

业绩符合预期，典型的环保成长股

——三维工程（002469）2013 年报点评

2014 年 03 月 12 日

推荐/维持

三维工程

财报点评

杨伟	分析师	执业证书编号：S1480512110002
	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66554034

事件：

公司发布 2013 年年度报告，全年实现营业收入 5.86 亿元，同比增长 28.94%，归属于上市公司股东的净利润 1.22 亿元，同比增长 32.91%，基本每股收益 0.48 元。其中 Q4 营业收入同比下降 15.92%，净利润增长 5.34%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	105.83	110.11	180.76	100.53	193.82	140.06	151.98
增长率（%）	83.98%	43.51%	84.93%	73.15%	83.14%	27.19%	-15.92%
毛利率（%）	27.98%	42.26%	32.24%	34.21%	46.06%	36.88%	36.80%
期间费用率（%）	2.83%	5.08%	7.67%	12.26%	7.40%	13.54%	6.98%
营业利润率（%）	24.88%	31.63%	21.87%	16.95%	36.15%	22.16%	25.85%
净利润（百万元）	22.65	29.62	31.47	13.67	58.85	24.16	33.15
增长率（%）	25.00%	44.67%	43.68%	58.15%	159.77%	-18.42%	05.34%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.18	0.18	0.05	0.22	0.08	0.13
资产负债率（%）	12.05%	19.27%	17.83%	16.34%	16.97%	15.94%	15.86%
净资产收益率（%）	2.93%	3.60%	3.64%	1.58%	6.35%	2.54%	3.30%
总资产收益率（%）	2.58%	2.91%	2.99%	1.32%	5.27%	2.13%	2.78%

观点：

- 公司 2013 年业绩基本符合我们此前 EPS0.49 元的预期。公司业绩持续快速增长的主要原因是公司抓住了国内汽柴油质量升级与现代煤化工发展提速的大好时机，同时加快开展耐硫变换等非硫磺回收市场，2013 年新签合同额 4.3 亿，远超 2012 年的 1.1 亿；同时中化泉州 38 万吨/年硫磺回收项目 2013 年下半年完成中交，共实现营业收入 5.6 亿，2013 年贡献收入 2.94 亿，占全年营业收入 50.2%。
- 成品油提质与现代煤化工规模化是驱动公司业绩持续增长的主要因素。我国将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，炼厂硫回收装置技改利好公司接单；山东地炼是公司优势市场，如果 14 年原油进口放开，地炼硫回收也会带来市场增量；2013 年发放路条的现代煤化工项目投资额超 6000 亿，预计将带动超 20 亿的硫回收市场，公司已承接数个煤化工硫回收工程，技术与业绩优势明显。

- 联信催化带来新的利润增长点。公司 2012 年 9 月收购联信催化后, 主营业务已由前端的设计、EPC, 扩展至催化剂、工艺设备, 全产业链优势将打开公司向上发展的天花板。2013 年下半年及 Q4 业绩增速放缓的主要原因为泉州炼化项目贡献的收入基数高, 且现代煤化工项目 2013 年上半年获路条后未能如市场预期开展施工, 2014 年随着煤化工项目逐步进入施工期, 公司将开启新的增长阶段。
- **结论:**

公司是典型的环保成长股, 在硫磺回收领域技术与业绩优势明显, 成品油提质与煤化工项目即将招标驱动公司业绩持续快速增长; 同时公司高管与核心人员已实施股权激励, 具备做好业绩的动力。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.66、0.88 元, 对应 PE23、17 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示:

