



三维丝 (300056.SZ)

新股定价

建议询价区间:

14.64-19.52 元

发行上市资料

发行股本 (万股)	1,300
发行后总股本 (万股)	5,200
发行日期	02-05

发行前财务数据 (2008 年)

每股净资产 (元)	7.85
净资产收益率 (%)	42.44
资产负债率 (%)	37.15

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师
李璇

Tel: (8621) 58207774
Fax: (8621) 58318543
Email:lixuan@qlzq.com.cn

三维丝：高温环保材料专业制造商

投资要点:

- ◇ 厦门三维丝环保股份有限公司专注于从事大气粉尘污染整治,是以合成纤维制造袋式除尘器所需高性能高温滤料的专业供应商,主营业务为袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的研发、生产和销售。产品主要应用于电力、水泥、垃圾焚烧和钢铁等行业领域。
- ◇ 我国高温滤料行业的集中度并不高,第一位必达福公司市场占有率为 13%,三维丝公司以 7%排名第四,处于行业领先地位。近年来高温滤料市场快速发展,公司也不断提高生产能力以满足订单需求,近三年产能利用率一直处于超/满负荷生产状态,随着公司非织造技改项目于 2009 年 9 月底建成投产,公司 09 年实际可利用产能为 125 万平方米。
- ◇ 三维丝所处的高温滤料行业是环保设备制造中非常细分的市场领域,行业发展迅速并且市场空间巨大,预计未来三年年均复合增长率达 47%。目前,电力行业的需求规模最大是高温滤料行业发展的基础,而水泥和垃圾焚烧行业对高温滤料的需求增长最快,为行业未来发展提供更长远的驱动力。
- ◇ 技术优势和持续创新能力是公司的核心竞争力。“顾问式服务”模式充分发挥公司的技术优势,为用户提供及时周到的售前、售中、售后全方位服务的同时也大幅提升公司持续获取订单的能力。
- ◇ 本次募集资金主要用于高性能微孔滤料生产线建设项目、技术中心建设项目以及主营业务相关的营运资金项目。预计 2009-2011 年公司滤料销量将分别达到 132、200 和 300 万平方米。
- ◇ 我们预计公司 09、10、11 年完全摊薄 EPS 为 0.38 元、0.61 元和 0.81 元,考虑到申万化工新材料板块的 10 年动态市盈率为 25 倍以及公司在行业内的领先地位和募投项目量产后的成长性,我们认为可以给予公司 10 年 30-40 倍 PE,即公司合理价值区间是 18.30-24.4 元,考虑到 20%的申购收益,建议询价区间为 14.64-19.52 元。

财务数据摘要	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	61.3	85.3	126	190	270
主营业务收入增长率 (%)	67.2	39.2	47.6	50.4	42.5
净利润 (百万元)	10.08	12.66	19.69	32	42
净利润增长率 (%)	395.6	25.58	55.5	61.5	33.2
每股收益 (元)	0.19	0.24	0.38	0.61	0.81
P/E (倍)					



正文目录

一、公司简介	- 3 -
1、国内袋式高温除尘滤料的领先企业	- 3 -
2、公司主业分析	- 3 -
3、股权结构	- 4 -
二、公司所处行业分析	- 5 -
1、除尘设备制造行业概况	- 5 -
2、行业市场现状及发展趋势	- 5 -
3、高温滤料子行业的基本情况	- 7 -
4、影响高温滤料子行业发展的有利和不利因素	- 7 -
三、公司竞争优势分析	- 8 -
四、募集资金项目分析	- 8 -
五、风险提示	- 9 -
六、盈利预测及投资建议	- 10 -



一、公司简介

1、国内袋式高温除尘滤料的领先企业

三维丝专注于从事大气粉尘污染整治,是袋式除尘器所需高性能高温滤料的专业供应商,主营业务为袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的研发、生产和销售。产品主要应用于火力发电燃煤锅炉尾气、水泥窑头窑尾烟尘、垃圾焚烧烟气、钢铁高炉煤气、沥青搅拌烟气、化工烟气等高温烟气除尘过滤。

公司主要产品包括以各种高温合成化学纤维为原料制备的滤毡系列和滤袋系列高温滤料。高温合成化纤滤料是具有耐高温和耐腐蚀等特殊性能的高温除尘滤料,属于国家鼓励发展的保护技术产品。上述产品均为公司自主研发生产,拥有自主知识产权。

2、公司主业分析

图1: 公司收入规模稳定增长 (单位: 万元)

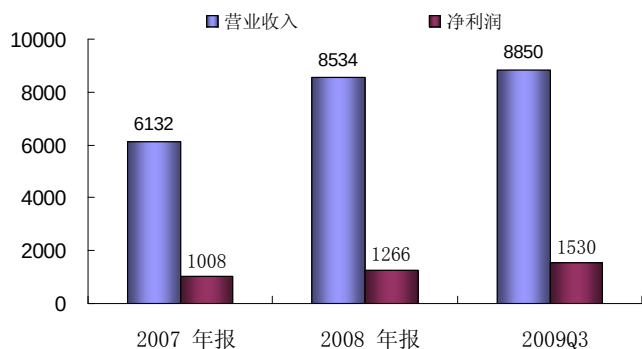
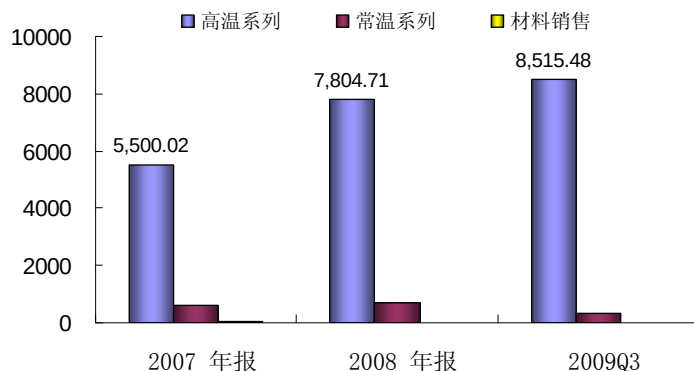


图2: 公司高温滤料系列产品收入突出 (单位: 万元)



数据来源: 公司招股意向书, 齐鲁证券研究所

图3: 高温系列产品单位销售价格、成本及毛利率变动图

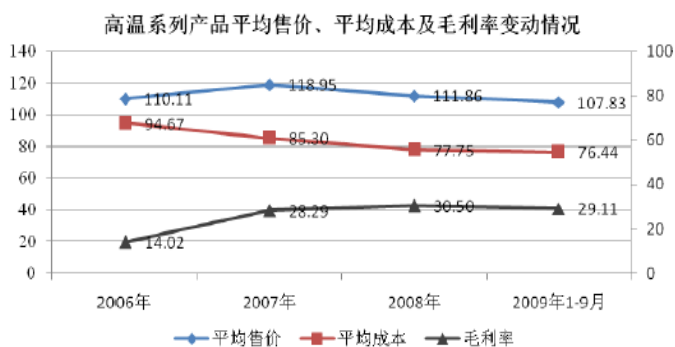
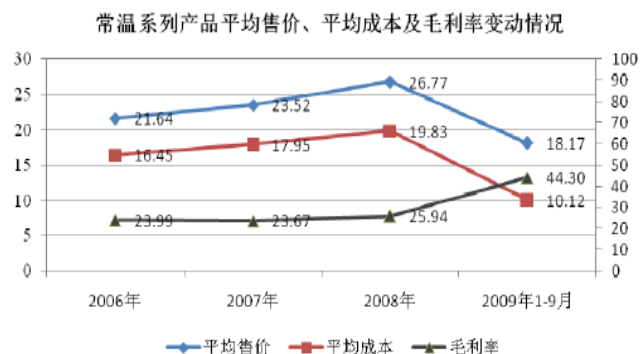


