

毛利率可能继续下降

谨慎推荐 下调评级

分析师: 冯大军 ✉: fengdajun@chinastock.com.cn ☎: 010-66568837 执业证书编号: S0130110014638

1. 事件

2010 年 8 月 14 日, 三聚环保公布了 2010 年上半年报告。公司 2010 年上半年实现营业收入 1.78 亿元, 同比增长 58.30%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2184 万元, 同比增长 31.25%; 实现基本每股收益 0.27 元, 同比增加 17.39%。

2. 我们的分析与判断

(1) 公司 2010 年上半年利润增长低于我们的预期。

公司 2010 年上半年营业收入较上年同期增长 58.30%, 主要原因是:

占公司主营业务收入 65.41% 的脱硫催化剂产品的销售较去年同期快速增长, 当期实现营业收入 11,519.67 万元, 较上年同期增长 63.62%; 其他净化剂 (脱氯剂、脱砷剂等)、特种催化材料及催化剂虽然占主营收入比重较小, 但较上年同期分别增长 264.96% 和 292.47%。

公司 2010 年上半年营业利润增幅小于营业收入增幅, 低于我们的预期, 主要原因是:

(1) 公司上半年综合毛利率为 42.74%, 较去年同期下降 8.23 个百分点。公司产品市场需求结构发生变化, 部分新产品属于市场推广初期, 产品结构较去年同期有所变化, 高毛利率产品销售在主营收入中占比较去年同期有所下降; 同时受宏观经济周期波动影响, 原材料价格也较去年同期有所上涨, 也导致脱硫催化剂毛利率较去年同期下降;

(2) 公司上半年应收账款较去年末增长 53.85%, 相应上半年增加计提坏账准备 532.52 万元, 对公司利润产生较大影响。

表 1: 公司 2010 年上半年产品盈利情况

产品类别	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率	营业收入比上 年同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
脱硫净化剂	3,467.21	1,789.69	48.38%	10.39%	30.77%	-8.04%
脱硫催化剂	11,519.67	6,785.99	41.09%	63.62%	87.56%	-7.52%
其他净化剂	1,801.50	840.36	53.35%	264.96%	234.93%	4.18%
特种催化材料及催化剂	824.34	668.21	18.94%	292.47%	571.26%	-33.67%
合计	17,612.73	10,084.26	42.74%	61.81%	88.95%	-8.23%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(2) 公司未来发展将面临毛利率继续下降的挑战。

我们认为公司产品毛利率未来可能继续下降, 主要基于以下原因:

(1) 产品结构变动对毛利率产生较大影响。公司目前拥有四大系列近七十个产品, 产品众多, 应用领域广泛。受市场需求结构影响, 不同年度、不同季度销售的产品结构会出现一定的差异, 主营业务收入结构、成本结构存在一定的波动性。

(2) 原材料价格波动对毛利率有较大影响。由于产品销售价格相对于原材料价格波动的调整有一定滞后期, 对公司毛利率产生较大影响。

(3) 产品的大力推广, 新的目标市场的开拓, 对公司产品的毛利率产生一定影响。公司现阶段以占领市场、扩大市场份额为营销目标, 在产品定价方面采用了相对灵活的策略。

(4) 市场竞争的日趋激烈对部分产品的价格有一定影响。本报告期内脱硫净化剂中氧化锌类产品的销售, 受到了来自竞争对手西北研究院、昆山精细化工有限公司、山东迅达等企业的价格竞争。

表 2: 公司 2010 年上半年原材料价格变动

原材料名称	2010 年 1-6 月 单价 (元/吨)	2010 年 1-6 月 单价 (元/吨)	变动率	用途
活性氧化铝	18,288	16,792	8.88%	脱硫催化剂
偏钨酸铵	111,633	98,965	12.80%	脱硫催化剂
三氧化钼	149,568	135,100	10.71%	脱硫催化剂
钼酸铵	121,632	106,087	14.65%	脱硫催化剂
硝酸镍	35,792	31,096	15.10%	脱硫催化剂
活性氧化锌	13,248	11,538	14.81%	脱硫净化剂
无水碳酸钠	1,444	1,140	26.69%	脱硫净化剂
硫酸亚铁	227	231	-1.73%	脱硫净化剂
硝酸铜	17,717	12,201	45.21%	特种催化剂 (合成甲醇 催化剂)
氢氧化钙	521	538	-3.16%	其他净化产品

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(3) 公司 2011 年业绩将进入高速增长期。

我们预计 2011 年 5-6 月份公司募投项目将建成正式投产, 产能规模将大幅增加, 公司业绩将进入高速增长期。

公司募投的年产 10,000 吨高效脱硫剂生产线及设施项目, 初步测算 2010 年市场容量超过 25 万吨。该项目建成投产后, 将年均新增销售收入 17,380 万元, 年均税后利润为 3,031.30 万元。

公司募投的年产 500 吨新型分子筛及催化新材料生产线及设施项目, 初步测算 2010 年市场容量超过 500 吨以上。该项目建成投产后, 将年均新增销售收入 13,740 万元, 年均税后利润为 1,115.98 万元。

公司募投的年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产线及设施项目, 初步测算 2010 年市场需求达 400 吨以上。该项目建成投产后, 将年均新增销售收入 3,472.5 万元, 年均税后利润为 598.19 万元。

