

三聚环保 (300072.SZ)

化工行业

[2010.12.11]

能源净化行业的领军企业

——三聚环保调研报告

✍	任宪功	康凯
☎	86-10-6878 4237	86-22-2845 1653
SAC 执业证书编号	S1150210070003	
✉	renxg@bhzq.com	kangkai@bhzq.com

评级:	买入
目标价格:	¥ 56.8-71
当前价格:	¥ 46.50
	2010.12.11

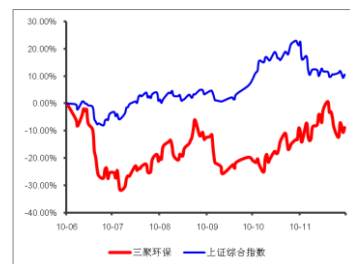
核心观点: ➤ 公司是行业市场占有率和技术领先企业

➤ 新建项目突破公司产能瓶颈

投资要点:

- 市场占有率及技术领先
 - 公司主要生产和销售的脱硫净化剂、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四大系列产品国内市场占有率均位居第一。
 - 公司是国家级高新技术企业、中关村科技园区创新型企业试点单位、北京市专利试点先进单位，“中关村 TOP100 创新榜”上榜企业，公司研发力量雄厚，公司的技术创新和持续创新能力行业领先。目前公司获批专利 36 项，其中美国专利 3 项。
- 主要产品供不应求，毛利率高位运行
 - 由于公司大多数产品属于能源净化行业的高端产品，近几年一直保持供不应求的状态。首先，从主要产品产量及增长率情况来看，2008-2010 年公司主要产品产量的增长率分别为 31%、21%和 25%，可以预见未来公司主要产品产量的增长率将维持在 20%以上。其次，公司产能利用率基本维持在 100%左右，特别是今年以来公司生产线均处于超负荷生产状态。
 - 公司主营业务的毛利率 2008 年以来一直维持在 40%以上，公司的毛利率基本是行业平均水平的 1 倍以上，这充分说明公司具有极强的盈利能力。
- 产能扩张急剧，高成长可期
 - 随着公司募投项目明年按期投产，公司产能瓶颈的限制将从根本上得以突破，公司主要产品的产能将得以急剧释放，进而会给公司带来巨大的盈利贡献。
 - 我们预计公司四个新建项目 2011 年可为公司新增毛利 1 亿元左右，2012 年则新增毛利 1.96 亿元左右。
- 我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.72 元、1.42 元、1.85 元，考虑到三聚环保是能源净化行业唯一上市公司，因此我们估值参考 2011 年创业板及环保行业平均估值水平，给予公司 2011 年 40-50 倍估值水平，对应目标价位 56.8-71 元之间。给予公司“买入”评级。

