

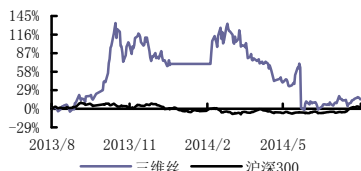


环保及公用事业——环保

2014 年 8 月 9 日

市场数据	2014 年 8 月 8 日
当前价格(元)	16.86
52 周价格区间(元)	14.06-34.39
总市值(百万)	2524.95
流通市值(百万)	1717.06
总股本(百万股)	149.76
流通股(百万股)	101.84
日均成交额(百万)	199.49
近一月换手(%)	203.00%
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	6.78%	31.00%	81.88%
沪深 300	6.91%	9.16%	2.39%

相关报告

《三维丝(300056)2013 年报点评——外延式扩张短期受阻、产能瓶颈渐现隐忧》，2014.4

李云光

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

liygcscsco.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。

原料价格下降提升当期盈利, 未来增长隐忧依存

——三维丝(300056)2014 年中报点评

评级: 中性(维持)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	433.96	474	511	548
净利润(百万元)	49.54	57	59	70
每股收益(元)	0.53	0.38	0.40	0.47
净利润增长率%	521.18%	15%	4%	18%
每股净资产(元)	4.53	3.08	3.35	3.66
市盈率	31.81	44.43	42.52	36.14
市净率	3.72	5.47	5.04	4.61
EV/EBITDA	31.76	28	27	25

资料来源: 世纪证券研究所

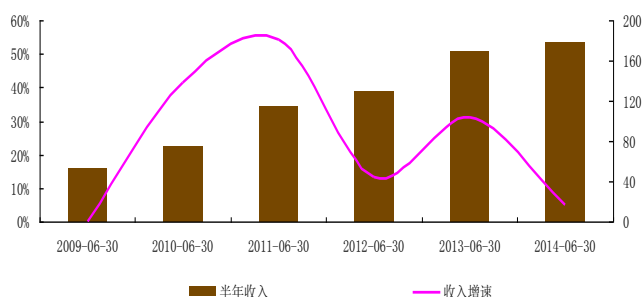
- **产能瓶颈导致收入增速放缓。**2014 年 1-6 月份, 公司完成营业收入 1.78 亿元, 同比增长 4.93%; 实现归属母公司净利润 1490 万元, 同比增长 54.29%。收入增长放缓主要受限产能瓶颈, 目前产能为 500 万 m², 2013 年生产滤料 449 万 m², 产能利用率接近 90%。
- **原料价格下降提升毛利率。**上半年, 高性能合成化学纤维(PPS、PTFE、P84)价格继续下降。以 PPS 为例, 2006 年价格约为 12.11 万元/吨, 2009 年降到 80000 元/吨, 2014 年 8 月阿里巴巴网上报价为 55000—60000 元/吨。由于公司原料占营业成本接近 90%, 上半年营业成本下降 1.76%, 毛利率则提升 4.58 个百分点。
- **投资要点:** ①**滤料业务产能瓶颈日益明显。**2013 年公司生产滤料 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。目前, 公司并未有新建产能的计划, 预计 2014 年之后产能瓶颈对收入增长的影响将更加显著。②**业务拓展仍不理想。**公司向综合型环保企业转型进展并不顺利, 2013 年两次资产重组都以失败告终。上半年参股珀挺机械和华电三维, 其作用在于稳定公司盈利, 难以对公司战略转型产生实际意义。③**股东经营分歧加大。**公司第二届董事会第十九次、二十次会议中, 副董事长兼副总经理邱国强认为公司在主要人事安排、员工激励、内部控制、原创股东沟通方面等存在较大问题, 对三项议案均投反对票, 反映出股东之间分歧加大。
- **投资评级:** 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.38 元、0.40 元、0.47 元, 动态 PE 分别为 44.43X、42.52X、36.14X。虽然公司为国内领先滤料供应企业, 但考虑公司产能问题、外延式的扩张暂无实质性进展以及股东之间经营分歧, 我们维持“中性”评级。
- **风险提示:** 产能瓶颈、业务扩展受阻、股东分歧加大

