

三维丝 (300056)

继续书写并购传奇

——三维丝更新报告

	王威 (分析师)	王锐 (研究助理)	车奎 (分析师)
	021-38676694	010-59312725	010-59312829
	wangw@gjtjas.com	wangrui013946@gjtjas.com	chexi@gjtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880114110036	S0880515020003

本报告导读:

继洛卡环保优质资产成功注入, 三维丝正在继续书写并购传奇——拟并购厦门珀挺 80% 股权。考虑公司并购发展速度不断加快, 上调目标价至 24.51 元, 维持增持评级。
投资要点:

- **投资建议:** 预计公司 2015-2016 年营业收入 9.20、13.63 亿元, 净利润 1.42、2.11 亿元, EPS 0.43、0.64 元, 分别上调 87%、137% (若方案顺利通过, 预计厦门珀挺 2016 年并表, 则 2015 年摊薄 EPS 0.43 元不变、2016 年摊薄 EPS 为 0.73 元)。环保板块可比公司中, 2015-2016 年 PE 平均值分别为 57、33 倍, 公司 PE 低于行业平均水平; 考虑洛卡环保 2015 年并表、已实现优质资产成功注入, 业绩获得向上增长空间, 厦门珀挺收购方案若成功通过, 公司未来将进军散物料输储系统领域, 有望在工业 4.0 时代淘金。我们认为公司仍能享受行业平均估值水平, 上调三维丝目标价至 24.51 元, 维持“增持”评级;
- **环保并购潮风起云涌。**根据林肯国际, 仅 2015 年后, 环保并购总数量已达 50 个, 总金额 246 亿元。超高环保投资金额催生环保并购浪潮。具备前瞻眼光企业正在凭借资本运作、技术实力、精细管理等积极寻求并购, 努力突破规模、产品、区域 (甚至国界) 等瓶颈;
- **拟并购标的厦门珀挺为国内知名的散物料输储系统综合提供商。**厦门珀挺实际控制人及管理团队具备多年业内经验, 标的公司在业内具备业绩、技术等多方优势。全国固定资产投资稳增为散物料输储提供机遇; 三维丝与厦门珀挺有望实现业务、客户资源协同效应;
- **修订方案明确在股东大会审议前、大股东增持不低于 260 万股。**这说明高管对未来发展之信心, 同时有望降低公司控制权变化风险;
- **风险因素。**方案审批风险; 厦门珀挺客户集中度高、汇率波动风险。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	434	455	920	1,363	2,079
(+/-)%	45%	5%	102%	48%	53%
经营利润 (EBIT)	65	68	175	270	430
(+/-)%	262%	5%	157%	54%	59%
净利润	50	59	142	211	332
(+/-)%	521%	18%	142%	49%	57%
每股净收益 (元)	0.15	0.18	0.43	0.64	1.01
每股股利 (元)	0.20	0.10	0.16	0.24	0.37

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	14.9%	15.0%	19.0%	19.8%	20.7%
净资产收益率 (%)	11.7%	12.7%	24.4%	27.9%	32.1%
投入资本回报率 (%)	12.5%	13.7%	23.3%	30.2%	32.0%
EV/EBITDA	19.5	30.3	14.8	9.8	6.6
市盈率	123.4	104.2	43.0	29.0	18.4
股息率 (%)	1.1%	1.1%	0.9%	1.3%	2.0%

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: 24.51

上次预测: 13.32

当前价格: 18.56

2015.10.19

交易数据

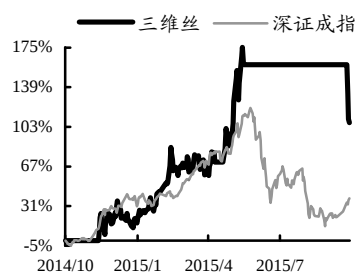
52 周内股价区间 (元)	17.20-52.73
总市值 (百万元)	6,112
总股本/流通 A 股 (百万股)	329/221
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	67%
日均成交量 (百万股)	128.54
日均成交值 (百万元)	22.96

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	724
每股净资产	2.20
市净率	8.4
净负债率	12.21%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.01	0.05
Q2	0.03	0.11
Q3	0.05	0.12
Q4	0.08	0.15
全年	0.18	0.43

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-20%	-20%	107%
相对指数	-35%	-12%	68%

相关报告

《强强联手, 正式进入脱硝 BOT 领域》
2015.01.13

《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》

模型更新时间: 2015.10.18

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: **24.51**

上次预测: 13.32

当前价格: 18.56

公司网址

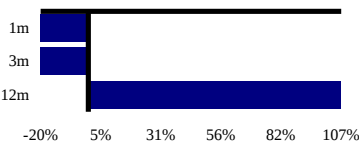
www.savings.com.cn

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

17.20-52.73

市值 (百万)

6,112

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

净利率

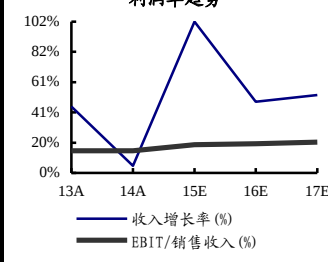
净利率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业总收入	434	455	920	1,363	2,079
营业成本	289	299	569	832	1,251
税金及附加	3	3	5	8	12
销售费用	34	35	71	106	162
管理费用	43	49	99	147	224
EBIT	65	68	175	270	430
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	5	5	5
财务费用	7	5	10	20	29
营业利润	51	65	169	255	406
所得税	10	12	29	43	68
少数股东损益	0	2	6	9	14
净利润	50	59	142	211	332
货币资金、交易性金融资产	71	60	233	415	612
其他流动资产	0	1	0	0	0
长期投资	0	77	77	77	77
固定资产合计	240	216	173	132	95
无形及其他资产	7	14	20	27	34
资产合计	717	869	1,547	2,101	3,150
流动负债	262	374	950	1,317	2,073
非流动负债	25	24	1	3	6
股东权益	424	464	582	758	1,034
投入资本(IC)	428	417	629	747	1,122
NOPLAT	54	57	146	226	359
折旧与摊销	24	24	20	17	13
流动资金增量	-30	-4	-257	-163	-425
资本支出	-2	-22	25	25	25
自由现金流	46	56	-66	104	-27
经营现金流	52	74	-80	88	-39
投资现金流	-2	-75	29	29	29
融资现金流	-92	-8	223	65	207
现金流净增加额	-42	-9	173	182	197
收入增长率	44.8%	4.7%	102.3%	48.2%	52.6%
EBIT 增长率	262.1%	5.3%	157.0%	54.4%	59.1%
净利润增长率	521.2%	18.4%	142.2%	48.6%	57.3%
利润率					
毛利率	33.4%	34.1%	38.2%	39.0%	39.8%
EBIT 率	14.9%	15.0%	19.0%	19.8%	20.7%
净利率	11.4%	12.9%	15.4%	15.5%	16.0%
净资产收益率(ROE)	11.7%	12.7%	24.4%	27.9%	32.1%
总资产收益率(ROA)	6.9%	6.7%	9.2%	10.0%	10.5%
投入资本回报率(ROIC)	12.5%	13.7%	23.3%	30.2%	32.0%
存货周转天数	96	106	95	100	100
应收账款周转天数	148	179	150	165	165
总资产周转天数	578	637	479	489	461
净利润现金含量	1.05	1.27	-0.56	0.41	-0.12
资本支出/收入	0%	5%	-3%	-2%	-1%
资产负债率	40.1%	45.7%	61.5%	62.8%	66.0%
净负债率	-0.4%	4.7%	18.9%	5.7%	12.3%
PE	123.4	104.2	43.0	29.0	18.4
PB	4.1	6.0	4.8	3.7	2.7
EV/EBITDA	19.5	30.3	14.8	9.8	6.6
P/S	4.0	6.1	3.0	2.0	1.3
股息率	1.1%	1.1%	0.9%	1.3%	2.0%