近 6 个月三聚环保股价走势



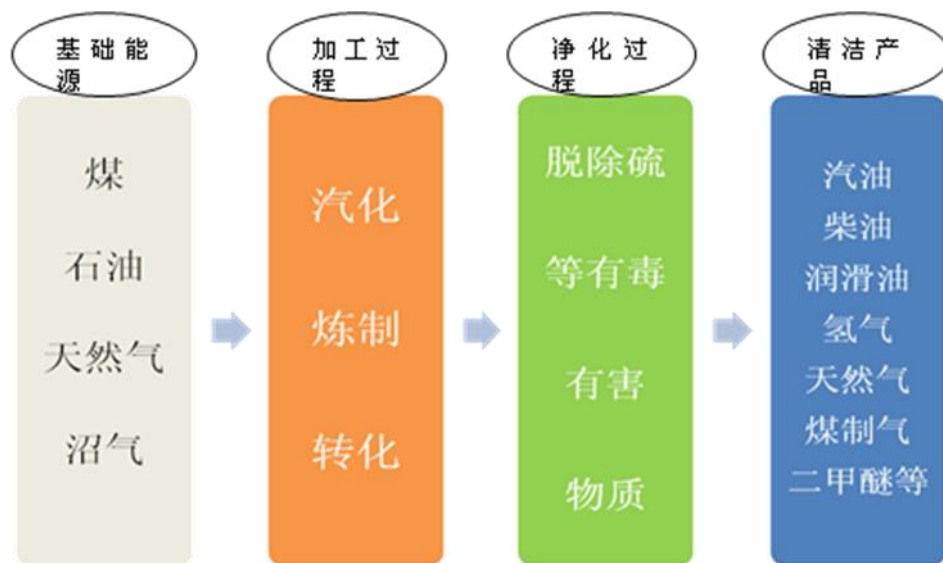
相关报告

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	36.00%	49.49%	45.27%	50.00%	50.00%
ROE(%)	15.11%	21.94%	6.37%	11.14%	12.64%
ROIC (%)	12.73%	13.97%	6.50%	10.69%	12.25%
PE	124.02	65.93	64.43	32.72	25.21
PB	18.74	14.47	4.10	3.65	3.19
EV/EBITDA	58.57	41.26	36.49	21.41	16.24

1. 市场占有率及技术领先

公司主要为石油炼制、石油化工、天然气及天然气化工、煤制气及煤化工、沼气等行业生产过程的清洁化和产品的清洁化提供专业化的技术、产品和服务。公司在能源净化行业产业链中的位置如下图绿色净化过程所示：

图 1：能源净化产业链



资料来源：渤海证券研究所

随着能源供需矛盾的日趋严峻，能源产品价格的大幅波动，能源结构的多元化以及环境污染的日趋恶化，我国政府和行业主管部门对石油、煤炭、天然气等能源生产过程及产品的净化十分重视，出台了许多有利于行业发展的产业政策与措施。

今年 10 月颁布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》第三大项第一小项节能环保产业中，明确提出要“示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。积极推进煤炭清洁利用。”，而公司主营业务正好契合了该项要求，因此公司无疑属于国家重点发展的战略性新兴产业。我们认为，公司必将受益于《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》所配套的相关财政、税收、信贷等方面的优惠政策，可以预见，未来 5-10 年公司借此东风必将乘势而起获得长足发展。

1.1 主要产品国内市场占有率第一

目前，公司主要从事脱硫净化剂、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四大系列 70 多个品种能源净化产品的研发、生产、销售及相关的技术服务。公司上述四大系列产品在国内市场占有率均名列第一，如图 2

所示。

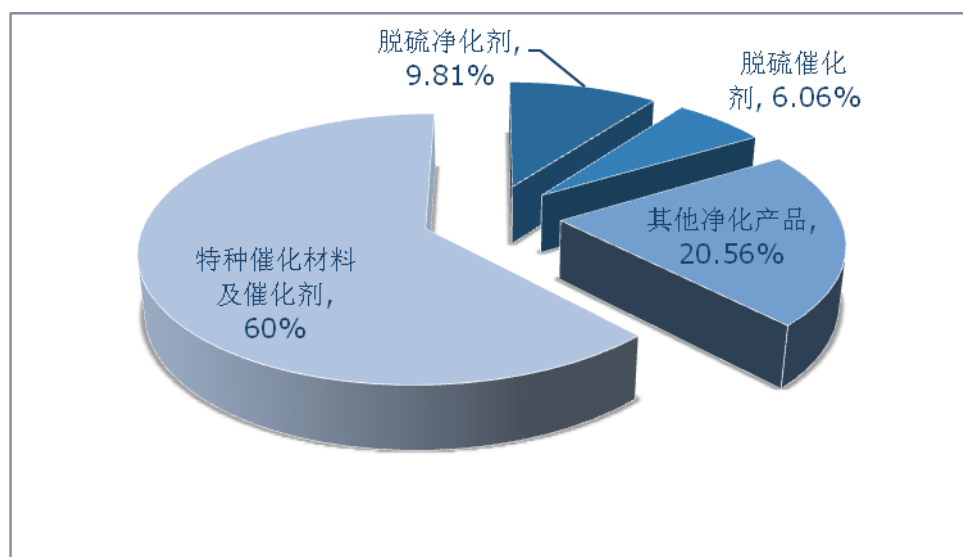
其中，特种催化材料及催化剂主要产品为润滑油加氢异构催化剂、醛加氢催化剂、合成甲醇催化剂等，其中润滑油加氢异构催化剂专门用于生产高品质润滑油的基础油，醛加氢催化剂专门用于生产高品质洁净丁辛醇产品。公司的特种催化材料及催化剂是国内首家实现国产化生产的产品，公司在该系列产品的市场上处于绝对领先地位，市场占有率达到 60%；

