

2010-06-07

盛运股份 300090.SZ

成长可期的节能环保概念股

◇ 报告起因: IPO

◆国内领先的环保设备和输送机械提供商, 产品系列可发挥协同效应

公司是国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体, 生产干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的企业, 同时公司也是国内少数几个能生产大运量、长距离的大型带式传输机的企业。公司产品广泛应用于建材、水泥、电力、钢铁、矿山、垃圾焚烧尾气处理等多个行业。

下游客户选择了环保设备会协同采购公司的输送设备, 公司在采购信息等方面能实现资源互补, 同时在原材料的管理采购、流程控制及网络方面有很强的协同效应。

◆垃圾焚烧电厂和尾气处理设备前景广阔

随着我国城镇化率的提高, 我国的垃圾处理产业也蓬勃发展起来。“十一五”期间城市生活垃圾建设投资需求 1300~1500 亿元, 而据此推测, “十一五”期间垃圾焚烧炉尾气净化处理设备的市场容量可达 100 亿元以上。

公司环保产品干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备因为其技术优势, 成功将烟气中二噁英的含量大大降低到欧盟标准之下, 在市场上获得越来越多的认同。

◆募集资金项目—提升产能, 抢占市场

目前公司输送机械和环保机械在手订单分别为 2.84 亿和 1.72 亿元, 合同总额为 4.56 亿元, 相当于 2009 年全年销售收入的 1.5 倍。募投项目将解决公司目前产能不足及销售订单高速增长之间的矛盾, 进一步提高公司的市场占有率及抢占高端市场的能力。

垃圾焚烧尾气处理市场是发行人未来环保设备市场开拓的重点, 而传输机械将持续加大新产品开发力度, 以保持在内业的技术优势。

◆合理估值区间: 13-15 元

此次发行后, 摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.50、0.66、0.80 元。我们考虑同行业上市公司估值, 再结合 DCF 估值。给与公司 2010 年 26-30 倍的 PE, 公司上市的合理申购价格区间为 13-15 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	218	314	445	553	682
净利润(百万元)	40	49	63	85	103
每股收益	0.31	0.38	0.50	0.66	0.80
经营性 ROIC	13.82%	10.26%	10.50%	12.51%	12.99%
ROE(归属母公司) (摊薄)	20.02%	16.30%	6.99%	8.55%	9.40%

合理申购价格 13-15 元

预计上市合理价 16-18 元

询价开始日期 6 月 6 日

分析师:

恽敏(执业证书编号: S0930206110104)

联系人: 邹润芳

021-22169041

zourf@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	32
发行后总股本(百万股)	128
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-06-11
主承销商	太平洋证券股份有限公司
主要股东	开晓胜
第一大股东持有比例(%)	48.20%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
总金额	-

相关报告:

一、国内领先的环保设备和输送机械提供商企业

1.1 公司国内领先的环保设备和输送机械提供商

公司主营环保设备产品和输送机械产品的研发、生产和销售。公司主要产品是干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备和各式新型带式输送机械，广泛应用于建材、水泥、电力、钢铁、矿山、港口、化工、垃圾焚烧尾气处理等多个行业。

1.2 公司主营产品中环保设备占比提升

环保设备具有独创技术优势：国内首家将干法脱硫与除尘工艺融为一体，生产干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的企业。该产品已获国家重点新产品计划立项、被安徽省科技厅认定为高新技术产品。公司研发的干法脱硫除尘一体化技术被中国环境保护产业协会推荐为“国家重点环境保护实用技术（B类）”，产品综合竞争力较强，销售收入保持快速增长。

输送机械行业知名：公司是国内少数几个能生产带宽2米以上，长度5千米以上大运量、长距离的大型带式传输机的企业，产品远销国内外，公司几种型号带式输送机械被安徽省科技厅认定为高新技术产品，根据《中国重型工业年鉴（2008）》统计数据，2007年公司输送机械产品产值在全国同类产品排名第11位；根据中国重型机械协会2009年统计数据，2009年公司输送机械产品产值在全国同类产品排名第6位。

图表1：干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备产品



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图表 2：重型输送机



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图表 3：带式输送机

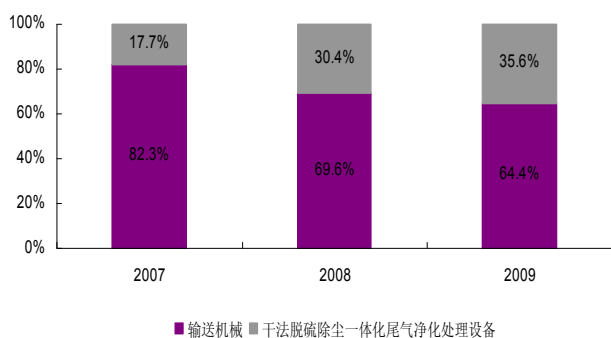


资料来源：招股说明书，光大证券研究所

环保设备占收入比重提升

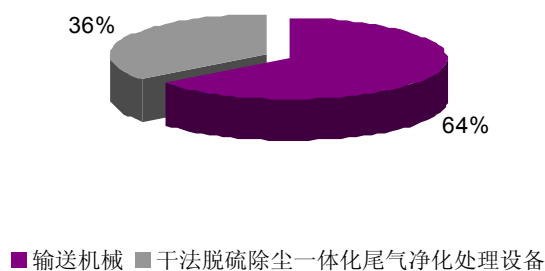
公司紧跟国家和行业政策，大力发展节能环保设备产业，2007-2009 年，环保设备年均复合增长率超过110%，目前已占公司主营业务的35.6%

