

三维丝 (300056)

# 小巨人在“双引擎”助推下成长

买入 / 维持评级

股价：RMB36.38

分析师

肖晖  
SAC 执业证书编号:S1000208110160  
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

邵沙铎  
021-50106019 shaosk@lhqz.com

- 目前公司生产状况良好，根据我们的预计上半年公司销量大约占全年的 1/3 左右，全年销量将有望达到 250 万 m<sup>2</sup>。虽然公司产品在电力行业的售价有所下滑，下滑至 95 元/m<sup>2</sup> 左右，不过随着公司在水泥行业的拓展，公司整体售价下降幅度不大，毛利率也将保持在 30% 左右。
- 随着《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》的发布，在国家层面首次明确了袋式除尘方式在未来整个高温除尘领域的主导地位，公司发展的“外部引擎”已经全面启动，未来 5 年行业的复合增长率将有可能超出我们此前 45% 的预期，达到 50% 以上，而行业的爆发期也将提前至 2011 和 2012 年。
- 公司的新增产能不仅仅是简单的产能扩张，同时在设备水平、生产工艺等方面也进行了全面升级。新产能将采用目前国际先进的水刺工艺技术（国内唯一），这不仅可以进一步提升公司的产品性能和竞争力，使其达到国际先进水平，同时也会降低 20%-30% 的生产成本，提高公司的毛利率水平。
- 随着未来换袋市场规模的不断提高，我们预计五年后高温袋式除尘行业将形成电力、水泥、换袋和其他市场四分天下的局面，公司的营销方式也将由原来的主要依靠少数核心人员与除尘主机厂的合作，向依靠团队优势在与主机厂加强合作的同时，增加对终端客户的覆盖和服务，做广、做深、做精市场，公司在渠道建设、终端市场营销和服务的力度都将显著加强。
- 袋式和电袋复合除尘的年综合费用与静电除尘相比分别高 18.0% 和 11.9%。不过由于静电除尘对煤种要求较高，而现实又很难满足，因此其难以稳定满足除尘标准。同时随着高温滤料产品性能不断提高，滤袋使用寿命可进一步提高，对高温烟气阻力也会进一步降低，袋式和电袋复合除尘的折旧和电耗未来都会有所降低，在成本增加不多的情况下比较优势将更加明显。
- 我们预计公司募资项目将在 2011 年下半年开始贡献业绩，因此维持公司 2010 和 2011 年 0.75 元/股和 1.18 元/股的盈利预测，并将公司 2012 年的 EPS 提高到 1.98 元/股，公司 2010-2012 年三年的年复合增长率将达到 65%，继续给予公司“买入”评级。

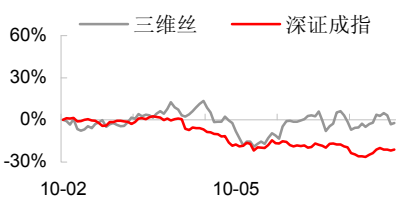
相关研究

- 公司研究-三维丝 (300056) 100526: 五年见证一个成长的故事 (买入)
- 公司研究-三维丝 (300056) 100422: 小巨人发力，超预期是大概率 (买入)
- 公司研究-三维丝 (300056) 100302: 高温环保材料小巨人 (买入)

基础数据

总股本 (百万股)	52
流通 A 股 (百万股)	13
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	473

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	132.1	16.8	246.6	342.1	552.8
(+/-%)	54.8	67.4	86.7	38.8	61.6
归属母公司净利润(百万元)	22.6	0.3	38.9	61.3	103.0
(+/-%)	78.9	270.1	71.8	57.5	68.2
EPS(元)	0.44	0.01	0.75	1.18	1.98
P/E(倍)	83.5	80.84	48.6	30.9	18.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 主要盈利预测

目前公司生产状况良好, 根据我们的预计上半年公司销量大约占全年的 1/3 左右, 全年销量将有望达到 250 万 m<sup>2</sup>。虽然公司产品在电力行业的售价有所下滑, 下滑至 95 元/m<sup>2</sup> 左右, 不过随着公司在水泥行业的拓展, 公司整体售价下降幅度不大, 毛利率也将保持在 30% 左右。针对水泥行业的产品“窑之星”目前售价 160 元/m<sup>2</sup>, 我们预计今年在水泥行业收入将占总销售收入的 20% 以上。

我们预计公司募资项目将在 2011 年下半年开始贡献业绩, 因此维持公司 2010 和 2011 年 0.75 元/股和 1.18 元/股的盈利预测, 而将公司 2012 年的 EPS 提高到 1.98 元/股, 公司在 2010-2012 年三年的年复合增长率将达到 65%, 继续给予公司“买入”评级。

**表 1 盈利预测核心假设**

名称	2010E	2011E	2012E
<b>高温滤料系列产品</b>			
收入 (万元)	24075	33600	54600
价格 (元/平方米)	107.0	105.0	105.0
毛利率	30.84%	33.33%	34.29%
销量 (万平方米)	225	320	520
单位成本 (元/平方米)	74.0	70.0	69.0
成本 (万元)	16650	22400	35880
<b>常温滤料系列产品</b>			
收入 (万元)	500	500	500
价格 (元/平方米)	20.0	20.0	20.0
毛利率	44.34%	38.77%	32.65%
销量 (万平方米)	25	25	25
单位成本 (元/平方米)	11.1	12.2	13.5
成本 (万元)	278	306	337
<b>其它</b>			
收入 (万元)	82	113	183
毛利率	9.74%	12.75%	13.87%
成本 (万元)	74	99	158
<b>营业收入 (万元)</b>	<b>24657</b>	<b>34213</b>	<b>55283</b>
<b>营业成本 (万元)</b>	<b>17002</b>	<b>22805</b>	<b>36375</b>
<b>毛利率</b>	<b>31.04%</b>	<b>33.34%</b>	<b>34.20%</b>
<b>销量 (万平方米)</b>	<b>250</b>	<b>345</b>	<b>545</b>

资料来源: 华泰联合证券研究所

## 外部引擎——袋式除尘将成为高温除尘领域的主导方式

近日国务院转发了由环保部联合发改委等九部委制定的《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》，意见第四条指出：“**加大颗粒物污染防治力度。使用工业锅炉的企业以及水泥厂、火电厂应采用袋式等高效除尘技术。**”这是国务院出台的第一个专门针对大气污染防治的综合性政策文件，该意见的出台标志着我国大气环境保护工作进入新的发展阶段。

该意见首次从国家层面明确了未来袋式除尘方式在整个高温除尘领域的主导地位。这必将进一步刺激高温袋式除尘行业高速增长，短期内将有大量使用工业锅炉的企业以及火电厂、水泥厂在除尘方式上转向袋式除尘或是电袋复合除尘。

作为高温袋式除尘中的核心——高性能高温滤料行业，将直接收益于此政策。同时随着水泥行业除尘标准已经正式由  $100\text{mg}/\text{m}^3$  提高至  $50\text{mg}/\text{m}^3$ （水泥行业新标准已公布），电力行业除尘标准由现在的  $50\text{mg}/\text{m}^3$  提升至  $30\text{mg}/\text{m}^3$ （据了解电力行业的新标准将在今年 9 月公布，明年开始实施），袋式除尘高性能高温滤料未来 5 年的复合增长率将有可能超出我们此前 45% 的预期，达到 50% 以上的复合增长率，而行业的爆发期也将提前至 2011 和 2012 年。

## 内部引擎——募投项目产品规模和竞争力都将实现飞跃

目前公司计划增加使用与主营业务相关的营运资金（即超募资金）6,252.12 万元用于投入“高性能微孔滤料生产线建设项目”。项目规模由原来的 200 万  $\text{m}^2$ ，提升至 300 万  $\text{m}^2$ ，项目预计在 2011 年全部建成投产。

公司利用超募资金进一步扩充了产能，这不仅说明了公司对于高温袋式除尘市场的发展充满信心，同时也使我们提高了对公司在 2012 年的业绩预期，我们将公司 2012 年的 EPS 预测由 1.74 元/股提高至 1.98 元/股，公司在 2010-2012 年三年的年复合增长率将达到 65%。

公司的新增产能不仅仅是简单的产能扩张，同时在设备水平、生产工艺等方面也进行了全面升级。新产能将采用目前国际先进的水刺工艺技术（国内唯一），这不仅可以进一步提升公司的产品性能和竞争力，使其达到国际先进水平，同时也会降低 20%-30% 的生产成本，提高公司的毛利率水平。

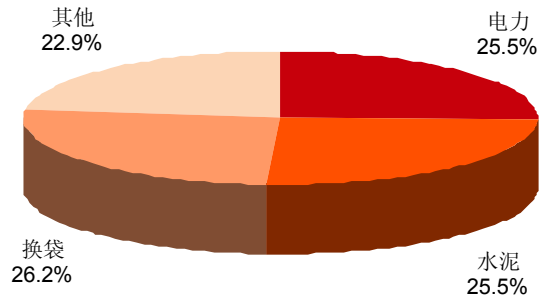
## 营销服务是两大引擎的保障

目前公司拟投入与主营业务相关的营运资金（即超募资金）2,235 万元用于营销服务网络建设项目。公司将在全国范围内新设立或充实原有的区域营销服务中心：主要包括北京营销服务中心、华中营销服务中心、华东营销服务中心、华南营销服务中心、西北营销服务中心、西南营销服务中心。

公司利用超募资金全面增强自身营销服务能力，未来公司将在全国范围进行市场区域划分和布局，为换袋市场的大规模发展和在电力、水泥、化工、钢铁、垃圾焚烧、外贸（出口）六大市场的全面进军做好准备（其中目前电力行业比例最大，水泥行业异军突起，其他行业在积极拓展）。

随着未来换袋市场规模的不断提高，我们预计五年后高温袋式除尘行业将形成电力、水泥、换袋和其他市场四分天下的局面，公司的营销方式也将由原来的主要依靠少数核心人员与除尘主机厂的合作，向依靠团队优势在与主机厂加强合作的同时，增加对终端客户的覆盖和服务，做广、做深、做精市场，公司在渠道建设、终端市场营销和服务的力度都将显著加强。

图 1：五年后市场结构四分天下



资料来源：华泰联合证券研究所

公司是目前在创业板里，为数不多的将募集资金（包括超募资金）全部用于发展主业的公司之一，这一方面表现出公司对未来发展的信心，同时也说明公司有着明确的发展规划和良好的资金使用效率。

### 静电除尘、袋式除尘和电袋复合除尘方式经济性比较

从袋式除尘、静电除尘和电袋复合除尘的比较来看，袋式除尘和电袋复合除尘的年综合费用（年化费用）与静电除尘相比分别高 18.0%和 11.9%。其中初始投资和年运行费用静电除尘较高，但由于需要换袋的原因，袋式除尘和电袋复合除尘的折旧费用较高，这也使得袋式除尘和电袋复合除尘的年化费用略高。不过由于静电除尘对煤种的要求较高，而现实条件又很难满足，因此静电除尘难以稳定满足除尘标准。同时随着高性能高温滤料产品性能的不不断提高，滤袋的使用寿命有望进一步提高，对高温烟气的阻力也有望进一步降低，袋式除尘和电袋复合除尘的折旧成本和整体电耗未来都会有所降低，使其在成本增加不多的情况下比较优势更加明显。

从初始投资来看，电袋复合除尘初始投资最高，其次是静电除尘，最低的是袋式除尘；从年运行费用来看，静电除尘运行费用最高，其次是袋式除尘，最低的是电袋复合除尘；从折旧来看，由于袋式除尘滤袋的使用寿命一般在 4 年，因此年折旧费用袋式除尘最高，其次是电袋复合除尘，最低时静电除尘。

#### 假设条件

- 1、新建一套 600MW 火电机组，处理烟气量按 360 万  $m^3/h$
- 2、入口烟气含尘浓度为 30-40 $g/m^3$

- 3、要求排放浓度 $\leq 50 \text{ mg/m}^3$
- 4、粉尘的比电阻 $< 10^{11} \Omega \cdot \text{cm}$
- 5、若采用静电除尘方式：需要电场数量为 5 个，主要考虑极板、极线、轴承、锤头、瓷套、瓷轴等易损件更换
- 6、若采用袋式除尘方式：过滤速度为 1m/min，滤袋寿命按 4 年，笼骨、脉冲阀寿命按 8 年
- 7、若采用电袋复合除尘方式：静电除尘器需要电场数量为 2 个，除尘效率 90%，袋式除尘器过滤速度为 1.2m/min，滤袋寿命按 4 年，笼骨、脉冲阀寿命按 8 年
- 8、电费按 0.4 元/kwh
- 9、运行时间按 7500h
- 10、土地成本按 20 万元/亩
- 11、除尘器主机使用寿命按 20 年

**表 2：袋式除尘、静电除尘和电袋复合除尘比较**

比较项目		袋式除尘	静电除尘	电袋复合除尘	
性能	除尘效率	除尘效率在 99.99%，烟尘排放浓度小于 $50 \text{ mg/m}^3$ ，无论煤种变化，排放都可达标	除尘效率在 99%，烟尘排放浓度较难稳定小于 $50 \text{ mg/m}^3$ ，只有对设计煤种方可达标	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差	同袋式除尘器	
	设备阻力	$< 1500 \text{ Pa}$	200 ~ 300Pa	600 ~ 1200Pa	
成本 (万元)	初始投资	设备投资	3431	3500	4025
		土地成本	40	90	60
		<b>合计</b>	<b>3471</b>	<b>3590</b>	<b>4085</b>
	运行费用	年电耗费用*	483	447	422
		年易损件更换费用	0	39	0
		<b>合计</b>	<b>483</b>	<b>486</b>	<b>422</b>
	折旧	滤袋、笼骨年折旧费用	250	0	208
		除滤袋、笼骨外的年设备折旧	116.55	175	155.49
		土地年成本	2	4.5	3
		<b>合计</b>	<b>368.55</b>	<b>179.5</b>	<b>366.49</b>

	年化费用合计	891.55	755.5	845.49
日常运行管理		能在线分室维修	维修时须要停机	能在线分通道检修但不能在线分室检修

资料来源：华泰联合证券研究所

袋式除尘的除尘效率与滤袋过滤性能有较大的关系，一般其排放浓度可控制在  $30\text{mg}/\text{m}^3$  左右，通过更换更高性能滤袋，可以达到更低的排放浓度，甚至达到  $10\text{mg}/\text{m}^3$  以下。

静电除尘效率与烟气中颗粒物的荷电能力有较大的关系，一般认为其排放浓度可控制在  $50\sim 100\text{mg}/\text{m}^3$  之间，但通过控制入口烟气成分可以一定程度上降低电除尘器的出口排放浓度，达到  $50\text{mg}/\text{m}^3$  的排放标准。如火电厂使用特定燃煤品种或燃油燃气等洁净燃料可降低电除尘器出口排放浓度，但我国火电厂主要以煤炭作为燃料，煤炭需求紧张，电厂应用的燃煤品种不稳定，一般很难达到设计煤种要求，导致入口烟气成分经常变化，使得电除尘器难以稳定达到排放标准。此外，增加电场数量可以提高除尘效率，但成本将大幅上升，且效果有限。

\*电耗费用具体如下：

**表 3：电耗费用比较**

项目	静电除尘	袋式除尘	电袋复合除尘
阻力导致风机功率消耗 (KW)	290	1410	940
空压机功率消耗 (KW)	0	180	60
冷冻干燥机功率消耗 (KW)	0	20	8
静电除尘器运行功率消耗 (KW)	1200	0	400
功率消耗合计 (KW)	1490	1610	1408
电耗费用合计 (万元/年)	447	483	422

资料来源：华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	117	367	399	515	<b>营业收入</b>	132	247	342	553
现金	39	226	205	204	营业成本	93	170	228	364
应收账款	41	69	96	156	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	2	4	5	9	营业费用	5	12	17	27
预付账款	3	5	6	10	管理费用	11	25	34	49
存货	26	51	68	109	财务费用	1	-3	-5	-5
其他流动资产	7	12	17	28	资产减值损失	1	2	2	2
<b>非流动资产</b>	59	99	134	137	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	36	76	116	131	<b>营业利润</b>	22	41	67	116
无形资产	5	0	-5	-10	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	18	22	23	16	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	176	466	533	652	<b>利润总额</b>	27	46	72	121
<b>流动负债</b>	86	76	81	97	所得税	4	7	11	18
短期借款	37	5	5	5	<b>净利润</b>	23	39	61	103
应付账款	38	50	50	50	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	12	21	26	42	<b>归属母公司净利润</b>	23	39	61	103
<b>非流动负债</b>	11	7	8	8	EBITDA	25	42	70	123
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.75	1.18	1.98
其他非流动负债	11	7	8	8					
<b>负债合计</b>	97	83	89	105	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	39	52	52	52	<b>成长能力</b>				
资本公积	18	271	271	271	营业收入	54.8%	86.6%	38.8%	61.6%
留存收益	23	60	121	224	营业利润	62.2%	88.7%	64.5%	73.3%
归属母公司股东权益	79	383	444	547	归属于母公司净利润	78.9%	71.8%	57.4%	68.2%
<b>负债和股东权益</b>	176	466	533	652	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	29.6%	31.0%	33.3%	34.2%
					净利率(%)	17.1%	15.8%	17.9%	18.6%
					ROE(%)	28.5%	10.2%	13.8%	18.8%
					ROIC(%)	21.7%	19.2%	21.2%	26.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	55.0%	17.8%	16.6%	16.1%
					净负债比率(%)	-2.4%	-57.7%	-45.1%	-36.4%
					流动比率	1.36	4.86	4.95	5.33
					速动比率	1.06	4.19	4.10	4.20
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.99	0.77	0.69	0.93
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	3.72	3.88	4.56	7.27
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.75	1.18	1.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-0.07	0.37	0.18
					每股净资产(最新摊薄)	1.53	7.37	8.54	10.52
					<b>估值比率</b>				
					P/E	83.55	48.63	30.89	18.36
					P/B	23.82	4.94	4.26	3.46
					EV/EBITDA	75	45	27	15

数据来源: 华泰联合证券研究所.

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com