

传统业务下半年有望好转，外延扩张是未来看点

——三维工程（002469）半年度财报点评

2015年07月22日

强烈推荐/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 2015 年半年报，营业收入 2.91 亿元，同比增长 13.23%，归属于上市公司股东的净利润为 6464.4 万元，同比增长 2.3%，扣非净利润 6184.68 万元，同比下降 2.11%，基本每股收益 0.19 元。

公司预计 2015 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 9056.59-12075.46 万元，同比变动-10%-20%。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	151.98	115.28	141.52	108.38	405.06	98.89	191.87
增长率（%）	-15.92%	14.67%	-26.98%	-22.62%	166.53%	-14.21%	35.57%
毛利率（%）	36.80%	35.23%	53.73%	54.46%	26.78%	39.48%	32.38%
期间费用率（%）	6.98%	9.00%	9.02%	12.89%	3.81%	15.39%	6.84%
营业利润率（%）	25.85%	22.42%	38.46%	43.46%	17.14%	32.15%	21.87%
净利润（百万元）	33.15	20.58	45.70	39.24	58.12	25.53	41.68
增长率（%）	5.34%	50.58%	-22.34%	62.41%	75.33%	24.05%	-8.81%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.07	0.14	0.11	0.16	0.08	0.12
资产负债率（%）	15.86%	14.29%	14.88%	12.82%	24.47%	19.21%	17.10%
净资产收益率（%）	3.30%	2.01%	4.36%	3.55%	4.99%	2.14%	3.52%
总资产收益率（%）	2.78%	1.72%	3.71%	3.09%	3.77%	1.73%	2.92%

观点：

- **中报业绩主要受行业景气度变动影响。**公司下游主要包括石油化工与煤化工行业，受宏观经济下行影响，公司下游行业投资增速放缓，尤其是现代煤化工行业同时受政策收紧的影响较大，已获路条的近 7000 亿项目实际仅投资数百亿。上半年公告的新签合同额为 0.77 亿，对比 2013、2014 年新签合同额分别为 3.87 亿、7.1 亿。毛利率也出现下滑，整体下降 10.58%至 34.55%，工程设计与产品销售业务下滑最大，毛利率分别同比下滑 14.62%、11.02%。工程总承包因去年新签订单较多，收入增长 27.05%，但设计与产品销售业务收入分别下滑 17.73%、11.18%。以上是公司上半年净利润增幅较小的主要因素。
- **传统业务下半年有望开始好转。**我们仍看好公司传统硫回收等业务的发展空间。随着最严环保法于 2015 年 1 月正式实施，脱硫、脱硝、污水处理等环保产业将有极大发展空间，公司作为国内硫回收行业龙头，一方面拥有最多的项目业绩，另一方面通过与科研院所开展合作，开发更优的硫回收工艺技术，可使二

二氧化硫排放浓度降至 50mg/m³ 以下，满足目前国家最严苛标准。2015 年 7 月国家发改委发布《关于规范煤制燃料示范工作的指导意见》第二次征求意见稿，意在推动行业示范升级，利好公司继续在煤化工行业新签订单。此外，公司与青岛科大在污水处理领域开展合作，将先进技术应用于公司在手总包项目“中沙天津石化污水处理项目”。下游转暖及新技术应用是公司传统业务继续增长的动力。

- **延伸产业链、外延并购业务是未来最大看点。**公司持股 39% 的上海志商在石化产品电子商务领域有较大市场空间，公司今年 6 月成立的中油三维则将产业链延伸至石油及制品销售和贸易经纪领域，二者协同效应较强，有望打造全国性的化工与石化原料及产品电子商务平台。此外，公司谋划以节能环保及其它战略新兴产业为切入点，积极参与行业并购，预计未来外延并购业务将成为公司的重要利润增长点。

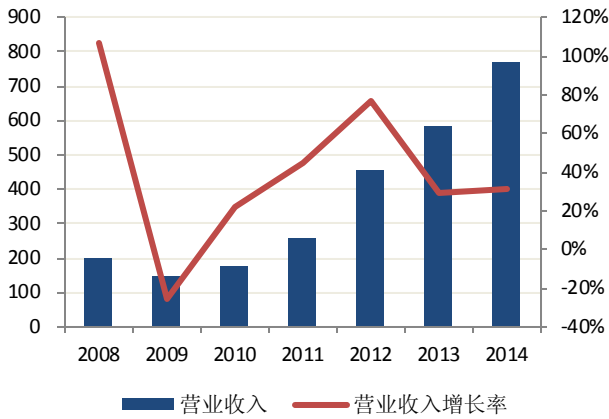
结论：

公司上半年受石油化工与煤化工景气度波动影响较大，但预计下半年环保行业持续景气、煤化工示范升级将使公司传统业务好转，污水处理、电商、贸易等新业务扩张是未来最大亮点。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.57 元、0.74 元、0.95 元，对应 PE 为 31 倍、24 倍、19 倍；维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

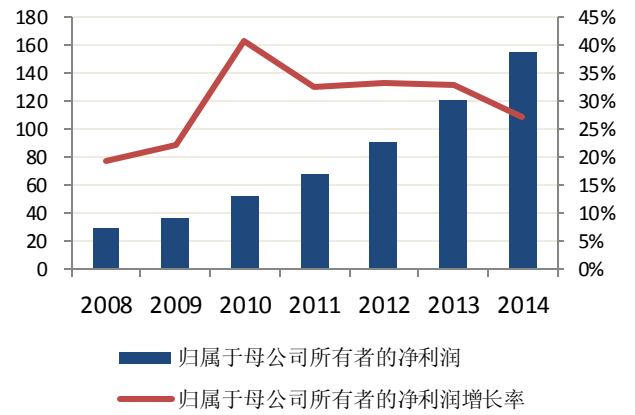
石油化工与煤化工行业投资低于市场预期的风险；电商与贸易市场开拓缓慢的风险

图 1: 公司营业收入及增长情况 (百万元)



