

原材料 - 新材料

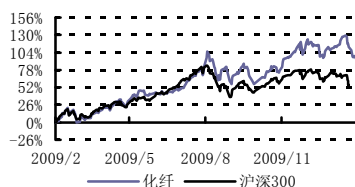
2010 年 2 月 1 日

重要资料

总股本 (百万股)	52.00
流通股 (百万股)	13.00
募集资金总额	2.5 亿左右
行业 PE (X)	20-30
定价区间 PE (X)	35-40
第一大股东	罗祥波与罗红花夫妻
公司网址	http://www.savings.com.cn

财务数据	2006	2007	2008
营业收入 (百万)	36.65	61.32	85.34
增长率%	N/A	67.29	39.18
净利润 (百万)	2.03	10.08	12.66
增长率%	N/A	395.6	25.58
毛利率%	15.67	27.73	30.14
净利率%	5.55	16.44	14.83
ROE	28.06	58.17	22.29
ROA	9.56	28.61	17.83
资产负债率	75.75	59.57	36.04

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
化纤	-8.35%	8.54%	101.02%
沪深 300	-11.83%	-3.89%	55.10%

周亮

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 周亮, 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。

高温除尘环保材料的领先者

— 三维丝 (300056) 新股定价报告

询价区间: 18.3-21.0 元 定价区间: 22.1-25.2 元

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	85.34	130.13	180.00	270.00
净利润 (百万元)	12.66	21.68	32.72	45.21
每股收益 (元)	0.32	0.42	0.63	0.87
净利润增长率%	25.58%	71.25%	50.91%	38.19%
每股净资产 (元)	1.85	-	-	-

资料来源: 世纪证券研究所

■ **高温滤料是将高温纤维与现代纺织工艺结合的综合高科技产品, 是袋式除尘器的核心部件。**三维丝主营产品为高温滤料, 产品的技术水平和市场占有率均处于领先地位, 在国内高温滤料市场占有率行业排名第四位, 在国内火力发电行业市场占有率排名第三位, 为内资企业第一名。上游行业为高温纤维生产制造行业, 下游行业主要是袋式除尘设备制造行业和火电、水泥、垃圾焚烧、钢铁等最终用户行业。

■ **袋式除尘行业市场需求快速增长, 预计未来五年复合增长 47%。**2006 年至 2008 年三年间, 袋式除尘行业的年均复合增长率为 37%, 袋协会预测, 随着环保标准的提高和国家对环保的要求趋严, 未来五年内高温滤料市场仍将保持快速增长, 年均复合增长率将达到 47%。高温滤料作为袋式除尘器的核心部件, 其未来市场需求取决于袋式除尘技术在高温烟气除尘领域的发展情况。

■ **公司产能未来两年快速扩张, 预计销量年增长 50%左右。**募投项目进一步提升公司竞争力: 公司本次拟发行 1300 万股, 募集资金将投入高性能微孔滤料生产线和技术中心建设项目。预计 2009-2011 年公司滤料销量将分别达到 135、200 和 300 万平方米。

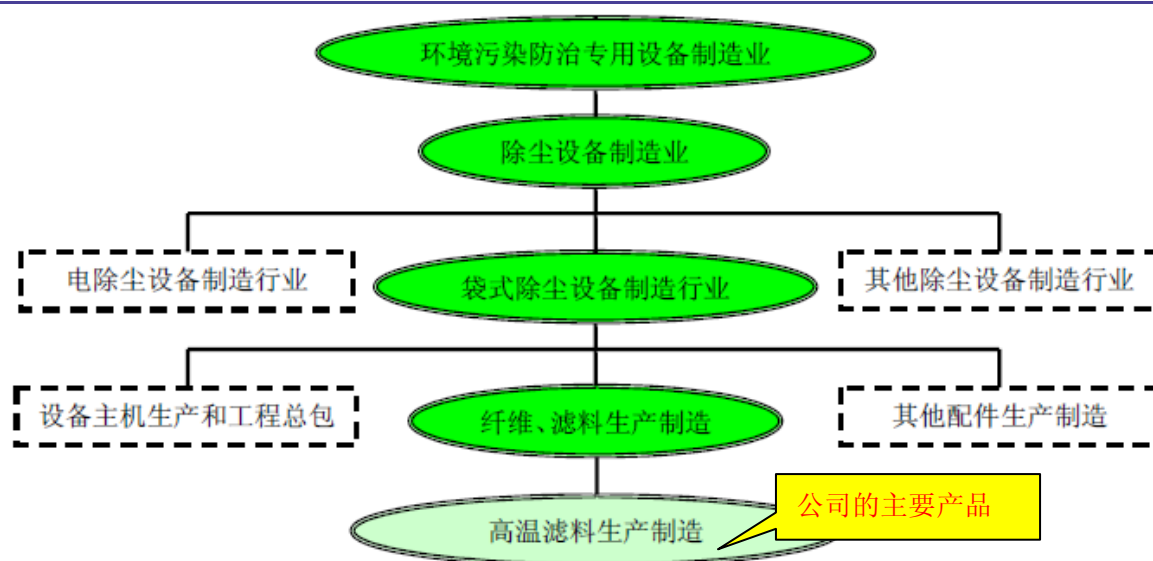
■ **目前 A 股市场中没有与三维丝相类似的上市公司, 考虑到公司所处行业的快速增长以及公司自身产能的快速释放, 按照 2010 年业绩 35-40 倍市盈率计算, 我们认为公司合理价值区间为 22.1-25.2 元。考虑到 20% 的申购收益, 建议询价区间为 18.3-21.0 元。**

