

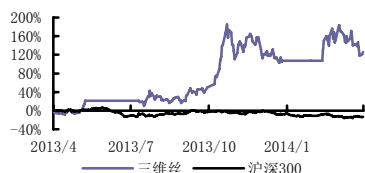


节能环保 - 环保材料

2014 年 4 月 2 日

市场数据	2014 年 4 月 1 日
当前价格 (元)	27.30
52 周价格区间 (元)	11.09-34.39
总市值 (百万)	2555.28
流通市值 (百万)	1737.68
总股本 (百万股)	93.60
流通股 (百万股)	63.65
日均成交额 (百万)	212.21
近一月换手 (%)	212.60%
Beta (2 年)	
第一大股东	罗红花
公司网址	http://www.savings.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
三维丝	-10.34%	9.16%	125.99%
沪深 300	-0.73%	-7.16%	-13.24%

李云光

执业证书号: S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyg@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

外延式扩张短期受阻、产能瓶颈渐现隐忧

—三维丝 (300056) 2013 年报点评

评级: 中性 (首次)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	433.96	569	612	658
净利润 (百万元)	49.54	68	70	84
每股收益 (元)	0.53	0.73	0.75	0.89
净利润增长率%	521.18%	37%	4%	19%
每股净资产 (元)	4.53	5.25	5.84	6.56
市盈率	51.51	37.63	36.31	30.60
市净率	6.03	5.20	4.67	4.16
EV/EBITDA	32.13	24	23	22

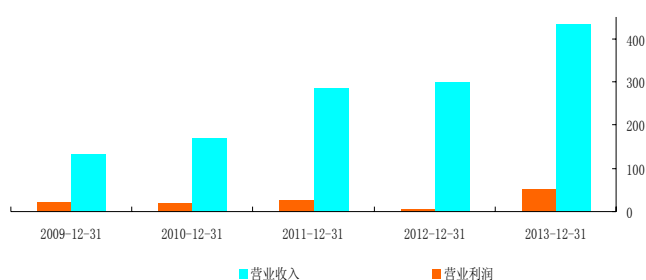
资料来源: 世纪证券研究所

- **产能释放助推公司业务增长。**2013 年公司销售滤料 467.34 万平方米, 同比增长 47.34%, 全年完成收入 4.4 亿元, 同比增长 44.76%; 营业利润为 5109 万元, 同比增长 713.52%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4954 万元, 同比增长 521.18%。2013 年权益分派方案为: 每 10 股派人民币 2 元现金 (含税) 并转增 6 股。
- **毛利率提升、期间费用率下降增强盈利能力。**公司募投项目完全达产, 受益于产能利用率提升, 综合毛利率达到 33.42%, 比上年提高 5.75 个百分点。期间费用率为 19.32%, 比上年降低 5.98 个百分点, 主要原因是管理费用同比仅增长 16.19%, 大幅低于收入增速 47.34%的水平 (2012 年注销股权激励导致管理费用增加 976 万元)。负债规模有所下降导致财务费用比上年减少 500 万左右
- **投资要点:** ①**综合业务扩张进展受阻。**2013 年 7 月公司计划收购北京洛卡议案未获得股东大会通过; 2013 年 12 月公司继续停牌筹划资产重组事宜, 2014 年 2 月宣告重组失败。②**产能瓶颈开始显现。**公司全部产能为 500 万平方米, 2013 年生产滤料 449 万立方米, 产能利用率接近 90%。假定 2014 年滤料销售维持 30%的行业增速, 产能利用率将提高到 116%, 2014 年之后产能瓶颈更加显著。③**综合服务能力较弱。**公司有品质可与外资品牌竞争的滤料产品、也搭建了全国营销网络, 但缺乏综合解决方案, 需要和除尘器主机生产企业联合投标, 市场拓展对于总包企业依赖较大。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.73 元、0.75 元、0.89 元, PE 分别为 37.63X、36.31X、30.60X, 高于行业平均 28 倍的水平。虽然公司为国内领先滤料供应企业, 但考虑公司产能问题及外延式扩张暂无实质进展, 短期给予“中性”评级。
- **风险提示:** 产能不足、综合转型缓慢

产能释放推动业务快速增长

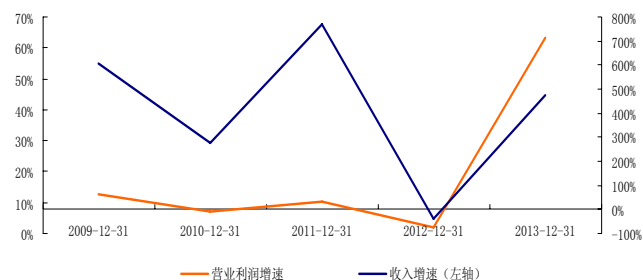
1、**产能释放助推公司业务增长。**2013 年公司销售滤料 467.34 万平方米，同比增长 47.34%，全年完成收入 4.4 亿元，同比增长 44.76%；营业利润为 5109 万元，同比增长 713.52%；实现归属于上市公司普通股股东的净利润 4954 万元，同比增长 521.18%。2013 年权益分派方案为：每 10 股派人民币 2 元现金（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股，实施该方案后，公司总股本增至 14976 万股。

Figure 1 2009-2013 年公司营业收入及利润 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 2 2009-2013 年公司营业收入及利润增速

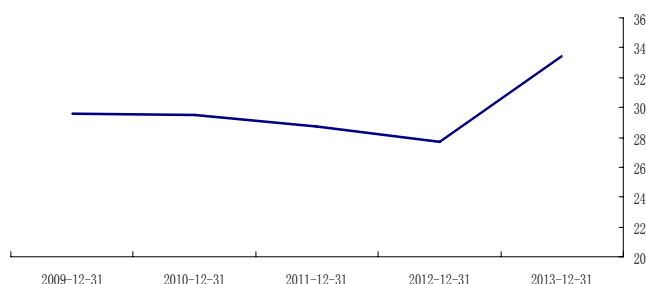


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、**毛利率提升、期间费用率下降增强盈利能力。**2013 年是公司募投项目——年产 300 万平米高性能微孔滤料生产线投产后第一个完整的年度，受益于产能利用率提升，公司综合毛利率达到 33.42%，比 2012 年提高 5.75 个百分点。

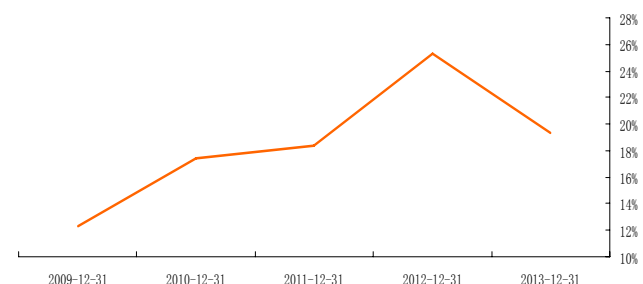
2013 年公司期间费用率为 19.32%，比 2012 年降低 5.98 个百分点，主要原因是管理费用同比仅增长 16.19%，大幅低于收入增速 47.34% 的水平（2012 年注销股权激励计划导致管理费用增加 976 万元）。2013 年公司负债规模有所下降导致财务费用比上年减少 500 万左右。以上因素共同作用，使得公司盈利出现大幅增长。

Figure 3 2009-2013 年公司综合毛利率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 4 2009-2013 年公司期间费用率



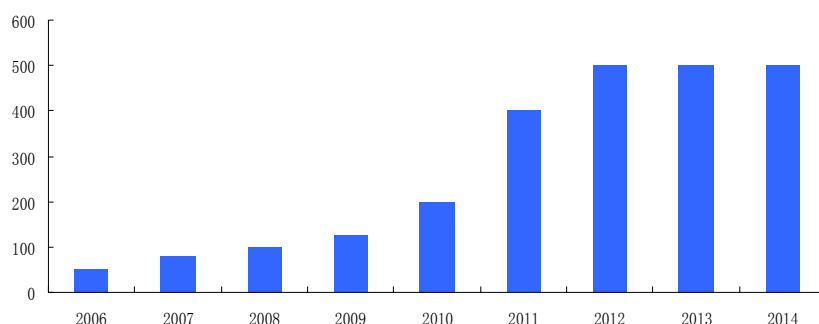
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、业务范围拓展短期受阻。目前公司主要业务是为袋式除尘器提供滤料，2013 年滤料销售占比超过 96%，是国内领先的高温滤料生产企业，与国内主要除尘器主机生产企业建立了良好的合作关系。在继续稳固内资企业高温滤料优势地位的同时，公司也在积极拓展新的业务范围，向综合型环保企业转型是公司近两年的战略方向，但目前进展并不顺利。2013 年 7 月公司计划收购北京洛卡（主营工业脱硝业务）的议案未获得股东大会通过；2013 年 12 月公司继续停牌筹划资产重组事宜，2014 年 2 月宣告重组失败。两次资产重组都未取得实际进展，可能公司对兼并重组整体方案仍需要进一步改善。

4、产能瓶颈开始显现。从已经公告的信息看，募投项目达产后公司全部产能为 500 万平方米。2013 年公司销售滤料 467 万平方米，其中当年生产滤料 449 万立方米，产能利用率接近 90%。在目前单品单一的情况下，产能释放对公司业务增长具有决定性作用。假定 2014 年公司滤料销售维持 30%的增速，需完成 607 万平米的滤料销售，考虑年初存货 28 万平米，今年需生产 580 万平米，产能利用率将提高到 116%，2014 年之后产能瓶颈对公司收入增长的影响将更加显著。

Figure 5 2006-2014 年公司产能情况

单位：万平方米



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

公司未来关注的重点

1、丰富业务体系依然是未来的战略方向。我们认为目前国内环境治理的模式正在由单点治理向综合治理转变，作为参与主体的环保企业来说，转型综合服务模式是未来参与竞争的重要基础。从行业发展的需求来说，通过兼并相关企业来拓展业务范围是公司适应市场竞争、转型综合环保企业的主动选择。

就公司自身来说，产能瓶颈在 2015 年之后将会更加突出，业务增长将会受到很大限制，即使公司未来有扩大产能的计划，2-3 年的项目建设周期也可能让公司错过环保行业加速发展的黄金阶段。因此，从行业竞争需求和公司自身情况综合来看，外延式扩张无疑是当前最可行的战略方向。

2、营销管理水平的提升。2010 年，公司利用超募资金 2235 万元设立 6 大营销中心（北京、武汉、上海、西安、重庆、厦门），形成覆盖华北、华东、华南、华中、西北、西南的全国统一营销平台。2013 年公司在保持火电领先优势的同时，水泥、垃圾焚烧、钢铁冶炼等行业的拓展均取得较大突破。在环保要求升级的背景下，公司作为国内可与外资品牌直接竞争的滤料企业，未来营销能力的提升对于获取订单有至关重要的作用。

公司传统定位是除尘滤料的供应商，仅提供除尘设备的核心部件之一，由于缺乏整体的除尘解决方案，往往需要和除尘器主机生产企业联合投标，企业自主开发市场能力较弱。这也是虽然公司有质量可与外资品牌竞争的滤料产品、也搭建了全国性的营销网络，但实际的业务拓展仍低于预期的重要原因。随着公司综合服务能力的提升，未来营销与业务才能形成良性互动。

3、实际控制人持股比例变化。新股发行上市时，公司实际控制人罗红花持有公司 1382 万股，占比为 26.58%；副总经理丘国强持有 836 万股，占比为 16.08%；副总经理罗章生持有 539 万股，占比为 10.36%。截止 2013 年 12 月 31 日，实际控制人罗红花持股比例为 19.94%，副总经理丘国强持股比例为 12.06%，罗章生（已离职）持股比例为 0.72%。实际控制人及管理层连续减持公司股份造成公司股权进一步分化，导致公司在制定经营决策时沟通成本增加，不利于公司业务发展（2013 年收购北京洛卡的议案未获得股东大会通过也有这方面的原因）。

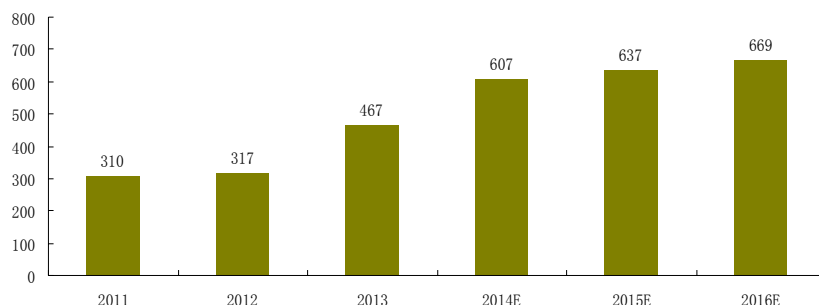
盈利预测与投资评级

核心假设：鉴于国内空气治理行业需求提升，未来袋式除尘滤料销售仍可获得 30%以上的高速增长。2014 年销量增长 30%，产能利用率将达到 116%，通过加班生产现有产能可以满足，但 2014 年之后产能瓶颈

会更加明显，公司尚未公告相关的扩大产能计划，我们暂时假定 2015-2016 年滤料销量分别增长 5%、5%。

Figure 6 2011-2016 年公司滤料销量预测

单位：万平方米



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

收入预测：假定 2014-2016 年销量增长 30%、5%、5%，产品销售单价维持 2%的年均增速，预计 2014-2016 年公司袋式滤料收入分别为 5.69 亿、6.12 亿、6.58 亿。

Figure 7 2014-2016 年公司收入预测表

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
滤袋销量（万平方米）	310	317	467	607	637	669
收入（百万元）	259.52	273.02	406.81	539.34	577.32	618.45
增速	-	5.20%	49.00%	32.58%	7.04%	7.12%
单价（元/平米）	83.72	86.13	87.11	88.85	90.63	92.44
增速	-	2.88%	1.14%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	28.74%	28.10%	34.08%	35.00%	35.00%	35.00%
营业成本	184.93	196.30	268.17	350.57	375.26	401.99
滤毡						
收入（百万元）	22.96	20.05	17.68	20	20	20
成本（百万元）	16.56	15.63	13.98	16.00	16.00	16.00
毛利率	27.87%	22.02%	20.91%	20.00%	20.00%	20.00%
环保工程						
收入（百万元）			5.66	10	15	20
成本（百万元）			4.15	7.50	11.25	15.00
毛利率			26.60%	25%	25%	25%
收入合计（百万元）	282.48	293.07	430.15	569.34	612.32	658.45
增速	-	3.75%	46.77%	32.36%	7.55%	7.53%
成本（百万元）	201.50	211.94	286.31	374.07	402.51	432.99
毛利率	28.67%	27.68%	33.44%	34.30%	34.27%	34.24%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.73 元、0.75 元、0.89 元, 动态 PE 分别为 37.63X、36.31X、30.60X, 高于行业平均 28 倍的水平。虽然公司为国内领先滤料供应企业, 但考虑公司产能问题及外延式的扩张暂无实质性进展, 短期给予“中性”评级。

Figure 8 2014-2016 年公司盈利预测表

重要财务指标			单位: 百万元	
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	434	569	612	658
收入同比 (%)	45%	31%	8%	8%
归属母公司净利润	50	68	70	84
净利润同比 (%)	521%	37%	4%	19%
毛利率 (%)	33.4%	34.3%	34.3%	34.2%
ROE (%)	11.7%	13.8%	12.9%	13.6%
每股收益 (元)	0.53	0.73	0.75	0.89
P/E	51.58	37.63	36.31	30.60
P/B	6.03	5.20	4.67	4.16
EV/EBITDA	31	24	23	22

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

风险提示

产能瓶颈: 公司现有产能为 500 万平米, 2013 年公司实际产量为 450 万平米, 产能利用率为 90%, 2014 年公司销量增长在 30%以内, 现有产能仍可通过加班等措施满足需要。如果没有新产能投资计划, 2015 年之后公司产能问题对公司业务影响会更加直接。

Figure 9 2009-2013 年公司综合毛利率

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	463	591	631	702	
现金	71	85	86	117	
应收账款	211	282	297	322	
其他应收款	15	16	21	22	
预付账款	3	6	5	6	
存货	75	98	105	113	
其他流动资产	88	103	117	123	
非流动资产	254	234	215	197	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	240	221	202	184	
无形资产	6	6	6	6	
其他非流动资产	7	6	7	7	
资产总计	717	824	846	899	
流动负债	262	305	270	255	
短期借款	69	99	37	0	
应付账款	58	91	92	97	
其他流动负债	135	114	142	158	
非流动负债	25	22	23	24	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	25	22	23	24	
负债合计	287	327	293	279	
少数股东权益	6	6	6	6	
股本	94	94	94	94	
资本公积	230	230	230	230	
留存收益	100	168	223	290	
归属母公司股东权益	424	491	547	614	
负债和股东权益	717	824	846	899	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 10 2009-2013 年公司期间费用率

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	434	569	612	658	
营业成本	289	374	403	433	
营业税金及附加	3	3	4	4	
营业费用	34	46	49	53	
管理费用	43	57	61	66	
财务费用	7	3	2	-3	
资产减值损失	7	5	4	6	
公允价值变动	0	0	0	0	
投资净收益	0	2	1	1	
营业利润	51	84	91	101	
营业外收入	9	7	8	8	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	60	91	98	109	
所得税	10	23	28	26	
净利润	50	68	70	84	
少数股东损益	-0	0	0	0	
归属母公司净利润	50	68	70	84	
EBITDA	82	105	111	117	
EPS (元)	0.53	0.73	0.75	0.89	
现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	52	-15	79	80	
净利润	50	68	70	84	
折旧摊销	24	19	19	19	
财务费用	7	3	2	-3	
投资损失	-0	-2	-1	-1	
营运资金变动	-34	-106	-14	-21	
其他经营现金流	6	3	3	3	
投资活动现金流	-2	2	1	1	
资本支出	2	0	0	0	
长期投资	0	0	0	0	
其他投资现金流	1	2	1	1	
筹资活动现金流	-92	27	-79	-50	
短期借款	-71	30	-63	-37	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-21	-3	-16	-13	
现金净增加额	-42	15	0	31	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.