

三维工程 (002469)

2016年3月20日

六年首次负增长，中标中广核光热项目投资评级：增持（首次）

证券分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

huanghf@dwzq.com.cn

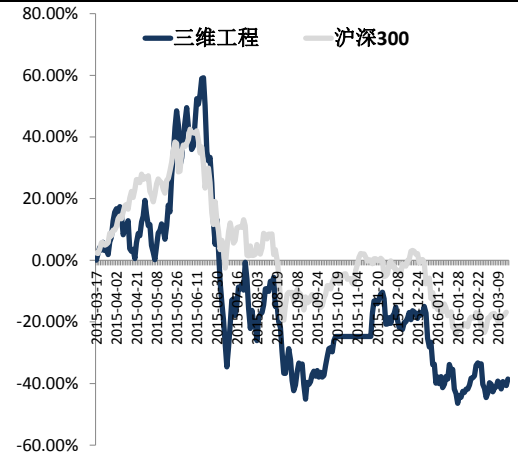
2015 年报公告

公司实现营业收入 6.3 亿元，同比下降 18.66%；实现归母净利润 1.26 亿元，同比下降 18.65%。EPS0.38，同减 19.15%。公司决定每 10 股派发 1.5 元现金红利，并由资本公积转增股本 5 股。

投资要点

- 公司是以环保见长的工程总包公司，所涉及行业包括化工、石化、医药和环保。业绩下滑主要由于国内投资建设大幅减缓及公司盈利能力下滑：公司主要业务分为三块，1) 工程总包收入 4.58 亿元，同比下滑 17.5%，收入占比 73%，毛利率为 26.82%，同比减少 1.59 个百分点。2) 工程设计收入 9200 万元，占比 14.7%，毛利率为 47.6%，同比减少 11.35 个百分点。3) 产品销售 7372 万元占比 11.8%，毛利率为 54%。尽管公司的各项毛利率有所下滑，但相比同类工程总包及设计类企业，盈利能力仍属于行业领先地位。
- 销售费用率及管理费用总量增长不多，但由于收入下滑体现出费用率较高。投资收益+营业外收入+税率减少 4 个百分点增色净利润数据：公司 2015 年产生销售费用 1622 万元同比增长 1.7%；管理费用 5016 万元同比增长 9.7%。公司取得投资收益 826 万元，同比增长 253%，主要由公司理财产品投资回报所致。营业外收入 482 万元同比增长 473%，主要由于政府补助、营改增补贴及 863 项目补贴所致。公司经营的税率结构进一步优化，15 年税率为 13.46%，而 14 年的税率为 17.19%。
- 公司历年结转大订单为 2 亿元，2016 年将在经营模式上实现突破。公司 2016 发展规划：1) 业务向 BT、BOT、PPP 以及后续生产服务延伸，实现一站式销售模式；2) 切实加快通过外延并购整合优质资源的步伐，力争取得新突破；3) 加快新能源和节能环保技术的研发、引进和合作。
- 中标“中广核德令哈 50MW 光热项目传储热系统 EPC 采购”，金额为 2.56 亿元，占 2015 年收入的 41%：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，此次中标体现了公司技术的核心竞争力，标志着公司首次将业务范围拓展至太阳能光热发电领域，对公司“新能源领域业务拓展”及“大环保战略”的推进实施具有重要意义。
- 盈利预测与投资评级：公司近五年收入增长均衡，复合增长率为 28.5%，2015 年收入的下滑主要来自宏观经济低迷。随着“十三五”规划加大推进环保工程、医疗工程，公司经营依托宏观政策面支持将快速回归增长轨道。我们预计 2016-18 年收入分别为 7.4、9.6 和 12.2 亿元，实现 EPS 分别为 0.48、0.60、0.74 元，对于 PE 分别为 28、21 和 17 倍，估值合理，考虑公司的成长性，给予“增持”评级。
- 风险提示：政策面细则传导落实较慢，公司恢复增长低于预期。

公司股价走势



市场数据

收盘价 (元)	12.86
一年最低价/最高价	10.30 / 32.11
市净率	4.06
流通A股市值(百万元)	3622.6

基础数据

每股净资产 (元)	3.63
资产负债率 (%)	17.3
总股本 (百万股)	335.51
流通A股 (百万股)	281.70

相关研究

图表 1 三维工程未完成大订单转下一年的情况 (单位: 亿元)

合同日期	合同名称	总金额	已结算金额	转入下一年的结算量
2015 年 9 月 6 日	《齐鲁分公司天然气进厂管线安全隐患治理项目 EPC 总承包合同》	0.65	0.43	0.22
2014 年 12 月 5 日	《中天合创鄂尔多斯煤炭深加工示范项目硫回收装置 EPC 总承包合同》	2.04	1.67	0.37
2014 年 11 月 18 日	《齐鲁分公司第一硫磺回收装置安全隐患治理技术改造项目 EPC 总承包合同》	3.77	3.17	0.60
2013 年 9 月 30 日	《神华新疆 68 万吨/年煤基新材料项目硫磺回收装置合同》	1.12	0.88	0.24
2013 年 6 月 14 日	《神华宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目硫回收装置详细工程设计及采购 (EP) 承包合同》	1.48	0.90	0.58
合计		9.06	7.05	2.01

资料来源: 三维工程 2015 年年报, 东吴证券研究所

财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1357.3	1630.0	1885.4	2287.1	营业收入	626.5	742.0	956.4	1223.8
现金	632.7	426.6	333.6	300.0	营业成本	417.3	497.8	643.5	827.6
应收款项	515.5	914.8	1179.2	1508.8	营业税金及附加	4.2	5.9	7.7	9.8
存货	125.2	177.3	229.2	294.7	营业费用	16.2	14.8	19.1	24.5
其他	83.9	111.3	143.5	183.6	管理费用	54.4	49.9	63.8	81.2
非流动资产	215.6	212.0	206.9	205.1	财务费用	-5.3	-7.9	-5.7	-2.9
长期股权投资	4.7	4.7	4.7	4.7	投资净收益	8.3	6.0	6.0	6.0
固定资产	128.5	126.5	123.0	122.9	其他	1.2	-3.4	-3.4	-3.4
无形资产	49.2	47.6	45.9	44.3	营业利润	149.0	184.1	230.7	286.3
其他	33.3	33.3	33.3	33.3	营业外净收支	4.8	5.0	5.0	5.0
资产总计	1572.9	1842.1	2092.3	2492.2	利润总额	153.8	189.1	235.7	291.3
流动负债	271.9	444.6	574.7	826.0	所得税费用	20.7	28.4	35.4	43.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	87.0	少数股东损益	7.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	206.0	368.3	476.0	612.2	归属母公司净利润	125.8	160.7	200.4	247.6
其他	65.9	76.4	98.7	126.8	EBIT	138.5	175.1	224.0	282.4
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	149.1	190.4	240.4	300.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	271.9	444.6	574.7	826.0	每股收益(元)	0.37	0.48	0.60	0.74
少数股东权益	81.5	81.5	81.5	81.5	每股净资产(元)	3.63	3.92	4.28	4.72
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	335.5	335.5	335.5	335.5
益	1219.5	1315.9	1436.1	1584.7	ROIC(%)	9.7%	11.5%	13.8%	14.9%
负债和股东权益总计	1572.9	1842.1	2092.3	2492.2	ROE(%)	10.3%	12.2%	14.0%	15.6%
					毛利率(%)	33.4%	32.9%	32.7%	32.4%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	22.1%	23.6%	23.4%	23.1%
经营活动现金流	241.2	-128.1	3.3	-0.6	销售净利率(%)	20.1%	21.7%	20.9%	20.2%
投资活动现金流	91.3	-13.6	-16.2	-21.0	资产负债率(%)	17.3%	24.1%	27.5%	33.1%
筹资活动现金流	-24.2	-64.3	-80.1	-12.0	收入增长率(%)	-18.7%	18.4%	28.9%	28.0%
现金净增加额	308.3	-206.0	-93.0	-33.6	净利润增长率(%)	-18.7%	27.8%	24.7%	23.6%
折旧和摊销	10.6	15.3	16.4	17.8	P/E	34.31	26.85	21.53	17.42
资本开支	28.9	-13.6	-16.2	-21.0	P/B	3.54	3.28	3.00	2.72
营运资本变动	140.2	-309.1	-218.4	-271.0	EV/EBITDA	30.76	24.99	20.34	17.12
企业自由现金流	317.2	-158.6	-27.8	-34.1					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