■ **风险因素。**快速扩张带来的管理风险。

公司概况

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。销售的最终客户平均 60%以上属于火力发电行业。目前公司正在积极开拓水泥、钢铁、垃圾焚烧等市场。公司的发展过程由代理转为创立自有品牌、自主研发，从小到大，成长迅速，2007 年成为国内火力发电行业高性能高温滤料市场第三名，仅次于必达福和奥伯尼两家外资企业，且市场份额的差距正日益缩小，“三维丝”已成为行业主导品牌之一。

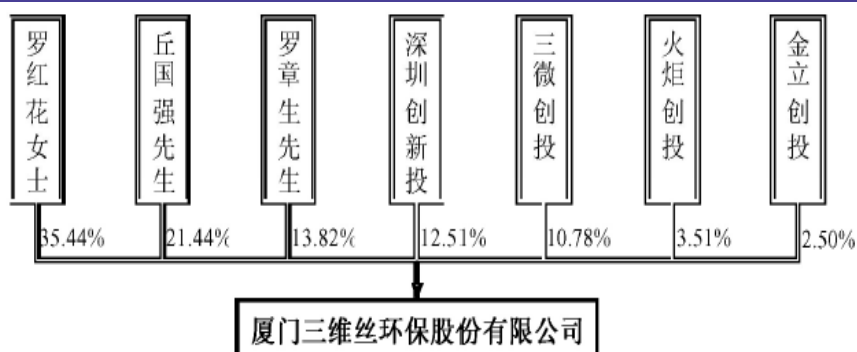
Figure 1 公司所处产业链



资料来源：招股书

公司实际控制人为罗祥波与罗红花夫妻，IPO后两人持股比例下降为26.58%。

Figure 2 股权结构

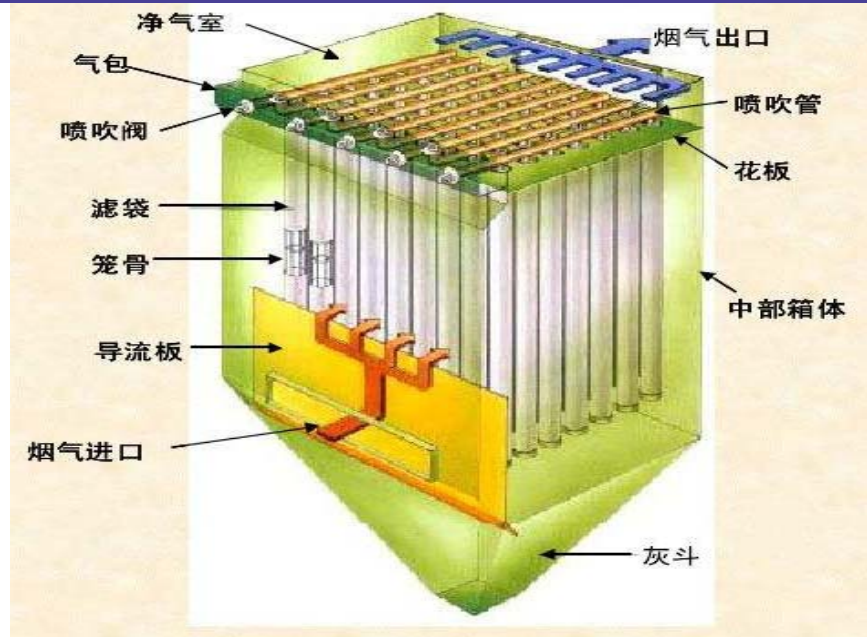


资料来源：招股书

公司所处行业背景

袋式除尘行业主管部门是国家发改委和国家环境保护部，所属行业协会是中国环境保护产业协会和中国产业用纺织品行业协会。袋式除尘基本工作原理是利用多孔的滤袋作为过滤元件从含尘气体中捕集粉尘。高温滤料应用于复杂的高温烟气领域，因此其与常温滤料不同，需具有长期稳定保持耐高温、耐腐蚀等性能。

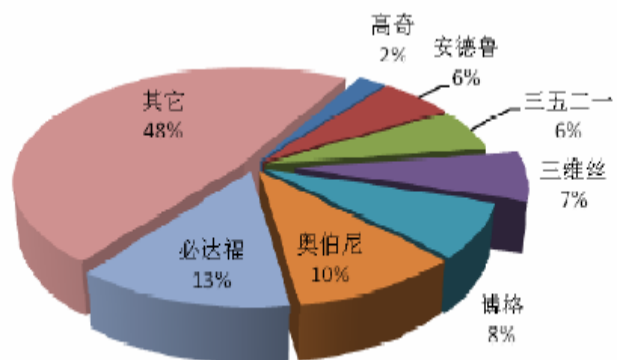
Figure 3 袋式除尘器内部结构示意图



资料来源：招股书

高温滤料行业的集中度不高。根据袋委会资料，虽然近三年来国内高温滤料市场发展迅速，但高温滤料行业的集中度并不高，除了必达福和奥伯尼外，第三到第六名的市场份额差距不大，公司排名第四。其中，以低档玻纤滤料为主的国产滤料品牌较多，产品整体技术水平较低，而外资品牌滤料以高温合成化纤滤料为主，高温滤料产品整体水平较高。

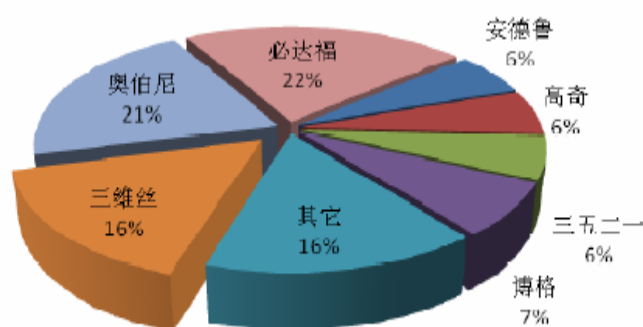
Figure 4: 国内高温滤料市场占有率



资料来源：招股书

电力行业由于除尘要求严格，较早引用袋式除尘技术，滤料市场处于相对垄断阶段，三维丝、奥伯尼、必达福三者的份额合计为59%，集中度较高。这是由于电力行业对烟气污染控制的要求较高，袋式除尘较早的进入了该领域。

Figure 5 电力行业中滤料行业集中度较高



资料来源：招股书

排放标准趋严是促使袋式除尘技术快速发展的核心因素。在电力行业方面，2010 年即将执行新的《火电厂大气污染物排放标准》目前火电厂执行的是国家环保总局（现国家环境保护部）颁布的《火电厂大气污染物排放标准》（GB13223-2003）。根据该标准规定，除属于 1996 年 12 月 31 日前通过建设项目环境影响报告书审批的新建、扩建、改建的火电厂建设项目，从 2010 年 1 月 1 日开始执行 50mg/m³ 的排放浓度标准。2009 年 12 月 31 日，水泥工业执行新排放标准的过渡期结束。目前我国钢铁、电解铝、氧化铝、铁合金等行业的烟尘排放标准仍然在 100 ~ 150mg/m³ 之间，与欧美 30 ~ 50mg/m³ 的排放标准差距甚远，在未来几年，袋除尘设备市场将会呈现爆发式的增长，其占除尘设备市场的份额将快速上升。

高温烟气除尘市场占比仍不到 10%，意味着未来增长空间巨大。由于袋式除尘技术除尘效率高，随着国内对不断提高，对微细粉尘的控制日趋严格，袋式除尘技术成为了新除尘技术的应用方向，正处于快速发展阶段。但由于袋式除尘技术起步较晚，再加上最终客户如电力行业、水泥行业的保守特性，其对新技术的接受有一个由小机组到大机组，由示范到推广的长时间过程，因此虽然袋除尘行业发展迅速，但其在现有高温烟气除尘市场占比仍不到 10%。

预计未来行业年均复合增长率达到 47%。在该行业的现阶段，袋式

除尘器的新建和技改项目居多，换袋业务需求还处于起步阶段，考虑到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，袋委会对总体市场进行了预测，根据其预测数据，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%。

Figure 6 2009-2013 年中国高温滤料市场总量预测（单位：亿元）

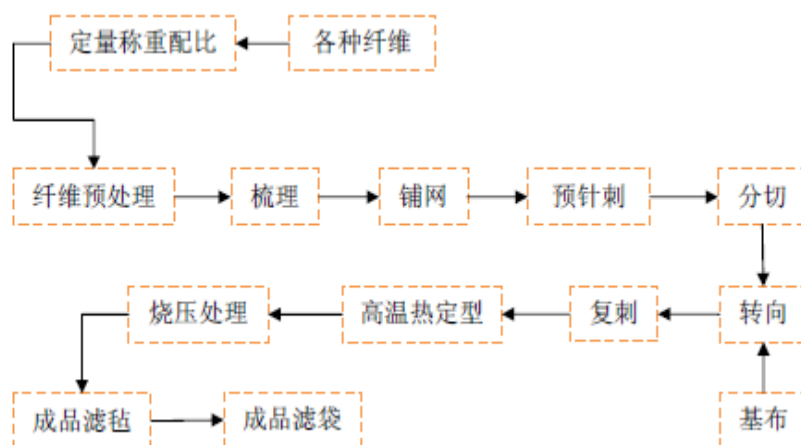


数据来源：袋委会，《中国高温过滤材料市场研究报告》，2009 年 5 月

公司主营业务分析

公司滤料产品为滤毡和滤袋，其生产过程是典型非织造布的生产工艺过程，与普通非织造布生产的区别在于其工艺参数设置、纤维结构的设置以及后处理方法的不同。

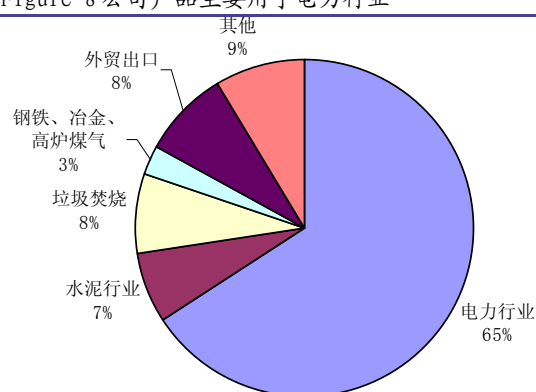
Figure 7 生产工艺流程



资料来源：招股书

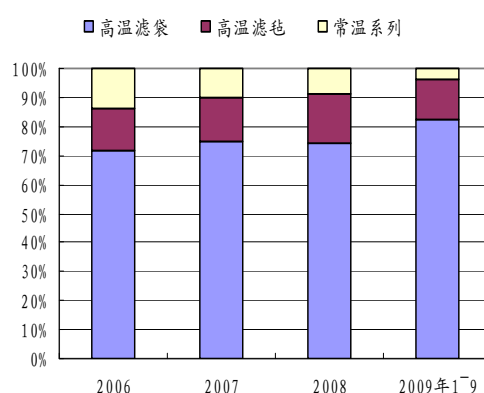
公司的营业收入主要来源于高温滤料的销售,2006年、2007年、2008年及2009年1-9月,高温滤料(包括滤袋和滤毡)的销售分别占营业收入的比例为86.30%、89.70%、91.46%和96.22%,呈现逐年上升趋势,随着公司后续对高温滤料的研发投入及新产品的推出,预计未来其占营业收入的比例仍将进一步提高。目前公司正在积极开拓水泥、钢铁、垃圾焚烧等市场,已取得了较好成效,最近三年,公司水泥行业最终客户的销售比重逐年增加,分别为1.79%、3.56%、14.06%。公司实现的主营业务毛利主要来自于主导产品高温滤料系列,平均占主营业务毛利的90%以上,该产品系列未来仍将稳定增长。

