

## 业绩下滑, 环保和光热有望成为新亮点

三维工程 (002469.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **事件:**  
公司 2015 年年报和 2016 年一季报。
- **受行业大周期影响, 业绩六年来首次负增长。**公司 2015 年实现营业收入 6.26 亿元, 同比下降 18.66%, 归属上市公司股东净利润 1.26 亿元, 同比下降 18.65%; 公司 2016 年 Q1 实现营业收入 0.86 亿元, 同比下降 12.64%; 属于母公司股东净利润 0.18 亿元, 同比下降 28.40%。公司预计 2016 上半年净利润区间为 3232-5171 万元, 同比-50%至-20%之间。利润下滑的主要原因是石油价格持续下跌, 大周期不景气影响到石油化工、煤化工行业固定投资持续下降。
- **期间费用增长较快, 盈利能力有所下滑, 现金状况有所改善。**公司 2015 年实现综合毛利率为 33.38%, 同比下滑 3.51pct; 净利率下滑 0.01pct 至 21.24%。我们认为毛利率的降低主要受期间费用率上升所致, 2015 年度公司期间费用同比上升 2.93pct 至 9.75%, 其中管理费用上升较大, 管理费用同比上升 2.08pct 至 8.01, 主要系人工成本增加所致。公司 2015 年应收账款 4.35 亿, 同比减少 18.12%。经营性净现金流由负转正, 从 2014 年的-1.38 亿元增至 2015 年度的 2.41 亿元。
- **受石油化工和煤化工投资持续下降影响, 公司盈利状况逐季下滑。**2015 年分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 0.99 亿元、1.92 亿元、1.43 亿元、1.93 亿元, 分别同比增长-14.21%、35.57%、31.74%和-52.37%, 分别实现归母净利润 2532 万元、3932 万元、2726 万元、3384 万元, 同比增长 38.59%、-12.46%、-27.18%、-37.27%。公司第四季度降幅达到上市以来的最大降幅; 公司第四季度收入低于前三个季度有违石油化工工程建设行业季度收入规律, 也从侧面反映出整个行业的不景气。
- **投资威海普益, 进入船舶废弃处理行业, 静享环保红利。**公司以“股权受让+增资”的方式出资人民币 200 万元获得威海普益船舶环保科技有限公司 7.14% 的股权。普益环保是目前国内船舶废弃处理行业的领头羊, 该公司的船舶脱硫技术能达到国际海事公约所规定的 0.1% m/m 船舶硫氧化物排放标准, 处在世界先进水平。公司以投资普益威海为突破口, 以“气十条”和国际公约为依托, 进入环保行业子行业, 有望分享环保行业红利, 预计公司未来将继续在拓展环保领域。
- **中标国内首个大规模商业化光热电站项目, 塑造新的利润增长极。**公司年初公告中标“中广核德令哈 50MW 光热项目传储热系统 EPC 采购”, 中标金额约为 2.56 亿元, 占 2015 年营业收入的 40.08%。该项目是我国首个开工建设的大规模商业化光热电站项目, 光热发电是太阳能发电形式的一种, 在国内处于商业起步阶段。光热相比光伏具有可储能和可并网等优势, 未来发展空间巨大。通过该项目, 公司可以快速积累光热发电工程领域方面的经验, 形成先入优势, 未来有望成为公司新的利润。
- **志商交易平台前期铺垫完毕, B2B 整装待发。**公司通过设立中油三维(大连)为志商 B2B 平台打通供应链条, 并向其提供财务资助, 解决发展瓶颈。志商平台 2015 年营业收入实现井喷式增长, 达到 1.17 亿, 为 2014 年的 128 倍, 未来有望持续高增长。

### 分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

特此鸣谢:

周蒙达 对此报告亦有贡献

### 市场数据

时间 2015-04-22

A 股收盘价(元)	14.49
A 股一年内最高价(元)	32.11
A 股一年内最低价(元)	10.30
上证指数	2964.70
市净率	3.93
总股本(亿股)	3.36
实际流通 A 股(亿股)	2.82
限售的流通 A 股(亿股)	0.54
流通 A 股市值(亿元)	48.62

### 相关研究

《三维工程(002469)点评报告: 进军万亿油品销售贸易电商市场, 环保主业受益硫排放标准提升》 2015/6/14

《三维工程(002469)点评报告: 环保互联网+比翼齐飞, 估值提升潜力大》 2015/05/25

《三维工程(002469)跟踪报告: 主业市值看百亿, 志商交易平台 B2B 远期合理估值 40 亿元》 2015/2/10

- **风险提示：**宏观经济波动风险、固定资产投资风险、资产重组风险等。
- **盈利预测与估值：**我们下调盈利预测，预测公司 2016-2018 年 EPS 为 0.43/0.52/0.61 元。对应的 16-18 年 PE 分别为 33/27/23 倍，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万）	770	626	690	827	993
增长率（%）	31.4	-18.7	10.2	19.8	20.0
归母净利润（百万）	154.6	125.8	144.5	173.7	203.3
增长率（%）	27.1	-18.7	14.9	20.2	17.0
每股收益	0.46	0.37	0.43	0.52	0.61
市盈率	30	37	33	27	23

资料来源：中国银河证券研究部，截止 2016 年 4 月 22 日

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	770	626	690	827	993	货币资金	349	633	697	835	1,002
营业成本	486	417	449	533	640	存货	60	125	135	160	192
毛利率	36.9%	33.4%	35.0%	35.5%	35.5%	应收账款	706	435	480	572	686
营业税金及附加	6	4	5	6	7	其他流动资产	231	164	169	198	225
营业费用	16	16	18	21	26	<b>流动资产</b>	<b>1,346</b>	<b>1,357</b>	<b>1,480</b>	<b>1,764</b>	<b>2,105</b>
营业费用率	2.07%	2.59%	2.59%	2.59%	2.59%	固定资产	133	128	147	167	192
管理费用	46	50	55	66	79	长期股权投资	2	5	5	5	5
管理费用率	5.93%	8.01%	8.01%	8.01%	8.01%	无形资产	28	49	96	93	90
财务费用	-9	-5	-3	-1	2	其他长期资产	34	33	32	31	30
财务费用率	-1.18%	-0.85%	-0.44%	-0.16%	0.25%	<b>非流动资产</b>	<b>197</b>	<b>216</b>	<b>280</b>	<b>295</b>	<b>316</b>
投资收益	2	8	9	9	9	<b>资产总计</b>	<b>1,543</b>	<b>1,573</b>	<b>1,760</b>	<b>2,060</b>	<b>2,422</b>
<b>营业利润</b>	<b>197</b>	<b>149</b>	<b>172</b>	<b>207</b>	<b>243</b>	短期借款	0	0	12	101	214
营业利润率	25.55%	23.78%	24.91%	24.99%	24.47%	应付账款	270	205	220	261	314
营业外收入	1	5	5	6	6	其他流动负债	108	67	103	123	146
营业外支出	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	<b>378</b>	<b>272</b>	<b>335</b>	<b>486</b>	<b>673</b>
<b>利润总额</b>	<b>198</b>	<b>154</b>	<b>177</b>	<b>212</b>	<b>249</b>	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	34	21	24	29	33	其他长期负债	0	0	0	0	0
所得税率	17.2%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	<b>非流动性负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
少数股东损益	9	7	8	10	12	<b>负债合计</b>	<b>378</b>	<b>272</b>	<b>335</b>	<b>486</b>	<b>673</b>
<b>归母净利润</b>	<b>155</b>	<b>126</b>	<b>145</b>	<b>174</b>	<b>203</b>	股本	333	336	336	336	336
净利率	20.07%	20.07%	20.93%	21.00%	20.48%	资本公积	297	319	319	319	319
EPS (元)	0.46	0.37	0.43	0.52	0.61	<b>股东权益合计</b>	<b>1,119</b>	<b>1,219</b>	<b>1,335</b>	<b>1,474</b>	<b>1,637</b>
						少数股东权益	47	81	90	100	112
						<b>负债权益总计</b>	<b>1,543</b>	<b>1,573</b>	<b>1,760</b>	<b>2,060</b>	<b>2,422</b>
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	155	126	145	174	203	<b>增长率 (%)</b>					
少数股东权益	9	7	8	10	12	营业收入	31.35	(18.66)	10.20	19.80	20.00
折旧和摊销	10	11	49	79	78	营业利润	25.01	(24.30)	15.42	20.19	17.51
营运资金变动	-341	103	-7	-92	-104	净利润	27.11	(18.65)	14.93	20.19	17.03
其他	29	-5	-10	-2	-1	<b>利润率 (%)</b>					
<b>经营现金流</b>	<b>-138</b>	<b>241</b>	<b>184</b>	<b>168</b>	<b>188</b>	毛利率	36.89	33.38	35.00	35.50	35.50
资本支出	-4	-4	-114	-95	-100	EBIT Margin	28.10	22.11	23.73	24.23	24.23
投资收益	3	9	9	9	9	EBITDA Margin	29.41	23.80	30.76	33.73	32.04
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	20.07	20.07	20.93	21.00	20.48
其他	-152	86	0	0	0	<b>回报率 (%)</b>					
<b>投资现金流</b>	<b>-153</b>	<b>91</b>	<b>-106</b>	<b>-86</b>	<b>-91</b>	净资产收益率	13.82	10.76	11.31	12.37	13.07
发行股票	34	26	0	0	0	总资产收益率	10.33	8.42	9.14	9.57	9.52
负债变化	-25	-50	12	89	113	<b>其他 (%)</b>					
股息支出	0	0	-29	-35	-41	资产负债率	24.47	17.29	19.03	23.58	27.79
其他	-16	0	3	1	-2	所得税率	17.19	13.46	13.46	13.46	13.46
<b>融资现金流</b>	<b>-7</b>	<b>-24</b>	<b>-14</b>	<b>56</b>	<b>70</b>	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
<b>现金及等价物</b>	<b>-298</b>	<b>308</b>	<b>65</b>	<b>138</b>	<b>167</b>						

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**周松，建筑行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)