

2011年11月14日

赖桑生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB32.0

公司基本资讯

产业别	节能环保
A 股价(11/11/11)	26.78
深证成分指数(11/11/11)	10418.93
股价 12 个月高/低	44.5/21.1
总发行股数(百万)	52.50
A 股数(百万)	24.43
A 市值(亿元)	6.54
主要股东	罗红花(26.58%)
每股净值(元)	7.03
股价/帐面净值	3.81
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	18.23 -2.62 -36.60

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

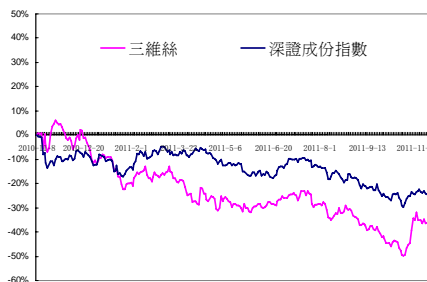
产品组合

高温滤料	94%
常温滤料	2%
其他	4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.53%
社保基金	2.29%
一般法人	43.4%

股价相对大盘走势



三维丝(300056.SZ)

首次评级 Buy 买入

高温滤料专业供应商，步入成长快车道

结论与建议:

公司专注于从事大气粉尘污染整治，是袋式除尘器所需高性能高温滤料的专业供应商，主营业务为高性能高温滤料的研发、生产、销售。“十二五”期间，随着排污标准提高，公司凭借自身工程履历及技术实力，有望步入业绩成长的快车道。

预计公司 2011、12 年实现营收 3.07 亿元(YOY+79.9%)、5.13 亿元(YOY+67.0%)，实现净利润 0.33 亿元(YOY+55.6%)、0.52 亿元(YOY+59.2%)，EPS0.63、1.00 元，当前股价对应 2011、2012 年动态 PE43X、27X。考虑公司所处行业景气度步入黄金期，公司作为龙头企业，未来高增长是大概率事件，享有高溢价，给予“买入”评级，目标价 32.0 元，对应 2012 年 32 倍 P/E。

- **袋式除尘器迎来“发展的春天”**：环保政策推动袋式除尘器在除尘行业的运用，目前电力行业普及率仅约 10.0%，预计“十二五”末电力领域采用袋除尘的比例将提高至 60%；水泥、钢铁冶金目前覆盖率达 80%以上，但更新需求仍然广阔；垃圾焚烧除尘将 100%采用袋除尘，袋除尘迎来“发展的春天”。
- **高温滤料伴随袋除尘进入高速增长时代，更新市场值得重点关注**：高温滤料被称作袋式除尘器的“心脏”，对过滤效果至关重要。我们预计“十二五”期间，电力、水泥、钢铁冶金、垃圾焚烧四大行业带来的高温滤料需求超过 350 亿元，年均增长率高达 32%。滤料作为耗材，平均 3~5 年需要更换，在 2013 年后滤料更新需求将占滤料总需求近 60%，考虑更新需求具有持续性，该市场值得我们重点关注。
- **集中度提升利好公司，“三大法宝、两大拓展”助推高成长**：高温滤料行业具有较高技术壁垒及业绩壁垒，行业集中度逐步提升利好龙头企业。我们认为，公司凭借：自身产品优势与良好品牌及优秀工程业绩、“顾问式服务”的综合服务优势、行销网路发达及服务模式的转变“三大法宝”构建的核心优势，未来通过“上下游整合及横向扩张的潜力、海外市场”的拓展，业绩有望持续高成长。
- **毛利率稳定，新产能释放、产品结构优化进一步增强盈利能力**：公司近年来毛利率持续保持在 30.0%左右，随着募投项目 300 万 m2 高性能微孔过滤生产线投放，将带来新的生产工艺，并推出附加值更高的产品与服务。公司迎来的不仅是产能的破解，更是产品价值的提升，进一步增强公司的盈利能力。
- **盈利预测**：预计公司 2011、12 年实现营收 3.07 亿元(YOY+79.9%)、5.13 亿元(YOY+67.0%)，实现净利润 0.33 亿元(YOY+55.6%)、0.52 亿元(YOY+59.2%)，EPS0.63、1.00 元，当前股价对应 2011、2012 年动态 PE43X、27X。考虑公司所处行业景气度步入黄金期，公司作为龙头企业，未来高增长是大概率事件，享有高溢价，给予“买入”评级，目标价 32.0 元，对应 2012 年 32 倍 P/E。

..... 接续下页

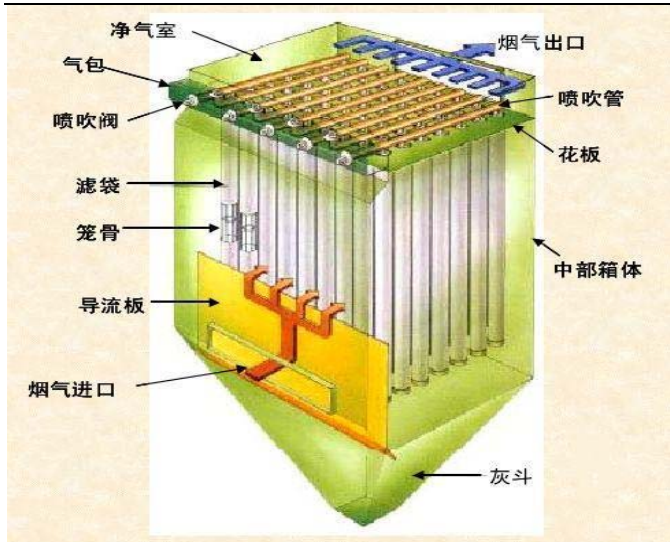
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F	2012F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	12.66	22.64	21.16	32.93	52.41
同比增减	%	25.60%	78.83%	-6.54%	55.64%	59.15%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.241	0.431	0.403	0.627	0.998
同比增减	%	25.60%	78.83%	-6.54%	55.64%	59.15%
A 股市盈率(P/E)	X	71.80	62.10	66.44	42.69	26.82
股利(DPS)	RMB 元	0.200	0.000	0.000	0.200	0.200
股息率(Yield)	%	0.80%	0.00%	0.00%	0.75%	0.75%

