脱硝、脱硫全治理

公司目前已经完成对洛卡环保 100% 股权的收购，并于 2015 年 6 月份正式并表。洛卡环保从事的烟气脱硝业务，与公司从事的除尘业务，同属于工业烟气净化行业，最终客户均在火电、城市供热、水泥炉窑、钢铁、垃圾焚烧等领域。收购洛卡的完成，有助于公司实现资源优化配置，增强协同效应；同时，公司工业废气综合治理业务将进一步涵盖脱硝业务，并最终实现除尘、脱硝和脱硫的烟气全治理。

图 12: 收购洛卡打造工业废气净化综合服务商



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

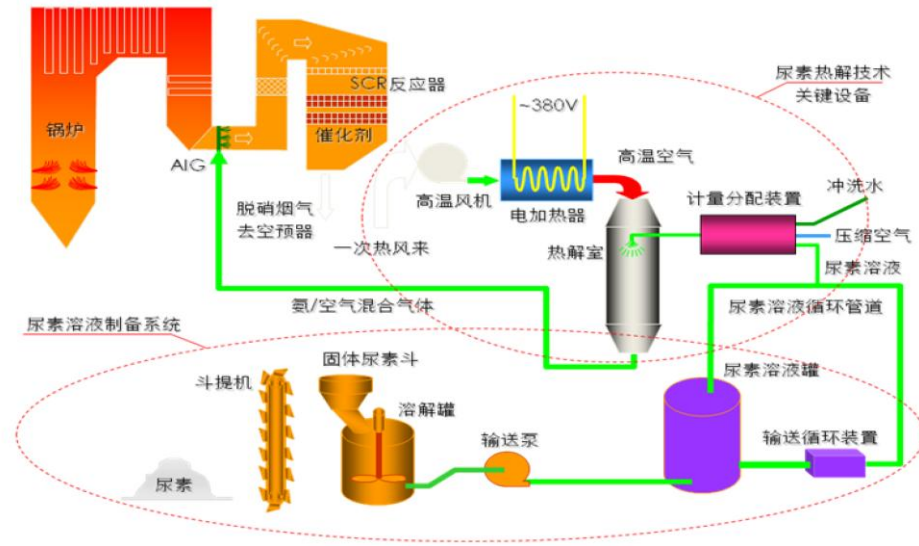
#### 3.1 手握脱硝核心技术

洛卡环保一直专注从事大气氮氧化物整治，致力于提高烟气脱硝技术的效率、降低能耗和提高安全性，是提供烟气脱硝技术、关键设备和成套设备的专业环保公司。目前已全面自主掌握了选择性非催化还原（SNCR）法、选择性催化还原（SCR）法和 SNCR/SCR 混合法等主流烟气脱硝的核心技术。

此外，洛卡环保于 2010 年成功开发出技术领先的尿素热解法，并应用于脱硝装置，打破了国外垄断。相比于传统的液氨法，尿素热解法更安全、更环保、更方便原材料

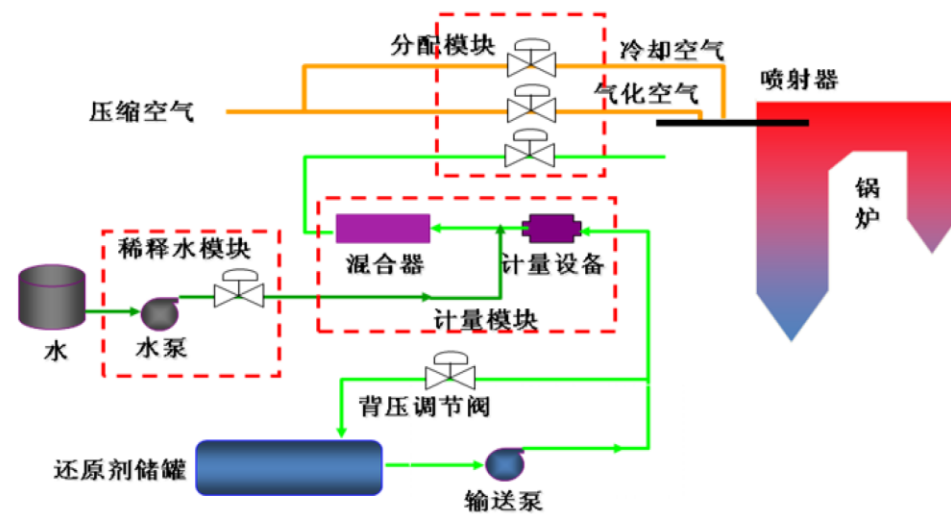
的运输; 目前经过第二代和第三代的发展, 洛卡的尿素热解法在国内外均处于领先地位。

