

雪迪龙(002658.SZ)

环保设备行业

新股研究

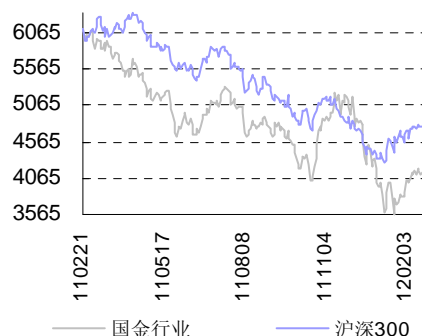
上市定价(人民币): 21.48-24.05元

借环保东风, 打造一流分析仪器综合服务商

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	34.38
发行 A 股数量(百万股)	34.38
总股本(百万股)	103.09
国金环保设备指数	4136.15
沪深 300 指数	2540.71
中小板指数	5217.23



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.334	0.790	0.859	1.096	1.364
每股净资产(元)	2.50	3.29	8.23	9.23	10.59
每股经营性现金流(元)	0.57	0.37	1.59	0.92	1.18
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	37.70	30.42	30.42	30.42	30.42
净利润增长率(%)	-40.66%	136.39%	44.87%	27.67%	24.44%
净资产收益率(%)	13.37%	24.02%	10.43%	11.88%	12.88%
总股本(百万股)	103.09	103.09	137.47	137.47	137.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- **专注于分析仪器行业的综合服务商:** 公司是专业从事分析仪器仪表、环境监测系统和工业过程分析系统的研发、生产、销售以及运营维护服务的高新技术企业; 公司业务围绕环境监测和工业过程分析领域“产品+系统+运维服务”展开, 主要产品和服务包括分析仪器及配套产品、环境在线监测系统、工业过程分析系统和环保运维服务。
- **借行业东风, 分析仪器行业有望进入成长快车道:** “十二五”期间, 国家和地方将进一步加大环保投资力度, 并且将环保行业上升至战略性新兴产业的高度, 因此我们认为在“十二五”期间, 环保行业将迎来高峰期, 考虑到环保行业的政策驱动特性, 我们认为环保产业具有政策周期性, 一般来讲, 在五年规划的第一年是政策制定年, 而之后是执行期, 因此在 2012 年环保现实市场需求打开之际, 环境监测行业的景气度将持续向上。
- **分析仪器行业市场空间广阔:**
 - ◆ “十二五”期间, 在火电行业脱硝、钢铁行业脱硫、垃圾焚烧尾气监测以及已有废气污染源监测系统更新换代等因素驱动下, 我国废气污染源监测系统的市场将继续保持持续增长趋势, 年增长率在 15%-25%之间, “十二五”期间年均市场容量在 25 亿元以上。
 - ◆ “十二五”期间, 工业过程分析仪器仍将保持 15%左右的增长率, 预计“十二五”期间市场累计总规模可达 300 亿元以上。
- **公司竞争力卓越, 能够抓住行业机会快速发展:** 综合考虑该行业的市场竞争格局, 我们认为公司有望凭借其卓越竞争力抓住行业机会快速发展。

投资建议

- 我们预测公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.859 元、1.096 元和 1.364 元, 同比分别增长 44.87%、27.67%和 24.44%。
- 目前 A 股已上市公司中业务范围与公司类似的仅有聚光科技和先河环保两家, 因此我们主要选取以上两家作为参考; 并且考虑到公司涉及的环保领域主要是气体监测领域, 因此我们还选取了市场中大气污染防治领域的相关公司作为参考; 综合考虑, 我们给予公司 2012 年 25-28 倍市盈率, 认为公司合理的估值区间为 21.48~24.05 元, 建议在此区间询价。

郭煜

联系人
(8621)61038200
wuyu@gjzq.com.cn

赵乾明

分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

内容目录

专注于分析仪器行业的综合服务商	4
本次发行概述	4
主营业务概述	4
募投项目概述	7
借行业东风，分析仪器行业有望进入成长快车道	8
中国环境：不能承受之重	8
节能环保成为国家七大战略性新兴产业之首	10
政策东风将推动行业持续发展	12
分析仪器行业市场空间广阔，卓越竞争力确保竞争优势	14
环境监测仪器市场空间广阔	14
工业过程分析仪器市场也不容小觑	16
公司竞争力卓越，能够抓住行业机会快速发展	17
盈利预测与估值	18
盈利预测	18
股票估值与定价	22
风险提示	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1：公司发行前公司股权结构	4
图表 2：公司 2011 年主营业务收入占比	4
图表 3：公司 2011 年主营业务毛利占比	4
图表 4：公司 2008-2011 年主营业务收入情况	5
图表 5：公司 2008-2011 年主营业务毛利情况	5
图表 6：公司主要产品应用领域、功能及性能特点介绍	6
图表 7：公司各产品历年毛利率均维持在较高水平	7
图表 8：募投项目总结	8
图表 9：公司产品投产后产能变化情况	8
图表 10：中国 CO ₂ 排放不断增加	8
图表 11：2010 年我国重点城市空气质量级别比例	9
图表 12：2005 年全国酸雨情况	9
图表 13：2010 年全国酸雨情况	9
图表 14：2010 年地表水质类别比例	9
图表 15：2010 年七大水系水质类别比例	9
图表 12：2010 年重点湖库水质类别	10

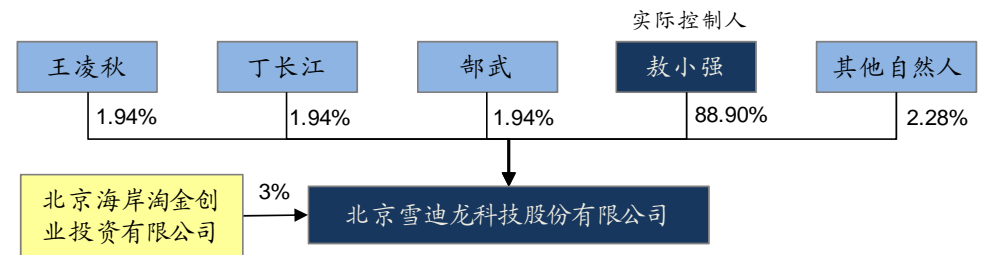
图表 13: 2010 年重点湖库综合营养状态指数	10
图表 18: “十二五”各地区 COD 排放总量控制计划	10
图表 19: “十二五”各地区氨氮排放总量控制计划	10
图表 20: “十二五”各地区 SO ₂ 排放总量控制计划	11
图表 21: “十二五”各地区 NO _x 排放总量控制计划	11
图表 22: “十二五”污水处理能力规划	11
图表 23: “十二五”环保部分标准要求	11
图表 24: 环保“十二五”部分领域规划指标	12
图表 25: 历年五年规划对环保的投资情况	12
图表 26: 中国环保投资占 GDP 比重明显偏低	12
图表 27: “十一五”期间环境监测设备销售总额	13
图表 28: “十一五”环境监测产品出口合同额	13
图表 29: “十一五”我国废气污染源监测系统产值	13
图表 30: “十一五”我国 COD 监测系统产值	13
图表 31: 2010 年废气污染源监测系统的细分市场容量	14
图表 32: 2010 年废水污染源监测系统的细分市场容量	14
图表 33: 2010 年地表水质监测系统的细分市场容量	14
图表 34: 废水污染源监测 2010-2013 年市场容量	15
图表 35: 地表水在线监测 2010-2013 年市场容量	15
图表 34: 环境质量监测年均市场容量 (单位: 台套)	16
图表 35: 环境质量监测年均市场容量 (单位: 亿元)	16
图表 38: 2006-2013 年中国工业过程分析仪器市场规模 (预测) 及增速	17
图表 39: 环境在线监测系统盈利预测	19
图表 40: 工业过程分析系统盈利预测	20
图表 41: 主机及备件盈利预测	21
图表 42: 系统改造及运营维护服务盈利预测	22

专注于分析仪器行业的综合服务商

本次发行概述

- 雪迪龙本次发行股份 3438 万股，发行后总股本为 13747 万股，本次发行股份占发行后总股本的 25.01%；本次发行前，公司董事长敖小强持有本公司 88.90% 的股份，是公司的实际控制人。

图表1：公司发行前公司股权结构

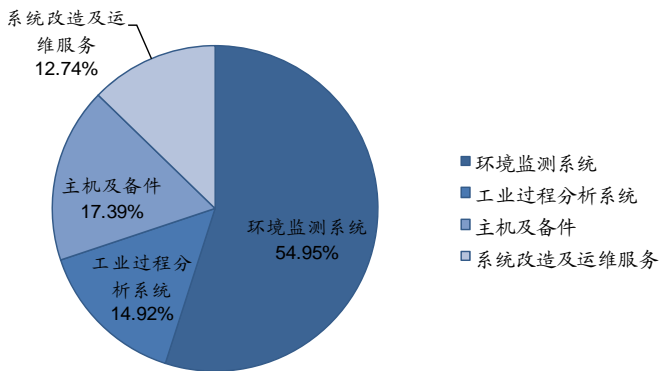


来源：招股书，国金证券研究所

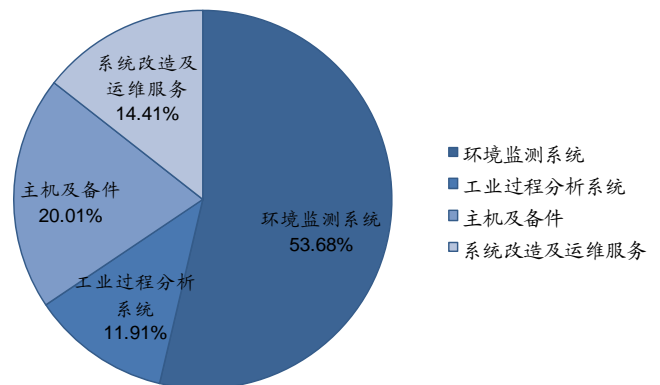
主营业务概述

- 公司是专业从事分析仪器仪表、环境监测系统和工业过程分析系统的研发、生产、销售以及运营维护服务的高新技术企业；主营业务主要由环境监测系统、工业过程分析系统、主机及备件产品、系统改造及运营维护四大类构成。
 - 环境监测系统和工业过程分析系统所占公司主营业务比重最大，两项成套系统产品收入及毛利所占比重基本保持在 70% 以上。
 - 主机及备件产品所占比重保持在 16%-18% 左右。
 - 系统改造与运营维护服务收入近年来增长较快，所占比重逐年提升，将成为公司未来新的利润增长点。

图表2：公司 2011 年主营业务收入占比

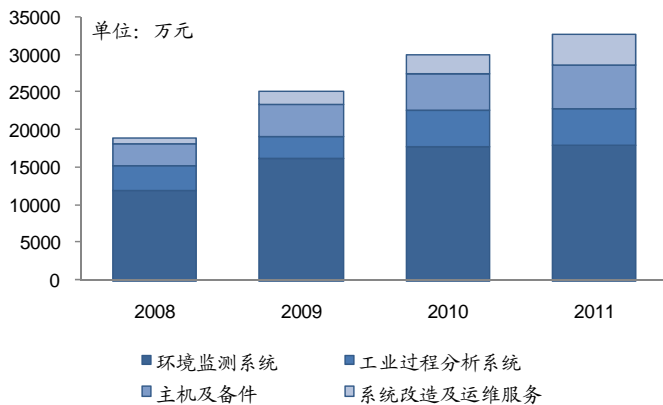


图表3：公司 2011 年主营业务毛利占比

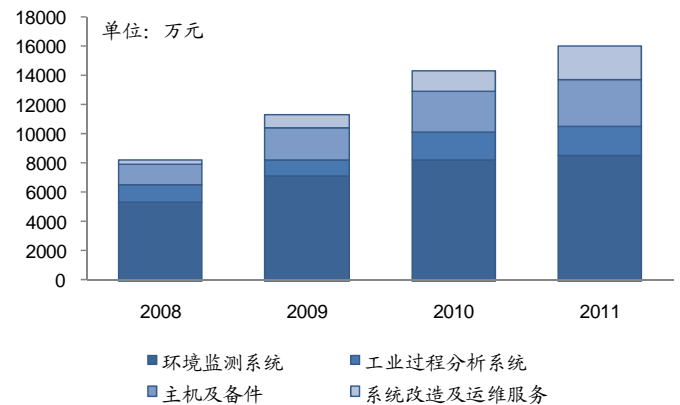


来源：招股书，国金证券研究所

图表4: 公司 2008-2011 年主营业务收入情况



图表5: 公司 2008-2011 年主营业务毛利情况



来源: 招股书, 国金证券研究所

- 公司业务围绕环境监测和工业过程分析领域“产品+系统+运维服务”展开, 主要产品和服务包括分析仪器及配套产品、环境在线监测系统、工业过程分析系统和环保运维服务。
 - ◆ 分析仪器及配套产品: 包括红外气体分析仪、便携式烟气分析仪、磁力机械式氧气分析仪、电化学式氧气体分析仪及热导气体分析仪等分析仪器; 颗粒物监测仪; CEMS 数据采集及处理软件和数据采集传输仪; 取样探头、制冷器、气体转化器及过滤器等专用分析系统预处理部件。
 - ◆ 环境在线监测系统: 用于废气、废水污染源和环境空气中污染物的测量, 为污染物减排提供自动化、全天候的监测和控制支持手段; 包括烟气排放连续监测系统和环境空气质量自动监测系统等。
 - ◆ 工业过程分析系统: 用于工业生产流程中关键组分的成份分析和测量, 为节能减排、工艺流程优化、保障产品质量及安全控制等提供实时数据; 包括建材过程分析系统、化工过程分析系统、空分过程分析系统、冶金过程分析系统和石化过程分析系统等。
 - ◆ 环保运维服务: 包括环保运营维护服务、系统改造服务以及其他技术服务。
 - 1) 环保运营维护: 是指环保部门、排污企业委托具有环保运营资质的公司对环境监测系统进行统一的维护和运营管理。
 - 2) 系统改造服务: 是指公司根据客户需求对其老旧或不符合技术要求的原有分析仪器系统进行更新、改造和升级。

图表6: 公司主要产品应用领域, 功能及性能特点介绍

类别	产品	产品功能及性能特点	适用范围
分析仪器及 配套产品	红外气体分析仪	产品功能: 多组份的红外气体分析仪, 能同时连续测量1-4种红外敏感气体组份浓度, 如CO、CO2、NO、SO2、CH4等红外敏感气体。性能特点: 可使用空气进行自动标定, 可实现单点标定; 使用微量检测技术, 测量灵敏度高; 非接触式测量, 抗腐蚀能力强; 测量单位可设定ppm, mg/Nm3和%, 应用广泛; 菜单操作模式, 具有故障自诊断功能, 操作维护简单; 带通信功能, 可实现远程操作和维护。	1、环境监测: 固定污染源排放监测; 2、工业过程分析: 水泥窑燃烧监测、锅炉燃烧过程分析, 石化、化工、钢铁冶金等工艺过程分析等。
	便携式烟气分析仪	产品功能: 用于烟气中SO2、NOx、CO、CO2、O2等气体浓度以及辅助参数(温度、压力、流量等)的检测。性能特点: 体积小, 重量轻, 携带方便; 使用红外原理测量, 灵敏度高, 抗干扰能力强, 使用寿命长; 大屏幕图文菜单, 操作简单方便; 带有气样预处理系统、自动零点校准等功能, 维护量小; 可同时连续测量气样中多个组份, 响应时间短, 稳定性性能好, 应用广泛。	环境比对监测、环境应急监测以及实验室分析。
	磁力机械式氧气分析仪	产品功能: 根据氧的顺磁性原理, 测量氧气的气体浓度。性能特点: 测量范围宽; 使用高灵敏度哑铃球式氧检测器, 测量精度高, 稳定性好; 抗干扰性好; 响应时间短; 菜单操作, 带通信功能, 具有自诊断功能。	工业过程分析: 锅炉燃烧过程分析, 石化、化工、钢铁冶金、空分等工艺过程分析, 各种流程工业装置的安全监测等。
	电化学式氧气分析仪	产品功能: 根据电化学的原理, 测量氧气的气体浓度。性能特点: 测量范围广, 可测量到ppm级的氧气浓度; 仪器结构简单, 故障率低; 抗干扰性好; 菜单操作, 带通信功能, 可实现远程操作维护, 具有自诊断功能。	工业过程分析: 空分工艺过程分析、安全监测、石化、化工行业的过程监测及控制。
	热导式气体分析仪	产品功能: 根据气体的导热性不同的原理, 测量氢气、氦气、氩气等多种气体的浓度; 适合二元气体浓度测量。性能特点: 仪器结构简单, 稳定性好, 使用寿命长; 响应时间短, 实时性好; 菜单操作, 带通信功能, 可远程操作维护, 具有自诊断功能。	工业过程分析: 空分工艺过程分析, 钢铁炉气热值分析, 石化、化工工艺过程分析等。
	烟气排放连续监测系统	产品功能: 现场采集监测数据, 采集并处理数据, 生成图谱、报表, 具有控制、自动标定功能。性能特点: 符合HJ/T 76-2007标准, 可用于查询历史数据和历史曲线。	环境监测数据采集和处理。
	数据采集传输仪	产品功能: 采集现场检测数据并计算、统计和分析后, 通过GPRS/CDM无线网络或ADSL等有线网络实现与环境监控中心的实时通讯。性能特点: 支持国家环保部规定的传输标准; 采用工业级ARM9处理器具有180MHz的主频、运行稳定、能耗低; 采用嵌入式操作系统; 拥有大容量存储器; 丰富的数据计算、统计功能。	环境监测数据采集和传输。
	取样探头	产品功能: 对烟道、炉窑中的气体进行采集。性能特点: 结构紧凑可靠, 过滤精度高, 带自动吹扫和加热功能, 可实现温度控制, 故障率低, 具有全程校准接口。	工业过程中含尘量大、腐蚀性强、湿度大、温度高工况下的采样。
环境监测系统	烟气排放连续监测系统	产品功能: 应用于固定污染源烟气参数(温度、压力、湿度、流量、氧含量等)、气态污染物(SO2、NOx等)、颗粒物污染物浓度的连续监测, 通过数据采集处理系统生成环保报表及曲线, 并可按照环保要求传送数据到各环保主管部门。性能特点: 自动控制、无人值守的自动监测系统, 运行稳定可靠, 可使用空气进行自动标定, 维护量和运营成本低; 可适应高腐蚀性、高粉尘含量等复杂工况, 故障率低; 符合国家环保排放标准和监测标准的烟气排放连续监测系统; 通过国家质量监督部门的计量认证和中环协的环保产品认证。	1、电力、冶金、石化、化工、水泥建材以及其他工业锅炉等固定污染源的烟气排放连续监测; 2、垃圾焚烧炉污染气体的排放连续监测; 3、脱硫、脱硝系统的烟气连续监测。
	环境空气质量自动监测系统	产品功能: 用于环境空气中的气体(SO2、NOx、CO、CO2、O3)、PM10、气象参数(风向、风速、大气压、环境温度、相对湿度、太阳辐射等)以及空气中有毒、有害的有机物等自动连续监测, 并根据监测结果做出环境空气质量报告。性能特点: 系统由监测子站和监测中心站组成, 其中监测子站由气体污染源自动监测仪及校准系统、可吸入颗粒物自动检测仪、气象监测仪、数据采集传输仪、数据处理软件等组成。整套监测系统可实现无人值守自动运行, 并具有自动校准功能。产品符合环境监测仪器标准, 通过国家质量监督部门的计量认证和中环协的环保产品认证, 可以保证监测数据的准确性、可靠性和完整性。	城市环境监测; 工厂污染源周围区域环境监测; 道路污染空气质量监测。
工业过程分析系统	建材过程分析系统	实时对窑炉中的气体浓度进行连续测量: 1、可对水泥窑多种气体CO、O2、NO、CO2进行在线分析, 实现对燃烧状况的实时监测。通过调整进风量等措施, 提高燃烧效率, 实现控制能耗、优化水泥熟料质量以及安全预警; 2、采用高温取样, 可用于工艺介质温度高达1400℃的气体分析; 3、高粉尘(2000g/m3粉尘含量)工艺气体介质的测量, 系统带有自动反吹扫功能, 并有2级过滤, 防止气路堵塞; 4、可用于高湿的工艺气体介质的测量, 系统带2级冷却装置, 去除气样中的水份, 保证分析仪器的正常工作。	水泥窑、石灰窑等高湿、高温、高粉尘的工业过程中气体浓度测量。
	化工过程分析系统	化工装置中, 对造气工段、合成工段、变换工段等工艺流程中的CO、CO2、NH3、CH4、H2、O2、H2S进行在线分析, 实现工艺过程自动化和优化控制, 以及提高生产效率、提升产品质量、控制生产能耗, 保障生产安全。	应用于化肥等化工行业合成氨、尿素、甲醇生产工艺过程中的气体浓度分析测量。
	空分过程分析系统	通过对工艺气体中的CO2、微量氧、氧纯度、氮纯度、高纯氧中的乙炔、总碳氢等气体的浓度分析, 实现空气分离工艺的生产安全、气体产品的质量、生产过程的优化控制等。	应用于空气分离行业生产过程中气体浓度分析测量。
	冶金过程分析系统	对高炉煤气、转炉煤气、焦炉煤气等工艺中CO、O2、CH4、H2等气体成份分析、热值计算, 提高冶炼效率和品质, 控制能耗, 保障安全生产。	应用于钢铁冶金行业的高炉、转炉等冶炼过程中的气体成份分析、热值计算。
	石化过程分析系统	对石化工业过程中H2S、CO2、SO2、CH4、各类烃等气体的分析, 可提升石化产品质量、优化工艺流程和保障安全生产。	应用于石化行业天然气净化、油气分离、乙烯工业、炼油等工艺过程的气体分析。

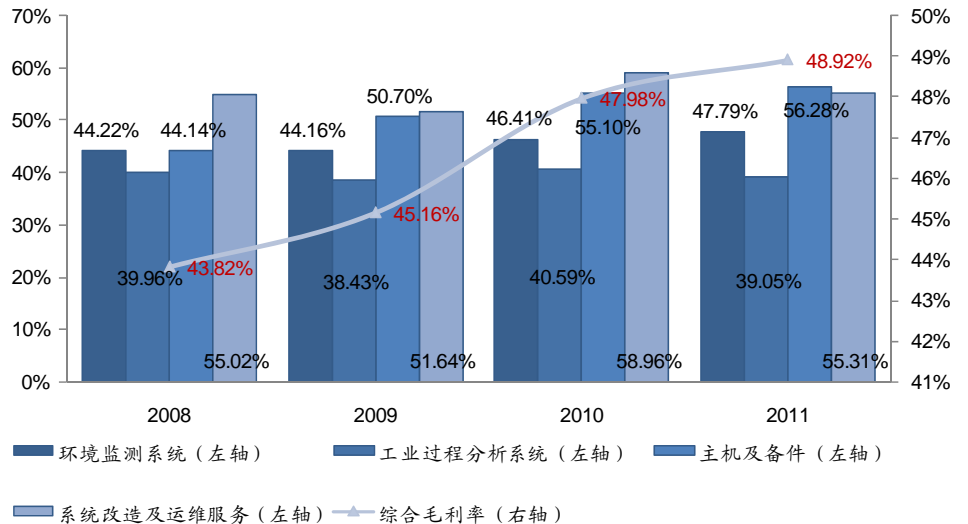
来源: 招股书, 国金证券研究所

- 公司作为国内专业化的分析仪器系统集成供应商, 系统产品定位于环境监测系统和工业过程分析系统中高端市场; 虽然本行业整体集中度较低, 但

大部分为规模较小的中小企业，公司是行业中为数不多的年收入超 3 亿元的企业，在行业内具有较高的影响力，据统计，公司主导产品 CEMS 在 10 年国内烟尘烟气监测仪器的市场占有率约为 7.47%。

- ◆ 据中国环境保护产业协会环境监测仪器专业委员会统计数据，2010 年我国烟尘烟气监测仪器销售数量 10361 台，公司当年 CEMS 成套系统销售数量 774 套，市场占有率约为 7.47%。
- ◆ 由于公司产品技术含量较高、专业性较强，并且行业本身处于快速增长的新兴产业，加上公司自身的成本优化，公司各产品的历年毛利率均维持在较高水平。

图表7: 公司各产品历年毛利率均维持在较高水平



来源：招股书。国金证券研究所

募投项目概述

- 公司本次募集资金用于环境监测系统生产线建设、工业过程分析系统生产线建设、分析仪器生产车间建设、运营维护网络建设及研发中心建设等 5 个项目，投资总金额为 26641.17 万元。
 - ◆ 环境监测系统生产线建设项目：建设期 1 年，第二年达产 40%，第三年达产 70%，第四年完全达产；达产后，将新增 300 套脱硝烟气监测系统、30 套垃圾焚烧烟气监测系统、15 套环境空气质量监测系统及 300 套废水污染源监测系统的生产能力。
 - ◆ 工业过程分析系统生产线建设项目：建设期 1 年，第二年达产 40%，第三年达产 70%，第四年完全达产；达产后，将新增 100 套石化化工过程分析系统、80 套建材过程分析系统、160 套冶金与空分过程分析系统及 15 套多晶硅过程分析系统的生产能力。
 - ◆ 分析仪器生产车间建设项目：建设期 1 年，第二年达产 40%，第三年达产 70%，第四年完全达产；达产后，将新增 500 台红外气体分析仪、100 台便携式红外烟气分析仪、100 台防爆式红外气体分析仪、300 台颗粒物浓度监测仪及 100 台防爆式颗粒物浓度监测仪的生产能力。
 - ◆ 运营维护网络建设项目：建设期 1.5 年，在全国建立 29 个环保运营维护服务中心（包括设在北京的全国运营维护中心、22 家省级运营维护中心和 6 家市级运营维护中心），第 5 年服务能力利用率达到 100%，达产后年运营维护的环境监测系统数量达到 1500 台。

图表8: 募投项目总结

序号	募投项目	项目总投资额 (万元)	使用募集资金 (万元)	建设期 (月)
1	环境监测系统生产线建设项目	7265.49	7265.49	12
2	工业过程分析系统生产线建设项	4895.75	4895.75	12
3	分析仪器生产车间建设项目	3928.83	3928.83	12
4	运营维护网络建设项目	5611.97	5611.97	18
5	研发中心建设项目	4939.13	4939.13	12
合计		26641.17	26641.17	--

来源: 招股书, 国金证券研究所

图表9: 公司产品投产后产能变化情况

单位: 套(台)/年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
环境监测系统	600	700	700	700	建设期	958	1151.5	1345
工业过程分析系统	200	200	250	300		442	548.5	655
分析仪器主机	600	600	700	800		1240	1570	1900
合计	1400	1500	1650	1800		2640	3270	3900

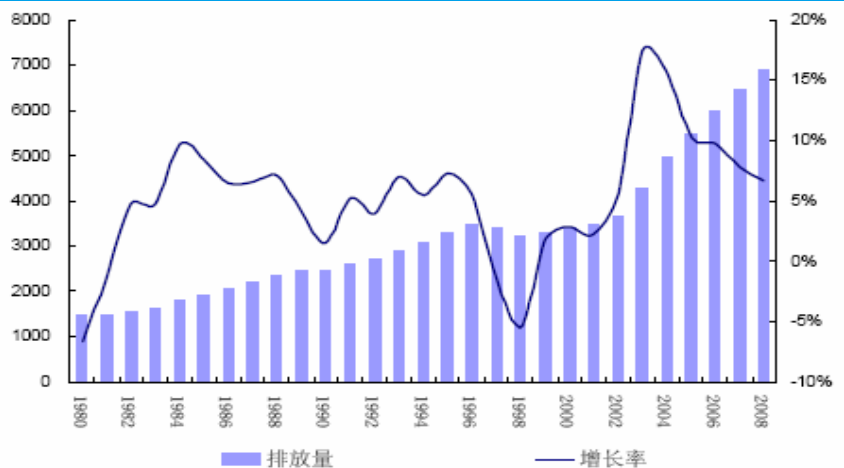
来源: 招股书, 国金证券研究所 注: 假设2012年为项目建设期, 13年达产40%、14年达产70%、15年全部达产

借行业东风, 分析仪器行业有望进入成长快车道

中国环境: 不能承受之重

- 改革开放以来, 随着中国经济取得的高速发展, 环境问题也日益突出, 虽然国家对于环保投入越来越大, 也加强了对环境污染的控制和治理, 但环境现状仍不容乐观。
- ◆ 2001-2008年中国 CO₂ 排放量平均增长率 24.9%, 2008年中国 CO₂ 排放量达到 68.9 亿吨, 超过美国的 63.7 亿吨, 成为全球最大的 CO₂ 排放国。

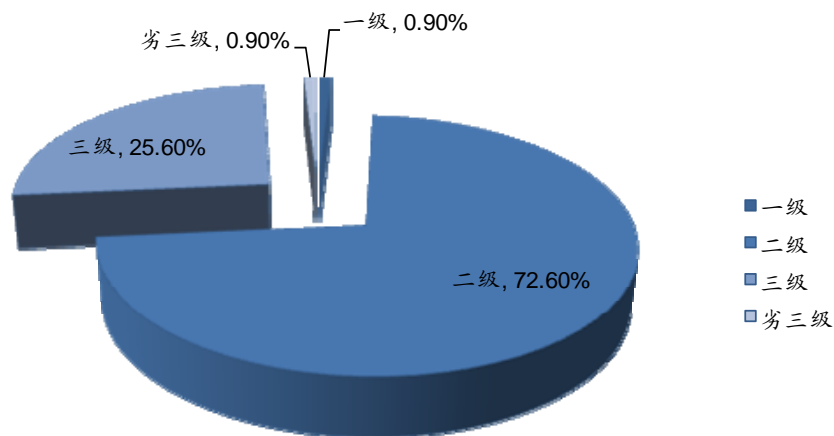
图表10: 中国 CO₂ 排放不断增加



来源: 国金证券研究所

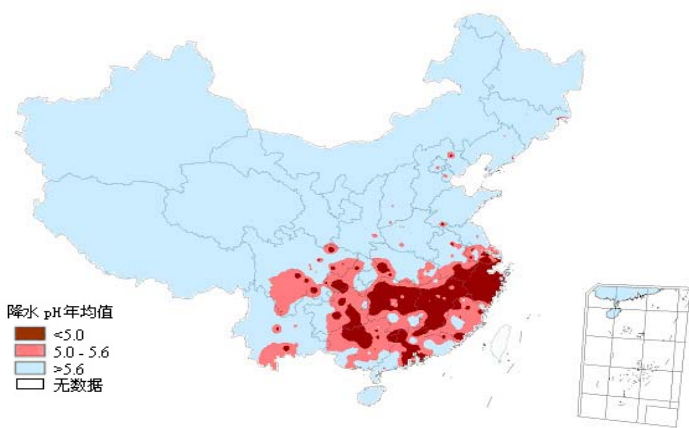
- ◆ 截至10年, 虽然空气质量有所提高, 但部分城市污染仍较重, 其中空气质量达到一级的仅 0.9%; 全国出现酸雨的市县达 249 个, 占全国总城市的 50.4%, 相比 2005 年并未得到多大改善。

图表11: 2010年我国重点城市空气质量级别比例



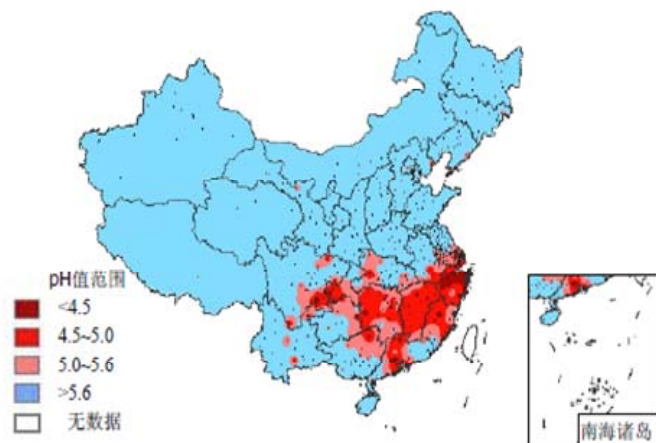
来源: 2010年中国环境状况公报, 国金证券研究所

图表12: 2005年全国酸雨情况



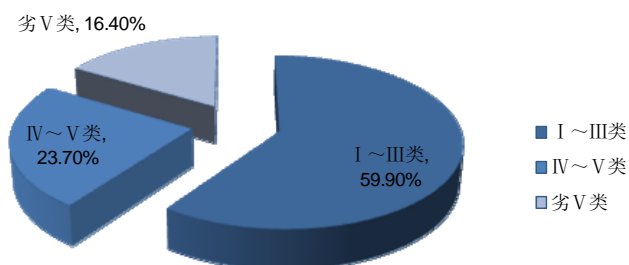
来源: 2010年中国环境状况公报, 国金证券研究所

图表13: 2010年全国酸雨情况



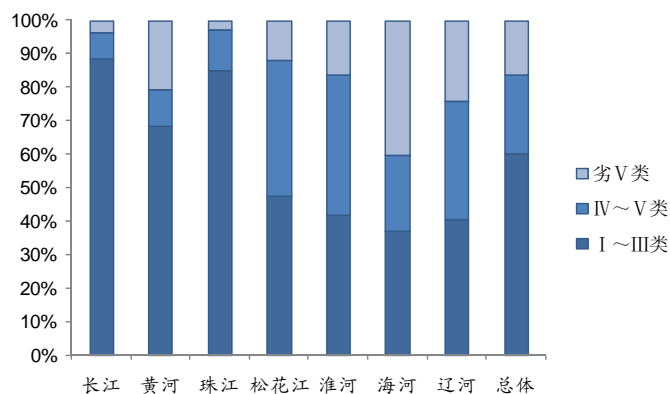
- ◆ 近年来, 国家先后将淮河、海河、辽河、太湖、巢湖、黄河中上游、松花江、丹江口库区及上游、三峡库区及上游、渤海作为水污染治理的重点领域, 经过多年的治理, 虽然整体水质有了明显改善, 但目前看来, 七大水系仍总体呈现轻度污染, 湖泊富营养化问题突出。

图表14: 2010年地表水质类别比例

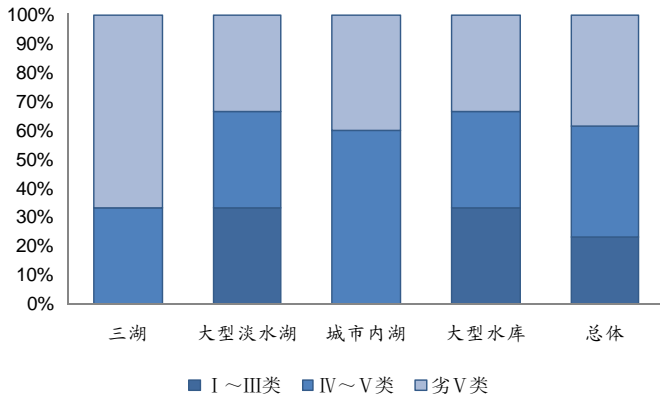


来源: 2010年中国环境状况公报, 国金证券研究所

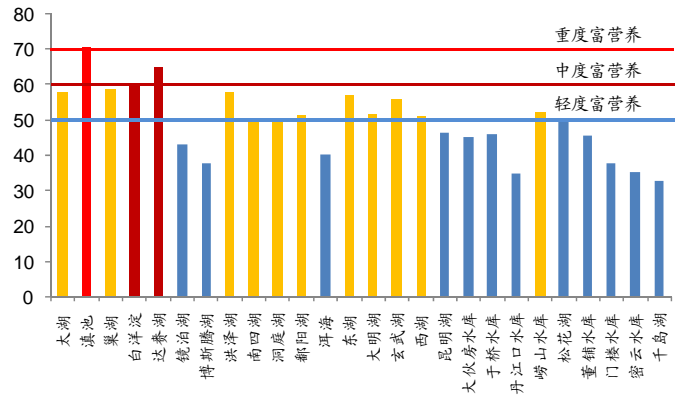
图表15: 2010年七大水系水质类别比例



图表16: 2010年重点湖库水质类别



图表17: 2010年重点湖库综合营养状态指数

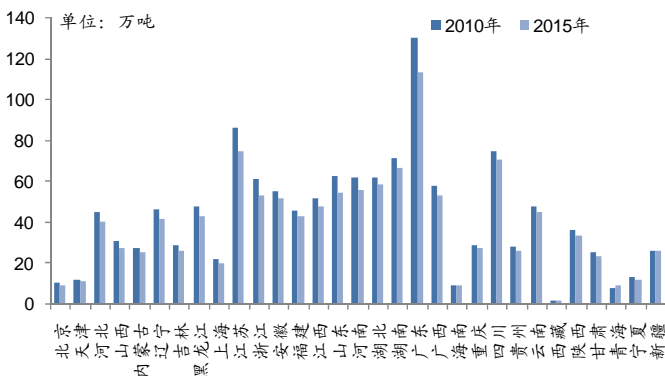


来源: 2010年中国环境状况公报, 国金证券研究所

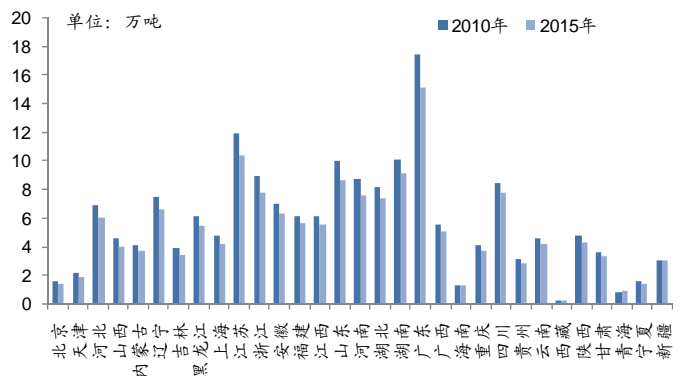
节能环保成为国家七大战略性新兴产业之首

- 2010年10月, 国务院正式出台了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》, 确定战略性新兴产业将成为我国国民经济的先导和支柱, 并且**将节能环保产业列为七大战略性新兴产业之首**。
- 伴随环保作为国家战略性新兴产业的最终确定, “十二五”期间将面临着巨大的发展机遇, 从2011年9月和12月国务院分别印发的《“十二五”节能减排综合性工作方案》和《国家环保“十二五”规划》中可以看出国家对于环保投入的空前决心和力度。
 - ◆ “十二五”期间主要指标:
 - 1) 总量控制: 2015年, 全国化学需氧量和二氧化硫排放总量分别控制在 2347.6 万吨和 2086.4 万吨, 较 2010 年均下降 8%; 2015 年, 全国氨氮和氮氧化物排放总量分别控制在 238 万吨和 2046.2 万吨, 较 2010 年均下降 10%。

图表18: “十二五”各地区 COD 排放总量控制计划

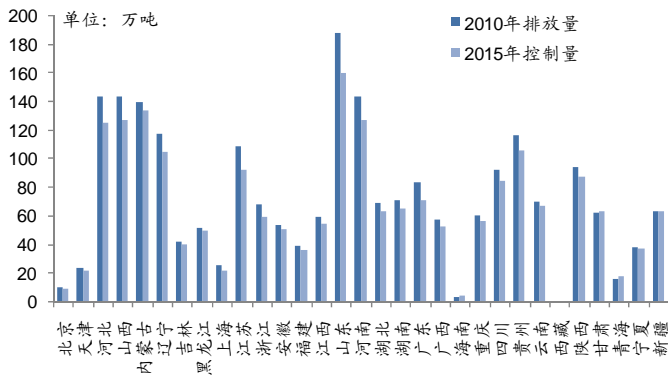


图表19: “十二五”各地区氨氮排放总量控制计划



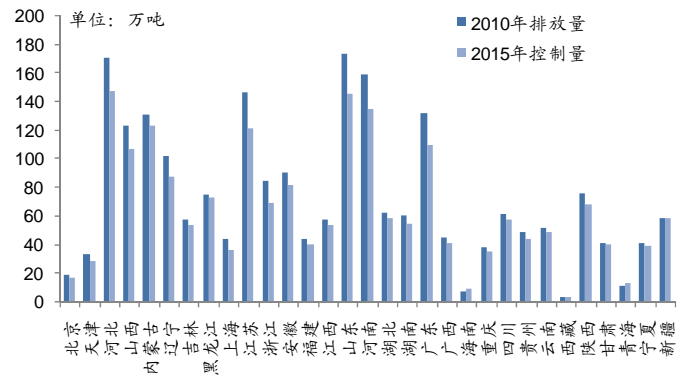
来源: 国金证券研究所

图表20: “十二五”各地区SO₂排放总量控制计划



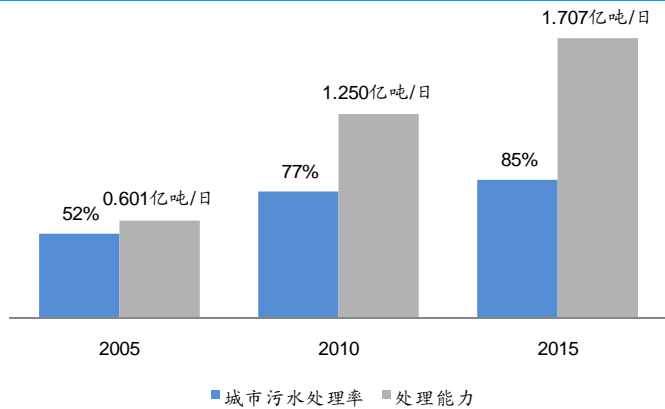
来源: 国金证券研究所

图表21: “十二五”各地区NO_x排放总量控制计划



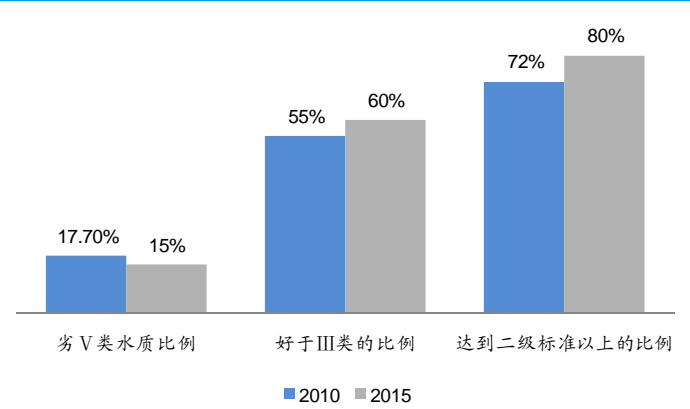
- 2) 标准要求: 2015年, 全国地表水国控断面劣V类水质比例要低于15%, 较2010年降低了2.7个百分点; 七大水系国控断面好于III类水质的比例要高于60%, 地级以上城市空气质量达到二级标准以上的比例要高于80%, 分别较2010年提高5个8个百分点。

图表22: “十二五”污水处理能力规划



来源: 国金证券研究所

图表23: “十二五”环保部分标准要求



- 3) 其他规划指标:

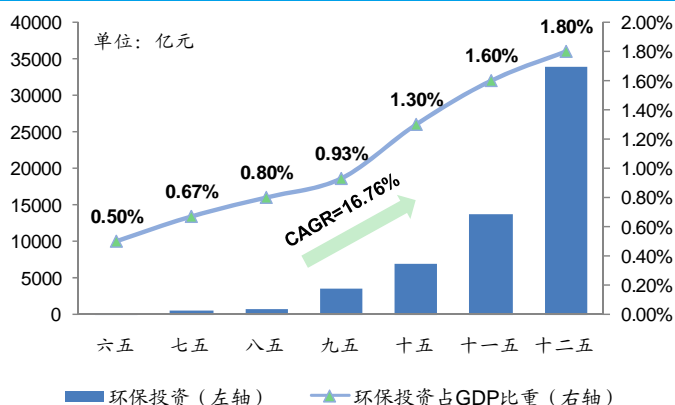
图表24: 环保“十二五”部分领域规划指标

类别	内容
污水处理	加大污水管网建设力度, 推进雨、污分流改造, 加快县城和重点建制镇污水处理厂建设, 到2015年, 全国新增城镇污水管网约16万公里, 新增污水日处理能力4200万吨, 基本实现所有县和重点建制镇具备污水处理能力, 污水处理设施负荷率提高到80%以上, 城市污水处理率达到85%。推进污泥无害化处理处置和污水再生利用。滇池、巢湖、太湖等重点流域和沿海地区城镇污水处理厂要提高脱氮除磷水平。
脱硫脱硝	持续推进电力行业污染减排: 新建燃煤机组要同步建设脱硫脱硝设施, 未安装脱硫设施的现役燃煤机组要加快淘汰或建设脱硫设施, 烟气脱硫设施要按照规定取消烟气旁路。加快燃煤机组低氮燃烧技术改造和烟气脱硝设施建设, 单机容量30万千瓦以上(含)的燃煤机组要全部加装脱硝设施。加强对脱硫脱硝设施运行的监管, 对不能稳定达标排放的, 要限期进行改造。加快其他行业脱硫脱硝步伐: 推进钢铁行业二氧化硫排放总量控制, 全面实施烧结机烟气脱硫, 新建烧结机应配套建设脱硫脱硝设施; 开展机动车船氮氧化物控制。
深化颗粒物控制	加强工业烟尘尘控制, 推进燃煤电厂、水泥厂除尘设施改造, 钢铁行业现役烧结(球团)设备要全部采用高效除尘器, 加强工艺过程除尘设施建设。20蒸吨(含)以上的燃煤锅炉要安装高效除尘器, 鼓励其他中小型燃煤工业锅炉使用低灰分煤或清洁能源。加强施工工地、渣土运输及道路等扬尘控制。
空气净化	在大气污染联防联控重点区域, 建立区域空气环境质量评价体系, 开展多种污染物协同控制, 实施区域大气污染物特别排放限值, 对火电、钢铁、有色、石化、建材、化工等行业进行重点防控。在京津冀、长三角和珠三角等区域开展臭氧、细颗粒物(PM2.5)等污染物监测, 开展区域联合执法检查, 到2015年, 上述区域复合型大气污染得到控制, 所有城市空气环境质量达到或好于国家二级标准, 酸雨、灰霾和光化学烟雾污染明显减少。
土壤修复	推进重点地区污染场地和土壤修复。以大中城市周边、重污染工矿企业、集中治污设施周边、重金属污染防治重点区域、饮用水水源地周边、废弃物堆存场地等典型污染场地和受污染农田为重点, 开展污染场地、土壤污染治理与修复试点示范。对责任主体灭失等历史遗留场地土壤污染要加大治理修复的投入力度。
重金属治理	加强重点行业和区域重金属污染防治。以有色金属矿(含伴生矿)采选业、有色金属冶炼业、铅蓄电池制造业、皮革及其制品业、化学原料及化学制品制造业等行业为重点, 加大防控力度, 加快重金属相关企业落后产能淘汰步伐。合理调整重金属相关企业布局, 逐步提高行业准入门槛, 严格落实卫生防护距离。坚持新增产能与淘汰产能等量置换或减量置换, 禁止在重点区域新改扩建增加重金属污染物排放量的项目。
固废处理	到2015年, 基本实现地级以上城市医疗废物得到无害化处置; 到2015年, 工业固体废物综合利用率达到72%; 到2015年, 全国城市生活垃圾无害化处理率达到80%。对垃圾简易处理或堆放设施和场所进行整治, 对已封场的垃圾填埋场和旧垃圾场要进行生态修复、改造。鼓励垃圾厌氧制气、焚烧发电和供热、填埋气发电、餐厨废弃物资源化利用。推进垃圾渗滤液和垃圾焚烧飞灰处置工程建设。开展工业生产过程协同处理生活垃圾和污泥试点。

来源: 国金证券研究所

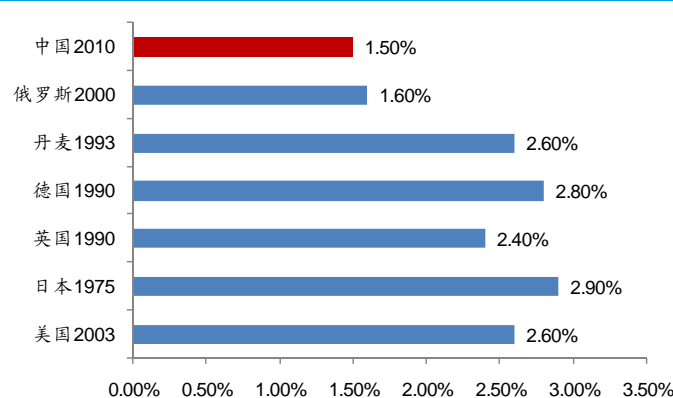
- 考虑到环保作为战略性新兴产业之首的地位以及国家投资的决心, 我们认为在整个“十二五”期间, 环保产业的景气度将持续向上。
 - ◆ 在产业政策引导下, 整个环保产业未来整体有望保持 30%以上的增速, “十二五”期间, 全社会环保投资需求约 3.4 万亿元, 较“十一五”期间增长 125.45%。
 - ◆ 美国、日本、德国和英国等老牌工业化国家对于环保的投入, 约占 GDP 的比重在 2.5%以上, 而我国目前的环保投资占 GDP 的比重仅 1.5%左右, 差距明显。

图表25: 历年五年规划对环保的投资情况



来源: 国金证券研究所

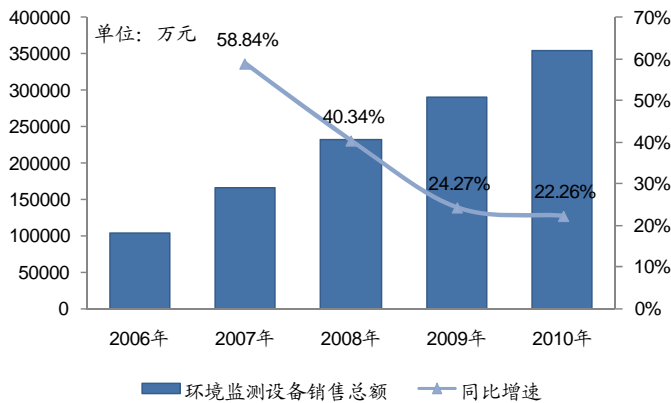
图表26: 中国环保投资占GDP比重明显偏低



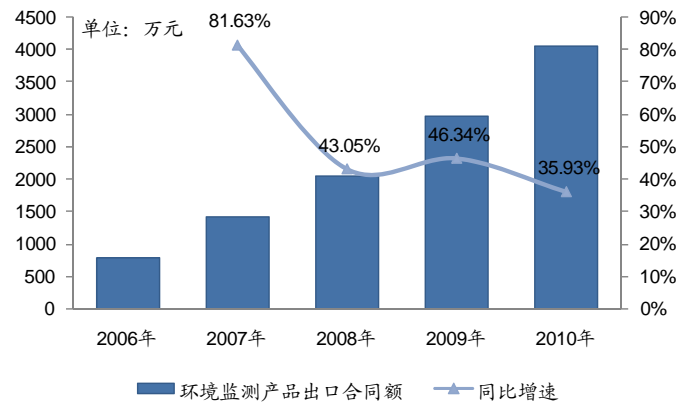
政策东风将推动行业持续发展

- “十一五”期间，由于国家污染源减排政策和污染治理资金的支持，环境监测行业快速发展；据环境监测仪器委员会统计，2010年环境监测设备总销售额达到35亿元、监测设备出口的规模达到4000万元以上，“十一五”期间年均增速为36.43%和51.74%。
- ◆ “十一五”期间，我国废气污染源监测行业快速发展，2010年废气污染源监测系统产值达到18.20亿元，较2006年的7.45亿元年均增长28.79%。
- ◆ “十一五”期间，我国废水污染源监测行业快速发展，2010年废水污染源监测系统产值达到8.19亿元，较2006年的3.03亿元年均增长30.38%。

图表27：“十一五”期间环境监测设备销售总额

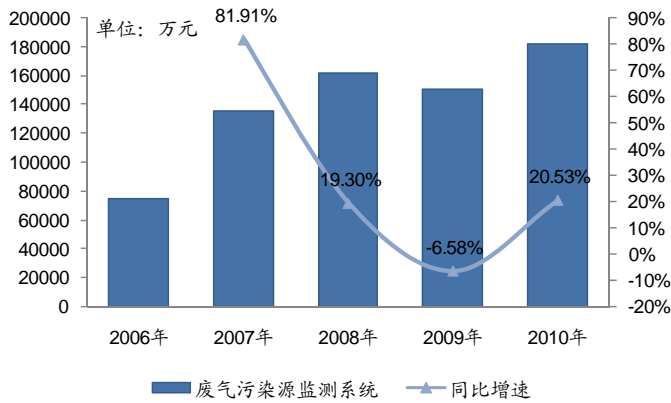


图表28：“十一五”环境监测产品出口合同额

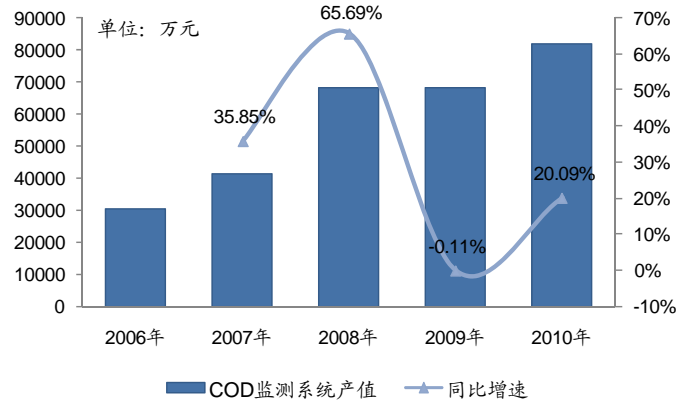


来源：我国环境监测仪器行业2010年发展综述，国金证券研究所

图表29：“十一五”我国废气污染源监测系统产值



图表30：“十一五”我国COD监测系统产值



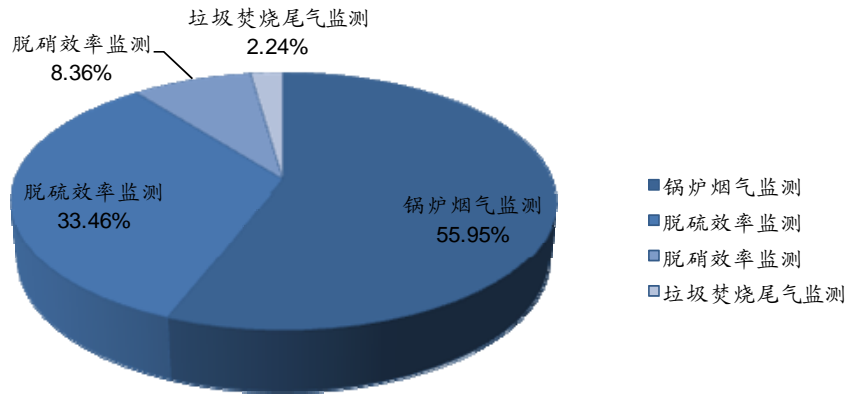
来源：招股书，国金证券研究所

“十二五”环境监测市场
仍将持续发展，但重点领域和
方向与“十一五”大不同

- “十二五”期间，国家和地方将进一步加大环保投资力度，并且将环保行业上升至战略性新兴产业的高度，因此我们认为在“十二五”期间，环保行业将迎来高峰期，考虑到环保行业的政策驱动特性，我们认为环保产业是具有政策周期性的，一般来讲，在五年规划的第一年是政策制定年，而之后是执行期，因此在2012年环保现实市场需求打开之际，环境监测行业的景气度仍将持续向上。
- ◆ 今年是“十二五”的执行年，在“十二五”规划中已明确将氨氮、氮氧化物的监测约束性指标加入到现有的监测指标中，因此监测仪器行业必将在现有基础上增加这两方面的投入。
- ◆ “十二五”期间，地下水监测、温室气体、重金属（汞为重点）、机动车尾气排放总量监测等也将得到加强；并且逐步开展PM_{2.5}、臭氧、挥发性有机污染物、汞等项指标例行监测。

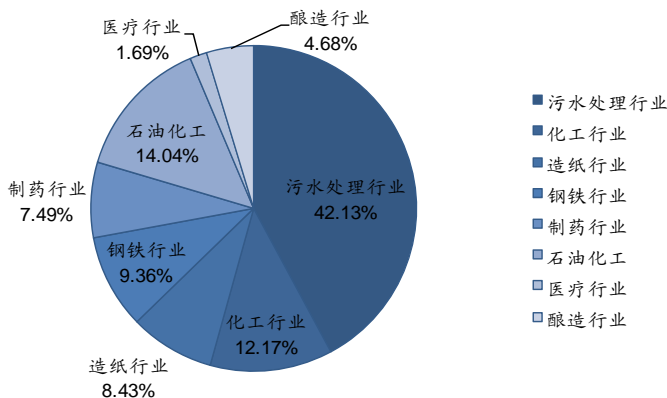
- ◆ 环境空气和水质监测在“十二五”期间减排的新要求从单一污染物控制向多元污染物控制转变，部分城市已将大气可吸入级别以下粒径的颗粒物纳入环境监测范围。
- ◆ “十二五”期间，京津冀、长三角、珠三角等区域，辽宁中部城市群、山东半岛城市群、武汉周边城市群、长株潭城市群、成渝城市群、海峡西岸城市群等地区将推进空气质量的联合监测。

图表31: 2010年废气污染源监测系统的细分市场容量



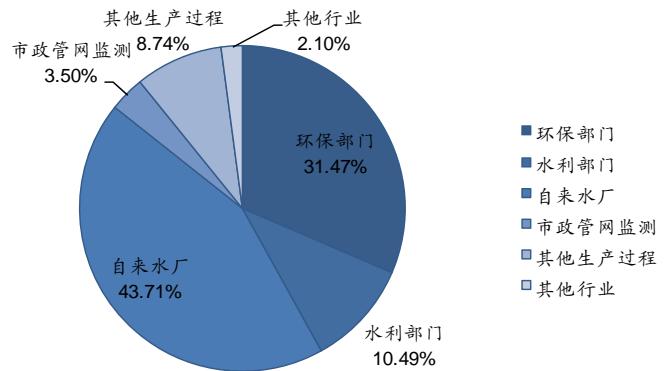
来源: 中国环境监测仪器仪表市场概述, 国金证券研究所

图表32: 2010年废水污染源监测系统的细分市场容量



来源: 中国环境监测仪器仪表市场概述, 国金证券研究所

图表33: 2010年地表水质监测系统的细分市场容量



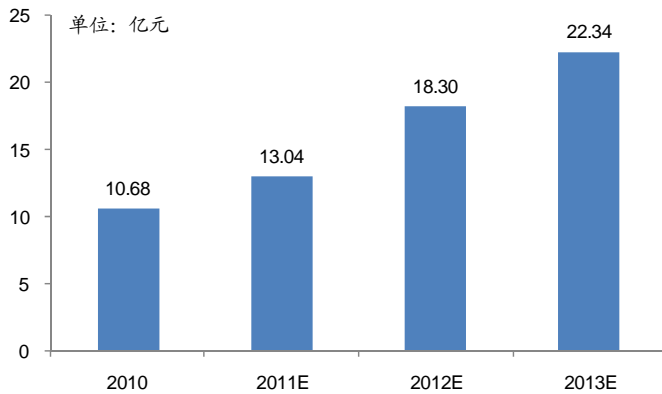
分析仪器行业市场空间广阔，卓越竞争力确保竞争优势

环境监测仪器市场空间广阔

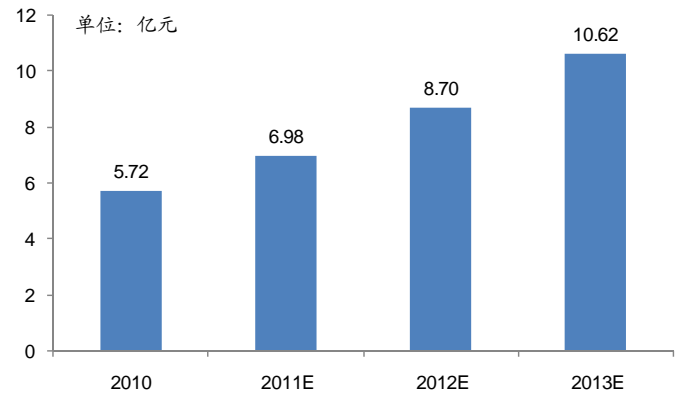
- 废气污染源监测市场容量：“十二五”期间，在火电行业脱硝、钢铁行业脱硫、垃圾焚烧尾气监测以及已有废气污染源监测系统更新换代等因素驱动下，我国废气污染源监测系统的市场将继续保持持续增长趋势，据《我国分析仪器行业 2010 年发展综述及未来展望》预测年增长率在 15%-25% 之间，“十二五”期间年均市场容量在 25 亿元以上。
- ◆ 火电脱硝市场：根据环保部《2010 年国家重点监控企业名单》，我国废气国家重点监控企业 3472 家中有超过 1500 家火电企业，按照每家平均 2 台发电机组、每台发电机组的脱硝装置安装 4 套烟气在线监测系统测算，“十二五”期间将带来 12000 套以上的市场需求，按照每台 25-30 万单位售价测算，市场空间约为 30-36 亿元。

- ◆ 钢铁脱硫市场：根据工信部《关于印发钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案的通知》，我国目前共有钢铁烧结机 500 多台，预计“十二五”期间大部分要完成脱硫治理，按照每台烧结机安装 2 套烟气在线监测系统测算，“十二五”将带来 1000 套以上的市场需求，按照每台 25-30 万单位售价测算，市场空间约为 2.5-3 亿元。
- ◆ 更新换代：全国烟气在线监测系统目前市场保有量在 22000 台套左右，以每套系统 5-8 年的正常使用年限来看，已有监测系统将迎来更换高峰期，预期“十二五”期间更新换代数量约为 15000 套左右，按照每台 25-30 万单位售价测算，市场空间约为 37.5-45 亿元。
- 废水污染源监测市场容量：“十二五”期间，我国将会持续加大环境监管部门对废水污染源和地表水质的监测力度，将增加如水中油、重金属和氟化物等监测因子，这将进一步增加对废水污染源和地表水质监测系统的需求。
 - ◆ 随着“十二五”规划带动监测因子数量增加、推动水质在线监测仪器安装的省份增加、市控污染源企业市场的启动，废水污染源在线监测市场将快速增长；预计 2010 年至 2013 年该细分市场的平均增长率将达 27.88%。
 - ◆ 地表水质的在线监测市场仍处于初步启动的阶段，受环保部监测站数量增加和水利部门进一步推动水质监测工作的影响，该市场将快速增长，预计该细分市场会是环境水质在线监测市场增长的亮点；预计 2010-2013 年间，地表水质在线监测仪器市场的年均增长率约为 22.90%。

图表34：废水污染源监测 2010-2013 年市场容量



图表35：地表水在线监测 2010-2013 年市场容量

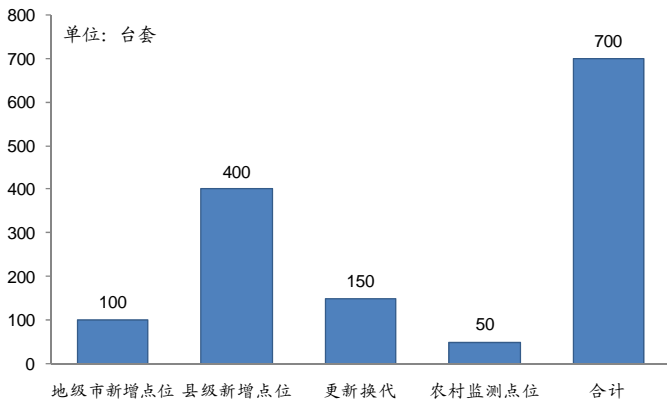


来源：我国环境水质在线监测行业的现状与未来发展分析，国金证券研究所

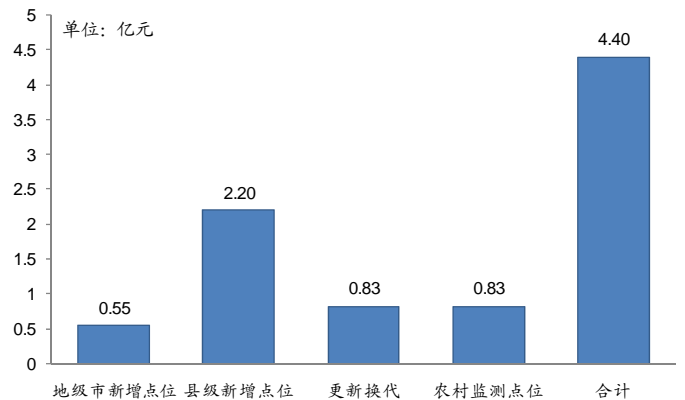
- 环境质量监测市场容量：目前我国环境质量监测项目主要为二氧化硫、氮氧化物、可吸入颗粒物、一氧化碳及臭氧等，“十二五”期间，细颗粒物、有机污染物、重金属及温室气体监测将成为全国大气质量监测能力建设的重点，因此随着各地大气质量监测能力建设的深入和加强，预计“十二五”期间，全国每年新增 700 套，每年的市场容量在 4 亿元左右。
- ◆ 地级市新增点位：我国 287 个地级市的空气质量监测系统数量为 1352 个，为了使各地空气质量监测网络得到更准确的环境监测数据，多个省市已经公布了“十二五”期间环境质量监测网和点位优化和调整的方案，因此按照每个地级市平均新增 2 个点位测算，“十二五”期间 287 个地级市预计将带来 574 台套的市场需求，按照每台 50-60 万单位售价测算，市场空间约为 2.87-3.44 亿元。
- ◆ 县级新增点位：我国现有 2800 多个县级区域，目前大多数为手工方式进行环境空气监测，预计“十二五”期间将会有 1000 个县区别安装空气质量在线监测系统，每个县区别安装 2 套测算，“十二五”期间将带来 2000 多台套的市场需求，按照每台 50-60 万单位售价测算，市场空间约为 10-12 亿元。

- ◆ 更新换代：我国地级市已安装的 1300 余套空气质量监测系统已经进入升级换代阶段，按照平均正常使用年限 5-8 年测算，将带来每年 150 台套的市场需求。
- ◆ 农村监测定位和温室气体监测：“十二五”期间，我国四大直辖市和大部分省、自治区将逐步开展农村环境监测试点，推进农村环境监测工作，并且重点区域也将强化温室气体统计和监测工作，预计“十二五”期间，农村环境空气监测和城市温室气体监测每年市场容量约为 50 套。

图表36：环境质量监测年均市场容量（单位：台套）



图表37：环境质量监测年均市场容量（单位：亿元）

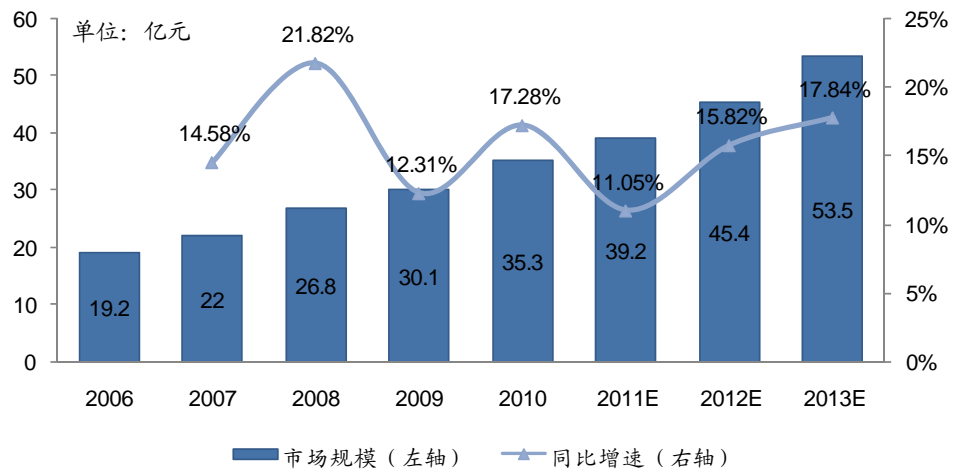


来源：招股书，国金证券研究所

工业过程分析仪器市场也不容小觑

- “十一五”期间，在我国工业企业机构调整、产业升级及节能减排达标等因素的影响下，我国工业过程分析仪器市场规模不断扩大，截至 2010 年，市场规模已达到 35.3 亿元，较 2006 年的 19.2 亿元年均增长 16.5%。
- 虽然中国市场规模正逐渐增大，按相比工业发达国家，工业过程分析仪器在中国的应用水平仍较低，随着中国工业技术水平的不断提高和节能减排政策的推行，在未来的 3-5 年内，中国的过程分析仪器市场规模仍将稳定增长。
- ◆ “十二五”期间，随着生物沼气、生物制油等新能源环保行业的进一步发展，以及下游产业逐渐步入结构调整期，将对过程分析仪器市场产品明显的拉动作用，预计在未来 2-3 年内，将保持 15-20%左右增速。
- ◆ 据《我国分析仪器行业 2010 年发展综述及未来展望》预测，“十二五”期间，工业过程分析仪器仍将保持 15%左右的增长率，预计“十二五”期间市场累计总规模可达 300 亿元以上。

图表38: 2006-2013年中国工业过程分析仪器市场规模(预测)及增速



来源: 中国工业过程气体分析仪器市场现状与发展趋势, 国金证券研究所

公司竞争力卓越, 能够抓住行业机会快速发展

- 从分析仪器行业来看, 主要可分为前端的分析仪器及配件制造和后端的成套系统集成和服务两个环节, 其中成套系统集成又可以细分为环境监测系统和工业过程分析系统等业务领域。
 - ◆ 分析仪器: 用于各类气体、液体等物质成分和浓度监测, 因其对样品进样和环境条件有特定的要求, 一般不能单独使用, 必须通过系统集成之后才可以作为终端产品、由工业用户用于在线监测。
 - ◆ 系统集成业务: 以定制化的整体方案设计为基础, 通过集成分析仪器、专用的采样装置、预处理装置、分析机柜或分析小屋、校验装置、数据采集和传输装置等硬件系统以及相应软件, 为终端客户提供定制化的分析系统产品及解决方案。
- 从该行业的市场参与主体来看, 国外企业和国内企业所处的产业链环节有所差异。
 - ◆ 国外企业: 国外知名分析仪器厂商在国内大多以前端的、标准化分析仪器和配件产品的推广和销售为主, 系统集成为辅; 主要供应商包括西门子、ABB、日本横河、日本岛津等十余家。
 - ◆ 国内企业: 主要从事后端的系统集成和运营服务工作, 部分企业同时也从事分析仪器制造业务, 但多以中低端仪器为主。
- 综合考虑该行业的市场竞争格局, 我们认为公司与其他竞争对手相比, 竞争优势主要体现在以下方面。
 - ◆ 技术实力强:
 - 1) 具备多个系列分析仪器的自主生产能力: 公司通过自主研发, 掌握了分析仪器的分析单元、电路单元、气路流程单元等关键部分的设计和制造, 以及干扰补偿、线性化处理、信号噪声抑制和处理等核心技术, 是国内集成商中为数不多掌握分析仪器制造核心技术的企业之一。
 - 2) 系统集成技术实力强: 公司产品应用领域广泛, 已经覆盖环保、电力、垃圾焚烧、水泥、钢铁等多个传统和新兴产业, 各领域集成经验丰富; 并且在系统集成设计的采样、预处理、分析监测、数据采集和处理等多个环节的技术难点进行了深入研究, 开发出了专用取样探头、过滤器、制冷器、报警器等多项专用部件和技术。
 - 3) 研发优势: 由于该行业属于高科技领域, 并且要不断适应环境和工况标准变化的需要, 因此对于科研的投入很重要; 公司在技术

研发方面投入了大量资金和人力，目前研发投入占收入比例达到5%左右。

- ◆ 先入优势及品牌形象：
 - 1) 公司是我国环境监测和工业过程分析的先入者之一，截至目前已累计为下游行业提供了 5000 多套，积累了大量的原始技术资料 and 实践经验，并在国内赢得了较高的品牌知名度和影响力。
 - 2) 由于本行业属于应用性很强的领域，因此客户在选择供应商时较为看重其项目经验和历史业绩，公司凭借其多行业丰富的项目经验和良好的品牌影响力有助于其实现产品的二次销售和新产品的拓展。
- ◆ 销售渠道好、客户结构佳、服务质量高：
 - 1) 公司目前在国内 17 个重点地区设有营销和技术服务中心，通过点面结合的方式，辐射国内主要区域。
 - 2) 公司按照环保、水泥、石化、冶金等行业建立了多个营销部，采取专业化的顾问式营销模式、提供量身定制的专业解决方案和定制化产品。
 - 3) 经过近十年的市场拓展，公司已经拥有了较为稳定的客户基础，并且以国内知名的环保工程承包公司、骨干电厂和水泥企业等大中型企业客户为主。
 - 4) 公司目前拥有 190 名技术服务人员，分别在全国 17 个主要城市的技术服务中心，能够及时根据客户特点和需求，在最短的时间内向客户提供标准化、专业化的一站式服务。

盈利预测与估值

盈利预测

- 伴随公司募投产能的逐渐投产，达产后每年将新增环境监测系统生产能力 645 套、工业过程分析系统生产能力 355 套、分析仪器生产能力 1100 台以及 1500 套环境监测系统的运营维护能力，生产能力将大幅提升，我们根据公司披露的募投计划以及公司的经营情况对于公司各项业务进行了盈利分析：
 - ◆ 环境在线监测系统：

图表39: 环境在线监测系统盈利预测

项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
环境监测系统							
产销量							
产能 (台/套)	600	700	700	700	800	1058	1316
产能利用率 (%)	111.17%	100.43%	104.57%	105.00%	110.00%	105.00%	105.00%
产量 (台/套)	667	703	732	735	880	1111	1382
销量 (台/套)	503	700	780	761	915	1144	1451
产销率 (%)	75.41%	99.57%	106.56%	103.54%	104.00%	103.00%	105.00%
CMES 销量 (台/套)	503	699	774	748	896	1116	1409
垃圾焚烧烟气监测系统 (台/套)	0	1	5	11	15	22	31
环境空气质量监测系统 (台/套)	0	0	1	2	4	6	11
单位价格							
平均销售单价 (万元/台套)	23.94	23.22	22.88	23.67	24.50	25.58	25.71
CMES (万元/台套)	23.94	23.21	22.67	23.26	24	25	25
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元/台套)	--	32.21	45.78	45.91	46	47	48
环境空气质量监测系统 (万元/台套)	--	--	76.92	53.67	55	55	55
平均销售成本 (万元/台套)	13.35	12.97	12.26	12.36	12.78	13.61	13.95
CMES (万元/台套)	13.36	12.96	12.16	12.12	12.48	13.25	13.50
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元/台套)	--	18.77	25.04	25.26	25.30	26.32	27.36
环境空气质量监测系统 (万元/台套)	--	--	31.23	31.89	33.00	33.55	34.10
营业收入							
销售收入 (万元)	12043.40	16254.81	17849.55	18012.57	22418.80	29269.68	37300.25
CEMS (万元)	12043.40	16222.61	17543.74	17400.19	21508.80	27905.68	35234.75
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元)	--	32.21	228.89	505.04	690.00	1034.00	1488.00
环境空气质量监测系统 (万元)	--	--	76.92	107.33	220.00	330.00	577.50
营业成本							
销售成本 (万元)	6717.48	9076.60	9564.80	9404.85	11696.08	15570.35	20232.98
CEMS (万元)	6717.81	9057.08	9408.71	9063.76	11184.58	14790.01	19026.77
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元)	--	18.77	125.20	277.92	379.50	579.04	848.16
环境空气质量监测系统 (万元)	--	--	31.23	63.76	132.00	201.30	358.05
毛利率							
毛利 (万元)	5325.92	7178.21	8284.75	8607.72	10722.72	13699.33	17067.28
CEMS (万元)	5325.59	7165.53	8135.03	8336.43	10324.22	13115.67	16207.99
垃圾焚烧烟气监测系统 (万元)	--	13.44	103.69	227.12	310.50	454.96	639.84
环境空气质量监测系统 (万元)	--	--	45.69	43.57	88.00	128.70	219.45
毛利率 (%)	44.22%	44.16%	46.41%	47.79%	47.83%	46.80%	45.76%
CEMS (%)	44.22%	44.17%	46.37%	47.91%	48.00%	47.00%	46.00%
垃圾焚烧烟气监测系统 (%)	--	41.73%	45.30%	44.97%	45.00%	44.00%	43.00%
环境空气质量监测系统 (%)	--	--	59.40%	40.59%	40.00%	39.00%	38.00%

来源: 国金证券研究所

◆ 工业过程分析系统:

图表40: 工业过程分析系统盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工业过程分析系统							
产销量							
产能 (台/套)	200	200	250	300	350	492	599
产能利用率(%)	131.50%	117.50%	122.00%	128.67%	125.00%	125.00%	125.00%
产量 (台/套)	263	235	305	386	438	615	748
销量 (台/套)	236	220	320	380	438	615	748
产销率(%)	89.73%	93.62%	104.92%	98.45%	100.00%	100.00%	100.00%
水泥建材过程分析系统 (台套)	55	61	133	89	100	132	156
空分过程分析系统 (台套)	90	100	109	223	250	298	334
石化化工过程分析系统 (台套)	31	19	31	21	30	70	100
其他行业过程分析系统 (台套)	60	40	47	47	58	115	158
单位价格							
平均销售单价 (万元/台套)	13.59	13.00	14.77	12.87	12.95	13.46	13.68
水泥建材过程分析系统 (万元/台套)	17.30	18.42	19.67	21.20	21.00	21.00	21.00
空分过程分析系统 (万元/台套)	8.32	8.56	7.05	9.02	9.00	9.00	9.00
石化化工过程分析系统 (万元/台套)	18.58	14.89	16.85	18.34	19.00	19.00	19.00
其他行业过程分析系统 (万元/台套)	15.54	14.93	17.43	12.93	13.00	13.00	13.00
平均销售成本 (万元/台套)	8.16	8.00	8.77	7.85	7.91	8.23	8.37
水泥建材过程分析系统 (万元/台套)	10.71	11.55	11.59	12.65	12.60	12.60	12.60
空分过程分析系统 (万元/台套)	5.34	5.48	4.71	5.66	5.58	5.58	5.58
石化化工过程分析系统 (万元/台套)	10.93	9.20	9.77	11.55	11.97	11.97	11.97
其他行业过程分析系统 (万元/台套)	6.18	5.07	4.03	0.95	7.80	7.80	7.80
营业收入							
销售收入 (万元)	3208.39	2859.48	4725.96	4891.10	5667.50	8279.00	10237.63
水泥建材过程分析系统 (万元)	951.32	1123.67	2615.48	1886.41	2100.00	2772.00	3276.00
空分过程分析系统 (万元)	749.20	856.15	768.55	2011.44	2250.00	2682.00	3006.00
石化化工过程分析系统 (万元)	575.95	282.95	522.48	385.04	570.00	1330.00	1900.00
冶金过程分析系统 (万元)	657.57	357.69	324.22	73.71	747.50	1495.00	2055.63
其他行业过程分析系统 (万元)	274.34	239.02	495.24	534.50	--	--	--
营业成本							
销售成本 (万元)	1926.22	1760.51	2807.65	2981.28	3462.60	5060.94	6259.70
水泥建材过程分析系统 (万元)	588.96	704.43	1540.78	1125.43	1260.00	1663.20	1965.60
空分过程分析系统 (万元)	480.91	548.11	513.39	1262.18	1395.00	1662.84	1863.72
石化化工过程分析系统 (万元)	338.83	174.75	302.93	242.54	359.10	837.90	1197.00
冶金过程分析系统 (万元)	370.34	202.77	189.31	44.66	448.50	897.00	1233.38
其他行业过程分析系统 (万元)	147.16	130.46	261.24	306.48	--	--	--
毛利率							
毛利 (万元)	1282.17	1098.97	1918.31	1909.82	2204.90	3218.06	3977.93
水泥建材过程分析系统 (万元)	362.36	419.24	1074.70	760.98	840.00	1108.80	1310.40
空分过程分析系统 (万元)	268.29	308.04	255.16	749.26	855.00	1019.16	1142.28
石化化工过程分析系统 (万元)	237.12	108.20	219.55	142.50	210.90	492.10	703.00
冶金过程分析系统 (万元)	287.23	154.92	134.91	29.05	299.00	598.00	822.25
其他行业过程分析系统 (万元)	127.18	108.56	234.00	228.02	--	--	--
毛利率(%)	39.96%	38.43%	40.59%	39.05%	38.90%	38.87%	38.86%
水泥建材过程分析系统 (%)	38.09%	37.31%	41.09%	40.34%	40.00%	40.00%	40.00%
空分过程分析系统 (%)	35.81%	35.98%	33.20%	37.25%	38.00%	38.00%	38.00%
石化化工过程分析系统 (%)	41.17%	38.24%	42.02%	37.01%	37.00%	37.00%	37.00%
冶金过程分析系统 (%)	43.68%	43.31%	41.61%	39.41%	40.00%	40.00%	40.00%
其他行业过程分析系统 (%)	46.36%	45.42%	47.25%	42.66%	43.00%	43.00%	43.00%

来源: 国金证券研究所

◆ 主机及备件:

图表41: 主机及备件盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主机及备件							
产销量							
产能 (台/套)	600	600	700	800	800	1240	1570
产能利用率(%)	107.67%	93.17%	112.71%	107.13%	110.00%	110.00%	110.00%
产量 (台/套)	646	559	789	857	880	1364	1727
销量 (台/套)	528	609	747	763	968	1500	1900
产销率(%)	81.73%	108.94%	94.68%	89.03%	110.00%	110.00%	110.00%
自用 (台/套)	269	335	438	423	532	825	1045
直接销售 (台/套)	259	274	309	340	436	675	855
对外销售外购主机 (台/套)	82	106	126	157	150	200	250
单位价格							
平均销售单价 (万元/台套)	8.92	11.45	11.28	11.47	12.33	11.71	11.93
分析仪器主机 (万元/台套)	4.41	4.68	4.72	5.14	5.50	6.00	6.50
平均销售成本 (万元/台套)	4.98	5.64	5.06	5.01	5.46	5.29	5.44
分析仪器主机 (万元/台套)	2.73	2.77	2.58	2.65	2.86	3.12	3.38
营业收入							
销售收入 (万元)	3040.08	4349.27	4905.72	5699.89	7220.80	10251.08	13181.62
主机 (万元)	1504.26	1780.07	2053.46	2555.74	3220.80	5251.08	7181.62
备件 (万元)	1535.82	2569.20	2852.26	3144.15	4000.00	5000.00	6000.00
营业成本							
销售成本 (万元)	1698.07	2144.14	2202.50	2491.73	3194.82	4630.56	6014.44
主机 (万元)	929.28	1053.42	1121.52	1318.93	1674.82	2730.56	3734.44
备件 (万元)	768.79	1090.72	1080.98	1172.80	1520.00	1900.00	2280.00
毛利率							
毛利 (万元)	1342.01	2205.13	2703.22	3208.16	4025.98	5620.52	7167.18
主机 (万元)	574.98	726.65	931.94	1236.81	1545.98	2520.52	3447.18
备件 (万元)	767.03	1478.48	1771.28	1971.35	2480.00	3100.00	3720.00
毛利率(%)	44.14%	50.70%	55.10%	56.28%	55.76%	54.83%	54.37%
主机 (%)	38.22%	40.82%	45.38%	48.39%	48.00%	48.00%	48.00%
备件 (%)	49.94%	57.55%	62.10%	62.70%	62.00%	62.00%	62.00%

来源: 国金证券研究所

◆ 系统改造及运营维护服务:

图表42: 系统改造及运营维护服务盈利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
系统改造及运营维护服务							
营业收入							
销售收入 (万元)	586.74	1748.84	2536.15	4177.43	6062.50	7975.00	11330.00
系统改造 (万元)	298.51	1251.62	1535.82	1690.80	2000.00	3500.00	3500.00
运营维护服务 (万元)	288.23	497.22	1000.33	2486.63	4062.50	4475.00	7830.00
营业成本							
销售成本 (万元)	263.92	845.67	1040.72	1866.87	2686.88	3569.25	5011.90
系统改造 (万元)	163.91	651.34	624.62	796.03	940.00	1645.00	1645.00
运营维护服务 (万元)	99.99	194.36	416.14	1070.74	1746.88	1924.25	3366.90
毛利率							
毛利 (万元)	322.82	903.17	1495.43	2310.56	3375.63	4405.75	6318.10
系统改造 (万元)	134.60	600.28	911.20	894.77	1060.00	1855.00	1855.00
运营维护服务 (万元)	188.24	302.86	584.19	1415.89	2315.63	2550.75	4463.10
毛利率 (%)	55.02%	51.64%	58.96%	55.31%	55.68%	55.24%	55.76%
系统改造 (%)	45.09%	47.96%	59.33%	52.92%	53.00%	53.00%	53.00%
运营维护服务 (%)	65.31%	60.91%	58.40%	56.94%	57.00%	57.00%	57.00%

来源: 国金证券研究所

股票估值与定价

- 根据上述假设和盈利预测, 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.859 元、1.096 元和 1.364 元, 同比分别增长 44.87%、27.67%和 24.44%。
 - ◆ 预计公司 2012-2014 年主营业务收入为 413.70 百万元、557.75 百万元和 720.49 百万元, 同比分别增长 26.20%、34.82%和 29.18%。
 - ◆ 预计公司 2012-2014 年归属于母公司所有者净利润分别为 118.03 百万元、150.69 百万元和 187.51 百万元, 同比分别增长 44.87%、27.67%和 24.44%。
- 目前 A 股已上市公司中业务范围与公司类似的仅有聚光科技和先河环保两家, 因此我们主要选取以上两家作为参考; 并且考虑到公司涉及的环保领域主要是气体监测领域, 因此我们还选取了市场中大气污染防治领域的相关公司作为参考; 综合考虑, 我们给予公司 2012 年 25-28 倍市盈率, 认为公司合理的估值区间为 21.48~24.05 元, 建议在此区间询价。

图表43: 在线监测行业公司及类似环保公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE		
			2010A	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
在线监测行业公司									
300137	先河环保	16.13	0.299	0.279	0.389	0.453	57.81	41.47	35.61
300203	聚光科技	14.95	0.364	0.426	0.600	0.784	35.09	24.92	19.07
平均市盈率							46.45	33.19	27.34
环保行业公司									
600388	龙净环保	24.04	1.069	1.217	1.423	1.616	19.75	16.89	14.88
600526	菲达环保	11.51	0.081	0.060	0.140	0.230	191.83	82.21	50.04
300187	永清环保	34.09	0.625	0.577	1.219	1.702	59.08	27.97	20.03
002573	国电清新	19.82	0.220	0.356	0.756	1.152	55.67	26.22	17.20
300056	三维丝	23.68	0.403	0.558	0.853	1.315	42.44	27.76	18.01
002499	科林环保	23.06	0.570	0.573	0.774	0.861	40.24	29.79	26.78
300105	龙源技术	41.13	0.663	1.110	1.847	2.555	37.05	22.27	16.10
平均市盈率							42.37	25.15	18.83
雪迪龙EPS					0.859				
采纳市盈率							25~28		
相对估值结果					21.48~24.05				

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 业内竞争加剧, 导致公司产品毛利率下降的风险。
- 募投项目实施后, 市场需求低于预期, 导致预期效益不能实现的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	252	300	328	414	558	720
增长率		18.9%	9.2%	26.2%	34.8%	29.2%
主营业务成本	-138	-156	-167	-210	-288	-375
%销售收入	54.8%	52.0%	51.1%	50.9%	51.7%	52.1%
毛利	114	144	160	203	269	345
%销售收入	45.2%	48.0%	48.9%	49.1%	48.3%	47.9%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-6
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-21	-26	-29	-35	-47	-61
%销售收入	8.3%	8.7%	8.8%	8.5%	8.5%	8.5%
管理费用	-19	-68	-37	-41	-56	-72
%销售收入	7.6%	22.6%	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	72	48	91	123	161	206
%销售收入	28.6%	15.9%	27.9%	29.7%	28.9%	28.5%
财务费用	0	0	-1	14	13	12
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.2%	-3.3%	-2.4%	-1.7%
资产减值损失	-5	-3	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	68	45	91	136	174	218
营业利润率	26.8%	14.9%	27.7%	32.8%	31.2%	30.2%
营业外收支	1	2	4	3	3	3
税前利润	68	47	95	139	177	221
利润率	27.1%	15.6%	28.9%	33.6%	31.8%	30.6%
所得税	-10	-12	-13	-21	-27	-33
所得税率	15.2%	26.4%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	58	34	81	118	151	188
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	58	34	81	118	151	188
净利率	23.0%	11.5%	24.9%	28.5%	27.0%	26.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	58	34	81	118	151	188
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	5	4	8	14	17
非经营收益	-1	0	1	-2	-3	-3
营运资金变动	-70	-21	-48	95	-35	-40
经营活动现金净流	-6	19	38	219	126	162
资本开支	1	-4	-41	-262	-6	-17
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	1	-4	-41	-263	-6	-17
股权募资	0	21	0	675	-14	0
债权募资	-5	20	-12	-8	0	1
其他	0	-37	20	0	0	0
筹资活动现金净流	-5	4	8	666	-14	1
现金净流量	-10	19	5	622	107	146

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	18	97	87	709	816	961
应收款项	132	151	183	137	185	238
存货	91	82	92	58	79	103
其他流动资产	11	5	6	23	31	40
流动资产	251	336	368	927	1,110	1,342
%总资产	89.9%	92.0%	84.7%	74.1%	77.7%	80.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	25	26	27	275	262	256
%总资产	9.0%	7.0%	6.2%	22.0%	18.3%	15.3%
无形资产	2	2	38	46	56	65
非流动资产	28	29	67	324	319	323
%总资产	10.1%	8.0%	15.3%	25.9%	22.3%	19.4%
资产总计	280	365	435	1,251	1,429	1,665
短期借款	0	20	8	0	0	0
应付款项	83	69	76	91	123	159
其他流动负债	17	18	11	27	37	47
流动负债	101	107	95	118	160	207
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	101	107	95	118	160	208
普通股股东权益	179	258	339	1,132	1,269	1,456
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	280	365	434	1,250	1,428	1,664

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	2.904	0.334	0.790	0.859	1.096	1.364
每股净资产	8.936	2.500	3.291	8.233	9.229	10.593
每股经营现金净流	-0.308	0.567	0.367	1.590	0.919	1.176
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.50%	13.37%	24.02%	10.43%	11.88%	12.88%
总资产收益率	20.77%	9.45%	18.77%	9.45%	10.55%	11.27%
投入资本收益率	34.29%	12.61%	22.61%	9.24%	10.80%	11.99%
增长率						
主营业务收入增长率	33.46%	18.94%	9.21%	26.20%	34.82%	29.18%
EBIT增长率	42.86%	-34.16%	91.87%	34.76%	31.05%	27.47%
净利润增长率	34.23%	-40.66%	136.39%	44.87%	27.67%	24.44%
总资产增长率	23.20%	30.45%	19.00%	187.49%	14.29%	16.48%
资产管理能力						
应收账款周转天数	129.8	136.5	132.2	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	231.2	201.2	189.6	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	75.8	51.7	59.2	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	36.2	31.1	29.7	141.1	128.6	106.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.84%	-29.97%	-23.35%	-62.65%	-64.28%	-65.94%
EBIT利息保障倍数	-441.0	236.7	170.8	-9.0	-12.1	-16.6
资产负债率	36.08%	29.32%	21.84%	9.43%	11.17%	12.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B