

天立环保（300156）：工业窑炉领域节能环保专家

电气设备/节能环保

合理价：46.1-54.1 元

报告日期：2011 年 1 月 10 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	23178	28557	42557	62016
(+/-)	64.88%	23.21%	49.02	45.72%
营业利润	7988	10087	14856	21702
(+/-)	75.36%	26.27%	47.28%	46.08%
归属于母公司 的净利润	7422	9345	12716	18535
(+/-)	75.44%	25.91%	36.08%	45.76%
每股收益（元）	1.23	1.17	1.59	2.31

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010. 12. 27/
发行后总股本（万股）	8020
发行股数（万股）	2005
发行价格（元）	58.00
发行市盈率（倍）	63.04
发行动态市盈率（倍）	49.8
行业滚动市盈率（倍）	45.6
第一大股东	王利品
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	37.83%/28.37%
发行前每股净资产（元）	4.45
发行前资产负债率	30.89%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：于善辉

执业证书编号：A0140510120001

010-66045582 anwj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行 A 股 2005 万股，发行后总股本为 8020 万股。公司第一大股东持股 2275.31 万股，实际控制人为王利品。
- 公司主营业务为工业炉窑密闭生产、炉气高温净化与综合利用两大类别的技术系统。
- **工业窑炉节能环保市场规模巨大。**我国以煤主要基础能源的状况以及国家力促节能环保产业的发展决定了工业窑炉节能环保市场规模巨大；据预测，2009-2012 年我国工业炉窑的市场规模将达 2,000 亿元，年均复合增速 24% 以上。
- **毛利率远高于节能环保类上市公司平均水平。**公司近三年的综合毛利率分别为 51%，45% 和 49%，远高于脱硫脱销类上市公司的均值 23%，22% 和 19%。公司毛利率高的主要原因在于公司掌握了工业窑炉节能环保的核心技术，公司拥有大型项目的经验带来的品牌效应。
- **募股资金投向分析。**公司本次 IPO 募集资金拟建设三个项目：工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目，节能环保密闭矿热炉技术系统和研发中心。三个项目投资额分别为 8467 万元、5283 万元和 2786 万元，合计投资额 1.65 亿元。预计 3 年后，全部新增产能释放；届时，工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目新增产能 88.5 吨，节能环保密闭矿热炉技术系统（16 台套的 33000KVA 节能环保密闭矿热炉技术系统和 4 台套 25500-33000KVA 节能环保密闭矿热炉技术系）新增产能 82 万吨。
- **公司面临的主要风险：**客户集中风险；行业竞争加剧风险。
- **盈利预测及估值。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.17 元、1.59 元和 2.31 元；我们认为公司的合理市盈率水平应在 38-42 倍之间。按照预测的 2010 年业绩计算，公司股票上市后的合理价值区间应在 46.1~54.1 元之间。

正文目录

1. 公司概况—主营工业窑炉节能环保	3
1.1 基本情况	3
1.2 股本结构	3
1.3 主营工业窑炉节能环保，市场占有率迅速提高至行业第二	4
2. 工业窑炉节能环保市场规模巨大	5
2.1 工业窑炉节能环保蓄势待发	5
2.2 工业窑炉节能环保政策法规频繁颁布	6
2.3 国内工业窑炉节能环保产品技术状况	7
2.4 工业窑炉节能环保行业市场规模巨大	7
3. 主营业务分析—毛利率高且稳定、市场占有率增长很快	8
3.1 主营业务突出、毛利率很高	8
3.2 技术优势、市场先发优势是占有率迅速提高的原因	9
4. 募集资金项目分析—产能扩张超一倍	10
5. 公司竞争优势—技术优势、市场先发优势与商业模式优势	10
5.1 技术创新优势	10
5.2 商业模式优势	12
5.3 市场先发优势	12
6. 盈利预测与估值分析—合理价值区间在 46.1-54.1 元	12
6.1 盈利预测	12
6.2 估值—合理价位 46.1-54.1 元	14
7. 风险揭示	14

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系	3
图表 2 发行前后股本结构对比	4
图表 3 2008 年工业炉窑节能环保重点企业在电石和铁合金细分市场份额	5
图表 4 工业炉窑密闭生产领域的主要竞争对手的情况	5
图表 5 2009 年我国能源消费状况及煤炭占比情况	6
图表 6 2000 年以来我国颁布的工业炉窑节能环保服务相关政策和法律法规	6
图表 7 工业窑炉节能环保技术产品的发展旅程图	7
图表 8 工业炉窑节能环保市场在电石、铁合金和钢铁的规模及预测	8
图表 9 公司各项业务收入占比情况	8
图表 10 公司各项产品毛利率情况	9
图表 11 节能环保行业上市公司毛利率比较	9
图表 12 募集资金投资项目	10
图表 13 公司主营业务产品产销量、产能情况（单位：万吨）	10
图表 14 天立环保节能降耗指标与国家标准对比	11
图表 15 天立环保高温炉气净化指标与国家标准对比	11
图表 16 拥有多项节能减排专利与非专利核心技术	11
图表 17 营业收入快速增长	13
图表 18 净利润增速较高	13
图表 19 天立环保盈利预测（单位：万元）	13
图表 20 可比上市公司估值情况	14

