

2016年01月21日

三维工程 (002469.SZ)

## 斩获光热大单，打响光热市场第一枪

■**事项:**公司公告中标“中广核德令哈 50MW 光热项目传储热系统 EPC 采购”项目，金额 2.56 亿元，包括电站导热油系统、蒸汽发生系统、熔融盐储热系统及配套的辅助工程系统的设计、采购、施工、单机试车、联动试车、投料试车并产出合格品质的蒸汽等。

■**政策大力支持下光热市场前景广阔，后续项目有望加速。**光热发电主要利用大规模阵列抛物或碟形镜面收集太阳热能，并通过换热装置提供蒸汽达到发电目的。2015 年 9 月，国家能源局发布《关于组织太阳能热发电示范建设的通知》，并将筛选出 1GW 示范项目(预期不超过 20 个)，要求可以近期开工建设，2017 年底投入运行，奠定大规模产业化的基础；新能源司副司长梁志鹏表示十三五初步规划 2020 年达到 10GW 光热发电装机。最终示范项目名单将随电价一同发布，预期政策明确后项目招投标有望加速，市场规模预计达 5000 亿。

■**首次进入太阳能光热发电领域，打造利润新增长极。**此次中标标志着公司将业务范围拓展至光热发电领域，有利于新能源领域业务拓展。中广核德令哈 50MW 槽式光热电站是我国首个开工建设的大规模商业化光热电站项目，也是发改委第一批批复的四大光热发电项目之一，总投资 25 亿人民币，获亚行 1.5 亿美元贷款，行业内具有示范意义。我国此前仅有小型实验项目实施，国内企业光热技术尚不成熟，此次中标将完善公司大型项目的技术储备和实施经验，增强市场竞争力，有利于后续项目承接，打造新的利润增长极。

■**主业大环保战略持续推进，石化电商进展顺利。**公司依托在硫磺回收、废气及污水治理等工程环保化运营方面的经验和积极技术推进大环保战略，参股威海普益 7% 股权并提供 5000 万元财务支持、享有 51% 表决权，进军船舶脱硫市场，有望形成陆海联动。志商石化电商获得公司财务资助后快速发展，据公司投资者关系活动纪要公告披露 2015 年前三季度收入过亿。

■**投资建议:**我们预计公司 2015/2016/2017 年 EPS 分别为 0.41/0.49/0.57 元，考虑到公司作为光热领域稀缺标的和未来承接项目的经验优势，给予 19.6 元目标价 (2016 年 40 倍 PE)，买入-A 评级。

■**风险提示:**经济减速促传统业务放缓风险；新业务开拓不达预期风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	586.4	770.2	847.3	957.4	1,101.0
净利润	121.6	154.6	137.4	162.8	191.4
每股收益(元)	0.36	0.46	0.41	0.49	0.57
每股净资产(元)	2.88	3.33	3.62	3.97	4.37

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	33.1	26.0	29.2	24.7	21.0
市净率(倍)	4.2	3.6	3.3	3.0	2.7
净利润率	20.7%	20.1%	16.2%	17.0%	17.4%
净资产收益率	12.6%	13.8%	11.3%	12.2%	13.1%
股息收益率	0.6%	1.2%	1.0%	1.1%	1.4%
ROIC					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 19.6 元  
股价 (2016-01-20) 11.98 元

交易数据

总市值(百万元)	4,019.39
流通市值(百万元)	3,374.72
总股本(百万股)	335.51
流通股本(百万股)	281.70
12 个月价格区间	10.71/31.04 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-7.6	-5.65	-35.69
绝对收益	-26.5	-18.34	-13.15

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001  
xiatian@essence.com.cn  
021-68763692

杨涛

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514050002  
yangt@essence.com.cn  
021-68765859

宋易潞

报告联系人

songyl@essence.com.cn  
021-68766750

相关报告

三维工程: 脱硫精兵进军海洋市场	2015-11-17
三维工程: 设立石化贸易公司助力 B2B 石化电商业发展	2015-06-14
三维工程: 受益于油品升级, 开拓 B2B 石化电商业潜力巨大	2015-05-22
三维工程: 业绩稳健增长, 电商环保打开新空间	2015-03-17

