

**证券研究报告—动态报告公司快评**
**建筑工程**
**工程承包**
**三维工程 (002469)**

公司最新情况跟踪

**推荐**

(维持评级)

2014年09月12日

# 订单充足，受益环保标准提升，继续推荐

**证券分析师：邱波**

0755-82133390

qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120021

**证券分析师：刘萍**

0755-22940678

liuping@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512030001

## 事项：

自我们今年初发布深度报告《顶尖技术构筑壁垒，大气减排促发需求》推荐以来，尽管公司股价中间出现过调整，但目前已经创反弹新高，现将公司最新情况以及市场关心的焦点总结如下。

## 评论：

### ■ 未来炼厂新增项目将减少，但因为环保标准提升等因素，改造市场需求巨大。

经济增速降下来，GDP降下来，投资增速也降下来，有消息称今年上半年山东地炼开工率不足30%，中石油中石化不足70%，这些都说明一个问题就是国民经济的发展速度降下来了，对于三维来说既是一个挑战，又是一个机会，从石油石化来看，炼厂的新建项目投资肯定会减小，但是由于环保要求提高，油品升级，以及安全隐患等的因素，改造项目对硫磺回收的需求还是比较大的，比如中石油去年出事以后，对安全治理就非常重视。

### ■ 是否做EPC业主说了算

大家都希望公司多做些EPC，但一些老的炼厂并不愿意做，因为他有自己的施工队伍。而新建的炼厂，一般愿意做总包，因为现在的新厂人都很少，一个千万吨级的炼厂，可能也就两三千人，有些甚至正式员工只有五六百人。齐鲁石化这个十万吨的项目，之所以愿意让公司做总包，主要还是三维有两大优势，设计施工可以同步做，满足项目工期紧（明年初就要投入使用）的要求，二是可以垫资。

### ■ 煤化工因为审批、技术、环保等原因进展仍然较慢

煤化工现在很热，发改委也批了很多项目，很多企业也都说要上，但实际推进情况比较慢，有几个原因，一是大部分的项目其实都还没有拿到发改委的最终核准路条，不经过发改委的核准，就拿不到银行的贷款；第二个是技术难度比较大，我国虽然有一些自己的煤气化的技术，但还有很多技术是引进的国外的，而搞煤化工的大部分都是煤炭企业，电力企业，并没有煤化工的经验、技术和人才，所以不能保证项目的长周期运行，大唐的项目运行情况并不理想，最后可能要转给神华。国家现在也是强调要规范煤化工的发展（发改委的两个文），提到三个问题，一是水资源的问题，二是环保的问题，三是技术的问题，这些问题不解决，项目很难落地，当然公司也在跟踪项目。公司自己也调研了一些其他的设计院，普遍反映今年活少，而三维目前业务饱满。

### ■ 青岛联信通过产业链的不断延伸有望实现快速发展

联信半年报净利润的下滑只是短期的波动，今年整体形势还不错，因为产业链在不断延伸，业务多元化，以前只卖催化剂，现在既可以卖产品，又可以提供工艺包，今年反应器也做起来了，公司对他也非常有信心，如果煤化工项目大量上马，联信还有大发展。

### ■ 泉州项目剩余几千万可结算资源

中石化泉州项目7.7亿合同金额是含税的，要扣掉大概六至七个点的增值税，我们初步框算还剩四五千万元在下半年结算。

### ■ 今年完成股权激励目标（全年30%增长）预计问题不大

尽管上半年净利润负增长，但我们对公司完成 30% 的股权激励目标还是非常有信心的，主要原因是项目集中在下半年结算，比如新疆项目，现在设备已经到位，还有齐鲁石化的项目，现在已开始做了，均会在下半年结算。

### ■ 海外项目要落地有一定难度，公司采用几条腿走路的方式

海外项目公司联系的很多，有在做方案的，也有正在联系的。阿布扎比的公司也已经注册完毕，但到现在为止还没有实实在在落地的项目，海外项目还是有一定难度，发展的主要方式有几种：一是跟一些大的公司合作，公司自己也在寻找一些项目，几条腿走路。

### ■ 与隆众合资的电商公司未来是想打造石化领域的上海钢联

隆众，最早是中石油中石化下面的电子信息平台，把各个地方的产品和原料信息挂到网上，搞了很多年一直没有做得很大，但是积累了很多经验，石油石化分家以后，划给了中石化，后来又独立出来，独立后，做得也不是很理想，后来遇到了上海钢联，上海钢联入了他 30% 的股权，上海钢联做出来之后他也受到了启发，石化领域，特别成熟的电商目前还没有，隆重就非常想做，找到了香味，当然，盈利模式跟上海钢联不太一样，因为有自己的特点，目前该公司已经注册完毕，正在策划下一步具体怎么做，模式上需要探索，先作出几单让市场来检验最有说服力。物流方面，过去石化属于危化品，物流是需要资质的，但是现在的方向是全部要放开，国家只管两头，管仓储，其余全部放开，这样物流应没什么问题。

### ■ 污水处理未来主攻煤化工方向

目前污水处理公司每年都有收入，包括齐鲁的安全治理这个项目，也包含水处理。现在污水处理要求很高，要达到零排放，污水处理要靠公司自己做大比较困难，如果有合适的好标的公司会去收购，公司也考察了很多做污水处理的企业，但大多数都看不上眼，公司作为一个技术型的企业，对技术看得特别重。对于石油化工领域的污水处理公司自己就能做，难度比较大的是煤化工，因为含盐量比较高，公司目前也在跟大学谈合作，他们开发了煤化工污水处理的技术，只是目前有一个推广问题。公司作为一个工程公司，工程能力很强，强调技术是因为只要技术很强，马上就能工程化。

