

业绩超预期是大概率事件

三维丝 (300056.SZ)

推荐 首次评级

投资要点:

1. 事件

近日,我们调研了三维丝。

2. 我们的分析与判断

(一) 袋式除尘器滤料行业将迎来增长新高点

在“十二五”期间,我国工业粉尘、烟尘排放浓度要求降低到 $50\text{mg}/\text{m}^3$ 以下,仅仅使用电力除尘器将无法满足国家的环保标准。袋式除尘器在工业中的普及率将提高到50%以上,目前电力行业普及率约为20%,水泥、钢铁、冶金等行业普及率只有10%左右。我们测算得出未来5年袋式除尘器高温滤料在电力、水泥行业市场年均需求分别为1400万、760万 m^2 ,行业产值到2015年将达到100亿元,年均增长率约为47%。

(二) 公司是国内高温滤料行业中的龙头企业

我国高温滤料行业的集中度并不高,除了必达福和奥伯尼外资企业,第三到第六名的市场份额差距不大,公司排名第四。2010年公司在电力行业高温滤料市场排名第一,并已经进入了水泥和垃圾焚烧市场。

公司在高温滤料技术和综合服务能力上具有很强的竞争优势。高温滤料应用于高温烟气领域,须有长期稳定保持耐高温、耐腐蚀的性能。由于高温滤料所适用的工况环境差异较大,滤料产品所适用的工作参数也各有不同。

(三) 未来3年业绩超预期是大概率事件

我们预计公司2011-2013年产能分别为350万、600万、800万 m^2 ,产销量分别为300万、550万、750万 m^2 ,产品毛利率分别为28%、29%、30%,毛利率上升原因是新产品议价能力增强以及产能扩张带来的规模优势会降低单位成本。我们认为公司在电力、水泥、垃圾焚烧和钢铁等行业中的市场占有率将不断提高,预计未来3年业绩年均增长率至少将达到50%。

3. 投资建议

我们预测公司2011-2013年营业收入分别为2.8亿、4.7亿、8.3亿元, EPS 分别为0.77、1.31、2.68元,对应当前PE分别37X、22X、11X。我们认为随着我国“十二五”环保标准的提高,袋式除尘器普及率将大幅增加,滤料作为袋式除尘器的核心部件,有望迎来行业发展景气度的高点;同时随着行业市场化程度提高,环保企业准入门槛将大幅提升,公司作为袋式除尘器滤料龙头企业有望受益。我们看好公司未来发展前景,预计公司未来业绩年均增长率不会低于50%,目前估值有很大反弹空间,首次给予公司“推荐”投资评级。

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

联系人

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130110014638

市场数据

时间 2011.5.27

A股收盘价(元)	29.10
A股一年内最高价(元)	45.10
A股一年内最低价(元)	29.10
上证指数	2709
市净率	4.20
总股本(万股)	5200
实际流通A股(万股)	2443
限售流通A股(万股)	2753
流通A股市值(亿元)	7.11

相关研究

表 1: 三维丝 (300056) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	39	206	141	77	63	营业收入	132	171	281	466	834
应收票据	7	9	15	25	45	营业成本	93	120	198	326	581
应收账款	41	80	132	220	393	营业税金及附加	0	0	1	1	2
预付款项	3	13	13	13	13	销售费用	5	10	10	17	31
其他应收款	2	2	2	2	2	管理费用	11	20	30	45	55
存货	26	47	78	128	228	财务费用	1	0	0	-1	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	4	4	4	4
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	36	55	79	101	107	投资收益	0	3	3	3	3
在建工程	16	31	31	31	16	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	22	20	42	77	163
无形资产	5	5	5	5	5	营业外收支净额	5	6	6	6	6
长期待摊费用	1	1	1	1	1	税前利润	27	26	48	83	169
资产总计	176	457	502	607	877	减: 所得税	4	5	8	14	30
短期借款	37	17	0	0	58	净利润	23	21	40	68	140
应付票据	3	24	24	24	24	母公司净利润	23	21	40	68	140
应付账款	38	41	66	110	195	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	6	2	2	2	2	基本每股收益	0.58	0.41	0.77	1.31	2.68
应付职工薪酬	1	3	3	4	4	稀释每股收益	0.58	0.41	0.77	1.31	2.68
应交税费	2	3	3	3	3						
其他应付款	0	1	1	1	1	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	54.80%	29.19%	64.61%	65.92%	78.92%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	52.43%	-13.09%	107.2%	81.28%	115.7%
负债合计	97	101	110	154	298	净利润增长率	78.87%	-6.54%	89.73%	70.29%	104.1%
股东权益合计	79	356	392	454	579	盈利性					
						销售毛利率	29.60%	29.49%	29.57%	29.96%	30.34%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	17.14%	12.40%	14.29%	14.67%	16.73%
净利润	23	21	40	68	140	ROE	28.51%	5.94%	10.23%	15.07%	24.08%
折旧与摊销	0	5	6	8	9	ROIC	17.12%	4.48%	8.95%	13.94%	21.31%
经营现金流	18	-6	-17	-31	-60	估值倍数					
投资现金流	-22	-195	-27	-27	3	PE	50.12	71.51	37.69	22.13	10.85
融资现金流	19	219	-21	-6	43	P/S	8.59	8.87	5.39	3.25	1.81
现金净变动	16	19	-64	-64	-14	P/B	19.05	4.25	3.86	3.33	2.61
期初现金余额	18	39	206	141	77	股息收益率	0.00%	0.00%	0.27%	0.45%	0.92%
期末现金余额	39	206	141	77	63	EV/EBITDA	48.81	52.20	28.46	17.04	8.71

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

邹序元，环保及公用事业行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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 100033

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