图4: 常温系列产品单位销售价格、成本及毛利率变动图



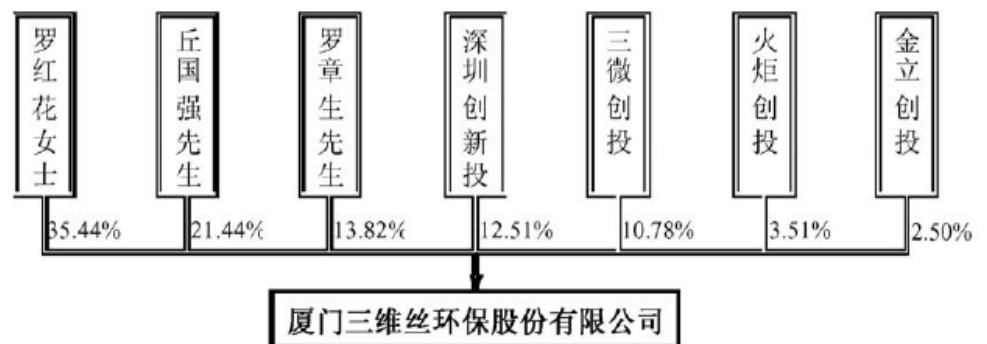
数据来源: 公司招股意向书, 齐鲁证券研究所



3、股权结构

公司前身三维丝有限成立于 2001 年 3 月 23 日，于 2009 年 2 月 2 日整体变更为股份有限公司。公司发起人为罗红花、丘国强、罗章生、深圳创新投、三微创投、火炬创投及金立创投。发行人设立前后，公司主要发起人罗红花、丘国强、罗章生除合计持有本公司本次发行前 70.70% 的股份之外，未控股或参股其他企业，未经营其他业务。公司发行前总股本 3,900 万股，实际控制人罗祥波和罗红花控制的股份比例为 35.44%。

图5：公司产权结构示意图



数据来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

表 1：本次发行基本情况

股票简称	三维丝（300056）	发行数量	1,300 万股
网下配售数量	260 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	发行总量减去网下最终发行量	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2010 年 02 月 05 日	申购代码	300056
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2009Q3	2008	2007
每股收益（摊薄）	0.39 元	0.32 元	0.26 元

资料来源：公司公告，齐鲁证券研究所

注：摊薄每股收益按照发行前总股本计算

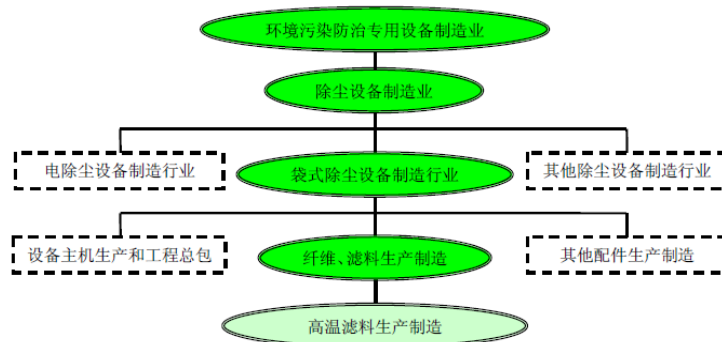


二、公司所处行业分析

1、除尘设备制造行业概况

三维丝公司的产品为袋式除尘器的核心部件，根据《国民经济行业分类和代码表》，所属行业为“环境污染防治专用设备制造（C3691）”下的除尘设备制造业，细分行业为纤维、滤料生产制造行业。根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》的规定，公司所属行业应为“专用设备制造业”大类的“其他专用设备制造业”（C7350）。

图6：公司所属行业情况

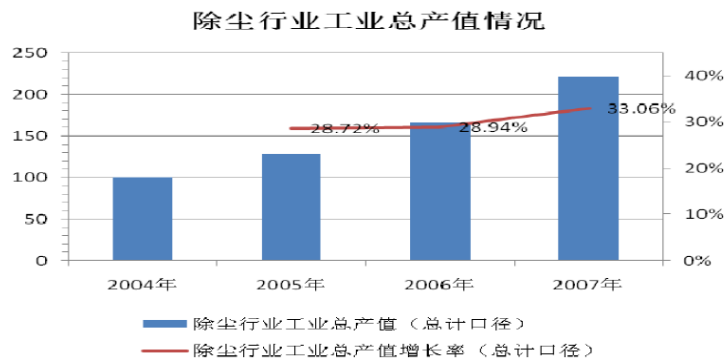


数据来源：公司招股意向书

2、行业市场现状及发展趋势

除尘技术的应用发展与工业化的发展是息息相关的。早期我国工业化程度较低，主要污染行业排放的烟气量相对较小，环保要求较低，对除尘技术的要求也较低，结构简单且投资少的旋风除尘器和湿式除尘（水膜除尘）处于主流地位，电除尘技术和袋式除尘技术发展缓慢。进入 21 世纪之后，随着我国电力、水泥、钢铁等行业进一步发展，国家对环保要求进一步提高，袋式除尘技术由于在除尘效率方面的优异性能，获得了快速的发展，并呈加速发展态势。

图7：我国2004年-2007年除尘行业工业总产值及其增长率



数据来源：中国环保产业



1、主要除尘技术及其比较

除尘技术是控制污染源烟气颗粒物排放、减少大气污染的技术。目前的主流除尘技术是电除尘、袋除尘、电袋复合式除尘。袋式除尘器的主要优点是除尘效率和分级效率高，但成本和维护费用也相对稍微偏高，而电除尘器的除尘效果不稳定，分级效率差，但成本稍低，维护费用低。电袋复合式除尘器作为静电除尘器和袋式除尘器的有机结合，具有了两种除尘器各自的优势，新建成本偏高，但如果用于电除尘器改造，能充分发挥原有电除尘设备性能，实现更好的除尘效果。

表2：袋式除尘优势更明显

比较项目		袋除尘	电除尘	电袋复合式
性能	除尘效率	除尘效率在 99.99%，烟尘排放浓度小于 50mg/m ³ ①	除尘效率在 99%，烟尘排放浓度较难稳定小于 50mg/m ³ ②	同袋式除尘器
	分级效率	对 PM10 以下的粉尘具有很好的过滤效果	对 PM10 以下的粉尘过滤效果差	同袋式除尘器
	设备阻力	一般在 1500Pa 左右	200~300Pa	600~1200Pa
成本	设备投资	稍高于电除尘器	略低	原电除尘改为电袋复合式成本较低
	土地投资	占地面积较小，土地投入小	占地面积较大，土地投入大	介于前两者之间
	设备电耗	风机与空压机的电耗较低	高压电场电耗较高	介于前两者之间
	设备维护费用	滤料更换费用	电极维修费用	滤料更换费用、电极维修费用
日常运行管理		在线维修	维修时须要停机	袋式除尘部分维修时可不停机

数据来源：公司招股意向书

2、除尘技术在中国的应用现状

（1）目前电除尘技术处于成熟应用阶段

目前，我国电除尘技术已经发展成熟，产品技术进入了国际先进行列，电除尘器从设备本体到智能高低压电源以及绝缘配件等均均为国产，还有部分产品出口。同时，电除尘技术在各行业的大型机组中应用成熟，目前其占高温烟气除尘治理应用的大部分市场。但是，由于除尘机理限制，电除尘的除尘效率已经很难有较大提高，并且目前还没有实质性进展。

（2）袋式除尘技术正处于快速发展阶段

与电除尘技术相比，袋式除尘效率高，技术起步较晚。除尘器的核心部件——滤料，尤其是高性能高温滤料，发展一直比较落后。目前除少数龙头企业的产品外，国产高温滤料产品整体性能和质量与国外滤料品牌有一定差距。

（3）电改袋及电袋复合式技术正在兴起

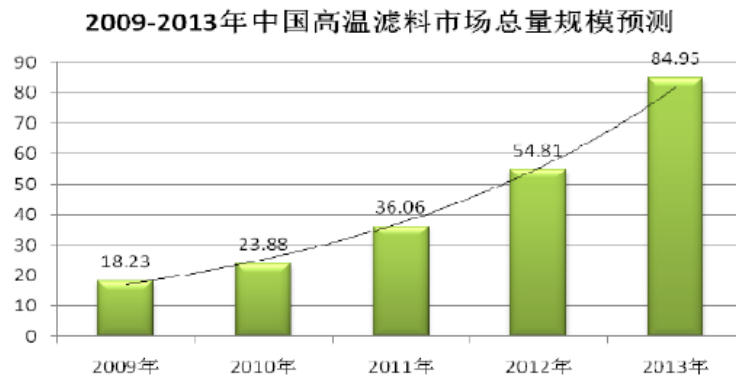
随着国家对工业烟气污染控制要求不断提高，部分原使用电除尘器的企业，因为达不到排放要求，不得不将电除尘器改造为袋式除尘器，这种方式简称为电改袋。目前，电袋复合式除尘由于改造成本较低且效果显著，已经成为电除尘技改主要方式之一。虽然由于国家对环保重视程度的提高，除尘行业总的市场规模在快速发展，未来袋式除尘技术的地位将大幅提高，甚至有可能逐步替代电除尘成为主流技术。



