



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011 年 1 月 21 日

电力

研究部

陈俊华

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080207050043
chenjunhua@cicc.com.cn

李捷

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010022
lijie@cicc.com.cn

无评级

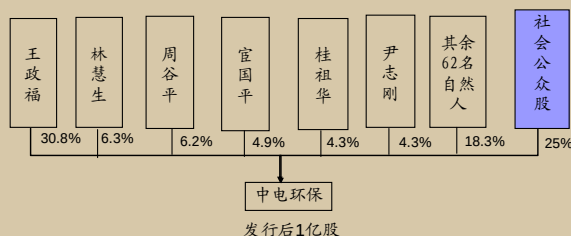
中电环保(300172.CH)

工业水处理专家: 立足电力, 纵深发展

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	213	239	264	285	373	484
(+/- %)		13	11	8	31	30
主营业务利润	49	58	71	87	119	155
(+/- %)		17	24	21	38	29
营业利润	34	37	45	57	87	111
(+/- %)		12	20	26	53	28
净利润	30	31	39	47	72	92
(+/- %)		5	23	23	52	28
每股盈利 (元)	0.30	0.42	0.52	0.63	0.72	0.92
(+/- %)		40	23	23	14	28
市盈率 (X)	73.8	52.6	42.7	34.8	30.6	24.0
市净率 (X)	17.0	12.3	10.4	8.0	2.0	1.9
ROE (%)	30.7	23.3	24.4	23.0	8.8	10.4
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.0

发行后股权结构变化



基本发行情况

发行概况

股票种类:	人民币普通股 (A 股)
发行股数:	2,500 万股
发行后总股本:	10,000 万股
发行股数占发行后总股本的比例:	25.00%
发行方式:	采用向询价对象网下配售与向社会公众投资者网上公开发行相结合的方式
初步询价及推介日期	2011 年 1 月 17 日至 2011 年 1 月 19 日
申购缴款日期	2011 年 1 月 24 日
发行前每股净资产:	2.24 元 (截至 2010 年 6 月 30 日)

资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

1/19/2011 (T-3 日)	初步询价截止日
1/24/2011 (T 日)	发行申购日、缴款日
1/26/2011 (T+2 日)	公布新股中签率
1/27/2011 (T+3 日)	中签号公布

公司近况:

中电联环保股份有限公司 (简称: 中电环保, 300172.CH) 是南京一家从事工业水处理服务业务的民营企业。公司计划在创业板发行 2500 万股, 融资用于 3 个中心 (系统集成中心、管控一体化中心和设计研发中心) 的建设。我们看好公司的业绩稳定性增长, 关注新业务增长点的推进; 建议询价区间: 21-24 元/股, 对应 2011 年 PE30-33x。

评论:

凝结水精处理行业龙头, 在手订单支持未来两年增长。1) 在 1000MW 级别火电机组的凝结水精处理领域, 公司的市场占有率分别是: 24% (投运机组) 和 45% (在建机组), 位居行业前列。2) 预计公司在手订单超过 6 亿元 (其中核电项目: 2.97 亿元), 是 2009 年公司全年收入的两倍以上, 为公司 2011、12 年业绩增长提供坚实基础。

经验丰富, 技术储备足, 长期增长值得期待。除传统火电机组凝结水处理业务, 公司业务目前还涉及: 火电给水处理、核电常轨岛凝结水处理、煤化工水处理等领域。公司在相关领域均有超过 10 个以上的跟踪客户, 未来持续业务成长值得期待。

无有息负债, 投资能力强。此次融资规划投入 3 个中心的建设 (资金需求量 2.08 亿元), 预计实际融资额将超出公司资金需求, 公司负债率将降至 20% 以下, 无有息负债, 超募资金还将为公司带来财务收益。强劲的资金实力为公司加速开拓新项目提供保障。

估值与建议:

预计 2010-12 年净利润为 4740 万元、7184 万元和 9165 万元, 按发行后股本计算, 分别对应摊薄 EPS 为 0.47 元、0.72 元和 0.92 元。

风险:

1) 竞争力削弱, 市场份额下降。2) 核电建设缓慢, 订单增速低于预期。

目录

主要业务和发行方案.....	3
公司简介.....	3
立足电力，纵深发展.....	6
财务预测.....	10
盈利增长动因：水处理项目的稳定增长.....	10
预计 2010-12 年 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元和 0.92 元.....	10
估值与建议.....	12
风险.....	14

图表目录

图表 1：中电环保股权结构.....	3
图表 2：中电环保基本业务.....	4
图表 3：中电环保收入分布结构.....	4
图表 4：2007-1H2010 中电环保客户结构.....	4
图表 5：中电环保计划募集资金投产项目产能.....	5
图表 6：中电环保在新增 1000MW 超临界火电机组市场占有率.....	6
图表 7：2007-2009 年中电环保收入、毛利结构.....	7
图表 8：存量和新增火电装机规模（2000 - 2015E）.....	7
图表 9：我国核电装机容量 2009-2020.....	7
图表 10：中电环保正在研发项目一览.....	8
图表 11：行业的主要法律法规以及相关规划一览.....	9
图表 12：2007-2012E 收入预测柱状图.....	10
图表 13：中电环保主要预测指标（2007A-2012E）.....	11
图表 14：A 股节能减排及环保领域上市公司估值对比.....	12
图表 15：近三个月 A 股发行市盈率对比（中小板/创业板）.....	13