公司概况

公司专注于大气粉尘污染整治，是袋式除尘器(见图一)所需高性能高温滤料(见图二)的专业供应商，主营业务为高性能高温滤料的研发、生产、销售，主要应用于火力发电燃煤锅炉尾气、水泥窑头窑尾烟尘、垃圾焚烧烟气、钢铁高炉煤气等高温烟气除尘过滤。

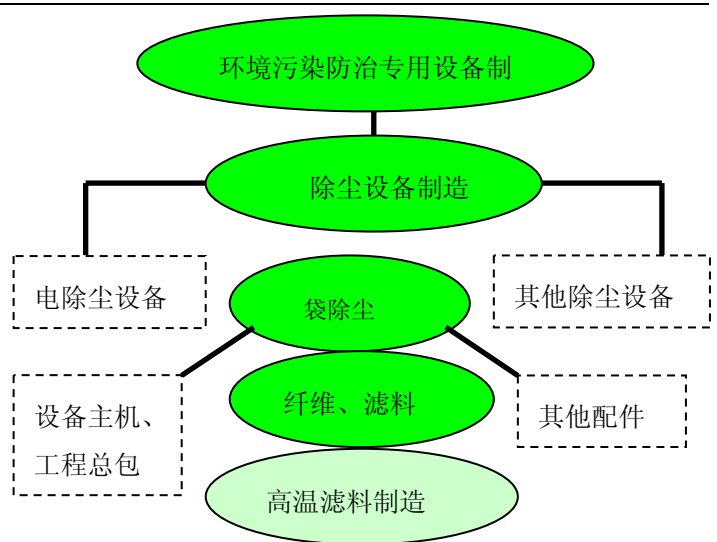
高温滤料滤料是袋式除尘器的“心脏”，袋式除尘器的过滤作用是通过滤料实现的。袋式除尘器可通过配备耐常温（130℃以下）、耐高温（130℃以上）、耐腐蚀、拒水防油、防燃防爆、长寿命（2~4年）等不同性能的各种滤袋来实现不同的过滤效果。

图表一：袋式除尘器内部结构示意图



资料来源：公司公告，群益证券

图表二：公司高温滤料所处产业链



资料来源：公司公告，群益证券

行业分析：政策助力袋式除尘器运用

环保行业是政策导向型行业，政策推广将是行业发展的直接因素。随着我国环境污染问题日益突出，国家也于近期颁布了一系列污染治理的政策。其中涉及大气污染除尘领域标准也明显提升。除尘领域涉及行业参见表一、表二。

表一：电力行业烟尘排放标准

所属建设时段	标准	执行时间起始点		
		2005/1/1	2012/1/1	2014/1/1
1996/12/31 前	现行标准 (mg/m ³)	300	200	200
	新标准 (mg/m ³)		200	100
1997/01/01--2003/12/31	现行标准 (mg/m ³)	200	50	50
	新标准 (mg/m ³)		50	50
2004/01/01--2009/12/31	现行标准 (mg/m ³)	50	50	50
	新标准 (mg/m ³)		50	30
2012/01/01 起	现行标准 (mg/m ³)		50	30
	新标准 (mg/m ³)		30	30

资料来源：火电排放标准 群益证券(2011/11)

表二：水泥、钢铁、生活垃圾焚烧排放标准政策一览

发行部门	颁布时间	政策	内容
工信部	2004年12月	<<关于水泥工业节能减排的指导意见>>	“十二五”末，水泥颗粒排放物在2009年基础上减少50%
环保部	2007年10月	钢铁工业大气污染排放物标准(炼铁 征求意见稿)	钢铁工业(炼钢)颗粒物最高允许排放浓度 30mg/m ³
环保部	2010年11月	生活垃圾焚烧污染控制标准(征求意见稿)	明确生活垃圾焚烧排放设施技术要求及运行要求，排放标准将提高至 10mg/m ³
环保部	2010年11月	关于水泥工业节能减排的指导意见	“十二五”末，颗粒排放物在2009年基础上减少50%，氮氧化物减少25%

资料来源：工信部 环保部 群益证券

袋式除尘器综合性价比优越，未来电改袋、电袋复合是主流趋势

目前除尘器主要有电除尘器、电袋复合除尘器、袋式除尘器三种(见表三)。较之电除尘器，电袋复合除尘器及袋式除尘器能有效过滤 50mg/m³ 及以下颗粒物，尤其对 10mg/m³ 及以下直径微粒具有良好过滤作用。电力、水泥、垃圾焚烧及钢铁等行业随着排放标准提升，电除尘器逐渐不能满足要求，电改袋、电袋复合将成为除尘的主流趋势，**袋式除尘器将迎来“发展的春天”**。

表三：三种除尘器对比

对比专案	袋除尘	电除尘	电袋复合除尘
性能	除尘效率 99.99%，烟尘排放浓度小于 50mg/m ³	99.99%，但除尘浓度难稳定低于 50mg/m ³	同袋式除尘器
	分级效率 对 PM10 以下粉尘具有很好的过滤效果	对 PM10 以下粉尘过滤效果差	同袋式除尘器
	设备阻力 一般在 1500Pa 左右	200-300Pa	600-1200Pa
	设备投资 稍高于电除尘器	略低	成本较低
成本	土地投资 占地面积较小，土地投入小	土地投入小 占地面积较大	介于前两者之间
	设备电耗 风机与空压机的电耗较低	高压电场电耗较高	介于前两者之间
	设备维护费用 滤料更换费用	电极维修费用	滤料更换费用、电极维修费用
日常运行管理	线上维修	维修时要停机	袋式除尘部分维修时可不停机

