

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

中报增长有限，下半年盈利将明显改善

事件描述

天立环保（300156）今日公告了2011年半年报，主要内容如下：

- 2011年上半年情况，公司实现营业收入14,889.48万元，同比增长1.67%；营业成本9,235.77万元，同比增长32.16%；归属上市公司净利润5,765.88万元，同比增长6.82%，每股收益0.36元。销售费用、管理费用、财务费用分别为180.56万元、1,096.27万元和-786.17万元，分别同比增长4.71%、1.37%和-553.78%；
- 2011年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为11,750.88万元、7,466.38万元和4,719.99万元，同比增长0.71%、16.74%和7.05%，环比增长274.40%、321.98%、351.29%；单季每股收益（完全摊薄）0.29元。二季度三项费用分别为99.06万元、609.53万元和-251.38万元，分别同比增长-0.71%、-19.06%和-310.18%。

我们预计公司2011—2013年业绩分别为 元、元和 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年上半年情况，公司实现营业收入14,889.48万元，同比增长1.67%；营业成本9,235.77万元，同比增长32.16%；归属上市公司净利润5,765.88万元，同比增长6.82%，每股收益0.17元。销售费用、管理费用、财务费用分别为180.56万元、1,096.27万元和-786.17万元，分别同比增长4.71%、1.37%和-553.78%。主要原因是：

- 由于新签订单仍有部分细节待确认，公司上半年收入主要来自于去年结转订单；分业务上，由于密闭炉订单积累较多，公司加快这部分订单的消化，上半年实现收入增长43.02%，而炉气高温净化与综合利用受人力资源限制，下降66.82%；
- 毛利率方面，竞争加剧使得毛利率有回归正常水平的趋势，并且在原材料和人工成本的上升情况下，毛利率出现明显下降；
- 费用方面，由于超募资金产生的利息收入影响，上半年期间费用率由去年的9.74%下降至3.30%，销售费用与管理费用也与去年同期基本持平。

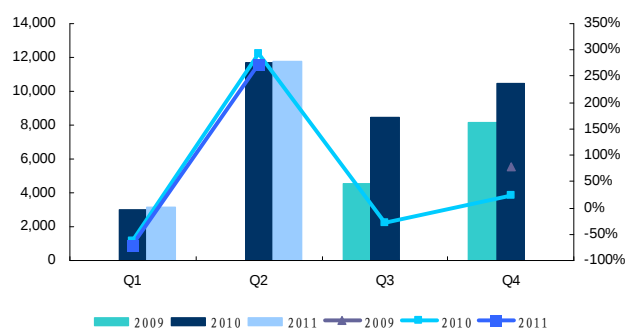
表 1：2011 年上半年主要财务指标情况一览

	2011H1	2010H1	同比
营业收入（万元）	14,889.48	14,644.58	1.67%
营业总成本（万元）	9,924.90	8,863.10	11.98%

营业成本(万元)	9,235.77	6,988.37	32.16%
销售费用(万元)	180.56	172.43	4.71%
管理费用(万元)	1,096.27	1,081.42	1.37%
财务费用(万元)	-786.17	173.25	-553.78%
营业利润(万元)	4,964.58	5,781.48	-14.13%
利润总额(万元)	6,308.47	5,885.26	7.19%
净利润(万元)	5,765.88	5,397.78	6.82%
每股收益(元/股)	0.36	0.90	-60.00%

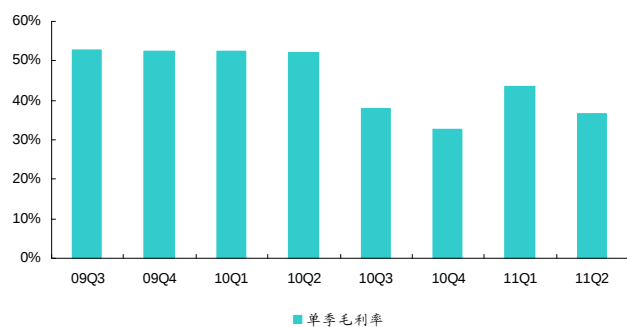
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：公司上半年单季营业收入与环比增长情况