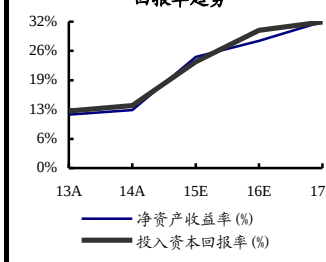
股票绝对涨幅和相对涨幅



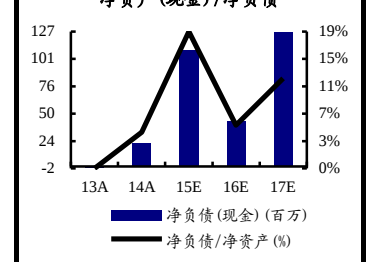
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 核心观点：继续书写外延式并购传奇	4
2. 环保行业并购风起云涌	4
3. 再次书写并购传奇：并购厦门珀挺 80%股权	6
3.1. 公司通过发行股份购买资产及募集资金	6
3.2. 厦门珀挺：国内知名的散物料输储系统综合提供商	7
3.2.1. 厦门珀挺实际控制人为廖政宗	7
3.2.2. 厦门珀挺主营散物料输储系统 10 余年	8
3.2.3. 全国固定资产投资稳增为散物料输储提供机遇	11
3.2.4. 厦门珀挺在行业竞争中具备业绩、技术等方面优势	12
3.2.5. 三维丝与厦门珀挺有望实现协同效应	16
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险因素	17

1. 核心观点：继续书写外延式并购传奇

若并购厦门珀挺方案顺利过会，我们预计厦门珀挺在 2016 年并表（2015 年预计不会并表）。届时三维丝与厦门珀挺双方有望实现业绩、客户等方面的协同效应。（1）增厚上市公司业绩：厦门珀挺承诺 2015-2017 年扣非净利润分别达到 7200、9720、13122 万元。若实现并购承诺条件，交易完成后上市公司盈利能力将得到较大提高。（2）厦门珀挺终端客户与三维丝大部分相同，如电力、钢铁等；交易完成后，三维丝既可以为终端客户提供除尘、脱硝等烟气治理设备及服务，又可以提供散物料输储系统设计和集成服务及相关设备，服务内容得到拓展，从而增加服务附加值。（3）发行股份募集资金的股价为 35.53 元（定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%，未除权除息），具备一定安全边际。

我们注意到，如果按照 9 月 7 日披露的方案执行，那么交易完成后，三维丝实际控制人持股比例将从 18.14% 调整为 14.58%，坤拿商贸持股比例为 9.92%，股权相对分散、大股东持股比例不高。而在 10 月 14 日披露的修订方案明确提出，公司实际控制人罗祥波、罗红花承诺在股东大会审议“现金及发行股份购买资产并募集配套资金相关议案”之前增持不低于 260 万股，则交易完成后，三维丝实际控制人持股比例将从 18.14% 调整为 14.73%，坤拿商贸持股比例为 8.71%。可见修订方案的最大亮点是实际控制人与二股东之间持股比例差距的增加，这一方面彰显公司高管对未来发展信心，一方面也降低了三维丝股权分散、实际控制人控制权变化风险。

基于以上考虑，我们预计三维丝 2015-2016 年 EPS 为 0.43、0.64 元，分别上调 87%、137%（若方案顺利通过，预计厦门珀挺 2016 年实现并表，则 2015 年摊薄 EPS 0.43 元不变、2016 年摊薄 EPS 为 0.73 元）。环保板块内可比公司中，2015-2016 年 PE 平均值分别为 57、33 倍，公司 PE 低于行业平均水平；但是考虑洛卡环保 2015 年并表、已实现优质资产成功注入，业绩获得向上增长空间，厦门珀挺收购方案若成功通过，公司未来将进军散物料输储系统领域，有望在工业 4.0 时代淘金。综上所述我们认为公司仍能享受行业平均估值水平，上调三维丝目标价至 24.51 元，维持“增持”评级。

2. 环保行业并购风起云涌

2011-2015 年 7 月，环保行业并购风起云涌。根据林肯国际研究成果，仅 2015 年后，环保并购总数量已达 50 个，总金额 246 亿元。我们可以预判，产业资本正在不断向环保领域靠拢，行业投资增速明显加快。环保部规划财务司司长赵华林在第八届中国环境产业大会表示，“十三五”期间，我国环保产业的全社会投资有望达到 17 万亿元