图 13: 基于尿素热解法的 SCR 技术及关键设备



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

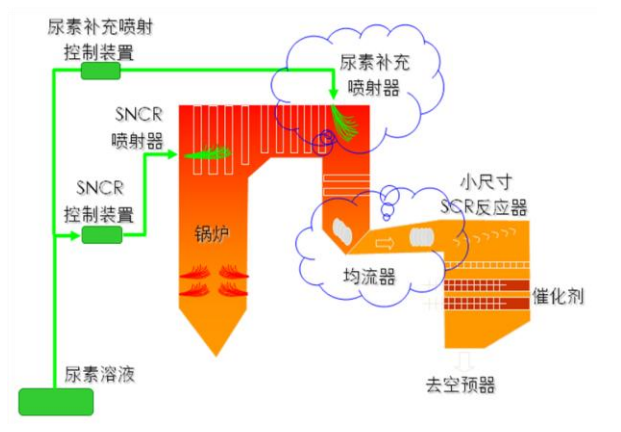
图 14: 基于尿素热解法的 SNCR 技术及关键设备



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

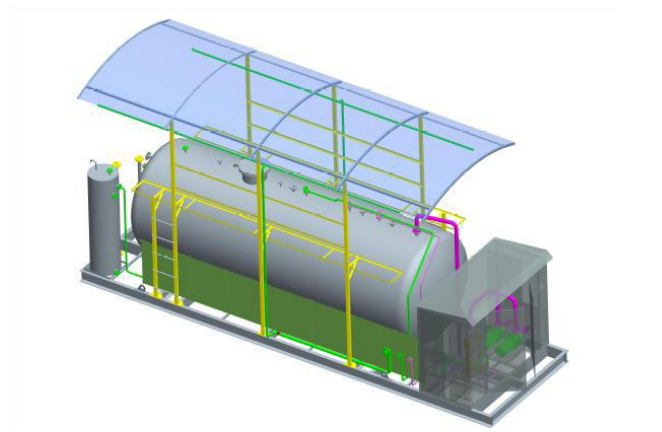
基于洛卡先进的尿素热解技术, 公司开发出了基于尿素热解法的 SCR 技术及关键设备、SNCR 技术及关键设备、SNCR/SCR 混合法技术及关键设备、SNCR 脱销一体化设备、脱硝成套设备等。

图 15: 基于尿素热解法的 SNCR/SCR 混合法技术及设备



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 16: SNCR 脱销一体化设备



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

目前, 洛卡环保的产品已在各主要等级火力发电机组成功应用, 得到业主和环保工程公司的认可。

图 17: 洛卡环保项目分布



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3.2 超额完成业绩承诺

洛卡环保 2012 年、2013 年和 2014 年扣非净利润分别为 994.44 万元、1,872.48 万元和 2,714.25 万元，具有较强的盈利增长能力。2015 年洛卡环保实现营收 2.36 亿元，占公司 2015 年总营收的 34.4%，实现净利润达 4217 万元，占公司全年净利润的 61.24%，超额完成 2015 年实现 3313 万元扣非净利润的业绩承诺。

2016 年洛卡环保承诺完成 4141 万元的扣非净利润，基于洛卡环保过去的盈利增长水平、优秀的管理和研发能力、合理的产品结构和丰富的运营经验，我们认为洛卡将大概率实现 2016 年的业绩承诺。

图 18: 洛卡 2012-2015 年实现扣非净利润情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 19: 洛卡超额完成承诺扣非净利润