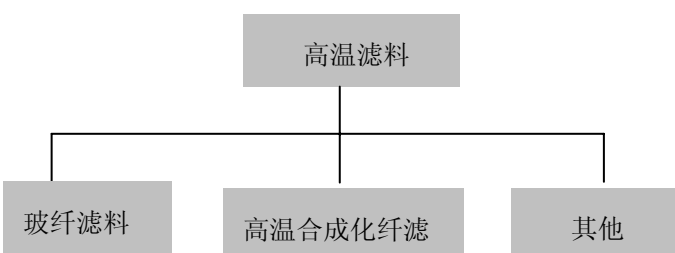
资料来源：公司公告 群益证券

高温滤料“十二五”市场容量超过 350 亿元，较“十一五”74 亿元总需求大幅增长

高温滤料作为袋式除尘器的“心脏”，对除尘过滤效果起到至关重要的作用。高温滤料分为玻纤滤料、合成纤维滤料及其他滤料(见图三)；下游客户主要有电力、水泥、钢铁、垃圾焚烧等(见图四)。

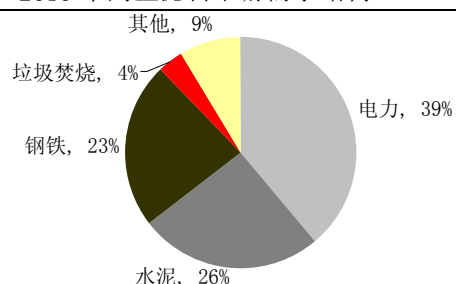
根据测算，“十二五”期间，火电、水泥、钢铁、垃圾焚烧四大行业带来的高温滤料需求总量将近 350 亿元，较“十一五”总需求 74 亿元，大幅扩容，而且高温滤料作为耗材，平均 3~5 年更换一次，具有持续性，值得我们重点关注。

图表三： 高温滤料分类



资料来源：公司公告，群益证券

图表四： 2010 年高温滤料下游需求结构



资料来源：公司公告，群益证券

“十二五”期间火电、水泥及垃圾焚烧行业高温滤料需求料超过 350 亿元，市场扩容明显，五年复合增长率达 32%

电力行业：“十二五”高温滤料市场基础，行业总需求将达到 126 亿元，其中新增需求、更新需求分别为 79、47 亿元

市场容量计算：现有存量机组 2015 年按计划袋除尘装机比例达到 60.0%，按每年改造 10.0%计算，2011-2015 年每年新建机组袋除尘装机比例由 50.0%逐步提高至 90.0%，每千瓦机组所需高温滤料 0.15m²，滤料售价按 100 元/m² 计算。

新增需求：目前现有存量机组安装袋式除尘比例为 10.0%，按每年改造 10%计算，新增高温滤料需求约 5295 万 m²；新建机组方面，“十二五”期间火电共新增装机约 2.5 亿千瓦，新建机组高温滤料需求约 2707 万 m²；综合得行业新增滤料需求约 7900 万 m²，市场容量约 79 亿元。

更新需求：由于火电 2007 年开始安装袋式除尘器，袋式除尘器寿命 3~4 年，按 2007-2010 年安装袋式除尘器装机比例分别为 4%、3%、3%计算，“十二五”更新需求大约为 47 亿元，其中 2014 年开始更新需求大幅上升，成为电力行业主要需求来源。

表四：电力行业高温滤料市场容量计算表

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
存量机组改造量(万千瓦)	7060	7060	7060	7060	7060	
存量机组滤料需求(万 m ²)	1059	1059	1059	1059	1059	5295
新增滤料对应装机(万千瓦)	2500	3000	3500	4400	4050	17450
新建机组滤料需求(万 m ²)	375	450	525	660	607.5	2617.5
新增滤料需求面积(万 m ²)	1434	1509	1584	1719	1666.5	7912.5
火电更新机组(万千瓦)	70600	70600	70600	9560	10060	231420
更新比例	4%	3%	3%	100%	100%	
更新滤料对应装机(万千瓦)	2824	2118	2118	9560	14884	31504
更新滤料需求面积(万 m ²)	423.60	317.70	317.70	1434.00	2232.60	4725.60
新增滤料市场容量(亿元)	14.34	15.09	15.84	17.19	16.665	79.13
更新滤料市场容量(亿元)	4.24	3.18	3.18	14.34	22.33	47.26
总需求容量：亿元	18.58	18.27	19.02	31.53	38.99	126.38

资料来源：群益证券

水泥行业：高温滤料市场重要增长点，“十二五”市场容量为 92 亿元，新增需求、更新需求分别为 12 亿元、80 亿元。

水泥行业是高温滤料重要市场，2010 年其高温滤料需求占滤料总需求规模约 23%。水泥行业高温滤料以玻纤为主(占比约为 85%)，合成纤维滤料占比约 15%。但玻纤滤料耐磨、耐折性较差，容易在仓储及运输中磨损，导致使用寿命急速下降，合成化纤滤料则可以有效解决此问题，未来将有部份玻纤滤料被合成纤维替代。

市场容量计算：目前水泥行业内，85%新型干法生产线已安装袋式除尘器，2010 年底水泥总产能约 22 亿吨/年。计算假设：2015 年末，我国水泥将达到约 25 亿吨/年；100 万 T/年产能所需高温滤料约为 2.4 万 m²；水泥行业滤料价格较电力行业滤料高 60%~100%，取中值 80%计算，售价 180 元/m²。

新增需求：由于水泥行业受节能减排及产能控制，新增滤料需求较小，预计“十二五”期间市场容量约为 12 亿元。

更新需求：2010 年底，我国水泥产能约 22 亿吨/年。其中，85%为新型干法生产线，目前安装袋式除尘器比例约为 85%。水泥行业自 2006 年开始安装袋式除尘

