

走向成熟，走向突破

调研目的

我们于 2011 年 12 月 14 日调研了三聚环保，与公司总经理和董秘就新戊二醇项目及公司未来发展相关问题进行了讨论。

调研结论

新戊二醇项目：示范意义更重于实际收益

近日，公司公告投资建设 2 万吨新戊二醇装置。新戊二醇主要应用于饱和聚酯树脂、聚氨酯树脂、粉末涂料、合成润滑油和增塑剂的制造，其衍生物广泛用于涂料、汽车、纺织、农药、塑料和石油等领域。目前，国内需求量超过 10 万吨，预计行业增速 10% 以上。国内现有产能 13.8 万吨左右，但除了 BASF-吉化 2.5 万吨装置采用先进的加氢法外，基本都采用落后的歧化工艺，产品物耗大、废水与杂质多，价格一直低于加氢法产品。

本套装置依托大庆石化的异丁醇原料支持（裂解副产物支持当地民企是中石化总部的重要策略之一），成本与原料供应无忧。公司在国内率先攻克了醛加氢催化剂及相关工艺，试验效果优于国外竞争对手，且废催化剂可直接转化为脱砷剂，循环经济优势显著。装置规划紧邻大庆炼化园区，原料直接管输，公用工程完善，能够以最低的成本价和最快的速度完成建设。

公司的计划是将新戊二醇项目作为工业示范装置园区工程的第一战。未来，可能依托大庆炼化的原料和公用工程供应，将更多工业示范装置放入相关园区。与实力强劲的炼化企业合作建设工业示范装置是国际催化剂和工艺包提供商在推广新产品和新技术中的常用手段，通过示范装置建设和运行，获得技术与经济数据，向潜在客户展示技术实力、传递更加直观和可靠的信息。UOP 就和美孚、BP、雪佛龙等企业合作建设过多套示范装置，推出了多款在炼化工艺中具有重要地位的经典产品和工艺。

我们认为，工业示范园的建设启动证明了公司对未来不断推出有竞争力的新产品的信心，也将是公司逐渐成长为全国甚至全球有一定影响力的剂种与工艺包提供商的开端，其示范意义更重于项目本身的实际收益。

脱砷净化剂：走向成熟，走向突破，明年可期

预计公司今年高硫容脱砷剂销量在 3000 吨左右，随着年底 1 万吨高硫容粉生产装置的调试完毕，明年产能将大量投放。去年以来，公司对脱砷剂产品在不同具体领域中的应用进行了深入细化研发，例如，针对湿度较大的工况，研发了耐水性更强的柱状

三聚环保 (300072)

维持

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440510120027

当前股价：16.65 元

目标价格 6 个月：20.6 元

调研日期：2011 年 12 月 14 日

发布日期：2011 年 12 月 15 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
-17.78/-7.60	0.91/10.73	-31.66/-7.90
12 月最高/最低价 (元)		50.58/12.02
总股本 (万股)		19454.00
流通 A 股 (万股)		9078.84
总市值 (亿元)		32.39
流通市值 (亿元)		15.12
近 3 月日均成交量 (万)		341.80
主要股东		
北京海淀科技发展有限公司		28.46%

股价表现



相关研究报告

11.10.20	结构变化，增速依然，高成长期判断不改
11.09.01	调研简报：项目投产，市场打开，高速增长期已经来临
11.07.19	集装箱业务开始发力，关注募投项目进展



脱硫剂颗粒；又如，对再生工艺进行改进，使废脱硫剂能够灵活再生为新剂、氧化铁、中温脱硫剂等多种产品，极大方便了因地、因时、因需制宜；在销售模式上，剂种销售、集装箱销售与租赁、整体外包的模式推广和定价机制也更加灵活。通过针对性研发和销售策略，公司产品在工业化应用中进一步走向成熟，逐渐接近销售爆发的拐点。

目前，净化剂产品在油田伴生气脱硫领域已经得到了较为广泛的接受，辽河油田需求已经放量，预计年消化 600-1000 吨，且未来仍有大幅提升空间；大庆、胜利、长庆等油田的销售也在顺利推进中。明年，来自工业沼气领域和国外采购的需求或将先后出现放量。集装箱模式的销售迅速扩张中，预计明年销量 500 套，公司力争 2-3 年做到 2000-4000 套。

我们认为，高硫容净化剂作为具有全球领先地位的新产品，自上市气经过 2 年多的市场磨合与推广过程，已经逐渐走向成熟，接近突目前公司产品已进入放量阶段，近年将保持高增速。短期看，1 万吨产能投放后销售推动的力度将决定明年的实际销售水平，公司对新增产能的消化充满信心。

催化剂产品：新品层出，不断拓展，关注波动

催化剂产品依托抚顺研究院、大连化物所等国内一流的科研院所的技术，在全国具有领先地位。公司还在积极开拓技术来源、推广新产品。前期为神华开发的煤制油沸腾床加氢催化剂成功打开高端煤化工催化剂市场。随着七台河项目、新戊二醇项目等总包和示范装置的推广，公司催化剂在品种和下游领域上都将不断提升。公司 500 吨 FP-DSN 和 500 吨特种分子筛的投产将提升公司供应能力，化肥催化剂项目将进一步丰富公司产品线。明年公司特种催化剂的重磅产品润滑油加氢异构化脱蜡催化剂的潜在客户大庆炼化和克拉玛依炼化都面临催化剂更换，公司正在密切跟进，如果能够拿下，将是亿元级别的大订单。

从大趋势上看，国五标准的推进和新领域的不断拓展将确保公司催化剂业务的长期增长趋势。但由于催化剂行业平均 3-5 年一更换的周期因素，以及不同类型催化剂的显著价差，催化剂市场需求的波动较为明显（尤其是结构性波动），因此对于这一业务我们看好其长期趋势，但年际波动值得关注。

模式升级：UOP+SEI 之路

公司的工程设计子公司建设稳步推进中，预计明年年初将初具规模。工程公司的建设意味着公司的远期目标将是实现“催化剂→成套工艺→技术服务→工程设计”的全产业链盈利。对比相关行业的国内外龙头，UOP涵盖了催化剂+成套工艺+技术服务领域，而SEI(中石化工程设计公司)则主营技术服务+工程设计，相关企业的盈利能力均十分强劲。公司剑指 UOP+SEI 模式的全产业链盈利，意在高远。

当然，工程设计公司对于人才和经验的积淀要求很高，近期内工程设计业务主要目标还将是围绕公司的拳头产品技术提供相应的技术服务，协助公司核心业务的推广。随着人才和经验的不断积累，未来这一块业务对公司盈利的贡献将越来越显著。

重申高速增长长期判断，明年业绩存在超预期可能，建议增持

我们重申“公司已步入高速成长期”的判断，近年有望保持 50%左右，甚至更高的复合增长率。脱硫净化剂的放量、催化剂品种的不断拓展和盈利模式的升级是推进公司销售收入和盈利水平同步增长的三大动力。预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.50、0.75 和 1.06 元，净化剂销量的超预期和大订单的签订为明年构筑了超预期的可能。给予 2012 年 25-30 倍市盈率，目标价格 20.6 元左右，建议增持。



预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	430.18	517.79	760.00	944.17
营业收入增长率	41.32%	20.37%	46.78%	24.23%
EBITDA（百万）	84.96	138.38	219.59	306.81
EBITDA 增长率	12.74%	62.89%	58.68%	39.72%
净利润（百万）	57.50	96.72	145.32	205.14
净利润增长率	12.78%	68.22%	50.25%	41.17%
ROE	5.42%	8.57%	11.81%	15.04%
EPS（元）	0.650	0.497	0.747	1.055
P/E	25.63	33.51	22.30	15.80
P/B	1.53	2.87	2.63	2.38
EV/EBITDA	12.15	20.65	13.74	9.78



分析师介绍

报告贡献人

研究服务

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;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。

胡彧 010-85130575 huyu@csc.com.cn

董事总经理 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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

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

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



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。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

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