

三维工程 (002469)

推荐

行业：化学工程

齐鲁石化正式合同终落定，业绩增长将加速

事件：公司今晚公告，与中石化齐鲁分公司正式签署《齐鲁分公司第一硫磺回收装置安全隐患治理技术改造项目 EPC 合同》，合同金额暂定 3.768 亿元，占 13 年营收的 64.26%。工程计划工期 230 天，暂定从 14 年 6 月 30 日至 15 年 2 月 15 日。

投资要点：

◇ **齐鲁石化大单的正式合同终签订，金额和工期略超我们预期。**公司于 7 月已公告获得齐鲁石化大单的中标通知书，经过四个月最终签署正式合同，3.768 亿元合同金额超出之前公司预计的 3.3-3.6 亿元，同时此项目由于业主对工期限限制较为严格，明年一季度需执行完毕。公司之前中化泉州 7.7 亿元大单执行三年左右，使得公司前三年一直维持高成长，与此对比，齐鲁石化合同金额约一半，工期仅不到一年，因此较短的工期将使公司能较快确认收入和业绩，我们认为公司今年四季度至明年上半年有望维持业绩加速成长趋势。

◇ **在手订单已然复苏，今年业绩安全边际强。**公司自去年下半年以来新签订单复苏趋势明显，我们估测 13、14 年新签订单增速分别约为 350%和 50%，目前在手订单约 10 亿元。除去齐鲁石化大单，近两年其余大单主要来自于新型煤化工行业中的神华和中天合创等优质业主，后期项目执行保障性强，因此我们认为公司今年有足够强的业绩安全边际。另外考虑到今年是公司最后一期股权激励的业绩考核年，测算需到 25%以上增长才能行权，因此我们预计公司释放业绩动力十足。

◇ **看好公司硫回收工程市场竞争力，中长期主业受益环保趋严仍将稳步向上。**公司硫回收工程主要应用于石油石化和新型煤化工行业，市场空间约 50 亿元。在政府加强投资传统能源周期行业的节能环保大背景下，硫回收行业仍将处在较高景气状态。石化行业中，油品质量升级的提标改造将利于公司提高市占率；新型煤化工行业，持续与神华的密切合作决定公司具备抢占这一增量市场的先机地位。

◇ **相关多元化发展将助力公司快速成长。**我们认为未来建筑工程板块能继续走出高成长性的企业将集中在专业工程领域。目前来看公司进展顺利，并购青岛联信使公司在催化剂领域实现突飞猛进发展，未来进一步与主业硫回收实现有效协同，后续业务领域扩大和产品多样化将是发展思路；同时公司攻坚污水处理市场也有其先天优势；此外上海志商石化平台存超预期发展可能。公司资产负债率仅 12.8%，货币现金 4.42 亿元，优异的财务情况将有助于公司通过外延扩张手段实现相关多元化的发展。

◇ **维持公司“推荐”投资评级。**维持公司 14-16 年 EPS 为 0.49、0.60、0.67 元。考虑到公司在手订单充沛，今年业绩重回高增长保障性强，且公司通过内生外延多方式做大做强的诉求强烈，我们认为公司作为环保工程概念股，目前时点仍具备配置价值，目标价 18 元。

◇ **风险提示：**新签订单低于预期；多元化发展低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	586	684	776	836
收入同比(%)	29%	17%	14%	8%
归属母公司净利润	122	163	197	220
净利润同比(%)	33%	34%	21%	12%
毛利率(%)	39.4%	40.4%	41.4%	41.8%
ROE(%)	12.6%	14.8%	15.2%	14.5%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.60	0.67
P/E	35.72	26.66	22.01	19.71
P/B	4.50	3.94	3.34	2.86
EV/EBITDA	24	20	17	15

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：王博

S0960514090001

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6-12个月目标价： 18.00

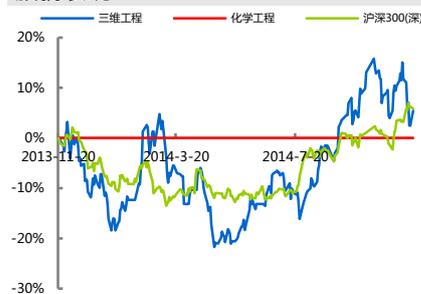
当前股价： 12.92

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	333
流通股本(百万股)	252
总市值(亿元)	44
流通市值(亿元)	33
成交量(百万股)	2.95
成交额(百万元)	38.65

股价表现



相关报告

《三维工程-14年三季报点评：业绩重回正增长》2014-10-29

《三维工程-业绩好转趋势明显，大环保业务成长空间大》2014-10-14

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	996	1173	1402	1648
现金	599	660	862	1070
应收账款	275	342	353	380
其它应收款	5	7	8	9
预付账款	20	28	32	34
存货	80	81	91	97
其他	17	53	55	57
非流动资产	197	197	199	200
长期投资	0	2	2	2
固定资产	137	131	126	120
无形资产	30	36	43	49
其他	29	28	28	28
资产总计	1193	1370	1601	1848
流动负债	189	221	245	260
短期借款	0	0	0	0
应付账款	115	142	159	170
其他	74	78	85	90
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	189	221	245	260
少数股东权益	38	46	56	67
股本	255	331	331	331
资本公积	351	275	275	275
留存收益	360	497	694	915
归属母公司股东权益	966	1103	1300	1521
负债和股东权益	1193	1370	1601	1848

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	100	69	178	176
净利润	130	171	207	232
折旧摊销	10	7	7	7
财务费用	-8	-26	-32	-40
投资损失	0	-0	-1	-1
营运资金变动	-48	-88	-5	-25
其它	17	5	1	3
投资活动现金流	-8	-9	-8	-8
资本支出	8	0	0	0
长期投资	0	2	0	0
其他	0	-7	-8	-8
筹资活动现金流	-1	1	32	40
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	86	76	0	0
资本公积增加	-61	-76	0	0
其他	-27	1	32	40
现金净增加额	90	61	202	208

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	586	684	776	836
营业成本	355	407	455	486
营业税金及附加	6	7	7	8
营业费用	16	18	20	22
管理费用	48	58	62	67
财务费用	-8	-26	-32	-40
资产减值损失	11	12	13	14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	1	1
营业利润	157	208	251	280
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	158	209	251	281
所得税	28	38	44	49
净利润	130	171	207	232
少数股东损益	8	8	10	11
归属母公司净利润	122	163	197	220
EBITDA	159	189	226	247
EPS (元)	0.37	0.49	0.60	0.67

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	28.9%	16.6%	13.6%	7.7%
营业利润	42.1%	32.3%	20.4%	11.7%
归属于母公司净利润	32.9%	34.0%	21.1%	11.7%
获利能力				
毛利率	39.4%	40.4%	41.4%	41.8%
净利率	20.7%	23.8%	25.4%	26.4%
ROE	12.6%	14.8%	15.2%	14.5%
ROIC	31.4%	31.4%	37.6%	39.3%
偿债能力				
资产负债率	15.9%	16.1%	15.3%	14.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.26	5.31	5.73	6.34
速动比率	4.84	4.94	5.36	5.97
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.53	0.52	0.48
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	2.90	3.16	3.02	2.95
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.49	0.60	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.21	0.54	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.33	3.93	4.59
估值比率				
P/E	35.72	26.66	22.01	19.71
P/B	4.50	3.94	3.34	2.86
EV/EBITDA	24	20	17	15

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-29	《三维工程-14 年三季报点评：业绩重回正增长》
2014-10-14	《三维工程-业绩好转趋势明显，大环保业务成长空间大》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。
王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434