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 3.3 尿素脱硝仍有较大市场空间

目前国内脱硝市场主要使用的技术均基于液氨技术，而液氨在运输、使用的过程中均存在较大的环保、安全隐患；未来出于运输、环保、安全等方面的考虑，政府或有可能收紧相关政策，要求行业向更安全、更环保的尿素热解制氨技术转向，这也符合未来环保绿色的发展需求。

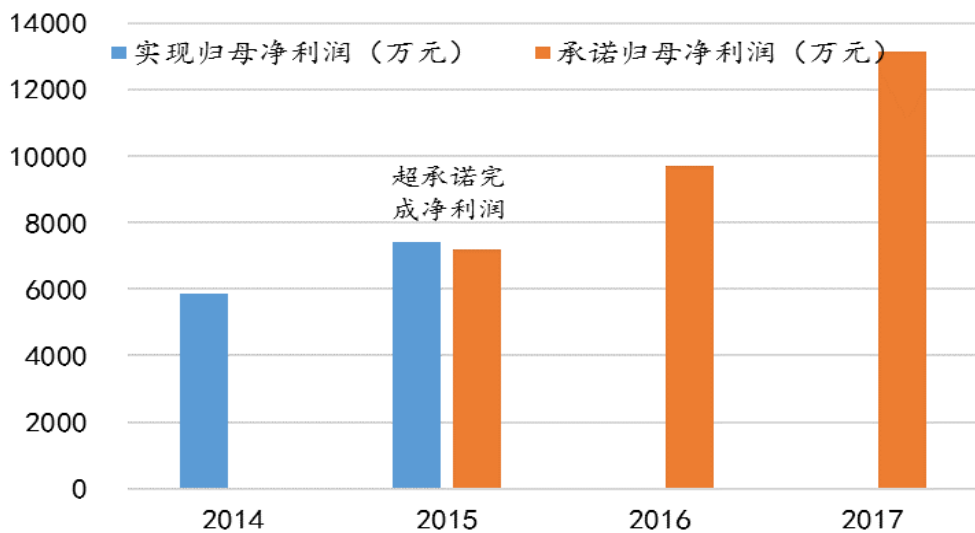
洛卡环保的主要技术路线均基于尿素热解技术，该技术经过洛卡三代的研发升级在国内外均处于领先水平，考虑到尿素热解制氨法在国内的占有率不高仍处于早期阶段，未来对液氨技术的替代空间巨大，我们认为未来洛卡环保仍有巨大的市场空间，业绩仍有望持续增长。

## 4. 收购珀挺， 洁净智能输运贡献新增长点

2016年3月30日，珀挺的80%股权完成过户，连同公司已经持有的20%股权，珀挺成为三维丝100%的控股子公司。本次收购完成后，三维丝业务模式从核心设备研发、生产和销售进一步拓展至系统研发、设计、集成和运营维护，不仅进一步满足客户智能化转型需求，也将加快公司从产品制造商向整体解决方案提供商转型的速度。同时，公司有望借助厦门珀挺在海外市场的营销渠道、客户资源和项目管理经验，快速开拓“一带一路”沿线国家和地区的市场，扩增公司业务规模和盈利增长点，提高公司的综合竞争力。

2015年厦门珀挺业绩超承诺完成；2016年、2017年珀挺承诺经审计的归属母公司所有者扣除非经常性损益的净利润分别不低于9720万元、13122万元。考虑到珀挺业务遍及全球，海外建设需求强烈，我们预计珀挺未来高概率实现其业绩承诺。

图 20: 预计珀挺未来高概率实现其业绩承诺



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 4.1 散物料输储系统综合服务商，业务遍布海外

厦门珀挺主要从事散物料输送系统研发、设计、集成及相关主要高端智能设备、粉尘治理设备、环保设备、智能物流仓储设备的研发、设计、制造、销售及维修保养等业务，拥有强大的系统研发设计和集成能力以及丰富的项目管理经验，是国际知名的散物料输储系统综合服务商。