3、高温滤料子行业的基本情况

三维丝所处的高温滤料行业是环保设备制造中非常细分的市场领域，行业发展迅速并且市场空间巨大。根据权威部门预测，国内未来五年内高温滤料的市场将继续保持快速发展，年均复合增长率达到 47%。

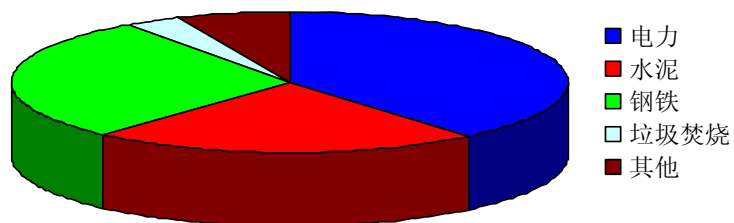
图8：2009-2013 年中国高温滤料市场总量预测（单位：亿元）



数据来源：《中国高温过滤材料市场研究报告》

在我国，电厂和水泥行业是高温烟气的主要污染源，此外，钢铁、冶金、垃圾焚烧、化工等领域也都是高温烟气的来源。因此，电力行业的需求规模最大是高温滤料行业发展的基础，2008 年高温滤料在电力行业中的销售额为 5.66 亿元，占总产值的 38.8%。而水泥和垃圾焚烧行业对高温滤料的需求增长最快，2008 年的消费额增长分别高达 76.42%和 49.46%。

图9：高温滤料的主要下游行业



数据来源：公司招股意向书

4、影响高温滤料子行业发展的有利和不利因素

(一) 有利因素

- 1、国家产业政策的支持
- 2、高端客户对袋式除尘技术的认可度迅速提升
- 3、高温滤料生产成本的下降



（二）不利因素

- 1、行业品牌较多和集中度较低
- 2、行业内部仍存在低价竞争

三、公司竞争优势分析

（一）技术优势和持续创新能力是公司的核心竞争力

自成立以来，公司坚持不懈持续增加研发经费投入，保障了高性能高温滤料研发能力不断得到提升，从而使公司具有了明显的技术优势和持续创新能力。开发最适合国内除尘技术发展和环境要求的新产品，将客户的要求快速地转化为产品，抢占市场先机。

经过长期自主科技创新积累，公司已掌握多项专利及非专利技术。核心生产技术与应用技术助推公司业务不断发展。

（二）完善的技术研发体系是保持技术优势的重要保障

公司设立了高性能滤料研发技术中心，主要从事新型高性能滤料的研究开发、生产工艺创新、产品测试及应用技术研究等工作，并建立专家委员会给出技术咨询与业绩评估建议。

同时，公司自成立以来，坚持不懈持续增加研发经费投入，使公司具有了明显的技术优势和持续创新能力，每年公司的研发费用支出平均占到营业收入的 5% 左右。本次募集资金有 2,088.91 万元投入到公司的技术研发中心的建设中，未来公司的技术研发实力将有更进一步的提升。

（三）综合服务优势明显

目前，公司正在不断加强销售渠道和服务网络建设，已初步建立起了全国性的营销和服务网络，开创了“顾问式服务”模式，形成了一套较为完善的综合服务体系。

通过为用户提供及时周到的售前、售中、售后全方位顾问式服务，公司的技术优势得以充分发挥，获取订单的能力持续提升，不仅使得公司产品可迅速广泛的被市场认知、接受，形成品牌效应，而且为未来的发展奠定了坚实基础。随着未来产能的进一步扩大，公司将进一步加大综合服务体系的建设力度。

四、募集资金项目分析

本次募集资金主要用于高性能微孔滤料生产线建设项目、技术中心建设项目以及主营业务相关的营运资金项目。公司已先期投入 362.39 万元用于购买募集资金项目实施厂房，其余所需资金拟以本次募集资金投入。

本次募投项目是对公司主营业务高性能高温滤料的扩大再生产，有助于解决公司产能瓶颈。高性能微孔滤料作为袋式除尘器的核心部件，其市场需求正随着袋式除尘行业的发展快速增长。公司具备良好的实施基础与成熟的生产技术和工艺流程，可确保项目的顺利实施。



募投项目于 2009 年 9 月底建成投产，公司现有设计产能达到 200 万平方米（2009 年实际可利用产能为 125 万平方米），假设募集资金投资项目于 2010 年开工建设，根据可行性研究报告，建设期 1.5 年后项目逐步达产，在第 4 年实现全面达产。相对现有生产能力而言，产能增幅较大，但产能是分多年逐步释放，而且考虑到迅速增长的市场和公司在行业中的地位，公司完全能够消化新增产能。

表 4：三维丝募投项目
单位：万元

项目名称	投资总额	拟投入募集 资金额	募集资金投资计划		项目备案文号
			第一年	第二年	
1 高性能微孔滤料生产线	9,722.16	9,451.54	6,534.89	2,916.65	厦发改产业[2009]函 12 号
2 技术中心建设项目	2,088.91	1,997.14	1,370.47	626.67	厦发改产业[2009]函 13 号
3 主营业务相关的营运资金	XXX	XXX	XXX		

资料来源：公司公告

五、风险提示

1、行业和产品集中风险

公司主要从事袋式除尘器核心部件高性能高温滤料的研发、生产和销售，近三年一期，公司主要产品高性能高温滤料销售的最终客户平均有 60%以上属于火力发电行业。如果我国宏观经济形势发生重大变化导致电力行业出现波动，公司可能存在因客户行业和产品集中而带来的风险。

2、客户与原材料供应集中风险

近三年一期，公司前五名客户销售收入比较集中且属于电力行业，但比重呈逐年下降趋势，且不存在向单个客户的销售比例超过总额 50%或严重依赖少数客户的情形。但公司仍面临客户相对集中所带来的经营风险。

公司原材料成本占营业成本比重较高，近三年一期，原材料成本占营业成本的比重分别为在 90%左右，且大部分纤维原材料来自进口，采购周期约需 1-2 个月。但如果市场供应情况和价格发生大幅波动，或供货渠道发生重大变化，将会影响公司生产的稳定和快速响应客户需求的能力。

3、核心技术人员及核心技术流失的风险

目前从事研发与技术的人员已达到 33 人，占公司总人数的 21%，已成为公司凝聚核心竞争力的最重要资源之一。核心技术是公司赖以生存和发展的基础和关键，虽然公司建立和完善了一整套严密的技术管理制度，与技术研发人员签署了《竞业限制协议》，防止核心技术外泄，并采取了一系列激励措施，保证了多年来技术研发队伍的稳定，但如果发生技术研发队伍整体流失或技术泄密现象，仍将对公司持续发展带来不利影响。



六、盈利预测及投资建议

我们预计公司 09、10、11 年完全摊薄 EPS 为 0.38 元、0.61 元和 0.81 元，考虑到申万化工新材料板块的 10 年动态市盈率为 25 倍以及公司在行业内的领先地位和募投项目量产后的成长性，我们认为可以给予公司 10 年 30-40 倍 PE，即公司合理价值区间是 18.30-24.4 元，考虑到 20% 的申购收益，建议询价区间为 14.64-19.52 元。

表 5：盈利预测

单位：百万元，元

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	61	85	126	190	275
减：营业成本	44	60	90	132	190
营业税金及附加	0	0	0	0	1
营业费用	3	4	5	8	15
管理费用	2	6	10	16	24
财务费用	-0	-0	-0	-5	-5
资产减值损失	0	2	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
营业利润	11	13	20	38	50
加：其他非经营损益	1	2	3	0	0
利润总额	12	15	23	38	50
减：所得税	2	2	4	6	8
净利润	10	13	20	32	42
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	10	13	20	32	42
全面摊薄每股收益	0.19	0.24	0.38	0.61	0.81
全面摊薄总股本	52	52	52	52	52

资料来源：公司招股意向书，齐鲁证券研究所

注：完全摊薄每股收益按照发行后总股本计算



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791