其他净化产品主要包括脱氯剂、脱砷剂、脱氧剂、消泡剂等，主要应用于脱除硫以外的其他有毒有害物质，如砷化物、氯化物等，市场占有率达到 20.56%；

脱硫净化剂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，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，公司市场占有率达到 9.81%；

脱硫催化剂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，主要用于石油炼制、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，市场占有率达到 6.06%。

图 2：公司主要产品市场占有率



资料来源：理德斯普咨询，渤海证券研究所

1.2 市场增长空间巨大

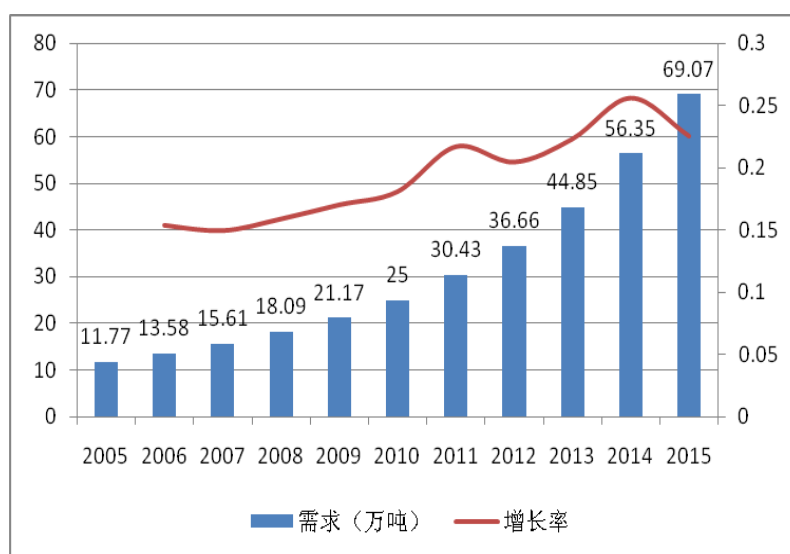
能源净化行业是随着人类对环境保护要求的提高而不断发展的朝阳产业，随着国家环保法律法规不断完善和对环保的要求日趋严格，对能源产品清洁化的要求不断提高，能源净化行业成为能源工业乃至国民经济可持续发展不可缺少的重要组成部分，未来能源净化产品市场需求巨大。

能源净化行业是国家当前重点支持的行业,我国政府和行业主管部门对石油、煤炭、天然气等能源生产过程及产品的净化十分重视,出台了许多有利于行业发展的产业政策与措施。

近几年来我国政府先后出台了《主要污染物总量减排核算细则(试行)》、《主要污染物总量减排考核办法》、《主要污染物总量减排监测办法》、《主要污染物总量减排统计办法》、《关于进一步加强农村沼气建设管理的意见》等政策,并明确提出了到 2010 年,国内生产总值能耗降低 20%左右,主要污染物排放总量减少 10%的约束性指标。具体来讲,到 2010 年全国化学需氧量由 2005 年的 1414.20 万吨减少到 1272.82 万吨,二氧化硫排放量由 2549.4 万吨减少到 2294.4 万吨。上述政策要求对公司业务的发展构成了政策支持。

我们在综合考虑原油炼制及石油化工、煤制气、化肥、沼气生产等能源净化产品主要应用行业相关需求的基础上,对我国未来 5 年的能源净化产品的需求情况进行了整体预测,具体结果如下图:

图 3: 能源净化产品需求预测



资料来源: 渤海证券研究所

从上图可以看出,2010 年,市场整体对净化产品的需求量预计近 25 万吨,2015 年将增加至 69.07 万吨,相关需求将保持 22.53%左右的年增长率。考虑到我国目前能源净化产品普及率较低,钢铁等企业的治污需求也将成为行业新的市场需求增长点,潜在需求更为巨大。