Figure 8 公司产品主要用于电力行业



资料来源:招股书

Figure 9 高温滤料产品比重逐年上升

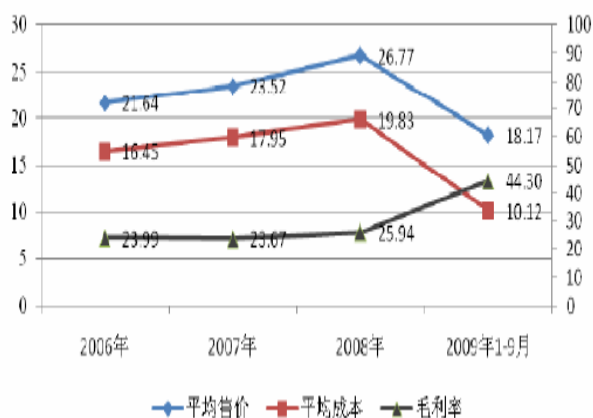


资料来源:招股书

高温系列产品的占比不断提高,毛利率近年来稳定在30%左右,常温产品毛利率约25%左右,2009年前三季度达到44%,主要与公司有选择性的接受了高毛利率订单有关,不过考虑到常温产品的收入占比较小,高温产品才是公司的重心。

Figure 10 常温产品的价格、成本及毛利率

常温系列产品平均售价、平均成本及毛利率变动情况

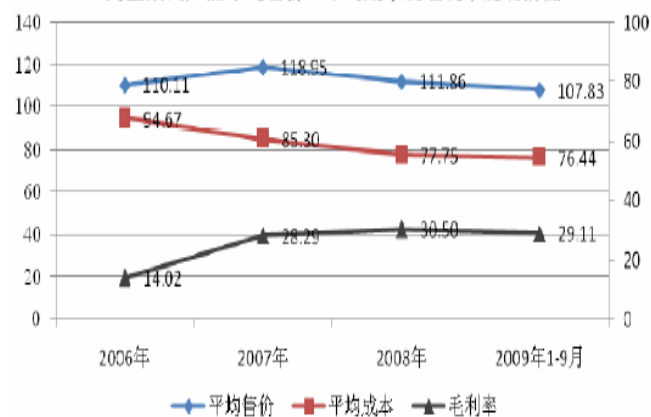


资料来源:招股书

请参阅文后免责条款

Figure 11 高温产品的价格、成本及毛利率

高温系列产品平均售价、平均成本及毛利率变动情况

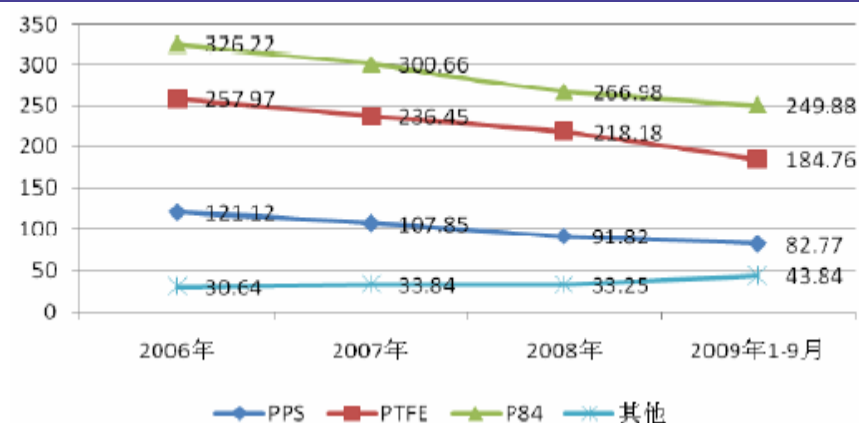


资料来源:招股书

成本结构分析

原材料成本约占80%左右，随着原料国产化带来的价格下降，成本有近一步下降空间。公司营业成本主要由材料成本、制造费用和直接人工构成，其中材料。公司生产所需原材料主要是PPS、PTFE、P84等合成化学纤维，纤维、基布和辅料等主要原材料均为市场化产品，市场供应充足，约占高温合成化纤滤料生产成本的80%左右。高温滤料一般占袋式除尘器成本比重的30%左右。最近几年，国内高温合成化学纤维发展较快，高温滤料行业所需的大部分高温合成化学纤维均已实现国产化且国产化程度迅速提高，原材料市场竞争更加充分，公司主要原材料价格呈下降趋势，且降幅比较明显，年均下降10%左右。

Figure 12 近三年一期公司主要原材料价格变动趋势图



资料来源：招股书

公司财务分析

公司应收账款较大，占流动资产和总资产比重较高。截至2009 年9月30 日，公司应收账款3,334.82 万元，占流动资产比例为30.40%，占总资产比例为20.73%。公司一年以内账龄的应收账款占应收账款的比例为88.54%，应收账款账龄结构良好，且公司按照规定合理估计并充分计提了应收账款减值准备。公司主要客户为各大除尘设备主机厂、火力发电企业、水泥企业等，具有良好的信用和较强的实力，基本不存在应收账款回收风险。