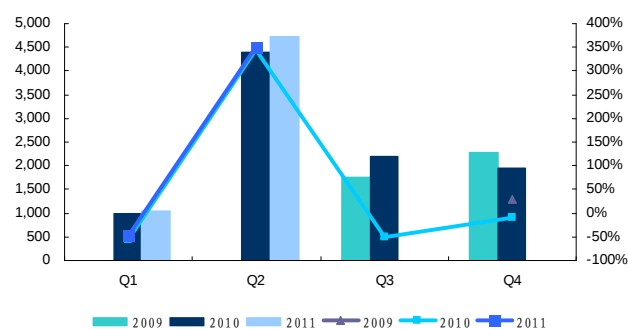
资料来源：长江证券研究部

图 3：公司上半年单季毛利率情况



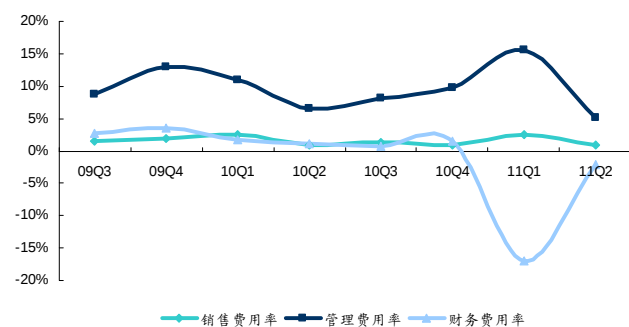
资料来源：长江证券研究部

图 2：公司上半年单季净利润与环比增长情况



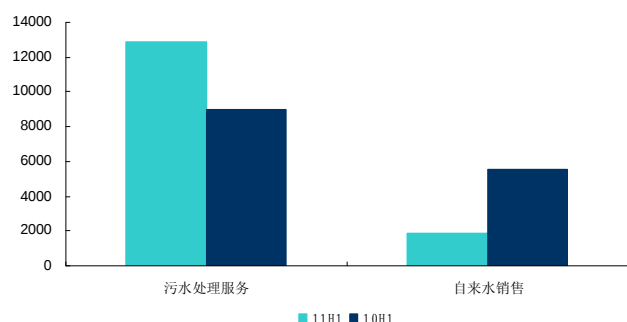
资料来源：长江证券研究部

图 4：公司上半年期间单季费用率情况



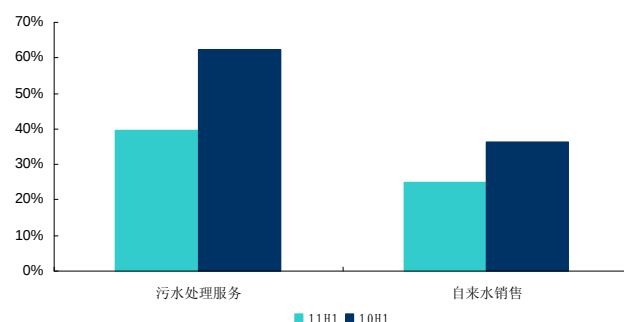
资料来源：长江证券研究部

图 5: 公司上半年各业务情况



资料来源: 长江证券研究部

图 6: 公司上半年各业务毛利率情况



资料来源: 长江证券研究部

第二, 季节性致单季环比大增, 增速与去年基本持平

2011 年二季度, 营业收入、营业成本和净利润分别为 11,750.88 万元、7,466.38 万元和 4,719.99 万元, 同比增长 0.71%、16.74%和 7.05%, 环比增长 274.40%、321.98%、351.29%; 单季每股收益 (完全摊薄) 0.29 元。二季度三项费用分别为 99.06 万元、609.53 万元和-251.38 万元, 分别同比增长-0.71%、-19.06%和-310.18%。从过去情况来看, 二季度通常是项目结算的高峰期, 因此收入、利润环比大增, 同时环比增速相较于去年差异不大, 体现出公司经营处于正常情况。