主要业务和发行方案

公司简介

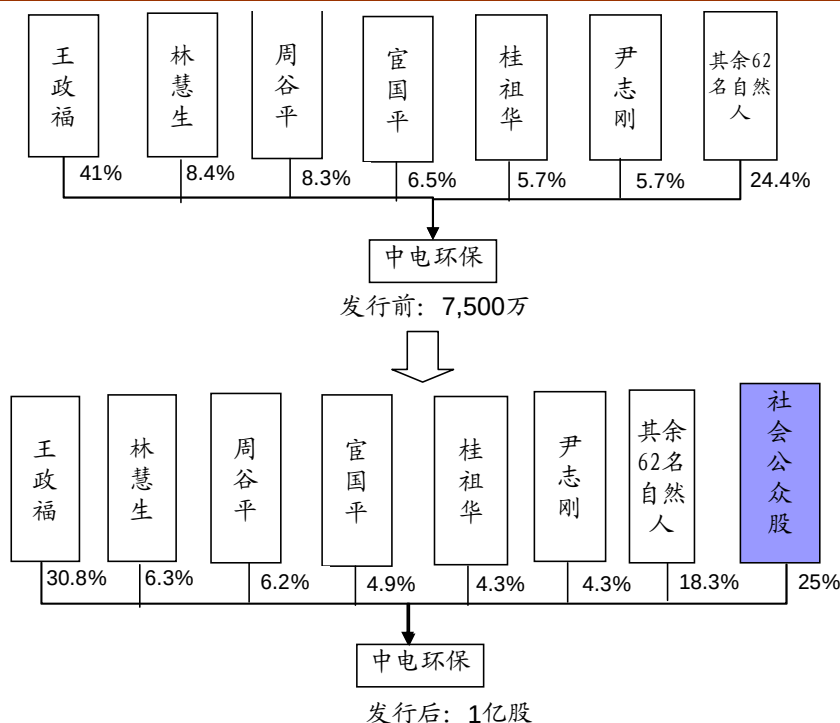
- ▶ 中电环保于 2001 年成立，致力于为火电、核电、石化、煤化工、冶金等行业的大型工业项目提供工业水处理系统解决方案、水处理设备系统集成及工程承包业务。核心产品为凝结水精处理、给水处理、废污水处理及中水回用等工业水处理系统设备，占公司业务量的 90% 左右。
- ▶ 此次融资后，公司在巩固现有业务同时，提升水处理设备系统的生产和研发能力。长期来看，公司以创新为主线，通过完善水处理设备的产品，不断扩大产销规模，提升企业综合竞争力。

2007-09 年，年均净利润复合增长 14%，年均销售收入复合增长 12%。2007-2009 年公司主要销售产品为：水处理系统设备销售（包括凝结水精处理、给水处理、废污水处理及中水回用），建造、安装工程承包，自动化控制系统等。2010 年上半年，中电环保营业收入 1.4 亿元，其中凝结水精处理收入为 0.7 亿元，给水处理收入为 0.65 亿元其他收入为 0.04 亿元，分别占比 50%、47%和 3%。

2007-09 年，综合毛利率分别为 24%、25%和 28%。（1）2007 - 09 年，凝结水精处理，利润率保持上升，分别为 24%、26%、29%；（2）2007 - 09 年，给水处理利润率保持稳定，分别为 19%、23%、22%；（3）2007 - 09 年，废污水处理及中水回用利润率则分别为 19%、23%、22% 。

客户资源优势。公司主要客户包括以电力集团为主（五大发电集团、地方发电集团，以及中核总、中广核等核电集团），神华集团、中石油、中石化、扬子巴斯夫、宝钢集团等众多行业龙头企业。公司同时与国内电力总承包商合作，为巴基斯坦恰希玛核电 C2 项目、印度 JHARSUGUDA 电厂、土耳其 EREN 电厂、越南海防电厂境外工程项目提供了水处理系统成套设备。

图表 1：中电环保股权结构



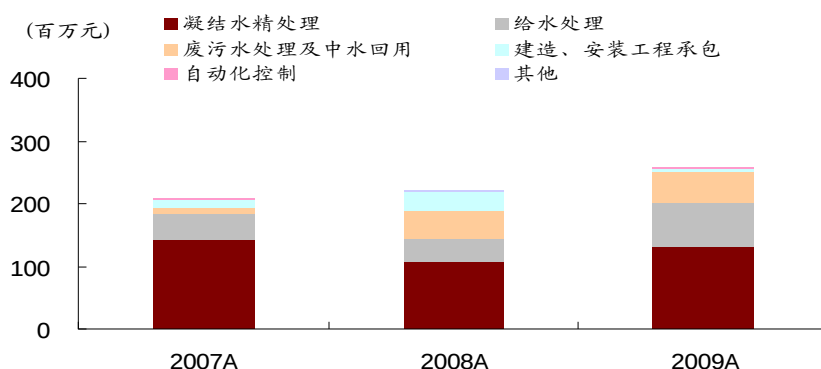
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 2：中电环保基本业务

产品分类	主要产品	主要作用	2009	
			营业收入(百万元)	占比
凝结水精处理	凝结水精处理	主要应用于大型火电厂锅炉、核电机组蒸汽发生器的凝结水系统，还可应用于石化、煤化工等大工业冷凝水深度处理。	130.90	49%
给水处理	全膜法给水处理系统	广泛应用于锅炉补给水处理和各类工业纯水处理，达到锅炉用水或其他工业用水的水质标准。	72.00	27%
	海水淡化系统	主要应用于沿海地区工业和居民生活用水处理。采用膜处理技术，去除海水中的盐及杂质，制取淡水。		
废污水处理及中水回用	废污水处理系统	广泛应用于火电厂、核电站、石化、煤化工、冶金等行业大工业的废污水处理，包括含煤废水、酸碱废水、废污水处理及化工废水、生活污水的净化处理，达到排放标准。	49.47	19%
	中水回用处理系统	主要应用于火电厂、石化、煤化工、冶金等行业的循环排污水回用处理，以及市政污水厂中水处理和其他工业零排放处理系统。		
自动化控制	管控一体化系统	主要应用于凝结水精处理、给水处理、废污水处理及中水回用等设备的自动化控制系统，通过管理软件、控制终端、过程控制节点等环节对水处理系统进行有机集成并整体优化。	7.74	3%

