

三维丝 (300056)

# 业绩短暂休整，高成长性不改

—2010年三季度报点评

增持/维持评级

股价：RMB38.84

## 分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

## 联系人

邵沙隰

021-50106019 shaosk@lhqz.com

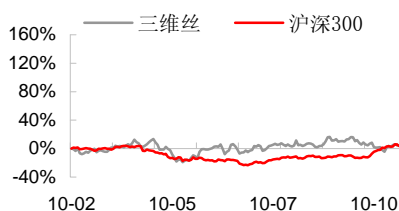
- 三维丝公布 2010 年三季度报：2010 年前三季度公司营业收入 1.11 亿元，同比增长 24.86%，净利润 1695.66 万元，同比下降 10.85%。其中 Q3 营业收入 3654.03 万元，同比增长 1.05%，净利润 628.67 万元，同比下降 19.19%。Q3 综合毛利率 31.21%，同比上升 0.62 个百分点，环比上升 1.47 个百分点。前三季度 EPS 为 0.33 元，Q3EPS 为 0.12 元，低于市场预期。
- 业绩低于预期的主要原因是：1、公司第三季度由于部分客户推迟提货，造成收入没有得到及时确认。2、前三季度计提减值准备 240.73 万元，同比增长 342.26%，影响 EPS0.05 元/股。3、销售费用和管理费用的增长快于销售收入的增长。4、产品的销售平均价格出现了 15%左右的下降。
- 我们认为公司未来 5 年复合增长率保持 50%左右的高增长仍可预期。
- 1、国家在大气烟尘方面越来越严厉的环保标准和越来越严格的环保执行力度没有变，同时目前在整个高温烟气除尘领域袋式除尘方式逐步替代静电除尘，以及在袋式除尘内部高性能高温化纤滤料替代玻纤滤料的趋势已经形成，未来行业高速发展的态势不会改变。
- 2、公司募集资金项目规模已由原来的 200 万 m<sup>2</sup>，提升至 300 万 m<sup>2</sup>，我们预计项目将在 2011 年全部建成投产。公司的新增产能不仅仅是简单的产能扩张，同时在设备水平、生产工艺等方面也进行了全面升级。新产能将采用目前国际先进的水刺工艺技术（国内唯一），这不仅可以进一步提升公司的产品性能和竞争力，使其达到国际先进水平，同时也会降低 20%左右的生产成本，提高公司的毛利率水平。
- 3、随着公司主要原材料 PPS、PTFE 的逐渐实现国产化，公司的原材料成本在不断下降，即使在公司产品的销售价格下降后，毛利率仍出现了同比和环比的增长，原材料价格下降的速度要快于销售价格。未来随着深圳惠程的 P84（公司另一种原材料）替代产品在 2011 年实现量产，公司的原材料成本将进一步下降，有利于维持公司现有的毛利率水平。
- 我们将公司 2010-2012 年的 EPS 分别下调至 0.64 元/股、0.95 元/股和 1.53 元/股，年复合增长率仍高达 52%，继续维持“买入”评级。
- 主要风险：募集资金项目不能按时投产，环保标准在火电、水泥、垃圾焚烧等行业的执行力度不够。

## 相关研究

## 基础数据

总股本(百万股)	52.00
流通 A 股(百万股)	13.00
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)	504.92

## 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	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	132.1	110.5	195.7	291.0	481.6
(+/-%)	54.8	24.9	48.1	48.7	65.5
归属母公司净利润(百万元)	22.6	17.0	33.5	49.1	79.6
(+/-%)	78.9	10.8	47.8	46.8	61.9
EPS(元)	0.44	0.33	0.64	0.95	1.53
P/E(倍)	89.2	82.6	60.3	41.1	25.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 业绩低于市场预期

三维丝公布 2010 年三季报：2010 年前三季度公司营业收入 1.11 亿元，同比增长 24.86%，净利润 1695.66 万元，同比下降 10.85%。其中 Q3 营业收入 3654.03 万元，同比增长 1.05%，净利润 628.67 万元，同比下降 19.19%。Q3 综合毛利率 31.21%，同比上升 0.62 个百分点，环比上升 1.47 个百分点。前三季度 EPS 为 0.33 元，Q3EPS 为 0.12 元，低于市场预期。

我们将公司 2010-2012 年的 EPS 分别下调至 0.64 元/股、0.95 元/股和 1.53 元/股，年复合增长率仍高达 52%，继续维持“买入”评级。

**表 1：盈利预测核心假设**

名称	2010E	2011E	2012E
<b>高温滤料系列产品</b>			
收入（百万元）	190.00	285.00	475.00
价格（元/平方米）	95.00	95.00	95.00
毛利率	31.58%	31.58%	31.58%
销量（万平方米）	200	300	500
单位成本（元/平方米）	65.00	65.00	65.00
成本（百万元）	130.00	195.00	325.00
<b>常温滤料系列产品</b>			
收入（百万元）	5.00	5.00	5.00
价格（元/平方米）	20.00	20.00	20.00
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%
销量（万平方米）	25	25	25
单位成本（元/平方米）	0.00	0.00	0.00
成本（百万元）	0.00	0.00	0.00
<b>其它</b>			
收入（百万元）	0.65	0.96	1.60
毛利率	10.77%	10.51%	10.36%
成本（百万元）	0.58	0.86	1.43
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>195.65</b>	<b>290.96</b>	<b>481.60</b>
<b>营业成本（百万元）</b>	<b>133.36</b>	<b>198.92</b>	<b>329.80</b>
<b>毛利率</b>	<b>31.84%</b>	<b>31.63%</b>	<b>31.52%</b>

资料来源：华泰联合证券研究所预测

## 多种因素导致公司业绩低于预期

公司 2010 年三季度业绩低于预期的主要原因是：

- 1、公司第三季度由于部分客户推迟提货，造成收入没有得到及时确认。

2、前三季度计提减值准备 240.73 万元，同比增长 342.26%，影响 EPS0.05 元/股，这部分主要是应收账款和存货的减值计提，从公司的经营情况和历史来看这部分应该在未来得以充回。

3、由于公司在为未来募集资金项目 300 万平方米产能投产后的销售做准备，导致销售费用和管理费用的增长快于销售收入的增长。前三季度销售费用增长 53.21%，管理费用增长 33.67%。

4、由于市场竞争加剧，公司高性能高温滤料产品的销售平均价格出现了 15%左右的下降，目前销售价格在 90 元/平方米左右。

## 未来高成长仍可期

虽然公司 2010 年三季度业绩低于市场预期，但我们认为公司未来 5 年复合增长率保持 50%左右的高增长仍可预期。

1、我们对国家在大气烟尘方面越来越严厉的环保标准和越来越严格的环保执行力度的判断没有变，同时目前在高温烟气除尘领域袋式除尘方式逐步替代静电除尘，以及在袋式除尘内部高性能高温化纤滤料替代玻纤滤料的趋势已经形成，未来行业高速发展的态势不会改变。

2、公司募集资金项目规模已由原来的 200 万 m<sup>2</sup>，提升至 300 万 m<sup>2</sup>，我们预计项目将在 2011 年全部建成投产。公司的新增产能不仅仅是简单的产能扩张，同时在设备水平、生产工艺等方面也进行了全面升级。新产能将采用目前国际先进的水刺工艺技术（国内唯一），这不仅可以进一步提升公司的产品性能和竞争力，使其达到国际先进水平，同时也会降低 20%左右的生产成本，提高公司的毛利率水平。

3、随着公司主要原材料 PPS、PTFE 的逐渐实现国产化，公司的原材料成本在不断下降，即使在公司产品的销售价格下降后，毛利率仍出现了同比和环比的增长，原材料价格下降的速度要快于销售价格。未来随着深圳惠程的 P84（公司另一种原材料）替代产品在 2011 年实现量产，公司的原材料成本将进一步下降，有利于维持公司现有的毛利率水平。

## 主要风险

1、募集资金项目不能按时投产

2、环保标准在火电、水泥、垃圾焚烧等行业的执行力度不够

**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
<b>流动资产</b>	117	358	378	470	<b>营业收入</b>	132	196	291	482
现金	39	247	212	194	营业成本	93	133	199	330
应收账款	41	55	82	136	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	2	3	5	7	营业费用	5	10	14	24
预付账款	3	4	5	9	管理费用	11	20	29	42
存货	26	40	60	99	财务费用	1	-3	-5	-5
其他流动资产	7	10	15	24	资产减值损失	1	2	2	2
<b>非流动资产</b>	59	99	134	137	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	76	116	131	<b>营业利润</b>	22	34	53	89
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	22	23	16	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	176	457	512	607	<b>利润总额</b>	27	39	58	94
<b>流动负债</b>	86	72	77	92	所得税	4	6	9	14
短期借款	37	5	5	5	<b>净利润</b>	23	33	49	80
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	17	22	37	<b>归属母公司净利润</b>	23	33	49	80
<b>非流动负债</b>	11	7	8	8	EBITDA	25	36	56	95
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.64	0.95	1.53
其他非流动负债	11	7	8	8					
<b>负债合计</b>	97	79	85	100	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	39	52	52	52	<b>成长能力</b>				
资本公积	18	271	271	271	营业收入	54.8%	48.1%	48.7%	65.5%
留存收益	23	54	103	183	营业利润	62.2%	59.1%	53.6%	67.8%
归属母公司股东权益	79	378	427	506	归属于母公司净利润	78.9%	47.8%	46.8%	61.9%
<b>负债和股东权益</b>	176	457	512	607	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	29.6%	31.8%	31.6%	31.5%
					净利率(%)	17.1%	17.1%	16.9%	16.5%
					ROE(%)	28.5%	8.9%	11.5%	15.7%
					ROIC(%)	21.7%	18.7%	18.0%	22.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	55.0%	17.3%	16.6%	16.5%
					净负债比率(%)	-2.4%	-64.0%	-48.4%	-37.4%
					流动比率	1.36	4.99	4.90	5.10
					速动比率	1.06	4.43	4.12	4.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.99	0.62	0.60	0.86
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.72	3.04	3.98	6.60
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.64	0.95	1.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.32	0.09	-0.13
					每股净资产(最新摊薄)	1.53	7.26	8.21	9.74
					<b>估值比率</b>				
					P/E	89.20	60.34	41.10	25.38
					P/B	25.43	5.35	4.73	3.99
					EV/EBITDA	80	56	36	21

数据来源: 华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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