表 2: 2011 年二季度主要财务指标同比情况一览

	2011Q2	2010Q2	同比
营业收入 (万元)	11,750.88	11,667.49	0.71%
营业总成本 (万元)	8,007.86	6,859.80	16.74%
营业成本 (万元)	7,466.38	5,575.13	33.92%
销售费用 (万元)	99.06	99.77	-0.71%
管理费用 (万元)	609.53	753.02	-19.06%
财务费用 (万元)	-251.38	119.60	-310.18%
营业利润 (万元)	3,743.01	4,807.69	-22.15%
利润总额 (万元)	5,084.06	4,811.47	5.67%
净利润 (万元)	4,719.99	4,409.05	7.05%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 2011 年二季度主要财务指标环比情况一览

	2011Q2	2011Q1	环比
营业收入 (万元)	11,750.88	3,138.61	274.40%
营业总成本 (万元)	8,007.86	1,917.04	317.72%

营业成本（万元）	7,466.38	1,769.39	321.98%
销售费用（万元）	99.06	81.50	21.54%
管理费用(万元)	609.53	486.74	25.23%
财务费用(万元)	-251.38	-534.79	53.00%
营业利润（万元）	3,743.01	1,221.57	206.41%
利润总额（万元）	5,084.06	1,224.41	315.23%
净利润（万元）	4,719.99	1,045.89	351.29%

资料来源：wind，长江证券研究部

第三，在手订单充足，未来发展有保证

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。公司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	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

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。

第四，盈利预测

我们预计公司 2011—2013 年业绩分别为 0.78 元、1.16 元和 1.97 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	597	969	货币资金	1223	1065	986	890
营业成本	193	241	339	526	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	143	174	258	442	应收账款	86	106	153	248
% 营业收入	42.6%	41.9%	43.2%	45.7%	存货	238	297	418	648
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	25	31	43	67
% 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	11	流动资产合计	1594	1528	1641	1919
% 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	50	81	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	313
资产减值损失	6	2	5	11	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	0	1
营业利润	101	133	198	340	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	30.0%	32.0%	33.2%	35.1%	资产总计	1624	1657	1869	2243
营业外收支	3	4	4	4	短期贷款	100	0	0	0
利润总额	104	137	202	344	应付款项	63	78	110	171
% 营业收入	30.9%	33.0%	33.8%	35.6%	预收账款	22	27	39	63
所得税费用	8	11	16	28	应付职工薪酬	6	7	10	16
净利润	95	126	186	317	应交税费	9	12	18	31
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	3	4	6
的净利润	95.5	125.8	185.9	316.7	流动负债合计	202	128	181	286
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.60	0.78	1.16	1.97	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	4	4	4	4
经营活动现金流净额	-49	63	51	57	负债合计	206	131	185	290
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1419	1526	1684	1953
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1419	1526	1684	1953
固定资产投资	-3	-104	-106	-110	负债及股东权益	1624	1657	1869	2243
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	1	-104	-106	-110		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.595	0.784	1.159	1.975
股权融资	1113	0	0	0	BVPS	17.69	19.02	10.50	12.18
银行贷款增加 (减少)	50	-100	0	0	PE	49.19	37.35	25.26	14.83
筹资成本	3	-17	-24	-44	PEG	1.00	0.76	0.51	0.30
其他	-5	0	0	0	PB	1.66	1.54	2.79	2.40
筹资活动现金流净额	1162	-117	-24	-44	EV/EBITDA	33.72	26.99	18.33	10.86
现金净流量	1114	-158	-79	-96	ROE	6.7%	8.2%	11.0%	16.2%

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。