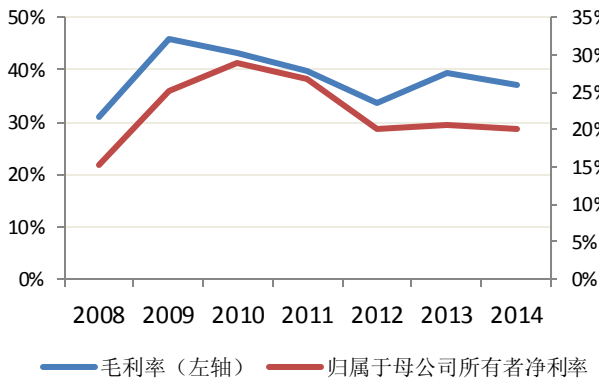
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 公司净利润及增长情况 (百万元)



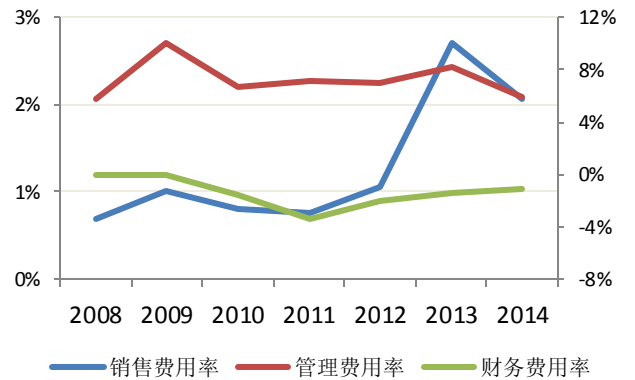
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 公司销售毛利率与净利率情况



资料来源: 东兴证券研究所

图 4: 公司三项费用情况



资料来源: 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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	996	1346	1461	1753	2137	营业收入	586	770	963	1245	1610
货币资金	599	349	673	774	909	营业成本	355	486	631	819	1061
应收账款	275	706	448	580	750	营业税金及附加	6	6	11	12	16
其他应收款	5	13	17	21	28	营业费用	16	16	21	26	34
预付款项	20	26	38	55	76	管理费用	48	46	61	75	97
存货	80	60	104	135	174	财务费用	-8	-9	-5	-6	-6
其他流动资产	0	150	150	150	150	资产减值损失	11.27	31.06	5.00	10.00	10.00
非流动资产合计	197	197	186	196	206	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	2	0	0	0	投资净收益	0.00	2.34	3.00	3.00	3.00
固定资产	136.92	132.59	126.29	129.50	137.32	营业利润	157	197	242	312	402
无形资产	30	28	25	22	20	营业外收入	0.57	0.84	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.34	0.03	0.30	0.30	0.30
资产总计	1193	1543	1647	1950	2343	利润总额	158	198	244	314	404
流动负债合计	189	378	308	388	494	所得税	28	34	42	54	69
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	130	164	202	260	335
应付账款	115	270	190	247	320	少数股东损益	8	9	12	15	18
预收款项	36	49	69	94	126	归属母公司净利润	122	155	190	245	317
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	159	198	246	315	406
非流动负债合计	0	0	0	0	0	BPS (元)	0.48	0.47	0.57	0.74	0.95
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	189	378	308	388	494	成长能力					
少数股东权益	38	47	59	73	91	营业收入增长	28.9%	31.4%	25.0%	29.3%	29.3%
实收资本(或股本)	255	333	333	333	333	营业利润增长	42.1%	25.0%	23.1%	28.7%	29.0%
资本公积	351	297	297	297	297	归属于母公司净利润	32.9%	27.1%	23.0%	28.8%	29.4%
未分配利润	316	431	526	649	807	获利能力					
归属母公司股东权益	966	1119	1280	1488	1758	毛利率(%)	39%	37%	34%	34%	34%
负债和所有者权益	1193	1543	1647	1950	2343	净利率(%)	22%	21%	21%	21%	21%
现金流量表						总资产净利润(%)	10%	10%	12%	13%	14%
						ROE(%)	13%	14%	15%	16%	18%
经营活动现金流	100	-138	348	158	204	偿债能力					
净利润	130	164	202	260	335	资产负债率(%)	16%	24%	19%	20%	21%
折旧摊销	9.64	10.14	9.09	9.59	9.96	流动比率	5.26	3.57	4.74	4.52	4.33
财务费用	-8	-9	-5	-6	-6	速动比率	4.84	3.41	4.41	4.17	3.97
应付帐款的变化	0	0	-79	57	73	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	19	25	32	总资产周转率	0.52	0.56	0.60	0.69	0.75
投资活动现金流	-8	-153	-1	-27	-27	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	4.79	4.01	4.19	5.70	5.68
长期投资	0	2	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	2	3	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.48	0.47	0.57	0.74	0.95
筹资活动现金流	-1	-7	-23	-31	-41	每股净现金流(最新)	0.35	-0.89	0.97	0.30	0.41
短期借款	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.79	3.36	3.84	4.47	5.28
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	86	78	0	0	0	P/E	37.46	38.26	31.48	24.45	18.90
资本公积增加	-61	-55	0	0	0	P/B	4.74	5.35	4.68	4.02	3.41
现金净增加额	90	-298	324	101	136	EV/EBITDA	25.04	28.50	21.58	16.54	12.51

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，四年证券行业从业经验，2014年水晶球第三名。

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。