

三维丝 (300056)

买入/维持评级

股价: RMB31.25

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

邵沙铎

(021)5010 6019

shaosk@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

公司研究-三维丝 (300056) 100302: 高温环保材料小巨人 (增持)

公司研究-三维丝 (300056) 100422: 小巨人发力, 超预期是大概率 (增持)

公司研究-三维丝 (300056) 100526: 五年见证一个成长的故事 (买入)

公司研究-三维丝 (300056) 101028: 业绩短暂休整, 高成长性不改 (买入)

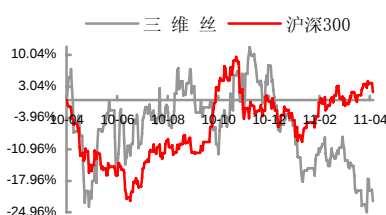
公司研究-三维丝 (300056) 101109: 方案未必完美, 重在长远发展 (买入)

公司研究-三维丝 (300056) 110106: 小巨人开始全面成长 (买入)

基础数据

总股本 (百万股)	52
流通 A 股 (百万股)	52
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,625

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

小巨人高成长仍可期

- 2010 年, 公司实现营业收入 1.71 亿元, 同比增长 29.19%; 净利润 2,116.14 万元, 同比减少 6.55%; 扣非后净利润 2,006.08 万元, 同比增长 9.72%; 综合毛利率 29.49%, 同比增长 0.72 个百分点。其中 Q4 营业收入 6012.25 万元, 同比增长 37.98%, 环比增长 64.65%, 净利润 420.47 万元, 同比下降 42.76%, 环比下降 33.12%, 综合毛利率为 27.72%, 同比下降 1.87 个百分点, 环比下降 3.48 个百分点。2010 年实现每股收益 (摊薄后) 0.41 元, 其中 Q4 为 0.08 元, 业绩低于我们的预期。
- 公司业绩低于预期主要是由于: 1、2010 年高温滤料行业竞争加剧, 尤其是在火电市场, 导致产品平均售价下降了 14% 左右。2、Q4 开始, 原材料价格大幅上涨, 导致 Q4 毛利率下降。3、公司大力开展营销网络建设, 导致销售费用增长 105.27%, 影响每股收益 0.08 元左右。4、IPO 发行股票增加了管理费用 461.59 万元, 影响每股收益 0.08 元左右。5、财务会计要求变更, 导致坏账准备和存货跌价准备增加, 影响每股收益 0.04 元左右。
- 我们认为, 公司未来仍具备高成长的基础和条件: 1、2011 年公司募投项目 300 万平方米高性能高温滤料将投产, 2012 年将达产, 规模将得到显著提升。2、公司的营销布局基本完成, 未来除了在火电市场继续保持领先外, 在水泥、垃圾焚烧、外贸和换袋市场将进行全面拓展, 产品市场结构将进一步优化, 产品价格和毛利率下降的局面将得到改善。3、新的更为严格的国家大气环境污染控制标准, 将使高温袋式除尘市场迎来爆发式增长。
- 考虑到公司原材料价格上涨, 导致毛利率将有所下降, 以及股权激励方案中定向发行限制性股票, 可能带来的业绩影响, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.74 元、1.26 元和 1.67 元。但考虑到高温滤料行业在未来几年的高速增长和公司仍处于快速发展期, 同时目前股价距离其股权激励期权行权价 42.51 元/股, 仍有较大折价, 我们仍维持公司“买入”评级。
- 主要风险: 募集资金项目不能按时投产, 环保标准在火电、水泥、垃圾焚烧等行业的执行力度不够。