（<http://stock.sohu.com/20150528/n413981569.shtml>）；“水十条”预计

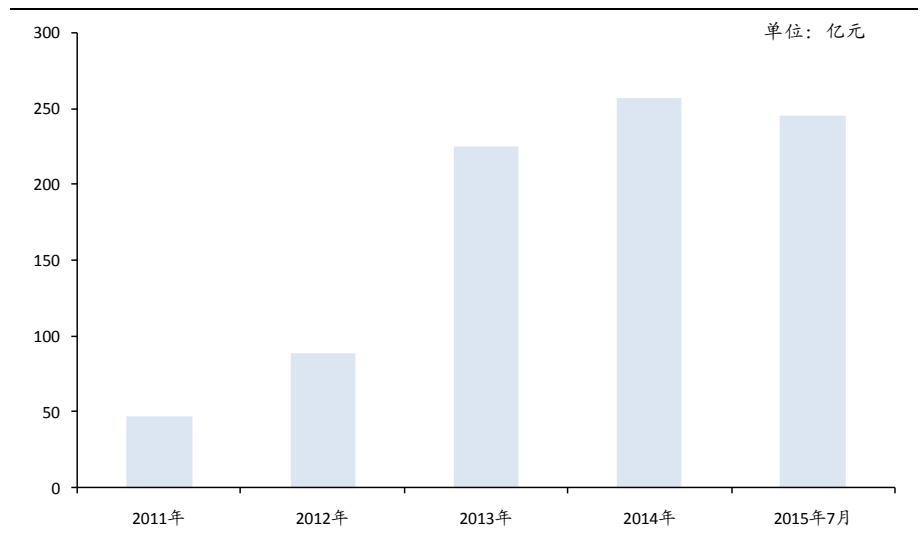
拉动 4-5 万亿元社会投资

(<http://www.huanke.com.cn/gfgc/Item/Show.asp?m=1&d=246>) ; “土十条”发布带动的投资预计远超 5.7 万亿元

(<http://finance.qq.com/a/20150518/008175.htm>)。如果算上“气十条”的 1.7 万亿元,同时乐观估计“水十条”投资 5 万亿元,则三大行动计划总投资将超过 12.4 万亿元。可以预见环保领域投资将保持高增长态势,这为环保行业并购奠定基础。

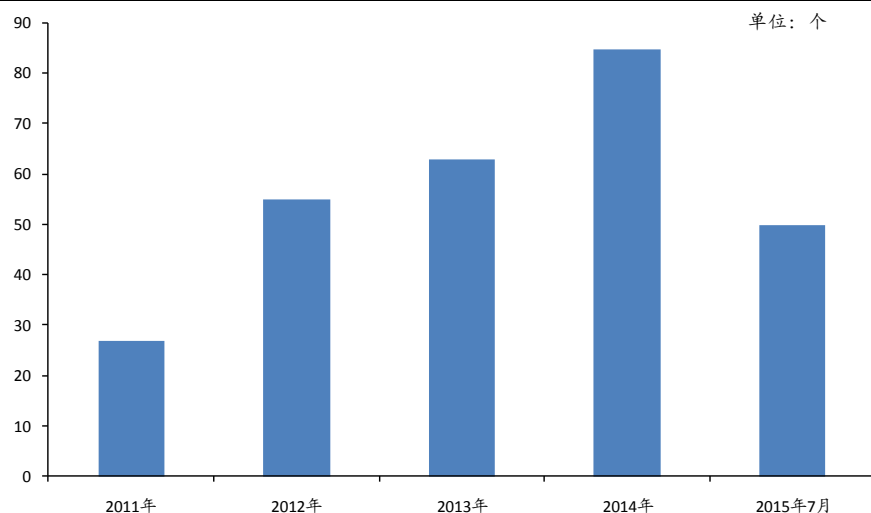
在巨大投资金额面前,许多环保企业通过并购方式寻求快速发展,环保行业并购仍在继续,环保产业进入整合期及进一步快速发展阶段,环保并购成为大势所趋。在此大潮之下,纯粹依靠订单拓展的内生式增长以实现业绩快速提高不具备现实条件,具有开拓进取的环保上市公司积极寻求外延式扩张,并购成为环保产业市场竞争格局当中企业做大做强的最佳选择之一。而这些企业正在凭借着资本运作、技术实力、精细管理等优势积极寻求进步,努力突破规模、产品线、区域(甚至国界)等方面的瓶颈。

图 1: 环保并购交易金额目前仍保持高位



数据来源: 林肯国际, 国泰君安证券研究

图 2: 环保并购交易数量目前仍保持高位



数据来源: 林肯国际, 国泰君安证券研究

3. 再次书写并购传奇: 并购厦门珀挺 80%股权

3.1. 公司通过发行股份购买资产及募集资金

2015 年 10 月, 三维丝披露修订方案: 公司拟通过支付现金及发行股份方式购买坤拿商贸和上越投资合法持有的厦门珀挺 80%股权。本次交易完成后, 三维丝将直接持有厦门珀挺 100%股权; 同时坤拿商贸将持有上市公司 8.71%股权, 为潜在持有上市公司 5%以上股份的股东。

表 1: 三维丝拟并购厦门珀挺 80%股权, 交易完成后将持有厦门珀挺 100%股权

项目	内容
厦门珀挺 80%股权	资产评估 7.0 亿元
18%股权	现金: 1.3 亿元
82%股权	非公开发行股份: 5.7 亿元
发行股份购买资产	发行股价 25.60 元 (定价基准日前 120 个交易日股票交易均价的 90%), 发行数量 224 万股, 发行股份对价 5.7 亿元
发行股份募集资金	发行股价 35.53 元 (定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的 90%), 向共生基金发行 1000 万股, 向九州联增一期计划发行 563 万股, 募集资金 5.6 亿元。其中 1.3 亿元用于支付交易现金对价, 其余用于补充珀挺资产营运资金和上市公司流动资金
收购标的业绩承诺	2015-2017 年扣非净利润分别达到 7200、9720、13122 万元 (2013、2014、2015 年 1-5 月分别实现扣非净利润 805、2613、3116 万元)

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 2: 修订方案最大亮点是实际控制人与二股东之间持股比例差距扩大, 这将降低公司实际控制权变化风险

股东	交易前		交易后 (修订前)		交易后 (修订后)	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
罗红花	29,869,575	18.14	29,869,575	14.58	29,869,575	14.73
坤拿商贸			20,325,891	9.92	17,659,073	8.71
上越商贸			4,300,359	2.10	4,778,177	2.36
共生基金			10,000,000	4.88	10,000,000	4.93

股东	交易前		交易后 (修订前)		交易后 (修订后)	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
九州联增一期计划			5,629,045	2.75	5,629,045	2.78
其他股东	134,791,870	81.86	134,791,870	65.78	134,791,870	66.49
合计		100.00		100.00		100.00

