

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022
联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

业绩低于预期，看好公司未来产业布局

事件描述

天立环保（300156）今日公告了2011年三季报，主要内容如下：

- 2011年1-9月，公司实现营业收入21,848.36万元，同比增长-5.39%；营业成本13,085.94万元，同比增长7.07%；净利润7,763.23万元，同比增长2.31%，每股收益0.48元。销售费用、管理费用、财务费用分别为256.54万元、1,954.20万元和-1149.69万元，分别同比增长-10.27%、10.67%和-607.25%；
- 2011年第三季度，营业收入、营业成本和净利润分别为6,958.88万元、3,850.16万元和1,997.36万元，同比增长-17.63%、-26.43%和-8.80%，环比增长-40.78%、-48.43%和-57.68%；三季度三项费用分别为75.98万元、857.94万元和-363.52万元，分别同比增长-33.03%、25.37%和-260.39%，环比增长-23.30%、40.75%和-53.76%

我们预计公司2011—2013年业绩分别为0.78元、1.22元和2.15元，维持公司“推荐”评级。

事件评论

第一，新订单进度影响收入增速，期间费用率继续下降

2011年1-9月，公司实现营业收入21,848.36万元，同比增长-5.39%；营业成本13,085.94万元，同比增长7.07%；净利润7,763.23万元，同比增长2.31%，每股收益0.48元。销售费用、管理费用、财务费用分别为256.54万元、1,954.20万元和-1149.69万元，分别同比增长-10.27%、10.67%和-607.25%；主要原因是：

- 毛利率方面，竞争加剧以及原材料和人工成本的上升的双重压力下，毛利率延续下滑趋势；
- 费用方面，财务费用较上年同期减少607.25%，主要原因为公司本期存款利息收入增加，所得税费用较上年同期增长37.11%，主要原因为公司本年所得税税率优惠减半期已满，所得税税率变为15%；
- 营业外收入较上年同期增长500.98%，主要原因为本期公司取得子公司的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益。

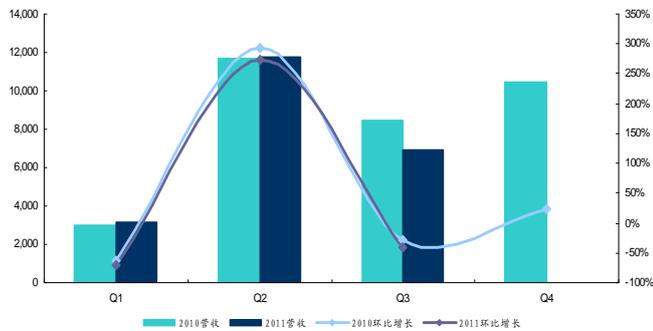
表1：2011年三季度主要财务指标情况一览

	2011年1-9月	2010年1-9月	同比
营业总收入(万元)	21,848.36	23,092.72	-5.39%
营业收入(万元)	21,848.36	23,092.72	-5.39%
营业总成本(万元)	14,419.18	15,000.30	-3.87%

营业成本(万元)	13,085.94	12,221.55	7.07%
销售费用(万元)	256.54	285.89	-10.27%
管理费用(万元)	1,954.20	1,765.76	10.67%
财务费用(万元)	-1149.69	226.65	-607.25%
营业利润(万元)	7,429.18	8,092.42	-8.20%
利润总额(万元)	8764.36	8,318.12	5.36%
净利润(万元)	7,763.23	7,587.97	2.31%
每股收益	0.48	1.26	-61.90%

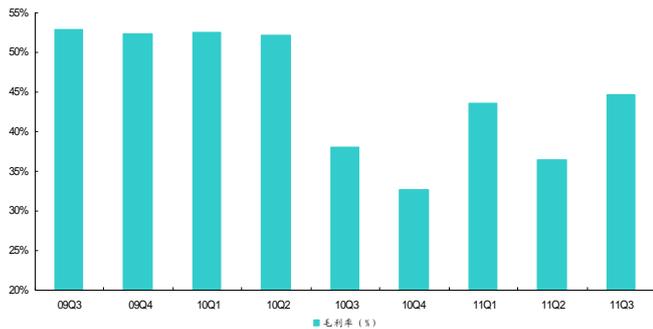
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：公司单季营业收入与环比增长情况



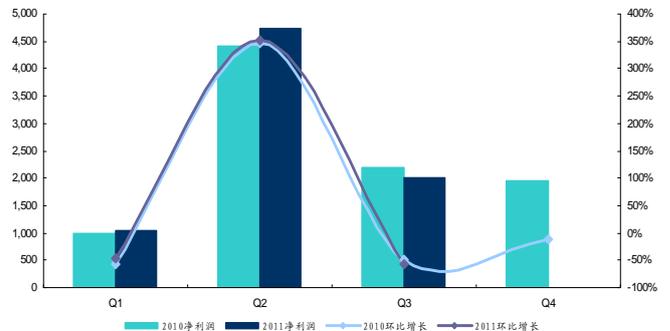
资料来源：长江证券研究部

图 3：公司单季毛利率情况



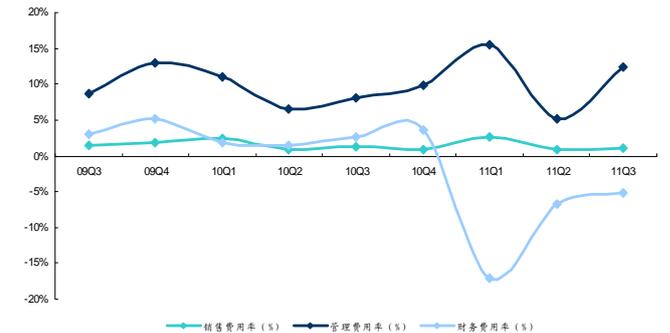
资料来源：长江证券研究部

图 2：公司单季净利润与环比增长情况



资料来源：长江证券研究部

图 4：公司单季期间费用率情况



资料来源：长江证券研究部

第二，单季度营业收入和净利润同比和环比均下滑

2011年第三季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 6,958.88 万元 3,850.16 万元和 1,997.36 万元，同比下降 17.63%、26.43%和 8.80%，环比下降 40.78%、48.43%、57.68%；三季度三项费用分别为 75.98 万元、857.94 万元和 -363.52 万元，分别同比增长-33.03%、25.37%和-260.39%，环比增长-23.30%、40.75%和-53.76%。第四季度，由于公司承接项目的实施地都位于西北部，面临着因季节原因现场无法施工，公司四季度将着力开拓市场，为明年的

业绩做好支撑。

表 2: 2011 年三季度主要财务指标同比情况一览

	2011Q3	2010Q3	同比
营业总收入(万元)	6,958.88	8,448.14	-17.63%
营业收入(万元)	6,958.88	8,448.14	-17.63%
营业总成本(万元)	4,494.28	6,137.20	-26.77%
营业成本(万元)	3,850.16	5,233.18	-26.43%
销售费用(万元)	75.98	113.46	-33.03%
管理费用(万元)	857.94	684.34	25.37%
财务费用(万元)	-363.52	226.65	-260.39%
营业利润(万元)	2,464.59	2,310.94	6.65%
利润总额(万元)	2,455.88	2,432.86	0.95%
净利润(万元)	1,997.36	2,190.19	-8.80%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 2011 年三季度主要财务指标环比情况一览

	2011Q2	2011Q3	环比
营业总收入(万元)	11,750.88	6,958.88	-40.78%
营业收入(万元)	11,750.88	6,958.88	-40.78%
营业总成本(万元)	8,007.86	4,494.28	-43.88%
营业成本(万元)	7,466.38	3,850.16	-48.43%
销售费用(万元)	99.06	75.98	-23.30%
管理费用(万元)	609.53	857.94	40.75%
财务费用(万元)	-786.17	-363.52	-53.76%
营业利润(万元)	3,743.01	2,464.59	-34.15%
利润总额(万元)	5,084.06	2,455.88	-51.69%
净利润(万元)	4,719.99	1,997.36	-57.68%

资料来源: wind, 长江证券研究部

第三, 今年签订订单超预期, 未来两年业绩有保障

公司今年已经获得的订单有 5 个, 总金额达到 13.65 亿元, 加上去年结转下来的约 4 亿订单, 公司目前在手订单达到近 18 亿, 订单超预期, 为公司未来两年的业绩提供保障。目前签订的几个项目如果按照签订的正常合同完工时间, 大部分都将在 2012 年结束项目, 因此在 2012 年可能出现较大幅度的收入确认。目前整体电石行业出现更新改造的项目增多, 公司签订的订单多为客户急需要建设的项目, 随着公司不断加大人员招聘力度, 那么公司具有足够人力的支持后期项目建设的能力也会逐步加强, 因此我们看好公司未来承接项目的能力。

表 4: 公司在手订单情况

签订时间	签订方	合同内容	合同金额
2011年3月1日	双欣化学	4*33000KVA 电石炉主体成套设备购销	0.32 亿
2011年4月25日	通化嘉成	600t/d 套筒窑	0.37 亿
2011年6月7日	港原化工	6x33MVA 电石项目成套设备总承包	3.15 亿
2011年8月3日	腾龙合金	12 万吨/年镍合金项目	3.312 亿
2011年10月19日	新疆圣雄	新疆圣雄能源开发有限公司年产 60 万吨电石、60 万吨石灰项目	6.5 亿
2011年前			约 4 亿

资料来源：公司公告，长江证券研究部

铁合金行业安装节能密闭炉还处于起步阶段，国家发改委已于 2008 年制定其准入条件，全国共有 5000 多台，2000 多万吨的产能，符合国家规定的准入标准 25000KVA 的密闭铁合金炉只占了所有产能的 4.1%，大量的落后开放式铁合金炉存在，铁合金炉每年能有 10% 的新增产能（随着钢铁行业的发展而发展），一年有 200 万吨的新增产能（16 亿），改造市场需要逐步启动（未来有 160 亿市场空间）。

表 5：节能能耗效率测算表

项目	节约耗电量(万 度)	回收 CO 量(万 Nm3)	减排 CO2 量(万 吨)	综合折算节约标煤 (万吨)	节能减排直接增效 (万元)
----	---------------	-------------------	------------------	------------------	------------------

节能环保密闭矿热炉及尾气综合利用一体化技术系统	2175	3	3.72	1.9	2036
-------------------------	------	---	------	-----	------

资料来源：招股书，长江证券研究部

公司主要客户中泰化学、盐湖钾肥和新疆圣雄都在电石项目上仍有扩产的需求，近几年公司还能继续在电石炉项目获得新的订单，并且收购的长岭永久三鸣页岩科技有限公司和吉林三鸣页岩科技有限公司使公司拓展到油页岩领域，未来发展空间有保证。

公司未来的看点：

- 电石炉/铁合金项目超预期；
- 煤炭销售；
- 油页岩项目开工建设，投产竣工；

第四，盈利预测

我们预计公司 2011—2013 年业绩分别为 0.78 元、1.22 元和 2.15 元。公司是 A 股为数不多做工业炉窑的企业，目前正值国家节能减排风头正，公司伴行业之大势，为国家环保事业添砖加瓦，公司蓄势待发，未来向资源类公司进军，在分享环保盛宴同时，还把握能源发展节奏，同时股权激励给予公司业绩提供一定约束条件，促使公司为达到目标而加强管理和提升获取订单的情况，因此我们维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	336	415	637	1076	货币资金	1223	1065	960	831
营业成本	193	241	364	590	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	143	174	273	486	应收账款	86	106	163	275
% 营业收入	42.6%	41.9%	42.9%	45.2%	存货	238	297	448	727
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	25	31	46	75
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	4	5	7	12	流动资产合计	1594	1528	1661	1983
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	28	35	53	90	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4	-2	-4	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	-0.5%	-0.6%	-0.3%	固定资产合计	17	118	217	315
资产减值损失	6	2	7	13	无形资产	11	11	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	0	1	1
营业利润	101	133	208	371	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	30.0%	32.0%	32.7%	34.5%	资产总计	1624	1657	1889	2309
营业外收支	3	4	4	4	短期贷款	100	0	0	0
利润总额	104	137	212	375	应付款项	63	78	118	192
% 营业收入	30.9%	33.0%	33.3%	34.9%	预收账款	22	27	41	70
所得税费用	8	11	17	30	应付职工薪酬	6	7	11	18
净利润	95	126	195	345	应交税费	9	12	19	34
归属于母公司所有者的净利润	95.5	125.8	195.3	345.2	其他流动负债	2	3	4	7
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	202	128	194	320
EPS (元/股)	0.60	0.78	1.22	2.15	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	4	4	4	4
					负债合计	206	131	197	323
					归属于母公司	1419	1526	1692	1985
					所有者权益				
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	1419	1526	1692	1985
					负债及股东权益	1624	1657	1889	2309
					基本指标				
						2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	-49	63	26	31	EPS	0.595	0.784	1.217	2.152
取得投资收益	0	0	0	0	BVPS	17.69	19.02	10.55	12.38
收回现金					PE	43.94	33.35	21.48	12.15
长期股权投资	0	0	0	0	PEG	0.82	0.62	0.40	0.23
无形资产投资	0	0	0	0	PB	1.48	1.37	2.48	2.11
固定资产投资	-3	-104	-106	-111	EV/EBITDA	28.98	23.26	15.22	8.81
其他	4	0	0	0	ROE	6.7%	8.2%	11.5%	17.4%
投资活动现金流净额	1	-104	-106	-111					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	1113	0	0	0					
银行贷款增加(减少)	50	-100	0	0					
筹资成本	3	-17	-26	-49					
其他	-5	0	0	0					
筹资活动现金流净额	1162	-117	-26	-49					
现金净流量	1114	-158	-106	-129					

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