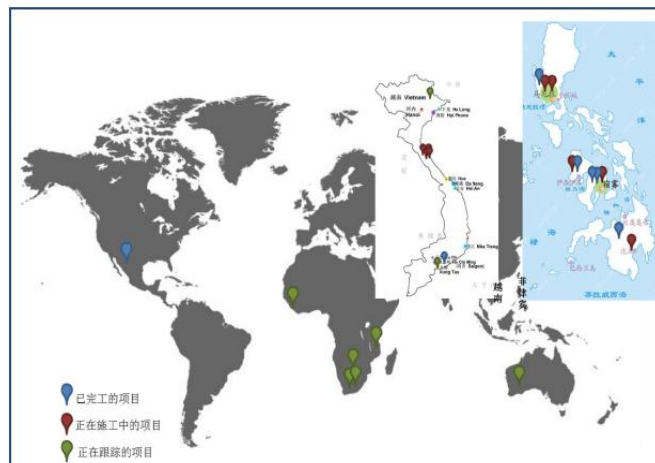
依托行业领先的技术优势和强大的系统设计和集成能力, 珀挺为电力、港口、钢铁等下游行业提供优质高效的散物料输储系统整体解决方案, 目前业务已遍及中国大陆地区、台湾地区、美国、德国、澳大利亚、越南、菲律宾、印尼等地, 其中以越南和菲律宾为主。珀挺 2014 年及 2015 年 1-5 月来源于海外的收入分别为 10,005.19 万元及 10,260.26 万元, 占主营业务收入比例分别为 61.63% 及 85.94%, 海外市场收入在珀挺的业务板块中占据越来越核心的地位。

图 21: 珀挺国内项目分布情况



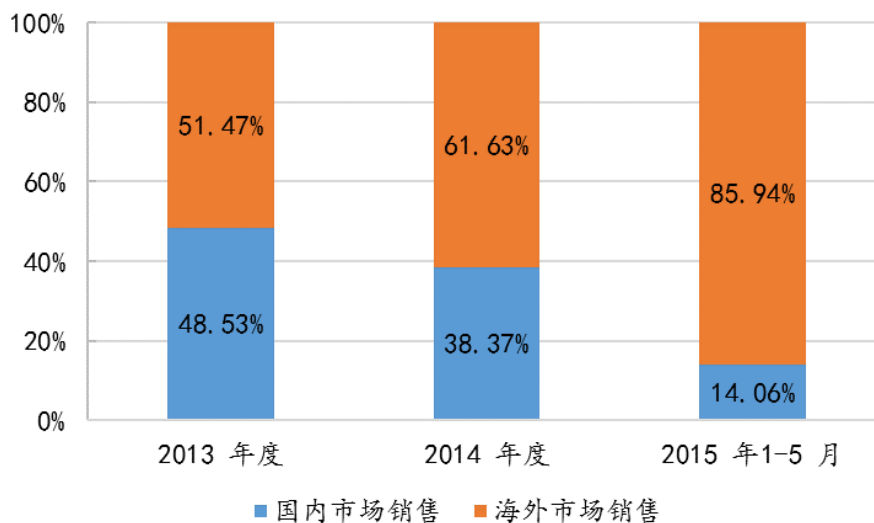
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 22: 珀挺全球项目分布情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 23: 海外业务逐渐成为珀挺主要营收来源



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 4.2 核心技术掌握者，国际竞争力强

厦门珀挺始终致力于推动散物料输送系统及物流仓储系统向智能化、更环保、更节能、投资及运营成本更低的方向发展，具有“工业 4.0”智能制造的概念。目前，珀挺已形成了较为完整的研发创新体系，同时建成一支拥有丰富经验的研发队伍，在散物料输送系统技术方面保持了行业领先地位。基于多年的技术研发和积累，珀挺已拥有高效节能带式输送技术、气垫带式输送技术、曲线落煤管技术、干雾抑尘系统及数字化料场管理系统技术等行业领先技术。