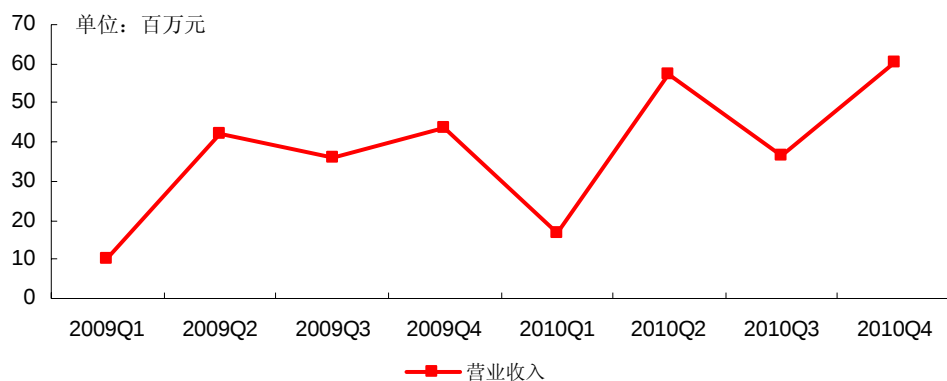
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	170.7	289.0	485.0	630.0
(+/-%)	29.2	69.3	67.8	29.9
归属母公司净利润(百万元)	21.2	38.0	66.0	87.0
(+/-%)	-6.5	79.6	73.7	31.8
EPS(元)	0.41	0.74	1.26	1.67
P/E(倍)	76.8	42.5	24.8	18.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2010 年业绩低于预期

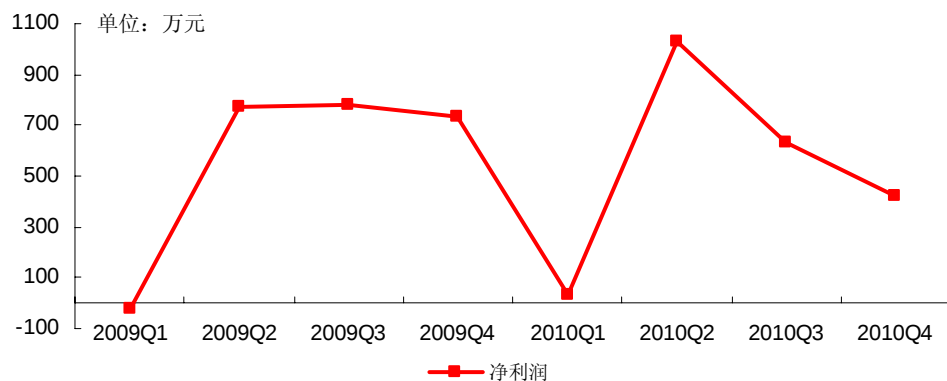
2010 年，公司实现营业收入 1.71 亿元，同比增长 29.19%；净利润 2,116.14 万元，同比减少 6.55%；扣非后净利润 2,006.08 万元，同比增长 9.72%；综合毛利率 29.49%，同比增长 0.72 个百分点。其中 Q4 营业收入 6012.25 万元，同比增长 37.98%，环比增长 64.65%，净利润 420.47 万元，同比下降 42.76%，环比下降 33.12%，综合毛利率为 27.72%，同比下降 1.87 个百分点，环比下降 3.48 个百分点。2010 年实现每股收益（摊薄后）0.41 元，其中 Q4 为 0.08 元，业绩低于我们的预期。

图 1： 公司近两年营业收入



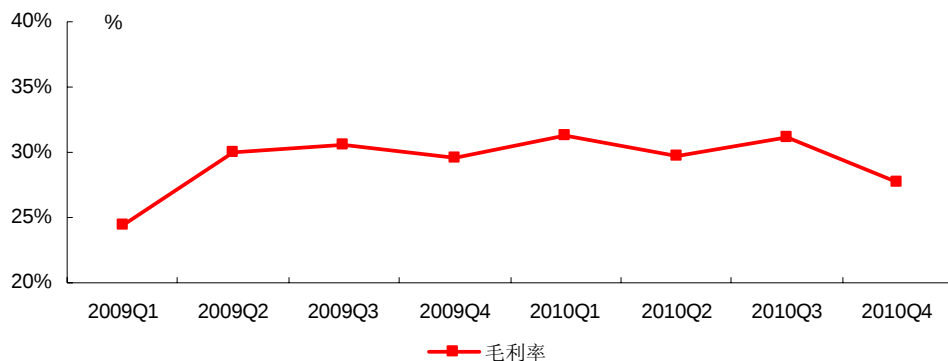
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 公司近两年净利润