1. 公司概况—主营工业窑炉节能环保

1.1 基本情况

天立环保是2008年9月16日，由北京埃肯天立节能环保工程技术有限公司全体12名自然人股东作为发起人，整体变更设立的股份有限公司。

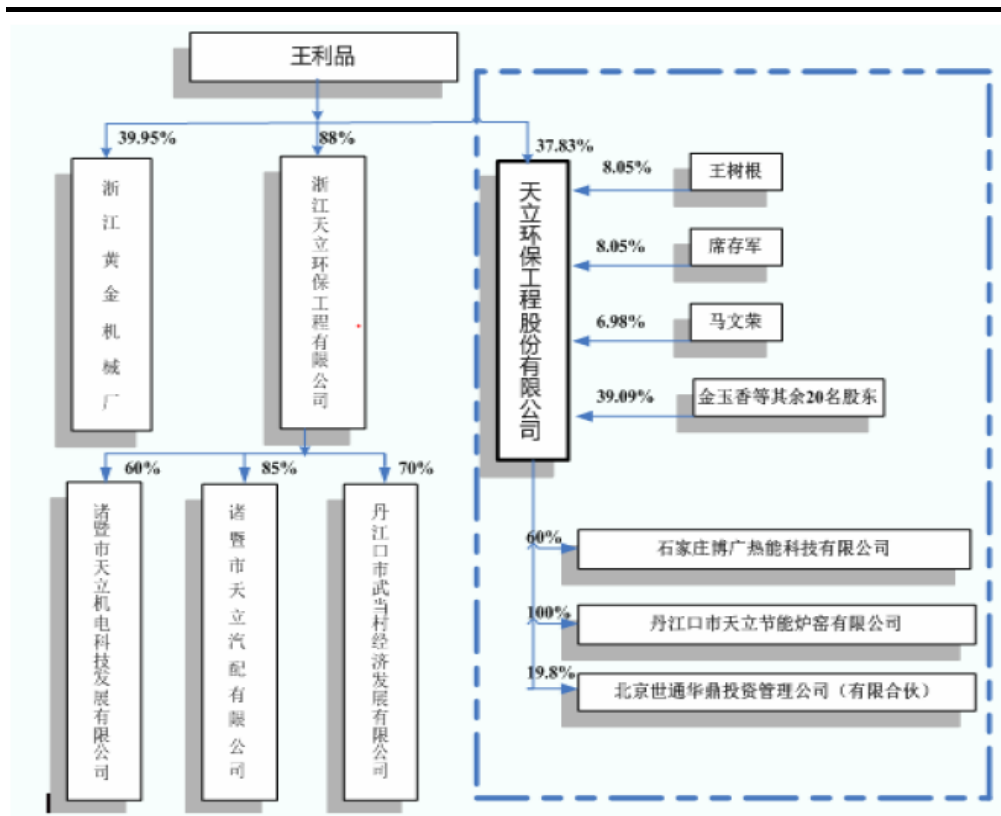
发行人控股股东及实际控制人王利品先生，持有发行人股份22,753,133股，占发行人本次发行前股份总数的37.83%。王利品先生为公司核心技术人员，现任发行人董事长、总经理。

天立环保主要产品为工业炉窑密闭生产技术系统和炉气高温净化与综合利用技术系统。

1.2 股本结构

本次公司拟发行2005万股A股，发行价格为58.00元/股，其中网下向配售对象配售数量为400万股，占本次发行总量的19.95%；网上以资金申购方式发行数量为1605万股，占本次发行总量的80.05%。本次发行后，公司总股本增至8020万股，其中新发股票占发行后总股本的25%，吴学愚夫妇持股数量占发行后总股本的27.42%。

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书

图表 2 发行前后股本结构对比

股东	发行前		发行后		股权性质	限售期
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)		
王利品	2275.31	37.83	2275.31	28.37	限售流通 A 股	36 个月
王树根	484.23	8.05	484.23	6.04	限售流通 A 股	36 个月
席存军	484.23	8.05	484.23	6.04	限售流通 A 股	36 个月
马文荣	419.66	6.98	419.66	5.23	限售流通 A 股	36 个月
北京格瑞嘉德	25.00	0.41	25.00	0.31	限售流通 A 股	12 个月
金玉香、康路等 19 名自然人股东	2326.57	38.68	2326.57	29.01	限售流通 A 股	12 个月
本次发行						
网下发行	——	——	400.00	4.99	限售流通 A 股	3 个月
网上发行	——	——	1605.00	20.01	流通股	——
合计	10,500	100.00	14000.00	100.00	——	——

资料来源：招股说明书 天相投资顾问有限公司

1.3 主营工业窑炉节能环保，市场占有率迅速提升至行业第二

天立环保主营业务为工业炉窑密闭生产技术系统、炉气高温净化与综合利用技术系统。

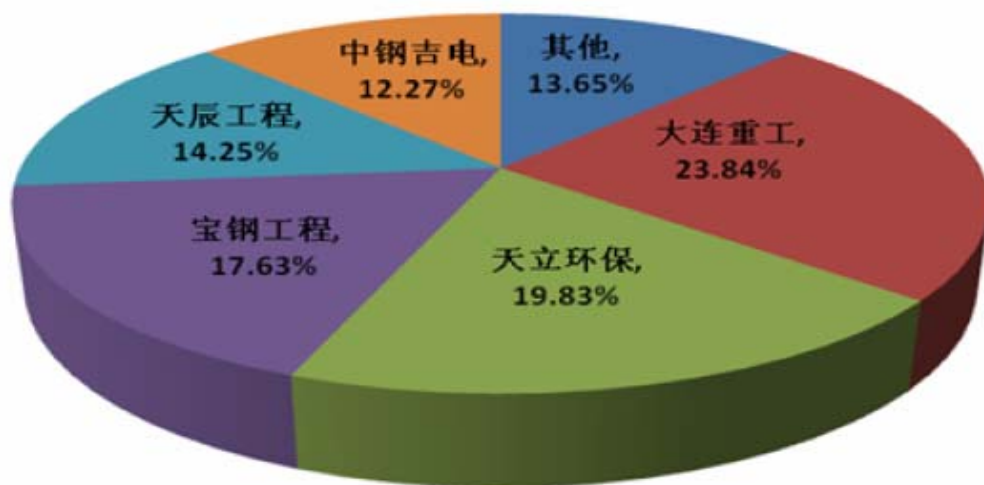
密闭生产技术系统将新型节能短网、循环水冷却、全程计算机仿真优化控制等关键技术系统集成，依托于大型节能环保密闭矿热炉在工业生产中发挥作用，形成先进的清洁生产工艺，降低能耗，减排二氧化碳，推动高能耗、高污染行业产业技术升级。

炉气高温净化与综合利用技术系统采用先进的高温净化过滤器，在300℃—500℃的高温条件下对工业炉窑尾气进行除尘净化，最大程度地保留了炉气的热能，为炉气回收利用提供清洁、稳定的气源。高温炉气遵循能源“阶梯利用、高质高用”的原则，用于煅烧石灰石，制造生石灰，为工业生产提供原料或辅助原料，有效解决工业炉窑废气废料回收利用问题，符合国家产业政策和循环经济的要求。

公司属于节能环保行业。2009年公司共实现销售收入2.32亿元，比2008年增长64.88%；2010年上半年实现销售收入1.46亿元，2010年全年有望达到2.86亿元，同比增长23.21%；2011年则有望突破4.26亿元。

2006年—2008年天立环保在电石和铁合金行业工业窑炉节能环保项目市场占有率分别为2.14%、10.60%和19.83%。

图表 3 2008 年工业炉窑节能环保重点企业在电石和铁合金细分市场市场份额



资料来源：招股说明书

主要竞争对手：中国天辰工程有限公司、大连重工·起重集团、上海宝钢工程技术有限公司、中钢集团吉林机电设备有限公司以及天立环保工程股份有限公司。

图表 4 工业炉窑密闭生产领域的主要竞争对手的情况

竞争对手	基本情况
大连重工·起重集团	大连重工·起重集团是由我国重机行业两大重点骨干企业——大连重工集团和大连大起集团于 2001 年 12 月重组而成，主要服务于能源、冶金、港口、航空航天等国民经济基础产业，拥有重大技术装备自主研发和机电一体化设计、制造、安装、调试等工程成套生产建设能力。
上海宝钢工程技术有限公司	上海宝钢工程技术有限公司成立于 1997 年，在节能环保方面，相继自主开发和集成了高炉含锌污泥处理系统、矿渣粉磨生产线等成套技术装备，实现了烧结烟气脱硫、BSSF 滚筒渣处理等技术的产业化，除尘技术及冷轧废水处理技术达到国际先进水平。在矿热炉、炼焦、煤气净化等方面拥有丰富的工程经验
中钢集团吉林机电设备有限公司	中钢集团吉林机电设备有限公司始建于 1969 年，是中国中钢集团全资子公司，以生产制造矿热炉机电成套设备、碳素行业机电成套设备为主导产品。
中国天辰工程有限公司	中国天辰工程有限公司前身为化工部第一设计院，始建于 1953 年。电石工程设计是其业务领域之一，公司正逐步从单一的工程设计向设计、采购和施工管理的成套生产模式过渡。

资料来源：招股说明书

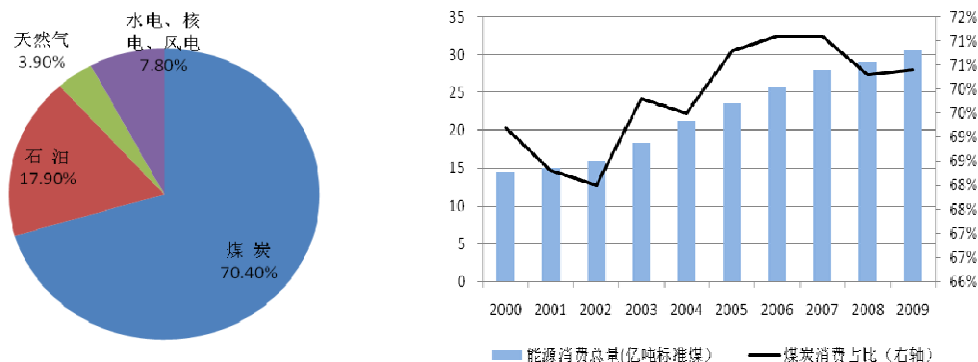
2. 工业窑炉节能环保市场规模巨大

2.1 工业窑炉节能环保蓄势待发

我国能源消费结构决定工业窑炉节能环保的紧迫性。煤炭消费占能源总消费的7成左右，煤炭相对于石油、天然气、风能等资源是重污染的源头。在我国以煤为主的能源结

构下，工业炉窑是主要污染排放源之一，也是耗能大户，是《清洁生产促进法》规范的主要对象。

图表 5 2009 年我国能源消费状况及煤炭占比情况



资料来源：2010 年中国统计年鉴

工业窑炉环保迫切性。工业炉窑是利用工业生产中用燃料燃烧或电能转换产生的热量，将物料或工件进行冶炼、焙烧、烧结、熔化、加热等工序的热工设备。以其中污染严重的电石行业为例，每年产生的炉窑尾气超过150亿立方米，绝大部分被直接燃烧排放，形成1200万吨二氧化碳和90余万吨粉尘，其中粉尘含量超过了国家标准的400倍左右，严重破坏了生态环境，同时造成能源极大的浪费，每年因此相当于损失240万吨标准煤。

工业窑炉节能需求。工业炉窑应用于国民经济的各行各业，量大面广。我国大部分工业窑炉在炉型结构、燃烧系统、余热利用、绝热材料、热工检测、自控、微机应用及环保等方面都比较落后，而且我国工业炉窑容量大多偏小，造成能源浪费，同时环境污染严重。目前我国电石、铁合金、钢铁、化工、建材、有色等主要耗能行业的工业炉窑余热利用率仅在5%左右，并且以烟气余热或直接燃烧制取蒸汽为主要利用方式，有效利用率不足40%，没有达到真正的能源综合利用，并且排放出大量的CO₂，温室效应严重。

工业炉窑是耗能大户，采用新工艺、新材料减少能源消耗、回收余能余热循环利用，是工业炉窑有效的节能途径。

2.2 工业窑炉节能环保政策法规频繁颁布

图表 6 2000 年以来我国颁布的工业炉窑节能环保服务相关政策和法律法规

生效年份	相关政策和法律法规名称	备注
2000 年	《中华人民共和国大气污染防治法》	中华人民共和国主席令第三十二号
2003 年	《中华人民共和国清洁生产促进法》	中华人民共和国主席令第七十二号
2004 年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	国家发改委、科学技术部、商务部
2004 年	《节能中长期专项规划》	国家发改委
2006 年	《国务院关于加强节能工作的决定》	国务院
2006 年	《国家科学技术长远发展规划》	国务院
2006 年	《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	发改委、科学技术部、国家环境保护总局等
2006 年	《国家节能技术大纲（2006 年）》	国家发改委、科学技术部
2007 年	《中华人民共和国节约能源法》	中华人民共和国主席令第七十七号

2007 年	《电石行业准入条件（2007 年修订）》	国家发改委
2007 年	《国家发改委关于做好中小企业节能减排工作的通知》	国家发改委
2007 年	《国务院关于印发节能减排综合性工作方案的通知》	国务院
2008 年	《铁合金行业准入条件（2008 年修订）》	国家发改委
2009 年	《中华人民共和国循环经济促进法》	中华人民共和国主席令第四号
2009 年	《钢铁产业调整和振兴规划》	国务院
2009 年	《石化产业调整和振兴规划》	国务院
2009 年	《2009 年节能减排工作安排》	国务院
2009 年	《钢铁工业发展循环环境保护导则》	环境保护部
2009 年	《清洁生产标准钢铁行业（铁合金）》	环境保护部

资料来源：招股说明书

2.3 国内工业窑炉节能环保产品技术状况

根据工业窑炉在生产实践中的特点，可以将其节能环保技术产品分为工业窑窑密闭清洁生产、尾气高温净化和综合利用两大技术系统。

图表 7 工业窑炉节能环保技术产品的发展旅程图



资料来源：招股说明书

2.4 工业窑炉节能环保行业市场规模巨大

据权威机构预测，2009-2012 年我国工业窑炉的市场规模将达 2,000 亿元；仅电石、铁合金和钢铁三个行业现有窑炉落后产能实施节能减排技术改造的整体市场需求即达到 727.13 亿元。工业窑炉节能环保行业潜在市场规模巨大，发展前景广阔。

图表 8 工业炉窑节能环保市场在电石、铁合金和钢铁的规模及预测



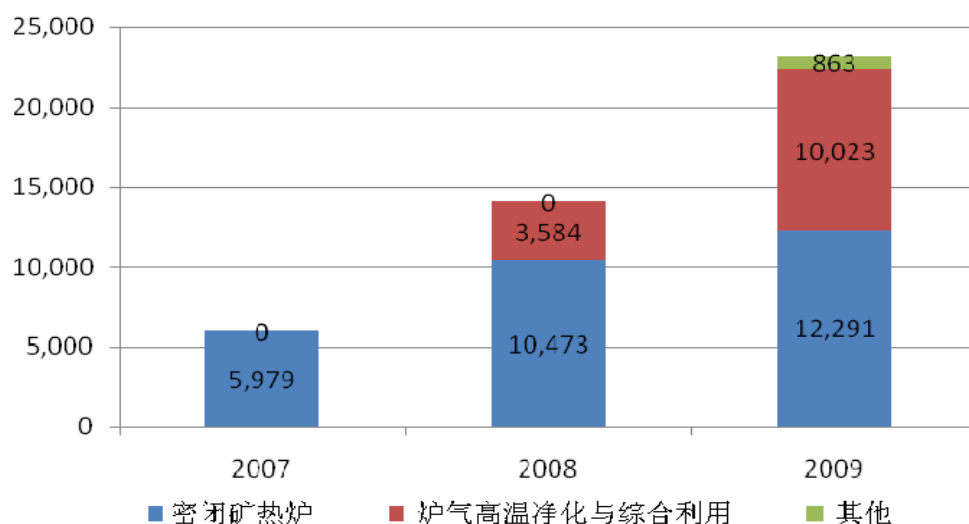
资料来源：招股说明书

3. 主营业务分析—毛利率高且稳定、市场占有率增长很快

3.1 主营业务突出、毛利率很高

公司主营业务为：节能环保密闭矿热炉技术系统和炉气高温净化与综合利用技术系统，两项业务贡献的销售毛利占公司毛利的 99%左右。

图表 9 公司各项业务收入占比情况

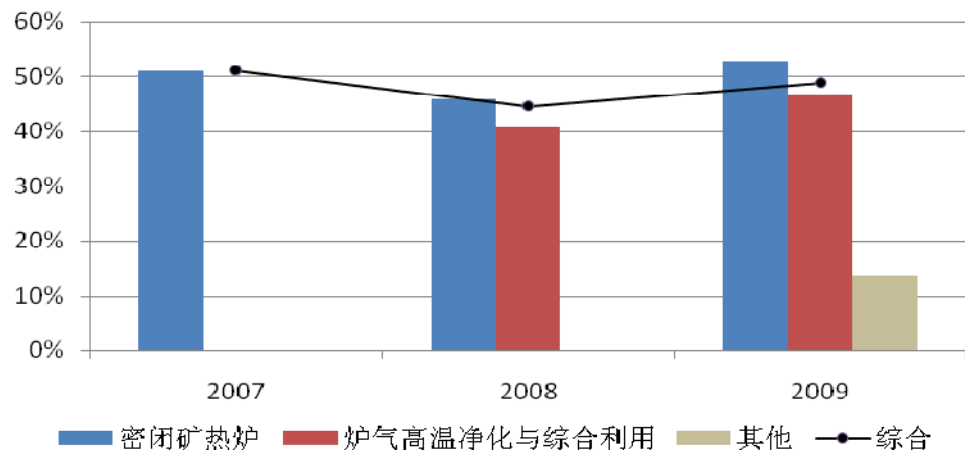


资料来源：招股说明书 天相投顾整理

由于公司品牌影响力逐步扩大、产品档次提高、技术工艺成熟，以及公司采取的系统方案解决模式确保节能环保密闭矿热炉技术系统毛利率高达 50%左右；炉气高温净化与综合利用技术系统毛利率保持在 40%左右。



