证券研究报告—动态报告

建筑工程

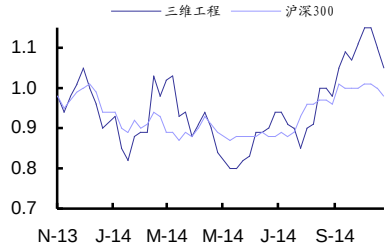
工程承包

三维工程（002469） 推荐

2014 年三季报点评 （维持评级）

2014 年 10 月 30 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	333/252
总市值/流通（百万元）	4,539/3,434
上证综指/深圳成指	2,373/8,091
12 个月最高/最低元）	14.52/9.58

相关研究报告:

《三维工程-002469-公司最新情况跟踪：订单充足，受益环保标准提升，继续推荐》 ——2014-09-12

《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

证券分析师：邱波
电话：0755-82133390
E-MAIL：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
电话：0755-22940678
E-MAIL：liuping@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512030001

独立性声明:

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。

财报点评

专利强化壁垒，外延扩张空间大

- **3Q14 业绩符合预期**

3 Q 14 年三维工程主营收入 3.65 亿，同比下降 15.94%；实现归属上市公司股东净利润 1.01 亿元，同比增长 12.63%。EPS 为 0.30 元，基本符合我们的预期。其中 Q3 公司收入和净利润分别为 1.08 和 0.37 亿元，同比分别下降 22.62%和增长 85.00%。收入负增长一方面是因为去年同期基数较高，另一方面是去年签订的 EPC 项目相对较少，导致 14 年总包业务收入负增长；利润增长快于收入是因毛利率大幅提升。公司预计全年净利润增长 20%-40%。

- **设计占比提升导致综合毛利率大幅上升**

3Q14 公司综合毛利率 48.11%，同比提升 7.75 个百分点，其中 Q3 毛利率高达 54.46%，同比大幅上升 17.58 个百分点，一方面公司今年设计业务毛利率有明显提升，另一方面因三季度收入结算中设计业务占比较高，总包业务占比较小。

- **在手订单充足，硫回收改造市场逐步启动**

截至目前，公司今年新签重大项目达到 5.9~6.2 亿元，而去年全年约为 4.30 亿元，目前的新签重大合同已较去年增长 36%~43%，为下半年乃至明年的增长打下基础。最大合同来自中石化齐鲁分公司的技改项目，再次验证了我们在深度报告中的观点：随着环保要求的提高以及存量市场逐步进入更新期，硫磺回收的技改市场将逐步启动。另外，公司还获取了中天合创的煤化工硫回收 EPC 合同，证明公司在新型煤化工的硫回收领域也有较强的竞争力。

- **专利构筑壁垒，外延扩张或打开长期发展空间**

公司近期公告围绕硫磺回收的工艺获得 3 项发明专利和一项实用新型专利，公司作为技术型企业已经依靠专业技术能力在硫回收领域建立了一定壁垒，并通过并购形成了硫磺回收+耐硫变换（催化剂）+非硫业务的业务结构，业务领域较上市时大大拓展。公司目前在手资金充足，未来有望进一步通过并购在工业环保领域有所拓展，另外公司还与隆众合资设立上海志商电子商务公司，拟搭建精细化工产品和危险化学品的 B2B 电子商务平台，成为化工领域的上海钢联。

- **继续“推荐”**

略调整 14-16 年 EPS 为 0.49（-3.92%）/0.63（-4.55%）/0.80（-5.88%）元，维持 17.6~18.6 的合理估值区间，维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	455	586	610	787	955
(+/-%)	76.3%	28.9%	4.1%	28.9%	21.5%
净利润(百万元)	91	122	161	207	264
(+/-%)	33.1%	32.9%	32.1%	28.9%	27.5%
摊薄每股收益（元）	0.36	0.48	0.49	0.63	0.80
EBIT Margin	24.1%	24.8%	31.7%	31.9%	32.3%
净资产收益率（ROE）	10.9%	12.9%	14.6%	16.2%	17.6%
市盈率（PE）	43.3	34.2	28.1	21.8	17.1
EV/EBITDA	37.4	26.3	21.9	17.4	14.5
市净率（PB）	4.7	4.4	4.1	3.5	3.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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	741	864	1049
应收款项	292	301	388	471
存货净额	80	73	96	117
其他流动资产	25	31	55	67
流动资产合计	**996**	**1145**	**1403**	**1704**
固定资产	137	126	114	98
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
资产总计	**1193**	**1331**	**1571**	**1852**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	121	119	155	189
其他流动负债	68	71	92	112
流动负债合计	**189**	**190**	**248**	**302**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**189**	**190**	**248**	**302**
少数股东权益	38	38	46	47
股东权益	966	1102	1278	1503
负债和股东权益总计	**1193**	**1331**	**1571**	**1852**

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.37	0.49	0.63	0.80
每股红利	0.05	0.07	0.09	0.12
每股净资产	2.92	3.33	3.86	4.54
ROIC	14%	16%	20%	22%
ROE	13%	15%	16%	18%
毛利率	39%	44%	44%	44%
EBIT Margin	27%	32%	32%	32%
EBITDA Margin	29%	35%	35%	35%
收入增长	29%	4%	29%	21%
净利润增长率	33%	32%	29%	27%
资产负债率	19%	17%	19%	19%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	37.1	28.1	21.8	17.1
P/B	4.7	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	27.6	21.9	17.4	14.5

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
营业收入	**586**	**610**	**787**	**955**
营业成本	355	341	443	537
营业税金及附加	6	7	9	11
销售费用	16	16	21	24
管理费用	48	52	63	75
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)	(11)	(6)	(6)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	157	196	261	322
营业外净收支	0	0	0	0
利润总额	**158**	**196**	**261**	**322**
所得税费用	28	34	46	56
少数股东损益	8	1	8	2
归属于母公司净利润	**122**	**161**	**207**	**264**

现金流量表（百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	**122**	**161**	**207**	**264**
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	11	6	6
财务费用	(8)	(13)	(16)	(19)
营运资本变动	(48)	(12)	(77)	(63)
其它	4	5	8	2
经营活动现金流	**102**	**182**	**165**	**231**
资本开支	3	(16)	(11)	(6)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**3**	**(16)**	**(11)**	**(6)**
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)	(24)	(31)	(40)
其它融资现金流	4	0	0	0
融资活动现金流	**(14)**	**(24)**	**(31)**	**(40)**
现金净变动	**90**	**142**	**123**	**185**
货币资金的期初余额	509	599	741	864
货币资金的期末余额	599	741	864	1049
企业自由现金流	97	153	141	208
权益自由现金流	101	164	154	224

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±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±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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马　韬	021-60933157		
林　虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		**大宗商品研究**		**互联网**	
董德志	021-60933158	马　韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	021-60875174	郦　彬	021-6093 3155	郑　剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑　东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
张其立	0755-82139908	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟　潇	0755-82132098	曾　婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐　强	010-88005329
军工		**机械**		**非金属及建材**	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈　玲	021-60875162	刘　宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		**食品饮料**		**汽车及零配件**	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙　飞	0755-82133920		
电力设备				**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160			邱　波	0755-82133390
				刘　萍	0755-22940678
农林牧渔		**轻工造纸**			
杨天明	021-60875165	邵　达	0755-82130706		
赵　钦	021-60933163				
银行		**金融工程**			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周　琦	0755-82133568		
		钱　晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	李　佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄　艺	010-66020272 18611847166	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨　柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	吴　国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		储贻波	18930809296	刘紫微	13828854899
		倪　婧	18616741177	许樱之	18688989863
				黄明燕	18507558226