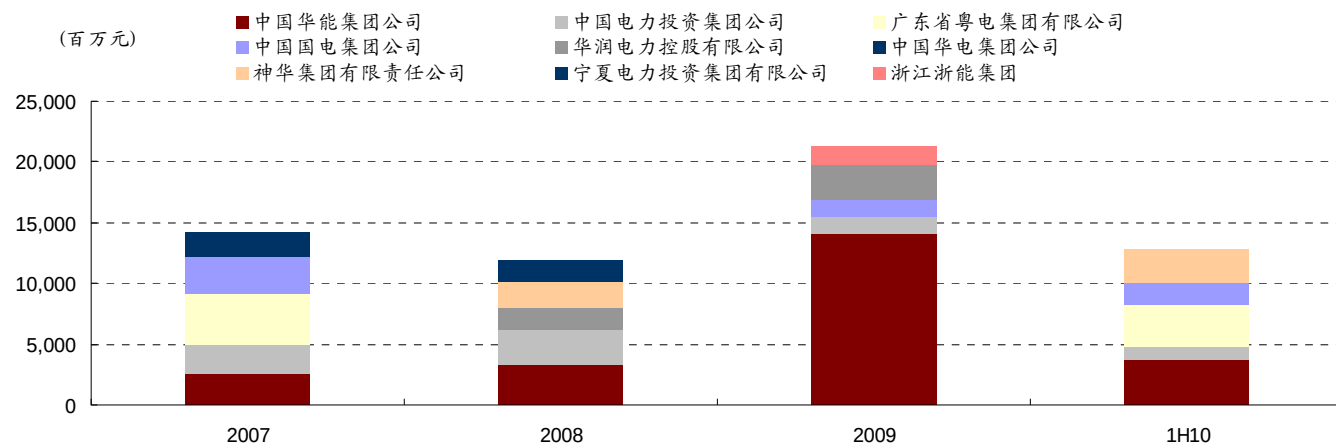
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3：中电环保收入分布结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：2007-1H2010 中电环保客户结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

中电环保创业板发行方案（300172.CH）

► 计划发行 2500 万股，发行后总股本为 1 亿股，新增股本规模为 33%。发行后，公司的股权结构大致为：王政福占 30.8%，林慧生占 6.3%，周谷平占 6.2%，宜国平占 4.9%，林祖华占 4.3%，尹志刚占 4.3%，其余 62 名自然人占 18.3%，社会公众股占 25%。

► 计划募集资金不少于 2.08 亿元，在两年内逐步投入 3 个项目：

（1）投资 1.46 亿元用于水处理设备系统集成中心。其中建设投资占 56.89%，流动资金占 43.11%。

投资 0.36 亿元用于水处理管控一体化中心。其中建设投资占 69.62%，流动资金占 30.38%。

投资 0.25 亿元用于设计研发中心。其中建设投资占 79.3%，其他资金占 20.7%。

（2）剩余资金用于其他与主营业务相关的营运资金。

图表 5：中电环保计划募集资金投产项目产能

水处理设备系统集成中心

序号	产品名称	单位	数量
1	凝结水精处理工艺系统成套设备	套	18
2	膜法水处理(含海水淡化)工艺系统成套设备	套	22
3	废污水处理和中水回用工艺系统成套设备	套	10
	合计		50

水处理管控一体化中心

序号	产品名称	单位	数量
1	凝结水精处理控制系统成套设备	套	18
2	膜法水处理(含海水淡化)控制系统成套设备	套	22
3	废污水处理和中水回用控制系统成套设备	套	10
	合计		50

资料来源：公司资料，中金公司研究部

立足电力，纵深发展

公司主要业务是为 30 万 kw 级以上的火电、核电机组提供凝结水精处理方案和给水处理方案。2010 年上半年，这两块业务收入占公司总收入超过 90%。锅炉用水对于水质有特殊要求(杂质含量和导电性)；汽轮机释放的凝结水中含有金属腐蚀产物，若直接进入锅炉，会对锅炉造成腐蚀及形成安全隐患。凝结水精处理即通过物理和化学办法调节凝结水水质，使其符合锅炉用水标准。给水处理则是改良水质，使之满足整个电厂不同环节工业用水的要求。除火电、核电外，石油化工、煤化工领域也是凝结水精处理的主要细分市场。

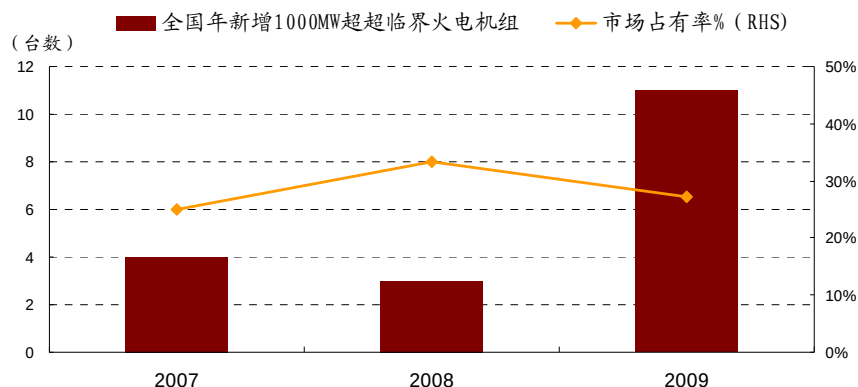
——火电：1000MW 级别机组，凝结水精处理市场占有率第一。截至 09 年末，全国 1000MW 级别火电机组已运行 21 台，在建 22 台。运行机组中，有 5 台机组的凝结水精处理采用中电环保的方案，在建项目中有 10 台采用中电环保的方案。中电环保市场占有率分别为：24%和 45%。

——核电：截至 09 年末，公司已取得 10 台核电机组的常轨岛凝结水精处理项目，占全国已招标在建核电项目总数的 34%。

主业扎实稳定，确保未来两年业绩成长。1) 目前公司在手订单超过 6 亿元(其中核电项目：2.97 亿元),是 2009 年公司全年收入的两倍以上，为公司 2011、12 年业绩增长提供坚实保障。2) 考虑每年新增 5000 万 kw 火电装机，平均增长 80-100 台新机组；以 25%市场份额、合同单价 1000 万计算，公司火电机组凝结水精处理收入有望稳定在 2-2.5 亿元。

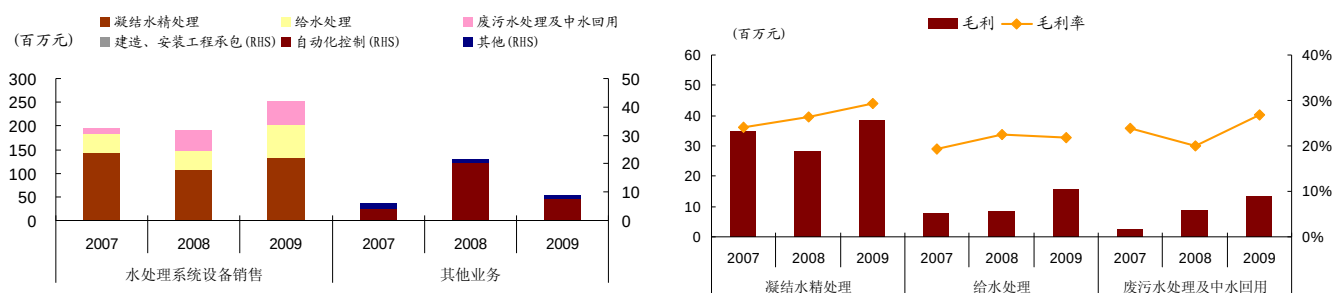
中长期：立足电力市场，火电老机组水处理改造、煤化工水处理是新的业绩增长点。1) 老火电水处理系统改造：离子交换法改为膜法。公司预计，约有 1.5 亿 kw 的 300MW 级以下级别机组需要在未来 3-5 年内进行水处理系统的改造，预计总市场规模不低于 15 亿元。2) 煤化工项目的水处理需求：公司 2007 年中标神华集团包头煤制烯烃项目水处理合同，合同总价 7275 万元，于 2010 年 5 月全面完成，标志着公司进入煤化工水处理市场。目前，我国建设和规划的煤制烯烃项目近 15 个，为公司提供潜在水处理市场。

图表 6：中电环保在新增 1000MW 超临界火电机组市场占有率



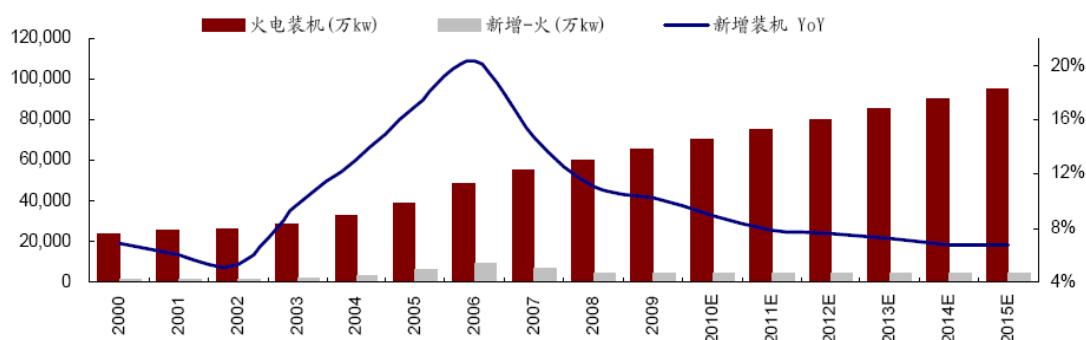
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表7：2007-2009年中电环保收入、毛利结构



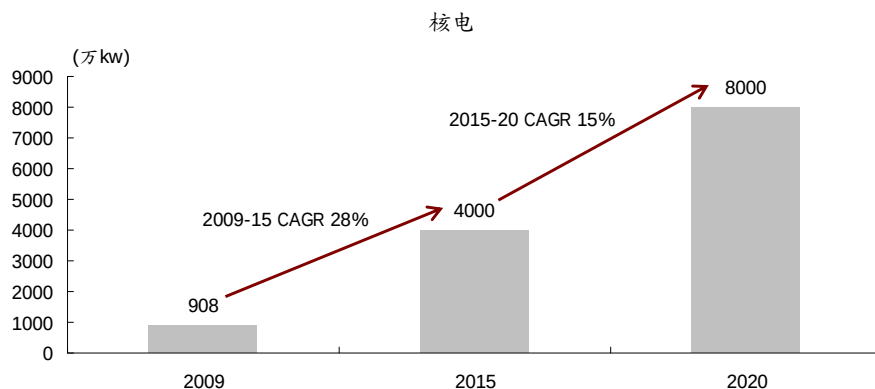
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表8：存量和新增火电装机规模（2000-2015E）



资料来源：中电联，中金公司研究部

图表9：我国核电装机容量 2009-2020E



资料来源：中电联，中金公司研究部

图表 10：中电环保正在研发项目一览

正在研发的项目	用途	进展情况
工业废污水处理及资源化回用技术的应用	以专有生化-物化复合技术为基础，研发出针对工业废污水处理及回用领域水资源再利用的深度处理及回用技术装置，并进行装置的产业化应用与示范，以实现“二次水资源”综合利用和节能减排目标。其中“以颗粒污泥为核心的废水处理新技术和装备研发及产业化”项目已与中国科技大学苏州研究院合作，获得江苏省科技成果转化专项资金的支持。“π型变流澄清中水处理器”项目已列入“国家火炬计划项目”。	成果转化阶段
核电站凝结水精处理的工艺改进	为了保证核电站蒸汽发生器的高纯度的水质，核电站对凝结水处理装置的出水水质要求与火电厂相比更高，因此，核电站的凝结水处理要求采用更加可靠、先进的处理技术。“核电站凝结水精处理”项目已列入“国家火炬计划项目”	设计完成，样机试制完成，进入测试阶段
膜蒸馏技术的研发	为了降低RO 浓水排放量、提高产水率，膜蒸馏法（MD）可以处理高浓度无机盐的水溶液，产水率在理论上可以达到100%，而目前现有膜技术一般只能达到70%左右的产水率。	理论研究、实验室试验阶段
膜污染的控制与浓水回收利用	中水及废污水深度膜处理中，膜污染的控制及浓水的回收利用是至关重要的，目前膜污染控制主要采用阻垢技术能来降低膜污染，研究一种既能阻垢又可从浓水中分离出的阻垢循环利用的阻垢技术，利用浓水的浓缩、吸附、脱附技术研究浓水深度回用，整整达到膜处理的零排放。	理论研究、正在初步试验
膜性能恢复技术的研究	超滤和反渗透在运行一段时间后，易受水中的杂质污染，目前国内通常采用化学药剂进行清洗，恢复性能；研究采用超声波的方法清洗，利用超声波产生的能量，去除膜表面的污染物，既环保，又能彻底恢复膜性能。	工程试验阶段
耐高温的EDI 在冷凝水处理方面的应用	EDI 的主要原理是三个方面直流电场、离子交换膜、离子交换树脂，由于离子交换膜及树脂耐温较低；研究新型耐高温的离子交换膜，以及选用高温离子交换树脂，集成新型EDI 模块，应用于高温冷凝水处理，进而实现绿色环保的脱盐处理。	理论研究阶段

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 11：行业的主要法律法规以及相关规划一览

时间	相关法律法规和政策
1984 年颁布、1996年5月15日、2008年6月1日修订	《中华人民共和国水污染防治法》
1988-1-21	全国人民代表大会常务委员会第24次会议审议通过《中华人民共和国水法》，并于1988年7月1日起实施
1989-12-26	以颁布的《中华人民共和国环境保护法》为核心，我国相继围绕环境保护和水资源利用方面先后颁布了一系列法律法规。
2000-3-20	制定了《中华人民共和国水污染防治法实施细则》等法律法规
2008-8-29	为加强资源的有效利用，我国在2008年8月29日通过了《循环经济促进法》，并于2009年1月1日起实施。包括：废弃电器电子产品回收处理管理条例、循环经济评价指标体系及其考核规定、包装物回收利用管理办法、关于促进资源节约和环境保护价格机制的意见以及涉及节水、节地、节材、矿产资源综合利用、废物回收与再利用、清洁生产等领域的有关标准。
相关行业规划	具体内容
《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》	明确提出突出抓好钢铁、有色、煤炭、电力、化工、建材等行业和耗能大户的节能减排工作，重点推进火电、冶金等高耗水行业节水技术改造，提高水的利用效率，扩大再生水利用，积极开展海水淡化、海水直接利用和矿井水利用。
《节水型社会建设“十一五”规划》及《关于做好建设节约型社会近期工作的通知》	工业节水重点是抓好火力发电、石油石化、钢铁、纺织、造纸、化工、食品等高用水行业的节水工作。沿海地区的火力发电、石油石化、钢铁等行业积极采用海水淡化、海水冷却技术，鼓励使用海水、矿井水、再生水等非非常规水源，大力推广污水深度处理回用技术等。
《中国节水技术政策大纲》	明确提出大力发展和推广工业用水重复利用技术，大力发展循环用水系统、串联用水系统和回用水系统，发展和推广蒸汽冷凝水回收再利用技术，发展外排废水回用和“零排放”技术。
《海水利用专项规划》	“十一五”期间，沿海地区在建的电力、石化、钢铁等重点行业，必须配套建设海水淡化水作为工业冷却水；已有的电力、石化、钢铁等重点行业必须对现有的供水设备进行改造，以海水淡化水代替工业用水；在沿海城市及其海岛建设一批生活用的大型海水淡化项目。按此规划，到2020年，我国海水淡化总量将达到250-300万吨/日。
《综合类生态工业园区标准》	明确规定综合类生态工业园区中水回用率达到40%，工业用水重复利用率达到75%。
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	明确了将根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保等产业。到2015年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到8%左右。到2020年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到15%左右，吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保等产业成为国民经济的支柱产业。

资料来源：公司资料、中金公司研究部

财务预测

盈利增长动因：水处理项目的稳定增长

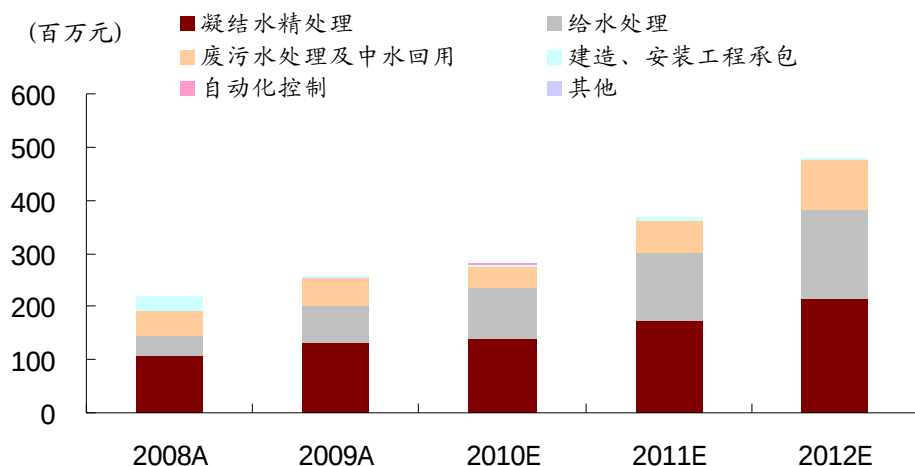
- **凝结水精处理**：预计未来 2 年将分别保持年均 20% 左右复合增长，2012 年将具备 18 台的产能。
- **给水处理**：该业务 2010 年实现收入约 1 亿元。预计 2011 年，公司销售收入将较 2010 年出现一定程度的增长；2012 年，产能释放，将为公司贡献收入 1.6 亿元。
- **废污水处理及中水回用**：该业务 2010 年确认较少，预计该业务未来几年将逐年增长，2011 年-2012 年销售收入分别为 0.6 亿元和 0.9 亿元。
- **海水淡化、核电及非电力市场容量的开拓——中、长期业绩增长点**。1) 未来我国海水淡化新市场领域将会面临良好的发展机遇。目前公司已经承接并顺利完工了山东威海海水淡化项目，积累了一定的项目经验，未来公司将以此为契机，大力开拓海水淡化业务。2) 我国核电加速投产为公司提供足够市场容量。3) 非电力市场容量巨大，公司向石化、煤化工行业的拓展有利于公司创造新的盈利增长点。

预计 2010-12 年 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元和 0.92 元

我们预计公司 2010-12 年的净利润分别为：0.5 亿元，0.7 亿元和 0.9 亿元。2011 年业绩增长主要源自水处理项目的增加以及毛利率的提升；2011 年下半年，募集资金项目投产，推动 2012 年水处理项目产能集中释放，推动 2012 年业绩保持 25% 以上增长。考虑股本摊薄，2010-12 年 EPS 分别为 0.47、0.72 和 0.92 元。

值得注意的是：公司自 08 年以来流动比率、速动比率逐年上升，显示公司具有较好的偿债能力。资产负债率由 07 年的 64% 下降至 09 年末的 43%。此次成功公开发售后，预计资产负债率进一步下降 26 个百分点至 17%，为公司长期调整资本结构提供了更大的空间。

图表 12： 2007-2012E 收入预测柱状图



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 13：中电环保主要预测指标（2007A-2012E）

(单位：百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表						
主营业务收入	213	239	264	285	373	484
主营业务成本	161	180	192	197	251	327
主营业务利润	49	58	71	87	119	155
减：管理费用	8	11	18	19	25	33
财务费用	0	-0	-1	-	-6	-6
营业利润	34	37	45	57	87	111
利润总额	35	38	46	57	87	111
所得税	5	6	6	8	13	17
少数股东损益	0	1	1	1	2	3
净利润	30	31	39	47	72	92
资产负债表						
货币资金	65	66	58	123	678	682
应收帐款	82	71	86	93	121	158
存货	80	93	48	51	67	87
其他流动资产	26	53	54	39	52	67
流动资产合计	254	283	246	307	918	994
长期投资	-	-	-	-	-	-
固定资产及在建工程	6	14	17	14	53	99
资产合计	277	314	278	336	984	1,106
短期借款	10	-	-	-	-	-
应付帐款	57	51	48	52	68	88
应交税金	-1	-11	-2	-2	-2	-3
流动负债合计	174	173	116	125	163	212
长期借款	-	-	-	-	-	-
负债合计	176	175	120	129	167	216
少数股东权益	3	4	0	1	4	6
股本	71	75	75	75	100	100
储备和未分配利润	26	60	84	131	714	784
股东权益合计	97	135	159	206	814	884
负债及股东权益合计	277	314	278	336	984	1,106
现金流量表						
经营活动产生的现金流量	4	16	28	62	51	69
投资活动产生的现金流量	2	-4	-10	3	-39	-49
筹资活动产生的现金流量	2	-4	-16	0	542	-16
主要财务比率						
增长						
利润率						
毛利率	23%	24%	27%	30%	32%	32%
息税折旧摊销前利润率	16%	16%	17%	20%	22%	23%
息税前利润率	16%	15%	17%	20%	22%	22%
税前利润率	17%	16%	17%	20%	23%	23%
净利润率	14%	13%	15%	17%	19%	19%
流动性比率						
速动比率	1.00	1.10	1.71	2.05	5.22	4.28
流动比率	1.46	1.64	2.12	2.46	5.63	4.69
杜邦分析						
净利润率	14%	13%	15%	17%	19%	19%
资产周转率	0.8	0.8	1.0	0.8	0.4	0.4
资产/股东权益	2.8	2.3	1.8	1.6	1.2	1.3
净资产回报率	31%	23%	24%	23%	9%	10%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值与建议

近期 A 股创业板 IPO 对应 2011 年发行市盈率的中值为 37x, 近一个月发行的平均值在 30-40x。相关上市公司的 2011 年交易市盈率为 37x。反应了投资对于该行业股票较乐观的预期。

按发行后股本计算, 公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.63 元、0.72 元和 0.92 元, 分别同比增长 23%、14%和 28%。考虑当前紧缩预期的市场环境, 建议投资者可按公司 2011 年市盈率 30-33x 参与询价, 每股收益 0.72 元对应的合理股价为 21-24 元/股。

环保行业股票上市后市场反应较好, 投资者对于创业板公司高速成长的预期, 以及对于环保行业的乐观期望, 对于该类上市公司可能给予一定溢价。未来核电项目的落实以及国家对于环保行业政策鼓励的强调将成为股价上涨的动力。建议投资者申购。

图表 14: A 股节能减排及环保领域上市公司估值对比

	Price	投资建议	总股本 (百万股)	流通股本 (百万股)	总市值 (十亿)	EPS				P/E(x)				P/B(x)			
						2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
工业节能减排																	
龙源技术	117.00	推荐	88	22	10.3	1.00	1.28	1.96	2.53	117.4	91.3	59.8	46.2	27.0	5.2	4.7	4.3
燃控科技	42.45	审慎推荐	108	22	4.6	0.58	0.65	0.99	1.53	73.6	65.1	42.7	27.8	16.9	3.1	2.9	2.6
九龙电力	16.60	中性	335	335	5.6	0.08	0.20	0.48	0.57	207.5	82.8	34.7	29.3	6.0	5.8	1.9	1.8
易世达	70.89	审慎推荐	44	15	4.2	0.87	1.16	1.66	2.00	81.9	60.9	42.8	35.4	14.7	4.1	3.8	3.5
平均值										120.1	75.0	45.0	34.7	16.2	4.5	3.3	3.1
中间值										99.6	73.9	42.8	32.4	15.8	4.6	3.3	3.1
工业环保																	
万邦达	123.12		86	29	14.1	0.94	1.22	2.25	3.36	130.3	100.7	54.6	36.6	61.0	4.9	5.8	5.2
菲达环保	14.75		140	140	2.1	0.09	n.a	n.a	n.a	163.9	n.a	n.a	n.a	4.0	n.a	n.a	n.a
龙净环保	31.94		208	208	6.6	1.35	1.24	1.42	1.58	23.7	25.8	22.4	20.2	3.3	3.0	2.7	2.4
三维丝	36.60		39	13	1.9	0.58	0.70	1.07	1.61	63.1	52.4	34.2	22.7	18.0	5.0	4.4	3.7
华光股份	21.98		256	256	5.6	0.46	0.59	0.82	0.97	47.6	37.1	26.9	22.7	5.2	n.a	n.a	n.a
桑德环境	32.18		413	233	13.3	0.35	0.49	0.69	0.94	91.9	65.8	46.4	34.2	11.1	10.5	8.8	7.2
平均值										86.8	56.4	36.9	27.3	17.1	5.9	5.4	4.6
中间值										77.5	52.4	34.2	22.7	8.1	4.9	5.1	4.5