图表 4：公司收入结构



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图表 5：带式输送机



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

1.3 公司产品系列完整，可以相互协同作战

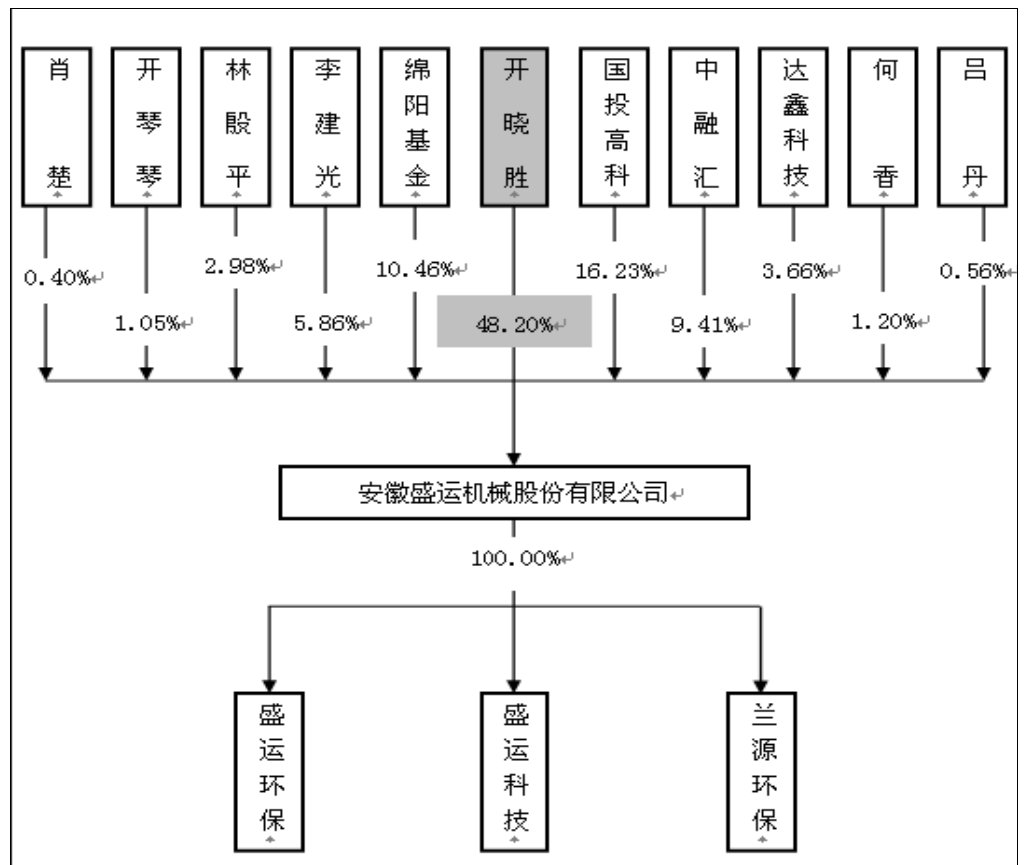
公司两大主营业务由于应用范围很多重合，广泛用于建材水泥、钢铁、矿山、垃圾焚烧等领域。很多下游客户选择了环保设备会协同采购公司的输送设备，公司在采购信息等方面能实现资源互补，同时上游主要原材料都是钢材，原材料的管理采购、流程控制及网络方面有很强的统一性。

1.4 股权相对集中，创投机构较多

公司创始人开晓胜控制公司股权，是公司的实际控制人，有很大的动力经营好公司。

此外，我们注意到，可能是公司业务对创投机构及个人比较有吸引力。公司控股股东很多是后续跟进的创投机构。我们提示经理层是否有足够的动力去经营好公司的风险。

图表6：公司股权结构



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

二、环保设备迎朝阳，传输机械正当午

2.1 我国大气污染形势仍严峻

国务院发布的《节能减排综合性工作方案》要求到2010年单位GDP能耗比2005年下降20%左右，到2010年二氧化硫排放量由2005年的2549万吨下降到2010年的2295万吨，减少10%。

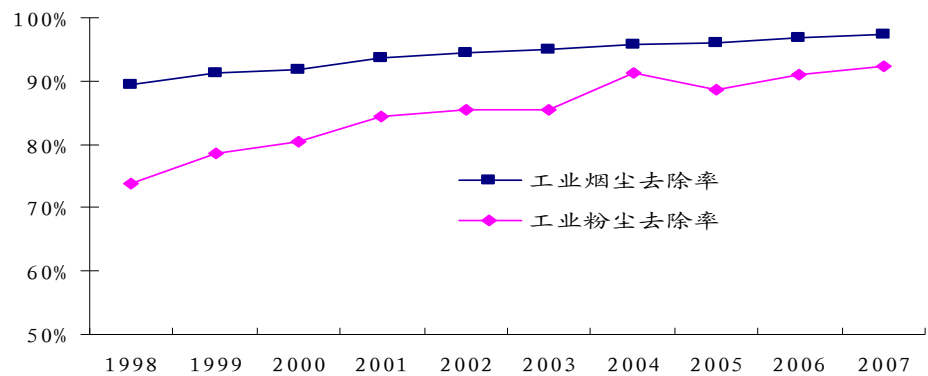
2007年CO₂和二氧化硫排放量实现双下降，主要污染物排放量首次出现“拐点”；CO₂排放量1383.3万吨，同比下降3.1%，二氧化硫排放量2468.1万吨，同比下降4.6%。2008年COD排放量比2005年下降了6.6%，二氧化硫排放量下降8.9%；“十一五”前三年时间完成任务超过一半。

