

2012-4-25

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

天立环保 (300156)

**项目延期致业绩低于预期，
订单充裕锁定来年增长**

分析师: 邓莹

☎ (8621)68751219

✉ dengying@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512040001

联系人: 王冯

☎ (8621)68751219

✉ Wangfeng6@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《业绩低于预期, 看好公司未来产业布局》
2011/10/26

《获圣雄三期 6.5 亿项目, 今年电石炉最大一单》
2011/10/24

《中报增长有限, 下半年盈利将明显改善》
2011/8/15

报告要点

■ 事件描述

天立环保(300156)今日发布2011年年报以及2012年一季报,主要内容如下:公司2011年实现营业收入32078万元,比去年同期下降4.43%,营业成本19259万元,较去年同期下降0.11%,实现利润总额8992万元,较去年同期下降12.13%,实现净利润7611万元,较去年同期下降20.27%,每股收益0.47元。

2012年一季度,公司实现营业收入6803万元,同比增长116.75%,营业成本4850万元,同比增长174.11%;实现归属于母公司股东的净利润1395万元,同比增长33.36%,每股收益0.09元。销售费用、管理费用、财务费用分别为58.56万元、637.25万元和-350.37万元,同比增长-28.15%、30.92%和-34.48%。

2011年拟分配方案:不进行现金分配。

■ 事件评论

- 公司2011年业绩低于预期,营业收入同比下降,主要是承接的重大项目因客户资金紧张、市场等原因延期开工,导致公司对本期收入、利润确认减少。毛利率进一步下降,期间费用上升较快。
- 我们认为2012年1季度的高增长与去年项目延期有关,去年4季度的业绩确认至1季度导致1季度同比和环比均实现大幅增长,营业利润低于营业收入增长主要是毛利率大幅下降。
- 2012年4月23日,天立环保全资子公司与新疆圣雄能源股份有限公司签订了《新疆圣雄能源股份有限公司黑山8座600t/d套筒石灰窑系统工程总承包商务合同书》,总金额为4.5亿元,按照10%的净利润率估算,对2012年EPS的增厚大约为0.29元。
- 2011年公司签订合同总额共计13.7亿元,加上2011年之前订单结转到本期的,在手的大订单金额达16.5亿元,扣除其中已经确认收入的金额达7.8亿元,余下近9亿订单将结转至2012年及之后确认,加上本月新签的4.5亿订单,在手订单充裕。
- 我们预计公司2012—2014年业绩分别为0.68元、0.97元和1.32元。公司是A股为数不多做工业炉窑的企业,同时公司也向资源类公司进军,前景看好,维持“推荐”评级。

项目延期开工致 2011 年业绩低于预期

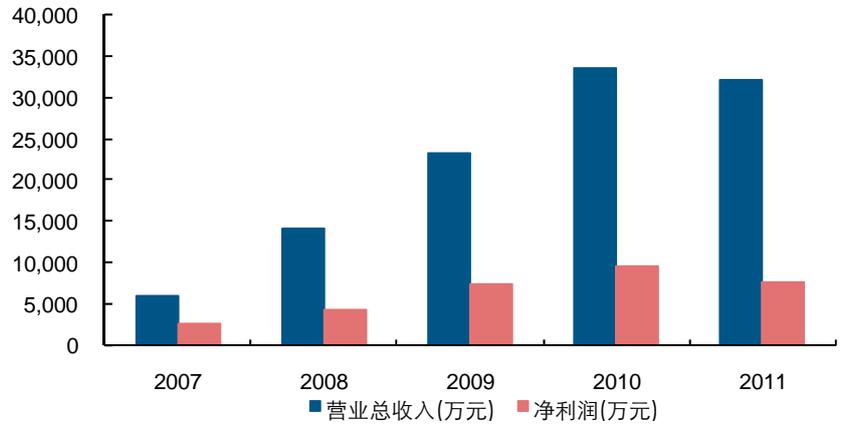
2011 年，公司实现营业收入 32078 万元，比去年同期下降 4.43%，营业成本 19259 万元，较去年同期下降 0.11%，实现利润总额 8992 万元，比去年同期下降 12.13%，实现净利润 7611 万元，比去年同期下降 20.27%，每股收益 0.47 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 386.74 万元、4474.42 万元、-1558.31 万元，同比增长 1.47%、60.07%和-511.25%。主要原因是：

- 公司 2011 年业绩低于预期，营业收入同比下降，主要是承接的重大项目因客户资金紧张、市场等原因延期开工，导致公司对本期收入、利润确认减少。
- 公司所在行业竞争激烈，毛利率进一步下降，同时公司承接老客户项目对于公司毛利率的进一步压缩也导致毛利下滑。
- 公司规模扩大、工资费用增长导致管理费用的增加，同比增长 60.07%。财务费用较上年同期下降 511.25%，主要系公司募集资金产生利息。研发费用支出 1,133.9 万元，比上年增长了 7.73%，占当年营业收入的 3.53%。
- 所得税较上年同期增长 65.42%，主要系公司所得税税率由 7.5%变为 15%，所得税费用增加较大。

