

高温滤袋下游需求增长稳定，业绩成长确定性高

2012年5月10日

推荐/首次

三维丝

调研报告

——三维丝（300056）调研报告

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号：S1480510120014 Email: yangrm@dxzq.net.cn
联系人：梁博	010-66554046	执业证书编号：S1480112020012 Email: liangbo@dxzq.net.cn

事件：

近日我们拜访了三维丝公司，就高温滤袋行业的发展趋势、公司的经营情况以及公司未来规划等问题与公司管理层进行了交流。

观点：

1、募投项目建成投产，2012年产销量同比增长有望达到50%。

公司主营产品为化纤类“**高温滤袋**”，是袋式除尘的核心部件，主要应用于烟气除尘领域。2011年公司销售高温滤料约300万平米，平均价格约95元/平米，实现营业收入2.86亿元。2011年公司产能约240万平米，产能利用率超过100%，面临较大的产能压力。今年4月，公司募投的“300万平米微孔高温滤料项目”已经建成投产，缓解了产能不足的压力。我们预计今年公司高温滤料销量将达到450万平米，预计收入约4.3亿元。按照公司的“十二五规划”，公司计划到2015年产能增长至2000万平米，年营业收入达到15亿元。未来几年公司仍将处于高速增长期。

按终端市场分，2011年公司总销售额中约65%来自火电领域，15%来自水泥，10%来自出口，10%来自其他领域。公司目前有2种销售方式：（1）供货给环保工程公司，例如龙净环保、菲达股份等，这部分销售占比约80%；（2）直接给终端客户供货，主要是电厂客户的替换需求，这部分销售占比约20%。公司正在不断努力加大该部分业务的销售占比，以减少对工程公司的依赖，同时提升公司对产品的议价能力。

表 1：公司高温滤料产销量

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E
产能(万平米)	80	100	125	200	240	500
产量(万平米)	76	108	120	155	300	480
销量(万平米)	71	96	111	150	300	450
平均售价(元/平米)	86	89	119	114	95	95

资料来源：东兴证券研究所

2、政府、民众关注大气污染问题，排放标准不断提升。

近年来PM2.5成为公众关注的焦点，全社会对大气烟尘污染的关注度不断提高。政府也通过修订行业标准提升了火电、水泥等行业的烟尘排放标准。我们预计未来垃圾焚烧、钢铁等行业的排放标准也会相应提升，接近欧美的排放标准。“十二五”期间下游行业的除尘工程投资保持高速增长是大概率事件，因此三维丝将受益于整个行业景气度的提升。

表 2：新版《火电厂大气污染物排放标准》烟尘的排放标准

	地区	污染物排放标准 (mg/m ³)
燃煤锅炉烟尘排放量限值	一般地区	30
燃煤锅炉烟尘排放量限值	重点地区	20
燃油锅炉烟尘排放量限值	一般地区	30
燃油锅炉烟尘排放量限值	重点地区	20
天然气锅炉烟尘排放量限值	一般地区	5
天然气锅炉烟尘排放量限值	重点地区	5

资料来源：火电厂大气污染物排放标准

表 3：水泥工业大气污染物排放标准

适用时段	具体时间	执行标准 (mg/m ³)
过渡期	2006年7月1日-2009年12月31日	100
过渡期之后	2010年1月1日起	50

资料来源：公司招股说明书

表 4：其他行业国内外烟尘排放标准比较

行业	我国现行排放标准 (mg/m ³)	欧美排放标准 (mg/m ³)	预计我国未来的排放标准 (mg/m ³)
垃圾焚烧	80	5	10

钢铁、电解铝、氧化铝等

100-150

30-50

50

资料来源：公司招股说明书

3、电除尘、袋除尘各有优劣，目前火电领域电除尘仍是主流。

公司总销售额中约65%来自火电。在火电领域，主要尾气除尘方法包括电除尘、袋除尘以及电袋复合除尘。当前国内火力发电领域电除尘依然是主流，约占整个市场份额的85%-90%，袋除尘的比例在10%左右。两种除尘方法的优缺点如下：

电除尘的优点包括：烟气处理量大，适应高温环境，阻力小，维护费用低；

电除尘的缺点包括：无法适用不同煤种产生的烟气，占地面积大，无法在线维修。

袋除尘的优点包括：结构简单，占地面积小，可适应不同煤种产生的烟气，除尘效果稳定；

袋除尘的缺点包括：无法适应高温环境，滤袋需要定期更换，后期维护费用较高；

表 5： 除尘方式比较

比较项目	袋除尘	电除尘	电袋复合除尘
除尘效率	除尘效率在 99； 烟尘排放浓度小于 50mg/m3	除尘效率在 99%； 烟尘排放浓度较不稳定	同袋式除尘器
分级效率	对 PM10 以下的粉尘具有很好的 过滤效果	对 PM10 以下的粉尘过滤效果较差	同袋式除尘器
设备阻力	一般在 1500Pa 左右	200-300Pa	600-1200Pa
设备投资	初期投资低，后期维护费用高	初期投资高，后期维护费用低	原电除尘改为电袋复合的成本 较低
土地投资	占地面积小	占地面积大	介于前两者之间
设备电耗	电耗小	电耗高	介于前两者之间
设备维护费用	滤料 2-3 年需更换,费用较高	需要维修电极	滤料更换费用，电极维修费用
日常运行管理	可在线维修	维修时需要停机	袋式除尘部分维修时可不停机

适用温度 280 摄氏度以下 可适用于 400 摄氏度以上 /

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

据了解，过去几年火电行业曾出现过安装袋除尘的高峰，但在实际运行中，也出现部分滤袋容易破损，无法适应高温、潮湿烟气的情况，另外更换滤袋的频率和成本也高于预期，导致火电企业采用单纯袋除尘的热情有所下降。我们预计未来火电领域电袋复合除尘将成为主流，该方法对高温滤袋的需求小于袋除尘，火电领域对高温滤袋的需求增速未来几年可能略有下降。

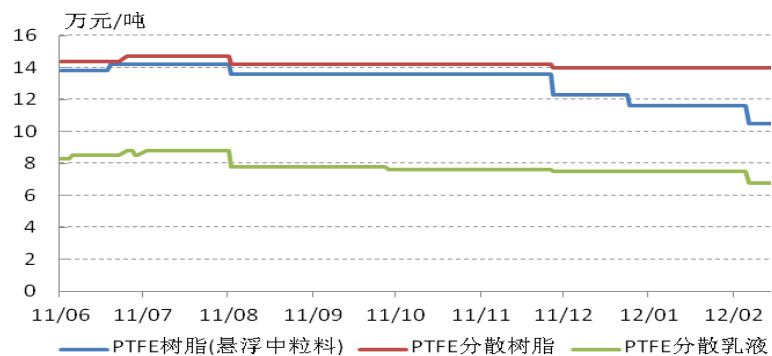
4、开拓水泥、垃圾焚烧等新应用市场。

除火电之外，水泥、垃圾焚烧、化工冶金、钢铁等行业的尾气除尘需求也在不断增长。公司近年来加大了在水泥领域的开拓力度，从2006年至今，公司销售收入中来自水泥行业的销售比例从不足5%上升至15%左右。目前，三维丝的产品已经配套了都江堰拉法基二期水泥生产线项目，取得了较好的使用效果。公司专门成立的水泥业务事业部，加强在水泥行业推广公司的袋除尘产品，消除客户对化纤类高温滤袋使用效果的担忧。公司预计随着化纤滤料耐高温性能的提升，水泥行业对公司产品的需求将保持较快增长。另外，垃圾焚烧发电项目在国内不断推广，公司将紧密跟踪行业发展动向，争取在这个新的领域取得突破。

5、原材料供应充足，成本压力略有下降。

耐高温化纤材料（包括聚苯硫醚（PPS），聚四氟乙烯（PTFE），芳纶等）是公司最主要的生产原料，占公司总生产成本的比重80%左右。2012年以来上游原料供应充足导致价格下跌，公司的成本压力有所下降。公司年消耗PPS（聚苯硫醚）约1000吨，国内供应商主要为德阳旭光，采购价格略低于10万元/吨；国外供应商包括日本东丽、东洋坊，价格约11-12万元/吨。2012年公司将逐步加大国内原料替代进口原料的比例。PTFE基本国内采购，目前PTFE短纤采购价约19-20万元/吨，长丝采购价在22-24万元/吨，两种材料采购价格较年初均有所下降，下降幅度在10%-15%之间。我们预计2012年原料成本较2011年平均降幅在10%左右，公司产品毛利率将稳定在30%左右。

图 1：聚四氟乙烯（PTFE）价格逐步回落



资料来源：中华商务网

6、2011年公司应收账款上升较快，侵蚀公司利润，今年公司将加大回款力度改善现金流。

2011年公司应收账款达到1.5亿元，较前一年增加7000万，公司为此计提约725万元的应收账款减值准备，导致公司增收不增利。出现上述情况的主要原因有2个：（1）2011年公司销售策略激进，给予下游客户过多的信用；（2）下游电厂客户2011年整体效益不佳，回款期较长。据介绍，公司应收账款中86%账龄在1年以内，真正的坏账风险不大。2012年1季报显示，公司加快了回款力度，回转了200多万减值准备。今年公司将在保证正常销售的情况加强回款力度，降低应收账款余额，改善经营现金流。

结论：

1、全社会对大气污染的重视和政府的推动导致烟尘处理的投资增加，公司核心产品化纤高温滤袋的需求过去几年保持了高速增长。2011年公司销售高温滤袋约300万平米，2012年产销量有望达到450万平米。火电烟气处理仍是公司最主要的市场，而水泥、垃圾焚烧等领域可能成为新的需求增长点。

2、今年4月公司募投项目300万平米高温滤料项目基本建成，投产后公司产能将达到500万平米。据了解，由于下游需求增长较快，产能消化问题不大。根据公司“十二五”规划，到2015年公司计划达到产能2000万平米，年营业收入15亿元。因此，未来几年公司仍将处于高速发展期。

3、2011年公司采用激进的销售方式，给予下游客户过高的信用额度，虽然销售收入增加约67%，但应收账款也激增至1.5亿元，公司计提了约725万元应收账款减值准备，影响了公司的利润水平。2012年公司加强了货款的回收，一季度已经回转了200多万减值准备，预计全年应收账款余额将下降，经营现金流情况将改善。

4、预计公司2012-2014年EPS分别为0.46元，0.70元和1.12元，整个行业将保持较高景气度，给予公司“推荐”评级。

风险提示：

1、公司目前对火电领域的依赖度较高，如果未来火电领域对高温滤袋需求出现下降，而公司又无法开拓新的应用领域，可能导致公司销售增速低于预期。

2、公司赊销比例较高，导致应收账款余额较高，如果下游盈利能力恶化，可能会导致回款速度较慢，坏账增多。

表 6： 公司三表

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	171	294	428	666	850
营业成本	120	210	307	490	595
销售费用	10	22	26	37	47

管理费用	20	29	43	67	85
财务费用	0	3	5	8	10
投资收益	3	0	0	10	10
营业利润	20	30	46	74	121
利润总额	26	35	52	79	126
所得税	5	5	8	13	20
净利润	21	30	43	66	106
归属母公司所有者的净利润	21	30	43	66	106
NOPLAT	20	33	51	82	131
基本每股收益 (元)	0.41	0.57	0.46	0.70	1.12

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	206	84	47	50	235
交易性金融资产	3	3	3	3	4
应收帐款	107	206	273	393	448
其他流动资产	13	42	61	95	121
存货	47	102	138	220	238
流动资产合计	373	434	519	758	1041
非流动资产	97	215	341	412	473
资产总计	470	649	860	1170	1515

短期借款	17	124	124	124	124
应付帐款	74	82	123	196	238
预收款项	0	1	0	1	2
流动负债合计	91	208	247	321	364
非流动负债	9	20	99	100	296
少数股东权益	0	7	7	7	7
母公司股东权益	457	649	860	1170	1515
净营运资本	281	227	272	436	677
投入资本 IC	307	308	309	310	311

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	21	30	43	66	106
折旧摊销	5	7	29	36	46
净营运资金增加	-6	-76	-10	-59	96
经营活动产生现金流	-7	-6	-5	-4	-3
投资活动产生现金流	-195	-61	31	61	87
融资活动产生现金流	219	113	0	1	2
现金净增 (减)	18	46	26	58	86

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士学位，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年煤化工和炼油装置设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有一年半石油化工研究经验。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。