



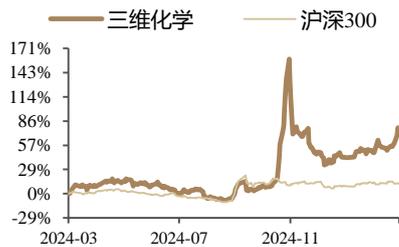
## 买入（维持）

所属行业：建筑装饰/专业工程  
当前价格(元)：8.94

### 证券分析师

王华炳  
资格编号：S0120524100001  
邮箱：wanghb3@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	15.87	20.99	17.74
相对涨幅(%)	16.90	18.74	19.45

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《三维化学(002469.SZ)：正丙醇涨价带来弹性，新疆煤化工赋予机遇》，2024.11.15
- 《三维化学(002469.SZ)：工程业务履约进度放缓拖累业绩，拟中期分红约6500万元》，2024.8.27

# 三维化学(002469.SZ)：全年业绩符合预期，分红比例大幅提升

## 投资要点

- 事件：**3月26日，公司发布2024年年报。2024年公司营收25.54亿元，同比-3.9%；归母净利润2.63亿元，同比-6.9%；扣非归母净利润2.70亿元，同比-2.4%。Q4营收8.61亿元，同比+29.5%，环比+28.9%；归母净利润1.17亿元，同比+39.3%，环比+89.7%；扣非归母净利润1.24亿元，同比+57.3%，环比+102.2%。
- 点评：**
  - 全年业绩符合预期，Q4收入确认提速。**2024年公司营收25.54亿元，同比-3.9%，归母净利润2.63亿元，同比-6.9%；扣非归母净利润2.7亿元，同比-2.4%，业绩符合预期。其中工程、化工业务营收分别5.69、18.10亿元，同比-5.5%、-0.9%；毛利分别1.24、3.83亿元，同比-38.0%、+26.0%，公司化工业务充分发挥柔性生产优势，加大对正丙醇、辛醇、戊醛、戊醇等产品排产力度，盈利同比大幅增长。**单季度看，2024Q4**营收8.61亿元，环比+28.9%；归母净利润1.17亿元，环比+89.7%；扣非归母净利润1.24亿元，环比+102.2%，业绩增速显著提升，预计主要系正丙醇涨价及部分工程订单收入确认加速所致。
  - 毛利率水平提升，费用率略有增长。**盈利能力方面，2024年公司销售毛利率21.6%，同比+0.3pct；销售净利率10.3%，同比-0.6pct。其中工程、化工业务毛利率分别21.8%、21.1%，同比-11.5pct、+4.5pct，工程业务毛利率下降预计主要系部分项目收入与成本确认存在错配所致，化工业务则在柔性生产优势下保持了较强的盈利能力和持续发展能力。**期间费用方面**，2024年公司期间费用率9.7%，同比+0.8pct；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.9%、4.6%、4.4%、-0.2%，同比+0.1pct、+0.5pct、+0.1pct、+0.1pct，管理费用率水平有所提升，主要系职工薪酬等增长所致。
  - 分红比例大幅提升，长期重视股东回报。**公司2024年全年累计现金分红2.60亿元，占归母净利润比例达98.8%，较上年同期+29.8pct，分红比例大幅提升，以3月27日收盘价测算，对应股息率4.5%，具备较强的投资价值。公司长期注重股东回报，自2010年上市以来累计现金分红12.26亿元，充分彰显公司回馈股东的担当与决心。
  - 异辛酸项目投产渐近，入疆掘金星辰大海。**向后展望，**化工业务方面**，公司实现醇醛酸酯一体化布局，依托淄博（毗邻齐鲁石化）和南京（紧邻诚志股份）双基地，实现便捷的原料输送，且可柔性生产提高效益。另有5万吨异辛酸将于年内投产，进一步增厚化工板块利润。**工程业务方面**，公司在手订单充沛，北方华锦项目（13亿订单）预计2025年竣工，年内或迎来结算高峰。鲁油鲁炼项目稳步推进，总投资超200亿元，作为从齐鲁石化炼油厂改制设立的工程公司，公司有望凭借区位优势在鲁油鲁炼项目中斩获较多订单。此外，作为国内设计、总承包硫磺回收装置最多的企业，近期公司密集斩获新疆煤化工订单，承接神华榆林、宁夏宝丰、陕煤榆林等硫磺回收设计及技术服务项目，中标国能准东、国能哈密、山能准东等硫磺回收设计及技术服务项目和国能包头硫磺回收装置EPC总承包项目，有望受益新疆煤化工产业扩张红利，驱动业绩快速增长。
  - 盈利预测：**我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为4.16、5.24、6.56亿元，同比+58.5%、+25.9%、25.2%，对应EPS分别为0.64、0.81、1.01元。维持公

