



增持（维持）

所属行业：建筑材料
当前价格(元)：5.69

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

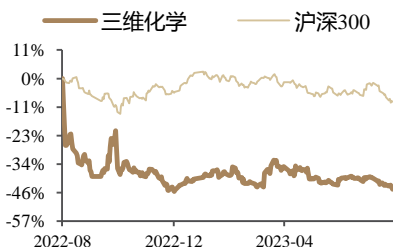
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.93	-3.07	-6.87
相对涨幅(%)	-2.86	-0.43	-3.19

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三维化学(002469.SZ)：拟中标13.1亿元化工EPC订单，成长确定性再加强》，2023.8.23
- 《三维化学(002469.SZ)：精细化工稳发展，稀土橡胶、氢能、光热促成成长》，2023.6.20

三维化学(002469.SZ)：化工景气度下滑短期拖累业绩，中标大额订单强化成长确定性

投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年报，2023H1公司实现营收13.30亿元，同比下降0.6%，归母净利润1.15亿元，同比减少21.5%。其中2023Q2，公司实现营收7.32亿元，同比增长14.8%，归母净利润6944.0万元，同比下降16.6%。
- 上半年化工行业低迷拖累整体业绩，催化剂业务盈利边际提升。**根据国家统计局，上半年石化全行业实现营业收入7.6万亿元，同比下降4.4%；实现利润总额4310.9亿元，同比下降41.3%。受此行业不景气影响，公司上半年营收、净利润均出现一定程度下滑，但下降幅度均小于行业水平。分业务看，2023H1公司工程总承包/工程设计/醇醛酯类/残液加工/催化剂业务分别实现营收2.6/0.4/6.6/2.2/1.5亿元，分别同比-18.3%/+8.83%/-4.91%/-0.26%/+134.4%。毛利率方面，受化工行业整体低迷影响，公司醇醛酯类、残液加工业务毛利率分别同比-2.46pct/-10.35pct；工程总承包和催化剂业务毛利率提升明显，分别达到30.27%/30.71%，分别同比+14.8pct/+3.05pct。
- 研发费用同比+42.7%，销售回款减少致使现金流承压。**2023H1，公司研发投入达5836.3万元，同比增长42.7%；与大连化物所合作的“10万方/年炼化工业硫化氢离场电催化分解制氢气和硫磺技术开发”项目进入中试设计阶段；与牛津大学催化研究中心合作开发的“二氧化碳加氢逆反应催化剂”正在进行中试研究；“煤基合成气CO耐硫变换节能减水新技术”被国家工信部评为“全国20大原材料低碳项目”；“MMA新工艺成套技术”通过中国石油和化学工业联合会评估。报告期内，公司销售回款为11.59亿元，同比降低19.8%，受此影响公司经营现金流由正转负，达-6623.3万元，我们认为随着化工行业景气度恢复以及公司在新兴领域的持续拓展，后续现金流有望明显优化。
- 工程业务有望快速增长，持续提升化工产品附加值。**8月27日，公司公告中标北方华锦联合石化有限公司精细化工及原料工程项目硫磺回收装置、酸性水汽提装置、溶剂再生装置工程总承包EPC项目，中标金额为13.07亿元，占公司2022年度经审计营业收入的50.06%。我们后续认为随着“鲁油鲁炼”项目推进以及不断中标重大项目，公司化工工程业务将持续景气。此外，2023H1公司投资新设两家子公司开展醋酸丁酸纤维素及其衍生品等新材料研发及经营，持续提升化工产品的精细度和附加值。
- 投资建议与估值：**公司依托工程、化工、催化剂三大板块，构筑稳健基本盘，同时积极向稀土橡胶、氢能、光热等高景气领域延伸，凭借核心优势抢占市场先机，支撑业绩长期向好。预计公司2023年-2025年营收分别为33.25亿元、41.00亿元、50.41亿元，营收增速分别达到27.4%、23.3%、23%，归母净利润分别为3.69亿元、5.34亿元、7.11亿元，增速分别达到34.9%、44.6%、33.1%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险、安全生产风险、氢能、光热项目开展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	648.86		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	618.68	营业收入(百万元)	2,631	2,610	3,325	4,100	5,041
52 周内股价区间(元):	5.61-10.23	(+/-)YOY(%)	289.3%	-0.8%	27.4%	23.3%	23.0%
总市值(百万元):	3,692.03	净利润(百万元)	377	274	369	534	711
总资产(百万元):	3,233.12	(+/-)YOY(%)	1.2%	-27.5%	34.9%	44.6%	33.1%
每股净资产(元):	3.93	全面摊薄 EPS(元)	0.58	0.42	0.57	0.82	1.10
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	25.8%	19.6%	20.6%	23.3%	25.1%
		净资产收益率(%)	15.2%	10.5%	13.2%	16.0%	17.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.57	0.82	1.10
每股净资产	4.00	4.32	5.14	6.24
每股经营现金流	0.79	0.80	0.55	0.79
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	13.98	9.99	6.91	5.19
P/B	1.47	1.32	1.11	0.91
P/S	1.41	1.11	0.90	0.73
EV/EBITDA	7.39	5.55	3.65	2.40
股息率%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.6%	20.6%	23.3%	25.1%
净利润率	10.7%	11.2%	13.2%	14.3%
净资产收益率	10.5%	13.2%	16.0%	17.6%
资产回报率	8.2%	9.4%	12.1%	13.2%
投资回报率	9.3%	11.6%	14.5%	16.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.8%	27.4%	23.3%	23.0%
EBIT 增长率	-29.4%	31.0%	50.1%	35.1%
净利润增长率	-27.5%	34.9%	44.6%	33.1%
偿债能力指标				
资产负债率	18.8%	25.6%	21.7%	22.1%
流动比率	4.6	3.1	3.7	3.7
速动比率	3.4	2.3	2.7	2.8
现金比率	2.1	1.3	1.5	1.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	43.7	33.0	32.0	36.2
存货周转天数	27.3	18.0	16.0	20.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	6.2	5.5	6.3	7.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	274	369	534	711
少数股东损益	5	4	8	10
非现金支出	86	94	99	102
非经营收益	-10	-24	-28	-33
营运资金变动	156	73	-254	-280
经营活动现金流	511	517	359	510
资产	-70	-332	-205	-188
投资	-609	0	0	-0
其他	8	24	28	33
投资活动现金流	-672	-309	-177	-155
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-186	-162	0	0
融资活动现金流	-186	-162	0	0
现金净流量	-347	46	182	354

