天立环保（300156）

公司点评 研究报告

维持“推荐”

2011-8-3

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		

签订合金炉大订单，未来两年高增长

事件描述

今日天立环保公布关于签订重大合同的公告，主要内容如下：

- 2011 年 8 月 3 日，天立环保与安徽腾龙合金签订《12 万吨/年镍合金项目建设（土建除外）承包合同书》，暂定合同金额 3.312 亿元；
- 合同内容：天立环保需负责 1）2×36MVA 镍合金项目范围内主体设备，2）包括原料运输系统、循环水冷却系统等在内的公辅工程所有成套设备和辅助材料的供应，以及 3）联合专业安装公司完成成套设备及非标设备的安装制作；
- 合同履行期限：施工工期十二个月；

预计 2011 年度确认 15%项目收入，2012 年确认 85%项目收入，贡献 2011-2012 年 EPS 分别为 0.077 元和 0.439 元，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，在手订单饱满，现金充裕保证项目实施，未来两年增长确定

算上此次订单，公司今年已经获得的订单有 4 个，总金额达到 7.15 亿元，加上去年结转下来的约 4 亿订单，公司目前在手订单超过 11 亿，相当于去年收入 3.36 亿的 3.3 倍。如果这些订单全部在 2012 年前结算，公司未来 2 年收入复合增长率将达到 40%。

表 1：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	6×33MVA 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 年前			约 4 亿

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据公司提供的超募资金使用情况报告，公司尚有 7.89 亿资金未使用。因此，即使公司单个项目由于收入结算与成本支出的不匹配导致需要占用一定资金，公司近 2 年不会出现现金流紧张的情况。另一方面，募投项目将于今年 12 月

达成，新增电石产能 200 万吨，公司不会因订单快速增长而产生产能受限的局面。总体来说，由于公司方面的原因而产生订单无法按预期完成的风险较小，项目实施有资金和产能保证。

第二，近几年电石项目有增长空间

由于近两年来，中泰化学、盐湖钾肥和新疆圣雄都在电石项目上有扩产的需求，我们预计中泰化学 2013 年的电石炉产能要从现在的 90 万吨扩充到 300 万吨，圣雄要扩充到 450 万吨，公司生产提供的密闭式电石炉可以相对每吨电石耗能节约 15%-20%的水平，可以为电石生产企业节约成本，因此我们认为近几年来公司还能继续在电石炉项目获得新的订单。

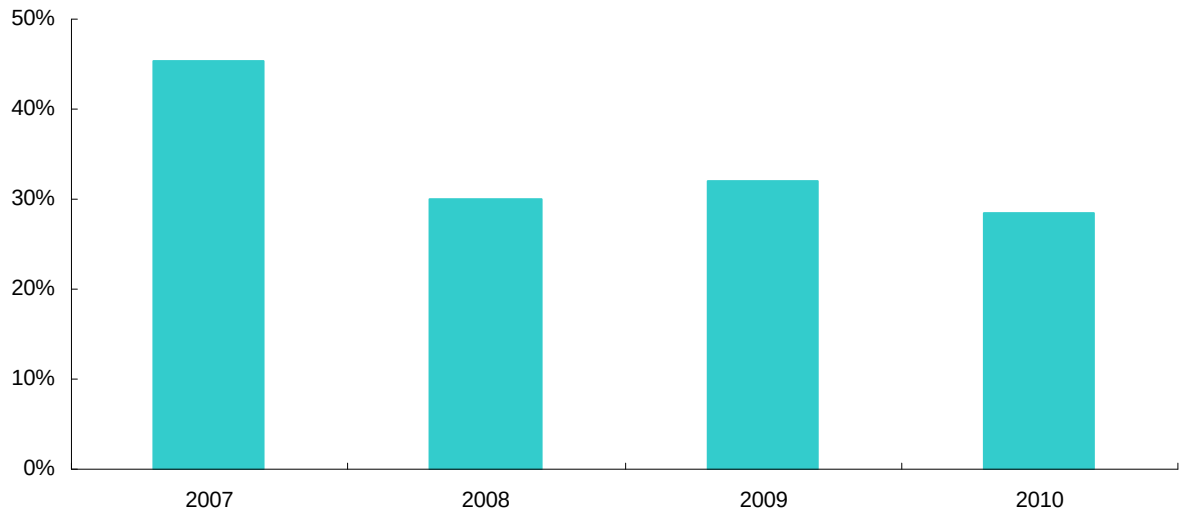
第三、预计此项目可以贡献 2011-2012 年业绩分别为 0.077 元和 0.439 元