器，我们按“十二五”更新比例分别为10%、15%、20%、25%、30%计算，“十二五”水泥行业高温滤料更新需求市场容量约为80亿元。

表五：“十二五”水泥高温滤料市场需求计算

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
新增产能(万吨/年)	5000	6000	7000	7000	5000	30000
安装比例(%)	85%	85%	90%	90%	90%	
新增需求对应产能	4250	5100	6300	6300	4500	26450
更新需求对应产能	15895	23842.5	31790	39737.5	52785	164050
新增需求面积/万 m ²	124	124	153	153	87	640
更新需求面积/万 m ²	385	578	771	963	1280	3977
新增需求容量: 亿元	2.47	2.47	3.05	3.05	1.75	12.80
更新需求容量: 亿元	7.71	11.56	15.41	19.27	25.59	79.54
总需求容量: 亿元	10.18	14.03	18.47	22.32	27.34	92.34

资料来源：群益证券

钢铁、冶金行业：受限产能增长，安装比例较高，未来更新需求占主导，市场容量97亿元，新增和更新市场容量分别为27亿元和70亿元。

市场容量计算：钢铁行业统计较为分散，我们利用袋式除尘器现有市场规模计算高温滤料需更新规模(滤料成本占袋式除尘器总成本比约20%)，由于排放标准是依次提高的，我们粗略预测2006-2010年安装比例依次为10.0%、15.0%、20.0%、25.0%、30%，则其更新需求也按10.0%、15.0%、20.0%、25%、30%做预测。

新增需求：根据环保机械协会统计，钢铁、冶金行业“十二五”袋式除尘器市场规模分别为100、35亿元，相应高温滤料需求为27亿元。未来五年新增需求分别为2.7、4.1、5.4、6.8、8.1亿元。

更新需求：总体市场规模约70亿元。未来五年更新市场规模分别为0.0、10.5、14.0、21.0、24.5亿元。

表六：钢铁行业高温滤料需求

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
新增需求: 亿元	2.7	4.05	5.4	6.75	8.1	27
更新需求: 亿元	7.0	10.5	14	17.5	21.0	70
合计需求: 亿元	9.7	14.55	19.4	24.25	29.1	97

资料来源：环保机械协会 群益证券

垃圾焚烧：垃圾市场是重要新兴市场，预计“十二五”高温滤料市场容量为35亿元，新增及更新市场容量分别为25.2亿元、9.6亿元。

市场容量计算：2010年，我国城市，年产生活垃圾1.5亿吨，其中焚烧处理占无害化处理比例约18%；计算假设：城市垃圾生产量年均增长12.0%，2015年垃圾焚烧比例达28%，垃圾焚烧设备投资40万元/吨/日，高温滤料占投资比重4%

新增需求：垃圾焚烧新建产能需要高温滤料约25亿元。

更新需求：垃圾焚烧领域高温滤料现有存量规模约12亿元，考虑到垃圾焚烧一般采用PETF滤料，其使用寿命更长些，预计“十二五”末，80%进行更新计算，需求约9.6亿元。

表七：垃圾焚烧产业高温滤料需求

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	合计
垃圾焚烧: 亿吨	1.70	1.91	2.14	2.39	2.68	

焚烧比例(%)	18%	20%	22%	25%	28%	
垃圾焚烧产能: 万吨/日	8.51	10.58	13.07	16.58	20.83	
新增产能: 万吨/日	1.67	2.07	2.49	3.51	4.25	13.99
垃圾焚烧设备投资: 亿元	75.24	93.16	112.13	157.90	191.34	629.77
新增滤料需求: 亿元	3.01	3.73	4.49	6.32	7.65	25.19
更新滤料需求: 亿元	1.20	1.80	2.00	2.20	2.40	9.60
总需求: 亿元	4.21	5.53	6.49	8.52	10.05	34.79

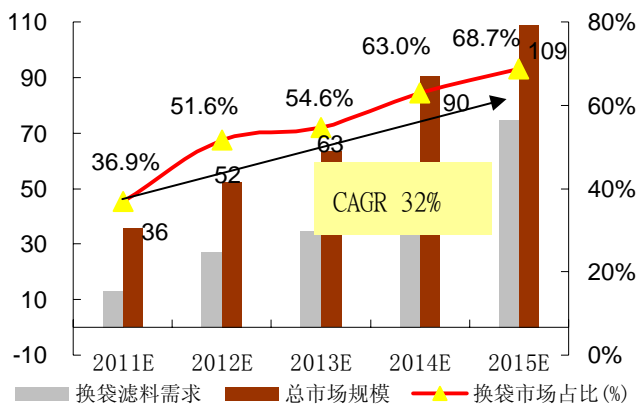
资料来源: 群益证券(2011/11)

综上所述,“十二五”期间,电力、水泥、钢铁及冶金、垃圾焚烧等市场带来高温滤料总需求达到 350 亿元,较“十一五”74 亿元,大幅增长。

据袋式委员会高温滤料研究报告显示,2010 年高温滤料市场容量为 24 亿元,按我们测算,高温滤料 2015 年市场容量将超过 100 亿元,未来四年将是高增长时代(CAGR 32%)。

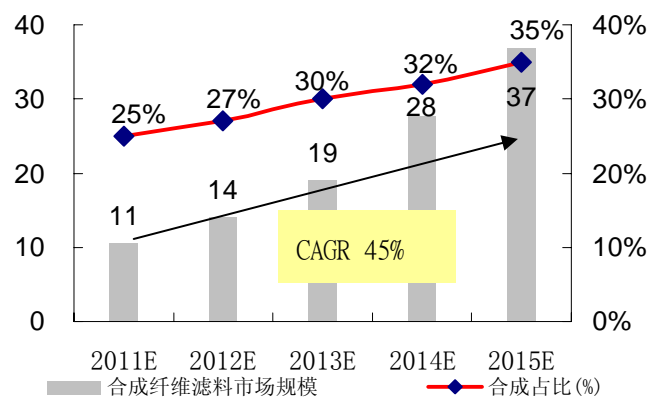
在高温滤料行业内部,以往滤料主要是由玻纤制成。虽然玻纤滤料具有耐腐蚀性且价格较低的优点,但其耐磨性及耐折性较差,容易在仓储、运输过程中磨损较多,导致使用寿命下降较快。目前,合成化纤及高性能化纤材料国内实现重大突破,国产化率提升至 60%以上,成本较原来降低 20%~30%,与此同时合成化纤滤料有效解决了玻纤滤料的缺点,性能优异,将是未来高温滤料的发展趋势。目前合成纤维滤料占高温滤料比例约 25%,预计“十二五”末将逐步提高至 35%左右,未来四年年复合增长率有望达 45.0%。

图表五:“十二五”高温滤料需求增长图



资料来源: 群益证券(2011/11)

图表六: 高温合成纤维滤料比例逐步提高



资料来源: 群益证券

营运分析:

公司自身专精于高温滤料细分品种合成化纤滤料,产品结构主要以高温为主,并小量生产常温系列。目前,公司主要以电力市场为依托,并已成功进军水泥及垃圾焚烧市场,前景广阔。

Q1-Q3 公司实现营收 1.99 亿元(YOY+79.8%),净利润 0.22 亿元(YOY+30.0%)。公司自成立以来,除 2010 年因期间费用率(17.1%)上升 5.1 个百分点(行销网路建设、首次发行股票增加管理费用 462 万元)进而净利润出现小幅衰退(YOY-6.5%),均保持了高速增长态势。

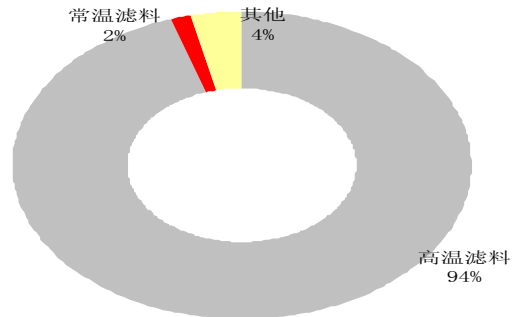
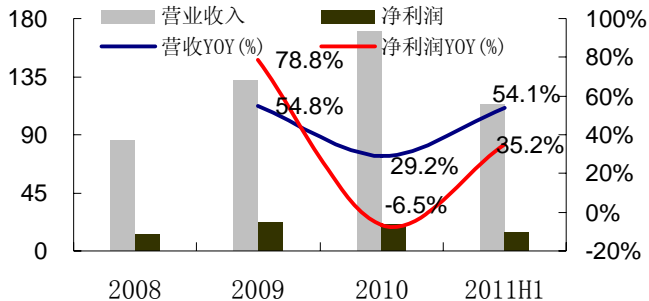
公司成长性来自哪里?我们认为,高温滤料行业壁垒及技术壁垒带来的集中度提升,利好龙头企业。“自身良好品牌及优秀工程业绩、“顾问式服务”的综合服

务优势、行销网路发达及服务模式的转变”三大法宝将构建公司核心竞争力，而“上下游整合及横向扩张的潜力、海外市场”两大拓展将助推公司高成长。

图表七：公司营收、净利润增长

单位：百万元/%

图表八：公司 2011H1 营收结构



资料来源：公司公告，群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

高温滤料行业壁垒及工程壁垒使得行业集中度将不断提升，公司市场份额不断提升，公司将以电力为依托，进入水泥市场，而垃圾焚烧将成未来重要增长点

高温滤料行业具有较高壁垒，主要体现在品牌与工程业绩两方面。品牌方面，袋式除尘器用户在袋式除尘器工程招标时，一般都会将滤袋单列一项进行技术招标，门槛进入要求较高。电力行业要求最严，大型火电厂在袋式除尘器工程招标时一般只指定该领域的前三家滤料供应商作为候选；工程业绩方面，袋除尘器滤料生产商已取得的工程业绩是高温滤料用户选择滤料提供商的一个重要标准。

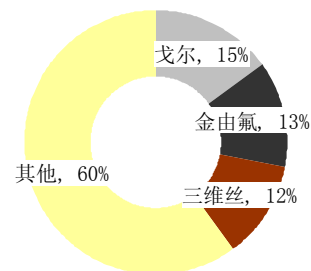
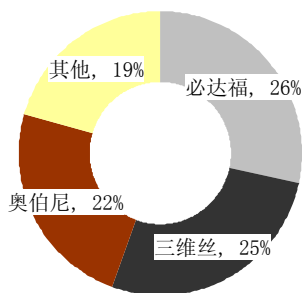
此种结果将使行业内优质企业的工程业绩越来越多，市场认同度也越来越高，而实力较弱的企业由于产品品质不能保证、业绩较差，正逐渐被市场所淘汰。后续拟进入该行业的其他企业由于缺乏成功的工程业绩，成为进入行业的主要障碍。这样的竞争格局将不断提升龙头企业的市场份额。

公司目前在高温滤料行业市场占有率 9.0%，较 08 年上升 3 个百分点，内资企业排名第一。具体到细分行业，公司在火电行业市场份额占有率达 25% 左右(见图六)，与必达福并列第一，较 08 年提升近 10 个百分点；水泥行业，玻纤滤料占据主导(占 90% 左右)，但高温合成化纤滤料逐渐进入该市场，公司将受益水泥市场的高温滤料需求。

垃圾焚烧领域，目前公司与上海金由氟、戈尔共同占据较高市场份额(见图七)。但我们认为垃圾焚烧将是公司未来重要增长点，理由有二：一，公司针刺 PTFE 滤料成为行业标准，公司在技术及成本方面优势明显；二，公司专门成立子公司瑞佰福参与垃圾焚烧市场的开拓，表明公司在该领域信心充分，分享该市场的发展。

图表九：火电行业 2010 年市场份额

图表十：公司垃圾焚烧行业市场份额



资料来源：群益证券

资料来源：群益证券

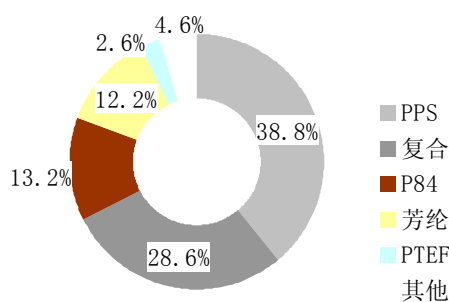
公司核心竞争力之一：自身产品技术优势及良好品牌工程业绩

公司产品主要以 PPS、P84、PTFE 等制成合成化纤滤料。公司坚持不懈持续增加研发经费投入，保障了高性能高温滤料研发能力不断得到提升，使公司具有了明显的技术优势和持续创新能力；产品性能方面已经达到或超过国际滤料品牌水准。

公司已掌握多项专利及非专利技术，核心技术均来源于公司的自主创新。在**国内首家成功研制生产 100%PTFE 针刺滤料，实现了 100%PTFE 滤料国产化**。同时公司积极参与行业标准的制定和推动，已经制订“垃圾焚烧尾气治理袋式除尘器用滤料”行业主要标准，并正负责起草“燃煤电厂锅炉尾气治理袋式除尘器用滤料”行业标准。

自成立以来，公司取得了一系列优秀业绩(见表)，报告前面有提到行业的壁垒及技术壁垒，公司凭借自身业绩取得了很强的在位优势，此为公司一大法宝。

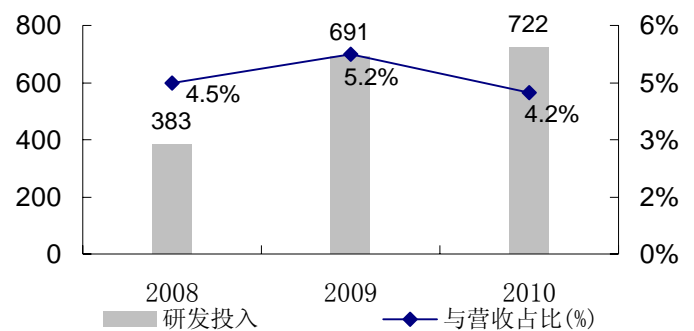
图表十一：高温滤料材料构成



资料来源：公司公告，群益证券

图表十二：公司研发持续投入

单位：万元/%



资料来源：公司公告，群益证券

表八：公司取得的优秀业绩

项目	成果
山西漳山电厂扩建工程 2×600MW 燃煤电厂	国内首个应用于 600MW 机组的袋式除尘专案案例
天津津源电厂燃煤机组	国内唯一一台在点炉 30,000 小时后实现零破损的成功案例
南京梅山钢铁自备电厂	国内第一台掺烧高炉煤气的电厂滤料应用案例
深圳垃圾焚烧锅炉尾气治理	国产 PTFE 滤料第一个垃圾焚烧领域应用案例
北京龙基电力有限公司秸秆发电项目	国产滤料在秸秆发电领域的第一次大规模应用
首钢京唐钢铁有限公司自备电厂	PTFE+P84 纤维混纺滤料在大型电站袋式除尘项目的首次应用
中电投漳泽电厂	PTFE 基布 PPS 滤料首次成功运用在 200MW 机组。

资料来源：公司公告 群益证券

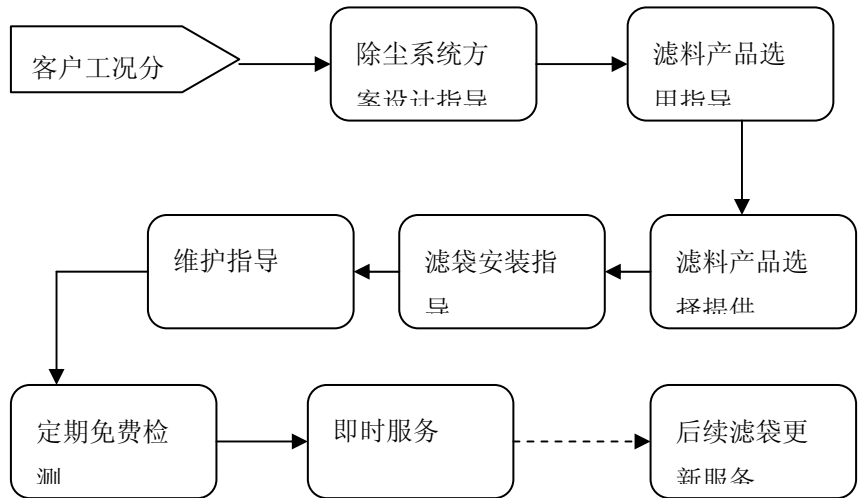
核心竞争力之二：“顾问式服务”综合服务优势将使公司推广更为顺畅，符合行业发展特点

高温滤料所适用的工况环境差异较大，滤料产品所适用的工作参数也各有不同，因此滤料生产企业须具备较高的综合服务能力：包括前期根据实际工况条件与客户沟通并设计滤料方案的能力、除尘器运行中提供即时的专业技术服务支援能力以及持续跟踪服务并满足客户最新需求的能力。

公司不断加强销售管道和服务网路建设，目前已初步建立起了全国性的行销和服务网路，**开创了“顾问式服务”模式**(见图表十一)，形成了一套较为完善的综合服务体系。通过为用户提供及时周到的售前、售中、售后全方位顾问式服务，公司的技术优势得以充分发挥，获取订单的能力持续提升，不仅使得公司产品可迅速广泛的被市场认知、接受，形成品牌效应，而且为未来的发展奠定了坚实基础。

公司拥有的跨专业、多层次的技术体系涵盖了高性能高温滤料从产品研发、设计，到产品工艺、生产、检测的整个流程，保证了公司能够以客户需求为起点，**为客户提供高性能高温滤料的整体解决方案**，从而将公司的核心技术转化成另一法宝。

图表十三：“顾问式”服务流程图



资料来源：公司公告，群益证券

核心竞争力之三：在协同招标中凭借优势地位不断拓展发展空间，未来更新市场不断崛起，发达营销网路体系构筑新的竞争优势

由于袋式除尘器推广普及率在电力行业不高，因此目前目前公司销售模式采用与袋式除尘器“协同招标、统一销售”模式进行。凭借丰富的高温滤料应用经验、骄人的工程业绩以及产品的差异化，公司的市场占有率逐年提高，在专案招标中指定使用三维丝品牌的行销案例越来越多。

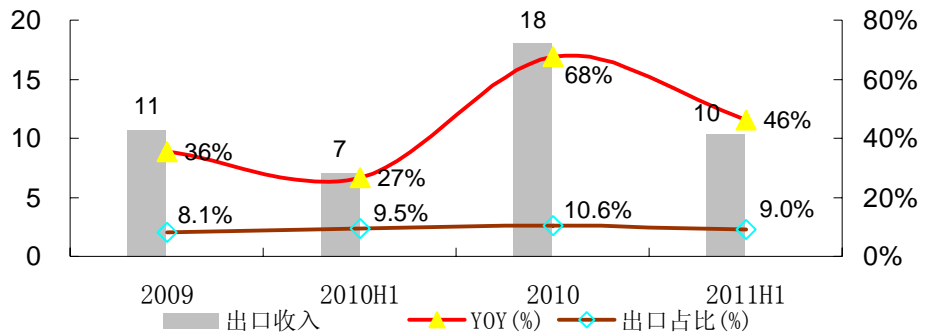
我们认为，考虑高温滤料作为耗材的最大特点，其未来服务模式的转变也是行业内重要的看点。我们由报告前面推出，2013年后更新市场将逐渐占据市场主要需求。此时，公司服务优势及行销网路将有利于公司快速抢占市场。

今年10月25日，公司发布公告，公司以自有资金出资4000万拟在天津滨海新区设立全资子公司，届时将形成南厦门、北天津，广覆盖的格局。天津分公司的设立，不仅体现在覆盖范围，其战略意义在于：主要行业协会等行销对象也集中在此，尤其是在北京；方便就近服务客户、方便客户交流、拓展新环保业务领域、争取国家政策的扶持以及转化科研成果。公司前瞻性布局，积极主动适应未来服务模式，此为公司“第三法宝”。

未来拓展一：出口市场保持快速增长势头，市场格局发生重大变化，利好公司

公司自成立以来，出口市场一直保持迅速增长。目前公司出口业务主要销售区域集中在日本、东南亚等周边国家和地区，欧美等国家和地区也有涉及，公司产品的过滤性能符合当地的环保排放标准。目前海外市场奥伯尼已经退出高温滤料市场，重要竞争对手的退出，将对现有市场格局造成冲击，尤其对业内龙头企业有利。公司是潜在的最大受益者之一。我们认为，公司凭借以往业绩完全有机会在海外市场获得更大的市场份额。

图表十四：公司出口业务转变



资料来源：公司公告，群益证券

未来拓展二：行业产业链整合，适应的服务模式转变，为持续成长助力

目前，公司已经是国内高温合成纤维滤料领军企业，随着市场扩容及销售规模的扩大，我们认为，公司将有行业整合的能力。特别是进入高端合成纤维滤料上游，从而进一步增强公司在成本控制方面的能力。

在横向产业链方面，随着公司在电力市场的巩固、垃圾焚烧的成功，公司也有能力兼并收购玻纤滤料企业，从而扩大自己的产品范围，充分分享高温滤料市场由蓝海转向红海之变的巨大商机。

在服务模式上，随着更新市场的崛起，公司也将由单纯配套主机销售服务转变为滤料整体解决方案一体化提供商转变。

公司毛利率稳定，未来仍将保持高水准

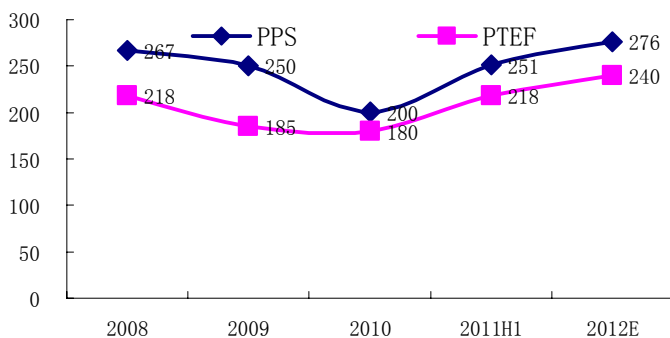
公司产品销售模式采用成本加成一定盈利来定价策略，毛利率控制的核心在于上游原材料及向下游转嫁能力。

从上游看，高温合成化纤滤料的产品主要原料为高温合成化学纤维，约占生产成本的80%左右(见图九)。过去由于国内袋式除尘行业发展比较薄弱，国产化率比较低，主要依靠进口，应用成本较高。近两年来，我国在上述产品科研领域取得了重大突破，**部分高温合成化纤的国产化率提高到60.0%，成本降低20.0%~30.0%**。国产化率提高，原料市场出现良性竞争态势，有利于提升公司业绩：(1)降低公司采购成本；(2)有利于公司销售规模的扩大，高性能合成纤维的国产化也有利于公司高温滤料产品结构的升级，加快公司高性能高温滤料在各个行业内的推广应用，对公司销售规模的扩大和销售收入的增长有明显的促进作用。

从下游看，公司产品是非标产品，不同行业的用户其工况条件适合的滤料方案差异较大，规格与技术参数等指标需要结合用户实际情况和要求来设计，高温滤料行业具有较高壁垒，“量身定制、订单生产”的定价原则使得公司向下游转嫁能力较强。从2010年以来，PTFE及PPS呈现走高趋势(见图十一)，公司通过内部成本控制、下游转嫁方式，毛利率仍维持在30.0%左右的水准(见图十)。

图表十五：主要原材料价格走势

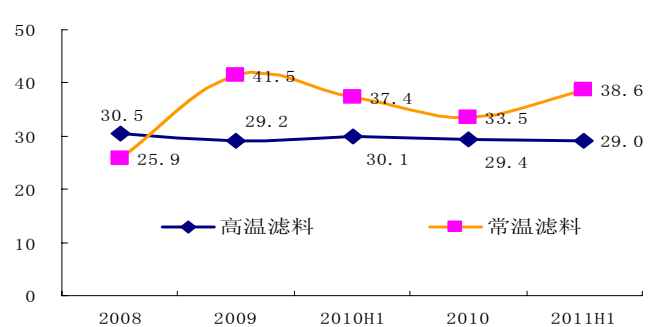
单位：元/kg



资料来源：公司公告，群益证券

图表十六：公司毛利率水准

单位：%



资料来源：公司公告，群益证券

产能进入释放期，新生产线带来新工艺，有效降低成本，并将借此推出附加值更高的产品与服务，破解的不仅是产能，更是盈利能力的提升

公司目前产能 300 万 m² 的产能，产能利用率均保持在 90% 以上。其中 2008 年以来，公司产能利用率达到 108%，超负荷生产。我们认为，作为朝阳行业，下游需求旺盛，公司业绩增长的主要瓶颈将是来自于产能的受限。

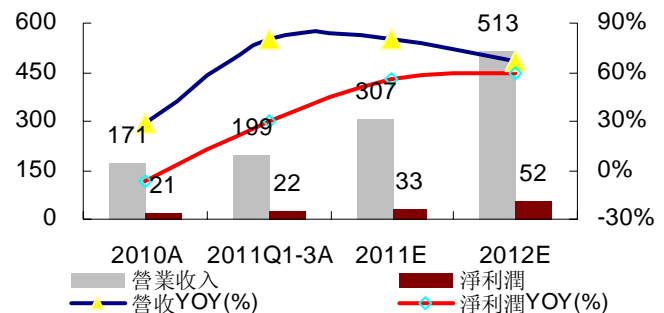
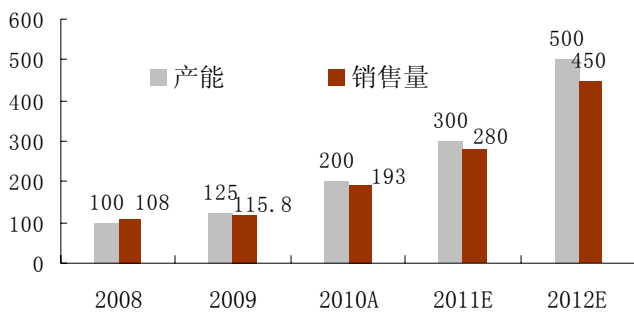
进入 2011 年底，公司募投 1.5 亿元新生产线建成，预计今年有部份生产线投入使用，2012 年公司产能将达到 500 万 m²，产能瓶颈有效解决。公司新生产线采用新工艺，采用最新技术针刺材料，将有效降低公司材料成本 10.0%~20.0%。与此同时，公司将推出更加优化的产品系列，提供更高附加值的服务，因此，我们认为，产能的提升破解的不仅是产能，更是公司产品结构的提升，盈利能力的增强。

我们预计公司 2011、2012 年高温滤料产销量分别在 280 万、450 万 m²，在公司毛利率稳定情形下，随着产能突破营收规模大幅增长，公司 2010-2012 年三年业绩净利润 CAGR 将近 60%，进入高速增长的快车道。

图表十七：公司产能规划表

单位：万 m² 图表十八：公司业绩预测

单位：百万元 / %



资料来源：群益证券

资料来源：公司公告，群益证券

盈利预测

目前，公司已经实施股权激励计划，对稳定及激励公司管理层具有正面作用。行业上看，政策推动了袋式除尘器的快速发展，高温滤料市场将由“蓝海”走向“红海”，公司作为高温滤料龙头，也将伴随崛起。

预计公司 2011、12 年实现营收 3.07 亿元 (YOY+79.9%)、5.46 亿元 (YOY+67.0%)，实现净利润 0.33 亿元 (YOY+55.6%)、0.52 亿元 (YOY+59.2%)，EPS 0.63、1.00 元，当前股价对应 2011、2012 年动态 PE 43X、27X。考虑公司所处行业景气度步入黄金期，公司作为龙头企业，未来高增长是大概率事件，享有高溢价，给予“买入”评级，目标价 32.0 元，对应 2012 年 32 倍 P/E。

表九：行业重点公司估值比较

项目	EPS			PE		
代码 名称	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002573 国电清新	0.22	0.38	0.74	112	65	33
600388 龙净环保	1.10	1.16	1.45	23	22	18
300105 龙源技术	0.66	0.97	1.88	87	59	31
600475 华光股份	0.55	0.60	0.81	34	31	23
行业平均				64	44	26
300056 三维丝	0.40	0.63	1.00	67	43	27

资料来源：群益证券

注：股价以 2011/11/11 收盘价计算

预期报酬 (Expected Return: ER) 为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	85	132	171	307	513
经营成本	60	93	120	215	359
营业税金及附加	0	0	0	1	2
销售费用	4	5	10	23	40
管理费用	6	11	20	35	58
财务费用	-0	1	0	0	5
资产减值损失	2	1	4	5	5
投资收益	-	-	3	4	5
营业利润	13	22	20	31	48
营业外收入	2	5	6	6	6
营业外支出	-	-	0	0	1
利润总额	15	27	26	37	53
所得税	2	4	5	7	9
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	13	23	21	33	52

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
货币资金	18	39	206	181	216
应收帐款	23	41	80	121	217
存货	22	26	47	61	92
流动资产合计	73	117	360	407	588
长期投资净额	-	-	-	-	-
固定资产合计	15	36	55	71	128
在建工程	-	16	31	49	10
无形资产	17	59	97	138	158
资产总计	90	176	457	545	746
流动负债合计	29	86	91	110	153
长期负债合计	5	11	10	11	16
负债合计	34	97	101	121	169
少数股东权益	-	-	-	-	-
股东权益合计	57	79	356	424	577
负债和股东权益总计	90	176	457	545	746

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010F	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	-7	18	-6	-22	39
投资活动产生的现金流量净额	-8	-22	-195	-65	-14
筹资活动产生的现金流量净额	16	48	73	62	9
现金及现金等价物净增加额	1	44	-128	-25	34

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。