1.3 技术领先优势

公司是国家级高新技术企业、中关村科技园区创新型企业试点单位、北京市专利试点先进单位,“中关村 TOP100 创新榜”上榜企业,公司研发力量雄厚,公司的技

术创新和持续创新能力行业领先。

目前，公司已申请的 122 项专利中，共获专利授权 36 项。其中，发明专利 32 项，实用新型 4 项；国内授权 33 项，美国授权 3 项。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。

表 1：新增 2 项美国专利

序号	专利名称	申请号	专利权人	类型	授权公告日	取得方式
1	硫转移脱氮助燃三效剂及其制备方法 and 用途	US 10/985,147	三聚环保	发明专利	授权通知书	申请取得
2	高硫容脱硫剂及其制备方法	US 11/805,727	三聚环保	发明专利	授权通知书	申请取得

资料来源：公司公告，渤海证券研究所

公司不仅技术创新能力领先，而且具有较强的技术转化能力。申请专利技术中的 91 项已转化为工业产品或工业应用技术并投入市场，形成了 14 项核心专有生产工艺和技术。

目前，公司主营业务收入中专利和专有技术产品收入比重超过 90%，公司主营业务收入增长主要来自于专利和专有技术产品。

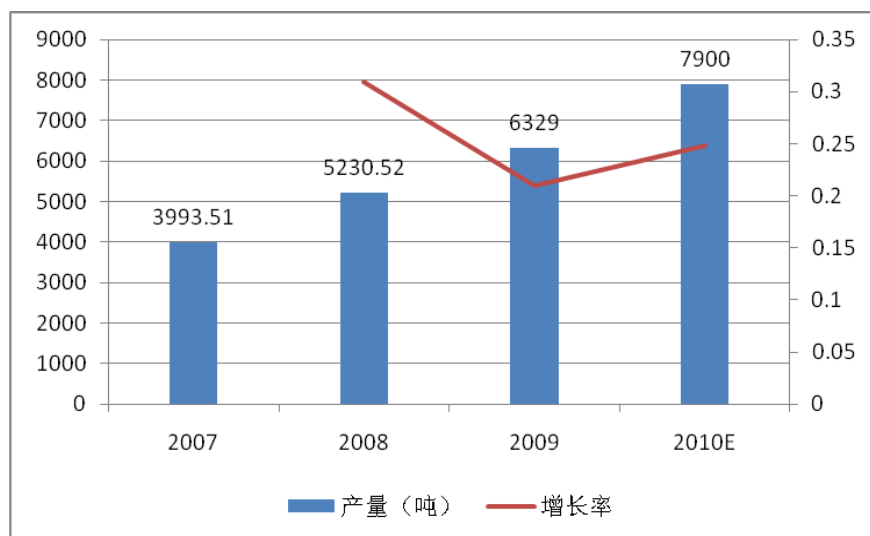
2. 主要产品供不应求，毛利率高位运行

2.1 主要产品供不应求

由于公司大多数产品属于能源净化行业的高端产品，近几年一直保持供不应求的状态。这种情况可以从公司相关经营数据中获得验证。首先，从主要产品产量及增长率情况来看，2008-2010 年公司主要产品产量的增长率分别为 31%，21%和 25%，可以预见未来公司主要产品产量的增长率将维持在 20%以上。其次，公司产能利用率基本维持在 100%左右，特别是今年以来公司生产线均处于超负荷生产状态，这主要是由于订单太多，为了完成按期交货任务所至。

从图 6 可以看出，2007 年、2009 年、2010 年 1-9 月公司产能利用率分别为 117.46%，107.27%，109.55%，而 2008 年产能利用率低于 100%，原因是公司沈阳三聚凯特生产基地一期投入使用，当年新增 2,500 吨，增加了计算基数。

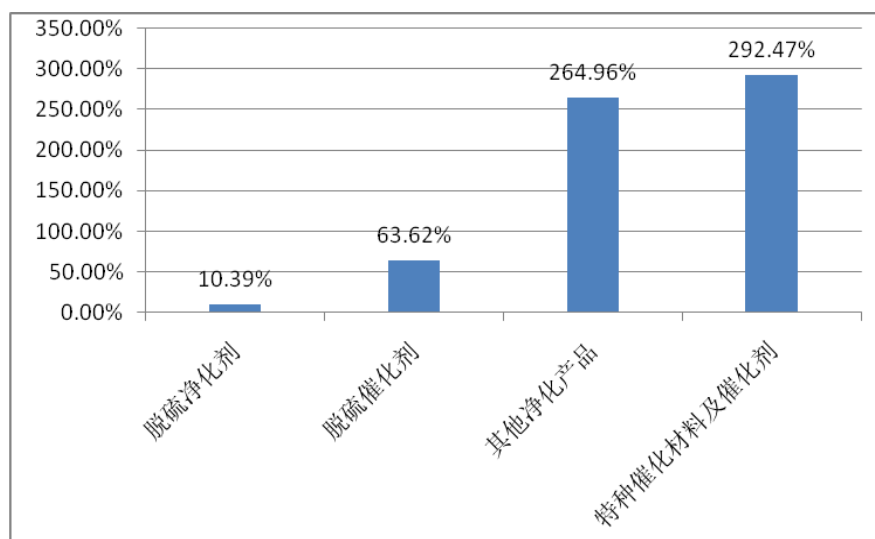
图 4: 主要产品产量及增长率情况



资料来源：渤海证券研究所

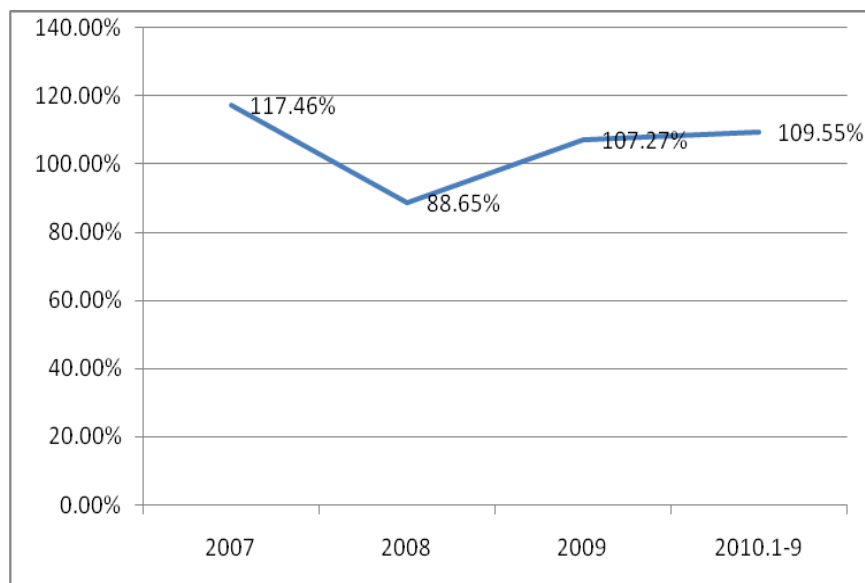
另外，即使从能源净化产品销售的淡季第一、第二季度的数据来看，2010 年上半年公司主要四大系列净化产品的销售收入增长率也是明显提高的，这也揭示了公司产品供不应求的状况。其中，公司销售收入比重最大的脱硫催化剂销售收入同比增加 63.62%，而其他两类新产品其他净化产品（脱氯剂、脱砷剂等）以及特种催化材料及催化剂增长更为迅猛分别达到 264.96% 和 292.47%，这说明公司不但原有需求领域的客户需求量增长迅速，而且新的净化领域的客户需求增长更为强劲，这预示着能源净化行业的需求日益旺盛。

