

2012-10-26

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

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

 《项目开工收入大幅增长, 费用上升较快》
 2012/8/24

《溢价收购隆福, 首次涉足采矿业》2012/6/21

 《项目延期致业绩低于预期, 订单充裕锁定来年
 增长》2012/4/25

天立环保(300156)

收入大幅增长, 毛利率下滑拖累净利润

报告要点

■ 事件描述

今日天立环保(300156)公告了2012年三季报, 主要内容如下:

2012年1-3季度, 公司实现营业收入38,666.51万元, 比去年同期增长76.98%; 实现净利润8,980.22万元, 归属于上市公司股东的净利润9,319.08万元, 比去年同期增长20.04%; 实现每股收益0.32元。

7-9月, 公司实现营业收入11051.70万元, 同比增长58.81%; 营业利润2135.37万元, 同比减少13.36%, 归属于母公司净利润2190.81万元, 同比增长9.69%, 实现每股收益0.08元。

■ 事件评论

➤ **三季度业务分析:** 公司今年订单充足, 本期工程项目结算进展顺利, 营业收入较上年同期增加了76.98%, 但毛利率出现明显下滑, 由去年的40.11%下降至34.87%。随着公司业务规模的扩大, 销售费用较上年同期增加了32.03%, 管理费用较上年同期增加了91.32%, 由于银行存款利息减少, 银行贷款利息增多, 财务费用较上年同期增加了47.98%。报告期末, 营业外收入较上年同期减少了70.94%, 主要原因为公司上期存在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。营业外支出较上年同期减少了75.18%, 主要原因为本期处置资产事项减少。

➤ **收购新材料公司:** 天立环保以自有资金1000万元收购上海常春新材料科技有限公司持有的上海常春高氮合金新材料有限公司10%的股权和自有资金1950万元收购上海冠新创业投资合伙企业持有标的公司39.5%的股权, 及后续缴纳注册资本2000万元。标的公司主要从事高氮合金的生产销售和技术研发, 本次收购完成后, 公司可以储备高氮合金的技术和设备, 能够延伸和丰富公司工业炉窑业务, 开拓新领域业务, 对公司多元化经营、产业链延伸有着重要意义, 但业绩增厚有限。

➤ **盈利预测:** 我们预计公司2012—2014年业绩分别为0.38元、0.54元和0.73元。公司是A股为数不多做工业炉窑的企业, 且订单较为充足、业绩有保障, 看好公司的发展前景, 维持公司“推荐”评级。

收入大幅增长，费用上升、毛利下滑拖累净利润

2012 年 1-3 季度，公司实现营业收入 38,666.51 万元，比去年同期增长 76.98%；实现净利润 8,980.22 万元，归属于上市公司股东的净利润 9,319.08 万元，比去年同期增长 20.04%。

- 公司今年订单充足，本期工程项目结算进展顺利，营业收入较上年同期增加了 76.98%，但毛利率出现明显下滑，由去年的 40.11%下降至 34.87%。
- 报告期末，销售费用较上年同期增加了 32.03%，主要原因为公司加大营销力度。管理费用较上年同期增加了 91.32%，主要原因为公司业务迅速发展，规模扩大，研发项目有序进行。报告期末，财务费用较上年同期增加了 47.98%，主要原因为银行存款利息减少，银行贷款利息增多。
- 报告期末，资产减值损失较上年同期减少了 271.08%，主要原因为本期加强应收账款管理，坏账准备减少。
- 报告期末，营业外收入较上年同期减少了 70.94%，主要原因为公司上期存在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。报告期末，营业外支出较上年同期减少了 75.18%，主要原因为本期处置资产事项减少。

