

13年业绩确定性强，油品升级打开硫回收发展空间

——三维工程（002469）2012 年年报点评

2013 年 2 月 28 日

推荐/首次

三维工程

年报点评

杨伟

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480512110002

yang_wei@dxzq.net.cn

010-66554034

事件：

公司于 2 月 27 日发布 2012 年年报，实现营业收入 4.55 亿元，同比增长 76.34%，归属于上市公司股东的净利润 0.91 亿元，同比增长 33.11%，EPS0.54 元。公司拟以总股本 1.69 亿股为基数，每 10 股转增 5 股、派发现金 1 元。

公司分季度财务指标

指标	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入（百万元）	57.52	76.73	97.75	58.06	105.83	110.11	180.76
增长率（%）	17.54%	79.30%	52.62%	124.17%	83.98%	43.51%	84.93%
毛利率（%）	49.62%	41.21%	30.72%	32.84%	27.98%	42.26%	32.24%
期间费用率（%）	5.12%	5.19%	2.96%	8.49%	2.83%	5.08%	7.67%
营业利润率（%）	37.38%	31.55%	25.51%	17.47%	24.88%	31.63%	21.87%
净利润（百万元）	18.32	20.62	21.78	8.68	22.59	29.60	30.63
增长率（%）	29.80%	59.86%	22.05%	8.18%	23.36%	43.54%	40.60%
每股盈利（季度，元）	0.163	0.183	0.193	0.051	0.134	0.175	0.181
资产负债率（%）	10.65%	12.79%	18.34%	16.01%	12.05%	19.27%	17.83%
净资产收益率（%）	2.55%	2.80%	2.91%	1.15%	2.93%	3.60%	3.64%
总资产收益率（%）	2.28%	2.44%	2.37%	0.97%	2.58%	2.91%	2.99%

评论：

积极因素：

- 工程总承包收入大幅增长是业绩快速提升的主要原因。公司承接的中化泉州38万吨硫磺回收项目12年设计全部完成，并完成桩基施工进入设备采购期，全年确认收入2.23亿元，占12年营业收入的49.1%，其它重要工程总承包包括内蒙大唐克旗煤制天然气公司硫回收二期、中石化济南分公司硫回收装置改造，分别贡献收入0.21亿元、0.27亿元，占比4.65%、6.02%。工程总承包收入同比增97.25%，带动营业收入与净利润分别同比增长76.34%、33.11%。

- 收购青岛联信催化60%股权，工程产业链逐渐健全。公司于12年9月以自有资金4800万元收购联信催化公司60%的股权，拓宽领域包括耐硫变换催化剂及脱硫剂的研发、生产与销售；结合公司长期从事的在石化、化工、煤化工领域设计咨询与工程总承包业务、10年以超募资金收购的北京康克工业炉公司、募投项目北京节能环保技术开发中心，公司已具备“研发-可研-设计-工程总承包-设备-催化剂”健全的工程产业链，有利于公司提高毛利率水平、承接订单能力提升。
- 股权激励为公司成长提供坚实动力。12年8月29日为公司首期股票期权激励计划的首次授予日，涉及对象包括高管与技术骨干，股权激励降低了公司订单波动的风险，有助于公司抓住此次环保产业的升级机会，推动公司业绩持续成长。

消极因素：

- 费用率提高，工程设计毛利率下降。管理费用因人工成本与研发费用增加、经营规模扩大而同比增长74.35%，收购联信催化导致销售费用同比增长144.48%，期间费用率由11年的4.46%增加至6.02%；工程设计毛利率降16.97%至53.19%，影响净利润增长。

业务展望：

国家环保法规趋于更加严格，油品质量升级打开硫回收发展空间。为加快我国油品质量升级，2月国务院常务会议决定2013年分别发布汽柴油硫含量第四阶段不大于50ppm、第五阶段不大于10ppm的标准，过渡期分别至2014年底、2017年底，行业升级改造空间极大。相比较于当前国内汽柴油含硫量分别150、350ppm，2014年底前汽柴油脱硫规模将分别提高66.7%、85.7%，再次打开硫回收行业发展空间。公司在国内已有80余套硫回收装置的历史业绩，将受益最大。

现代煤化工即将规模化，成为公司硫回收及其它石化技术发展的第二极。现代煤化工“十二五”发展规划预计将于上半年出台，我们测算升级示范规模将较“十一五”增加4-5倍，根据国家发布的煤化工行业中长期发展规划，在2020年前煤化工行业都是黄金发展期。公司已承接数个煤化工硫回收装置，行业投资大幅增长将为公司带来持续发展机会。

13年业绩确定性强。13年5月中化泉州项目、中煤鄂尔多斯能源化工变化装置催化剂合同将中交，涉及金额分别达到5.1亿元、0.23亿元，超出12年全年收入。

盈利预测与投资建议：

公司13年主要看点：1，汽柴油含硫量国标将越来越严苛，硫回收装置新建与改造的空间极大，对公司有利；2，公司具备大唐克旗、神华包头烯烃等煤化工硫回收业绩，现代煤化工规模化使其成为公司订单增长的第二极；3，中化泉州等项目13年5月中交，上半年业绩将同比增长，下半年承接订单情况取决于政策进展与落地时间。

预计公司13-15年EPS分别为0.73元、0.98元、1.31元，未来三年净利润年均复合增长率为35%，对应PE35倍、26倍、19倍，目前估值水平偏高，建议长期价值投资者择机介入此类成长空间大的环保型工程龙头企业，首次给予公司“推荐”评级。

风险提示：

项目延期或停建的风险；政策出台低于预期的风险；人才流失的风险

公司财务指标预测

指标	11A	12A	13E	14E	15E
营业收入(百万元)	257.90	454.77	756.84	827.35	1,076.67
增长率(%)	44.39%	76.34%	66.42%	9.32%	30.13%
净利润(百万元)	68.74	91.50	123.08	164.97	222.26
增长率(%)	32.67%	33.11%	34.51%	34.04%	34.73%
每股收益(元)	0.610	0.540	0.729	0.977	1.316
PE	41.64	47.04	34.86	26.01	19.30
ROE	9.14%	10.95%	13.04%	15.14%	17.30%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

杨伟

化学工程硕士，2010年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

杨若木

2005年获得工学硕士，2007年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

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，有两年石油化工研究经验。

郝力芳

2007年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近3年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

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。