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们注意到, 如果按照 9 月 7 日披露的方案执行, 那么交易完成后, 三维丝实际控制人持股比例将从 18.14% 调整为 14.58%, 坤拿商贸持股比例为 9.92%, 两者之间股权比例相差小于 5%, 大股东的股权相对分散。而在 10 月 14 日披露的修订方案明确提出, 公司实际控制人罗祥波、罗红花承诺在股东大会审议“现金及发行股份购买资产并募集配套资金相关议案”之前增持不低于 260 万股, 则交易完成后, 三维丝实际控制人持股比例将从 18.14% 调整为 14.73%, 坤拿商贸持股比例为 8.71%。修订方案变化的最大亮点是实际控制人保持了更高的持股比例。这一方面彰显公司高管对未来发展信心, 一方面也降低了三维丝股权分散、实际控制人控制权变化风险。

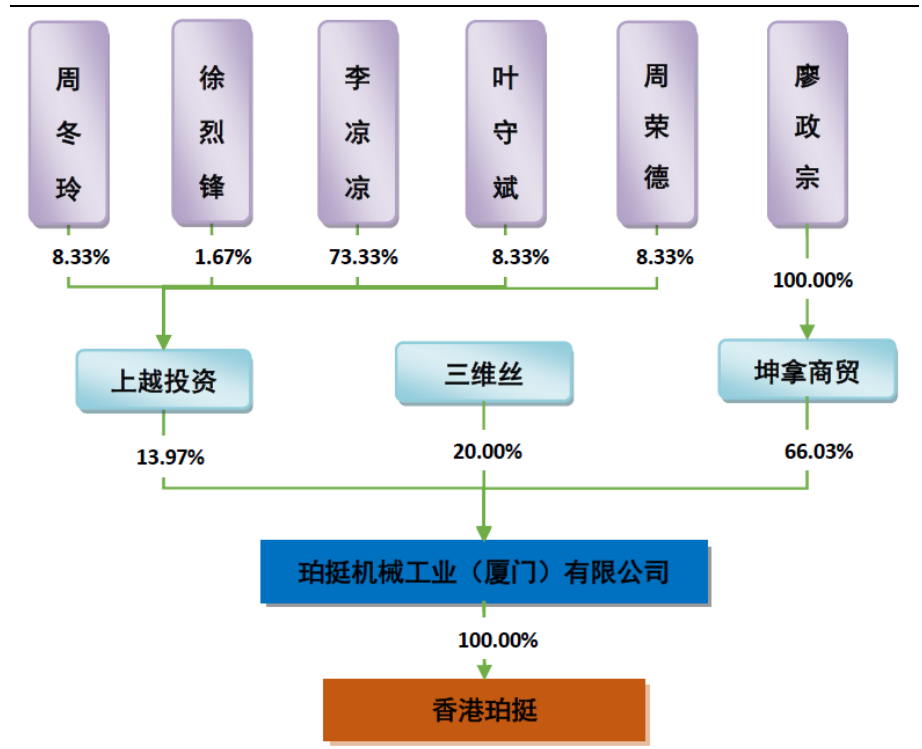
3.2. 厦门珀挺: 国内知名的散物料输储系统综合提供商

3.2.1. 厦门珀挺实际控制人为廖政宗

2001 年 6 月, 珀挺机械工业 (厦门) 有限公司成立, 实际控制人为廖政宗。截止到 2015 年 5 月, 厦门珀挺股东结构中, 坤拿商贸 66% (廖政宗持有坤拿商贸 100% 股权)、三维丝持股 20%、上越投资 14%。同时厦门珀挺拥有 1 家下属公司香港珀挺。

廖政宗先盛于 1963 年 9 月出生, 中国台湾籍, 1984 年毕业于台湾南荣技术学院机械专业。1984 年 1986 年于台湾军队服兵役; 1987 年至 2001 年历任台湾仲翹实业股份有限公司业务员、部门经理、副总经理等职; 2001 年 6 月至 2012 年 9 月担任厦门珀挺法定代表人、执行董事、总经理; 2012 年 9 月至今担任厦门珀挺法定代表人、董事长、总经理。