表 1:近 2 年前三季度利润表主要项目对比

	2012 年 1-9 月	2011 年 1-9 月	同比
营业总收入(万元)	38,666.51	21,848.36	76.98%
营业收入(万元)	38,666.51	21,848.36	76.98%
营业总成本(万元)	28,362.88	14,419.18	96.70%
营业成本(万元)	25,183.43	13,085.94	92.45%
销售费用(万元)	338.70	256.54	32.03%
管理费用(万元)	3,738.70	1,954.20	91.32%
财务费用(万元)	-598.11	-1,149.69	-47.98%
营业利润(万元)	10,303.63	7,429.18	38.69%
利润总额(万元)	10,692.58	8,764.36	22.00%
净利润(万元)	8,980.22	7,763.23	15.68%
归属于母公司净利润(万元)	9,319.08	7,763.23	20.04%
每股收益	0.32	0.48	-33.33%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

7-9 月，公司实现营业收入 11051.70 万元，同比增长 58.81%；营业利润 2135.37 万元，同比减少 13.36%，归属于母公司净利润 2190.81 万元，同比增长 9.69%，实现每股收益 0.08 元。

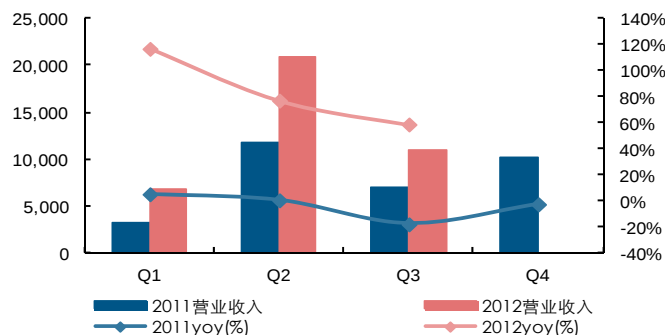
表 2：公司近 2 年 Q3 单季度利润表主要科目对比

	12Q3	11Q3	同比
营业总收入(万元)	11,051.70	6,958.88	58.81%
营业收入(万元)	11,051.70	6,958.88	58.81%
营业总成本(万元)	8,916.33	4,494.28	98.39%
营业成本(万元)	7,143.58	3,850.16	85.54%

销售费用(万元)	156.29	75.98	105.71%
管理费用(万元)	1797.19	857.94	109.48%
财务费用(万元)	-248.73	-363.52	-31.58%
营业利润(万元)	2,135.37	2,464.59	-13.36%
利润总额(万元)	2,463.20	2,455.88	0.30%
净利润(万元)	2,011.82	1,997.36	0.72%
归属于母公司净利润(万元)	2,190.81	1,997.36	9.69%
每股收益(元)	0.08	0.12	-33.33%

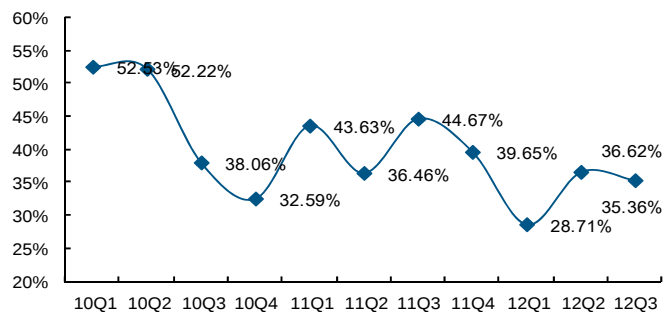
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 1：2012 年第三季度营业收入同比上升 58.81%



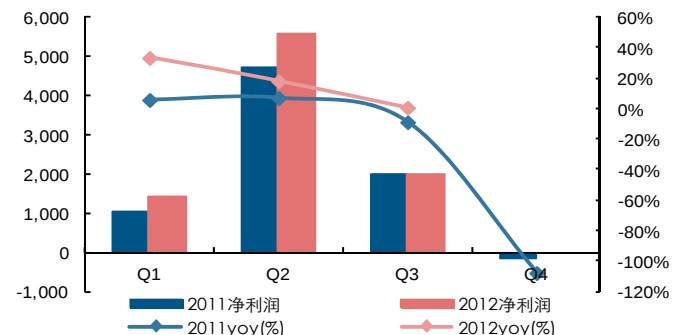
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2012 年第三季度毛利率由去年同期 44.67%下降至 35.36%



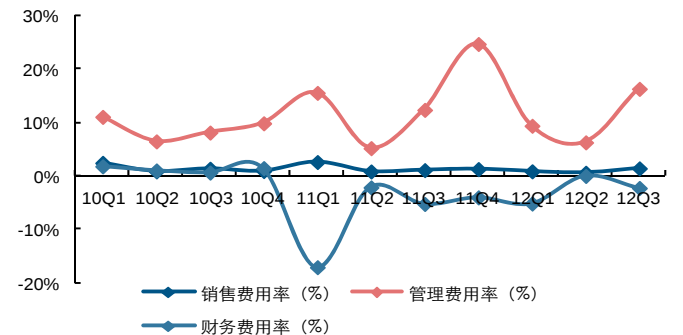
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2012 年第三季度净利润与去年同期持平



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：三项费用率中管理费用上升明显，财务、销售费用稳定



资料来源：Wind，长江证券研究部

收购新材料公司，储备高氮合金技术设备

天立环保工程股份有限公司以自有资金 1000 万元收购上海常春新材料科技有限公司持有的上海常春高氮合金新材料有限公司 10% 的股权和自有资金 1950 万元收购上海冠新创业投资合伙企业持有标的公司 39.5% 的股权，及后续缴纳注册资本 2000 万元。

标的公司主要从事高氮合金的生产销售和技术研发，本次收购完成后，公司可以储备高氮合金的技术和设备，能够延伸和丰富公司工业炉窑业务，开拓新领域业务，对公司多元化经营、产业链延伸有着重要意义。

至 2012 年 9 月 30 日营业收入为 0 万元，营业利润-4.30 万元，净利润-4.30 万元，总资产为 3998.25 万元，负债 0 万元，净资产 3998.25 万元。（以上数据未经审计）标的公司刚成立未进行实质生产销售和经营。**所以，本次收购对公司短期的业绩增厚有限。**

订单充裕，业绩有保障

截至半年报，公司主要建造合同金额合计 20.63 亿，已确认合同收入 9.80 亿，公司至少有 10.8 亿合同收入未确认，三季度单季度公司收入 2.4 亿，我们估算未确认合同金额仍然较大，公司在手订单充裕，业绩有保障。

表 3：公司上市以来获得订单情况

订单	时间	合同金额（万元）	合作方
4*33000KVA 电石炉主体成套设备购销	2011.3.1	3200	双欣化学
600t/d 套筒窑	2011.4.25	3700	通化嘉成
6X33MVA 电石项目成套设备总承包合同	2011.6.7	31500	港原化工
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	2011.10.19	65000	新疆圣雄
2011年合计		103400	
湖北长江镍业高科股份有限公司年产8万吨镍铁项目-25.5MAV矿热炉成套设备采购	2012.3.12	8700	湖北长江镍业高科股份有限公司
黑山8座600t/d套筒石灰窑系统工程总承包商务合同书	2012.4.23	45000	新疆圣雄

资料来源：公司公告，长江证券研究部

维持“推荐”评级

我们预计公司 2012—2014 年业绩分别为 0.38 元、0.54 元和 0.73 元。公司是 A 股为数不多做工业炉窑的企业，且订单较为充足、业绩有保障，看好公司的发展前景，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)	0.26	0.38	0.54	0.73	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-203	-173	-146	-213	其他非流动负债	14	14	14	14
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	344	445	625	1104
长期股权投资	-75	0	0	0	归属于母公司	1495	1588	1720	1900
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-34	-105	-108	-111	股东权益	1495	1588	1720	1900
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1839	2033	2345	3004
投资活动现金流净额	-109	-105	-108	-111	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.264	0.379	0.538	0.733
银行贷款增加 (减少)	-30	-70	0	225	BVPS	9.32	9.90	5.96	6.58
筹资成本	8	-15	-22	-36	PE	43.05	29.96	21.11	15.48
其他	-18	0	0	0	PEG	1.06	0.74	0.52	0.38
筹资活动现金流净额	-41	-85	-22	189	PB	1.22	1.15	1.91	1.72
现金净流量	-353	-364	-275	-135	EV/EBITDA	33.05	20.13	15.73	12.67
					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	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@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。