资料来源: 彭博咨询, 公司资料, 中金公司研究部

图表 15：近三个月 A 股发行市盈率对比（中小板/创业板）

发行市盈率							
证券代码	证券简称	上网发行日期	上市日期	发行价格(元)	2009	2010E	2011E
中小板							
2544	杰赛科技	2011-1-19		28	42.7	30.9	25.2
2543	万和电气	2011-1-19		30	35.8	25.1	19.5
2542	中化岩土	2011-1-19		37	56.1	42.1	26.5
2541	鸿路钢构	2011-1-6	2011-1-18	41	67.6	36.7	24.8
2540	亚太科技	2011-1-6	2011-1-18	40	68.6	47.8	37.8
2539	新都化工	2011-1-6	2011-1-18	33.88	58.9	40.0	29.4
2538	司尔特	2011-1-6	2011-1-18	26	59.3	44.4	35.1
2537	海立美达	2010-12-29	2011-1-10	40	64.1	42.9	31.0
2536	西泵股份	2010-12-29	2011-1-11	36	65.2	38.7	29.4
2535	林州重机	2010-12-29	2011-1-11	25	89.4	52.5	31.1
2534	杭锅股份	2010-12-29	2011-1-10	26	45.2	34.9	30.2
2533	金杯电工	2010-12-22	2010-12-31	33.8	46.9	42.0	30.0
2532	新界泵业	2010-12-22	2010-12-31	32.88	55.9	45.9	33.2
2531	天顺风能	2010-12-22	2010-12-31	24.9	52.6	53.0	35.5
2530	丰东股份	2010-12-22	2010-12-31	12	41.5	50.7	37.2
2529	海源机械	2010-12-15	2010-12-24	18	47.9	40.7	29.9
2528	英飞拓	2010-12-15	2010-12-24	53.8	98.6	68.3	41.7
2527	新时达	2010-12-15	2010-12-24	16	50.0	38.6	31.1
2525	胜景山河	2010-12-08	n.a	34.2	78.4	55.7	40.4
2524	光正钢构	2010-12-08	2010-12-17	15.18	71.9	52.7	34.4
2526	山东矿机	2010-12-08	2010-12-17	20	71.8	44.5	27.4
2522	浙江众成	2010-12-01	2010-12-10	30	65.3	45.4	33.9
2520	日发数码	2010-12-01	2010-12-10	35	58.9	46.1	33.0
2521	齐峰股份	2010-12-01	2010-12-10	41.5	51.5	41.7	32.9
2523	天桥起重	2010-12-01	2010-12-10	19.5	57.2	44.0	33.6
2519	银河电子	2010-11-24	2010-12-07	36.8	39.4	34.7	28.1
2517	泰亚股份	2010-11-24	2010-12-07	20	52.3	43.9	31.9
2518	科士达	2010-11-24	2010-12-07	32.5	60.8	48.3	35.6
2516	江苏旷达	2010-11-24	2010-12-07	20.1	55.8	39.5	29.9
2512	达华智能	2010-11-22	2010-12-03	26	74.3	63.0	48.0
2515	金宇电机	2010-11-22	2010-12-03	34	63.3	50.1	38.5
2514	宝馨科技	2010-11-22	2010-12-03	23	49.0	30.2	24.7
2513	蓝丰生化	2010-11-22	2010-12-03	43.2	32.3	38.7	31.9
2510	天汽模	2010-11-15	2010-11-25	17.5	46.0	40.3	31.0
2511	中顺洁柔	2010-11-15	2010-11-25	38	55.0	43.7	35.5
2508	老板电器	2010-11-10	2010-11-23	24	46.9	31.4	24.7
2507	涪陵榨菜	2010-11-10	2010-11-23	13.99	52.2	41.7	33.0
2509	天广消防	2010-11-10	2010-11-23	20.19	62.4	47.7	31.3
2506	超日太阳	2010-11-08	2010-11-18	36	55.8	46.0	30.4
2504	东光微电	2010-11-08	2010-11-18	16	73.9	50.7	33.7
2505	大康牧业	2010-11-08	2010-11-18	24	81.7	60.3	40.2
2501	利源铝业	2010-11-03	2010-11-17	35	61.1	39.4	30.2
2502	舜威股份	2010-11-03	2010-11-17	29	63.1	50.1	36.3
2503	搜于特	2010-11-03	2010-11-17	75	111.0	71.6	40.7
2500	山西证券	2010-11-01	2010-11-15	7.8	30.3	37.1	29.1
2498	汉魏股份	2010-10-27	2010-11-09	36	36.0	38.6	30.9
2497	雅化集团	2010-10-27	2010-11-09	30.5	35.6	30.0	27.0
2496	辉丰股份	2010-10-27	2010-11-09	48.69	41.8	37.0	27.3
2499	科林环保	2010-10-27	2010-11-09	25	56.1	46.0	38.9
2495	佳隆股份	2010-10-20	2010-11-02	32	58.3	51.2	41.5
2494	华斯股份	2010-10-20	2010-11-02	22	66.8	46.6	34.7
2493	荣盛石化	2010-10-20	2010-11-02	53.8	38.2	23.4	20.6
2492	恒基达鑫	2010-10-20	2010-11-02	16	43.9	37.5	32.0
2489	浙江永强	2010-10-11	2010-10-21	38	51.2	34.2	26.2
2491	通鼎光电	2010-10-11	2010-10-21	14.5	46.1	28.6	21.1
2490	山东墨龙	2010-10-11	2010-10-21	18	26.8	25.7	18.4
2488	金固股份	2010-10-11	2010-10-21	22	67.6	42.9	28.3
中值					55.9	42.9	31.1
创业板							
300169	天晟新材	2011-1-14		32	84.5	62.1	36.7
300168	万达信息	2011-1-14		28	84.1	64.2	39.6
300167	迪威视讯	2011-1-14		51.28	77.4	55.4	37.9
300166	东方国信	2011-1-14		55.36	89.8	56.2	37.3
300165	天瑞仪器	2011-1-14		65	68.0	59.9	46.1
300164	通源石油	2011-1-4	2011-1-13	51.1	69.0	51.8	34.6
300163	先锋新材	2011-1-4	2011-1-13	26	106.9	73.1	34.9
300162	雷曼光电	2011-1-4	2011-1-13	38	118.9	63.4	34.6
300161	华中数控	2011-1-4	2011-1-13	26	65.3	57.3	41.2
300160	华昌达	2011-1-4	2011-1-13	35	73.2	57.5	38.0
300159	新研股份	2010-12-27	2011-1-7	69.98	121.2	57.5	38.0
300158	振东制药	2010-12-27	2011-1-7	38.8	82.1	59.9	40.7
300157	恒泰艾普	2010-12-27	2011-1-7	57	99.9	68.2	45.8
300156	天立环保	2010-12-27	2011-1-7	58	62.7	46.6	35.2
300155	安居宝	2010-12-27	2011-1-7	49	68.7	54.1	39.5
300154	瑞凌股份	2010-12-20	2010-12-29	38.5	95.9	49.0	35.0
300153	科泰电源	2010-12-20	2010-12-29	40	72.5	58.7	41.3
300152	燃控科技	2010-12-20	2010-12-29	39	67.6	54.3	38.0
300151	昌红科技	2010-12-13	2010-12-22	34	79.7	51.3	35.6
300149	量子高科	2010-12-13	2010-12-22	28	63.8	52.1	41.1
300150	世瑞医疗	2010-12-13	2010-12-22	32.99	105.3	65.4	41.8
300146	汤臣倍健	2010-12-06	2010-12-15	110	115.3	66.4	40.7
300147	香雪制药	2010-12-06	2010-12-15	33.99	82.1	57.9	43.3
300148	天舟文化	2010-12-06	2010-12-15	21.88	81.1	52.3	37.4
300143	星河生物	2010-11-29	2010-12-09	36	118.5	57.3	38.9
300145	南方泵业	2010-11-29	2010-12-09	37.8	66.0	46.4	31.4
300144	兴通股份	2010-11-29	2010-12-09	53	102.4	53.2	40.0
300140	启源装备	2010-11-01	2010-11-12	39.98	50.3	45.0	32.5
300139	福星晓程	2010-11-01	2010-11-12	62.5	53.7	48.6	36.8
300141	和顺电气	2010-11-01	2010-11-12	31.68	69.4	45.5	32.5
300142	沃森生物	2010-11-01	2010-11-12	95	124.5	63.0	39.3
300136	信维通信	2010-10-25	2010-11-05	31.75	64.3	40.1	22.7
300137	光润环保	2010-10-25	2010-11-05	22	79.1	52.8	33.2
300138	晨光生物	2010-10-25	2010-11-05	30	55.2	42.5	29.9
300134	大富科技	2010-10-12	2010-10-26	49.5	56.7	37.6	28.6
300132	青松股份	2010-10-12	2010-10-26	23	55.8	37.4	27.7
300133	华策影视	2010-10-12	2010-10-26	68	69.2	41.6	30.7
300135	宝利国际	2010-10-12	2010-10-26	36.46	50.0	35.0	24.0
300129	泰胜风能	2010-10-08	2010-10-19	31	44.8	35.9	28.2
300131	英唐智控	2010-10-08	2010-10-19	36	63.5	43.8	29.0
300130	新国都	2010-10-08	2010-10-19	43.33	62.0	44.4	31.2
300128	锦富新材	2010-09-20	2010-10-13	35	66.9	46.3	32.6
300126	锐奇股份	2010-09-20	2010-10-13	34	67.3	43.0	29.6
300127	银河磁体	2010-09-20	2010-10-13	18	71.6	48.0	37.1
300125	易世达	2010-09-20	2010-10-13	55	85.1	46.8	34.9
300123	太阳鸟	2010-09-13	2010-09-28	28.88	89.6	55.3	30.0
300124	汇川技术	2010-09-13	2010-09-28	71.88	75.7	40.4	26.3
300122	智飞生物	2010-09-13	2010-09-28	37.98	65.6	52.7	39.2
300120	经纬电材	2010-09-06	2010-09-17	21	57.8	44.6	30.2
300119	瑞普生物	2010-09-06	2010-09-17	60	72.3	45.1	32.7
300121	阳谷华泰	2010-09-06	2010-09-17	20.8	44.8	33.4	27.8
中值					72.5	53.2	36.8
平均值					78.5	52.8	35.9

