

三维工程 (002469)

强烈推荐 (维持)

守候成长

市场数据

报告日期	2011-7-19
收盘价(元)	28.45
总股本(百万股)	112.61
流通股本(百万股)	28.22
总市值(百万元)	3203.89
流通市值(百万元)	802.86
净资产(百万元)	709.53
总资产(百万元)	795.78
每股净资产	6.30

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	179	265	372	522
同比增长(%)	21.6%	48.5%	40.5%	40.3%
净利润(百万元)	52	71	96	135
同比增长(%)	40.8%	36.4%	35.6%	41.2%
毛利率(%)	43.3%	39.0%	38.7%	39.1%
净利率(%)	29.0%	26.6%	25.7%	25.9%
净资产收益率(%)	7.4%	9.4%	11.6%	14.5%
每股收益(元)	0.46	0.63	0.85	1.20
每股经营现金流(元)	0.37	1.04	-0.15	1.15

相关报告

《期待上市后品牌和资金优势展现》2011-3-31

《2010 年收入增长 21.6%，低于预期》2011-2-15

《走在成长的道路上》2010-11-29

投资要点

事件:

三维工程公布 2010 年年报:公司实现营业收入 8342.5 万, 同比增长 16.23%, 实现归属于母公司净利润 2633.5 万, 同比增长 25.02%, EPS 为 0.23.4 元, 基本符合我们预期。

点评:

- 公司新签合同快速增长, 上半年工程总承包合同预计超过 1 亿, 超过 2010 年全年工程总包 9611 万的新签合同量。受益于石油石化十二五规划投资规模扩大和节能减排要求, 公司上半年新签合同快速增长, 根据公司公告的大唐国际克什克腾煤制天然气(二期)硫磺回收项目、中化泉州项目硫磺回收装置规模提升等重大合同和调研情况来看, 我们判断公司上半年工程总承包新签合同超过 1 亿, 我们认为 2011 年全年公司新签合同增速超过 100% 概率很大。
- 中化泉州项目上半年确认收入 1232.6 万, 进展低于预期, 致使公司营业收入低于预期。合同金额超过 5 亿的中化泉州项目进展对公司收入稳定增长举重若轻, 由于项目规模提高, 进展低于预期, 致使公司营业收入

分析师 王爽

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030003

联系人: 王挺

021-38565724

wangting@xyzq.com.cn

入低于预期，同比增速只有 16.32%。但我们注意到公司资产负债表存货中工程施工进一步增长，上升到 6386.6 万，比年初增加超过 1000 万，我们认为公司收入增速较慢和公司收入确认进度存在一定关系。

- **上半年公司设计和总包业务毛利率都有所提升，同时由于毛利率较高的设计业务占比提高，公司综合毛利率达到 49.3%。**2011 年上半年公司设计和总包业务的盈利都有所提升：设计业务受益管理体制改善毛利率达 70.38%，总包业务由于高毛利的硫磺回收工程业务确认比例提高毛利率达 32.27%，而且由于设计占比提高，综合毛利率达 49.3%。
- **去年收购的康克工业锅炉公司整合仍需时日，上半年亏损 158.2 万。**公司自去年收购的康克工业锅炉公司由于没有承继的工程合同，上半年跟踪项目都处于洽谈中，上半年康克公司亏损 158.2 万。
- **受益“十二五”煤化工投资加码，公司新签合同可能超预期。**2010 年底至今，受益十二五煤化工投资，中国化学新签合同飞速增长，2011 年上半年创记录达到 590 亿，超过 2010 年全年。作为硫磺回收装置专业设计承包商，我们认为公司处于煤化工设计承包产业链的后周期阶段，只有总体的方案设计进展到一定阶段才会开始专项装置的招标，未来一两年公司新签合同在煤化工项目推动下可能大概率超预期。
- **盈利预测和投资评级。**我们维持 2011-2013 年 0.63 元、0.85 元、1.2 元的盈利预测，公司是国内硫磺回收工程领域的龙头企业，行业技术壁垒较高，考虑十二五石油石化、煤化工投资发力以及超募资金驱动的业务开拓和上市后品牌影响，维持“强烈推荐”评级。

表 1、三维工程分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2010-06	2011-06	YOY	说明
营业收入	49	43	64	26	57.5	17.5%	72	83	16.2%	业务规模增加
营业成本	28	25	39	13	29.0	5.0%	37	42	14.1%	
毛利	21	18	25	13	28.5	33.8%	35	41	18.5%	盈利能力提高
销售费用	1	0	0	0	0.8	32.1%	1	1	16.1%	
管理费用	3	1	5	4	4.4	46.3%	7	8	23.0%	
财务费用	0	-0	-3	-3	-2.3	##### ##	0	-5	##### #	
资产减值	-1	0	1	0	1.2	-	-1	1	-	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
营业利润	16	15	21	9	21.5	31.4%	25	31	25.8%	
利润总额	16	15	21	9	21.5	31.2%	25	31	25.7%	
净利润	14	13	18	8	18.3	29.8%	21	26	25.0%	
EPS	0.125	0.115	0.159	0.071	0.2	29.8%	0.187	0.234	25.0%	
销售费用率	1.2%	0.3%	0.3%	1.8%	1.4%	0.2%	1.5%	1.5%	0.0%	
管理费用率	6.2%	1.7%	7.1%	14.7%	7.7%	1.5%	9.3%	9.8%	0.5%	
财务费用率	0.1%	-0.4%	-4.0%	-10.0%	-3.9%	-4.0%	0.0%	-5.8%	-5.9%	
所得税率	13.8%	15.0%	15.2%	15.9%	15.7%	1.8%	14.3%	15.7%	1.5%	
毛利率	43.6%	41.5%	38.9%	48.5%	49.6%	6.0%	48.3%	49.3%	0.9%	设计业务收入占比提高
净利润率	28.8%	30.1%	27.9%	31.0%	31.8%	3.0%	29.4%	31.6%	2.2%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	757	757	824	964
货币资金	607	675	635	750
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	90	115	118	230
其他应收款	1	3	4	5
存货	54	-40	60	-32
非流动资产	44	99	99	95
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	39	81	92	86
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1	2	2	1
资产总计	801	856	923	1059
流动负债	96	100	93	122
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	67	40	57	80
其他	29	60	36	43
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	96	100	93	122
股本	66	113	113	113
资本公积	511	465	465	465
未分配利润	109	153	218	311
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	705	756	830	937
负债及权益合计	801	856	923	1059

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	52	71	96	135
折旧和摊销	2	3	5	6
资产减值准备	8	-8	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-3	-13	-13	-14
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	15	-77	114	-4
经营活动产生现金流量	44	117	-16	129
投资活动产生现金流量	-4	-41	-15	-0
融资活动产生现金流量	526	-7	-8	-15
现金净变动	566	69	-40	114
现金的期初余额	41	607	675	635
现金的期末余额	607	675	635	750

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	179	265	372	522
营业成本	101	162	228	318
营业税金及附加	5	8	11	16
销售费用	1	3	4	5
管理费用	12	21	28	37
财务费用	-3	-13	-13	-14
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	61	83	113	160
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	61	83	113	159
所得税	9	13	17	24
净利润	52	71	96	135
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	52	71	96	135
EPS (元)	0.46	0.63	0.85	1.20

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	21.6%	48.5%	40.5%	40.3%
营业利润增长率	39.3%	37.4%	35.6%	41.1%
净利润增长率	40.8%	36.4%	35.6%	41.2%
盈利能力(%)				
毛利率	43.3%	39.0%	38.7%	39.1%
净利率	29.0%	26.6%	25.7%	25.9%
ROE	7.4%	9.4%	11.6%	14.5%

偿债能力(%)

资产负债率	12.0%	11.7%	10.0%	11.5%
流动比率	7.85	7.54	8.90	7.89
速动比率	7.29	7.94	8.25	8.15

营运能力(次)

资产周转率	36.4%	32.0%	41.9%	52.7%
应收帐款周转率	200.1	250.0%	320.0%	300.0%

每股资料(元)

每股收益	0.46	0.63	0.85	1.20
每股经营现金	0.37	1.04	-0.15	1.15
每股净资产	6.24	6.69	7.36	8.30

估值比率(倍)

PE	61.8	45.3	33.4	23.7
PB	4.6	4.3	3.9	3.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业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。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。