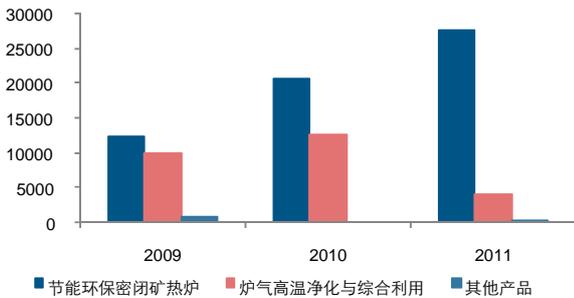
表 1：2011 年与 2010 年主要财务数据对比

	2011	2010	yoy
营业总收入	32,078.10	33,564.51	-4.43%
营业收入	32,078.10	33,564.51	-4.43%
营业总成本	23,243.61	23,510.66	-1.14%
营业成本	19,259.32	19,280.53	-0.11%
销售费用	386.74	381.15	1.47%
管理费用	4,474.42	2,795.31	60.07%
财务费用	-1,558.31	378.93	-511.25%
投资净收益	0.00	0.00	-
营业利润	8,834.48	10,053.84	-12.13%
营业外收入	194.63	327.90	-40.64%
营业外支出	36.70	0.07	-
利润总额	8,992.41	10,381.67	-13.38%
净利润	7,611.39	9,546.79	-20.27%
归属于母公司的净利润	7,611.39	9,546.79	-20.27%
每股收益	0.47	0.79	-40.51%

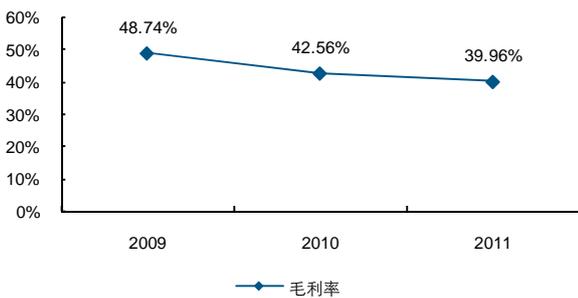
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1: 公司近年营业收入和净利润稳健增长


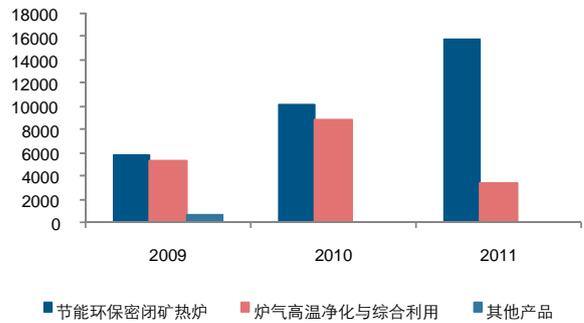
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 2: 分业务收入: 节能环保密闭矿热炉增长 33.52%


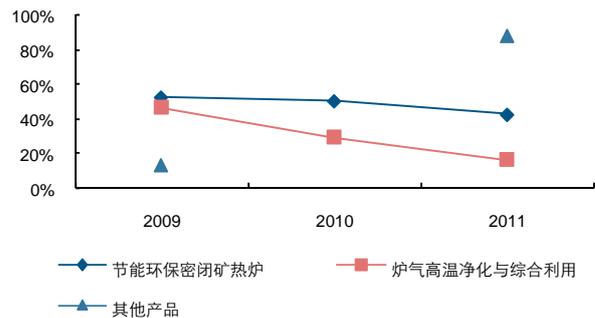
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 4: 综合毛利率下降 2.6 个百分点


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

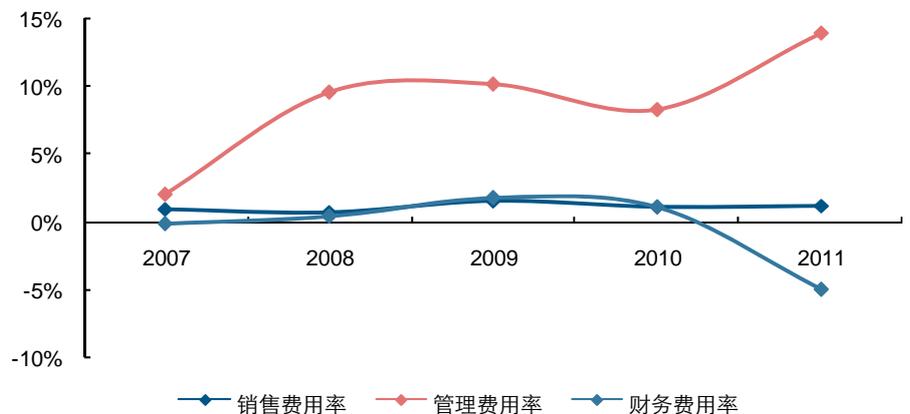
图 3: 分业务成本: 节能环保密闭炉成本增长 54.43%


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 5: 主要业务毛利率下滑明显


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 6: 公司 2011 年管理费用增长较快



资料来源: Wind, 长江证券研究部

一季度同比环比均大幅增长，毛利率下滑

2012 年一季度，公司实现营业收入 6803 万元，同比增长 116.75%，营业成本 4850 万元，同比增长 174.11%；实现归属于母公司股东的净利润 1395 万元，同比增长 33.36%，每股收益 0.09 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 58.56 万元、637.25 万元和 -350.37 万元，同比增长-28.15%、30.92%和-34.48%。

我们认为，2012 年 1 季度的高增长与去年项目延期有关，去年 4 季度的业绩确认至 1 季度导致 1 季度同比和环比均实现大幅增长，营业利润低于营业收入增长主要是毛利率大幅下降，每股收益同比减少主要是股本增加所致。

表 2: 2012 年一季度主要财务指标情况一览

	2012Q1	2011Q1	同比
营业收入(万元)	6,803.01	3,138.61	116.75%
营业总成本(万元)	5,196.96	1,917.04	171.09%
营业成本(万元)	4,850.12	1,769.39	174.11%
营业税金及附加(万元)	5.89	0.28	2007.13%
销售费用(万元)	58.56	81.50	-28.15%
管理费用(万元)	637.25	486.74	30.92%
财务费用(万元)	-350.37	-534.79	-34.48%
投资净收益(万元)	0.00	0.00	-
营业利润(万元)	1,606.04	1,221.57	31.47%
利润总额(万元)	1,657.68	1,224.41	35.39%
营业外收入(万元)	51.89	2.84	1725.95%
营业外支出(万元)	0.26	0.00	-
净利润(万元)	1,394.79	1,045.89	33.36%
归属于母公司股东的净利润(万元)	1,416.89	1,045.89	35.47%
每股收益(元/股)	0.09	0.13	-30.77%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 2012 年一季度主要财务指标环比情况一览

	2012Q1	2011Q4	环比	2011Q4	2011Q3	环比
营业收入(万元)	6,803.01	10,229.74	-33.50%	10,229.74	6,958.88	47.00%
营业总成本(万元)	5,196.96	8,824.43	-41.11%	8,824.43	4,494.28	96.35%
营业成本(万元)	4,850.12	6,173.38	-21.43%	6,173.38	3,850.16	60.34%
销售费用(万元)	58.56	130.19	-55.02%	130.19	75.98	71.35%
管理费用(万元)	637.25	2,520.22	-74.71%	2,520.22	857.94	193.75%
财务费用(万元)	-350.37	-408.63	-14.26%	-408.63	-363.52	12.41%
投资净收益(万元)	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-
营业利润(万元)	1,606.04	1,405.31	14.28%	1,405.31	2,464.59	-42.98%
利润总额(万元)	1,657.68	228.05	626.88%	228.05	2,455.88	-90.71%
营业外收入(万元)	51.89	-1,161.81	-104.47%	-1,161.81	2.02	-57503.88%
营业外支出(万元)	0.26	15.45	-98.34%	15.45	10.73	43.90%
净利润(万元)	1,394.79	-151.84	-1018.59%	-151.84	1,997.36	-107.60%
归属于母公司股东的净利润(万元)	1,416.89	-151.84	-1033.15%	-151.84	1,997.36	-107.60%
每股收益(元/股)	0.09	-0.01	-1000.00%	-0.01	0.12	-108.33%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

再获新疆订单, 未来业绩增长有保障

2012 年 4 月 23 日, 天立环保工程股份有限公司全资子公司天立环保工程新疆有限公司与新疆圣雄能源股份有限公司签订了《新疆圣雄能源股份有限公司黑山 8 座 600t/d 套筒石灰窑系统工程总承包商务合同书》, 暂定合同总金额为 4.5 亿元, 由于合同履行期限是合同履行期限: 2012 年 5 月 1 日至 2012 年 10 月 30 日, 预计今年将确认大部分收入, 按照 10% 的净利润率估算, 对 2012 年 EPS 的增厚大约为 0.29 元, 主要集中在下半年确认。

根据 2011 年年报数据显示, 2011 年公司签订合同总额共计 13.7 亿元, 加上 2011 年之前订单结转至本期的, 在手的大订单金额达 16.5 亿元, 扣除其中已经确认收入的金额达 7.8 亿元, 余下近 9 亿订单将结转至 2012 年及之后确认, 加上上述 4.5 亿新疆订单, 公司在手订单充裕。

表 4: 天立环保上市以来重大订单情况

日期	合作方	内容	金额
2011-03-01	鄂尔多斯双欣化学工业有限公司	4 台套 33000KVA 电石炉主体成套设备	3200 万元
2011-04-25	通化嘉城耐火材料有限公司	一座 600t/d 套筒石灰窑设备	3700 万元
2011-04-30	吉林三鸣页岩科技有限公司及长岭永久三鸣页岩科技有限公司	收购其 100% 股权	15000 万元
2011-06-07	内蒙古港原化工有限公司	6x33MVA 电石项目生产厂区规划设计	31500 万元
2011-08-03	安徽腾龙合金科技有限公司	从原料进场到产出合格产品整体生产过程工程建设(除土建工程外)	33120 万元
2011-10-17	河北汇源炼焦制气集团有限公司、中国水电建设集团租赁控股有限公司	焦炭包销合同	5000 万元

2011-10-19	新疆圣雄能源开发有限公司	年产 60 万吨电石、60 万吨石灰项目生产厂区规划设计	65000 万元
2012-03-12	湖北长江镍业高科股份有限公司	25.5MVA 矿热炉长套设备设计、制造、安装、调试	8700 万元
2012-04-23	新疆圣雄能源开发有限公司	黑山 8 座 600t/d 套筒石灰窑系统工程总承包商务合同书	45000 万元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

除以上大订单之外，公司还积极进入新领域：

2011 年 12 月公司以自有资金 2550 万与内蒙古龙旺地质勘探有限责任公司设立针对油页岩及煤炭清洁生产与综合利用项目及其他资源开发项目的合资公司，进入油页岩等资源开发领域。

2012 年 2 月公司的全资子公司与北京汇源签订合作协议，采用 EPC 合同能源管理方式及先进节能环保技术技改和承包运营 51 个分厂，1500 蒸吨、150 余台链条锅炉，2012-2014 年累计投资额达 6 亿元，公司首次进入工业锅炉行业的合同能源管理项目，虽属初步意向性协议，但项目意义重大，公司产业链进一步延伸。

我们认为，公司在手订单充裕业绩增长有保障，积极进入新的领域也为未来培育新的增长点，看好期增长前景，未来看点在于：

- 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。

维持“推荐”评级

我们预计公司 2012—2014 年业绩分别为 0.68 元、0.97 元和 1.32 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，公司蓄势待发，同时公司向资源类公司进军，前景看好，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)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	321	545	771	1089	货币资金	883	519	244	109
营业成本	193	327	464	658	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	128	218	307	432	应收账款	205	349	493	697
%营业收入	40.0%	40.0%	39.8%	39.6%	存货	368	626	887	1258
营业税金及附加	1	2	3	4	预付账款	32	54	77	109
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	22	0	0	0
销售费用	4	7	9	13	流动资产合计	1601	1701	1917	2480
%营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	45	76	107	152	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-16	-1	-1	4	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-4.9%	-0.2%	-0.2%	0.4%	固定资产合计	79	182	285	388
资产减值损失	6	7	7	10	无形资产	155	147	140	133
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	1	1	2
营业利润	88	128	182	249	其他非流动资产	2	2	2	2
%营业收入	27.5%	23.4%	23.6%	22.8%	资产总计	1839	2033	2345	3004
营业外收支	2	2	2	2	短期贷款	70	0	0	225
利润总额	90	129	183	250	应付款项	97	157	223	316
%营业收入	28.0%	23.7%	23.8%	23.0%	预收账款	50	86	121	171
所得税费用	14	20	28	38	应付职工薪酬	7	12	17	24
净利润	76	109	155	212	应交税费	10	14	20	27
归属于母公司所有者的净利润	76.1	109.4	155.2	211.8	其他流动负债	96	162	230	326
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	330	431	611	1090
EPS (元/股)	0.47	0.68	0.97	1.32	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	14	14	14	14
					负债合计	344	445	625	1104
					归属于母公司	1495	1588	1720	1900
					少数股东权益	0	0	0	0
					股东权益	1495	1588	1720	1900
					负债及股东权益	1839	2033	2345	3004
					基本指标				
						2011A	2012E	2013E	2014E
					EPS	0.475	0.682	0.968	1.320
					BVPS	9.32	9.90	10.72	11.84
					PE	42.67	29.70	20.92	15.34
					PEG	1.05	0.73	0.51	0.38
					PB	2.17	2.05	1.89	1.71
					EV/EBITDA	32.66	19.92	15.58	12.56
					ROE	5.1%	6.9%	9.0%	11.1%

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@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。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。