资料来源：公司资料，Wind，中金公司研究部

风险

- ▶ **客户集中度较高。**2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司来自于前五大客户（按同一集团控制下公司的合并口径统计）的收入占当期营业收入总额的比例分别为 67%、50%、81%和 93%，我国电力、石化、煤化工、冶金等行业集团化经营管理的特点导致了公司对同一集团控制下的客户集中度较高。若上述行业发展发生不利变化，将可能影响公司所处行业的市场需求从而影响公司项目承接的总体规模，并可能影响公司应收账款规模及回收，从而对公司未来的经营情况产生一定的影响。
- ▶ **市场竞争风险。**公司系为火电、核电、石化、煤化工、冶金等相关行业大型工业项目提供水处理系统的设备集成商，在电厂工业水处理行业中居于优势地位。但行业内其他竞争对手为谋求自身发展，同本公司一样，亦在不断地提升技术与管理水平，积极拓展市场，如中国华电工程（集团）有限公司、武汉凯迪水务有限公司、海盐力源电力设备有限公司、西安热工研究院有限公司等在电厂工业水处理领域也具备较强的竞争实力，行业内竞争较为激烈。因此，公司面临市场竞争风险。
- ▶ **募集资金投资项目的风险。**公司募集资金主要投资于“与公司主业相关的水处理设备系统集成中心、水处理管控一体化中心、设计研发中心、其他与主营业务相关的营运资金四个项目。若公司实际订单数出现下滑，公司经营业绩不能保持增长，募集资金投资项目将不能取得预期收益，募集资金投资项目新增固定资产折旧将对公司经营业绩产生较大不利影响。
- ▶ **技术更新风险。**虽然公司在工业水处理领域从业多年，积累了丰富的技术数据、技术研发经验和工程项目经验，并拥有一批技术含量高、市场前景广阔的技术成果和在研项目。但在技术升级换代形势下，公司必须加大在新技术、新产品研发方面的投入，提高产品的技术水平和更新换代的速度，否则将面临丧失技术优势、影响公司市场竞争力的风险。
- ▶ **宏观经济波动风险，电力、石化、冶金等行业建设周期性影响。**例如：经过前期的高速发展，未来几年电力投资（尤其是电源投资）放缓，火电装机总容量增速的回落可能对公司现有产品的新增市场需求带来不利影响。因此，如果国家产业政策调整或宏观经济形势变化对上述行业产生不利影响，将可能影响公司未来经营业绩。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED