

证券研究报告—动态报告

建筑工程

工程承包

三维工程 (002469)

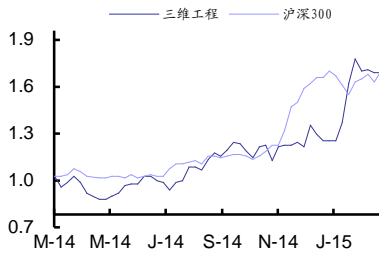
增持

2014 年年报点评

(调低评级)

2015 年 03 月 17 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)	6,604/4,996
上证综指/深圳成指	3,449/12,018
12 个月最高/最低价)	21.84/9.58

相关研究报告:

- 《三维工程-002469-2014 年三季报点评: 专利强化壁垒, 外延扩张空间大》——2014-10-30
- 《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

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

主业稳定增长, 石化电商平台起步

● 总包业务保持较快增长

2014 年三维工程主营收入 7.70 亿, 同比增长 31.35%; 实现净利润 1.55 亿元, 同比增长 27.11%。EPS 为 0.47 元, 符合我们的预期。从分项业务看, 施工、设计和产品销售分别实现收入 5.55、1.25 和 0.87 亿元, 同比分别增长 43.05%、12.48% 和 2.29%。报告期公司综合毛利率 36.89%, 同比下降 2.55 个百分点, 分业务看, 施工、设计和产品销售毛利率分别为 28.41%、58.93% 和 57.72%, 同比分别下降 1.37 和上升 1.46、下降 1.18 个百分点, 综合毛利率下降主要因毛利率相对较低的总包业务增长较快, 在收入中占比提升。

● 在手订单丰富

公司 14 年新签订重大合同 4 项, 总金额 6.32 亿元, 较 13 年增长 47%。目前尚在执行的重大合同 4 个, 总金额 8.4 亿元, 待结算金额约 5.24 亿元。预计齐鲁分公司技改项目将在 15 年全部执行完毕, 中天合创鄂尔多斯项目也将在 15 年进入施工高峰, 目前在手重大合同为公司 15 年总包业务的稳定打下基础。

● 专利构筑壁垒, 外延扩张或打开长期发展空间

公司 14 年围绕硫磺回收的工艺获得多项发明专利和实用新型专利, 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, 且在并购方面积累了一定的资源, 未来有望进一步通过引进技术和并购联合, 形成多元利润支撑, 推动公司跨越发展,

● 石化电商平台已经开始运营, 有望打造石化领域的上海钢联

公司 14 年与隆众合资设立了上海志商电子商务公司, 搭建化工领域的 B2B 电子商务平台, 隆众本身最早是中石油中石化下面的电子信息平台, 在石化信息门户领域积累了很多经验, 后来又获得上海钢联的入股, 而三维工程本身在石化领域耕耘多年, 与上下游都建立了较好的关系, 二者可谓强强联合, 未来有望将上海志商打造成石化领域的上海钢联。

● 给予“增持”评级

我们预计 15-17 年 EPS 分别为 0.58 (-7.93%) / 0.67 (-10.67%) / 0.79 元, 当前股价对应的 PE 分别为 34/29/25x, 给予“增持”的投资评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	586	770	911	1,052	1,189
(+/-%)	28.9%	31.4%	18.3%	15.5%	13.0%
净利润(百万元)	122	155	193	223	260
(+/-%)	32.9%	27.1%	24.9%	15.7%	16.4%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.47	0.58	0.67	0.79
EBIT Margin	24.8%	28.1%	27.3%	27.6%	28.1%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	13.8%	15.0%	15.2%	15.3%
市盈率 (PE)	44.2	42.5	34.0	29.4	25.3
EV/EBITDA	36.3	30.6	25.5	22.2	19.6
市净率 (PB)	6.4	5.9	5.1	4.5	3.9

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)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	349	678	971	1195
应收款项	757	624	577	651
存货净额	60	125	144	163
其他流动资产	180	46	74	83
流动资产合计	1346	1472	1766	2093
固定资产	133	118	76	29
无形资产及其他	28	22	17	11
投资性房地产	34	34	34	34
长期股权投资	2	2	2	2
资产总计	1543	1648	1894	2170
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	277	203	235	265
其他流动负债	100	115	133	150
流动负债合计	378	318	368	414
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	378	318	368	414
少数股东权益	47	48	54	62
股东权益	1119	1283	1472	1693
负债和股东权益总计	1543	1648	1894	2170

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.47	0.58	0.67	0.79
每股红利	0.08	0.09	0.10	0.12
每股净资产	3.38	3.87	4.45	5.11
ROIC	17%	17%	20%	22%
ROE	14%	15%	15%	15%
毛利率	37%	37%	37%	37%
EBIT Margin	28%	27%	28%	28%
EBITDA Margin	29%	30%	30%	30%
收入增长	31%	18%	16%	13%
净利润增长率	27%	25%	16%	16%
资产负债率	28%	22%	22%	22%
息率	0%	0%	1%	1%
P/E	42.5	34.0	29.4	25.3
P/B	5.9	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	30.6	25.5	22.2	19.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	770	911	1052	1189
营业成本	486	578	667	750
营业税金及附加	6	7	8	10
销售费用	16	18	20	21
管理费用	46	59	67	73
财务费用	(9)	(10)	(16)	(22)
投资收益	2	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(31)	(27)	(32)	(36)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	197	234	278	323
营业外净收支	1	1	1	1
利润总额	198	235	279	324
所得税费用	34	41	47	55
少数股东损益	9	1	8	9
归属于母公司净利润	155	193	223	260

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	155	193	223	260
资产减值准备	20	(25)	(2)	(2)
折旧摊销	10	22	22	23
公允价值变动损失	31	27	32	36
财务费用	(9)	(10)	(16)	(22)
营运资本变动	(398)	119	47	(59)
其它	(12)	26	9	10
经营活动现金流	(194)	362	331	267
资本开支	9	(4)	(4)	(4)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	7	(4)	(4)	(4)
权益性融资	19	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(25)	(29)	(33)	(39)
其它融资现金流	(31)	0	0	0
融资活动现金流	(64)	(29)	(33)	(39)
现金净变动	(250)	329	294	224
货币资金的期初余额	599	349	678	971
货币资金的期末余额	349	678	971	1195
企业自由现金流	(199)	342	306	237
权益自由现金流	(230)	350	320	255

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	马韬	021-60933157		
		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	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
贺平鸽	0755-82133396	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
邓周宇	0755-82133263				
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			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
		成尚汶	010-88005315	刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		汽车及配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513				
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		
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		
		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)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 18516250266	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	82130833-701503 18682071096
						xiaxue@guosen.com	
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				