

公司受益于脱硫行业快速发展

三聚环保
300072

事件

近日我们调研了三聚环保

评述

1. 行业符合国家政策，市场前景可期，

脱硫行业属于国家大力扶持的行业之一，在日益严峻的环保形势下，国家出台了多项政策以促进脱硫行业的发展。比如环保部“十二五”规划中规定到2015年，二氧化硫的排放总量将比2010年减少10%，而COD的排放总量将比2010年减少5%。我们认为在国家大力扶持下，各地对脱硫行业的重视程度将日益提高，该行业的市场需求将有较大的提升。

表1 近年来国家关于脱硫行业的政策

	具体内容
硫酸工业污染物排放标准	从标准实施之日起，新建的硫酸企业二氧化硫污染物排放浓度限值为400毫克/立方米；2013年1月1日，现有硫酸企业二氧化硫污染物排放浓度全部达到这一限值。
石油和化工产业结构调整指导意见	2015年石化行业相对于十一五末期COD排放量下降8%，氨氮排放量下降15%，工艺过程二氧化硫排放量下降5%
环保部“十二五”规划	到2015年，二氧化硫的排放总量将比2010年减少10%，而COD的排放总量将比2010年减少5%

资料来源：东海证券研究所整理

公司目前脱硫产品主要用于石化、天然气、煤化工等领域，脱硫净化剂市场在国家政策的刺激下增长十分迅速，按照估算，这部分的需求达到76.7万吨，年复合增长率保持在20%以上。公司的脱硫净化剂能够部分替代干法脱硫市场，并且由于公司产品技术领先，处于行业龙头地位，将能充分销售市场增长带来的收益。

国内脱硫催化剂的使用情况与国外差距明显，市场前景可观。2009年我国原油一次加工能力达到4.7亿吨，加氢精制能力占30.87%，年需求催化剂1.1万吨，而世界平均水平达到51.9%，日本和欧洲等国家更是达到90%以上。如果达到世界平均水平，国内脱硫催化剂的需求还要增加0.74万吨，考虑到石油劣油率大幅提高，脱硫催化剂的需求将更加明显。

维持

增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S063020810052

联系人：

刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

日期

分析：2011年 1月 5日

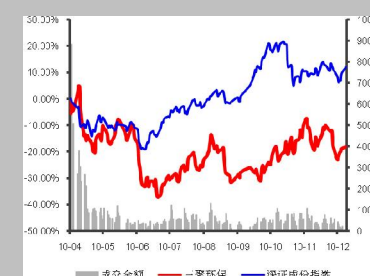
调研：2010年 12月 5日

价格

当前市价：45.2元

半年目标：47.7元

股价表现



公司估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
EPS	0.71	0.77	1.06	1.37
PE	--	58.8	42.8	33.1
PB	--	4.0	3.6	3.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

表 2 脱硫净化剂市场需求预测

单位：万吨

	化肥	天然气	油田伴生气	煤化工	沼气	石化	总计
需求量	5.42	5.97	1.61	24.48	38	1.3	76.7

资料来源：公司资料、东海证券研究所

2. 募投项目投产大幅提升公司盈利能力

目前公司各类产品的产能为 8000吨/年，由于市场需求强劲，公司基本处于满负荷生产阶段，并且由于产能不足，不能快速提升市场占有率，产能不足成为了制约公司发展的瓶颈。随着公司募投项目于明年中期投产，公司产能将增加 11000吨，极大的缓解产能不足对公司发展的制约，并且募投项目投产后将明显改善公司产品结构，提升高毛利产品比例，进一步提升公司盈利能力。

公司作为国内脱硫行业的龙头企业，技术实力十分突出，拥有 36项授权专利，特别是在脱硫净化剂方面技术优势明显。由于脱硫产品在下游客户的生产成本中占比较少，因而客户更加看重产品的技术和稳定性，并且客户黏度较高，我们预计由于公司强大的技术实力和较好的性价比，将能够有效提升市场占有率和替代国外高端产品，快速消化新增产能。并且公司为了快速打开下游市场，特别是市场需求巨大而进入门槛较高的石化领域，采用折价销售的方式，虽然短期降低了产品毛利率，但是我们认为随着公司产品受到中石油、中石化等石化巨头的认可，销售将迅速增加，长期利好公司发展。

3. 一体化脱硫服务成为公司发展新亮点

公司目前正在盘锦地区推广集装箱脱硫服务的示范工程，该项服务由于灵活方便，能够降低客户脱硫成本从而受到了客户欢迎，该项服务特别适合油田伴生气和煤层气的脱硫。由于油田伴生气和煤层气的气量小，而硫含量变化较大，使用传统的固定脱硫装置成本较大，效果并不好，利用集装箱式移动脱硫装置可以按照具体情况灵活调整参数，有利于控制成本，提高脱硫效率。国内油田伴生气约为 66.3亿立方米，其中需要脱硫伴生气约为 48.3亿立方米，按照硫含量平均在 1000mg/m³计算，需脱硫剂 1.61万吨，市场前景广阔，同时由于该项服务对供应商技术要求较高，竞争相对小，该项服务的毛利率将高于公司产品的毛利率，成为公司潜在的利润增长点。

我们认为公司产能按预期投产后，明显提升公司利润，业绩会快速增长。预计公司 2010 2011和 2012 年的 EPS分别为 0.77 1.06 1.37元，对应 2010 2011和 2012年的 PE为 58.8倍、42.8倍、33.1倍，按照目前同行业平均 PE估值 45倍，我们给予公司 6个月目标价为 47.7元，首次给予公司“增持”评级

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	106	690	622	657	营业收入	304	397	505	696
应收款项	195	245	315	432	增长率	3.1%	30.4%	27.3%	37.7%
存货净额	51	60	75	105	营业成本	154	208	261	369
其他流动资产	10	16	20	27	营业成本 / 营业收入	50.5%	52.4%	51.6%	53.1%
流动资产合计	362	1010	1032	1222	营业税金及附加	3	3	3	4
固定资产	99	154	260	253	销售费用	35	41	54	73
无形资产及其他	60	56	52	48	销售费用 / 营业收入	11.4%	10.3%	10.6%	10.5%
投资性房地产	17	17	17	17	管理费用	40	48	63	86
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用 / 营业收入	13.1%	12.2%	12.5%	12.4%
资产总计	538	1238	1361	1540	财务费用	14	4	(2)	(2)
短期借款	196	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
应付款项	44	52	65	92	资产减值及公允价值				
其他流动负债	26	39	46	65	变动	(1)	0	0	0
流动负债合计	266	91	111	157	其他收入	0	(0)	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	营业利润	57	93	127	165
其他长期负债	40	40	40	40	增长率	72.2%	62.1%	36.6%	29.8%
长期负债合计	40	40	40	40	营业外净收支	5	0	0	0
负债合计	305	130	151	197	利润总额	62	93	127	165
少数股东权益	0	0	0	0	增长率	72.5%	50.0%	36.6%	29.8%
股东权益	232	1107	1210	1344	所得税费用	11	18	24	32
负债和股东权益总计	538	1238	1361	1540	少数股东损益	0	0	0	0
					归属于母公司净利润	51	75	103	133
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	88.1%	47.1%	37.4%	29.6%
每股收益	0.71	0.77	1.06	1.37	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	11	45	58	57
每股净资产	3.22	11.38	12.44	13.82	资本开支	(8)	(65)	(126)	(22)
ROS	17%	19%	20%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	22%	7%	9%	10%	投资活动现金流	(8)	(65)	(126)	(22)
毛利率	49%	48%	48%	47%	权益性融资	0	800	0	0
EBIT Margin	23%	24%	25%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	29%	28%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	3%	30%	27%	38%	其它融资现金流	59	(196)	0	0
净利润增长	88%	47%	37%	30%	融资活动现金流	59	604	0	0
资产负债率	57%	11%	11%	13%	现金净变动	62	584	(67)	35
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	43	106	690	622
P/E	0.0	58.8	42.8	33.1	货币资金的期末余额	106	690	622	657
P/B	0.0	4.0	3.6	3.3	企业自由现金流	22	(17)	(69)	33
EV/EBITDA	2.9	40.9	31.0	23.7	权益自由现金流	81	(216)	(67)	35

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%— 20%之间
	看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%— 10%之间
	低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%— 15%之间
	中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%— 5%之间
	减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%— 15%之间
	卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660