

2010-04-22

机械、设备、仪表/专用设备制造业

公司研究 / 调研报告

三维丝 (300056)

小巨人发力，超预期是大概率

增持/ 维持评级

股价：RMB40.30

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000208110160
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

邵沙鏊
021-50106019 shaosk@lhqz.com

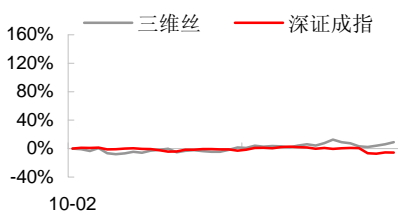
- 三维丝受益于国家环保除尘标准提高带来的行业爆发式增长的机遇，未来5年业绩都将保持50%的增速，我们将公司2010年和2011年的EPS分别上调至0.75元和1.18元。2010年的PE为53.38倍，PEG小于1，具有较高的安全边际，维持增持评级。
- 目前整个市场需求的增长态势和公司市场拓展上所表现力度与进展程度都超出了我们此前的预期，因此我们认为2010年和2011年公司的产品产销量继续超预期是大概率事件。
- 在电力市场主要以替代传统静电除尘为主。随着2010年行业排放标准由50mg/m³提高至30mg/m³，原来占90%以上的传统静电除尘面临着大规模的改造。目前公司在电力行业的市场占有率在20%以上，排名第二，与第一必达福相差无几，2010年有望成为行业第一。
- 在水泥市场以替代玻纤产品为主。公司针对水泥市场推出新产品“密之星”，价格在160元/m²左右，不仅克服了玻纤产品易破损、难加工、寿命短、过滤精度低等劣势，而且比主流水泥企业应用的进口玻纤产品价格低20%-30%，性价比高。
- 规模的持续扩张与产品升级同步实现。目前公司募投项目进展顺利，我们预计2010将有100万m²新建项目投产，2011年年中将全部投产，届时公司将形成400万m²的生产能力。同时此次新增产能公司不仅预留了今后近一步产能扩张的接口和空间，同时在设备水平、生产工艺等方面也进行了全面升级，新产能将采用最先进的水刺生产工艺，不仅可以降低20%-30%的生产成本，同时也能克服原来玻纤产品的劣势。
- 营销网络建设为规模扩张做准备。目前公司营销人员已增加至20多人，今年将形成50人的营销团队，其中将包括相当数量的有行业背景和销售经验的销售经理，未来行业市场和区域市场的划分与拓展也将逐步展开。另外，随着未来换袋市场规模的大幅度提升，公司在渠道建设、终端市场营销和服务的力度都将显著加强。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	52
流通A股(百万股)	10
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	430

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	85.3	132.1	246.6	342.1	479.3
(+/-%)	39.2	54.8	86.7	38.8	40.1
归属母公司净利润(百万元)	12.7	22.6	39.3	61.3	90.9
(+/-%)	25.6	78.9	73.4	56.3	48.2
EPS(元)	0.24	0.44	0.75	1.18	1.75
P/E(倍)	170.0	95.1	53.4	34.2	23.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

三维丝受益于国家环保除尘标准提高带来的行业爆发式增长的机遇，未来 5 年业绩都将保持 50% 的增速。经过此次调研我们对公司未来的发展更具信心，目前公司经营状况良好，每月的生产规模都在 20 万 m^2 左右，我们预计全年的产量会超过 250 万 m^2 ，较我们前期预测增加 25% 左右。我们将公司 2010 年和 2011 年的 EPS 分别上调至 0.75 元和 1.18 元。2010 年的 PE 为 53.38 倍，PEG 小于 1，具有较高的安全边际，维持增持评级。

目前整个市场需求的增长态势和公司在市场拓展上所表现力度与进展程度都超出了我们此前的预期，因此我们认为 2010 年和 2011 年公司的产品产销量继续超预期是大概率事件。

在电力市场主要以替代传统静电除尘为主

随着 2010 年行业排放标准由 $50mg/m^3$ 提高至 $30mg/m^3$ ，原来占 90% 以上的传统静电除尘面临着大规模的改造。近期已有河南电力行业一个近 50 人的考察团来公司考察为全面“电改袋”做准备。目前公司在电力行业的市场占有率在 20% 以上，排名第二，与第一必达福相差无几，2010 年有望成为行业第一。

在水泥市场以替代玻纤产品为主

目前公司针对水泥市场推出新产品“窑之星”，价格在 160 元/ m^2 左右，以化纤为基材的“窑之星”不仅克服了玻纤产品易破损、难加工、寿命短、过滤精度低等劣势，而且比主流水泥企业应用的进口玻纤产品价格低 20%-30%，性价比高。目前该产品已经成功应用中材集团等 6 个水泥项目中，并开始给国际水泥巨头拉法基的中国生产线供货，并进入其全球供应体系。

在垃圾焚烧市场要看市场规模

未来垃圾焚烧在我国垃圾处理方式中所占比例将快速提升，目前全国各个地方都在规划垃圾焚烧项目，未来的市场空间主要取决于这些垃圾焚烧项目推进程度。以广东省为例，根据规划到 2012 年垃圾焚烧方式日处理垃圾要达到 2 万吨，如果用化纤作滤料，未来 3 年广东省的市场规模在 7500 万元左右。目前公司已成功将产品应用在深圳的垃圾焚烧项目上。

规模的持续扩张与产品升级同步实现

目前公司募投项目进展顺利，前期准备工作已经完成，设备选购已进入商务谈判阶段，我们预计 2010 将有 100 万 m^2 新建项目投产，2011 年年中将全部投产，届时公司将形成 400 万 m^2 的生产能力。同时此次新增产能公司不仅预留了今后进一步产能扩张的接口和空间，同时在设备水平、生产工艺等方面也进行了全面升级，新产能将采用最先进的水刺生产工艺，不仅可以降低 20%-30% 的生产成本，同时也能克服原来玻纤产品的劣势，为公司今后产品多样化打下基础。

营销网络建设为规模扩张做准备

2009 年公司的营销人员只有 11 人，为与未来的产能规模扩张相适应，目前已增加至 20 多人，今年将形成 50 人的营销团队，其中将包括相当数量的有行业背景和销售经验的销售经理，未来行业市场和区域市场的划分与拓展也将逐步展开。营销方式也由原来的主要依靠少数核心人员与除尘主机厂的合作，向依靠团队优势在与主机厂加强合作的同时，增加对终端客户的覆盖和服务，做广、做深、做精市场。另外，随着未来换袋市场规模的大幅度提升，公司在渠道建设、终端市场营销和服务的力度都将显著加强。

盈利预测

表：盈利预测核心假设

名称	2010E	2011E	2012E
高温滤料系列产品			
收入 (万元)	24075	33600	47250
价格 (元/平方米)	107.0	105.0	105.0
毛利率	30.84%	33.33%	34.29%
销量 (万平方米)	225	320	450
单位成本 (元/平方米)	74.0	70.0	69.0
成本 (万元)	16650	22400	31050
常温滤料系列产品			
收入 (万元)	500	500	500
价格 (元/平方米)	20.0	20.0	20.0
毛利率	44.34%	38.77%	32.65%
销量 (万平方米)	25	25	25
单位成本 (元/平方米)	11.1	12.2	13.5
成本 (万元)	278	306	337
其它			
收入 (万元)	82	113	159
毛利率	9.74%	12.75%	13.87%
成本 (万元)	74	99	137
营业收入 (万元)	24657	34213	47909
营业成本 (万元)	17002	22805	31523
毛利率	31.04%	33.34%	34.20%

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	117	416	493	605	营业收入	132	247	342	479
现金	39	263	283	313	营业成本	93	170	228	315
应收账款	41	81	112	158	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	2	4	5	7	营业费用	5	12	17	24
预付账款	3	5	6	9	管理费用	11	25	34	43
存货	26	51	68	95	财务费用	1	-3	-6	-7
其他流动资产	7	12	17	24	资产减值损失	1	2	2	2
非流动资产	59	50	40	31	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	36	40	41	39	营业利润	22	41	67	102
无形资产	5	0	-5	-10	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	18	10	5	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	176	466	533	635	利润总额	27	46	72	107
流动负债	86	76	81	92	所得税	4	7	11	16
短期借款	37	5	5	5	净利润	23	39	61	91
应付账款	38	50	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	12	21	26	37	归属母公司净利润	23	39	61	91
非流动负债	11	7	8	8	EBITDA	25	41	65	99
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.75	1.18	1.75
其他非流动负债	11	7	8	8					
负债合计	97	83	89	100	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
股本	39	52	52	52	成长能力				
资本公积	18	271	271	271	营业收入	54.8%	86.6%	38.8%	40.1%
留存收益	23	60	121	212	营业利润	62.2%	90.6%	63.1%	51.8%
归属母公司股东权益	79	383	445	536	归属于母公司净利润	78.9%	73.4%	56.3%	48.2%
负债和股东权益	176	466	533	635	获利能力				
					毛利率(%)	29.6%	31.0%	33.3%	34.2%
					净利率(%)	17.1%	15.9%	17.9%	19.0%
					ROE(%)	28.5%	10.2%	13.8%	17.0%
					ROIC(%)	21.7%	24.6%	30.2%	34.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.0%	17.8%	16.6%	15.7%
					净负债比率(%)	-2.4%	-67.4%	-62.6%	-57.5%
					流动比率	1.36	5.51	6.12	6.61
					速动比率	1.06	4.84	5.27	5.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	0.77	0.68	0.82
					应收账款周转率	4	4	3	3
					应付账款周转率	3.72	3.88	4.56	6.30
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.75	1.18	1.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.32	0.17	0.34
					每股净资产(最新摊薄)	1.53	7.37	8.55	10.30
					估值比率				
					P/E	92.55	53.38	34.16	23.05
					P/B	26.38	5.47	4.71	3.91
					EV/EBITDA	83	51	32	21

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com