

李琳琳
 执业证书编号: S0730209090108
 021-50588666-8045
 lil112345@sina.com

为节能减排添砖加瓦

——三维工程(002469)新股点评报告

研究报告-新股点评报告

合理价值区间: 23.70-31.60 元

发布日期: 2010年8月24日

报告关键要素:

公司前身为齐鲁石化胜利炼油设计院,技术实力雄厚,拥有自主开发的无在线炉硫磺回收工艺技术,是国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司。下游客户主要包括中石化、中石油、中化集团、中国化工集团以及地方炼油企业等。随着国家对节能减排的日益重视,公司硫磺回收领域的业务有望保持稳定增长;此外,募集资金到位后,依托地域优势,公司业务有望从设计向总承包为主的结构进行转移,这将推动公司业绩的快速增长。考虑到公司具备“节能减排”概念,上市首日有望受到投资者追捧,建议申购。

事件:

- **三维工程(002469)拟在中小板发行上市。**三维工程(002469)拟于中小板发行1660万股A股,发行后公司总股本约为6624万股,投向节能减排工程技术研发与应用中心建设项目和补充流动资金用于扩大工程总承包业务。

点评:

- **公司主营石化工程设计和工程总承包,硫磺回收领域技术领先。**公司前身为齐鲁石化胜利炼油设计院,2004年改制为三维有限公司,2007年整体变更为股份公司。公司主要服务于石油化工、煤化工行业,从事以炼油化工项目为主的工程设计和总承包业务,尤其在硫磺回收等环保装置的设计领域技术先进、业绩突出。2009年,公司实现收入1.47亿元,同比下降25.55%;净利润3680万元,同比增长22.26%。

图1: 公司收入构成

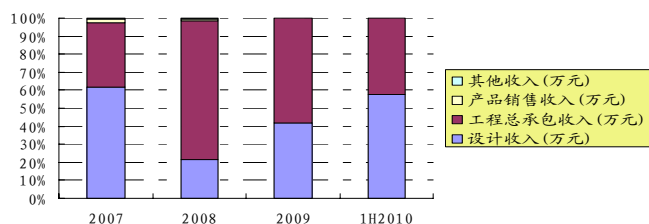
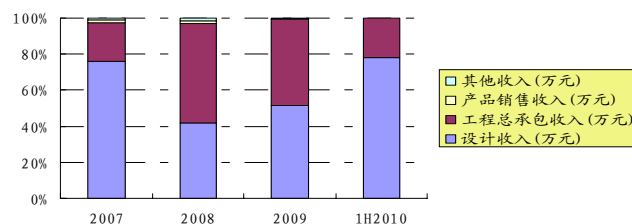
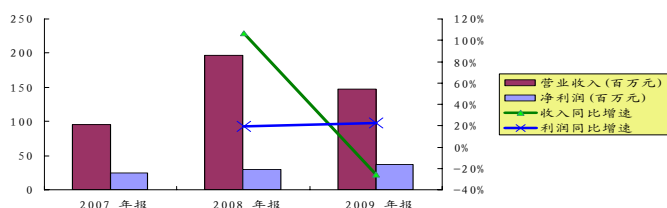


