

高基数导致业绩增速下降，新签订单大幅增长

——三维工程（002469）中报点评

2014年08月20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 2014 年中报，实现营业收入 2.57 亿元，同比下降 12.76%，归属于上市公司股东的净利润 0.63 亿元，同比下降 8.56%，扣非净利润同比下降 8.61%，每股收益 0.19 元。公司预计 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比变动幅度为 0%至 30%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	180.76	100.53	193.82	140.06	151.98	115.28	141.52
增长率（%）	84.93%	73.15%	83.14%	27.19%	-15.92%	14.67%	-26.98%
毛利率（%）	32.24%	34.21%	46.06%	36.88%	36.80%	35.23%	53.73%
期间费用率（%）	7.67%	12.26%	7.40%	13.54%	6.98%	9.00%	9.02%
营业利润率（%）	21.87%	16.95%	36.15%	22.16%	25.85%	22.42%	38.46%
净利润（百万元）	31.47	13.67	58.85	24.16	33.15	20.58	45.70
增长率（%）	43.68%	58.15%	159.77%	-18.42%	05.34%	50.58%	-22.34%
每股盈利（季度，元）	0.18	0.05	0.22	0.08	0.13	0.07	0.14
资产负债率（%）	17.83%	16.34%	16.97%	15.94%	15.86%	14.29%	14.88%
净资产收益率（%）	3.64%	1.58%	6.35%	2.54%	3.30%	2.01%	4.36%
总资产收益率（%）	2.99%	1.32%	5.27%	2.13%	2.78%	1.72%	3.71%

观点：

- ▶ 去年同期基数过高导致业绩增速下降。公司收入与净利润均同比下降的主要原因：中化泉州 38 万吨硫磺回收项目 13 年上半年进入 EPC 收尾阶段，确认收入占到当期收入的一半以上，13 年 Q1 与 Q2 净利润增速分别高达 58%、160%，基数过高导致 14 年上半年收入与净利润增速双降，其中收入确认占比较高的 Q2 尤为明显，收入与净利润分别同比下降 26.98%、22.34%。预计下半年增速数据将显著改观。
- ▶ 新签订单大幅增长。公司自 14 年初至今新签合同额 6.29-6.59 亿元，对比 13 年全年新签合同 3.87 亿元，主要是由于环保行业持续高景气、煤化工行业投资回暖所致；公司保持硫回收龙头地位，持续获得齐鲁石化硫回收装置技改与中天合创煤制烯烃项目硫回收大单，控股子公司青岛联信则由催化剂产品销售转向集工艺技术、专利设备和催化剂销售于一体的技术服务商，市场拓展加快。预计公司 14 年新签合同额至少同比增长一倍，为业绩增长提供可靠保障。
- ▶ 未来业绩保持 30%以上增速无忧。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，行权条

件为净利润年均增速不低于 30%。国家对于煤化工行业政策已明确定位，下半年行业招标状况转好已成明显趋势，此外国家加强对污染指标总量控制也使得公司硫回收项目大有用武之地，我们判断公司新签合同将持续向好，业绩增长无忧。

结论：

公司去年业绩基数过高导致业绩增速下降，但下半年增速将显著改观；环保政策趋严、煤化工进展加快导致新签合同额大幅增长，公司未来持续增长无忧。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.50 元、0.65 元，对应 PE25 倍、19 倍，在环保板块中估值明显偏低，维持“推荐”评级。

风险提示：

煤化工招标进度低于预期的风险

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	0.50	0.65	0.86
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	331	331	331	营业利润增长	38.5%	42.1%	32.6%	30.7%	32.0%
资本公积	412	351	275	275	275	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%
负债和所有者权益	1053	1193	1402	1674	2032	净利率(%)	20%	22%	22%	22%	23%
现金流量表						总资产净利润(%)	9%	10%	12%	13%	14%
单位:百万元						ROE(%)	11%	13%	15%	17%	18%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	3	100	131	158	206	资产负债率(%)	18%	16%	17%	19%	20%
净利润	92	130	174	227	300	流动比率	4.56	5.26	5.00	4.80	4.64
折旧摊销	6.34	9.64	19.29	19.29	19.29	速动比率	4.32	4.84	4.60	4.39	4.23
财务费用	-9	-8	-7	-7	-8	营运能力					
应付帐款的变化	0	0	38	48	62	总资产周转率	0.46	0.52	0.60	0.66	0.72
预收帐款的变化	0	0	16	20	27	应收账款周转率	2	2	2	2	2
投资活动现金流	-50	-8	5	5	5	应付账款周转率	4.13	4.79	5.79	5.73	5.73
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.48	0.50	0.65	0.86
投资收益	0	0	10	10	10	每股净现金流(最新)	-0.30	0.35	0.37	0.43	0.56
筹资活动现金流	-3	-1	-13	-19	-27	每股净资产(最新摊)	4.95	3.79	3.35	3.92	4.68
短期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	22.26	25.04	24.25	18.51	13.97
普通股增加	56	86	76	0	0	P/B	2.43	3.17	3.58	3.06	2.57
资本公积增加	-53	-61	-76	0	0	EV/EBITDA	14.11	15.49	14.71	10.92	7.87
现金净增加额	-50	90	123	144	184						

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(石油化工/煤化工/化肥/民爆/精细化工等)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。