

建筑工程行业公司点评  
 2016年03月18日

**业绩周期性回落，现金流大幅提升**

——“三维工程”年报点评(002469.SZ)

**分析师** 邵帅  
 执业证书 S0110512080001  
 电话 010-59366111  
 邮件 shaoshuai@sczq.com.cn

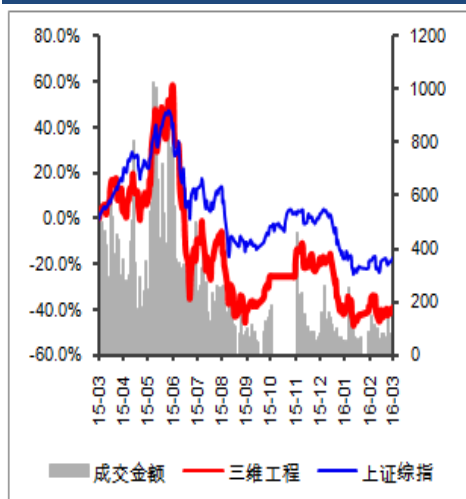
**研究助理** 刁阳  
 电话 010-59366179  
 邮件 diaoyang@sczq.com.cn

**行业数据** 2016/03/17

股票家数(家)	62
总市值(亿元)	13767.95
流通市值(亿元)	10672.72
平均涨跌幅(%)	1.07
每股收益(TTM, 元)	0.552

**公司数据** 2016/03/17

总市值(亿元)	39.52
流通市值(亿元)	33.16
总股本(亿股)	3.36
流通股本(亿股)	2.82
12个月价格区间	10.3~32.1

**一年内股价走势**


### 业绩描述

2015年公司实现营业收入6.26亿元，同比下降18.66%；实现归属母公司股东净利润1.26亿元，同比下降18.65%，扣除非经常性损益后实现归属净利1.14亿元，同比下降25%，降幅显著；经营性活动产生净现金流2.41亿元，由负转正；总资产15.72亿元，小幅上升1.95%，归属净资产12.19亿元，增长9.03%；实现基本每股收益0.38元，下降19.15%。

### 业绩点评

#### 业绩出现首次下滑，主要全业务板块无一增长

受经济增速放缓、国际油价下跌及局部产能过剩等因素影响，石化、煤化工行业整体投资规模有所下降。公司业务主要集中于石化和煤化工装置的新建、节能环保升级改造、工艺流程的优化改进等领域，工程业务主要以硫回收装置设计、采购、施工（EPC）总承包为主。受下游行业投资增速回落影响，公司业绩出现上市以来的首次下滑，营收和归属母公司股东净利润分别下降18.66%和18.65%，周期性影响明显。

板块方面，工程总承包业务、工程设计和产品销售三项业务均出现不同程度下滑，2015年营收分别下滑17.54%、26.36%和15.72%，毛利润也分别下滑1.59%、11.35%和3.54%，反映出产品(服务)的盈利能力减弱。

我们认为，在清洁能源趋势下，石化和煤化工行业的新增投资继续下滑在未来几年将是大概率事件。在下游产能收缩的大背景下，尽管公司存在环保升级改造、流程优化等业务，但对整体利润的贡献仍有限，加之来自国外工程公司和与行业有交叉的中央企业的直接竞争，业绩出现改善的可能性较低。

#### 应收账款大幅回收陡增货币资金，盈利质量和资产流动性大大增强；大客户营销存在客户过于集中风险

2015年末应收账款4.35亿元，较年初大幅下降38.4%，账款回收使得经营活动现金流入大幅增长

132.38%，现金流量净额超大比例增加274.8%。同时，由于本期理财产品收益收回，两因素促使年末货币资金高达6.32亿元，较年初大幅增长81.08%，其占总资产的比重也由22.61%显著提高到40.22%，资产流动性大大增强，偿债能力进一步提高。此外，经营现金流净额大大超过净利润也说明当期利润质量较高。

年报显示，公司2013年、2014年和2015年前五大客户的销售收入占当年总收入的比重分别为70%、66.27%和68.77%，大客户营销特征明显。我们对客户分析进行分析，公司主要客户为中石油、中石化、中国神化等特大型集团分公司或联合其他公司设立的子公司。

从销售占比看，2013年公司第一大客户为中化泉州石化有限公司，销售占比高达60.14%，排第二的中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司销售占比为4.29%；2014年第一大客户为中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司，占比39.39%，排第二的中化泉州石化有限公司占比9.67%；2015年第一大客户中天合创能源有限责任公司，占比26.6%，另外中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司销售占比21.48%，排第二。很显然，公司的销售对象过于集中，一旦出现客户流失现象，将对公司业绩增长形成巨大压力。

#### ■ “十三五”开启环保元年，改造市场巨大；持续投入研发费用打造先进脱硫工艺，为新标准做足准备

2015年是《大气污染防治行动计划》和《水污染防治行动计划》落地实施的关键一年，化工和石化企业环保设施新建或改造将成为刚性需求。在当前制造业去产能的背景下，行业转型升级成为必然趋势，致力于提供高品质、低污染物排放的能源类产品将有效激发化工、石化企业提质增效，行业对先进技术及装置的需求趋于旺盛。公司多年来积累沉淀的硫磺回收、脱硫脱硝、耐硫变换、污水处理、VOCs治理等富有市场竞争力的先进技术成为公司开拓节能环保市场的有效驱动力。此外，子公司青岛联信催化材料有限公司在耐硫变换领域开发出了填补国际空白的低水(气)耐硫变换新工艺，实现了耐硫变换工艺的创新和突破。

公司持续加强研发投入，2013年、2014年和2015年研发金额占营业收入的比重分别为4.99%、3.67%和4.46%，年均保持在2800万左右。合作开发的两种新型硫回收工艺技术已建成工业装置，自主研发的新型硫回收组合工艺技术也已进行工业装置设计。国家新的大气污染物排放标准将在2017年全面实施，公司所研发的新型硫回收技术有望凭借其优越的性能和超低的排放在市场竞争中斩获大订单。

➤ 风险提示

1.下游石化行业整体投资增速下滑对业绩形成不利；2.大客户过于集中风险；3.行业技术创新和升级步伐不断加快，技术高端化、产品差异化、生产消费绿色低碳化趋势明显，公司可能面临部分技术失去领先优势等风险，科技成果的工程转化也存在着不确定性。

## 分析师简介

邵帅，策略分析师，毕业于北京科技大学，硕士研究生，5年证券行业从业经验。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现