图 5: 2010 上半年主要产品销售收入同比增长率



资料来源：渤海证券研究所

图 6: 产能利用率变化情况



资料来源：渤海证券研究所

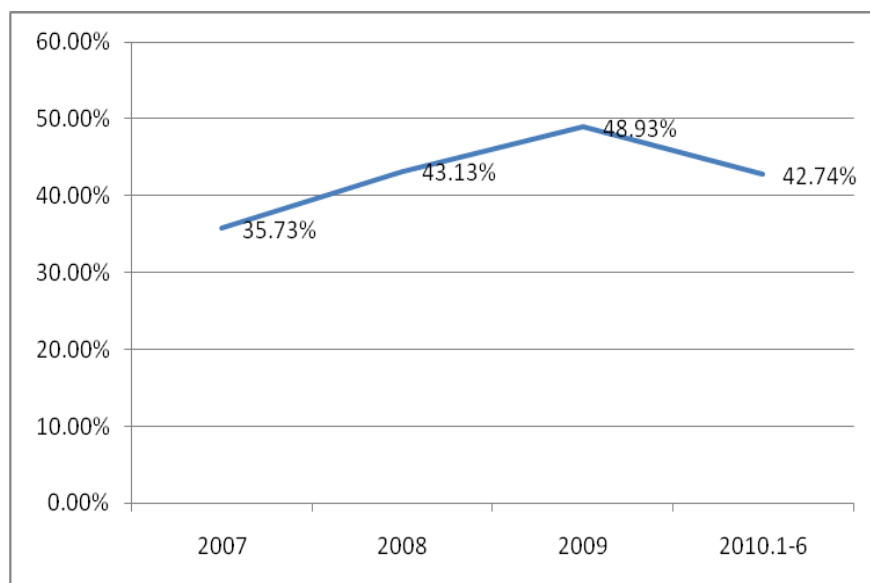
同时，公司为中石油能源一号网、物资装备网成员，是中石化“三剂”协作网成员单位，公司是中石油和中石化一级生产供应商。没有一定技术实力和生产能力企业难以成为上述客户的供应商。

需要指出的是，目前公司的前五大客户均为中石油、中石化系统的大型石化企业，需求集中度达到 50%以上，这一方面说明公司有稳定的销售客户，另一方面也说明公司产品还有很大的增长空间，因为公司目前主要是满足大型石化企业的净化产品需求，未来小型客户和其他领域如煤化工行业的需求将为公司产品带来更为广阔的市场空间。

2.2 毛利率高位运行

我们对公司近年来的主营业务毛利率情况进行了统计，如图 7 所示，从图中可以看出，公司主营业务的毛利率 2008 年以来一直维持在 40%以上，而反观这个行业毛利率 20%的平均水平，显然，公司的毛利率基本是行业平均水平的 1 倍以上，这充分说明公司具有极强的盈利能力，可以预见，随着公司具有更高技术含量的募投项目投产，未来公司的毛利率还会有进一步的提升。

图 7: 主营业务毛利率变化情况



资料来源：渤海证券研究所

另一方面,从2009年公司毛利构成情况来看,脱硫催化剂占了半壁江山,为50.80%,脱硫净化剂为29.81%,这两者是公司毛利的主要来源,而其他净化产品和特种催化材料及催化剂由于是新产品毛利贡献仅占2成,但是随着市场开拓我们预计未来这两种产品对公司的毛利贡献会不断增加。

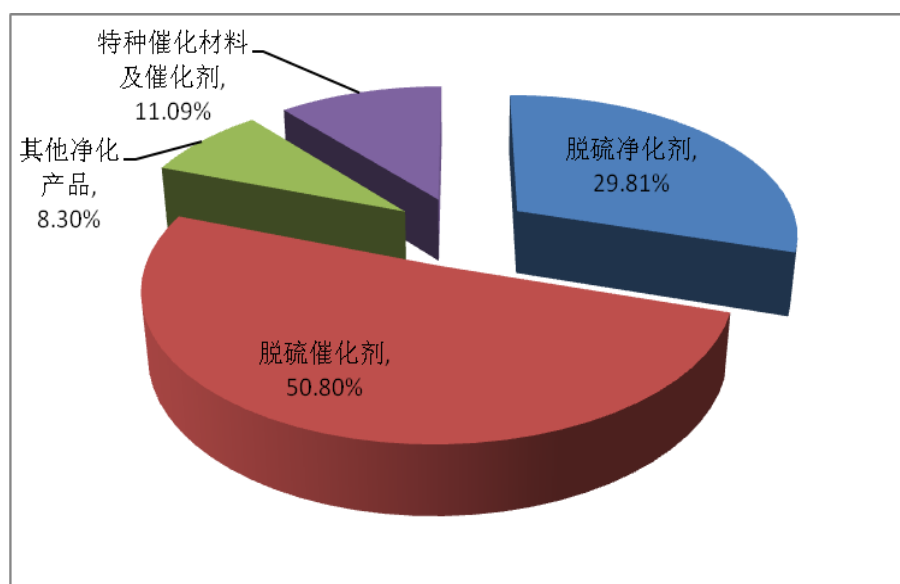
具体情况是:2007-2009年公司脱硫净化剂毛利分别为2,491.95万元、3,970.53万元和4,386.10万元,总体呈上升趋势;贡献占比分别为38.47%、37.55%与29.81%。