合同项目施工与确认收入延迟的风险; 现代煤化工项目招标延迟的风险

表 1 公司近两年新签合同列表

公告时间	内容	合同截止期	合同额, 万元
2012/1/5	中石油广西石化含硫原油加工配套工程 26 万吨/年硫磺回收装置设计合同, 与河北都邦石化工程设计有限公司和河北润达石化工程建设有限公司签署	至 2012 年 6 月 30 日	1838.8
2012/3/3	中石化石家庄炼化分公司油品质量升级及原油劣质化改造工程项目 8 万吨/年硫磺回收装置 E+P 承包合同, 其中设计费 360 万		9498.2
合计			11337
2013/2/5	控股子公司联信催化与中煤鄂尔多斯能源化工有限公司签署变换装置催化剂采购合同	至 2013 年 5 月	2330
2013/4/19	青岛联信催化与惠生工程签署《第一变换炉&第二变换炉内件买卖合同》, 标的物将用于山西潞安矿业(集团)高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目, 采用联信催化的低水/气工艺和分层装填专利技术。	至 2013 年 12 月 30 日	3835
2013/6/17	神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目硫回收装置详细工程设计及采购 (EP) 承包合同, 其中工程设计费 450 万, 设备材料购置费暂估 14000 万		14800
2013/10/10	与中国神华煤制油新疆煤化工分公司及北京工程分公司共同签署神华新疆 68 万吨/年煤基新材料项目硫磺回收装置合同协议书		11169
2013/10/30	与中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司签署《高硫高酸系统配套设计合同》	至产出合格产 品 90 天内	2597
2013/11/12	青岛联信催化与山西潞安矿业签署《山西潞安矿业(集团)有限责任公司高硫煤清洁利用油化电热一体化示范项目 CO 耐硫变换催化剂买卖合同》	2014 年 12 月 30 日交货	3931.73
2014/1/3	与中国石油集团东北炼化工程有限公司吉林设计院签署《炼化工程建设总承包合同 (P+C)》, 对应工程中国石油云南 1000 万吨/年连续重整-芳烃联合装置加热炉第二标段项目。其中设备、材料采购费用为人民币 4023.39 万, 施工费为 323.25 万	至 2015 年 4 月 30 日	4346.64
合计			43009.37

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	856	996	1225	1516	1893	营业收入	455	586	778	1017	1331
货币资金	509	599	723	866	1051	营业成本	301	355	509	668	875
应收账款	248	275	362	474	620	营业税金及附加	7	6	10	13	17
其他应收款	5	5	6	8	11	营业费用	5	16	11	14	18
预付款项	37	20	20	20	20	管理费用	32	48	51	61	73
存货	45	80	98	128	168	财务费用	-9	-8	-7	-7	-8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7.99	11.27	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	197	197	177	158	139	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00
固定资产	137.67	136.92	120.66	104.40	88.14	营业利润	111	157	209	273	360
无形资产	33	30	27	24	21	营业外收入	0.51	0.57	0.60	0.80	1.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.05	0.34	0.30	0.30	0.30
资产总计	1053	1193	1402	1674	2032	利润总额	111	158	209	273	361
流动负债合计	188	189	245	316	408	所得税	19	28	36	46	61
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	92	130	174	227	300
应付账款	130	115	153	201	264	少数股东损益	1	8	10	12	15
预收款项	28	36	51	71	98	归属母公司净利润	91	122	164	215	285
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	108	159	221	285	372
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.54	0.48	0.64	0.84	1.12
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	188	189	245	316	408	成长能力					
少数股东权益	30	38	47	59	74	营业收入增长	76.3%	28.9%	32.6%	30.8%	30.9%
实收资本(或股本)	169	255	255	255	255	营业利润增长	38.5%	42.1%	32.6%	30.7%	32.0%
资本公积	412	351	351	351	351	归属于母公司净利润	33.1%	32.9%	34.9%	31.0%	32.5%
未分配利润	222	316	403	517	668	获利能力					
归属母公司股东权	836	966	1110	1299	1550	毛利率(%)	34%	39%	35%	34%	34%
负债和所有者权	1053	1193	1402	1674	2032	净利率(%)	20%	22%	22%	22%	23%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		9%	10%	12%	13%	14%
经营活动现金流	3	100	131	158	206	偿债能力					
净利润	92	130	174	227	300	资产负债率(%)	18%	16%	17%	19%	20%
折旧摊销	6.34	9.64	19.29	19.29	19.29	流动比率	4.56	5.26	5.00	4.80	4.64
财务费用	-9	-8	-7	-7	-8	速动比率	4.32	4.84	4.60	4.39	4.23
应付帐款的变化	0	0	38	48	62	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	16	20	27	总资产周转率	0.46	0.52	0.60	0.66	0.72
投资活动现金流	-50	-8	5	5	5	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	4.13	4.79	5.79	5.73	5.73
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	10	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.48	0.64	0.84	1.12
筹资活动现金流	-3	-1	-13	-19	-27	每股净现金流(最新)	-0.30	0.35	0.48	0.57	0.72
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.95	3.79	4.36	5.10	6.09
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	56	86	0	0	0	P/E	27.69	31.15	23.21	17.71	13.37
资本公积增加	-53	-61	0	0	0	P/B	3.02	3.94	3.43	2.93	2.46
现金净增加额	-50	90	123	144	184	EV/EBITDA	18.70	20.18	13.93	10.31	7.41

资料来源: 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。

联系人简介

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法律责任。

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。