结算进度方面，根据腾龙合金进度要求，施工工期为十二个月，公司目标十一个月完成，因此我们预计 2012 年前项目结算完成。

由于存在腾龙合金前期土建工作进度不达预期以及设计图纸不能按时完成的风险，我们谨慎预计 2011 年结算项目 15%收入，2012 年结算 85%。

利润率方面，公司目前净利率约 30%，我们按照 25%的净利率估算项目利润贡献，预计此项目 2011-2012 年贡献 EPS 分别为 0.077 元和 0.439 元。

图 1：公司 2007-2010 净利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年业绩至为 0.85 元、1.26 元和 2.07 元，对应 8 月 3 日收盘价 28.31 元，PE 分别为 33.31 倍、22.47 倍和 13.68 倍。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）	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	**336**	**438**	**640**	**1015**
营业成本	193	250	359	552
毛利	**143**	**188**	**281**	**463**
%营业收入	42.6%	43.0%	43.9%	45.6%
营业税金及附加	1	1	2	3
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	4	5	7	12
%营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	28	36	53	85
%营业收入	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
财务费用	4	-2	-4	-3
%营业收入	1.1%	-0.4%	-0.6%	-0.3%
资产减值损失	6	3	6	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**101**	**144**	**216**	**356**
%营业收入	30.0%	33.0%	33.8%	35.1%
营业外收支	3	4	4	4
利润总额	**104**	**148**	**220**	**360**
%营业收入	30.9%	33.9%	34.4%	35.5%
所得税费用	8	12	18	29
净利润	95	136	203	331
归属于母公司所有者的净利润	**95.5**	**136.4**	**202.7**	**331.2**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.60**	**0.85**	**1.26**	**2.07**

现金流量表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	**-49**	**60**	**52**	**64**
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-3	-104	-106	-110
其他	4	0	0	0
投资活动现金流净额	**1**	**-104**	**-106**	**-110**
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	-19	-27	-46
其他	-5	0	0	0
筹资活动现金流净额	**1162**	**-119**	**-27**	**-46**
现金净流量	**1114**	**-163**	**-81**	**-92**

资产负债表（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1223	1061	979	887
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	86	112	164	259
存货	238	308	442	680
预付账款	25	32	46	70
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	**1594**	**1542**	**1676**	**1968**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	17	118	217	314
无形资产	11	11	10	10
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	2	0	0	1
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	**1624**	**1672**	**1904**	**2293**
短期贷款	100	0	0	0
应付款项	63	81	117	180
预收账款	22	28	41	66
应付职工薪酬	6	8	11	17
应交税费	9	13	20	32
其他流动负债	2	3	4	6
流动负债合计	**202**	**133**	**193**	**301**
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**	**137**	**197**	**304**
归属于母公司所有者权益	1419	1535	1707	1989
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	**1419**	**1535**	**1707**	**1989**
负债及股东权益	**1624**	**1672**	**1904**	**2293**

基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.595	0.850	1.263	2.065
BVPS	17.69	19.14	10.64	12.40
PE	41.08	28.75	19.35	11.84
PEG	0.80	0.56	0.38	0.23
PB	1.38	1.28	2.30	1.97
EV/EBITDA	26.41	19.58	13.34	8.28
ROE	6.7%	8.9%	11.9%	16.7%

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情范围内，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。