图 3: 交易前, 三维丝持股 20%

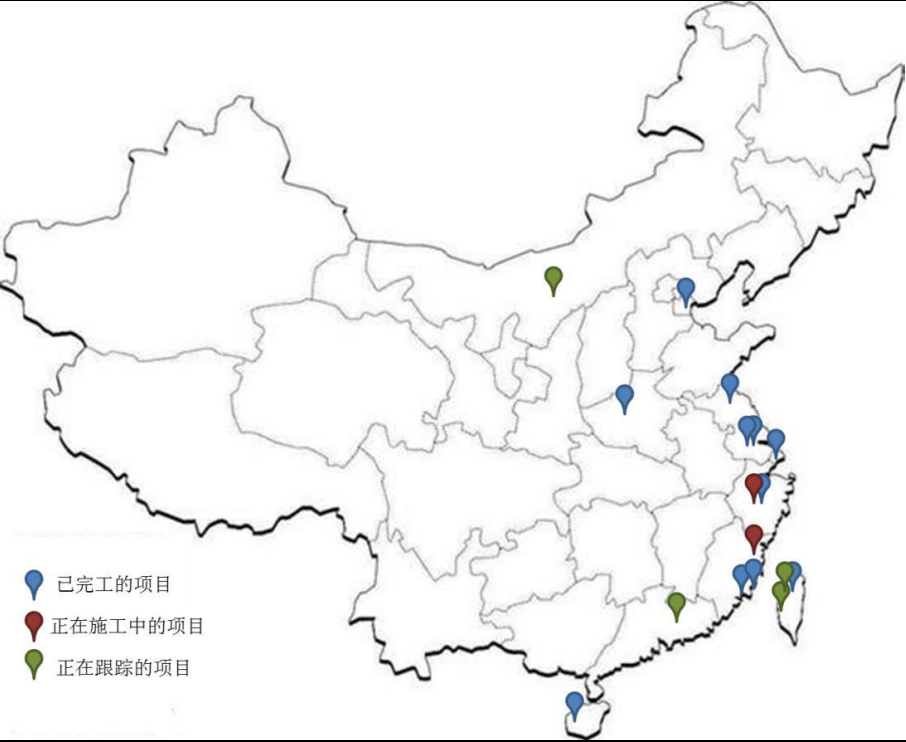


数据来源: wind

3.2.2. 厦门珀挺主营散物料输储系统 10 余年

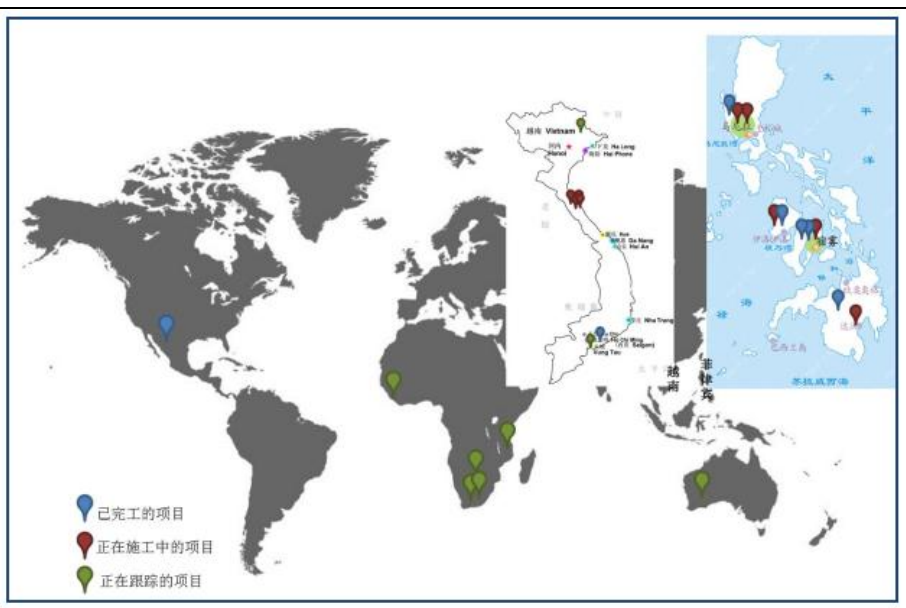
厦门珀挺主要从事散物料输送系统研发、设计、集成及相关主要高端智能设备、粉尘治理设备、环保设备、智能物流仓储设备的研发、设计、制造、销售及维修保养等业务。经过多年的技术创新, 厦门珀挺已自主研发了高效节能输送技术、气垫带式输送技术、曲线落煤管技术、干雾抑尘系统及数字化料场管理系统技术等一批行业领先的核心技术, 截至目前拥有 22 项国家专利, 并已获得“高新技术企业”资质认定。依托行业领先的技术优势和强大的系统设计和集成能力, 厦门珀挺为电力、港口、钢铁等行业提供优质高效的散物料输储系统整体解决方案, 业务已遍及中国大陆地区、台湾地区、美国、德国、澳大利亚、越南、菲律宾、印尼等地。

图 4：厦门珀挺完成数个国内项目



数据来源：wind

图 5：厦门珀挺完成多个海外项目



数据来源：wind

表 3：厦门珀挺已成功完成多项海外项目

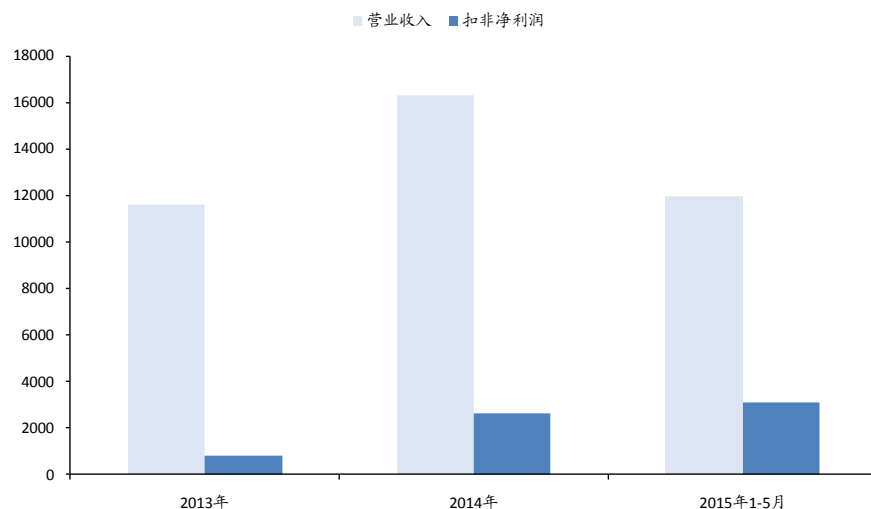
项目	内容	图片
----	----	----

项目	内容	图片
越南河静钢厂码头、能源厂、炼焦厂、高炉输送系统	输送物料包括煤、铁矿、石灰石、焦炭等；该系统具备输送、存取、除水、配料、筛分、破碎、称重、取样、除铁、除尘、分料、远程操控等功能；炼焦厂的输送配煤系统可自动完成 20 多种的物料配比；皮带宽度达到 2m，输送长度达 18KM，皮带机单机运量高达 6600t/h	
菲律宾番奈电厂输储煤系统	项目范围为从码头到锅炉的一整套远程操控全自动输储系统。在项目中使用了 3D 曲线落煤管技术，大大降低了输送过程中粉尘产生及堵料情况	
美国德州码头区原副料输送系统	该项目设计严格遵循美国 CEMA 标准；所有的品质皆符合美国标准要求，且一次性通过美国企业的试车验收。采用了低阻技术，比同类型的输送系统大大节约了运行成本	
华阳洛阳孟津电厂输送系统	该项目为从翻车机室至锅炉的一整套远程操控全自动输储系统；在该项目中使用了无动力自抑尘技术，大大减低了除尘系统的运行和维护成本	

数据来源：wind，国泰君安证券研究

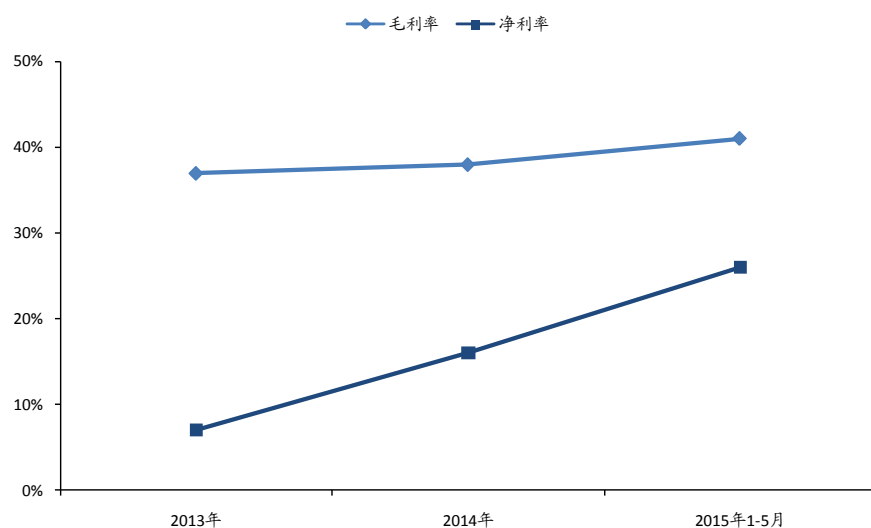
厦门珀挺 2014 年实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 40%；扣非净利润 2613 万元，同比增长 225%。毛利率稳定在 40%，净利率不断增长（到 2014 年已增长到 16%）。

图 6: 厦门珀挺 2014 年扣非净利润实现 225% 增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 7: 厦门珀挺净利率不断增长

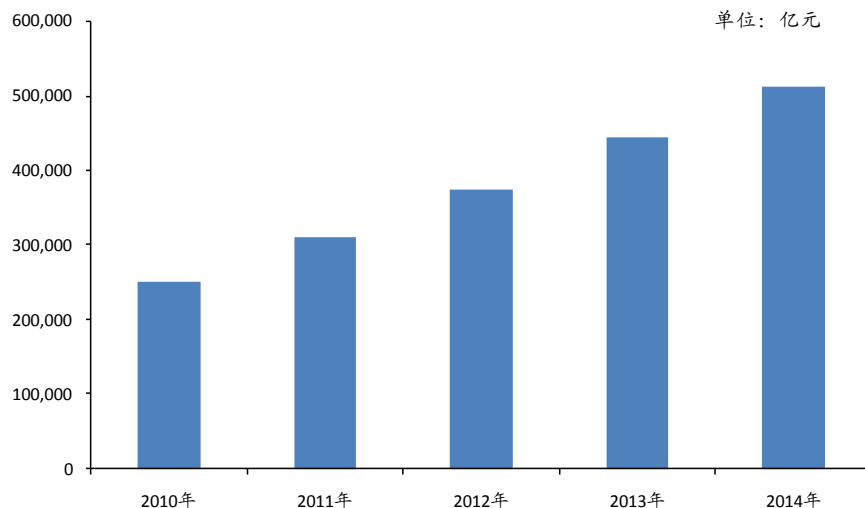


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2.3. 全国固定资产投资稳增为散物料输储提供机遇

下游行业需求方面, 不排除宏观经济下滑因素, 但是从固定资产投资情况来看, 2010-2014 年, 我国固定资产投资年均复合增长率达到 19%, 为散物料输储行业提供良好发展机遇。

图 8: 2010-2014 年我国固定资产投资年复合增长率 19%



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

3.2.4. 厦门珀挺在行业竞争中具备业绩、技术等方面优势

厦门珀挺所在行业竞争格局。在各项业务领域内, 厦门珀挺面临着不同程度的市场竞争, 竞争对手包括电力、煤炭、水泥、矿山、冶金、港口等行业的设计院、设备制造商、建设施工企业、综合性企业等; 且竞争对手拥有各自优势。

表 4: 厦门珀挺所在行业共分四类竞争者

参与者	具体描述
设计院	电力、冶金、港口、化工等行业的各类专业设计院, 各类专业设计院按照项目需求进行定制化、针对性地设计, 提出技术解决方案
设备制造商	主要为散物料输储系统设备提供商
建设施工企业	主要提供散物料输储系统的建设施工安装服务
综合性企业	同时具备散物料输储系统集成能力、大型项目开发管理经

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

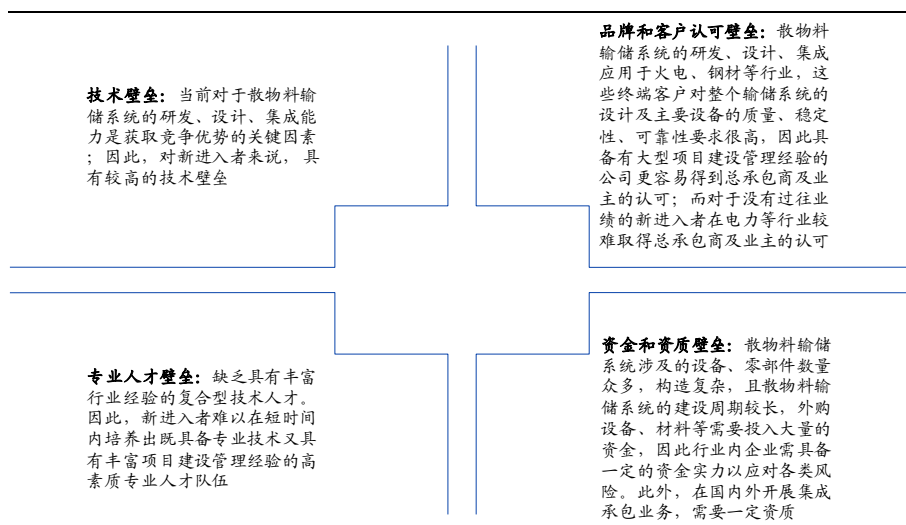
表 5: 竞争对手各具特色

参与者	具体描述
华电重工	2014 年 12 月 11 日在上交所上市; 主营业务为工程 EPC, 涉及物料输送系统工程、热能工程、钢结构工程三大业务板块, 服务对象包括国内外电力、煤炭、石化等, 是行业细分领域具备丰富工程总承包经验企业之一, 目前已积累丰富客户资源
Macmet Engineering	成立于 1980 年, 总部在印度孟加拉邦; 主营业务为物料输送系统的设计、采购、施工以及进水过滤系统的开发制造, 涉及行业领域包括水泥厂、钢铁厂、电厂等, 业务主要集中在印度地区; Macmet Engineering 为印度地区领先的物料输送系统供应商, 在印度地区具备较强竞争能力
德国蒂森克虏伯集团	由蒂森股份公司和克虏伯股份公司于 1999 年 3 月合并而成, 其总部位于德国埃森; 是德国工业巨头, 雇员超过 193,000 人, 销售额达 380 亿欧元。蒂森克虏伯集团作为一家实力雄厚的跨国工

参与者	具体描述
	业集团，其经营范围涉及的领域广泛，产品范围涉及钢铁、汽车技术，机器制造、工程设计及贸易等领域。在散物料输送系统 EPC 工程业务方面依托集团的技术及资金实力具备强大的竞争力
泰富重装集团	泰富重装以系统工程总承包为核心业务，通过产业资源整合和金融服务创新，打造先进制造与总包服务相结合的创新型企业集团。未来重点布局散料输送和海工装备领域，成为散料输送和海工装备领域内专业的制造商、投资商、运营商

数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 9：行业门槛：技术、品牌、客户、人才、资金、资质缺一不可

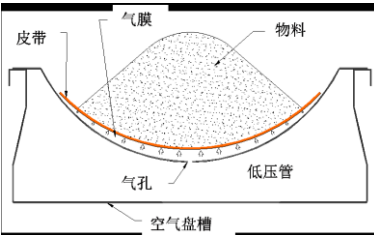
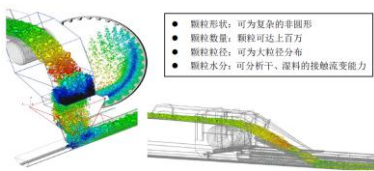
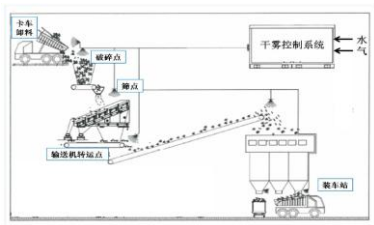
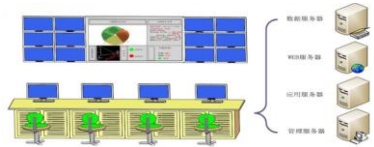


数据来源：wind，国泰君安证券研究

厦门珀挺拥有业绩、技术、客户、品牌等方面优势。（1）2001 年 6 月成立以来，厦门珀挺先后承担了菲律宾托莱多电厂输煤系统、菲律宾塔加尼电厂输储煤系统、越南河静钢厂项目、福建漳州后石电厂输储煤系统、古雷码头输送机项目等海内外大型建设项目以及与台塑集团、菲律宾生力集团等海内外知名大型企业建立了长期合作伙伴关系。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。（2）研发人员占厦门珀挺 40%以上比例，核心骨干行业技术经验在 10 年以上。截止到 2015 年 5 月 31 日，厦门珀挺共有员工 167 人，其中研发技术人员 70 人，占员工总人数的 42%。其中廖政宗先盛等核心技术人员大多拥有 10 年以上行业技术经验。（3）截止到 2015 年 9 月，厦门珀挺已完成和正在执行的项目 2 亿美元左右。其中厦门珀挺的海外业务收入占主营业务收入比重较大，海外项目主要以美元结算。2013 年度、2014 年度、2015 年 1-5 月，海外业务收入占主营业务收入的比例分别为 51.47%、61.63%和 85.94%。

表 6：厦门珀挺已自主掌握一批行业领先的核心技术

技术	内容	图片
----	----	----

技术	内容	图片
高效节能带式输送技术	厦门珀挺运用物流仿真分析及计算机虚拟仿真计算等技术,对输送系统运行中的阻力分布进行了详细分析和论证。在项目实际运用中,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;根据输送系统实际运行环境对托辊布置间距、机架和桁架等进行优化,并采用智能化控制及驱动装置、结合曲线落煤管技术,有效降低了电耗、减少粉尘污染,且大幅度延长了输送系统使用寿命	
气垫带式输送技术	气垫带式输送技术是用薄气膜支撑输送带的带式输送。它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,当气源向气室内提供具有一定压力和流量的空气后,气室内的空气经盘槽上的小孔溢出,在输送带与盘槽之间形成一层具有一定压力的气膜(气垫)来支撑输送带及其上的物料。从原理上,气垫带式输送系统变滚动摩擦为气动摩擦,降低摩擦系数 50%~70%,因此可带来一系列的优越性	
曲线落煤管技术	厦门珀挺利用 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。曲线落煤管技术结合了颗粒流体力学、粉尘力学及岩石力学等专业理论知识,并使用智能软件进行模拟分析,使得设计出的输送系统中的落煤管更符合物料运动轨迹,从而达到减少粉尘、噪音、减少输送功率,避免堵料、减少溢料、并能增加皮带寿命及输送能力	
干雾抑尘系统	干雾抑尘是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。厦门珀挺自主研发的干雾抑尘系统可实现全智能化控制,可自动调节空气和水的压力及流量,运行及维护费用低	
数字化料场管理系统技术	数字化料场管理系统技术是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。目前,厦门珀挺已掌握了数字化料场管理的核心技术并完成模拟测试,正着手从火电行业煤场数字化管理入手,逐步开展相关业务	

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 7: 厦门珀挺已完成和正在执行的项目 2 亿美元左右

项目名称	项目地点	签约时间	完成/预计完成时间	合同金额
古雷海腾 9 号码头临时输送系统	中国福建	2012.06	2013.08	1,080 万元
华阳电业煤仓屋顶网架	中国福建	2012.06	2013.12	650 万元
台湾观音公用厂煤炭破碎及输送系统	中国台湾	2012.03	2013.12	315.5022 万美元
菲律宾塔加尼托镍钴冶炼厂电厂煤炭破碎及输送系统	菲律宾	2011.02	2013.12	260 万美元

项目名称	项目地点	签约时间	完成/预计完成时间	合同金额
菲律宾派充石油公司电厂煤炭破碎及输送系统	菲律宾	2011.11	2013.12	234.5769 万美元
菲律宾派充石油公司输煤系统	菲律宾	2012.09	2014.01	50 万美元
菲律宾托莱多电力公司电厂输煤系统	菲律宾	2012.01	2014.05	470.00 万美元
菲律宾班乃能源开发公司转运塔除尘系统与储煤场通道增设	菲律宾	2013.03	2014.05	49.8 万美元
中国福建漳州后石华阳电厂输煤机系统	中国福建	2013.02	2014.05	786.06 万元
台塑河静能源部汽电厂输煤系统	越南	2012.09	2014.12	1,005 万美元
宁波热电厂室内煤场延伸系统	中国浙江	2012.01	2014.12	278 万元
中国浙江宁波热电厂第二补煤系统计煤机系统	中国浙江	2013.02	2014.12	2,150 万元
越南河静码头输送机系统一期	越南	2013.04	2015.03	1,019.3841 万美元
菲律宾安答电厂输煤系统	菲律宾	2014.02	2015.05	416 万美元
越南河静炼钢厂原物料输送系统	越南	2013.10	2015.05	210 万美元
越南河静码头输送机系统一期	越南	2013.04	2015.12	2,480.6159 万美元
台塑高炉皮带机设备采购合同	越南	2013.09	2015.12	2,475.2754 万元
越南河静钢铁炼焦厂备煤焦处理系统	越南	2012.12	2016.01	306.2124 万美元
菲律宾利迈/马利塔电厂输煤系统	菲律宾	2014.01	2016.08	4,100 万美元
越南河静钢铁炼焦厂备煤焦处理系统	越南	2012.12	2016.08	2,356.5043 万美元
菲律宾班乃能源开发公司第三期电厂煤炭输送机系统	菲律宾	2014.12	2017.04	671.704 万美元
菲律宾班乃能源开发公司第三期电厂煤炭破碎及输送系统	菲律宾	2014.10	2017.04	470 万美元
菲律宾马利塔电厂码头煤炭输送机系统	菲律宾	2014.10	2017.08	1,265 万美元
菲律宾利迈电厂码头煤炭输送机系统	菲律宾	2014.10	2017.08	1,450 万美元
菲律宾利迈/马利塔堆取料机系统	菲律宾	2014.03	2017.12	174.8 万欧元

项目名称	项目地点	签约时间	完成/预计完成时间	合同金额
菲律宾利迈/马利塔煤炭储存破碎及输送系统	菲律宾	2015.03	2017.12	1,840 万美元

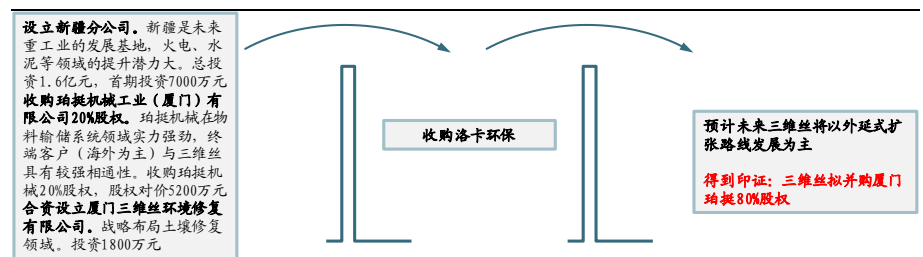
数据来源：wind，国泰君安证券研究

3.2.5. 三维丝与厦门珀挺有望实现协同效应

双方有望实现业绩、产品、客户等多方面协同效应。若方案顺利通过，三维丝与厦门珀挺有望实现业绩、客户等方面的协同效应。（1）增厚业绩：厦门珀挺承诺 2015-2017 年扣非净利润分别达到 7200、9720、13122 万元（2013、2014、2015 年 1-5 月已经分别实现扣非净利润 805、2613、3116 万元）。（2）厦门珀挺终端客户与三维丝大部分相同，如电力、钢铁等；交易完成后，三维丝既可以为终端客户提供除尘、脱硝等烟气治理设备及服务，又可以提供散物料输储系统设计和集成服务及相关设备，服务内容得到拓展，从而增加服务附加值。

三维丝继续书写外延发展传奇。三维丝之前设立新疆分公司，努力扩大原有业务，以内增式发展为主。近期，三维丝不断扩张：收购珀挺机械工业（厦门）有限公司 20% 股权、合资设立厦门三维丝环境修复有限公司、最近收购洛卡环保，成功进入脱硝治理领域，大气污染治理领域覆盖的更加全面。随着滤袋主营业务发展趋向稳定、以及洛卡环保股份成功上市，三维丝再次书写并购传奇，收购珀挺，进入工业 4.0 领域，开启了外延发展的新征程。

图 10：三维丝外延式扩张预判得到印证



数据来源：国泰君安证券研究

4. 盈利预测与投资建议

未来盈利预测主要考虑公司本部、洛卡环保、厦门珀挺等 3 个板块。（1）本部高温滤料（滤袋系列、滤毡系列等）的营业收入增速历史均值在 25% 左右；大气十条目前在紧锣密鼓深入开展，袋式除尘未来发展呈现更多利好局面、公司正在逐步拓展水泥等非电除尘领域，我们假设公司传统高温滤料业务在 2015-2016 年能够实现 30% 年均增速。（2）2015 年，洛卡环保优质资产已成功注入，且新增股份已成功上市发行，洛卡环保营业收入及净利润并表到上市公司。洛卡环保 2013-2014 年营业收入分别实现 91%、81% 的高增长，而承诺的 2014-2016 年净利润业绩仅在 25% 左右，相对务实。我们假设洛卡环保能够维持高增速，假设 2015-2016

年实现 85%营业收入增速, 并且实现净利润业绩承诺 (2014 年实现净利润 2714.25 万元, 已经实现 2014 年业绩承诺)。(3) 若并购厦门珀挺方案顺利过会, 我们预计厦门珀挺在 2016 年开始并表 (2015 年不会并表), 并假设厦门珀挺 2015-2017 年能够保持营业收入历史增速 40%。

基于以上考虑, 我们预计公司 2015-2016 年营业收入为 9.20、13.63 亿元, 净利润为 1.42、2.11 亿元, EPS 为 0.43、0.64 元, 分别上调 87%、137% (若方案顺利通过, 预计厦门珀挺 2016 年实现并表, 则 2015 年摊薄 EPS 0.43 元不变、2016 年摊薄 EPS 为 0.73 元)。环保板块内可比公司中, 2015-2016 年 PE 平均值分别为 57、33 倍, 公司 PE 低于行业平均水平; 但是考虑洛卡环保 2015 年并表、已实现优质资产成功注入, 业绩获得向上增长空间, 厦门珀挺收购方案若成功通过, 公司未来将进军散物料输储系统领域, 有望在工业 4.0 时代淘金。综上所述我们认为公司仍能享受行业平均估值水平, 上调三维丝目标价至 24.51 元, 维持“增持”评级。

表 8: 三维丝与环保行业 PE 水平对比

公司	股价	EPS		PE	
		2015E	2016E	2015E	2016E
三维丝	18.56	0.43	0.64	43	29
清新环境	21.27	0.48	0.71	44	30
亿利能源	9.96	0.22	0.45	45	22
先河环保	20.78	0.32	0.47	65	44
神雾环保	39.10	0.46	0.97	85	40
平均值				57	33

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (先河环保、神雾环保数据来自 wind 一致预期, 股价对应 10 月 16 日收盘价)

5. 风险因素

- 1、本次交易尚需股东大会审议通过、中国证监会核准, 存在审批风险。
- 2、拟并购标的厦门珀挺存在客户集中、汇率波动等风险。

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，需在允许的范围内使用，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		