资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 公司近两年综合毛利率



资料来源：华泰联合证券研究所

公司 2010 年业绩低于预期主要是由于：1、2010 年高温滤料行业竞争加剧，尤其是在火电市场领域，导致公司产品平均销售价格同比出现了 14%左右的下降。2、2010 年 Q4 开始，原材料价格大幅度上涨，导致了 Q4 毛利率的下降。3、2010 年度公司大力开展营销网络建设，导致销售费用增长 105.27%，影响每股收益 0.08 元左右。4、公司首次公开发行股票增加了管理费用 461.59 万元，影响每股收益 0.08 元左右。5、财务会计要求变更导致坏账准备和存货跌价准备增加，影响每股收益 0.04 元左右。

公司未来高成长仍可期待

我们认为，公司未来仍具备高成长的基础和条件：1、2011 年公司募集资金项目 300 万平方米高性能高温滤料产能将投产，2012 年将达产，公司的规模将得到显著提升。2、公司的营销布局基本完成，未来除了在火电市场继续保持领先外，在水泥、垃圾焚烧、外贸和换袋市场将进行全面拓展，产品市场结构将进一步优化，产品价格和毛利率下降的局面将得到改善。3、新的更为严格的国家大气环境污染控制标准，将使整个高温袋式除尘市场迎来爆发式增长。

投资建议

考虑到公司原材料价格上涨，导致毛利率将有所下降，以及股权激励方案中定向发行限制性股票，可能带来的业绩影响，我们下调公司 2011 和 2012 年的每股收益至 0.74 元和 1.29 元。但考虑到高温滤料行业在未来几年的高速增长和公司仍处于快速发展期，同时目前股价距离其股权激励期权行权价 42.51 元，仍有较大折价，我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、 募集资金项目不能按时投产
- 2、 环保标准在火电、水泥、垃圾焚烧等行业的执行力度不够

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	360	288	377	486	营业收入	171	289	485	630
现金	206	100	80	100	营业成本	120	207	343	445
应收账款	80	87	80	135	营业税金及附加	0	1	1	2
其他应收款	2	4	4	7	营业费用	10	14	13	22
预付账款	13	21	6	9	管理费用	20	30	46	57
存货	47	62	62	102	财务费用	0	-5	-3	-3
其他流动资产	0	14	145	131	资产减值损失	4	2	1	1
非流动资产	97	207	226	227	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	55	171	197	202	营业利润	20	40	72	97
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	0	5	5	5
其他非流动资产	0	31	24	20	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	457	496	603	713	利润总额	26	45	77	102
流动负债	91	355	418	441	所得税	5	7	12	15
短期借款	17	242	302	330	净利润	21	38	66	87
应付账款	41	50	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	63	66	61	归属母公司净利	21	38	66	87
非流动负债	9	9	9	9	EBITDA	20	44	85	113
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.41	0.74	1.26	1.67
其他非流动负	9	9	9	9					
负债合计	101	364	427	450	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	52	52	52	52	成长能力				
资本公积	260	0	0	0	营业收入	29.2%	69.3%	67.8%	30.0%
留存收益	44	79	124	211	营业利润	-8.0%	101.3	80.4%	34.6%
归属母公司股	356	131	176	263	归属母公司净利	-6.5%	80.6%	71.5%	32.4%
负债和股东权	457	496	603	713	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	28.3%	29.2%	29.3%
					净利率(%)	12.4%	13.2%	13.5%	13.8%
					ROE(%)	5.9%	29.1%	37.2%	33.0%
					ROIC(%)	4.1%	10.6%	14.5%	16.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	22.1%	73.5%	70.8%	63.1%
					净负债比率(%)	107.35	108.30	126.00	87.50
					流动比率	3.94	0.81	0.90	1.10
					速动比率	3.43	0.64	0.66	0.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.61	0.88	0.96
					应收账款周转率	3	3	4	4
					应付账款周转率	3.06	4.55	6.87	8.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.41	0.74	1.26	1.67
					每股经营现金流	-0.11	0.84	-0.52	0.17
					每股净资产(最	6.85	2.53	3.39	5.06
					估值比率				
					P/E	76.79	42.52	24.79	18.73
					P/B	4.56	12.36	9.22	6.18
					EV/EBITDA	82	32	17	13

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn