

增持 首次

三聚环保 (300072)

2010 年 8 月 16 日

短期毛利率下降不改利润增长趋势

石化与基础化工行业核心分析师：邓勇
SAC 执业证书编号：S0850200010381
dengyong@htsec.com
021-23219404

8 月 13 日收盘价 42.88 元，6 个月目标价 50.00 元

三聚环保公布 2010 年上半年业绩

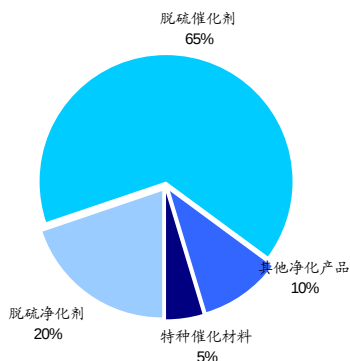
今年上半年公司实现营业收入 17761.02 万元，同比增长 58.30%；实现归属于普通股股东的净利润 2183.57 万元（折合每股收益 0.27 元），同比增长 31.25%。

点评：

1. 毛利率同比下降 8.22 个百分点

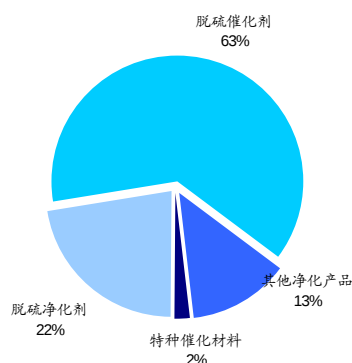
脱硫催化剂及净化剂仍是公司主要收入和利润来源。除了 2008 年以外，脱硫催化剂及净化剂在公司收入和利润中的占比都在 70% 以上。今年上半年，这两种产品在公司收入和利润中的占比分别达到 85.09% 和 85.16%。

图 1 三聚环保收入构成 (1H10)



资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

图 2 三聚环保利润构成 (1H10)



资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

今年上半年公司利润增速要慢于收入增速，主要是由于产品毛利率同比有所下降。在收入增长 58.30% 的基础上，公司净利润增幅只有 31.25%，明显弱于收入增幅，主要产品毛利率下降是导致净利润增幅小的主要原因。

今年上半年公司综合毛利率为 42.74%，较去年同期下降了 8.22 个百分点。占公司利润 60% 以上的脱硫催化剂产品的毛利率由去年同期的 48.61% 下降至 41.09%，同比下降了 7.52 个百分点，而占利润 20% 比重的脱硫净化剂产品的毛利率同比也下降了 8.04 个百分点。

表 1 三聚环保产品毛利率变化（%）

	2007	2008	2009	1H09	1H10	同比（百分点）
脱硫净化剂	49.05	56.23	54.05	56.42	48.38	-8.04
脱硫催化剂	24.00	30.98	48.03	48.61	41.09	-7.52
其他净化产品	52.63	50.16	43.19	49.17	53.35	4.18
特种催化材料及催化剂	38.46	25.52	45.75	52.60	18.94	-33.66
合计	35.73	36.54	48.93	50.97	42.74	-8.22

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

导致公司产品毛利率下降的主要原因在于产品单价的下降，及原材料采购价格的上涨。

今年上半年，公司销售的脱硫净化剂产品单价只有 1.85 万元/吨，较 2009 年下降了 23.83%；脱硫催化剂产品售价只有 8.58 万元/吨，较 2009 年下降 25.04%，两种主要产品的单价降幅都在 20%以上，直接导致了公司整体盈利能力的下降。虽然其他净化产品单价提高了 36.05%，但由于其在公司收入、利润中的占比只有 10%左右，因而对公司整体盈利能力影响不大。我们认为公司产品单价的下降可能与市场拓展以及短期内产品销售结构变动有一定关系。

表 2 三聚环保产品销售单价（万元/吨）

	2007	2008	2009	1H10	1H10 单价较 2009 年均价变动幅度
脱硫净化剂	2.4	2.16	2.43	1.85	-23.83%
脱硫催化剂	10.12	10.12	11.45	8.58	-25.04%
其他净化产品	3.92	2.41	1.85	2.52	36.05%
特种催化材料及催化剂	21.7	72.74	13.26	7.14	-46.16%

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

公司主要原材料的采购单价上涨幅度在 10%以上。今年上半年除了硫酸亚铁、氢氧化钙采购单价有所下降外（降幅不到 5%，且采购单价较低，对公司生产成本影响不大），其他原材料（活性氧化铝、偏钨酸铵等）的采购单价均有上涨，且价格涨幅基本都在 10%以上。采购单价的提升，增加了公司的成本压力。

表 3 三聚环保主要原材料采购单价（元/吨）

	2007	2008	2009	1H09	1H10	同比（%）
活性氧化铝	16802.33	17658.24	17726.8	16792	18288	8.91
偏钨酸铵	151604.9	128628.3	102777.8	98965	111633	12.80
三氧化钨	285476.8	259484.7	144444.4	135100	149568	10.71
钨酸铵	239341.5	214013.2	117226.1	106087	121632	14.65
硫酸亚铁	225.62	319.52	292.14	231	227	-1.73
氧化铁红	4486.88	5435.41	5317.04	-	-	-
氢氧化钙	442.22	572.92	503.12	538	521	-3.16
硝酸镍	-	-	-	31096	35792	15.10
活性氧化锌	-	-	-	11538	13248	14.82
无水碳酸钠	-	-	-	1140	1444	26.67
硝酸铜	-	-	-	12201	17717	45.21

资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

2. 增加计提坏账准备 532.52 万元，我们预计对全年业绩影响不大

截止上半年年末，公司营收账款达到 3.05 亿元，较年初增加 53.27%。其主要原因是由于公司推广新产品，导致 1 年内到期的应收账款由年初的 1.87 亿元，增至 2.94 亿元，大幅增加了 57.22%。而根据公司会计政策，对 1 年内的应收款计提 5%的坏账准备，从而导致公司上半年新增计提的坏账准备达到 532.52 万元，增加了当期期间费用。

通过考察公司过去几年的应收账款、以及客户情况，我们认为公司在下半年收回应收款的可能性很大，因而在年度报告

中, 1 年内的应收账款将不会有大幅增长。根据我们测算, 上半年增加计提的坏账准备, 对EPS的影响为 0.04 元。

3. 下半年及未来发展展望

特种催化剂中毛利率较高的品种的销售将集中在下半年。上半年公司特种催化剂产品销售单价及毛利率情况均有下滑, 主要是因为上半年主要销售的是合成甲醇催化剂, 而这种产品的单价、毛利率较低, 而高毛利率的产品(我们认为主要是润滑油加氢异构催化剂等)的销售有望在下半年集中释放, 从而对公司全年业绩有一定贡献。

脱硫催化剂及净化剂将有一个稳定的市场需求。目前石油企业是公司主要下游客户(2009 年公司销售收入中, 有 70% 以上是销售给石油企业), 随着新装置的投放或技改, 以及换剂周期的到来, 下游石油企业将是公司产品稳定的需求方; 随着天然气、煤化工产业的发展, 公司下游客户将进一步扩大, 从而扩大公司下游产品市场, 成为公司收入、利润增长新的动力。

特种催化剂产品是公司未来主要的利润增长点。由于公司生产的催化剂的下游客户主要是中石油、中石化下属炼化企业, 具有较强的示范效应。在成功进入一家炼化企业后, 其他炼化厂也就更容易成为公司催化剂(净化剂)客户。(1) 醛加氢催化剂。根据公司招股说明书中的披露, 目前已建成的 6 套丁辛醇装置中, 有 4 家采用的是公司的醛加氢催化剂, 公司有可能在另外两家使用国外催化剂期满后, 成为其供货商; 另外在建的 5 套丁辛醇装置也可能使用公司的醛加氢催化剂。(2) 润滑油加氢异构催化剂。2008 年实现工业化生产, 是目前国内唯一一家具备该技术的生产企业。目前中石油大庆炼化已成为公司客户, 中石油克拉玛依石化部分使用公司产品, 中石化高桥石化目前使用进口催化剂。由于有成本和技术优势, 公司预计克拉玛依石化和高桥石化有望成为开发成为公司客户。(3) 柴油降凝异构催化剂已完成工业放大, 将成为公司又一具有成本和技术优势的新产品。

4. 给予“增持”投资评级

现有客户随着换剂周期的到来, 将会成为未来公司催化剂(净化剂)产品稳定的购买力, 而凭借公司在成本和技术上的优势, 公司产品足以替代进口, 因而进口替代将为公司产品提供市场空间。新的石化装置以及天然气、煤化工的发展将成为公司发展新的动力。我们认为, 凭借技术上的优势, 公司有望继续维持其在催化剂市场上的国内龙头地位。

我们预计公司 2010-2011 年每股收益分别为 0.65、1.06 元, 给予“增持”投资评级。

未来值得关注的事件: 产品、原材料价格波动; 润滑油加氢异构催化剂等特种催化剂产品推广情况; 应收账款的回款情况等。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邓勇：石化、化肥行业

重点研究上市公司：中国石油、中国石化、中海油、辽通化工、云天化、华鲁恒升、盐湖钾肥、兴化股份、兴发集团

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,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。海通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,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。