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,610	3,325	4,100	5,041
营业成本	2,099	2,641	3,142	3,777
毛利率%	19.6%	20.6%	23.3%	25.1%
营业税金及附加	12	21	23	27
营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
营业费用	17	20	28	33
营业费用率%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
管理费用	102	133	167	212
管理费用率%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
研发费用	102	140	174	227
研发费用率%	3.9%	4.2%	4.2%	4.5%
EBIT	296	387	582	786
财务费用	-13	0	0	0
财务费用率%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	15	24	28	33
营业利润	317	411	610	819
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	316	411	610	819
EBITDA	383	481	681	888
所得税	38	38	68	98
有效所得税率%	12.0%	9.2%	11.1%	12.0%
少数股东损益	5	4	8	10
归属母公司所有者净利润	274	369	534	711

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,075	1,121	1,303	1,657
应收账款及应收票据	243	372	366	661
存货	179	86	194	226
其它流动资产	902	1,167	1,273	1,457
流动资产合计	2,399	2,745	3,136	4,001
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	419	600	652	696
在建工程	45	47	58	75
无形资产	107	132	132	136
非流动资产合计	947	1,186	1,292	1,378
资产总计	3,346	3,931	4,428	5,379
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	305	326	379	502
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	216	569	470	578
流动负债合计	521	895	849	1,080
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	109	109	109	109
非流动负债合计	109	109	109	109
负债总计	630	1,005	959	1,189
实收资本	649	649	649	649
普通股股东权益	2,595	2,802	3,337	4,048
少数股东权益	121	124	132	142
负债和所有者权益合计	3,346	3,931	4,428	5,379

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。