### ■ 受益齐鲁石化扩产

齐鲁石化目前考虑扩产，现在一千万吨，未来要扩到一千六百万吨，如果顺利的话，未来两到三年，公司来自齐鲁的订单就会非常多，齐鲁是公司的优质客户，比较近，成本低，双方也非常熟悉。

### ■ 新技术开发主要通过收购和合作

对于新的技术开发储备的工作。主要考虑几种方式：一是与国外的公司合作，或者国内的大专院校合作，可能以后会有些新的东西出来，二是并购，董事长今年把总经理的职位辞掉，专心考虑企业更长远发展的问题，今年也谈了很多并购的企业，方向上可能还是专注于石油石化领域以及环保领域的好技术。

### ■ 新的环保标准马上就要实施，公司也会受益。

新的环保标准马上就要实施，现在是 960mg，马上要改成 400，一些环保敏感的地区甚至要达到 200。公司的技术是有优势的，别人很多达不到或者只能名义上达到，公司实实在在能达到。

### ■ 在手订单充足，受益环保标准提升，重申“推荐”评级

公司前 8 月新签重大合同约 6 亿元，我们测算公司目前在手订单超过 10 亿元，考虑目前硫磺回收装置改造需求开始逐步释放，同时齐鲁石化未来扩产将给公司带来大量订单需求，而青岛联信通过产业链延伸在耐硫变换领域也展现了较好的发展势头，公司成长确定，作为纯正的环保股，估值相对便宜，维持 14-16 年 EPS 为 0.51/0.66/0.85 元的预测，维持 17.6~18.6 的合理估值区间，重申“推荐”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	599	715	840	1038
应收款项	292	365	471	569
存货净额	80	96	124	149
其他流动资产	25	37	67	81
<b>流动资产合计</b>	<b>996</b>	<b>1212</b>	<b>1501</b>	<b>1837</b>
固定资产	137	123	104	78
无形资产及其他	30	30	25	20
投资性房地产	29	29	29	29
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1193</b>	<b>1395</b>	<b>1659</b>	<b>1964</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	121	156	201	242
其他流动负债	68	92	119	143
<b>流动负债合计</b>	<b>189</b>	<b>248</b>	<b>320</b>	<b>385</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>189</b>	<b>248</b>	<b>320</b>	<b>385</b>
少数股东权益	38	38	46	47
股东权益	966	1108	1294	1532
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1193</b>	<b>1395</b>	<b>1659</b>	<b>1964</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.37	0.51	0.66	0.85
每股红利	0.05	0.08	0.10	0.13
每股净资产	2.92	3.35	3.91	4.63
ROIC	14%	17%	21%	23%
ROE	13%	15%	17%	18%
毛利率	39%	40%	40%	41%
EBIT Margin	27%	28%	29%	29%
EBITDA Margin	29%	31%	31%	31%
收入增长	29%	26%	29%	21%
净利润增长率	33%	38%	30%	28%
资产负债率	19%	21%	22%	22%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	35.9	26.0	20.0	15.6
P/B	4.5	3.9	3.4	2.8
EV/EBITDA	26.7	20.4	15.8	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>586</b>	<b>739</b>	<b>955</b>	<b>1153</b>
营业成本	355	444	570	684
营业税金及附加	6	8	11	13
销售费用	16	20	26	29
管理费用	48	62	75	89
财务费用	(8)	(13)	(16)	(19)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(11)	(13)	(15)	(16)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	157	205	275	342
营业外净收支	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>158</b>	<b>205</b>	<b>275</b>	<b>342</b>
所得税费用	28	36	48	60
少数股东损益	8	1	8	2
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>122</b>	<b>168</b>	<b>218</b>	<b>280</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>122</b>	<b>168</b>	<b>218</b>	<b>280</b>
资产减值准备	3	(5)	(1)	(1)
折旧摊销	10	21	22	22
公允价值变动损失	11	13	15	16
财务费用	(8)	(13)	(16)	(19)
营运资本变动	(48)	(47)	(94)	(73)
其它	4	6	8	3
<b>经营活动现金流</b>	<b>102</b>	<b>157</b>	<b>169</b>	<b>247</b>
资本开支	3	(16)	(11)	(6)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>3</b>	<b>(16)</b>	<b>(11)</b>	<b>(6)</b>
权益性融资	15	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(17)	(25)	(33)	(42)
其它融资现金流	4	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(14)</b>	<b>(25)</b>	<b>(33)</b>	<b>(42)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>90</b>	<b>115</b>	<b>125</b>	<b>199</b>
货币资金的期初余额	509	599	715	840
货币资金的期末余额	599	715	840	1038
企业自由现金流	97	128	143	223
权益自由现金流	101	138	156	238

## 相关研究报告:

- 《三维工程-002469-2014年半年报点评: 中报低于预期不掩长期增长趋势》 —— 2014-08-20
- 《三维工程-002469-2013年年报点评: 新业务爆发, 估值有提升空间》 —— 2014-03-12
- 《三维工程-002469-顶尖技术构筑壁垒, 大气减排促发需求》 —— 2014-03-05
- 《三维工程-002469-新股分析: 硫回收技术独领风采, 环保标准推动需求》 —— 2010-09-08

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。