脱硫催化剂毛利额分别为2,165.26万元、2,906.36万元和7,475.06万元,逐期增加,贡献占比分别为33.42%、27.49%和50.80%。

其他净化产品主要应用于脱除硫污染物以外的其他有害物质,如砷化物、氯化物等。随着能源行业对砷化物、氯化物脱除的日趋重视,相关产品销售整体呈上升趋势,毛利贡献也有较大增长,由2007年的1,009.77万元增加至2009年的1,221.10万元。

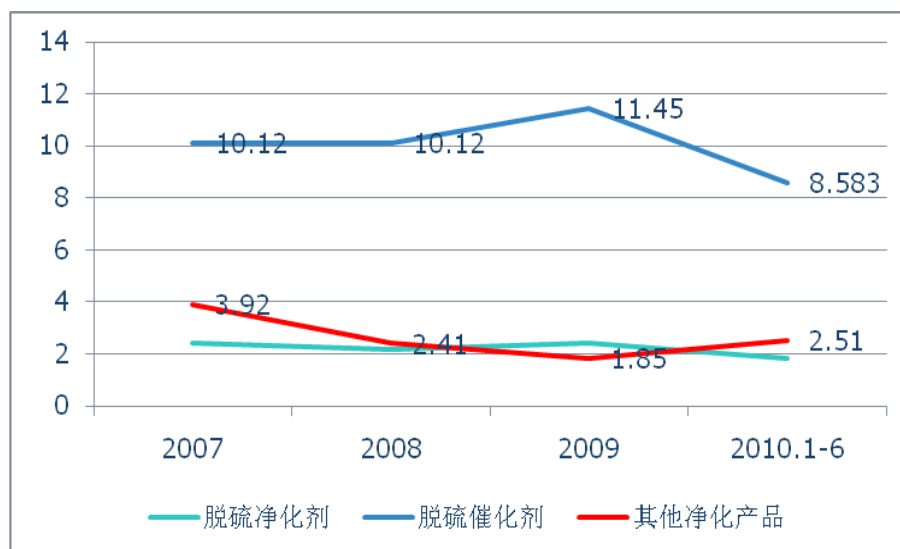
特种催化材料及催化剂2007年、2008年与2009年毛利贡献额分别为811.11万元、2,661.68万元和1,631.04万元,毛利贡献占比分别为12.52%、25.17%和11.09%,由于该类产品具有使用周期较长、客户群体较小原因,其营业收入与毛利贡献占比波动较大,随着下游客户更换周期邻近及其他装置陆续投产,其对毛利总额的贡献将有望持续增长。

图 8: 2009 年主营业务毛利构成



资料来源: 渤海证券研究所

图 9: 主要产品价格走势 (万元/吨)



资料来源: 渤海证券研究所

3. 产能扩张急剧, 高成长可期

随着公司募投项目明年按期投产, 公司产能瓶颈的限制将从根本上得以突破, 公司主要产品的产能将得以急剧释放, 进而会给公司带来巨大的盈利贡献。

我们在表 2 列示了公司 4 个新的在建项目，其中前三个项目预计 2011 年 5 月建成投产，第四个项目苏州恒升成套脱硫装置 2010 年底建成投产。

根据调研情况，我们预计 10000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置投产后每年能为公司贡献 1 亿元的毛利，500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置投产后能为公司每年贡献 6870 万元的毛利，500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置投产后每年可为公司贡献 1736 万元的毛利，苏州恒升成套脱硫装置投产后每年可为公司贡献 1000 万元的毛利。考虑投产时间等情况，我们预计 2011 年这四个项目可为公司新增毛利 1 亿元左右，2012 年新增毛利 1.96 亿元左右。