司“买入”评级。

- **风险提示：** 订单进度低于预期；下游需求下滑风险；新疆煤化工建设进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	648.86	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
流通 A 股(百万股):	628.89	营业收入(百万元)	2,657	2,554	3,138	4,098	5,056
52 周内股价区间(元):	4.67-13.09	(+/-)YOY(%)	1.8%	-3.9%	22.9%	30.6%	23.4%
总市值(百万元):	5,800.83	净利润(百万元)	282	263	416	524	656
总资产(百万元):	3,626.68	(+/-)YOY(%)	3.1%	-6.9%	58.5%	25.9%	25.2%
每股净资产(元):	4.20	全面摊薄 EPS(元)	0.43	0.40	0.64	0.81	1.01
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	21.2%	21.6%	23.4%	23.8%	24.1%
		净资产收益率(%)	10.4%	9.6%	13.5%	14.9%	16.1%

资料来源: 公司年报 (2023-2024), 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	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.64	0.81	1.01
每股净资产	4.20	4.74	5.43	6.29
每股经营现金流	0.44	0.87	0.60	0.80
每股股利	0.13	0.10	0.12	0.15
价值评估(倍)				
P/E	18.25	13.93	11.06	8.84
P/B	1.74	1.88	1.65	1.42
P/S	2.27	1.85	1.42	1.15
EV/EBITDA	12.04	8.14	6.57	5.18
股息率%	1.8%	1.1%	1.4%	1.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.6%	23.4%	23.8%	24.1%
净利润率	10.3%	13.3%	12.8%	13.0%
净资产收益率	9.6%	13.5%	14.9%	16.1%
资产回报率	7.2%	10.0%	10.9%	11.8%
投资回报率	8.2%	11.8%	13.1%	14.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.9%	22.9%	30.6%	23.4%
EBIT 增长率	-5.4%	62.0%	25.4%	25.4%
净利润增长率	-6.9%	58.5%	25.9%	25.2%
偿债能力指标				
资产负债率	20.9%	22.5%	23.5%	23.8%
流动比率	3.2	3.1	3.1	3.2
速动比率	2.1	2.2	2.2	2.3
现金比率	0.7	1.2	1.0	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	37.9	32.9	32.9	32.9
存货周转天数	44.4	42.4	42.4	42.4
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	5.8	6.1	7.1	8.3

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	263	416	524	656
少数股东损益	1	1	2	2
非现金支出	97	135	168	189
非经营收益	-23	-36	-35	-45
营运资金变动	-53	48	-271	-283
经营活动现金流	285	565	389	520
资产	-49	-204	-204	-204
投资	-598	151	-100	-100
其他	7	41	41	51
投资活动现金流	-640	-11	-263	-253
债权募资	0	50	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-310	-68	-85	-104
融资活动现金流	-310	-18	-85	-104
现金净流量	-665	536	42	163

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 27 日  
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,554	3,138	4,098	5,056
营业成本	2,003	2,405	3,121	3,840
毛利率%	21.6%	23.4%	23.8%	24.1%
营业税金及附加	15	16	20	25
营业税金率%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	23	28	37	46
营业费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	118	141	189	233
管理费用率%	4.6%	4.5%	4.6%	4.6%
研发费用	112	135	184	228
研发费用率%	4.4%	4.3%	4.5%	4.5%
EBIT	296	479	601	754
财务费用	-6	-4	-8	-9
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-20	-2	0	0
投资收益	34	41	41	51
营业利润	306	485	611	765
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	306	485	611	765
EBITDA	373	622	765	938
所得税	43	67	85	106
有效所得税率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司所有者净利润	263	416	524	656

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	474	1,010	1,052	1,215
应收账款及应收票据	266	293	365	451
存货	244	277	363	446
其它流动资产	1,189	1,065	1,463	1,862
流动资产合计	2,172	2,646	3,243	3,974
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	439	517	574	610
在建工程	37	41	45	49
无形资产	102	96	89	83
非流动资产合计	1,454	1,515	1,555	1,575
资产总计	3,627	4,161	4,799	5,549
短期借款	150	200	200	200
应付票据及应付账款	307	395	513	631
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	228	269	341	413
流动负债合计	685	864	1,054	1,244
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	74	74	74	74
非流动负债合计	74	74	74	74
负债总计	759	938	1,128	1,318
实收资本	649	649	649	649
普通股股东权益	2,724	3,078	3,524	4,083
少数股东权益	143	145	146	149
负债和所有者权益合计	3,627	4,161	4,799	5,549

# 信息披露

## 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

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；	类别	评级	说明
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。	股票投资评级	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。
	行业投资评级	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。