3. 投资建议

我们预测公司 2010-2012 年的营业收入分别为 4.34 亿、6.58 亿、10.42 亿元, 每股收益分别为 0.78 元、1.17 元、1.71 元, 对应当前动态市盈率分别为 55X、36X、25X。公司内生性增长价值已经反映在股价之中, 但是公司募投项目投产可能带来超预期的业绩增长和股东回报率。我们认为从长期角度看, 公司技术优势明显、经营模式稳健、行业前景广阔, 随着募集资金项目的建成投产, 公司有望发展成为能源净化行业的龙头企业, 但是公司目前市场开拓存在一定的风险, 产品毛利率可能继续下降, 因此下调公司投资评级为“谨慎推荐”。

表 3: 主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	295	304	434	658	1042
EBITDA (百万元)	59	82	101	142	206
净利润 (百万元)	27	51	76	114	167
摊薄 EPS (元)	0.38	0.71	0.78	1.17	1.71
PE(X) (P=42.88 元)	114.34	60.79	55.12	36.56	25.04
PB(X) (P=42.88 元)	23.25	17.95	3.87	3.57	3.20
ROIC	12.73%	13.97%	7.03%	9.30%	11.88%
总资产周转率	83.53%	61.97%	49.97%	52.41%	72.86%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 主营收入增长预测

业务 (万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
脱硫催化剂	9023	9381	15562	24899	39839	63742
增长率		3.97%	65.88%	60.00%	60.00%	60.00%
脱硫净化剂	5080	7061	8115	9737	13632	21812
增长率		38.99%	14.92%	20.00%	40.00%	60.00%
特种催化材料及催化剂	2109	10428	3565	4278	5989	9582
增长率		394.44%	-65.82%	20.00%	40.00%	60.00%
其他净化剂	1919	2063	2827	3958	5542	7758
增长率		7.51%	37.07%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	18131	28933	30069	42873	65002	102894
增长率		59.58%	3.93%	42.58%	51.62%	58.29%

表 5: 毛利率变化假设

业务	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
脱硫催化剂	24.00%	30.98%	48.03%	46.00%	45.00%	44.00%
脱硫净化剂	49.05%	56.23%	54.05%	52.00%	51.00%	50.00%
特种催化材料及催化剂	38.46%	25.52%	45.75%	35.00%	33.00%	31.00%
其他净化剂	52.63%	50.16%	43.19%	44.00%	43.00%	42.00%
综合毛利率	35.73%	36.54%	48.93%	46.08%	44.98%	43.91%

表 6: 主营收入毛利率变动敏感性分析

	2010E	2011E	2012E
每股收益 (元)	0.78	1.17	1.71
主营业务收入变化率 + 10%	0.83	1.33	2.02
- 10%	0.72	1.03	1.42
毛利率变化率 + 1 %	0.82	1.23	1.81
- 1 %	0.74	1.11	1.62

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 7: 三聚环保 (300072) 财务报表预测

单位: 百万元

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	43	106	461	391	312	营业收入	295	304	434	658	1042
应收票据	5	4	6	9	14	营业成本	189	154	234	362	584
应收账款	157	188	268	407	644	营业税金及附加	2	3	5	7	11
预付款项	16	10	10	10	10	销售费用	22	35	50	75	119
其他应收款	4	3	3	3	3	管理费用	30	40	57	86	136
存货	46	51	77	119	193	财务费用	14	14	4	-2	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	87	97	237	276	265	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	8	2	52	2	2	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	33	57	84	129	190
无形资产	62	60	69	77	85	营业外收支净额	3	5	5	6	6
长期待摊费用	0	1	1	1	1	税前利润	36	62	89	134	196
资产总计	445	538	1200	1312	1547	减: 所得税	8	11	13	20	29
短期借款	121	196	0	0	67	净利润	28	51	76	114	167
应付票据	20	20	20	20	20	母公司净利润	27	51	76	114	167
应付账款	20	24	36	56	91	少数股东损益	1	0	0	0	0
预收款项	2	2	2	2	2	基本每股收益(元)	0.38	0.71	0.78	1.17	1.71
应付职工薪酬	1	0	0	0	0	稀释每股收益(元)	0.38	0.71	0.78	1.17	1.71
应交税费	32	23	24	26	27	财务指标					
其他应付款	13	0	0	0	0	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	60.13%	3.12%	42.58%	51.62%	58.29%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	111.6%	39.45%	22.27%	43.50%	49.56%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	196.5%	88.10%	48.45%	50.74%	46.03%
负债合计	265	305	123	144	246	盈利性					
股东权益合计	179	232	1077	1168	1301	销售毛利率	36.00%	49.49%	46.08%	44.98%	43.91%
现金流量表						销售净利率	9.37%	16.75%	17.44%	17.33%	15.99%
净利润	28	51	76	114	167	ROE	15.11%	21.94%	7.03%	9.77%	12.80%
折旧与摊销	7	9	12	14	15	ROIC	12.73%	13.97%	7.03%	9.30%	11.88%
经营现金流	-8	30	-4	-37	-99	估值倍数					
投资现金流	-100	-14	-210	-12	-12	PE	114.34	60.79	55.12	36.56	25.04
融资现金流	102	46	569	-21	33	P/S	10.50	10.18	9.61	6.34	4.00
现金净变动	-6	62	355	-70	-78	P/B	23.25	17.95	3.87	3.57	3.20
期初现金余额	49	43	106	461	391	股息收益率	0.00%	0.00%	0.36%	0.55%	0.80%
期末现金余额	43	106	461	391	312	EV/EBITDA	54.36	39.30	37.07	26.86	19.26

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908