表 2：主要募投项目利润贡献情况

项目	设计生产能力 (吨, 套)	投产时间	新增毛利 (万元)	
			2011E	2012E
10,000 吨高硫容粉及脱硫剂成型装置	10000 吨	2011 年 5 月	5000	10000
年产 500 吨新型分子筛及催化新材料合成装置	500 吨	2011 年 5 月	3435	6870
年产 500 吨 FP-DSN 降氮硫转移剂生产装置	500 吨	2011 年 5 月	868	1736
苏州恒升脱硫成套装置	100 套	2010 年底	800	1000
合 计			10103	19606

4. 盈利能力及估值预测

➤ 盈利预测基本假设：

- 产量增加只计算主要募投项目的新增产能，2011 年脱硫剂按 5000 吨，分子筛、降氮硫转移剂各按 250 吨，脱硫成套装置按 80 套计算；2012 年都按设计产能计算。
- 销售毛利率 2011 年、2012 年按 50% 计算。
- 所得税率按高新技术企业 15%。
- 管理费用率按 11.86%。
- 销售费用率按 11.42%。

➤ 盈利预测与估值:

●我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.72 元、1.42 元、1.85 元，按目前股价对应 PE 分别为 64 倍、32 倍、25 倍，公司净利润增长率分别为 37.7%，97%，29.8%。

●考虑到三聚环保是能源净化行业唯一上市公司，因此我们估值参考 2011 年创业板及环保行业平均估值水平，给予公司 2011 年 40-50 倍估值水平，按照 2011 年 EPS1.42 元/股，对应目标价位 56.8-71 元之间。给予公司买入评级。

5. 投资风险

- 主要募投项目不能按计划投产的风险
- 原材料价格大幅上涨的风险

表 6：盈利预测表

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	43	106	980	790	855	营业收入	295	304	399	603	791
应收票据	5	4	6	8	11	营业成本	189	154	218	301	395
应收账款	157	188	246	373	489	营业税金及附加	2	3	3	5	7
预付款项	16	10	11	11	11	销售费用	22	35	46	69	90
其他应收款	4	3	3	5	7	管理费用	30	40	47	71	94
存货	46	51	54	75	98	财务费用	14	14	3	-3	-3
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5	1	2	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	87	97	111	208	247	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	8	2	22	111	56	营业利润	33	57	79	159	208
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	3	5	3	3	3
无形资产	62	60	56	52	48	税前利润	36	62	83	163	211
长期待摊费用	0	1	1	1	1	减：所得税	8	11	12	24	32
资产总计	445	538	1495	1639	1826	净利润	28	51	70	138	179
短期借款	121	196	0	0	0	归属于母公司的净利润	27	51	70	138	179
应付票据	20	20	28	39	51	少数股东损益	1	0	0	0	0
应付账款	20	24	30	41	53	基本每股收益	0.38	0.71	0.72	1.42	1.85
预收款项	2	2	3	4	5	稀释每股收益	0.38	0.71	0.72	1.42	1.85
应付职工薪酬	1	0	0	0	0	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	32	23	300	300	300	成长性					
其他应付款	13	0	0	0	0	营收增长率	60.1%	3.1%	31.0%	51.2%	31.2%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	111.6%	39.4%	15.8%	85.0%	31.2%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	196.5%	88.1%	37.7%	97.0%	29.8%
负债合计	265	305	393	398	406	盈利性					
股东权益合计	179	232	1103	1241	1420	销售毛利率	36.0%	49.5%	45.3%	50.0%	50.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	9.2%	16.7%	17.6%	22.9%	22.7%
净利润	28	51	70	138	179	ROE	15.1%	21.9%	6.4%	11.1%	12.6%
折旧与摊销	7	11	13	18	21	ROIC	12.73%	13.97%	6.50%	10.69%	12.25%
经营活动现金流	-8	30	317	7	62	估值倍数					
投资活动现金流	-100	-14	-43	-200	0	PE	124.0	65.9	64.4	32.7	25.2
融资活动现金流	102	46	601	3	3	P/S	11.4	11.0	11.3	7.5	5.7
现金净变动	-6	62	874	-190	65	P/B	18.74	14.47	4.10	3.65	3.19
期初现金余额	49	43	106	980	790	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	43	106	980	790	855	EV/EBITDA	58.6	41.3	36.5	21.4	16.2

资料来源：渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

中国北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn