

建议申购

中电环保 (300172)

2011 年 01 月 24 日

大工业企业一体化水处理服务商

申购价格: 25.16 元, 建议申购

电力及公共事业行业分析师: 陆凤鸣
SAC 执业证书编号: S0850210100002
lufm@htsec.com
021-23219415
电力及公共事业行业助理分析师: 白瑜
SAC 执业证书编号: S0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

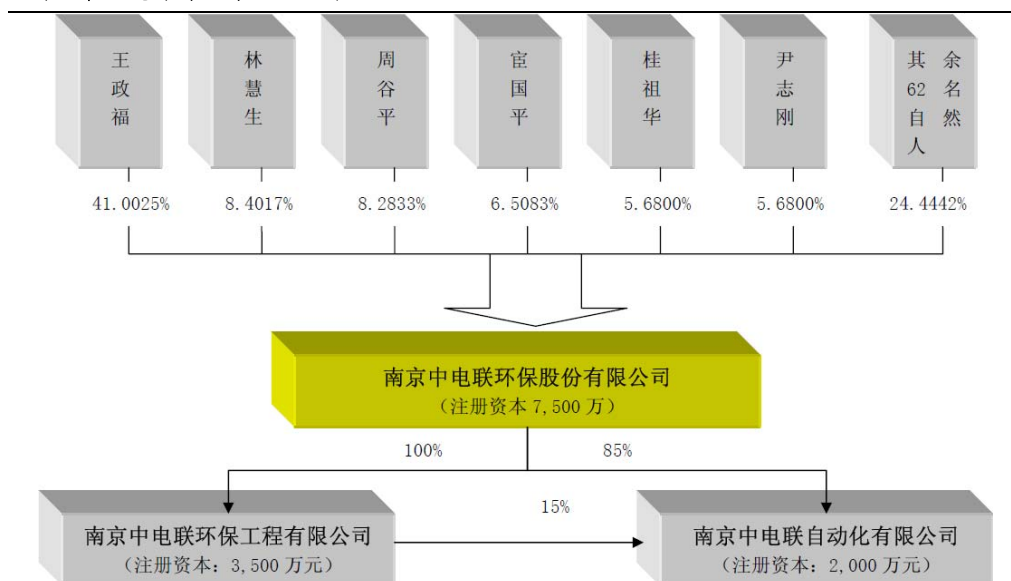
投资建议: 中电环保作为专业的电厂水处理服务商, 具有一定的技术优势和人才优势, 未来有望受益于国家节能减排等环保政策要求提高, 将业务逐步扩大为包括电力、石化、冶金等大工业企业的一体化水处理服务商, 成长空间较大。不考虑超募部分资金的投资使用, 我们保守预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元和 0.91 元。参考已上市同类企业的万邦达当前 50-60 倍动态 PE 的估值水平, 首日价格预计在 30-36 元, 申购价格 25.16 元, 建议申购。

1. 竞争优势——专注工业水处理, 人员激励到位

南京中电环保 (简称“中电环保”) 主营业务为提供工业水处理系统解决方案、设备系统集成、及工程承包, 业务涵盖凝结水精处理系统、给水处理系统、和废污水处理及中水回用系统, 目前主要服务的对象是火电厂、及核电站常规岛部分, 正在积极开拓煤化工、冶金、石化领域的工业水处理。

公司发展最初是中电联下属的北京中电动力技术 (前身为北京中电动力化学公司) 在南京投资发起的一家公司, 专业从事电厂水处理工程, 历经 16 年的发展, 目前已经成为国内电厂工业水处理细分行业的龙头企业之一。

图 1 本次发行前公司股权结构



资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

由于国外对水处理研究发展时间较长, 技术也相对成熟, 公司在最初从国外引进、吸收、优化之后, 逐步形成了自己的工艺专利技术。同时, 公司作为国内最早专注于工业水处理领域的企业, 其无论在工程经验、还是在技术积累上都较国

内其他竞争对手更为深厚。而与国外同行相比,公司作为水处理的系统方案提供商,与国内业主在沟通交流方面有明显优势。

目前其主攻的国内电厂水务高端市场(如单机容量在 60-100 万千瓦的火电机组),其主要竞争对手只有 5 家左右,竞争环境明显优于低端水务处理市场,平均综合毛利率、净利润率高达 25%、15%。

中电环保的另一优势就在于人员激励到位。作为以水处理方案设计擅长的公司,如何留住具有项目设计经验的人才保持公司长期竞争力的关键。而公司在成立之初就已经意识到了这个问题,在 1995 年和 2001 年分别对公司内的主要高管实施了股权激励。上市前公司的股东全部为自然人,覆盖的公司人员从董、高、监等管理层,到下属骨干工程师和各部门主管,从而保证了公司人才队伍的稳定。

2. 行业前景——主攻火电高端市场,收入成长还有 3 倍空间

回顾中电联环保的发展历史,主要是伴随着国内火电行业的快速成长,其业务最初主要从事火电厂的凝结水精处理,逐步拓展到给水、废污水、中水回用一体的全系列水处理服务,并将服务对象从电厂逐步延伸到石化、煤化工、冶金等行业。目前来看,火电水处理市场,尤其是凝结水处理业务,仍是公司的主要收入来源。

表 1 公司分行业营业收入(2007-2010H1)(万元)

	2007	2008	2009	2010H1
火电	20815	18672	25831	11018
石化、煤化工	129	3208	376	2837
核电	198	501	4	42
其他	113	139	234	6
冶金	10	582		
自来水		830		
合计	21265	23931	26446	13903

资料来源:招股意向书,海通证券研究所

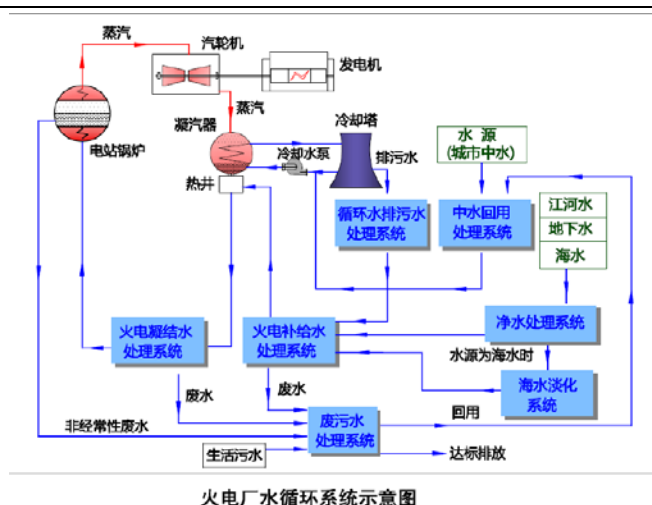
表 2 公司分产品营业收入(2007-2010H1)(万元)

	2007	2008	2009	2010H1
凝结水精处理	14349	10758	13090	7013
给水处理	3975	3832	7151	6472
废污水处理及中水回用	1048	4358	4927	142
自动化控制	449	2044	774	42
建造、安装工程承包	1290	2835	376	153
合计	21113	23827	26317	13822

资料来源:招股意向书,海通证券研究所

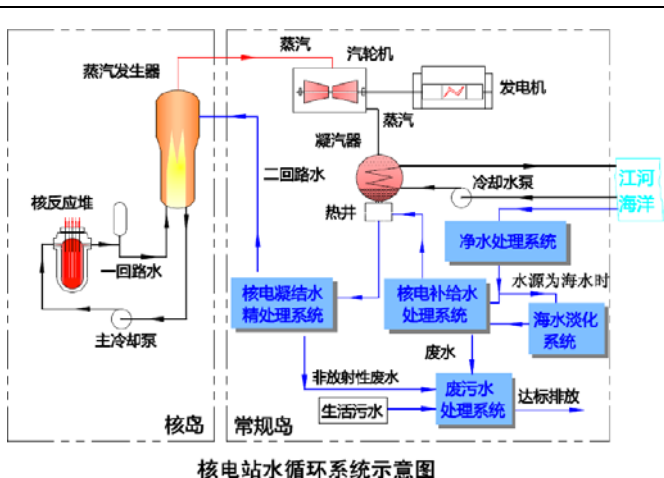
电厂凝结水精处理的需求产生,主要是为了满足大容量(30 万千瓦以上)火电机组对用水品质要求的提升。实践表明,有凝结水精处理的火电机组的炉管结垢率要明显低于没有精处理的机组,更有利于机组的安全稳定运行。因此,伴随着 1990 年后国内 30 万千瓦以上机组的大规模投产,中电联环保逐步完成了从生存到发展的过程。

图2 火电厂水循环系统示意图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图3 核电站水循环系统示意图



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

2005年后新一轮大容量火电机组，尤其是2008年之后百万千瓦火电机组项目的开工建设，对水质的要求更为严格。中电联环保凭借着以往丰富的工程经验、以及不断提升的设计技术，在百万千瓦火电机组、以及核电常规岛领域的市场容量占比接近3成，居行业领先。

表3 我国30万千瓦以上火电机组装机容量及其占比(万千瓦)

	1978	1980	1990	2000	2005	2009
30万千瓦以上火电机组	152	244	1507	9232	16169	45272
火电总装机	3984	4555	10184	23754	39138	65205
比重(%)	3.82	5.36	14.80	38.86	41.31	69.43

资料来源：中电联，海通证券研究所

表4 公司在百万千瓦火电机组凝结水精处理、及核电水处理的市场份额

	当年火电投入运营机组			目前在建 百万火电项目招标	2007-2009年间 在建核电项目招标
	2007年	2008年	2009年		
总投产机组	4	3	11	22	29
中电联环保承揽	1	1	3	10	10
市场占有率	25%	33%	27%	45%	34%

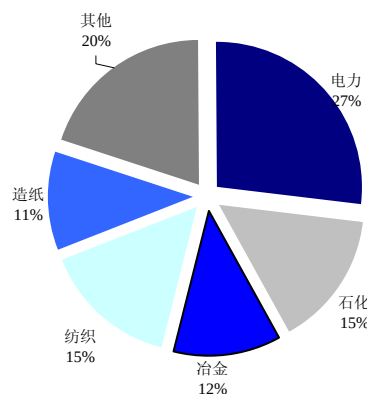
资料来源：中电联，海通证券研究所

虽然由于发改委审批严格，火电机组近年来新投产数量较2005-2006年最高峰时期大幅减少。但未来每年仍有5000-6000万千瓦火电新机组(主要是以60万千瓦以上机型为主)、以及年均约600-700万千瓦核电站(到2020年前新增6000-7000万千瓦装机容量)需要建设，对应相关的水处理市场容量预计可达16-24亿元。中电联环保凭借其固有的技术、工程优势，有望获得30%-40%的市场份额，该领域的收入规模最大可达9-10亿元，较目前还有3倍左右的成长空间。

3.未来发展——工业水处理，小起点大市场

由于以往经济发展模式相对粗放，我国原先在工业水处理领域重视程度不够。随着国内水资源日益稀缺、以及国家对环保要求的提升，有45个工业行业都有水处理的需求。而从水处理规模、及深度来看，我国工业水处理的市場主要集中在电力、化工、冶金、纺织、造纸等行业。

图 4 国内工业水处理市场比重



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

伴随着“十二五”期间我国对高耗能行业的产业结构调整、和节能减排等环保要求提升，为大工业配套的水处理领域还有巨大的成长空间。而从处理工艺上来看，电力、化工、冶金、纺织、造纸等领域的水处理工艺都具有互通性。

正是顺应这一需求，08 年中电联环保设立非电行业部。而凭借其对工业水处理的多年设计和工程经验，陆续中标中石化安庆公司晴纶废水处理项目、神华集团包头煤制烯烃水处理项目、宝钢凝结水精处理及排水处理装置扩容改造项目等。

未来随着石化、冶金等工业水处理需求的快速成长，公司将逐步摆脱目前对电力水处理业务的依赖，迈入更为广阔的大工业水处理领域。按照目前国内大型石化项目的建设规划，未来 3 年仅石化行业水处理行业需求就有 200-400 亿元，与公司当前的 2-3 亿元的收入规模相比，还有巨大的成长空间。

表 5 公司以往部分非电水处理项目承接情况

行业	项目名称	时间	项目内容	总金额(万元)
石化	扬子-巴斯夫水处理岛系统总集成及技术服务	2003	除盐水处理、冷凝水深度处理系统总集成及技术服务	
	中石化安庆公司晴纶废水处理	2005	年处理废水 700 万吨	
	江苏井盐淡化水处理	2010	年处理水量 262.8 万吨	
	江苏盐业金坛加怡中水回用水处理	2010	年处理水量 394.2 万吨	
煤化工	神华包头化学水处理岛	2007	除盐水处理年处理水量 1051.2 万吨，冷凝水年回收 753.36 万吨	7275
冶金	宝钢凝结水精处理及排水处理装置扩容改造	2008	凝结水精处理系统集成、废水处理设计	

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

除了国内的其他大工业水处理领域外，公司还积极开拓海外市场，已经与各大电力总承包商合作承接了巴基斯坦恰希玛核电站 C2 项目、印度 JHARSUGUDA 电厂、土耳其 EREN 电厂的凝结水精处理设备系统集成项目。未来随着周边发展中国家的发展，对能源的需求增长也将给公司带来新的机会。

4. 募投项目——保护关键设备设计专利，提升非电项目承接能力

本次上市，中电联环保将发行 2500 万股，占发行后总股本的 25%，按照日前的询价价格 25.16 元，则可以募集资金约为 6 亿元。除了用于原募集投资项目——建立水处理设备系统集成中心、水处理管控一体化中心、设计研发中心外（所需资金在 2 亿元左右），剩余超募资金将用于补充运营资金。

募投项目完成后，公司的生产经营方式将从原先的“通用产品招标采购、非标设备及关键构件定制采购、协作集成”，转变为“通用产品招投标采购、非标设备定制采购、关键构件自主生产及自主组装集成”，有利于其在日益激烈的竞争中保护自己的工艺专利技术，保持相对竞争优势。

另一方面,通过本次上市募集资金,将极大提升公司的资金实力,为其未来在非电领域承揽大型工业水处理项目(EPC或BOT模式)提供保障,也为其迈向国内工业水处理一体化服务商领军企业奠定基础。

表6 公司募投项目内容

项目名称	投资(万元)	投资目的	具体内容
水设备系统集成中心	14632	生产工业水处理专用成套设备	凝结水精处理 18 套、膜法水处理(含海水淡化工艺系统成套设备 22 套、废污水处理和中水回用工艺系统成套设备 10 套)
水处理监控一体化中心	3633	管控系统设计、配套设备采购及集成	配套水设备系统成套设备,自建管控一体化系统的关键构件制作、设备系统集成
设计研发中心	2545	水处理系统设计研发及产品测试	配备专用模拟平台、电子电器、检测设备等专用模拟和检测平台
其他与主营业务相关的营运资金		拓展非电水务	

资料来源:招股意向书,海通证券研究所

5. 盈利预测及估值

考虑到中电联环保目前在手订单有 6 亿元,未来电力水处理领域需求稳定增长,而公司在非电水处理领域的积极开拓,我们预计 2010-2012 年中电联环保分别可实现收入 3 亿元、4 亿元和 5.5 亿元,归属母公司净利润分别为 0.47 亿元、0.64 亿元和 0.91 亿元。按发行后股本 1 亿股计算,摊薄后每股收益分别为 0.47 元、0.64 元和 0.91 元。

作为成长性小企业,中电联环保更适合采用 PEG 的估值模式,考虑到其未来 2 年复合增速高达 39%,给予动态 PE39 倍,则对应合理价格在 24.96 元。未来超募部分资金很可能使公司的业绩超预期,本次申购价格相对合理。

而目前 A 股与公司业务最具有可比性的万邦达,其 2011 年的动态 PE 高达 50-60 倍。因此,中电联环保 25.16 元的申购价具有明显估值优势,建议申购。

6. 风险提示

宏观经济波动可能导致大型工业项目招投标时间出现变化;竞争加剧可能使公司盈利能力下滑。

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

覆盖上市公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、中能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力、富春环保、洪城水业、大禹节水。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。