

2013-3-29

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **下调**

分析师: 邓莹

 (8621)68751219

 dengying@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512040001

联系人:




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

 《收入大幅增长, 毛利率下滑拖累净利润》
 2012/10/25

 《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

天立环保(300156)

毛利率下滑明显拖累公司盈利能力

报告要点

■ 事件描述

天立环保(300156)今日发布2012年年报, 具体内容如下:

2012年, 公司实现营业收入7.25亿元, 同比增长125.97%; 归属于上市公司股东的净利润9677万元, 同比大幅增长27.14%; 低于公司之前业绩快报所披露的33.82%。

并且公司披露一季度业绩预告, 预计一季度归属于上市公司股东的净利润为941.3万元—1150.48万元, 同比增速为-10%—10%。

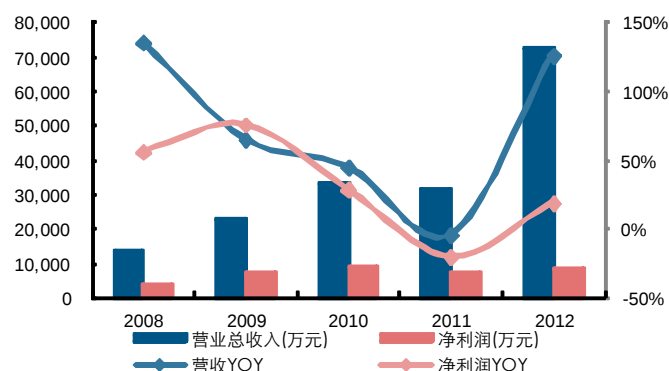
■ 事件评论

- **公司在手订单加速确认是公司营收高速增长的关键。**考虑公司目前正在进行的最大三个订单——新疆三期电石炉、新疆黑山项目以及内蒙港元项目的确认速度, 下半年相比上半年环比增长74.5%, 大订单的加速确认是公司营业收入超越上半年实现高增长的关键。
- **节能环保密闭矿热炉技术系统业务毛利率下滑明显, 明显拖累公司业绩。**公司2012年销售毛利率为28.3%, 明显低于2011年40.0%的毛利水平。主要原因是因为竞争加剧导致公司在营收占比超过70%的节能环保密闭矿热炉业务毛利出现明显下滑, 这预示着公司传统电石炉业务逐渐从高毛利率开始步入低毛利率的发展阶段。
- **节能环保趋势下, 公司业务增长趋势将得到维持。**除了之前尚未完工的订单之外, 公司目前仍有两个在手大订单, 在节能环保趋势下, 我们相信公司的市场地位仍将有效的支撑公司未来的成长和发展。
- **公司多方位布局, 为转型做准备。**除发展主业节能环保炉窑以外, 还将触角延伸至能源清洁和资源循环利用领域, 积极开发煤粉锅炉和煤炭开发深加工, 在为业主创造效益同时, 也保证公司可获得订单, 为公司未来业绩保持高速增长打好基础。
- 我们预计公司2013-2015年的业绩分别为0.29、0.38和0.49元/股, 对应动态PE分别为48.5, 37.7, 28.6倍, 给予对公司“谨慎推荐”评级。

毛利下滑明显，拖累公司盈利能力

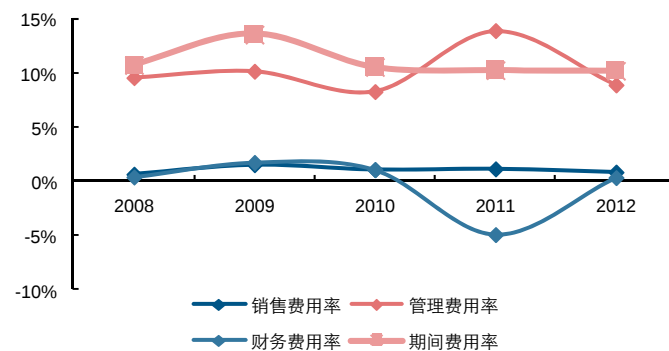
公司披露 2012 年业绩报告,2012 年,公司实现营业收入 7.25 亿元,同比增长 125.97%;归属于上市公司股东的净利润 9677 万元,同比大幅增长 27.14%;低于公司之前业绩快报所披露的 33.82%。

图 1: 公司近 5 年营业收入、净利润变化情况



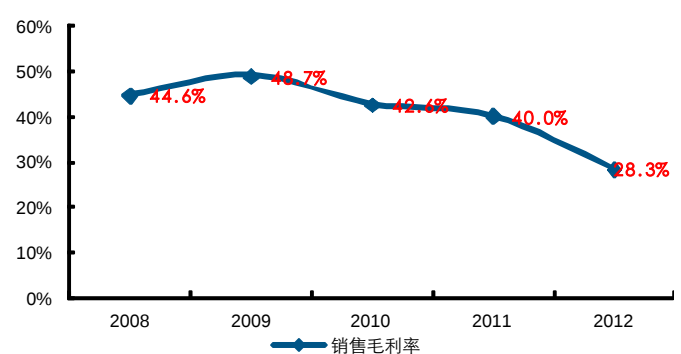
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 公司近 5 年期间费用率变化情况



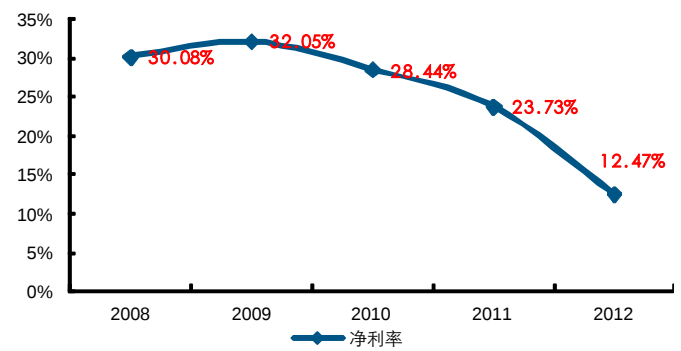
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 公司近 5 年毛利率变化情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 公司近 5 年净利率变化情况



资料来源: Wind, 长江证券研究部

公司在手订单加速确认是公司营收高速增长的关键。下半年公司加快了公司在执行的三个最大订单的确认速度，这也成为公司营业收入超越上半年实现高增长的关键。

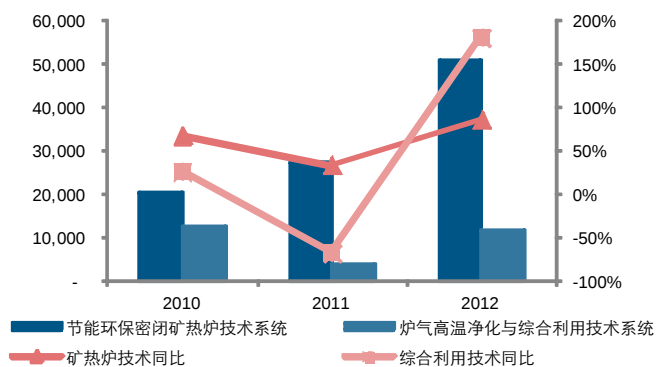
表 1: 公司加速确认三大订单

	订单金额	2012H1确认收入	2012H2确认收入	环比
新疆三期	650,000,000	140,850,998	208,822,770	48.3%
新疆黑山	450,000,000	14,499,748	109,660,868	656.3%
内蒙港原	315,000,000	75,615,414	84,465,151	11.7%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

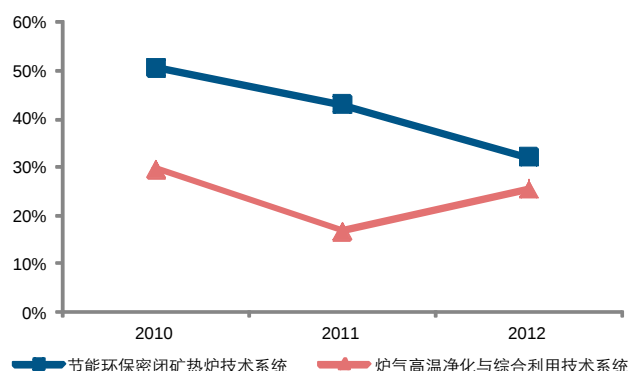
节能环保密闭矿热炉技术系统业务毛利率下滑明显，明显拖累公司业绩。由于竞争加剧，导致公司在营收占比最高的节能环保密闭矿热炉业务毛利出现下滑，明显拖累公司业绩。

图 5：公司分业务收入情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6：公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

手握订单，公司未来发展相对无忧

节能环保趋势下，公司业务增长趋势仍将得到维持。除了之前尚未完工的订单之外，公司目前仍有两个在手大订单，在节能环保趋势下，我们相信公司的市场地位仍将有效的支撑公司未来的成长和发展。

表 2：公司在手订单将支撑公司未来发展

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	3,200	双欣化学
600t/d 套筒窑	2011.4.25	3,700	通化嘉成
6X33MVA 电石项目成套设备总承包合同	2011.6.7	31,500	港原化工
12万吨/年镍合金项目建设（土建除外）承包合	2011.8.3	33,120	腾龙合金
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	65,000	新疆圣雄
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	8,700	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	45,000	新疆圣雄
乌海市懿峰工贸有限责任公司年产80 万吨电石项目EPC 总承包。	2012.11.2	77,000	乌海市懿峰工贸有限责任公司
临沂亿晨镍铬合金有限公司6×33MVA矿热炉镍铁项目	2013.1.31	56,785	临沂亿晨镍铬合金有限公司

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司多方位布局，为转型做准备

公司除发展主业节能环保炉窑以外，还将触角延伸至能源清洁和资源循环综合利用领域，积极开发煤粉锅炉和煤炭开发深加工，开发新一代工业煤粉锅炉技术替代目前的燃煤锅炉已经在石家庄和宿迁等地开始运行，节煤率超过 30%，在为业主创造效益同时，也保证公司可获得订单，为公司未来业绩保持高速增长打好基础。

业绩预测与评级

我们预计公司 2013-2015 年的业绩分别为 0.29、0.38 和 0.49 元/股，对应动态 PE 分别为 48.5，37.7，28.6 倍，给予对公司“谨慎推荐”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)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	725	789	999	1539	货币资金	924	419	194	154
营业成本	520	570	726	1143	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	205	219	274	396	应收账款	577	629	796	1226
%营业收入	28.3%	27.8%	27.4%	25.8%	存货	412	452	575	906
营业税金及附加	6	7	9	13	预付账款	257	282	359	565
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	12	0	0	0
销售费用	7	7	9	14	流动资产合计	2193	1793	1940	2875
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	65	71	89	138	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	长期股权投资	54	54	54	54
财务费用	3	7	2	16	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.4%	0.9%	0.2%	1.0%	固定资产合计	183	284	385	486
资产减值损失	23	0	0	0	无形资产	135	128	122	115
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	45	45	45	45
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	6	0	0	0
营业利润	101	127	164	216	其他非流动资产	2	2	2	2
%营业收入	14.0%	16.1%	16.4%	14.0%	资产总计	2616	2305	2546	3577
营业外收支	1	1	1	1	短期贷款	287	0	0	568
利润总额	102	128	165	217	应付款项	351	220	281	442
%营业收入	14.1%	16.2%	16.5%	14.1%	预收账款	79	86	109	169
所得税费用	12	15	19	25	应付职工薪酬	9	10	12	20
净利润	90	113	146	192	应交税费	37	44	57	78
归属于母公司所有者的净利润	96.8	121.4	156.4	205.4	其他流动负债	66	73	92	145
少数股东损益	-6	-8	-10	-14	流动负债合计	830	433	552	1422
EPS (元/股)	0.23	0.29	0.38	0.49	长期借款	61	61	61	61
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	10	0	0	0
经营活动现金流净额	-60	-85	-88	-446	其他非流动负债	32	32	32	32
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	933	527	645	1515
长期股权投资	-114	0	0	0	归属于母公司	1595	1698	1831	2005
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	89	81	70	57
固定资产投资	-143	-108	-110	-115	股东权益	1683	1778	1901	2062
其他	-47	0	0	0	负债及股东权益	2616	2305	2546	3577
投资活动现金流净额	-304	-108	-110	-115	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	34	0	0	0	EPS	0.232	0.291	0.375	0.493
银行贷款增加 (减少)	279	-287	0	568	BVPS	5.52	5.88	4.39	4.81
筹资成本	15	-26	-26	-46	PE	60.85	48.50	37.64	28.67
其他	-26	0	0	0	PEG	2.13	1.70	1.32	1.01
筹资活动现金流净额	301	-313	-26	521	PB	2.56	2.40	3.22	2.94
现金净流量	-63	-505	-224	-40	EV/EBITDA	47.15	37.46	31.53	25.36
					ROE	6.1%	7.2%	8.5%	10.2%

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
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。