图2: 公司毛利构成



资料来源: Wind

图3: 公司近三年营业收入、净利润及同比增速

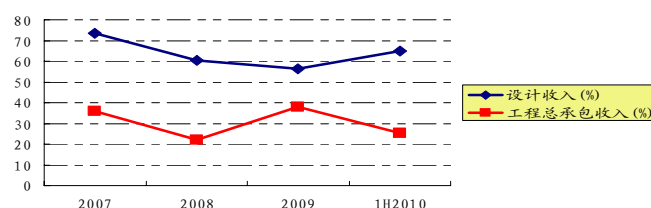


资料来源: Wind

资料来源: Wind

图4: 公司各主导产品毛利率走势

单位: %



资料来源: Wind

- **硫磺回收领域技术和客户资源优势突出。**公司凭借自主开发的无在线炉硫磺回收工艺技术，成为国内设计硫磺回收装置数量最多的工程公司。该技术是一种充分利用装置自身热源、取消在线加热炉，从而简化流程、减少投资、降低能耗的硫磺回收及尾气处理技术，与国外同类技术相比具备明显的竞争优势。公司的下游客户包括中石化、中石油、中化集团、中国化工集团以及地方炼油企业等。目前，承接了神华“煤制油”项目的3万吨/年硫磺回收装置设计；同时，还承担唯一经国家核准的煤制烯烃项目——神华包头煤制烯烃项目2万吨/年硫磺回收装置的总承包，具备一定的客户资源优势。
- **未来硫磺回收领域市场发展空间仍然较大。**目前，我国硫磺进口依存度高达90%，公司技术的使用不仅有利于增加我国硫磺的自给量，同时可以减少石化和煤化工领域的二氧化硫排放，符合节能减排的发展需求。据中国石化协会统计，未来5-10年，规划中的石化和煤化工项目投资额超过1.4万亿元，按照现有的硫磺回收装置系统占石化工程总投资额2%-3%的经验测算，仅石化和煤化工行业的硫磺回收市场规模就将达到280-420亿元，公司成长空间较大。此外，由于公司该技术在国际、国内均具备较强的竞争优势，后期有望将该业务拓展至国外，从而进一步拓展公司该技术的发展空间。
- **依托地域优势，发展总包业务是公司另一业绩增长动力。**公司所在地山东的石油、化工企业密集，拥有齐鲁石化、胜利油田、青岛大炼油和众多的地方炼油企业、化工企业。公司在当地炼油市场具有相当的知名度，近年先后完成了多家企业的全厂性设计或常减压、催化、焦化、加氢、制氢、气分、硫磺回收、酸性水汽提、胺液再生等单套装置及油品储运、系统配套工程的设计项目。未来在资金瓶颈解决后，公司有望凭借较强的地域优势，发展具备节能环保特色的工程总包业务，这将推动公司业绩的快速增长。
- **募投项目有望解决公司资金瓶颈，提升公司综合竞争力。**公司募集资金主要用于建设节能减排工程技术研发与应用中心建设项目和补充流动资金用于扩大工程总承包业务。节能减排工程技术研发与应用中心建立后，通过开发具有自主知识产权的节能减排技术工艺包，可更有针对性地优化设计方案和项目建议，提高公司业务承接的中标率和项目的收费水平，并且通过工艺包的转让和工程设计、技术服务取得业务收入。流动资金获得补充后，公司将有能力承接和运营更多的工程总承包项目，为公司日后的发展壮大奠定良好的基础。
- **盈利预测和投资建议。**根据行业发展前景和公司规划，我们按发行后总股本6624万股计算，公司2010年每股收益0.79元，2011年每股收益0.94元，我们认为公司合理估值水平为2010年的30-40倍，对应的价值区间在23.7-31.6元之间，考虑到业务结构类似的万邦达(300055)以及东华科技(002140)市场关注度较高，上市后均有较好的表现。预计公司上市首日也有望受到投资者追捧，建议申购。
- **风险提示。**公司面临的主要风险是：(1)合同收入确认时间不确定；(2)其他业务领域的设计和工程总承包业务拓展速度低于预期；(3)项目控制风险。

表1：公司募投项目一览表
单位：万元

序号	项目名称	投资金额	项目可研报告出具单位
1	节能减排工程技术研发与应用中心建设项目	5,915	山东齐鲁石化工程有限公司
2	补充流动资金用于扩大工程总承包业务	11,775	中国石化工程建设公司
	合计	17,690	

资料来源：公司招股说明书

盈利预测

	2008年	2009年	2010E	2011E
营业收入(百万元)	197.24	146.85	227.19	333.80
增长比率(%)	106.30%	-25.55%	54.71%	46.94%
净利润(百万元)	30.10	36.80	52.34	62.09
增长比率(%)	19.35%	22.26%	42.22%	18.65%
基本每股收益(元)	0.45	0.56	0.79	0.94

发行数据

发行价(元)	33.93
发行数量(万股)	1660
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2010/8/25
上市日期	——

基础数据(2010年6月30日)

每股净资产(元)	3.00
每股经营现金流(元)	0.49
毛利率(%)	48.32
净资产收益率(%)	15.21
资产负债率(%)	30.40
发行后总股本(万股)	6624
B股/H股(万股)	——

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。