

能源洁净行业龙头符合国策、利于民生

2010年5月22日

推荐/首次

基础化工行

调研快报

——三聚环保（300072）调研快报

杨若木 基础化工行业分析师 从业资格证书编号：S1480209110083
010-6650 7316

1. 公司是国内能源净化和催化行业的龙头企业

公司产品包括脱硫净化剂、脱硫催化剂、其他净化剂（脱氯剂、脱砷剂等）、特种催化材料及催化剂等，与能源清洁化和环境保护息息相关。公司业务主要从事天石油开采及炼化、天然气化工、煤化工、化肥、钢铁、沼气等行业。其中JX系列脱硫剂、高低温脱氯剂、液化气无碱脱硫组合工艺、FP固体降氮硫转移剂，经中石油、中石化及北京市科委鉴定，相关技术处于国际先进或领先水平。

目前公司的产品主要市场在石油炼制和石油化工行业，根据北京理德斯普企业管理咨询有限公司《2008年度国内外能源净化产品市场分析及预测报告》，公司在该领域市场占有率为第一位。公司现在拥有脱硫产品7900吨。

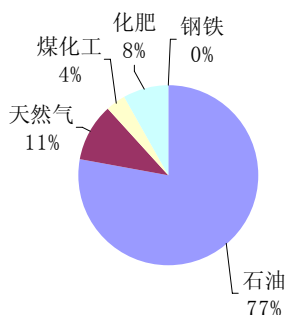
表1：公司主要产品在市场的占有率

	2008	2007	2006
脱硫净化剂	9.81%	8.12%	7.74%
脱硫催化剂	6.06%	6.25%	8.25%
其他净化产品	20.56%	17.68%	16.54%
特种催化材料及催化剂	60.00%	25.17%	-

资料来源：东兴证券研究所

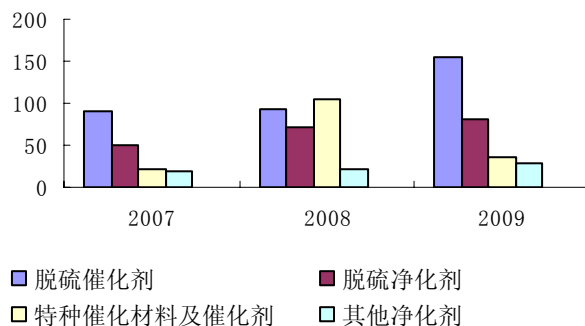
其中石油开采仍然是公司占比最大的业务，在09年占到公司总营业收入的77%，而其他分别为天然气、煤化工等行业。

图1：公司主要业务的需求领域



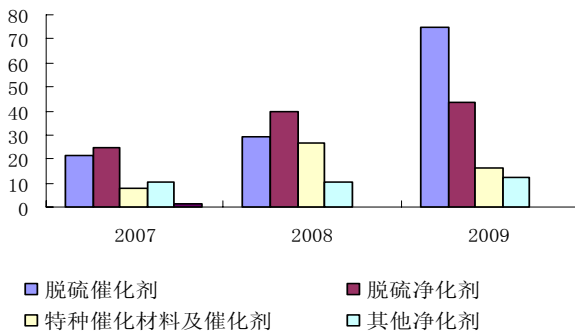
资料来源：东兴证券研究所

图2：公司主要业务的收入变化



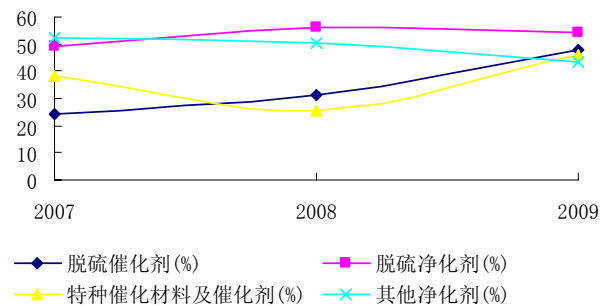
资料来源：东兴证券研究所

图 2：公司主营业务利润分析



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 1：公司主要业务毛利率分析



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2. 能源环保领域的快速发展受益于能源需求增加和国家对环保要求提高

能源环保领域发展受益于下游需求的增长：

i. 能源消费带动原油加工能力持续增长。随着经济的稳定快速增长，我国每年的石油耗用量从1995年的约336万桶/天攀升至2006年的约727万桶/天，年复合增长率为7.3%。中国已经成为全球第二大原油消费国，仅次于美国。

ii. 环保政策对能源加工过程的清洁化和产品的清洁化提出明确要求，带动能源净化产品需求的持续增长。近十几年国家出台了国I、国II、国III标准，车用汽油的硫含量从500微克/克降到150微克/克，液化气民用标准已提高至343mg/m³。

iii. 原油的劣质化提升了对能源净化产品的需要。随着原油需求的持续增加以及储量的有限性，原油品质呈现劣质化趋势。原油中硫等杂质的含量也越来越高，特别是随着我国进口高含硫原油量的增加，使得加工处理过程中总硫含量增加，对能源净化产品的需求将因之扩大。

iv. 日益增长的化石能源消耗产生的硫等有害物质污染日益成为全球及我国的生态问题。

v. 我国以化石能源为主的能源消费结构对能源净化产品有着巨大需求。

vi. “末端治理”改为“前端预防”的环保方针为能源净化行业提供了发展机遇。

3. 脱硫催化剂是公司贡献利润最大的业务

脱硫催化剂主要通过加氢精制工艺用于石油炼制、化肥等行业原料或产品的质量改善和硫等有害物质的脱除。主要产品包括柴油加氢精制催化剂、石蜡加氢精制催化剂、汽油选择性加氢脱硫催化剂和有机硫加氢催化剂等。加氢精制工艺是现代石油炼制技术重要加工单元过程。

脱硫催化剂研发投入大，生产技术要求高，行业进入的技术门槛高，行业内生产企业相对集中，主要服务于中石油、中石化下属的国内大型炼化企业。因此，公司生产的脱硫催化剂毛利率低于脱硫净化剂的毛利率，源于其销售更集中，需要的销售费用更少。

目前，国内市场有竞争力的企业除公司外，主要有中国石化催化剂长岭分公司、中国石油抚顺石化分公司催化剂厂等少数企业。该领域的市场竞争主要集中在品牌和技术服务方面。

4. 脱硫净化剂是受益于油田伴生气、煤化工等能源领域的需求

脱硫净化剂主要应用于脱除各种气态和液态物料中以硫化氢为主的有害物质，主要产品包括脱硫剂、脱臭剂、固体碱脱硫净化剂和降氮硫转移剂等。脱硫净化剂脱硫精度高，使用工艺简单，广泛应用于石油炼制、石油化工、天然气及天然气化工、煤化工、化肥、钢铁、沼气等行业，使产品得到清洁化，或消除工业生产过程中硫化氢等有害物质对环境的污染。

公司在脱硫净化剂方面具备多项世界领先水平的专利技术，其中JX系列脱硫剂、液化气无碱脱硫组合工艺、FP固体降氮硫转移剂等产品，经中石油、中石化及北京市科委鉴定，相关技术处于国际先进或领先水平。特别是公司发明的高性能无定型羟基氧化铁脱硫材料及相关固体脱硫剂产品的应用，在世界范围内首次实现了固体脱硫剂的无排放循环使用，经中华环保联合会组织专家鉴定，认定该项技术处于国际领先水平。

公司在募投项目中预计新建1万吨的高效脱硫剂未来将会有一部分用于辽河油田伴生气的脱硫使用，辽河油田经过了多年的开采，原油的开采难度逐渐增加，在经过了注水三次采油之后，需要技术进一步的提升，才能实现采油。现在采取了注入氮气，在油田的底部采取燃烧降低粘度的方式采油，这样将会使原油中的很多硫化物和单质硫更多的融入的原油中，需要在原油的伴生气中实现脱硫处理。公司采用了移动脱硫站，能够为客户提供方便的服务。现在辽河油田拥有8口井用于这种技术，正在施工的井数达到了10口井，今年将会发展37口井，未来将会发展至237口井。预计未来辽河油田能够消耗3000吨左右的脱硫剂。中国的油田普遍含硫量高，老油田的粘度越来越大，此种工艺现在仅仅处于早期的推广阶段。

公司在新建的项目上未来将会采用原材料循环使用，使用之后的产品由公司回收，如果不回收，这些含硫的脱硫剂将会污染环境，重新加工使用利于保护环境。能源净化产品的生产需要消耗大量金属，由于相关资源的稀缺性，金属价格将逐步提高，因而，降低金属原料使用、提高金属原料的使用效率并研发循环使用的技术，将是未来生产技术发展中的一个趋势。

5. 特种催化剂主要受益于醛加氢、润滑油加氢、柴油加氢

特种催化剂主要用于特定化学品的生产及特种油品的性能改善，主要产品为润滑油加氢异构催化剂、醛加氢催化剂、合成甲醇催化剂等特种催化材料及催化剂，是特种化学品及特种油品生产的核心技术之一，国外同类型产品使用期限也多为3~6年。

醛加氢催化剂是生产丁辛醇所必须的主要催化剂。丁辛醇是化学工业大量使用的主要原料之一，国内丁辛醇装置在2002年以前所使用的醛加氢催化剂，全部依赖国外进口，国外少数企业垄断了该类产品的全部市场。目前国内已经建成装置用户有6家，使用公司产品客户为4家，另外还有5套装置在陆续建设之中。

润滑油加氢异构催化剂系2008年中石油在特种催化材料领域的重大技术突破，该项技术由公司完成了工业化生产，并形成了归属于公司生产工艺方面的专有技术。公司是目前国内唯一具有该产品生产技术的企业。该产品目前适用用户分别为中石油大庆炼化的20万吨/年润滑油加氢异构装置，中石油克拉玛依石化公司的

30 万吨/年润滑油加氢异构装置，目前核心产品为国外进口，部分辅助精制剂已经使用公司产品；中石化上海高桥石化的30 万吨/年润滑油加氢异构装置，目前使用的为国外产品。由于公司产品的技术与成本优势，克拉玛依与上海高桥石化有望开发成为公司客户。目前国内使用该产品的在建装置6 套，此外还有多套润滑油加氢异构装置陆续投入建设和列入建设计划，也将陆续有较大可能成为公司客户。

柴油加氢异构催化剂是生产低凝柴油的经济、高效手段，国内生产低凝柴油所使用的柴油加氢异构催化剂仍依赖进口。公司以特种催化材料为基础制备的柴油加氢异构催化剂，已经完成评价实验，将陆续进入工业应用，柴油加氢异构催化剂未来投放市场将一定程度促使公司特种催化材料及催化剂业务持续快速增长。

6. 公司的业绩季节性很明显

能源净化产品的销售与客户净化产品装填作业计划相关，主要客户一般遵守较严格的预算管理制度，通常在每年第一季度制定投资计划，然后经历方案审查、立项批复、请购批复、招投标、合同签订等程序，年度开支主要集中在下半年，能源净化产品装填作业计划也主要集中于下半年，上半年尤其是一季度较少。公司在2009年一季度报业绩为-0.13元，而公司2009年全年业绩为0.71元。

7. 公司的募投项目分析是公司未来业绩增长的推动力

公司将年产10,000吨高硫容粉及脱硫剂成型装置、年产500吨新型分子筛及催化新材料合成装置和年产500吨FP-DSN降氮硫转移剂生产装置。

高效脱硫剂因硫容高、脱硫精度高、可循环利用、适应性强等良好技术特性，可以有效解决石油化工、天然气、煤基合成气、油田伴生气、化工化肥、生物质沼气等物料中硫化物（以硫化氢为主）的脱除。

新型分子筛及催化剂是生产特种催化剂产品的主要原料，可以用其生产润滑油加氢异构、柴油异构降凝等特种催化剂产品降氮硫转移剂主要应用于石油炼制企业催化裂化装置，可有效降低催化裂化过程中再生烟气的SOx 和NOx 的含量。其SOx 脱除率在60%以上，NOx 脱除率超过70%。

8. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 10-12 年的每股收益分别为 0.69 元、1.33 元、1.96 元，目前价格为 47.03 元，对应的市盈率为 68 倍，公司公司的估值水平高于按照目前化工行业创业板的平均估值水平在 52 倍，但是考虑到公司具备环保企业良好的成长性，给予“推荐”评级。

产品	项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
脱硫催化剂	销量（吨）	926.98	1359.13	1677.16	1928.74	2218.05
	平均销售价格（万元/吨）	10.12	11.45	11.40	11.40	11.40
	销售收入（百万元）	93.81	155.62	191.20	219.88	252.86

	毛利率 (%)	30.98	48.03	46.00	46.00	46.00
	经营成本 (百万元)	64.75	80.87	103.25	118.73	136.54
	销量 (吨)	3268.98	3339.51	3500.00	7000.00	12000.00
	平均销售价格 (万元/吨)	2.16	2.43	2.40	2.35	2.30
脱硫净化剂	销售收入 (百万元)	70.61	81.15	84.00	164.50	276.00
	毛利率 (%)	56.24	54.06	54.00	53.00	52.00
	经营成本 (百万元)	30.90	37.28	38.64	77.32	132.48
	销量 (吨)	143.36	268.85	447.64	614.31	814.31
	平均销售价格 (万元/吨)	72.74	13.26	17.48	31.30	31.30
特种催化材料及催化剂	销售收入 (百万元)	104.28	35.65	78.25	192.25	254.84
	毛利率 (%)	25.53	45.75	46.00	48.00	50.00
	经营成本 (百万元)	77.66	19.34	42.25	99.97	127.42
	销量 (吨)	856.02	1528.11	1804.54	2196.49	2646.11
	平均销售价格 (万元/吨)	2.41	1.85	1.80	1.75	1.70
其它净化剂	销售收入 (百万元)	20.63	28.27	32.48	38.44	44.98
	毛利率 (%)	50.17	43.19	40.00	38.00	35.00
	经营成本 (百万元)	10.28	16.06	19.49	23.83	29.24
	销售收入 (百万元)	5.85	3.71	5.88	9.37	12.62
其他业务	经营成本 (百万元)	5.33	0.20	3.50	5.23	6.54
	销量 (吨 折百)	5195.33	6495.59	7429.35	11739.54	17678.47
	销售收入 (百万元)	295.18	304.40	391.80	624.43	841.30
合计	毛利率 (%)	36.00	49.49	47.13	47.94	48.62
	经营成本 (百万元)	188.92	153.75	207.13	325.08	432.22

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	295.18	304.40	391.80	624.43	841.30
营业成本	188.92	153.75	207.13	325.08	432.22

营业费用	22.27	34.77	47.02	68.69	84.13
管理费用	30.15	39.81	50.93	74.93	92.54
财务费用	14.15	14.06	2.31	(5.54)	(5.10)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.36	57.45	79.17	154.29	228.90
利润总额	35.99	62.09	82.27	157.39	232.00
所得税	8.33	11.11	14.72	28.16	41.50
净利润	27.66	50.98	67.55	129.23	190.49
归属母公司所有者的 净利润	27.10	50.98	67.55	129.23	190.49
NOPLAT	36.51	58.71	66.90	122.14	183.76
每股净收益（元）	0.45	0.71	0.69	1.33	1.96

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	43.41	105.71	607.39	500.41	519.47
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	156.57	188.09	225.42	359.26	484.04
预付款项	16.35	10.41	0.47	(15.14)	(35.88)
存货	45.94	50.72	59.02	92.62	123.15
流动资产合计	271.38	361.68	901.46	951.76	1110.45
非流动资产	173.27	176.02	218.62	262.02	225.00
资产总计	444.65	537.69	1120.08	1213.78	1335.44
短期借款	121.00	196.00	0.00	0.00	0.00
应付帐款	20.23	24.15	26.67	41.86	55.66
预收款项	1.65	2.18	2.18	2.18	2.18
流动负债合计	223.12	265.81	69.25	98.34	124.75
非流动负债	42.14	39.52	39.77	39.77	39.77

少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	179.39	232.36	1011.06	1075.68	1170.92
净营运资本	48.26	95.86	832.20	853.42	985.69
投入资本 IC	271.98	322.65	403.67	575.27	651.45

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	27.66	50.98	67.55	129.23	190.49
折旧摊销	6.61	10.62	0.00	37.03	37.03
净营运资金增加	26.20	47.60	736.34	21.22	132.27
经营活动产生现金流	(8.22)	30.05	71.58	34.82	111.51
投资活动产生现金流	(99.98)	(14.17)	(82.73)	(82.73)	(2.30)
融资活动产生现金流	102.33	46.42	512.83	(59.08)	(90.15)
现金净增（减）	(5.87)	62.29	501.69	(106.98)	19.07

分析师简介

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。