产能瓶颈致收入增长放缓

1、**净利润增长大幅超过收入水平。**2014 年 1-6 月份，公司完成营业收入 1.78 亿元，同比增长 4.93%；实现利润总额 1797 万元，同比增长 49.93%；实现归属母公司净利润 1490 万元，同比增长 54.29%。公司收入增长符合预期，主要受限产能瓶颈。公司目前产能为 500 万平方米，2013 年生产滤料 449 万立方米，产能利用率接近 90%。

Figure 1 2009-2014 年中报公司收入

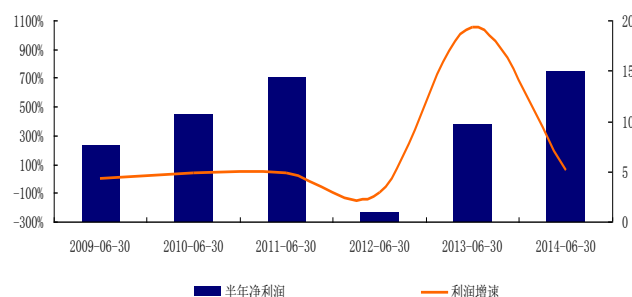
单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 2 2009-2014 年中报净利润

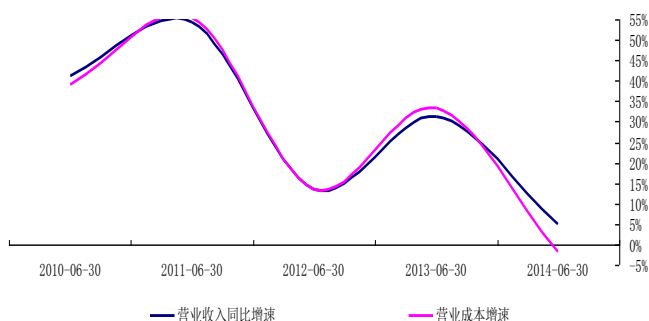
单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

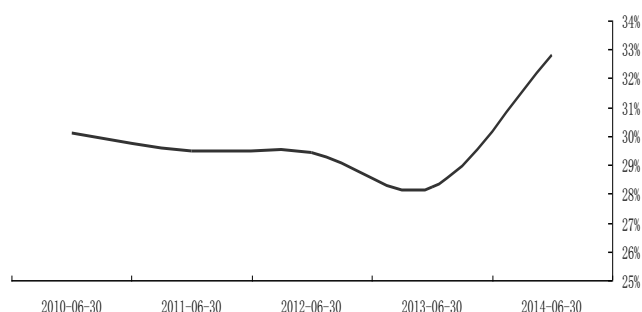
2、**原料成本下降提升毛利率。**2014 年 1-6 月份公司营业成本下降 1.76%，主要原因是占营业成本接近 90% 的高性能合成化学纤维（PPS、PTFE、P84）原料受国产化程度提升出现价格持续下降。以 PPS 为例，2006 年价格约为 12.11 万元/吨，2009 年降到 80000 元/吨，2014 年 8 月阿里巴巴网上报价为 55000—60000 元/吨，价格延续下降趋势。由于公司原料占营业成本接近 90%，使得毛利率对原料价格高度敏感，上半年营业成本下降 1.76%，毛利率则提升 4.58 个百分点。

Figure 3 2010-2014 年中报收入和成本同比增速



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 4 2010-2014 年中报主营业务毛利率

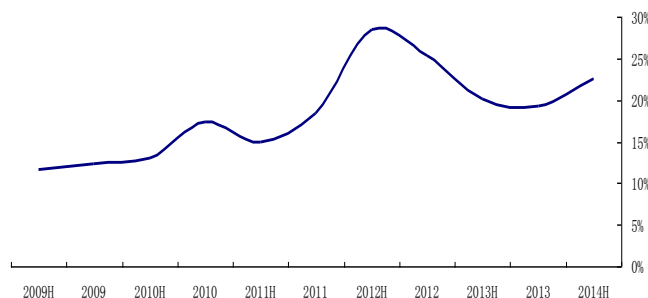


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、**费用率维持上升趋势。**2014 年 1-6 月份，公司三项费用合计为 4018 万元，同比增长 17.93%，远大于同期收入增长幅度。其中，管理

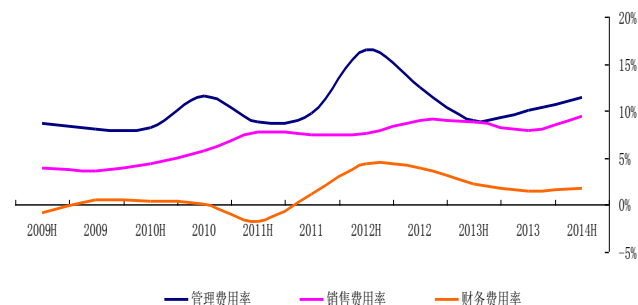
费用 20121 万元，同比增长 32.01%；销售费用 1680 万元，同比增长 12.53%。管理费用中主要是研发费用增长 281 万、职工薪酬增加 115 万元，两者合计约占管理费用增加额的 80.8%。

Figure 5 2009-2014 年公司期间费用率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 6 2009-2014 年公司三项费用/收入占比



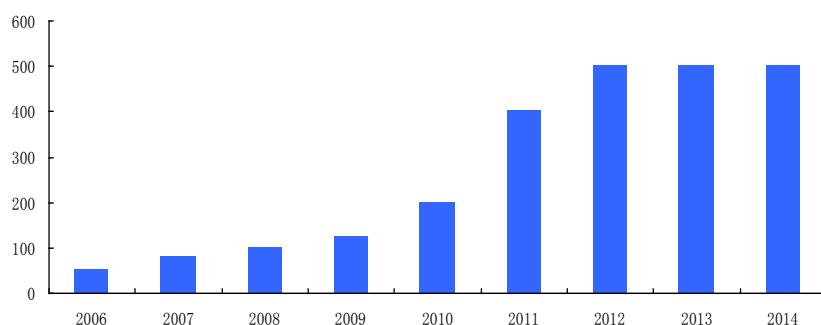
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

投资要点：

1、滤料业务产能瓶颈日益明显。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。考虑年初存货 28 万平米，假定今年产能利用率将提高到 100%，全年销售 528 万平方米，销量增长仅为 13.06%。目前，公司并未有新建产能的计划，预计 2014 年之后产能瓶颈对收入增长的影响将更加显著。

Figure 7 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

2、业务拓展仍不理想。虽然稳居内资企业高温滤料优势地位，但在产能瓶颈问题日益突出的背景下，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，但前两年进展并不顺

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。

6 月 17 日，公司投资 5200 万元购买考珀挺机械 20% 股权，7 月股权变更和现金支付已经完成。珀挺机械是一家台资企业，主要从事物料输储系统的设计、成套设备集成销售，向电力、煤炭、水泥、矿山、冶金等领域提供产品。上半年，公司还与华电能源工程有限公司共同出资成立华电三维丝环保科技有限公司，注册资本 5000 万元，公司持股 48%，目前合资公司华处于筹建期。

我们认为，虽然珀挺机械与公司在客户结构上有一定的相同性，但仅 20% 的股权投资其作用在于稳定公司盈利，难以对公司战略转型产生实际意义。而与华电能源工程成立合资公司的思路在于借助华电的平台来拓展业务，但国内火电新增机组装机容量已经连年下滑，能否短期内为公司带来利润仍需要观察。

3、股权分散不利于整体决策。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%；原副总经理罗章生持有 539 万股，占比为 10.36%。截止 2014 年 6 月 30 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 11.1%。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。

公司第二届董事会第十九次、二十次会议中，副董事长兼副总经理邱国强认为公司在主要人事安排、员工激励、内部控制、原创股东沟通方面等存在较大问题，对三项议案均投反对票。作为公司第二大股东连续投出反对票，也反映出股东之间分歧加大，不利于公司业务稳健发展。

盈利预测及投资评级

1、核心假设：仅从国内空气治理行业需求角度看，未来袋式除尘滤料销售仍可获得 30% 以上的高速增长。但考虑公司产能瓶颈、股东之间经营理念分歧以及业务拓展我们暂时假定 2014-2016 年滤料销量分别增长 10%、5%、5%。

Figure 8 2014-2016 年公司营业收入预测

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
滤袋销量 (万平方米)	310	317	467	500	525	550
收入 (百万元)	259.52	273.02	406.81	444.27	475.81	508.44
增速	-	5.20%	49.00%	9.21%	7.10%	6.86%
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	288.77	309.28	330.48
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	474.27	510.81	548.44
增速	-	3.75%	46.77%	10.26%	7.71%	7.37%
成本 (百万元)	201.50	211.94	286.31	312.27	336.53	361.48
毛利率	28.67%	27.68%	33.44%	34.16%	34.12%	34.09%

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

2、盈利预测与投资评级: 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.38 元、0.40 元、0.47 元, 动态 PE 分别为 44.43X、42.52X、36.14X。虽然公司为国内领先滤料供应企业, 但考虑公司产能问题、外延式的扩张暂无实质性进展以及股东之间经营分歧, 我们维持“中性”评级。

Figure 9 2014-2016 年公司盈利预测

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	474	511	548
收入同比 (%)	45%	9%	8%	7%
归属母公司净利润	50	57	59	70
净利润同比 (%)	522%	15%	4%	18%
毛利率 (%)	33.4%	34.2%	34.1%	34.1%
ROE (%)	11.7%	12.3%	11.8%	12.8%
每股收益 (元)	0.33	0.38	0.40	0.47
P/E	50.97	44.43	42.52	36.14
P/B	5.96	5.47	5.04	4.61
EV/EBITDA	31	28	27	25

资料来源: 公司公告

风险提示

1、产能受限：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。

2、业务拓展受阻：公司确立的综合型环保服务商发展战略在实际执行中受到较大的挑战，2013 年筹划的资产重组均以失败告终，2014 年虽参股两个项目，但对公司战略并无实际意义。

3、股东经营分歧：公司第二届董事会第十九次、二十次会议中，副董事长兼副总经理邱国强认为公司在主要人事安排、员工激励、内部控制、原创股东沟通方面等存在较大问题，对三项议案均投反对票。作为公司第二大股东连续投出反对票，也反映出股东之间分歧加大，不利于公司业务稳健发展。

Figure 10 2014-2016 年公司资产负债表预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	463	506	541	598	
现金	71	85	86	110	
应收账款	211	235	248	268	
其他应收款	15	14	17	18	
预付账款	3	5	4	5	
存货	75	82	88	94	
其他流动资产	88	86	98	102	
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	740	756	795	
流动负债	262	250	226	218	
短期借款	69	75	26	0	
应付账款	58	76	77	81	
其他流动负债	135	99	123	137	
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	273	249	241	
少数股东权益	6	6	6	6	
股本	94	150	150	150	
资本公积	230	174	174	174	
留存收益	100	138	178	224	
归属母公司股东权益	424	462	501	548	
负债和股东权益	717	740	756	795	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 11 2014-2016 年公司现金流量表和利润表预测

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	27	69	69	
净利润	50	57	59	70	
折旧摊销	24	19	19	19	
财务费用	7	2	0	-3	
投资损失	-0	-2	-1	-1	
营运资金变动	-34	-48	-11	-17	
其他经营现金流	6	-1	2	2	
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	-15	-69	-46	
短期借款	-71	6	-49	-26	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	56	0	0	
资本公积增加	0	-56	0	0	
其他筹资现金流	-21	-21	-20	-21	
现金净增加额	-42	15	0	24	
利润表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	434	474	511	548	
营业成本	289	312	337	361	
营业税金及附加	3	2	3	3	
营业费用	34	38	41	44	
管理费用	43	47	51	55	
财务费用	7	2	0	-3	
资产减值损失	7	5	4	6	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	2	1	1	
营业利润	51	69	75	84	
营业外收入	9	7	8	8	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	60	76	83	91	
所得税	10	19	23	21	
净利润	50	57	59	70	
少数股东损益	-0	0	0	0	
归属母公司净利润	50	57	59	70	
EBITDA	82	90	94	99	
EPS (元)	0.53	0.38	0.40	0.47	

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.