根据“十一五”规划的内容和前三年环保投资、污染治理情况，预计2010年环保投资将达到5000亿元。

除尘市场较为饱和，依赖改造需求

2007年我国工业烟尘和工业粉尘的去除率分别达到97.3%、92.3%，各个细分行业的去除率也基本在70%以上。因此新增需求会减少，而相应改造需求会提升。

图表7：工业烟尘和工业粉尘去除率



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

新增需求主要来源于设备的更新换代和烟尘排放标准提升后新增需求。

2.2 垃圾焚烧电厂前景广阔

随着我国城镇化率的提高，我国的垃圾处理产业也蓬勃发展起来。2008 年，我国城市生活垃圾无害化处理量为 1.03 亿吨，其中卫生填埋 8,424 万吨，占 82%，焚烧处理 1,570 万吨，占 15.2%；堆肥处理 174 万吨，仅占 1.7%。

据统计，“十一五”期间城市生活垃圾建设投资需要 1,300 ~ 1,500 亿元（《中国环境保护产业市场供求指南 2006》），一般情况下，垃圾焚烧尾气净化处理设备占垃圾焚烧处理设备总投资的 10% 左右，据此测算，“十一五”期间垃圾焚烧炉尾气净化处理设备的市场容量可达 100 亿元以上。

在有效控制二噁英排放的前提下，垃圾焚烧处理技术正得到大力推广

在垃圾处理方法上，有过很多的争议和反复，但是目前通过焚烧垃圾发电来处理垃圾因为其相对优点逐渐被大家接受，此方法争议的地方时垃圾焚烧过程中容易产生一种致癌物质二噁英。目前有些环保企业已经能有效降低二噁英含量。

图表8：几种垃圾处理方法对比

项目	填埋	焚烧	堆肥
操作安全性	较好，注意防火	好	好
技术可靠性	可靠	可靠	可靠
占地	大	小	中
选址	较困难，要考虑地形、地质条件，防止地表水、地下水污染，一般远离市区，运输距离较远。	易，可靠近市区建设，运输距离较近。	较易，仅需避开居民密集区，气味影响半径小于 200m，运输距离适中。
适用条件	无机物 > 60%，含水量 < 30%，密度 > 0.5 t/d	垃圾低位热值 > 3300 kJ/kg 时不需添加辅助燃料。	从无害化角度，垃圾中可生物降解有机物 ≥ 10%，从肥效出发应 > 40%。
最终处置	无	仅残渣需作填埋处理，为初始量的 10%。	非堆肥物需作填埋处理，为初始量的 20-25%。

产品市场	可回收沼气发电。	能产生热能或电能。	建立稳定的堆肥市场较困难。
建设投资	较低	较高	适中
资源回收	无现场分选回收实例，但有潜在可能。	前处理工序可回收部分原料，但取决于垃圾中可利用物的比例。	同左

资料来源：中国社会经济调查研究中心《中国城市垃圾发电与沼气发电市场投资分析报告》

二噁英及其类似物的化学特性相近，有较高的沸点和熔点，不溶于水，亲脂性能很强，在机体内具有很强的蓄积性，在环境中的共同化学特性主要可概括为：热稳定性、低挥发性、脂溶性、环境稳定性，它在土壤中存在的半衰期长达9年~12年。

国际上对于垃圾焚烧产生的二噁英问题还没有很好彻底解决技术，只能从对垃圾进行分类减少氯源、改进炉体和反应塔结构工艺改变反应条件来减少二噁英的二次合成和对已生成的二噁英进行无害化处理。对于已生成的二噁英进行无害化处理时，主要采用活性炭来降低二噁英排量。

EPA(美国环保署)在2005年就发表报告指出二噁英具有强致癌性。国家在2008年将烟气排放中的二噁英标准由之前的1.0ng-TEQ/Nm³提高到现行的欧盟标准0.1ng-TEQ/Nm³，就表明国家科研机构已经越来越意识到二噁英对人体的危险了。

公司干法脱硫除尘一体化设备实现的二噁英排放指标远低于国家标准。公司的脱硫除尘设备成功将烟气中二噁英的含量大大降低到欧盟标准之下，体现出了公司强大的科研水平以及未来继续在技术上领先于竞争对手的能力。

垃圾电厂的推广取决于两个因素：上网电价优惠和处理垃圾补贴。

图表9：我国垃圾焚烧处理历年情况表

年份	焚烧厂数量(座)	焚烧处理规模(吨/日)	平均处理规模(吨/日)	焚烧处理量(万吨)
2001	36	6,520	181	170.2
2002	45	10,171	226	275.3
2003	47	15,000	319	369.9
2004	54	16,907	313	449.0
2005	67	33,010	493	791.0
2006	69	39,966	579	1,137.6
2007	66	44,682	677	1,435.1
2008	74	51,606	697	1,569.7

资料来源：中国建设部环境卫生工程技术研究中心《我国垃圾焚烧技术现状及发展预测》

垃圾焚烧尾气处理市场空间巨大，环保设备需求有望保持17%-21%的复合增长

环保设备需求主要取决于国家的相关政策，包括大气污染物排放标准、排污收

费标准以及国家规划的减排目标，这些政策近几年加强的趋势较为明显。

在国家环保政策的大力支持下，环保投资日益增加，我国环保产业得到了较快发展。到2015年，环保产业产值将占到GDP产值7%左右。按照此测算到2015年环保产业实际产值将是2008年的2.27倍。如果按照设备投入占整个产业的8%测算，2015年全国环保设备年投资规模将会在2,700亿元以上，在《环保机械行业“十一五”规划》所提出的2010年的目标的基础上，年均增长17%-21%。

下游工业企业是环保设备的主要客户。环保行业需要政策的支持，相关政策除了对有害烟气排放的要求日益趋严，例如：2008年环保部对二噁英的排放标准进行调整，将原1.0ng-TEQ/Nm³调整为参照欧盟标准——0.1 ng-TEQ/Nm³。随着工业企业生产规模的不断扩大，污染物排放也在同比增加，也就对环保设备的效率及需求量提出了更多的要求。

