

电力工业污水处理龙头

分析师: 冯大军 ☎: (8610) 6656 8837 ✉: fengdajun@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130110014638
邹序元 ☎: (8610) 6656 8668 ✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130208061595

1. 事件

2011年1月17-19日, 中电环保首次公开发行股票并在创业板上市初步询价及推介。

2. 我们的分析与判断

(一) 电力工业污水处理龙头

公司业务主要集中在工业水处理行业中的火电、核电领域。2010年1-6月, 公司年销售收入1.39亿元, 截至2010年6月30日, 已签订的正在实施或待实施的在手合同6.15亿元, 是电厂水处理领域最具竞争力的水处理设备集成商之一。经过多年的研发和项目实践, 公司在火电、核电行业水处理领域确立了国内领先的技术优势和市场领先地位, 下一步将向石化、煤化工、冶金、造纸、市政等大工业水处理领域拓展, 以公司环保水处理技术为先导, 加大研发的支持力度, 不断开发适用于其他行业的水处理技术, 积极进入其他工业水处理细分领域, 是公司未来业务发展目标。

(二) 未来业绩年均增长40%

我们认为公司未来业绩增长超预期是大概率事件, 主要基于以下两点: (1) 核电装机容量未来10年将呈现爆发式增长, 到2020年装机容量将达到2009年的7-8倍, 核电市场的发展将带动核电水处理需求的增长, 同时由于核电对水质要求的技术门槛较高, 核电水处理装置的造价是火电的几倍, 公司作为核电水处理行业的龙头企业将受益最大。

(2) 与电力行业不同, 工业行业中诸如石化、煤化工等行业的水处理项目, 较多采用EPC、BT、BOT的业务模式进行项目招标。而随着公司对石化、煤化工行业水处理市场的开拓, 未来公司将会更多的采用工程总承包方式承接合同。目前公司通过对现有西夏电厂EPC项目、神华EPC项目等多个项目的运作, 已经积累了一定的项目管理经验。

(三) 合理询价区间为20-24元

我们预测公司2010-2012年营业收入分别为2.94亿、4.02亿、5.35亿元, 对应的EPS分别为0.58元、0.60元、0.81元。在A股二级市场上可比公司当前动态PE约为50倍, 同时考虑到公司未来业绩的成长性, 我们认为中电环保2011年合理动态PE为40倍, 对应相对估值为24元, DCF绝对估值为20.67元, 建议合理询价区间为20-24元。

表1: 中电环保发行上市资料

股票代码	300172
发行股数(万股)	2500
发行前总股本(万股)	7500
发行后总股本(万股)	10000
询价时间	2011.1.17-19
主承销商	华泰证券

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 2: 各业务收入增长预测

收入 (万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
凝结水精处理	14349	10758	13090	17017	22121	28758
Yoy		-25.02%	21.67%	30.00%	30.00%	30.00%
给水处理	3975	3832	7151	9296	12084	15710
Yoy		-3.61%	86.61%	30.00%	30.00%	30.00%
建造、安装工程承包	1290	2835	376	414	828	1242
Yoy		119.68%	-86.72%	10.00%	100.00%	50.00%
废污水处理及中水回用	1048	4358	4927	2464	4927	7391
Yoy		315.71%	13.05%	-50.00%	100.00%	50.00%
自动化控制	449	2044	774	77	93	111
Yoy		354.81%	-62.15%	-90.00%	20.00%	20.00%
合计	21113	23827	26317	29267	40054	53212
Yoy		12.86%	10.45%	11.21%	36.86%	32.85%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 3: 各业务毛利率预测

毛利率 (%)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
凝结水精处理	24.12%	26.45%	29.39%	30.00%	30.00%	30.00%
给水处理	19.39%	22.61%	21.93%	25.00%	25.00%	25.00%
建造、安装工程承包	27.92%	21.65%	25.46%	26.00%	26.00%	26.00%
废污水处理及中水回用	23.94%	19.99%	26.89%	28.00%	28.00%	28.00%
自动化控制	36.51%	31.24%	42.47%	40.00%	40.00%	40.00%
综合毛利率	23.72%	24.49%	27.22%	28.21%	28.19%	28.17%
营业成本/营业收入	76.28%	75.51%	72.78%	71.79%	71.81%	71.83%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 4: 每股收益对主营收入和毛利率变动的敏感性分析

EPS (元)	2010E	2011E	2012E
	0.58	0.60	0.81
主营收入变化率 + 10%	0.63	0.70	1.01
- 10%	0.52	0.51	0.63
毛利率变化率 + 1 %	0.61	0.64	0.85
- 1 %	0.54	0.57	0.76

资料来源: 中国银河证券研究部

表 5: 中电环保 (300172) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	66	58	70	640	610	营业收入	239	264	294	402	535
应收票据	0	17	19	26	34	营业成本	180	192	211	289	384
应收账款	71	86	96	131	174	营业税金及附加	2	1	2	2	3
预付款项	46	18	18	18	18	销售费用	8	8	9	13	17
其他应收款	7	19	19	19	19	管理费用	11	18	20	27	36
存货	93	48	52	72	95	财务费用	0	-1	0	-2	-3
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	1	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	5	5	14	40	78	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	12	10	22	20	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	37	45	51	71	96
无形资产	15	14	14	13	13	营业外收支净额	1	1	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	38	46	52	72	97
资产总计	314	278	313	982	1064	减: 所得税	6	6	8	11	15
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	33	40	44	61	82
应付票据	14	4	0	0	0	母公司净利润	31	39	43	60	81
应付账款	51	48	53	72	96	少数股东损益	1	1	1	1	2
预收款项	117	63	63	63	63	基本每股收益	0.42	0.52	0.58	0.60	0.81
应付职工薪酬	1	1	1	1	1	稀释每股收益	0.42	0.52	0.58	0.60	0.81
应交税费	-11	-2	2	2	2	财务指标					2008A
其他应付款	1	1	1	1	1	成长性					2009A
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	12.54%	10.51%	11.21%	36.86%	32.85%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	14.47%	13.70%	15.47%	36.64%	32.76%
预计负债	1	2	2	2	2	净利润增长率	5.22%	23.30%	11.67%	39.29%	33.90%
负债合计	175	120	123	143	167	盈利性					2010E
股东权益合计	139	159	190	839	898	销售毛利率	24.81%	27.56%	28.21%	28.19%	28.17%
现金流量表					2008A	销售净利率	13.61%	14.94%	15.00%	15.27%	15.39%
净利润	33	40	44	61	82	ROE	23.30%	24.39%	22.88%	7.19%	9.02%
折旧与摊销	2	2	1	2	4	ROIC	24.23%	24.36%	23.27%	7.21%	8.95%
经营现金流	16	28	32	20	32	估值倍数					2011E
投资现金流	-4	-10	-8	-40	-40	PE	59.76	48.47	43.40	41.55	31.03
融资现金流	-4	-16	-13	590	-21	P/S	7.84	7.09	6.38	6.21	4.68
现金净变动	8	3	12	570	-29	P/B	18.56	15.76	9.93	2.99	2.80
期初现金余额	65	66	58	70	640	股息收益率	0.29%	0.59%	0.69%	0.72%	0.97%
期末现金余额	73	69	70	640	610	EV/EBITDA	43.52	38.46	34.04	25.43	19.28

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部 (假设发行价格为 25 元)

DCF 估值与目标价位

表 6: 中电环保 (300172) DCF 折现模型

单位: 万元

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	4513	5211	7120	9453	12168	14601	17521	21026	25231	30277	36333
所得税	648	779	1084	1452	1859	2226	2667	3197	3832	4594	5509
NOPLAT	3876	4429	6052	8035	10343	12411	14893	17872	21446	25736	30883
营运资金净变动	-2745	-1272	-4213	-5141	-6239	-5405	-6488	-7788	-9348	-11219	-13465
资本支出	1000	1000	2773	4200	2000	0	0	0	0	0	0
自由现金流	347	2258	-722	-927	2563	7466	8865	10544	12559	14976	17877

WACC	8.49%	Ke	10.8%	估值 (元)		g				
永续增长率	2.00%	Kd	5.1%			1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	103803	t	14.1%	WACC	6.99%	22.45	23.87	25.58	30.09	30.36
企业价值	155023	Rf	2.5%		7.49%	21.02	22.25	23.70	25.45	27.58
非核心资产价值	7014	E(Rm)	10.0%		7.99%	19.79	20.84	22.07	23.52	25.27
债务价值	0	Rm-Rf	7.5%		8.49%	18.70	19.62	20.67	21.90	23.35
股权价值	155023	D/A	0.1%		8.99%	17.74	18.54	19.45	20.50	21.73
股本	10000	E/A	99.9%		9.49%	16.88	17.58	18.38	19.29	20.34
每股价值 (元)	20.67	Beta	1.1		9.99%	16.02	16.42	17.31	18.19	19.27

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908