表 1: 珀挺核心技术介绍

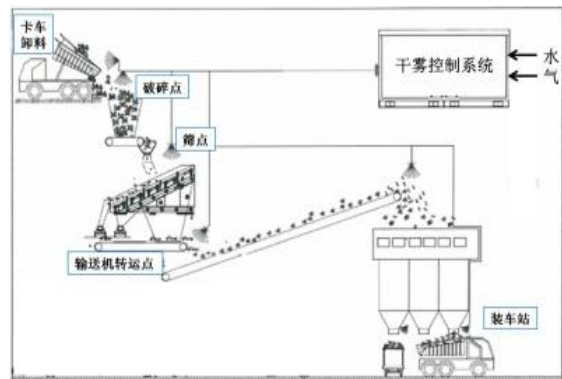
核心技术	技术介绍	技术优势)	典型案例
高效节能带式输送技术	通过选用低阻胶带，有效降低带式输送系统运行时胶带与托辊之间的压陷阻力，从而降低马达驱动功率，进行高效长距离带式节能输送。	更低的运行阻力、更低的驱动功率、更低的材料消耗、更高的输送效率和更长的使用寿命。	
气垫带式输送技术	用沿输送系统运行方向布置的盘槽（带孔气室）代替通用带式输送系统的托辊，提供给气室内的空气经盘槽上的小孔溢出，形成具有一定压力的气垫来支撑输送带及其上的物料。	可降低摩擦系数 50%-70%、全封闭系统、无粉尘、无溢料，维护需求低，皮带磨损小，噪音小，能耗少。	
曲线落煤管技术	利用 DEM 软件模拟散状物料在输送系统溜槽中的流动情况，设计出的溜槽可以让料流平顺，同时减少物料对皮带的冲击。以此设计出的溜槽称为曲线落煤管。	减少粉尘、噪音、减少输送功耗，避免堵料、减少溢料，增加皮带寿命及输送能力。	 <div data-bbox="1072 1606 1385 1720" style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 颗粒形状：可为复杂的非圆形</li> <li>● 颗粒数量：颗粒可达上百万</li> <li>● 颗粒粒径：可为大粒径分布</li> <li>● 颗粒水分：可分析干、湿料的接触流变能力</li> </ul> </div> 



### 干雾抑尘系统

利用压缩空气将水以 $<10\mu\text{m}$ 水雾颗粒的形式喷洒出去，形成雾化效果，水雾颗粒与粉尘碰撞、结合、沉降，起到抑尘的作用。可实现全智能化控制，自动调节空气和水的压力、流量。

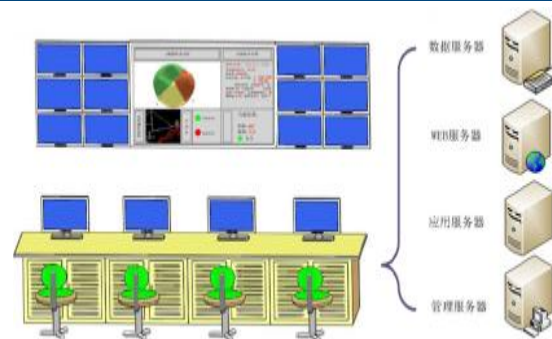
适用于无规律、无组织尘源，浓度越高、除尘效果越好，并有适用范围广、投资及维护成本低、无二次污染等优点。



### 数字化料场管理系统技术

通过对料场物料的量、质、形、位、价的实时掌握，结合计算机技术的数据采集处理以及现代化企业经营管理方法，形成一套独特的料场管理智能系统，从而实现物料从入厂到使用的全周期监控管理。

实现煤场相关设备、数据的集中管控及数字化管理。



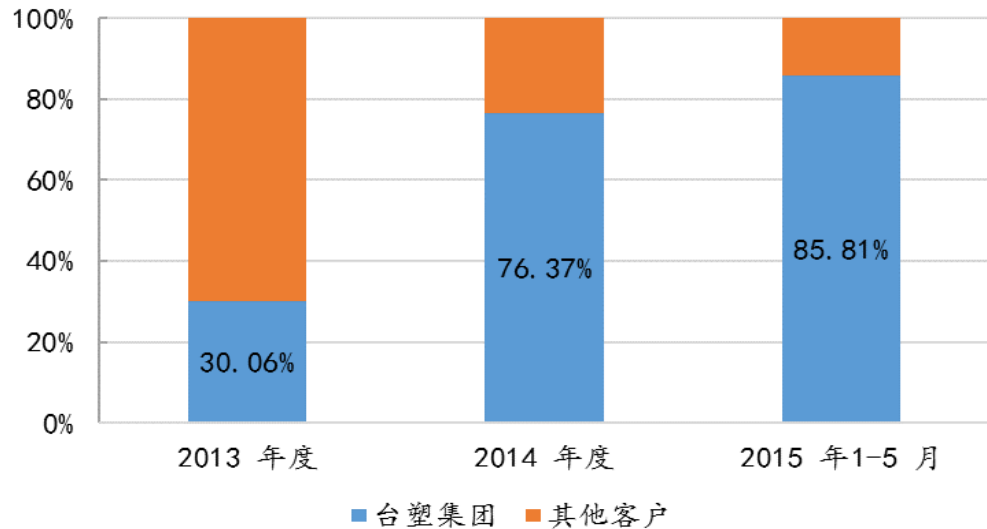
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4.3 背靠台塑集团，借力开拓国际市场

长期以来，厦门珀挺与台塑集团（下属企业）具有良好持久的合作关系。台塑集团控制下的台塑河静钢铁兴业责任有限公司、台塑重工股份有限公司、台塑集团热电（宁波）有限公司及华阳电业有限公司都是厦门珀挺的重大客户，2013年，2014年及2015年1-5月厦门珀挺对台塑集团（对台塑集团控制下企业的销售额合并计算）的销售金额占当期销售总额比例分别为30.06%，76.37%以及85.81%，珀挺的客户集中度越来越高。经过前期项目合作后，厦门珀挺的技术水平、项目管理能力得到了台塑集团下属企业的高度认可，厦门珀挺从台塑集团下属企业获取的订单也越来越多，目前厦门珀挺是台塑集团火电、钢铁等工程项目散物料输储系统的主要合作方，双方合作稳定。

截止到目前，厦门珀挺已签约订单金额超10亿元，主要来自菲律宾、越南、印尼和台湾等地区。据了解，台塑集团目前正在推动台塑美国德州石化基地扩建，预计未来两年将会释放大量工程订单；美国项目的开展有望为珀挺带来更多美国市场的开拓渠道。另外，珀挺与台塑集团在诸多大型项目合作过程中积累了丰富的技术经验，形成了较强的品牌影响力，有利于厦门珀挺获取其他客户的项目订单，例如德国的夏德、瑞士的Poyry等公司。

图 24: 台塑集团占珀挺的业务比重



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

基于多年的海外业务经营，珀挺对相关海外国家和地区的法律环境、经济环境、人文环境和商业习惯等相对熟悉，具备开拓海外市场的营销渠道和客户资源，拥有丰富的海外项目管理经验。母公司三维丝的终端客户大部分也都是火电、钢铁等行业内企业，但客户主要集中在国内市场。因此，本次收购有助于母公司三维丝协同珀挺整合国内外营销渠道及客户资源，充分发挥三维丝和厦门珀挺各自的优势，一方面借助三维丝国内营销优势，珀挺可以进一步拓展国内散物料输送系统设计及集成业务，另一方面，依靠厦门珀挺的海外市场资源，三维丝可以将烟气除尘和脱硝业务快速推向国际市场，实现技术、设备及资本的全方位输出，最终实现环保业务、散物料输送系统业务在国内及国际市场的并行蓬勃发展。

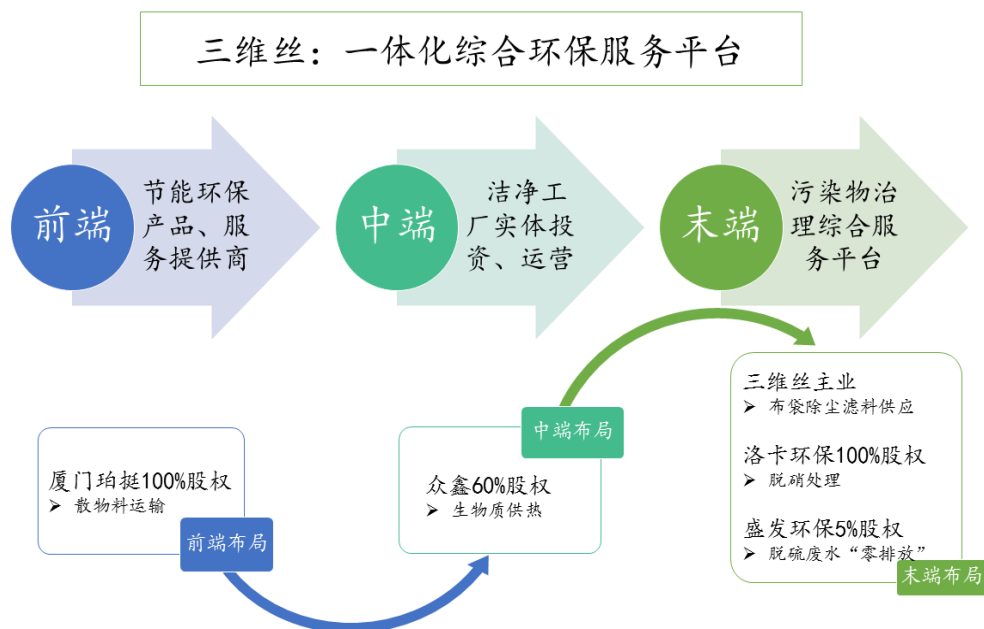
## 5. 优化内涵和外延，持续打造综合环保服务平台

公司以市场需求为导向，以科技发展为动力，以资本运营为手段，抓住机遇，不断寻找和选择良好投资机会，力争从内涵、外延上全面优化、完善经营范围和发展模式。

公司于 2015 年下半年公布预案以现金增资的方式分别获得众鑫 60% 股权，以及盛发环保 5% 的股权，布局生物质供热以及脱硫废水“零排放”领域。2016 年，公司与华鑫宽众投资有限公司共同发起设立环保产业并购投资基金，与王荣聪、朱利民、李凉凉、刘丽珍、孙艺震、黄彤等人共同出资设立子公司厦门三维丝投资管理有限公司；并同西峡县人民政府、西峡县宝能新能源有限公司签订生物质热电联产项目协议书，进一步推动生物质热电业务。

此外，公司也正在积极拓展土壤修复、环保高端装备以及固废处理等环保领域业务，未来公司业务的发展方式将更加多样化，并通过内涵和外延的不断优化，持续打造综合环保服务平台。

图 25：公司坚定打造综合环保服务平台



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6. 盈利预测及估值

公司是袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的龙头企业，2013 年来在传统主业的强力支撑下，公司坚定向洁净工厂综合环保服务商转型，先后完成了对洛卡环保和珀挺机械的收购，并增资文安众鑫 60% 股权，打造从前端工业散物料清洁运输，到末端工业污染物排放治理的一体化综合环保服务平台。公司拟先后成立并购基金和资管公司，积极关注并拓展土壤修复、环保高端装备以及固废处理等环保领域业务，持续打造综合环保服务平台。

我们预测 2016-2018 年，公司营收分别为 12.85 亿元、16.42 亿元和 19.44 亿元，同比增速分别为 86.92%、27.78%和 18.39%；净利润分别为 1.92 亿元、2.57 亿元和 3.23 亿元，同比增速分别为 170.42%、33.85%和 25.68%；EPS 分别为 0.50、0.67 元和 0.84 元，对应 PE 分别为 39.69、29.62 和 23.51。按照 17 年 35 倍 PE，给予公司目标价 24 元，给予公司“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

珀挺或洛卡业绩不达预期的风险、汇率波动的风险、国家政策风险。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	555	902	1665	2120	2730	<b>营业收入</b>	455	688	1286	1642	1944
货币资金	60	132	208	290	539	<b>营业成本</b>	299	494	856	1067	1253
应收账款	235	365	674	866	1022	营业税金及附加	3	5	8	10	12
其他应收款	13	26	48	61	72	营业费用	35	42	78	100	119
预付款项	7	13	24	37	53	管理费用	49	65	123	156	185
存货	99	147	270	327	390	财务费用	5	11	16	16	14
其他流动资产	0	25	61	91	113	资产减值损失	2.39	13.79	1.88	6.02	2.14
<b>非流动资产合计</b>	314	627	778	1109	1530	公允价值变动收	0.00	0.00	0.99	0.00	0.00
长期股权投资	59	72	72	72	72	投资净收益	4.55	14.90	1.01	0.00	0.00
固定资产	207.92	196.11	#####	-2291.41	-3367.71	<b>营业利润</b>	65	73	204	286	358
无形资产	13	24	21	19	17	营业外收入	7.93	10.66	19.23	12.61	18.28
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.00	0.70	0.25	0.31	0.42
<b>资产总计</b>	869	1528	2442	3230	4261	<b>利润总额</b>	73	83	223	298	376
<b>流动负债合计</b>	374	650	975	919	1097	所得税	12	12	31	42	52
短期借款	82	219	241	27	0	<b>净利润</b>	61	71	192	257	323
应付账款	67	155	227	306	346	少数股东损益	2	2	6	8	10
预收款项	44	74	116	179	248	归属母公司净利	59	69	186	249	314
一年内到期的	0	40	40	40	40	EBITDA	107	131	69	-29	-49
<b>非流动负债合计</b>	24	125	527	1217	1877	<b>BPS (元)</b>	0.39	0.21	0.50	0.67	0.84
长期借款	0	96	896	1696	2496	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	397	774	1502	2136	2974	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	8	12	18	25	35	营业收入增长	4.74%	51.41%	86.79%	27.73%	18.39%
实收资本 (或	150	329	374	374	374	营业利润增长	27.60%	11.43%	180.29%	40.46%	25.16%
资本公积	174	220	220	220	220	归属于母公司净	169.83%	34.00%	169.83%	34.00%	25.99%
未分配利润	121	171	220	284	366	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	464	742	896	1042	1225	毛利率 (%)	34.11%	28.28%	33.39%	35.03%	35.52%
<b>负债和所有者</b>	869	1528	2416	3203	4234	净利率 (%)	13.44%	10.33%	14.90%	15.64%	16.64%
<b>现金流量</b>	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	6.75%	4.51%	7.61%	7.71%	7.36%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	12.65%	9.28%	20.75%	23.91%	25.61%
<b>经营活动现金</b>	74	-114	-329	-268	-237	<b>偿债能力</b>					
净利润	61	71	192	257	323	资产负债率 (%)	46%	51%	62%	67%	
折旧摊销	36.71	47.80	0.00	-331.34	-421.34	流动比率	1.49	1.39	1.71	2.31	2.49
财务费用	5	11	16	16	14	速动比率	1.22	1.16	1.43	1.95	2.13
应收账款减少	0	0	-309	-192	-156	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	42	63	69	总资产周转率	0.57	0.57	0.65	0.58	0.52
<b>投资活动现金</b>	-75	-110	0	-6	-2	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动	0	0	1	0	0	应付账款周转率	7.28	6.21	6.74	6.16	5.96
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
投资收益	5	15	1	0	0	每股收益 (最新摊	0.39	0.21	0.50	0.67	0.84
<b>筹资活动现金</b>	-8	294	404	356	488	每股净现金流 (最	-0.06	0.21	0.20	0.22	0.67
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新	3.10	2.25	2.39	2.78	3.27
长期借款增加	0	0	800	800	800	<b>估值比率</b>					
普通股增加	56	180	45	0	0	P/E	50.54	93.86	39.69	29.62	23.51
资本公积增加	-56	45	0	0	0	P/B	6.37	8.74	8.23	7.08	6.02
<b>现金净增加额</b>	-9	70	76	82	249	EV/EBITDA	27.79	51.20	121.80	-305.88	-190.67

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。