Figure 13 应收账款周转率

	2008	2007	2006
龙净环保	6.0	5.8	6.3
菲达环保	5.5	4.0	4.1
凯迪电力	5.7	5.6	3.2
三维丝	4.6	6.0	7.9

资料来源：WIND

公司竞争力分析

技术优势明显、行业标准起草者。公司高温滤料产品的技术水平和市场占有率均处于领先地位,在国内高温滤料市场占有率行业排名第四位,在国内火力发电行业市场占有率排名第三位,为内资企业第一名。而公司主要竞争对手的研发中心设立在国外总部,滤料产品开发主要依托于国外研发人员及国外产业状况,针对国内实际环保需求的产品开发比较少,且更新慢,品种单一,难以满足国内快速发展的袋式除尘市场需求。通过为用户提供及时周到的售前、售中、售后全几年来公司参与审核了20余项国家和行业标准的制定,目前作为主要起草单位,正负责起草“燃煤电厂锅炉尾气治理袋式除尘器用滤料”和“垃圾焚烧尾气治理袋式除尘器用滤料”两项行业主要标准。

品牌和工程业绩优势。公司自2003年由代理转为创立自有品牌、自主研发生产以来,成长迅速,2007年成为国内火力发电行业高温滤料市场第三名,仅次于必达福和奥伯尼两家外资企业,且市场份额的差距正日益缩小,“三维丝”已成为行业主导品牌之一。目前国内火力发电行业高温滤料市场已呈现相对垄断格局,前三名占有该市场份额的60%左右。而该领域的最终客户对技术、品牌和工程应用经验要求严格,供应商需要经过长期实践检验才能获得认可,行业壁垒较高,公司具有强势的在位优势

综合服务优势。在注重研发的同时,公司不断加强销售渠道和服务网络建设,目前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。由于高温滤料所适用的工况环境差异较大,滤料产品所适用的工作参数也各有不同,因此滤料生产企业须具备较高的综合服务能力:包括前期根据实际工况条件与客户沟通并设计滤料方案的能力、除尘器运行中提供即时的专业技术服务支持能力以及持续跟踪服务并满足客户最新需求的能力。

募集资金投向分析

募集资金投向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。随着公司非织造技改项目于2009年9月底建成投产,公司现有设计产能达到200万m²(2009年实际可利用产能为125万m²),拟投资项目高性能微孔滤料生产线建成达产后新增年生产能力为200万m²。募投项目将于2011年上半年投产,到

2013年完全达产。

Figure 14 募投项目情况

	项目名称	投资总额	拟投入募集资金金额	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建设项目	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项目	XXX	XXX	XXX		

资料来源：招股书

盈利预测

假设：

- 1、随着未来产能的逐步释放和市场的拓展,假设 2009——2011 年公司滤料的销量分别为 135 万平方米、200 万平方米、300 万平方米。
- 2、产品价格与 09 年持平。
- 3、产品毛利率保持在 30%左右。
- 4、所得税率为 15%。

Figure 15 盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	8534	13013	18000	27000
减：营业成本	5962	9161	12600	18900
营业税金及附加	33	37	48	73
销售费用	382	467	673	1009
管理费用	620	1007	1633	2449
财务费用	-9	88	-500	-500
资产减值损失	214	102	100	150
二、营业利润	1332	2152	3446	4919
加：营业外收入	171	403	400	400
三、利润总额	1503	2556	3849	5319
减：所得税费用	237	388	577	798
四、净利润	1266	2168	3272	4521
五、每股收益：	0.24	0.42	0.63	0.87

资料来源：世纪证券

目前 A 股市场中没有与三维丝相类似的上市公司,考虑到公司所处行业的快速增长以及公司自身产能的快速释放,按照2010 年业绩 35-40 倍市盈率给公司估值,合理价值区间为22.1-25.2 元。考虑20%的申购收益,建议询价区间为18.3-21.0元。

风险因素分析

- 1、产能的扩大对公司的市场开拓能力提出了更高的要求，如果市场开拓不力，则投资项目将存在一定的市场风险。
- 2、公司的资产规模大幅上升以及业务规模的扩张将会增加公司的管理难度。

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 CSCO 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 CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO 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 CSCO.