

三维丝 (300056)

买入/维持评级

股价: RMB38.59

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000510120037
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

邵沙鏢
(021)5010 6019
shaosk@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

- 公司研究-三维丝 (300056) 100302: 高温环保材料小巨人 (增持)
- 公司研究-三维丝 (300056) 100422: 小巨人发力, 超预期是大概率 (增持)
- 公司研究-三维丝 (300056) 100526: 五年见证一个成长的故事 (买入)
- 公司研究-三维丝 (300056) 101028: 业绩短暂休整, 高成长性不改 (买入)
- 公司研究-三维丝 (300056) 101109: 方案未必完美, 重在长远发展 (买入)

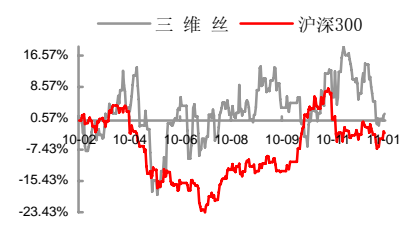
基础数据

总股本 (百万股)	52
流通 A 股 (百万股)	52
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,007

小巨人开始全面成长

- 1月6日三维丝公告使用与主营业务相关的营运资金设立控股子公司: 三维丝与自然人刘巍在厦门签署《合资协议》, 商定共同出资设立公司, 主要从事垃圾焚烧高温烟气处理所需高温滤袋的研发、生产和销售业务。双方约定, 合资公司注册资本为2000万元, 由三维丝出资1300万元, 占65%股权, 刘巍出资700万元, 占35%股权。
- 我们认为, 随着2011年募集资金项目的实施, 公司高温高性能滤料产品的年生产能力将由现在200万平方米, 增加到500万平方米, 产能增长150%。目前公司已经确立了电力、水泥、钢铁冶金、垃圾焚烧和外贸等市场领域全面拓展的发展战略。而此次专门设立子公司负责在垃圾焚烧市场进行产品销售, 是公司在市场战略实施方面又迈出的重要一步, 也是公司利用品牌和资金优势, 灵活吸引专业人才的积极方式。我们预计此次专业子公司的成立将使公司在短时间内确立在垃圾焚烧领域的市场地位, 使之成为公司市场拓展又一重要增长点。
- 2010年以来公司一直在不断扩充市场营销队伍, 目前市场营销人员已由原来的不足10人, 发展到30多人的专业营销团队, 并针对电力、水泥市场建立了专门的团队, 再加上此次以合资公司的形式形成的垃圾焚烧市场拓展团队, 公司未来的市场布局和营销组织框架已经依稀可见。我们有理由预期公司未来还将采用更为灵活的方式不断扩展市场领域和营销渠道。
- 我们预计未来5年, 高温高性能滤料在垃圾焚烧市场的发展规模将实现5倍的增长, 到2014年其市场规模将由现在的不足1亿元的市场发展到5.44亿元。
- 我们继续维持公司2010-2011年每股收益0.64元、0.95元和1.53元的预测, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 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。

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	132.1	195.7	291.0	481.6
(+/-%)	54.8	48.1	48.7	65.5
归属母公司净利润(百万元)	22.6	33.47	49.14	79.58
(+/-%)	78.9	47.8	46.8	61.9
EPS(元)	0.44	0.64	0.95	1.53
P/E(倍)	88.6	60.0	40.8	25.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

1月6日三维丝公告使用与主营业务相关的营运资金设立控股子公司：三维丝与自然人刘巍在厦门签署《合资协议》，商定共同出资设立公司，主要从事垃圾焚烧高温烟气处理所需高温滤袋的研发、生产和销售业务。双方约定，合资公司注册资本为2000万元，由三维丝出资1300万元，占65%股权，刘巍出资700万元，占35%股权。

多领域的全面市场发展战略确立

我们认为，随着2011年募集资金项目的实施，公司高温高性能滤料产品的年生产能力将由现在200万平方米，增加到500万平方米，产能增长150%。目前公司已经确立了电力、水泥、钢铁冶金、垃圾焚烧和外贸等市场领域全面拓展的发展战略。而此次专门设立子公司负责在垃圾焚烧市场进行产品销售，是公司在市场战略实施方面又迈出的重要一步，也是公司利用品牌和资金优势，灵活吸引专业人才的积极方式。我们预计此次专业子公司的成立将使公司在短时间内确立在垃圾焚烧领域的市场地位，使之成为公司市场拓展又一重要增长点。

图1： 公司产能及销量情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所预测

2010年以来公司一直在不断扩充市场营销队伍，目前市场营销人员已由原来的不足10人，发展到30多人的专业营销团队，并针对电力、水泥市场建立了专门的团队，再加上此次以合资公司的形式形成的垃圾焚烧市场拓展团队，公司未来的市场布局和营销组织框架已经依稀可见。我们有理由预期公司未来还将采用更为灵活的方式不断扩展市场领域和营销渠道。

我们继续维持公司2010-2011年每股收益0.64元、0.95元和1.53元的预测，维持“买入”评级。

垃圾焚烧市场广阔，高温高性能滤料产品需求增长快速

国内外广泛采用的城市生活垃圾处理方式主要有卫生填埋、高温堆肥和焚烧等。目前我国城市生活垃圾仍以卫生填埋为主，焚烧处理技术应用发展较快，堆肥处理市场逐渐萎缩。2008年，我国城市生活垃圾无害化处理量为1.03亿吨，其中卫生填埋8,424万吨，占82%，焚烧处理1,570万吨，占15.2%；堆肥处理174万吨，仅占1.7%。

与填埋、堆肥处理方式相比：焚烧可使生活垃圾减容 80%左右，节约大量土地资源；焚烧可大大减少垃圾中的有害物质，烟气经过处理达标排放，减少对地下水和填埋场周边环境的大气污染；焚烧产生的蒸汽可用于发电、供热，实现资源的回收利用等。目前垃圾焚烧已成为发达国家广泛采用的城市生活垃圾处理方式。如荷兰、法国、德国等国垃圾焚烧率 2005 年之前就超过或接近 1/3，瑞士、新加坡、丹麦、瑞典达到 50%左右，日本更超过 70%，我国台湾地区九成以上的生活垃圾都采取焚烧处理。

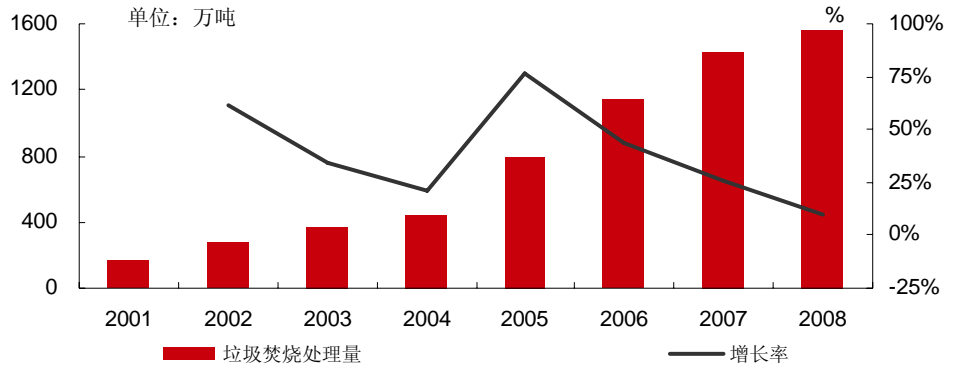
表格 1：主要垃圾处理方式比较

项目	填埋	焚烧	堆肥
操作安全性	较好，注意防火	好	好
技术可靠性	可靠	可靠	可靠
占地	大	小	中
选址	较困难，要考虑地形、地质条件，防止地表水、地下水污染，一般远离市区，运输距离较远	易，可靠近市区建设，运输距离较近	较易，仅需远离居民密集区，气味影响半径 200m，运输距离适中
适用条件	无机物 > 60%，含水量 < 30%，密度大于 0.5t/d	垃圾低位热值 > 3300kj/kg 时不需要添加辅助燃料	从无害化角度，垃圾中可生物降解有机物 ≥ 10%，从肥效出发应 > 40%
最终处置	无	仅残渣需填埋处理，为初始量的 10%	非堆肥物需作填埋处理，为初始量的 20-25%
产品市场	可回收沼气发电	能产生热能和电能	建立稳定堆肥市场较困难
建设投资	较低	较高	适中
资源回收	无现场分选回收实例，但有潜在可能	前处理工序可处理部分原料，但取决于垃圾中可利用物的比例	前处理工序可处理部分原料，但取决于垃圾中可利用物的比例

资料来源：公司公告

目前我国城市垃圾焚烧处理发展较快，2008 年焚烧处理能力是 2000 年的 17.5 倍，达到 5.16 万吨/日。2009 年下半年，国家发改委委托中国国际工程咨询公司组织专家组赴深圳、重庆等垃圾焚烧发电发展较快的城市实地调研后形成的《推动垃圾焚烧处理产业健康发展的建议（讨论稿）》明确提出：“随着我国经济进一步发展和垃圾随着我国社会经济的发展、人民生活水平的提高及城市人口的不断增加，城市生活垃圾产生量平均以每年 10% 的速度递增，目前我国城市人均日产生垃圾达 1.12 公斤，上海、北京、武汉等流动人口不断增长的城市，生活垃圾年增长率更是达到 15%~20%。填埋是目前城市生活垃圾处理的最主要手段，一方面占用大量的土地资源，另一方面还会造成二次污染，因此垃圾焚烧正在取代填埋成为城市垃圾的主要处理手段。无害化处理率不断提高，垃圾焚烧产业前景广阔。”

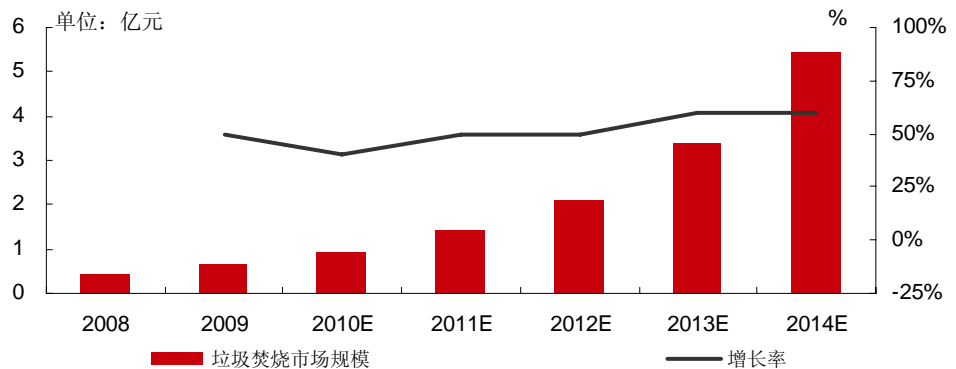
图 2： 我国垃圾焚烧处理量快速增长



资料来源：城市建设统计年报

我们预计未来 5 年，高温高性能滤料在垃圾焚烧市场的发展规模将实现 5 倍的增长，到 2014 年其市场规模将由现在的不足 1 亿元的市场发展到 5.44 亿元。

图 3： 高温高性能滤料在垃圾焚烧市场规模快速增长



资料来源：华泰联合证券研究所预测

风险提示：

- 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

单位:百万元

利润表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	117	358	378	470	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	176	457	512	607	利润总额	27	39	58	94
流动负债	86	72	77	92	所得税	4	6	9	14
短期借款	37	5	5	5	净利润	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	归属母公司净利润	23	33	49	80
非流动负债	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					
负债合计	97	79	85	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%	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%
负债和股东权益	176	457	512	607	获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标(元)				
					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
					估值比率				
					P/E	88.62	59.95	40.83	25.22
					P/B	25.27	5.31	4.70	3.96
					EV/EBITDA	80	56	36	21

现金流量表

单位:百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	18	17	5	-7
净利润	23	33	49	80
折旧摊销	3	5	8	11
财务费用	1	-3	-5	-5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-8	-16	-50	-97
其他经营现金流	-1	-2	2	4
投资活动现金流	-22	-45	-45	-15
资本支出	29	50	50	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	7	5	5	5
筹资活动现金流	19	236	5	5
短期借款	24	-32	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	32	13	0	0
资本公积增加	-9	254	0	0
其他筹资现金流	-28	1	5	5
现金净增加额	16	208	-35	-17

资料来源:华泰联合证券研究所预测



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±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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn