

增持（维持）

所属行业：建筑装饰/专业工程
当前价格(元)：6.11

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

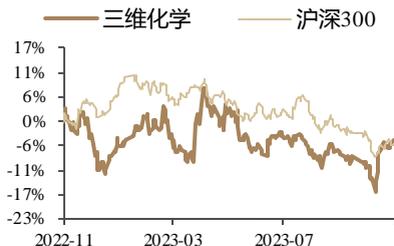
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

联系人

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.53	2.69	3.74
相对涨幅(%)	8.85	7.51	11.58

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《三维化学(002469.SZ)：Q3归母净利同比+70%，化工业务拐点已至》，2023.10.27
- 《三维化学(002469.SZ)：化工景气度下滑短期拖累业绩，中标大额订单强化成长确定性》，2023.8.28
- 《三维化学(002469.SZ)：拟中标13.1亿元化工EPC订单，成长确定性再加强》，2023.8.23
- 《三维化学(002469.SZ)：精细化工稳发展，稀土橡胶、氢能、光热促成长》，2023.6.20

三维化学(002469.SZ)：中标华锦13亿订单，鲁油鲁炼东风已至

投资要点

- 事件：**11月13日，公司公告已于11月10日同北方华锦联合石化有限公司签署了《建设项目工程总承包合同》，签约合同总价(含税)为13.1亿元，不含税金额为11.7亿元。
- 工程项目在手订单已超18亿元，支撑业绩高增长。**参考公告公告，三季度公司共新签工程订单36项，共计4147万元；截至9月底，公司在手已签约未完工订单金额达5.2亿元，加上本次签约的13.1亿订单，公司在手订单已达18.3亿元，占公司2022年工程业务总营收(6.6亿元)的276%。同时公司在氢能、熔盐储能领域持续开拓，承接了中石化青岛炼化氢能资源基地项目、格尔氢能科技氢能利用项目、齐鲁氢能一期氢能一体化项目等多个氢能领域总包或设计项目和我国首个大型商业化光热电站储热系统EPC项目。
- 鲁油鲁炼升级改造启动，公司发展再获机遇。**11月6日，齐鲁石化官网发布了中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司鲁油鲁炼升级改造项目环境影响评价第一次信息公示，项目包括炼油和化工两大部分：(1)炼油方面，新建1000万吨/年常减压、210万吨/年高端碳材料、200万吨/年加氢裂化、8万吨/年硫磺回收、100万吨/年焦化汽油加氢等装置；(2)化工方面，新建100万吨乙烯裂解装置，下游配套20万吨/年环氧乙烷、60万吨/年裂解汽油、100万吨/年芳烃抽提等装置。我们认为，公司凭借：1)区位优势，地处淄博紧邻齐鲁化工园区；2)历史渊源，公司前身为齐鲁石化旗下的胜利炼油厂设计所；3)良好合作，公司已为齐鲁石化设计了大量的工程项目；有望充分受益“鲁油鲁炼”战略，带动工程业务蓬勃发展。
- 投资建议与估值：**预计公司2023年-2025年营收分别为29.11亿元、38.08亿元、47.15亿元，营收增速分别达到11.6%、30.8%、23.8%，归母净利润分别为3.32亿元、5.03亿元、6.69亿元，增速分别达到21.4%、51.2%、33.0%，维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险、安全生产风险、氢能、光热项目开展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	648.86		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	618.68	营业收入(百万元)	2,631	2,610	2,911	3,808	4,715
52 周内股价区间(元):	5.33-6.89	(+/-)YOY(%)	289.3%	-0.8%	11.6%	30.8%	23.8%
总市值(百万元):	3,964.55	净利润(百万元)	377	274	332	503	669
总资产(百万元):	3,272.01	(+/-)YOY(%)	1.2%	-27.5%	21.4%	51.2%	33.0%
每股净资产(元):	4.06	全面摊薄 EPS(元)	0.58	0.42	0.51	0.77	1.03
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	25.8%	19.6%	20.9%	23.5%	25.1%
		净资产收益率(%)	15.2%	10.5%	12.0%	15.4%	17.0%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.51	0.77	1.03
每股净资产	4.00	4.26	5.04	6.07
每股经营现金流	0.79	0.90	0.39	0.87
每股股利	0.25	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	13.98	11.93	7.89	5.93
P/B	1.47	1.43	1.21	1.01
P/S	1.52	1.36	1.04	0.84
EV/EBITDA	7.39	6.50	4.34	2.86
股息率%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.6%	20.9%	23.5%	25.1%
净利润率	10.7%	11.5%	13.4%	14.4%
净资产收益率	10.5%	12.0%	15.4%	17.0%
资产回报率	8.2%	8.8%	11.5%	12.9%
投资回报率	9.3%	10.6%	13.9%	15.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.8%	11.6%	30.8%	23.8%
EBIT 增长率	-29.4%	18.0%	56.8%	35.0%
净利润增长率	-27.5%	21.4%	51.2%	33.0%
偿债能力指标				
资产负债率	18.8%	23.6%	22.0%	21.2%
流动比率	4.6	3.3	3.6	3.8
速动比率	3.4	2.5	2.7	2.9
现金比率	2.1	1.5	1.5	1.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	43.7	33.0	32.0	36.2
存货周转天数	27.3	18.0	16.0	20.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	6.2	4.9	5.8	6.8

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	274	332	503	669
少数股东损益	5	3	7	9
非现金支出	86	94	99	102
非经营收益	-10	-21	-26	-31
营运资金变动	156	172	-331	-188
经营活动现金流	511	581	252	561
资产	-70	-332	-205	-188
投资	-609	0	0	-0
其他	8	21	26	31
投资活动现金流	-672	-312	-179	-158
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-186	-162	0	0
融资活动现金流	-186	-162	0	0
现金净流量	-347	107	73	404

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,610	2,911	3,808	4,715
营业成本	2,099	2,303	2,912	3,529
毛利率%	19.6%	20.9%	23.5%	25.1%
营业税金及附加	12	18	21	26
营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
营业费用	17	17	26	30
营业费用率%	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%
管理费用	102	116	155	198
管理费用率%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
研发费用	102	123	161	212
研发费用率%	3.9%	4.2%	4.2%	4.5%
EBIT	296	349	548	739
财务费用	-13	0	0	0
财务费用率%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	15	21	26	31
营业利润	317	370	574	770
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	316	370	574	770
EBITDA	383	443	647	841
所得税	38	34	64	92
有效所得税率%	12.0%	9.2%	11.1%	12.0%
少数股东损益	5	3	7	9
归属母公司所有者净利润	274	332	503	669

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,075	1,182	1,255	1,659
应收账款及应收票据	243	296	390	570
存货	179	52	207	185
其它流动资产	902	1,067	1,215	1,384
流动资产合计	2,399	2,597	3,068	3,799
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	419	600	652	696
在建工程	45	47	58	75
无形资产	107	132	132	136
非流动资产合计	947	1,186	1,292	1,378
资产总计	3,346	3,783	4,359	5,177
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	305	283	412	448
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	216	501	438	542
流动负债合计	521	784	850	990
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	109	109	109	109
非流动负债合计	109	109	109	109
负债总计	630	894	960	1,100
实收资本	649	649	649	649
普通股股东权益	2,595	2,765	3,268	3,937
少数股东权益	121	124	131	141
负债和所有者权益合计	3,346	3,783	4,359	5,177

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 13 日
资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	买入	相对强于市场表现20%以上；
	增持	相对强于市场表现5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。