



上市公司调研简报研究报告

细分市场，高歌猛进

调研目的

三聚环保是国内首家公开提出“能源净化”概念的上市公司，上市以来引起了投资者的广泛关注。我们对三聚环保公司的主要生产基地沈阳凯特分公司进行了调研，并与公司管理层和技术人员进行了交流。

调研结论

能源净化行业的多级细分

能源净化产业概念涵盖广泛。以公司主营的脱硫为例，根据对象可以分为氧化态硫的脱除和还原态硫的脱除；根据方式可以分为干法和湿法；根据精度可以分为粗脱和精脱。公司注重对市场的多级细分，其最具竞争优势的领域和未来战略重点是采用**干法对还原态硫的精脱**。这一领域主要下游包括天然气和油田伴生气、炼油石化、煤化工、沼气等行业，其中油田伴生气和煤化工行业未来增长潜力最大。

四大产品各有侧重

公司主营产品包括脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂和特种催化材料及催化剂。其中脱硫催化剂是公司目前占比最大的业务，09 年实现销售收入 1.56 亿，占当年收入的 51.2%。目前，国内这一领域公司在中石化、石油系统内公司有几家竞争对手，基于资本回报最大化的考虑，公司对脱硫催化剂业务采取侧重研发，谨慎扩产的态度。其他净化剂业务主要是针对不同客户的具体需求设立，09 年销售占比 9.40%，其发展主要根据下游市场的需求确定。公司战略上最为积极推进的将是**脱硫净化剂和特种催化材料及催化剂市场**。

脱硫净化：稳步推进，渐成主业

脱硫净化剂是公司竞争优势最为明显的领域，产品涵盖氧化铁、氧化锌、活性炭等主要干法脱硫剂。在公司三大募投项目中独占两项，体现了管理层重点发展净化产品的意图。其中 10000 吨高硫容粉项目对应的无定型羟基氧化铁具有高硫容、耐酸性环境、脱硫精度高、可循环再生等一系列独有优势。在油田伴生气脱硫等部分细分领域尚无替代产品，目前公司拥有约 1000 吨产能，由于性能优异，市场销售情况看好。FP-DSN 降氮硫转移剂是公司目前唯一可应用于烟气中氧化态硫的脱除，并同时具有脱氮能力的净化剂，未来主要面向催化裂化烟气脱硫领域。业务毛利率长期保持 50% 左右，未来通过循环生产、成套设备销售等

三聚环保（300072）

首次评级

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：S1440110030122

当前股价：47.03 元

目标价格 6 个月：49.8-56.3 元

调研日期：2010 年 05 月 18 日

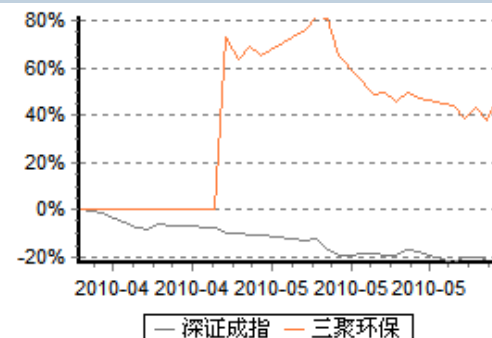
发布日期：2010 年 05 月 24 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
47.0/60.4	0.0/14.5	0.0/0.5
12 月最高/最低价（元）		60.98/0
总股本（万股）		9,727
流通 A 股（万股）		2,000
总市值（亿元）		45.75
流通市值（亿元）		9.41
近 3 月日均成交量（万）		314
主要股东		
北京海淀科技发展有限公司		38.31%

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



手段还能够进一步降低成本、提高毛利率。近三年净化剂占主营收入比稳定在 25%左右，目前，公司新产品正处在市场推广期，产能扩增较为谨慎，预计 10 年比例将有所下降。但随着产能释放和市场扩展，到 12 年将占公司销售收入的 40%甚至更高。另一方面，由于催化剂类产品价格高、需求波动大，净化剂产品作为公司业绩的稳定器，其稳定而迅速的发展将使公司的业绩波动风险得到有效平缓。

特种催化：盈利惊喜，重点追踪

公司与中石油石油研究院、抚顺催化剂研究院等石油石化系科研院所密切合作，同时大力自主研发，开发出润滑油加氢异构化催化剂、气相醛加氢催化剂、合成甲醇催化剂等国际、国内领先的特种产品。特种催化领域较为专注，有一定市场独占性，且催化剂价格昂贵，使用周期一般在 3-6 年，需求主要来自有限的大型企业，具有较大波动性，但这些特点也为市场追踪其需求变动，捕捉盈利惊喜提供了线索。以润滑油加氢异构化催化剂为例，预计未来两年，克拉玛依和高桥石化 30 万项目将依次更换催化剂，对比 08 年对大庆 20 万吨项目 8000 万元以上的销售额，排除贵金属因素，估计单笔销售额将在 5000 万以上。气相醛加氢催化剂近年在齐鲁石化等也有较高的应用前景。目前特种分子筛产能在 50 吨左右，募投产能 500 吨，除了少量直接销售外，主要将用于生产特种催化剂的最终产品销售。

市场拓展：积极有序，伴生气或成增长之源

公司对市场开拓态度积极而有序。10 年 2 月与联合石油有限公司签订《脱硫装置买卖框架协议》，向对方提供脱硫成套设备，协议金额 1530 万元，实现了高硫容产品在油田伴生气领域的突破。伴生气 CO₂ 含量高，产量和含硫波动大，传统脱硫剂和固定脱硫站难以满足脱硫需求，公司产品在这一场合拥有绝对优势。产品更换周期在 1-2 年左右，单联合石油项目即可获得每年 1500 万元的稳定收入。目前，公司正在努力理顺销售渠道，并在全国油田推广这一产品，预计市场充分拓展后销售额将超过 1.5 亿元，利润率高于目前产品平均毛利率。高硫容产品在煤化工领域可以用单段精脱取代湿-干法两段工艺，在新增产能的拓展有较好前景。FP-DSN 降氮硫转移剂和特种分子筛预期市场需求也远高于募投产能。针对产品供不应求的现状，公司主要在高利润率的下游进行推广，油田伴生气将成为未来最大的增长之源；煤化工、化肥和石油化工领域稳定增长；在发电、炼钢等行业暂时没有大规模扩张计划。

产能建设：看单上菜，稳定推进但扩产灵活

虽然目前公司产品供不应求，09 年产能利用率 107.27%，但由于募投产能主要针对新市场，为防范阶段性产能过剩风险，公司在产能扩增上采取产能稳定推进，根据订单安排生产的谨慎态度。公司募投项目预期 11 年 5 月份投产，当年释放 40%左右产能，12 年产能释放 80%。由于高硫容粉可以循环再生，使用周期在 1 年左右，因此投产 1 年后，公司有能力在 2-3 个月内，通过回收废剂作为原料，并建设循环部分的少量生产设备实现产能的迅速扩增。假设产品充分循环利用，12 年可实现接近 18000 吨产量。同时，由于废脱硫剂可以几乎无偿回收，因此公司循环产品的利润率会进一步降低，据测算，循环产品的成本大约是新产品成本的 40%左右，对于提高公司产品毛利率具有重大贡献。

业务模式不断升级：长期高利润率的保障

在油田伴生气市场中，公司采取直接销售成套设备的策略，获得较之直接销售产品更高的毛利率。同时，凭借能够生产部分工艺流程中各环节所需的催化、净化剂的优势，公司积极开发成套工艺，目前拥有液化气无碱脱硫脱臭等四套成熟工艺。专有设备和工艺包的成套销售不但能够促进产品销量扩增，也能够获取更高的利润。公司的主要竞争对手之一美国 UOP 公司目前就以工艺包和特有设备的销售和技术服务为主要收入来源，毛利率数十年来保持基本不低于 30%的水平。目前，公司正在努力丰富产品线，积累技术服务人才，努力实现从产品销售向技术、工艺整体销售的转型，如果能获得成功，将成为公司长期获取高额利润率的保障。



风险因素

公司的风险因素主要体现在三个方面：

高硫容新产品推广的不确定性：高硫容产品目前在市场上尚未大规模推广，而油田伴生气净化采集行业本身虽然发展迅速，但尚未充分开发。因此公司高硫容产品的推广一定程度上依赖下游行业本身的发展，具有一定不确定性。由于高硫容脱硫剂未来在公司业务中占比越来越大，因此这部分收入的波动对公司影响将日趋明显，根据我们的测算，假设脱硫净化剂销售收入降低 10%，将影响 10、11、12 年 EPS 分别为 0.02、0.04 和 0.09 元。

催化剂需求的波动性：催化剂具有价格高、单笔订单数额大、更换周期长等特点。因此，下游需求逐年波动很大。同时，由于部分剂种在国内外存在竞争对手，各方在技术、渠道等方面各具优势，因此相应项目的订单能否拿下存在不确定性。

业务模式升级不成功的风险：由于整体工艺包和特种设备的销售和技术服务需要大量研发、工程设计人员，并且需要深厚的技术与工程经验积累。因此业务模式的升级需要一个较长的周期，在此期间，可能出现竞争对手进入、人才和技术流失、下游市场变动等多种风险。

业绩爆发或在明后两年，给予“增持”评级

预计 10 年将是公司产能扩增市场拓展的主要时期，产能的释放较为稳健，新产品对公司毛利率将产生支撑作用，销售费用有所升高。11 年底到 12 年期间，新产品的推广逐渐实现，产能逐步释放，毛利率受新产品和新模式的支撑，销售费用有所回落，业绩开始出现爆发。预计 10、11 和 12 年每股收益分别达到 0.77、1.31 和 2.12 元，对应 11 年动态市盈率 38-43 倍，对应股价 49.8-56.3 元，给予“增持”评级。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	304.40	453.10	683.83	1,121.83
主营收入增长率	3.12%	48.85%	50.92%	64.05%
EBITDA（百万）	82.30	109.16	169.90	273.69
EBITDA 增长率	51.73%	32.64%	55.64%	61.09%
净利润（百万）	50.98	74.93	127.66	206.22
净利润增长率	78.70%	46.99%	70.37%	61.54%
ROE	21.94%	12.50%	18.37%	24.57%
EPS（元）	0.710	0.770	1.312	2.120
P/E	67.61	62.31	36.57	22.64
P/B	14.93	7.79	6.72	5.56
EV/EBITDA	43.25	41.21	26.75	16.92



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。