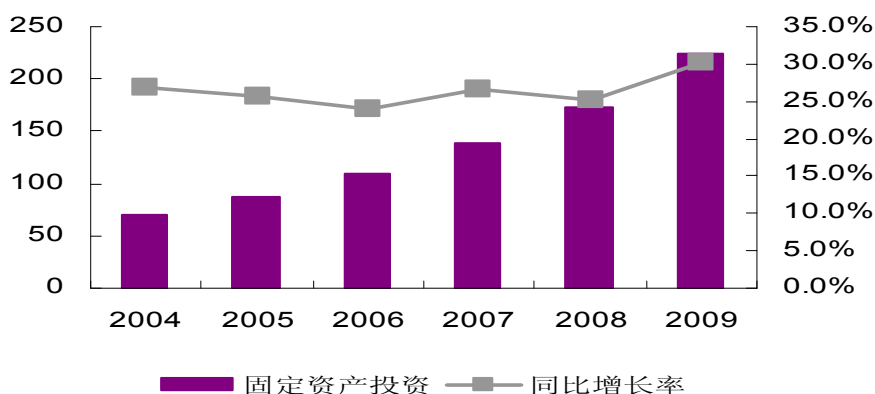
我国以煤炭为主的能源结构，决定了我国的大气污染是典型的煤烟型污染，主要污染物包括二氧化硫、烟尘和工业粉尘。从来源看，二氧化硫和烟尘主要来自工业，尤其是来自火电、水泥以及钢铁行业，而工业粉尘则主要来自水泥和冶金行业。

以火力发电企业为例，每千瓦时发电量需消耗电煤约382克，同时排放0.272千克碳粉尘、0.997千克二氧化碳、0.03千克二氧化硫、0.015千克氮氧化物。

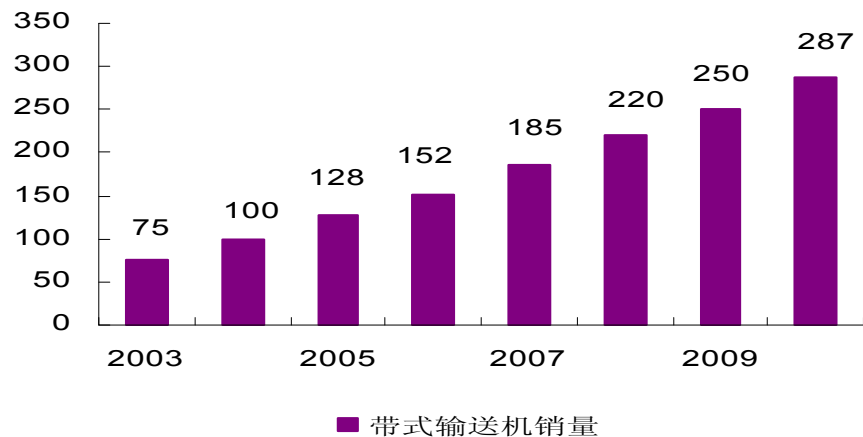
2.3 输送机械行业——和社会固定资产投资正相关

输送机械下游主要是建材、水泥、钢铁、电力、矿山、化工等固定资产投资行业。带式输送机可分为固定通用带式输送机、移动带式输送机、波状带式输送机、气垫带式输送机、井下专用带式输送机等。行业与固定资产投资增长情况相对应，2003-2005年，带式输送机械产品产量保持了30%以上的年均增长率；2006到2008年则在24%左右。

图表10：2004-2009年我国固定资产投资情况（单位：千亿元）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图表11：我国带式输送机销量（单位：万台）

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

未来固定资产投资减速是大概率事件

我国目前正处于结构转型阶段，很多靠投资拉动的产业目前面临短期产能过剩的风险，固定资产投资的增速可能不会持续24-30%的高增长，我们判断未来传送机械行业增速难以保持2009年前的高速增长，但也不必过度悲观，应用于建材、水泥、煤炭等领域的输送机械，每三到五年就得进行更换，且目前上述领域投资基数较大且与国民经济息息相关，投资不会大幅下滑，预测未来最可能的情况是传输机械能保持中速（10%-20%）平稳增长。

关键催化因素

1、产能升级，加大对高端大产品的需求

国家相关部委自2000年以来陆续出台各项整顿钢铁、水泥、煤炭等行业落后产能的相关政策。小型不达标生产线将被陆续关停。随着下游产能的整合，大型企业将取代原先的小型产能企业，输送机械产品将会加速进行升级换代。能提供质量优异，大型化，高端化产品的供货商，将进一步扩大自身优势，提高市场占有率。

2、资源价格上涨会促使下游投资增速

目前传输机械的下游有色，煤矿等是资源价格高度敏感的行业，资源价格高企会促使这些矿山加大开采力度，从而加大传输机械的需求。

三、行业竞争激烈

3.1 传输机械行业公司全国第六

图表12：国内传输机械主要企业情况

序号	企业名称	简介	2009年1-8月市场占有率
1	沈阳矿山机械(集团)有限责任公司	是国家重型矿山机械制造业的大型骨干企业,是中国500家最大机械工业企业。主导产品有选矿机械、散料运输设备。	18.5%
2	山东山矿机械有限公司	主要生产带式输送机,输送机械产品市场占有率居全国前列。	5.8%
3	承德输送机集团有限责任公司	该公司主要生产悬挂式输送机。	3.5%
4	衡阳起重运输机械有限公司	全国带式输送行业重点骨干企业,主导产品DT、DX型带式输送机获部优产品称号。	8.3%

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

3.2 环保设备行业

环保设备行业竞争较为激烈，国内生产环保设备产品的企业较多，目前规模较大的企业有：

图表13：国内环保设备主要企业情况

序号	公司名称	备注
1	福建龙净环保股份有限公司	我国环境保护除尘行业的首家上市公司，是国内机电一体化专业设计制造除尘装置和烟气脱硫装置（湿法）等大气污染治理设备及其他环保产品的大型研发生产基地，企业实力和产品的产销量位居行业龙头地位。2008年环保设备销售收入超过25亿元。
2	浙江菲达环保科技股份有限公司	中国环保产业重点骨干企业和国家重点高新技术企业，是我国大气污染治理行业的排头兵企业。2008年环保产品实现收入超过13亿元。
3	山东山大华特科技股份有限公司	2003年6月与美国Marsulex环境技术有限公司签订湿式石灰/石灰石烟气脱硫技术引进协议，正式成为Marsulex公司全球范围内的第十五家烟气脱硫技术许可商。2008年实现环保产品收入约1.4亿元。
4	武汉凯迪电力股份有限公司	主要从事燃煤电厂烟气脱硫工程，2008年烟气脱硫及电建总承包业务收入约3亿元。

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

四、据有核心竞争力的环保设备和传输设备的著名企业

4.1 干法脱硫除尘一体化系统

城市垃圾焚烧炉尾气处理技术发展首先需考虑如何进一步开发降低各种有害物质的排出总量的技术，尽可能避免二次污染的生成；其次整体处理系统更加简化，更加安全，易于管理和运行；最后是尽可能降低投资成本和运行成本。

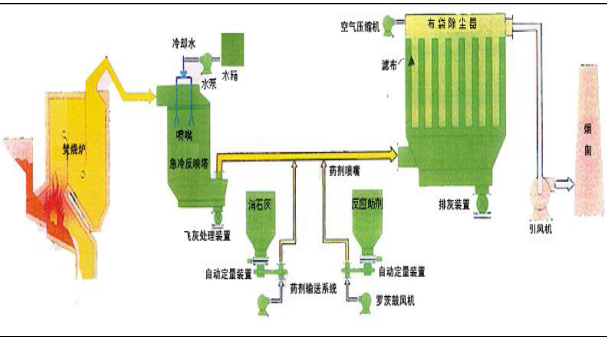
未来几年内干法烟气处理系统将会成为中国城市垃圾焚烧炉尾气处理技术的主流。公司通过改良的干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备脱硫效率可达90%；另外，此设备采用完全雾化式急冷反应塔取代了半干法的反应塔，可保证除尘布袋不受潮解，防止灰尘沉积造成管道堵塞，布袋的使用寿命较行业的一般产品提高了一倍以上，大大节约了后续运营成本。

图表14：目前主要几种脱硫技术对比

项目	发行人干法脱硫技术	普通干法	半干法	湿法
技术方案	通过急冷塔将烟气温快速降低至150℃-155℃，以消石灰、反应助剂为主要脱硫剂，加上布袋涂层技术达到较高的脱硫效率。	以石灰为脱硫吸收剂，采用喷粉形式进行脱硫的工艺。	兼有干法和湿法技术的一些特点，是脱硫剂在干燥状态下再生或者在湿状态下处理脱硫产物的烟气脱硫技术。	主要是使用石灰石、石灰或碳酸钠等浆液作洗涤剂，在反应塔中对烟气进行洗涤、脱硫技术。
优点	(1)脱硫效率高；(2)后续运营成本低；(3)维护简单。	(1)无结露、腐蚀、堵塞等，工艺简单，占地面积小；(2)能耗低。	(1)工艺相对湿法简单，投资成本相对湿法较低；(2)能耗较低。	(1)工艺成熟稳定，脱硫处理量大；(2)脱硫速度较快。
缺点		脱硫效率较低。	(1)容器和管道的堵塞；(2)吸收塔内固体沉积结垢；(3)喷雾器磨损；(4)烟道和除尘器的腐蚀。	(1)废水的二次污染；(2)石膏结垢堵塞、脱硫产物的处理比较麻烦；(3)烟气温较低不利于扩散；(4)工艺较复杂、运行费用高、占地面积和投资较大；(5)设备腐蚀问题严重。

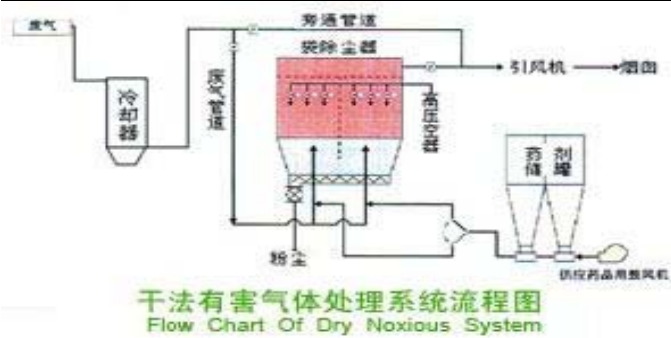
资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图表 15：公司一体化脱硫除尘系统



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

图表 16：普通干法脱硫除尘系统



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

4.2 公司拥有核心竞争力

图表17：公司竞争优势



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

核心竞争力之一：技术研发实力雄厚

公司的干法脱硫除尘一体化设备在脱硫以及控制二噁英生成方面在国内处于领先地位，达到国际先进水平。

二噁英排放浓度低于欧洲标准

生产的干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备主要用于燃煤锅炉和垃圾焚烧

炉尾气处理，能够实现燃煤锅炉尾气SO₂ 排放浓度150mg/m³（国家标准400mg/m³）、垃圾焚烧炉尾气SO₂ 排放浓度18mg/Nm³（国家标准为260mg/Nm³）、垃圾焚烧炉尾气氯化氢排放浓度达到6mg/Nm³（国家标准为75mg/Nm³）。同时对二噁英等有害物质的控制也取得重大突破（实现二噁英排放浓度达到0.03ng-TEQ/Nm³，小于现阶段欧盟标准0.1ng-TEQ/Nm³）。

公司研发人员通过研发创新，在输送机械技术方面取得较大的突破，达到国内先进水平。目前公司已经获得八项输送机械实用新型专利证书，并有一项发明专利申请进入实质性审查阶段。公司目前正在积极开发输送距离最长约为10 千米，最大输送量为6000t/h，单机功率为6x1500KW 的带式输送机。

核心竞争力之二：环保设备和机械设备协同效应强

公司的环保设备和输送机械在供应商的选择上有相同性，原材料的采购管理、流程控制和供方网络方面具有较强的共同性。公司可以为下游客户提供满足生产所需要的输送机械的同时，进一步进行脱硫除尘设备的设计、制造和安装。

现在公司在设计进入垃圾发电的传输机械市场，据我们调研得知，一座日处理垃圾1000吨的垃圾发电厂，投资大概3个亿，其中尾气处理装备大致是2000-3000万元，而传输机械装备也大致是2000万元，在垃圾发电领域可以增大一倍市场。

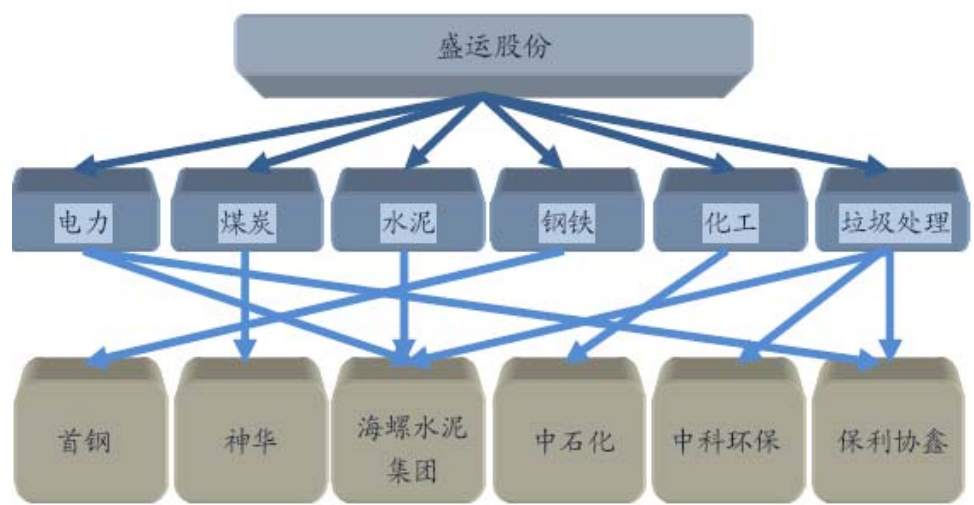
核心竞争力之三：下游客户稳定

目前公司主要服务于煤炭、钢铁、垃圾发电等领域的龙头企业。主要客户如神化、马钢，首钢，安徽海螺水泥等大企业集团。

公司是中科环保的最重要的尾气处理设备提供商，也是保利协鑫的重要合作伙伴。

上述大企业非常重视产品质量和供货商的服务能力，他们不会轻易变换服务商，随着这些客户投资的不断扩大，公司的产品销售将随着下游客户的投资加大而扩大。

图表18：公司主要下游客户



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

五、募集资金项目分析—提升产能，抢占市场

公司募集资金投资的两个项目包括年产6 万米带式输送机项目和年产40 台（套）干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备项目，两个项目的投入将提高公司现有产品生产能力，提升公司产品的市场占有率，促进公司战略目标的实现。

图表19：募投项目建设投资进度表

项目名称	总投资额	建设投资	建设项目投资进度			
			2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
年产6万米带式输送机项目	7,160	5,480	3,098	2,382	990	690
年产40台（套）干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备项目	12,500	9,400	4,400	5,000	2,000	1,100
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，光大证券研究所

5.1 公司募投项目分析

募投项目将解决公司目前产能不足及销售订单高速增长之间的矛盾，进一步提高公司的市场占有率及抢占高端市场的能力。

年产6 万米带式输送机项目：近年来，公司输送机械产品的销售收入一直保持着高速增长，输送机械产品产能基本处于饱和状态，公司新增年产6 万米带式输送机械产品是为了满足公司不断增长的销售订单的需要。

募投项目建成后，公司产能从目前的9.50 万米/年增加到项目完成达产后的15.5 万米/年。项目建设将使得公司产能瓶颈得到有效解决，并且有助于公司

提高市场占有率，保持在行业中领先的地位。

干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备项目：发行人已具备年产42台（套）干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的生产能力。随着公司环保产品技术水平、质量水平的不断提升，环保市场对公司产品的认同度逐年增加，销量不断提高，公司继续产能扩张以满足日益增加的环保市场需求。

本项目建设主要是扩大已有干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的生产能力，使得干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备的生产能力由目前的42台/年增长到项目完成达产后的82台。项目建设将满足公司环保订单高速增长对产能的需求。

5.2 未来公司市场开拓重点

垃圾焚烧尾气处理市场是发行人未来环保设备市场开拓的重点。鉴于目前国内垃圾焚烧项目的建设仍是总承包商总包为主（总承包商一般负责垃圾焚烧项目的设计、设备采购、安装、调试等），发行人将凭借技术优势，积极与总承包商接触。

传输机械持续加大新产品开发力度，以保持在业内的技术优势

1、港口码头斗轮堆取料输送机

斗轮堆取料输送机是现代化工业大宗散状物料连续装卸的高效设备，目前已经广泛应用于港口、码头、冶金、水泥、化工、煤炭等散料（矿石、煤、焦炭、砂石）存储料场的堆取作业。

与现有的摇臂式斗轮堆取料机相比，省去复杂的回转机构、俯仰机构以及笨重的配置，从而大大简化设备，不仅成倍地降低设备的体积、自重，降低制造成本，还有效地改善设备的机动性和稳定性，提高作业效率，具有显著的经济效益。

2、井下输送机

随着矿井生产的不断推进和采矿流程的更新，公司计划利用现有的设备和生产条件开发带宽为1.2-2.2米，规格型号多，大带宽、高带速、大输送量、长距离、大功率的井下带式输送机。

3、环保设备配套的输送机械

利用公司在环保设备产品及输送机械产品制造领域的双重优势，开发与环保设备相关的输送机械产品，如用于环保行业及各种有毒、有害物料封闭式输送的无轴螺旋输送机，用于垃圾处理厂或垃圾转运站的垃圾抓斗提升机等专用输送设备。

五、盈利预测

图表 20：收入预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	312.1	442.7	549.8	677.4	803.3
输送机械(百万元)	201.14	237.35	270.57	297.63	309.54
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备(百万元)	111	205.35	279.28	379.82	493.76
营业收入增速	43.0%	41.8%	24.2%	23.2%	18.6%
输送机械(百万元)	32.4%	18.0%	14.0%	10.0%	4.0%
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备(百万元)	67.4%	85.0%	36.0%	36.0%	30.0%
毛利率	32.9%	32.5%	32.2%	31.9%	31.8%
输送机械(%)	33.33%	33.0%	33.0%	33.0%	33.0%
干法脱硫除尘一体化尾气净化处理设备(%)	32.06%	32%	32%	31%	31%

六、财务分析

图表 21：财务比率分析

	2007	2008	2009
成长能力 (%YoY)			
收入增长率	0.00%	61.4%	43.9%
净利润增长率		74.6%	22.1%
EBIT 增长率		84.8%	14.6%
EBITDA 增长率		84.8%	14.6%
盈利能力 (%)			
毛利率	37.2%	35.6%	33.3%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.1%	20.0%	16.3%
资本结构			
资产负债率	60.7%	58.7%	53.5%
流动资产/总资产	63.6%	62.9%	52.5%
偿债能力			
流动比率	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.0	0.9	0.8
营运能力			
应收账款周转率	4.7	3.1	3.2
应收账款周转天数	76.8	114.7	113.0
存货周转率	3.5	2.1	2.3
存货周转天数	103.3	175.9	159.7

公司速动比率和周转率相对较低，主要是公司给予高端客户较高的信用政策，故而周转率和速动比率受到一定影响。这个可能会给公司带来现金流风险。

估值

前提假设

- 1、公司两种机械价格维持相对稳定；
- 2、公司募投项目能按进度顺利达产；
- 3、公司税率大致维持在15%。

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.30%
无风险利率 Rf	4.12%
β ($\beta_{levered}$)	1.29
Rm-Rf	5.88%
Ke(levered)	11.73%
税率	15.00%
Kd	4.61%
Ve	397.8
Vd	144.1
目标资本结构	26.59%
WACC	9.84%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	-8.75	-0.36%
第二阶段	1,078.04	43.72%
第三阶段(终值)	1,396.43	56.63%
企业价值 AEV	2,465.72	100.00%
加：非经营性净资产	78.52	3.18%
价值		
减：少数股东权益(市	0.00	0.00%
值)		
减：债务价值	144.10	-5.84%
总股本价值	2,400.14	97.34%
股本(百万股)	127.64	-
每股价值(元)	18.80	-

PE (隐含)	37.93	-
PE (动态)	0.00	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.013	0.018	0.023	0.028	0.033
8.84%	20.71	21.64	22.71	23.95	25.42
9.34%	18.96	19.73	20.61	21.63	22.81
9.84%	17.43	18.07	18.80	19.64	20.60
10.34%	16.08	16.62	17.23	17.93	18.72
10.84%	14.87	15.34	15.85	16.43	17.09

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	19	15 - 25	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	18	14 - 25	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	17	14 - 21	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

相对价值评估

公司产品涵盖环保设备和输送机械设备，A股环保类公司龙净环保、桑德环境、泰达股份对应2010年市盈率为52倍，而普通机械设备对应2010年市盈率为40倍，我们给与公司综合拆分进行相对估值，最后得出加权市盈率为43倍，但考虑到最近大盘不稳，大盘估值重心向下，我们给与公司32-36倍PE的合理上市价格。相对估值16-18元。

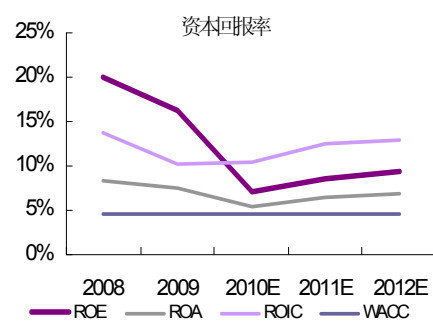
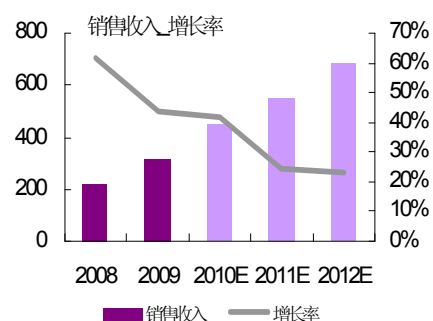
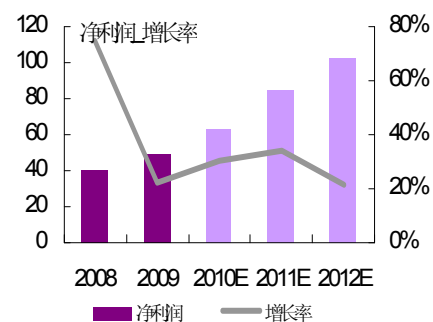
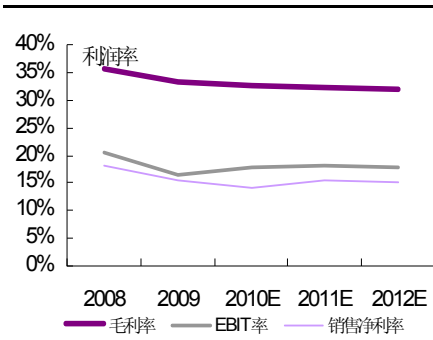
投资评价和建议

预计公司2010年-2012年4.55亿元，5.53亿元，6.82亿元，实现净利润0.63亿元，0.85亿元，1.03亿元，按发行后摊薄股本算，对应2010-2012年EPS分别为0.50、0.66、0.80元。我们给与公司适当溢价，对应2010年32-36倍的PE，公司上市的合理价值区间为16元-18元。考虑一定的获利空间，申购价为13-15元。

风险分析

- 1、大盘系统性风险，大盘调整引发估值重心下移。
- 2、固定资产投资增速见顶的风险：公司生产的输送机械产品和环保设备产品主要应用于建材、水泥、电力、钢铁、矿山、垃圾焚烧尾气处理等行业，其市场需求与这些下游行业的发展和景气状况有较强的联动性。
- 3、市场竞争风险：如果公司不能持续强化自身竞争优势并抓住机遇提高市场份额，将有可能在未来市场竞争中处于不利地位。公司存在由于市场竞争加剧带来的风险。
- 4、公司周转率过低和流动性过低的风险：资产流动性较低。较低的应收账款周转率和较低的流动比率和速动比率如果不能得以较好改善，将给发行人带来一定的偿债风险，并制约发行人扩大以银行贷款为主的融资规模，从而影响公司持续发展所需要的资金。
- 5、管理和技术风险：公司经理层并没有持有公司股份，未来是否存在激励还有待查证，此外公司几大产品竞争优势主要体现在技术优势上，未来公司能否保持持续技术领先优势有一定的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	218	314	445	553	682
营业成本	141	210	301	375	464
折旧和摊销	0	0	4	5	6
营业税费	1	2	2	3	4
销售费用	17	21	34	42	51
管理费用	11	21	26	32	40
财务费用	4	7	-1	-5	-4
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	52	79	105	126
利润总额	47	57	74	100	121
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	39.80	48.59	63.28	84.64	102.72

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	481	640	1,180	1,332	1,493
流动资产	303	336	870	1,017	1,174
货币资金	40	60	405	480	498
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	81	116	174	206	256
应收票据	0	6	3	5	8
其他应收款	12	18	14	15	15
存货	89	97	167	206	243
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	119	171	196	216	232
无形资产	49	57	54	51	48
总负债	282	342	274	342	401
无息负债	196	174	249	317	375
有息负债	87	168	25	25	25
股东权益	199	298	905	990	1,093
股本	83	96	128	128	128
公积金	58	100	621	634	649
未分配利润	59	103	156	228	316
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	5	56	-51	77	20
净利润	40	49	63	85	103
折旧摊销	0	0	4	5	6
净营运资金增加	76	71	151	34	116
其他	-110	-64	-268	-46	-204
投资活动产生现金流	-131	-81	-10	-10	-10
净资本支出	-49	-57	10	10	10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-82	-24	-20	-20	-20
融资活动现金流	103	56	406	8	8
股本变化	16	13	32	0	0
债务净变化	38	82	-143	0	0
无息负债变化	61	-21	75	68	58
净现金流	-23	31	345	75	18

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	61.40%	43.92%	41.83%	24.20%	23.21%
净利润增长率	74.66%	22.10%	30.21%	33.76%	21.36%
EBITDA 增长率	84.81%	14.57%	40.91%	27.05%	21.46%
EBIT 增长率	84.81%	14.57%	34.88%	26.82%	21.53%
盈利能力 (%)					
毛利率	35.61%	33.30%	32.54%	32.24%	31.88%
EBITDA 率	20.61%	16.40%	18.49%	18.92%	18.65%
EBIT 率	20.61%	16.40%	17.70%	18.07%	17.83%
税前净利润率	21.32%	18.17%	16.71%	18.00%	17.73%
税后净利润率 (归属母公司)	18.24%	15.47%	14.20%	15.30%	15.07%
ROA	8.27%	7.59%	5.36%	6.35%	6.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.02%	16.30%	6.99%	8.55%	9.40%
经营性 ROIC	13.82%	10.26%	10.50%	12.51%	12.99%
偿债能力					
流动比率	1.21	1.11	3.75	3.43	3.34
速动比率	85.66%	78.52%	302.86%	273.40%	265.03%
归属母公司权益/有息债务	2.30	1.77	35.93	39.28	43.36
有形资产/有息债务	4.98	3.45	44.57	50.72	57.22
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.31	0.38	0.50	0.66	0.80
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.04	0.44	-0.40	0.61	0.16
每股自由现金流(FCFF)	0.13	0.32	-0.68	0.35	-0.13
每股净资产	1.56	2.34	7.09	7.76	8.56
每股销售收入	1.71	2.46	3.49	4.33	5.34

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

恽敏，南京大学金融工程硕士，从业 6 年，曾从事投资银行业务，目前任机械行业分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。