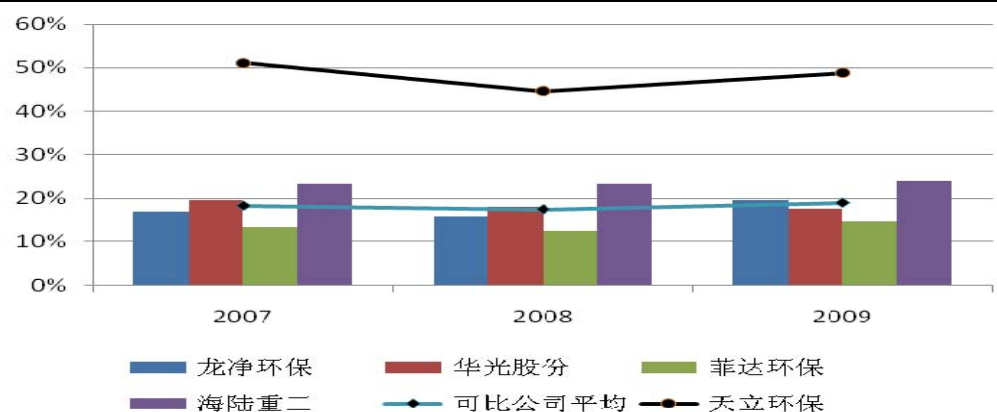
图表 10 公司各项产品毛利率情况



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

凭借技术创新优势和成熟模式的低推广成本，公司获得远高于同行的毛利率。

图表 11 节能环保行业上市公司毛利率比较



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

3.2 技术优势、市场先发优势是占有率迅速提高的原因

2006 年—2008 年公司在电石和铁合金行业市场占有率 2.14%、10.60%和 19.83%，市场份额迅速扩大。

技术领先是公司市场份额增长的主要原因。工业炉窑运行的可靠性、安全性和节能减排效果中蕴含的技术含量很高，进入行业的技术门槛很难逾越。公司掌握了工业窑炉节能环保的关键技术，并且有几年的大项目实践经验的积累，这些确保公司在行业的市场份额迅速提高。

市场先发优势是公司份额增长的另一原因。工业窑炉节能环保的系统解决方案项目属于复杂的大型工程项目，获得合同的一个要件是公司具备大型项目的经验。公司近三年的时间内，在新疆、内蒙古、青海、云南、广西、山东、山西、河北、四川、福建等地承接了十余项大型项目，总合同金额近10 亿元，在项目过程中积累了丰富的经验，并建立了较高的品牌知名度。

4. 募集资金项目分析—产能扩张超一倍

公司本次 IPO 募集资金拟建设三个项目：年产 18 套、产能 88.5 万吨的工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目，新增产能 82 万吨的节能环保密闭矿热炉技术系统（16 台套的 33000KVA 节能环保密闭矿热炉技术系统和 4 台套 25500-33000KVA 节能环保密闭矿热炉技术系）和研发中心。三个项目投资额分别为 8467 万元、5283 万元和 2786 万元，合计投资额 1.65 亿元。建立研发中心能够提高企业自主创新能力和核心竞争力，保持公司核心竞争力，留住公司核心技术人员。

图表 12 募集资金投资项目

项目名称	投资总额	拟用募集资金投入金额
工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目	5,283	4,691
节能环保密闭矿热炉产能建设项目	8,467	5,754
研发中心项目	2,786	2,786

资料来源：招股说明书

据预测，2009-2012 年我国工业炉窑的市场规模将达 2,000 亿元，仅电石、铁合金和钢铁三个行业现有炉窑落后产能实施节能减排技术改造的整体市场需求即达到 727.13 亿元。工业炉窑节能环保行业潜在市场规模巨大，发展前景广阔；2009 年—2012 年的市场年复合增长率预计将达到 24.22%。我们认为公司募投项目在 2012 年完全达产。

图表 13 公司主营业务产品产销量、产能情况（单位：万吨）

项目	节能环保密闭矿热炉系统			高温气体综合利用系统		
时间	产能	产量	销量	产能	产量	销量
2007A	25	25	25	—	—	—
2008A	45	45	45	34	34	34
2009A	58	58	58	75	75	75
2012E	128	128	140	146	146	146

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

5. 公司竞争优势—技术优势、市场先发优势与商业模式优势

5.1 技术创新优势

天立环保大型节能环保密闭矿热炉技术系统的综合能耗指标、电炉电耗指标低于国家标准中的能耗先进值，产能高于行业平均标准，具有显著的节能降耗效果。

图表 14 天立环保节能降耗指标与国家标准对比

项目	天立环保	新建的电石生产装置单位产品能耗准入值	电石生产装置单位产品能耗先进值
电石单位产品综合能耗	0.961tce/t	1.10tce/t	1.05tce/t
电石单位产品电炉电耗	2960kW·h/t	3250kW·h/t	3050kW·h/t
年产能	9.08 万吨(折标)	7.5 万吨	7.5 万吨

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

天立环保炉气高温净化与综合利用技术系统净化除尘后的高温炉气污染物排放量仅为国家规定排放标准的2%—8%。

图表 15 天立环保高温炉气净化指标与国家标准对比

项目	天立环保	一类区		二类区		三类区	
		电石行业	铁合金行业	电石行业	铁合金行业	电石行业	铁合金行业
污染物排放量 (mg/Nm ³)	8	150	100	300	150	400	250

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

天立环保炉气高温净化与综合利用技术系统不仅过滤效果达到99%以上，而且能够最大程度地保留炉气热能。

经过高温净化的炉气直接送入气烧石灰窑，替代焦炭作为煅烧石灰石的燃料，生成生石灰，用作工业原料或辅助原料，有效减少能源消耗，降低生产成本，成功地实现了余能余热循环利用的生产方式。发行人炉气高温净化技术既可以避免湿法净化法造成的二次水污染，也能够避免传统干法净化法对高温炉气净化的过程中损失大量热能，最大程度地保留余能余热，为进一步循环利用提供了清洁稳定的气源，提高余能余热利用率，有效解决了工业炉窑废气废料回收利用问题，在工业炉窑清洁生产的基础上，提供资源循环利用一体化技术服务，属于国内领先技术。

一台33000KVA密闭电石炉及其炉气除尘系统每年实现减排粉尘450吨，减排CO₂气体3.72万吨，节电2175万度，折合标煤1.9万吨，直接增效2036万元。

图表 16 拥有多项节能减排专利与非专利核心技术

产品名称	主要技术名称	技术水平	技术水平论证依据
工业炉窑密闭生产技术系统	节能电极	国内领先	吨电石耗电量降低 3%
	节能短网技术	国内首创	专利
	密闭式循环水冷却技术	国内首创	专利
	操作参数优化系统	国内首创	
	全程计算机仿真控制系统	国内首创	
炉气高温	炉料比电阻技术	国内首创	正在申请专利
	高温炉气净化技术	国内首创	填补国内空白

净化与综合利用技术系统	并流煅烧技术	国内领先	
	外火箱室燃烧技术	国内首创	专利
	节能不回火烧嘴技术	国内首创	专利
	防结垢高效换热系统	国内领先	
	密闭容器内置式清灰装置	国内首创	专利

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

5.2 商业模式优势

发行人的商业模式是为客户提供工业炉窑节能减排系统解决方案，即从整体技术方案、通用设备采购、核心设备制造，到设备安装调试和后续技术支持的全流程系统服务模式。公司产品包括工业炉窑清洁生产的工业炉窑密闭生产技术系统和向客户提供整体的系统解决方案的炉气高温净化与综合利用技术系统。通过实施以节能减排为目标的项目整体解决方案，使用户能够更为便捷地获得工业炉窑节能减排的综合服务，实现更大的产能效益和节能环保效益。同时，天立环保可以在节能减排整体技术服务中大力开展新技术的应用研发，尤其是大型装置的首台、首套应用，实现了创新技术成果快速的产业化推广，大大提高了发行人的技术创新效率。

5.3 市场先发优势

2004 年国家发改委将燃煤工业炉窑改造工程和余热余压利用工程确定为我国十大重点节能工程，国家产业政策和环保政策对于发行人市场的成长性提供了有力的支撑。工业炉窑节能环保无疑将是今后发展的重点，高能耗、高污染行业的节能减排约束性指标均在不断修订和提高中，必将为工业炉窑节能环保行业带来巨大的市场需求。天立环保在新疆、内蒙古、青海、云南、广西、山东、山西、河北、四川、福建等地承接了十余项大型项目，总合同金额近 10 亿元，实现在盈利、规模、资金、人才各方面的快速发展，在项目过程中积累了丰富的经验，并建立了较高的品牌知名度，奠定了行业内科技创新型企业的先发地位。

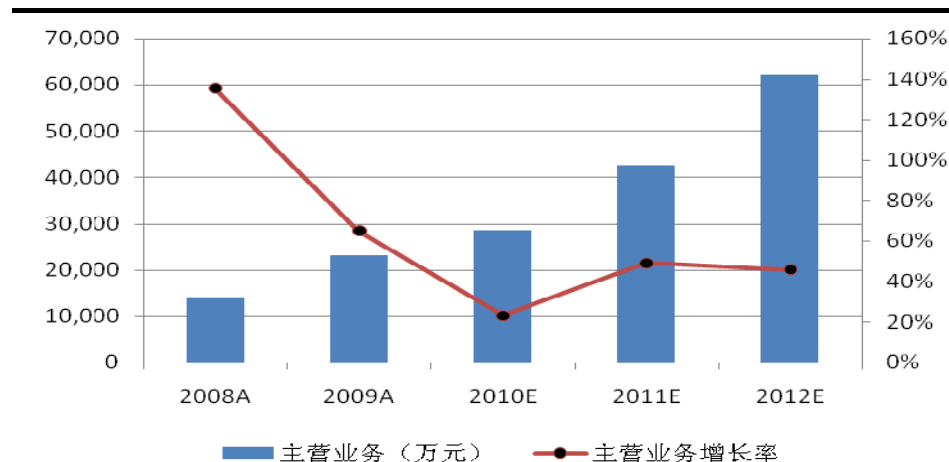
6. 盈利预测与估值分析—合理价值区间在 46.1-54.1 元

6.1 盈利预测

我们认为公司未来几年业绩亮点在于：1) 国家对节能环保的大力支持，有可能将拓展公司业务领域；2) 公司技术上的先发优势确保在一定时期内公司毛利率维持在当前较高的水平；3) 所处行业当前供不应求的市场环境对公司募集项目的及时盈利是个保证。

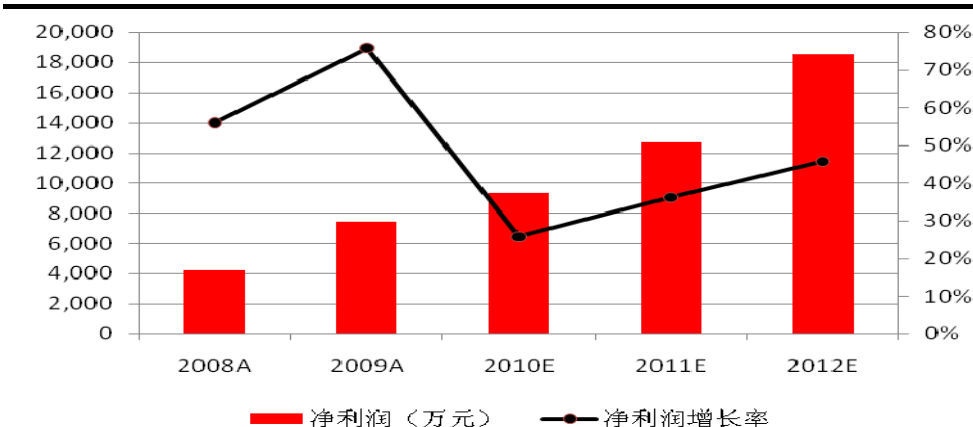
综合上述分析，我们预计公司 2010、2011 年分别实现销售收入 2.86、4.26 亿元，同比增长 23.21%、49.02%；实现净利润 9345 万元、1.27 亿元，同比增长 25.80%、36.08%；按照增发 2005 万股计，总股本扩大至 8020 万股，全面摊薄后 2010、2011 年每股收益分别为 1.17 元、1.59 元。

图表 17 营业收入快速增长



资料来源：招股说明书天相投顾整理

图表 18 净利润增速较高



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 19 天立环保盈利预测 (单位: 万元)

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	14,057	23,178	28,557	42,557	62,016
增长率	135.12%	64.88%	23.21%	49.02%	45.72%
减: 营业成本	7,792	11,882	13,977	21,704	31,628
综合毛利率	44.57%	48.74%	51.06%	49.00%	49.00%
营业税金及附加	32	41	77	115	167
销售费用	101	368	571	851	1,240
管理费用	1,351	2,364	2,799	4,171	6,078
财务费用	63	416	346	-400	-200
期间费用率	10.78%	13.58%	13.01%	10.86%	11.48%
资产减值损失	186	113	700	1260	1400
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	-5	0	0	0

营业利润	4,555	7,988	10,087	14,856	21,702
增长率	68.35%	75.36%	26.27%	47.28%	46.08%
加:营业外收入	6	27	100	100	100
减:营业外支出	0	30	0	0	0
利润总额	4,552	8,070	10,191	14,960	21,806
减:所得税费用	324	641	846	2,244	3,271
净利润	4,228	7,428	9,345	12,716	18,535
归属母公司所有者的净利润	4,231	7,422	9,345	12,716	18,535
增长率	56.00%	75.44%	25.91%	36.08%	45.76%
少数股东损益	-3	6	0	0	0
每股收益	0.91	1.23	1.17	1.59	2.31

资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

6.2 估值—合理价位 46.1-54.1 元

图表 20 可比上市公司估值情况

证券 代码	公司 简称	基本每股收益 (元)			股价 (元) 2010-12-31	市盈率(倍)		
		2009A	2010E	2011E		2009A	2010E	2011E
600388	龙净环保	1.35	1.36	1.5	34.89	26	26	23
600475	华光股份	0.46	0.79	0.95	23.99	52	30	25
601369	陕鼓动力	0.47	0.71	0.83	23.8	51	34	29
002255	海陆重工	0.95	1.46	1.86	43.72	46	30	24
300090	盛运股份	0.55	0.81	1.13	33.58	61	41	30
002499	科林环保	0.6	0.66	0.81	42.8	71	65	53
平均						51	38	31

资料来源: 招股说明书 天相投资顾问有限公司

目前,节能环保类上市公司 2011 年的平均动态市盈率为 31 倍,根据公司主营业务情况、募投项目情况和工业窑炉的市场发展情况,我们认为给予公司 2011 年动态市盈率 29-34 倍较为合适,公司上市后的合理价格区间应在 46.1-54.1 元之间。

7. 风险提示

客户集中风险: 公司的客户集中度较高,报告期内,前五大客户的收入占公司当年销售收入比例均超过95%,存在很大客户特定风险,客户的经营、财务状况出现问题很容易产生呆坏账。

行业竞争加剧风险: 行业超额收益很容易吸引其他公司进入该行业,从而引起公司利润率的降低。

技术泄密风险: 公司最主要资产为工业窑炉节能环保技术,一旦技术泄密,公司的技术领先优势将受到巨大冲击。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重
要
免
责
声
明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040