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	586.4	770.2	847.3	957.4	1,101.0	成长性					
减:营业成本	355.1	486.1	549.0	618.5	711.3	营业收入增长率	28.9%	31.4%	10.0%	13.0%	15.0%
营业税费	6.3	6.1	8.5	9.6	11.0	营业利润增长率	42.1%	25.0%	-11.4%	18.2%	17.9%
销售费用	15.9	16.0	21.2	24.9	30.8	净利润增长率	32.9%	27.1%	-11.1%	18.5%	17.6%
管理费用	48.5	45.7	72.0	80.4	92.5	EBITDA 增长率	47.4%	24.5%	-10.4%	16.9%	17.3%
财务费用	-8.1	-9.1	-7.9	-10.1	-11.6	EBIT 增长率	47.1%	25.7%	-11.3%	17.7%	18.1%
资产减值损失	11.3	31.1	32.0	30.0	30.0	NOPLAT 增长率	45.9%	26.4%	-11.1%	17.7%	18.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.9%	102.6%	0.0%	0.5%	14.1%
投资和汇兑收益	-	2.3	2.0	2.0	6.0	净资产增长率	16.0%	16.1%	8.9%	10.0%	10.4%
营业利润	157.4	196.8	174.4	206.2	243.0	利润率					
加:营业外净收支	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8	毛利率	39.4%	36.9%	35.2%	35.4%	35.4%
利润总额	157.7	197.6	175.2	206.9	243.8	营业利润率	26.8%	25.6%	20.6%	21.5%	22.1%
减:所得税	27.8	34.0	29.8	35.2	41.4	净利润率	20.7%	20.1%	16.2%	17.0%	17.4%
净利润	121.6	154.6	137.4	162.8	191.4	EBITDA/营业收入	27.1%	25.7%	20.9%	21.6%	22.1%
						EBIT/营业收入	25.5%	24.4%	19.7%	20.5%	21.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	84	63	55	47	40
						流动资产周转天数	112	193	264	237	227
						流动资本周转天数	568	547	574	565	553
						应收账款周转天数	163	234	265	250	250
						存货周转天数	38	33	41	41	38
						总资产周转天数	689	639	655	635	612
						投资资本周转天数	230	281	342	303	283
						投资回报率					
						ROE	12.6%	13.8%	11.3%	12.2%	13.1%
						ROA	10.9%	10.6%	9.4%	9.4%	10.6%
						ROIC	35.0%	39.1%	17.2%	20.2%	23.7%
						费用率					
						销售费用率	2.7%	2.1%	2.5%	2.6%	2.8%
						管理费用率	8.3%	5.9%	8.5%	8.4%	8.4%
						财务费用率	-1.4%	-1.2%	-0.9%	-1.1%	-1.1%
						三费/营业收入	9.6%	6.8%	10.1%	9.9%	10.1%
						偿债能力					
						资产负债率	15.9%	24.5%	17.6%	23.9%	19.2%
						负债权益比	18.9%	32.4%	21.4%	31.4%	23.8%
						流动比率	5.26	3.57	4.98	3.77	4.73
						速动比率	4.84	3.41	4.49	3.58	4.32
						利息保障倍数	-18.35	-20.61	-21.13	-19.37	-19.95
						分红指标					
						DPS(元)	0.08	0.15	0.12	0.13	0.17
						分红比率	20.9%	32.3%	30.0%	27.8%	30.0%
						股息收益率	0.6%	1.2%	1.0%	1.1%	1.4%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129.8	163.6	137.4	162.8	191.4	EPS(元)	0.36	0.46	0.41	0.49	0.57
加:折旧和摊销	9.6	10.1	10.7	11.2	11.6	BVPS(元)	2.88	3.33	3.62	3.97	4.37
资产减值准备	11.3	31.1	-	-	-	PE(X)	33.1	26.0	29.2	24.7	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.6	3.3	3.0	2.7
财务费用	-	-	-7.9	-10.1	-11.6	P/FCF	52.7	-15.9	29.3	25.4	51.8
投资损失	-	-2.3	-2.0	-2.0	-6.0	P/S	6.9	5.2	4.7	4.2	3.7
少数股东损益	8.2	9.1	8.0	8.9	11.0	EV/EBITDA	19.7	22.9	20.4	16.9	14.3
营运资金的变动	-45.3	-471.1	-0.9	-11.7	-121.1	CAGR(%)	9.8%	7.3%	16.3%	9.8%	7.3%
经营活动产生现金流量	99.9	-138.0	145.4	159.1	75.3	PEG	3.4	3.5	1.8	2.5	2.9
投资活动产生现金流量	-8.4	-153.0	-4.0	-3.0	1.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-1.4	-6.9	-33.3	-35.1	-45.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

夏天、杨涛声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034