

国内领先的环境监测系统提供商

雪迪龙(002658)新股定价报告

报告关键点:

- 2010年,核心产品CEMS在国内烟尘烟气监测仪器市场占有率为7.47%;
- “十二五”期间,工业过程分析仪器市场累计总规模达300亿元以上;

报告摘要:

- 国内领先的环境监测和工业过程分析系统提供商。**公司成立于2001年9月,专业从事分析仪器仪表、环境监测系统、工业过程分析系统的研发、生产、销售及运营维护服务。其中,烟气排放连续监测系统(CEMS)是公司的核心产品,在国内烟尘烟气监测仪器市场占有率为7.47%,位居国内领先地位。环境监测系统及工业过程分析系统是主营收入的主要来源,在主营收入中所占比重70%-75%左右;系统改造及运营服务近年来快速增长,未来将成为公司新的利润增长点。
- 节能环保政策驱动检测及分析成套系统市场空间广阔。**公司产品广泛应用于环保、电力、石化、建材、冶金、化工等行业的污染源在线监测和工业过程在线分析,近年来,我国将节能环保产业作为战略新兴产业之一,未来我国将加大环保投资力度,加快高污染行业的节能减排,“十二五”期间,废气污染源监测系统的市场预计年增长率在15-25%之间,每年平均市场容量在25亿元以上。工业过程分析仪器仍将保持15%左右的增长,预计“十二五”期间市场累计总规模可达300亿元以上。
- 公司竞争优势明显,优质客户资源稳定。**公司是国内最早生产销售CEMS产品的厂商之一,在火电厂环境监测市场积累有大批客户资源。目前公司近一半的系统产品销售收入来源于大型环保工程承包商,稳固的客户资源是公司持续扩大环保监测市场份额的基石。公司与西门子多年来的深度合作有利于公司产品质量和技术水平的提升,公司掌握了分析仪器设计制造和系统产品的核心集成技术,辅以灵活的销售策略,市场竞争优势十分明显。
- 募投项目:着力提升产品产能,拓展应用领域。**此次募集资金主要围绕主营业务拓展产能,进一步开拓新的应用领域,主要投向环境监测系统生产线建设项目、工业过程分析系统车间生产线建设项目、运营维护网络建设及研发中心,项目总投资2.66亿元,项目达产后每年将新增环境监测系统产能645套,工业过程分析系统355套、分析仪器1,100台以及1,500套环境检测系统。预计新增营业收入24,204万元,新增税前利润6,343万元。
- 建议定价区间22.43 - 26.2元。**我们预计2012-2014年公司净利润复合增长率29.4%,EPS分别为0.78、1.05、1.34元。我们选取行业相近的4家公司聚光科技、先河环保、科林环保、天瑞仪器作为可比公司,其对应的2012年PE均值31倍。公司所处环保监测及工业过程分析市场发展的政策明确、拥有良好的成长空间,未来成长性较为明确,我们认为公司上市首日定价区间为22.43 - 26.2元。
- 风险提示:**行业竞争加剧,公司产品盈利能力下降的风险;单一供应商采购相对集中的风险;核心部件不能自主制造,依靠外部采购的风险

上市首日定价区间:

22.43 - 26.2元

报告日期:

2012-02-24

发行数据

总股本(万股)	10,309
发行数量(万股)	3,438
网下发行(万股)	688
网上发行(万股)	2,750
保荐机构	民生证券有限责任公司
发行日期	2012-02-29
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

教小强	88.90%
北京海岸淘金创业投资有限公司	3.00%
王凌秋	1.94%
郜武	1.94%
丁长江	1.94%
赵爱学	.49%
周家秋	.49%
周建忠	.10%
尚威	.10%

王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	300.2	327.8	422.8	557.5	710.4
Growth(%)	18.9%	9.2%	29.0%	31.8%	27.4%
净利润	34.5	81.5	107.5	143.7	184.8
Growth(%)	-40.7%	136.4%	31.9%	33.7%	28.6%
毛利率(%)	48.0%	48.9%	48.8%	48.1%	47.6%
净利润率(%)	11.5%	24.9%	25.4%	25.8%	26.0%
每股收益(元)	0.33	0.59	0.78	1.05	1.34
每股净资产(元)	2.50	3.29	9.50	10.55	11.89
净资产收益率(%)	13.4%	24.0%	8.2%	9.9%	11.3%

敬请阅读本报告正文后各项声明

正文目录

1. 国内领先的环境监测和工业过程分析系统提供商	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 股权结构简单，公司高管集体持股利于团队长期稳定	3
1.3. 环境监测系统及工业过程分析系统为主营业务收入的主要来源	3
2. 政策驱动，未来国内检测仪器行业空间广阔	5
2.1. 全球分析仪器市场规模放大，中国未来潜力大	5
2.2. 绿色环保、节能减排助力环境监测孕育更大的空间	6
2.2.1. 火电厂脱硝、冶金脱硫及更新需求，环境监测仪器市场快速发展	7
2.2.2. 环境空气质量监测系统	7
2.2.3. 废水污染源监测系统	8
2.3. 工业过程分析仪器市场规模及需求	8
3. 募投项目分析	10
3.1. 募投项目：围绕主业扩产能，提升产品技术水平	10
3.2. 募投项目达产提升市场竞争力	10
4. 风险提示	10
5. 盈利预测及估值分析	11

图目录

图 1 此次发行后公司股权结构	3
图 2 公司近三年营业收入 CAGR 为 20.1%	4
图 3 公司近三年归属母公司净利润 CAGR 为 23.5%	4
图 4 公司主营业务构成变动	5
图 5 公司各项业务毛利率水平	5
图 6 471 个县及以上城市环境空气质量监测结果	6
图 7 重点城市污染物浓度年际比较	6
图 8 2010 年各类别仪器销售量（台/套）	7
图 9 我国废气污染源监测系统产值及增速	7
图 10 我国工业过程分析仪器市场规模复合增速 15%以上	9

表目录

表 1 公司主导产品系列及检测参数	4
表 2 全国废气中主要污染物排放量年际变化	6
表 3 2006 年-2010 年行业固定资产投资额	8
表 4 募投项目分析	10
表 5 可比公司估值水平	11

1. 国内领先的环境监测和工业过程分析系统提供商

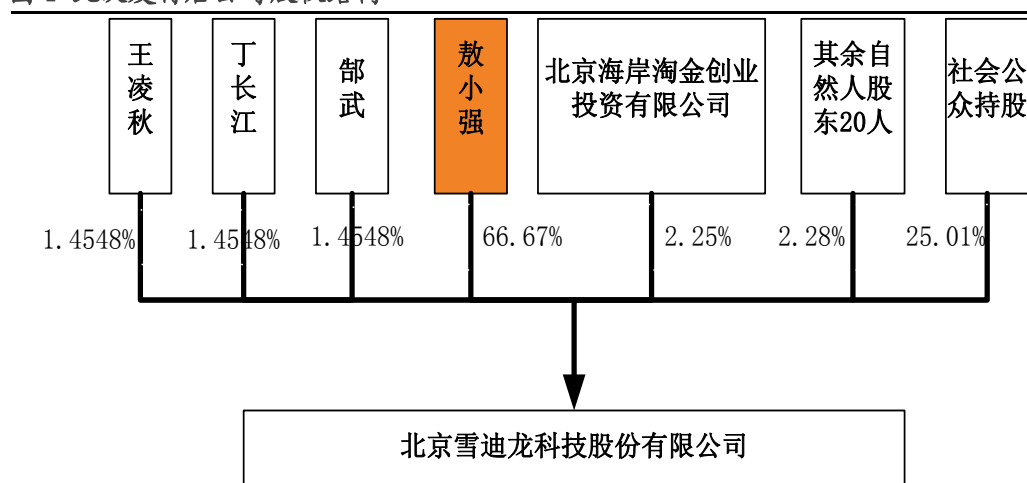
1.1. 公司概况

- 公司成立于 2001 年 9 月，是专业从事分析仪器仪表、环境监测系统、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。
- 主营业务围绕环境监测和工业过程分析领域“产品+系统应用+运维服务”展开，主要产品和服务包括：红外气体分析仪、便携式烟气体分析仪等各类分析仪器；烟气排放连续监测系统、环境空气质量监测系统、垃圾焚烧烟气监测系统环境系统；水泥高温气体分析系统、石化化工过程分析系统、冶金过程分析系统、空过程分析系统等工业过程分析系统；分析仪器系统改造服务、环境监测系统运营维护服务。其中，烟气排放连续监测系统（CEMS）是公司的核心技术产品，该技术由公司创始人敖小强先生独立研发。
- 公司产品广泛应用于环保、电力、石化、建材、冶金、化工等行业的污染源在线监测和工业过程在线分析，以及环保部门和科研机构用检测设备，并向客户提供量身定制的分析检测、系统应用和自动控制、运行维护等综合解决方案，在国内分析仪器市场中具有较高的市场占有率和品牌知名度。

1.2. 股权结构简单，公司高管集体持股利于团队长期稳定

- 敖小强先生为公司控股股东及实际控制人，同时也是公司的创始人，现为公司董事长兼总经理，其直接持有公司 9,165 万股，占公司总股本的 88.9%。
- 控股股东、实际控制人拥有深厚的专业背景及悠久的行业工作经验。1985 年 7 月敖小强先生毕业于华南工学院（现为华南理工大学）自动化系化工自动化及仪表专业；1985 年 7 月至 1998 年 5 月任北京分析仪器厂及北京北分瑞利分析仪器（集团）有限责任公司技术员、工程师、高级工程师。1997 年当选第一届化工部专用仪器仪表标准技术委员会委员；2007 年当选中国仪器仪表学会分析“在线分析仪器专业委员会”委员、中国仪器仪表学会常务理事；2009 年 11 月至今任中国环境保护产业协会常务理事。
- 公司高管、核心技术人员持股有助于技术研发的延续性、稳定性。王凌秋、丁长江、郜武、赵爱学及周家秋 5 名自然人股东公司设立之初即在公司任职，是公司的核心管理及技术人员；赵永怀、尚威等 18 名自然人股东均已在公司任职超过五年。王凌秋等 23 名自然人共计持有公司 835 万股，占公司股份总数的 8.10%；
- 公司此次拟发行 3,438 万股，发行后总股本为 13,747.28 万股，此次发行股份占发行后总股本的 25.01%。

图 1 此次发行后公司股权结构



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

1.3. 环境监测系统及工业过程分析系统为主营业务收入的主要来源

- 根据公司产品下游应用领域不同，公司主营业务产品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服务 4 大类。

- 环境监测系统用于废气、水污染源排放环境监测系统用于废气、水污染源排放和环境空气中污染物的测量，为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 污染物减排提供自动化、全天候的监测和控制支持手段。
- 工业过程分析系统用于工业生产流程中关键组份的成份分析和测量，为节能减排、工艺流程优化，为节能减排、工艺流程优化，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。

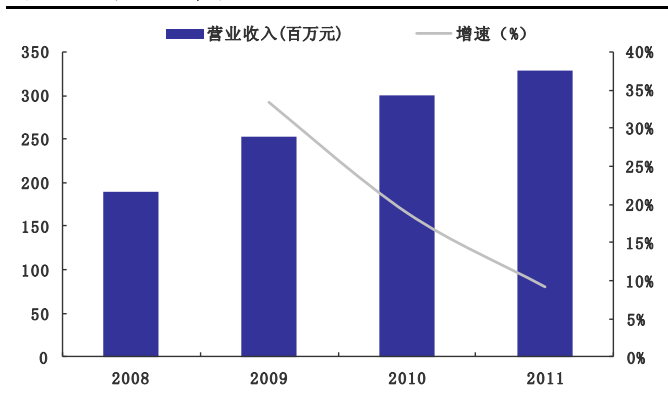
表 1 公司主导产品系列及检测参数

业务类型	产品系列	在线检测参数及应用领域
环境监测系统	火电厂脱硫脱硝用 CEMS	SO ₂ 、NO _x 、CO、O ₂ 粉尘、湿度
	城市环保 CEMS	SO ₂ 、氮氧化物、总悬浮颗粒物 (TSP) 或飘尘 (PM ₁₀)、总碳氢化合物、CO、O ₃ 等
	垃圾焚烧等环保检测系统	HCl、H ₂ S、SO ₂ 、HF、NO _x 、粉尘、湿度
	大气监测系统	工业粉尘、烟尘、烟气、SO ₂ 、NO ₂ 、CO 和烟气流速等监测因子
	废水污染在线检测系统	废水污染源监测以 COD 为主，包括氨氮及总磷等监测因子
工业过程分析系统	冶金过程分析系统	下游应用领域涵盖冶金、建材、空分、石化、化工、多晶硅、生化等领域
	建材过程分析系统	
	空分系统分析系统	
	石化过程分析系统	
	化工过程分析系统	
	多晶硅过程分析过程	
	生化过程分析系统	

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

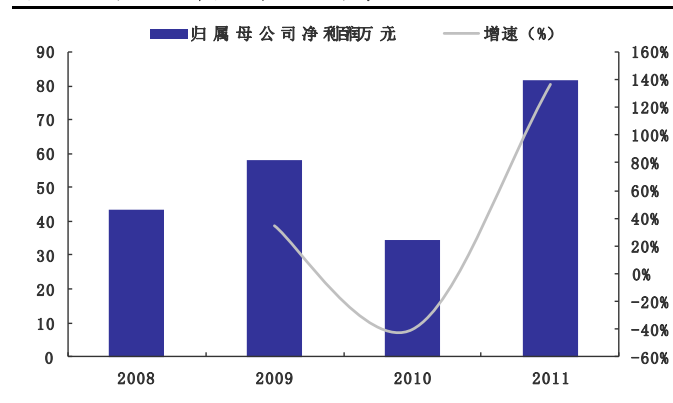
- 近三年来，公司主营业务收入复合增长率为 20.1%，净利润复合增速为 23.5%：
 - 环境监测系统及工业过程分析系统两类成套系统是主营业务收入的主要来源，在主营收入中所占比重在 70%-75%左右。其中，环境检测系统在公司主营收入中占比高达 50%以上，是公司的核心业务之一；工业过程分析系统在主营收入中占比为 15%左右；
 - 主机及备件产品主营收入占比在 16%-18%左右；
 - 系统改造及运营维护服务收入近年来快速增长，在主营收入中占比已从 2009 年的 6.93% 升至 2011 年的 12.74%，未来该业务将成为公司新的利润增长点。
- 随着国家政策对于环保行业的驱动以及公司强大的研发实力，公司的相关产品和服务收入也将稳定增长。

图 2 公司近三年营业收入 CAGR 为 20.1%



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

图 3 公司近三年归属母公司净利润 CAGR 为 23.5%



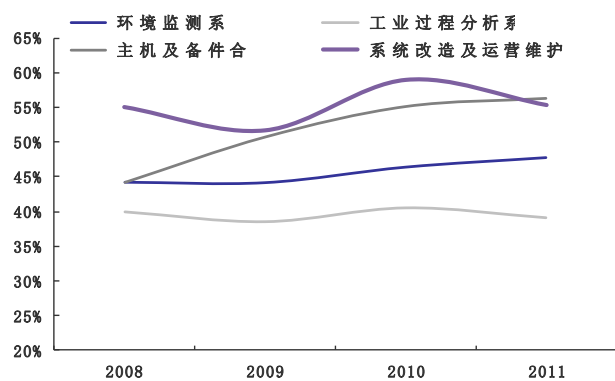
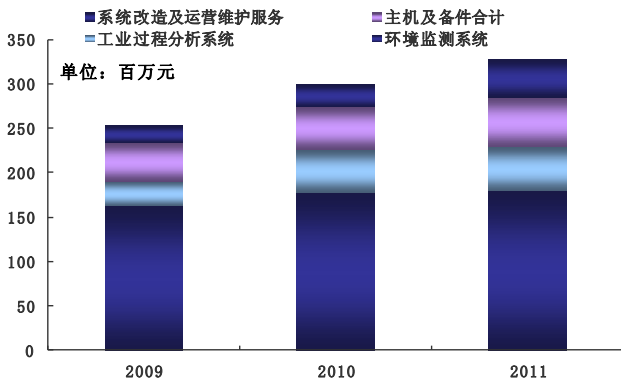
数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

- 环境监测系统毛利率较高，2009 年到 2011 年，CEMS 毛利率分别为：44.17%，46.37%，47.91%。
- 工业过程分析系统属于根据客户具体工况而量身定做的非标准产品各年销售产

品在功能要求、技术难度、零件配置等方面差异很大，而且对不同客户的价格谈判情况都不一致，因此不同期间产品的毛利率会呈现一定的变化。

图 4 公司主营业务构成变动

图 5 公司各项业务毛利率水平



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

- 根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 10,361 台，公司 2010 年 CEMS 成套系统销售数量 774 套，据此推算，公司主导产品 CEMS 在 2010 年国内烟尘烟气监测仪器的市场占有率约为 7.47%，占主导地位；在大型火电厂脱硫脱硝设备采购市场中占有率排名第一。

2. 政策驱动，未来国内检测仪器行业空间广阔

2.1. 全球分析仪器市场规模放大，中国未来潜力大

- 近年来全球分析仪器市场规模持续扩大，进入了高速发展时期，近年来世界分析仪器市场销售额保持 10% 左右的年增长率，处于高速发展时期。根据 SDI 的统计，全球分析仪器市场规模由 2003 年的 250 亿美元，增长至 2009 年的 383 亿美元，预计到 2012 年全球分析仪器的市场规模将达到 490 亿美元以上。
- 从整个世界范围内的市场需求来看，国际分析仪器市场主要集中在美国、欧洲以及日本等发达国家。美国和欧洲约各占全球市场的 31%、日本约占 15%，亚太地区约占 10%，但新兴市场发展迅速。
- 据 SDI 的预测，我国分析仪器的市场规模将从 2009 年的 23 亿美元增加到 2014 年 39 亿美元，据此测算，2009 年我国分析仪器在世界销售额中比重约为 6% 左右。2010 年我国 GDP 占世界比重达 9.5%，排名居世界第二，而分析仪器占世界市场份额相对较小，可以预见随着我国工业化水平的逐步提高，未来我国分析仪器市场的发展空间较大。
- 环境保护是我国的一项基本国策，我国将节能环保产业列为我国现阶段重点培养和发展的八大战略性新兴产业之一，到 2020 年节能环保产业将成为国民经济的支柱产业。
 - 未来“十二五”时期，我国将加大节能减排的控制力度，“我们要将单位国内生产总值能耗和二氧化碳排放分别降低 16% 和 17%，主要污染物排放总量减少 8% 至 10%”，“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、2086.4 万吨，比 2010 年的 2551.7 万吨、2267.8 万吨分别下降 8%；全国氨氮和氮氧化物排放总量分别控制在 238.0 万吨、2046.2 万吨，比 2010 年的 264.4 万吨、2273.6 万吨分别下降 10%。”
 - 主要污染物减排工程被列为“十二五”环境保护重点，包括城镇生活水处理设施及配套管网、污泥处理处置、工业水污染防治、畜禽养殖等污染物减排工程，电力行业脱硫脱硝、钢铁烧结机脱硫脱硝、其他非电力重点行业脱硫、水泥行业与工业锅炉脱硝等大气污染物减排工程。
 - 围绕重点工程需求，强化政策驱动，大力推动以污水处理、垃圾处理、脱硫脱硝、土壤修复和环境监测为重点的装备制造业发展，研发和示范一批新型环保材料、药剂和环境友好型产品。推动跨行业、跨企业循环利用联合体建设。实行环保设施运营资质许可制度，推进烟气脱硫脱硝、城镇污水垃圾处

理、危险废物处理处置等污染设施建设和运营的专业化、社会化、市场化进程，推行烟气脱硫设施特许经营。

- 近十年来，随着我国对环境保护、节能降耗日益重视，以及工业生产对优化艺、降低成本工业生产对优化艺、降低成本提高效率的要求不断，提高效率的要求不断，提高效率的要求不断，提高效率的要求不断，分析仪器展现出良好的市场潜力。

2.2. 绿色环保、节能减排助力环境监测孕育更大的空间

- 近年来，虽然我国加强了对环境污染的控制和治理，但环境状况仍不容乐观。2010年，全国地表水污染依然较重，七大水系总体为轻度污染，湖泊（水库）富营养化问题突出，近岸海域水质总体为轻度污染；城市空气质量总体良好，比上年有所提高，但部分城市污染仍较重；全国酸雨分布区域保持稳定，但酸雨污染仍较重。
 - 2010年，全国471个县级及以上城市开展环境空气质量监测，监测项目为二氧化硫、二氧化氮和可吸入颗粒物。其中3.6%的城市达到一级标准，79.2%的城市达到二级标准，15.5%的城市达到三级标准，1.7%的城市劣于三级标准。2010年，环境保护重点城市总体平均的二氧化氮和可吸入颗粒物浓度与2009年相比略有上升，二氧化硫浓度略有降低。

图6 471个县及以上城市环境空气质量监测结果

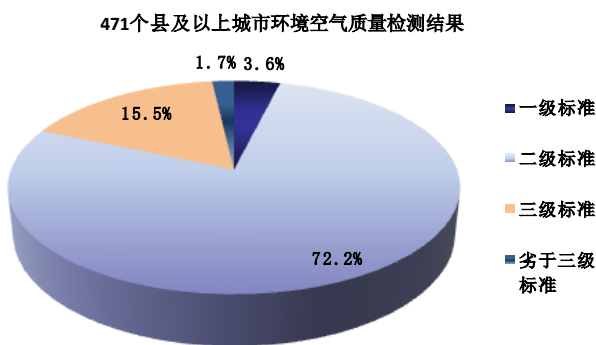
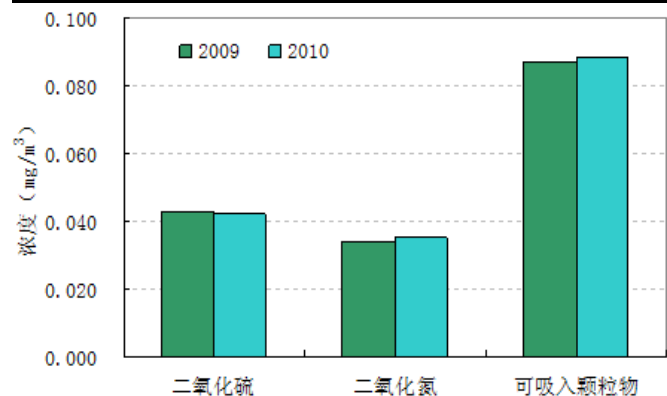


图7 重点城市污染物浓度年际比较



数据来源：《2010年中国环境状况公报》，安信证券研究中心

数据来源：《2010年中国环境状况公报》，安信证券研究中心

- 近年来，我国废气整治工作取得一定成效，废气中主要污染物排放量呈缓慢下降趋势，但未来的工作任重道远。2010年，二氧化硫排放量为2185.1万吨，烟尘排放量为829.1万吨，工业粉尘排放量为448.7万吨，分别比上年下降1.3%、2.2%、14.3%。

表2 全国废气中主要污染物排放量年际变化

项目 年度	二氧化硫排放量(万吨)			烟尘排放量(万吨)			工业粉尘排放量(万吨)
	合计	工业	生活	合计	工业	生活	
2006	2588.8	2234.8	354	1088.8	864.5	224.3	808.4
2007	2468.1	2140	328.1	986.6	771.1	215.5	698.7
2008	2321.2	1991.3	329.9	901.6	670.7	230.9	584.9
2009	2214.4	1866.1	348.3	847.2	603.9	243.3	523.6
2010	2185.1	1864.4	320.7	829.1	603.2	225.9	448.7

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

- “十二五”期间，国家和地方将进一步加大环境保护投资力度，必然催生出巨大的环保市场需求；未来环境保护方面法律法规的相继推出和环保执法力度的继续增大，将推动中国环境监测仪器仪表市场持续快速发展。环境监测专用设备的需求将趋于旺盛，市场潜力巨大。
- 为落实“十二五”环保目标，要积极实施各项环境保护工程，全社会环保投资需求约3.4万亿元，其中，优先实施8项环境保护重点工程，开展一批环境基础调查与试点示范，投资需求约1.5万亿元。

2.2.1. 火电厂脱硝、冶金脱硫及更新需求，环境监测仪器市场快速发展

- 2010年环境监测仪器总销售22,339台(套)，相比2009年14,976(台套)的销售量增加了49.2%。2008年我国环境监测系统产值为77.34亿元，2010年达到了110亿元，保持了年均近20%的增长率。“十二五”期间，随着国家对环境监测行业的政策支持和资金投入，我国环境监测仪器市场仍将会保持着快速增长速度。
- 近年来，受政策及资金的支持，我国废气污染源监测行业快速发展。我国2010年烟尘烟气监测仪器销售数量为10,361台(套)。我国废气污染源监测系统产值2006年为74,475万元，2010年增长至182,000万元，年均增长率为20%以上。

图8 2010年各类别仪器销售量(台/套)

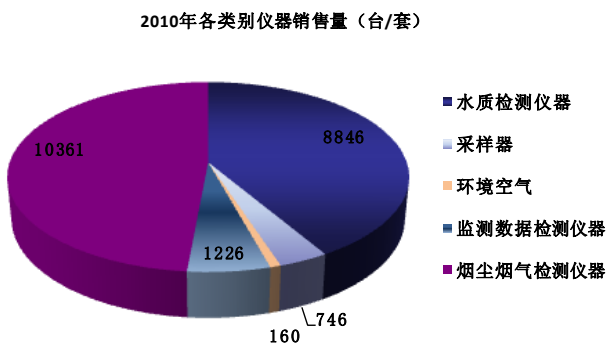
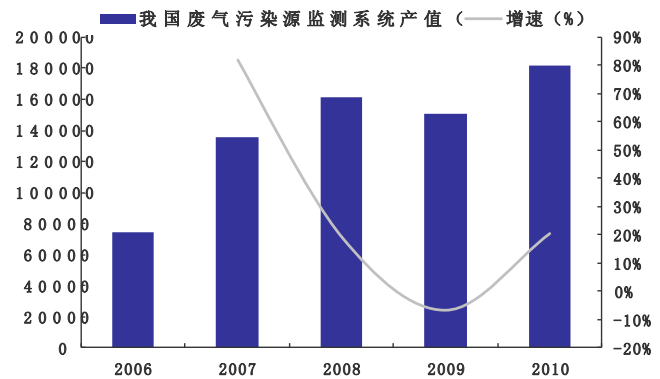


图9 我国废气污染源监测系统产值及增速



数据来源:《2010年中国环境状况公报》,安信证券研究中心

数据来源:《2010年中国环境状况公报》,安信证券研究中心

- “十二五”期间，我国废气污染源监测系统市场前景极为广阔：
 - **脱硝市场将有12,000套以上的市场需求：**根据国家环保部《2010年国家重点监控企业名单》，我国废气国家重点监控企业3,472家中有超过1,500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”期间仅国家重点监控火电企业将带来12,000套以上烟气监测系统的市场需求。
 - **钢铁行业将有1,000套的市场需求：**我国目前共有钢铁烧结机500余台，预计“十二五”期间大部分烧结机要完成脱硫治理，钢铁行业烧结机脱硫市场将带来1,000套以上废气污染源监测系统的市场容量。
 - **更新换代：**全国烟气在线监测系统目前市场保有量在22,000台套左右，已有监测系统将迎来更换高峰期，以每套系统5-8年的正常使用年限计算，预计“十二五”期间废气污染源监测系统的更新换代数量在15,000套左右。
 - **其他污染源：**“十二五”期间，我国固废行业投资规模将达到8,000亿元，较“十一五”期间翻两倍。因此，“十二五”期间废气污染源监测系统还会在垃圾焚烧尾气监测、重金属监测以及工业企业废气处理设施烟气监测等市场有较大的增量。
- 根据中国仪器仪表学会预测，“十二五”期间，废气污染源监测系统的市场将继续保持增长趋势，年增长率在15-25%之间，预计“十二五”期间废气污染源监测系统每年平均市场容量在25亿元以上。

2.2.2. 环境空气质量监测系统

- “十二五”期间，可入肺颗粒物(PM2.5)、有机污染物、重金属及温室气体监测将纳入全国大气质量监测能力建设的重点。同时，对工业区和化工区有毒有害有机特征污染物的监测也将在“十二五”期间展开。
 - **地级市新增点位：**我国287个地级市(包括直辖市)的空气质量监测系统数量有1,352个。为了使各地空气质量监测网络得到更准确更有说服力的环境监测数据，2010年多个省市已公布了“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个地级市预计每年市场容量可达100套以上。
 - **县级新增点位：**我国现有2,800多个县级区划，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 1,000 个县级区划安装空气质量在线监测系统, 每个县级区划安装 2 套计算, “十二五”期间市场容量总计约 2,000 套, 每年市场容量有 400 套左右。

- 更新换代: 我国地级市已安装的 1,300 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, 未来空气质量监测系统升级换代带来的每年市场容量约为 150 套。
- 农村监测点位、温室气体监测: 下一步空气质量监控以及温室气体的监测将向农村发展, 目前我国已经建立国家农村监测网监测点位 31 个和城市温室气体试验监测网监测点位 31 个。按照环保部的要求, “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; 同时, 我国重点区域将加强温室气体与重点大气污染物排放的协调控制, 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。
- 综上分析, 随着各地大气质量监测能力建设的深入和加强, 环境空气质量监测系统存在较大的市场需求, “十二五”期间, 预计全国每年新增 700 套, 以每套空气质量监测系统 50-60 万元计算, 空气质量监测系统每年市场容量在 4 亿元左右。

2.2.3. 废水污染源监测系统

- 废水污染源监测系统以 COD (化学需氧量) 监测为主, 包括氨氮及总磷等监测因子, 以城市市政污水处理厂和高浓度有机废水为代表的污染源是废水污染源监测系统的主要目标市场。
- 2006 年, 我国废水污染源监测系统产值为 30,334 万元, 2010 年产值增长至 81,900 万元, 年均增长率超过 20%。
- 据国家环保部《2010 年国家重点监控企业名单》, 我国废水国家重点监控企业有 4,547 家, 城镇生活污水处理厂 1,814 家。“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监测力度, 将增加如水中油、重金属和氰化物等监测因子, 这将进一步增加对废水污染源监测系统的需求量。根据中国仪器仪表学会分析仪器分会《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, 我国废水污染源监测系统的每年平均需求量将能够达到 10 亿元以上。

根据国内市场情况的需求状况的分析, 预测 2013 年前后国内环境监测仪器的运营规模大致为: 空气在线自动监测系统约 3,000 套以上; 水质连续自动监测系统约 800-1,000 套左右; 污水在线自动监测系统约 15,000 套左右; 烟气在线自动监测系统 20,000 套以上。此外, 各类环境监测仪器的市场规模将持续增长, 伴随而来的是对环境监测设施运营服务需求的不断增长。

2.3. 工业过程分析仪器市场规模及需求

- 工业过程分析仪器用于对生产过程中气体成份、含量进行连续分析与监测, 重点为工业企业节能减排、工艺流程控制、产品质量控制以及安全生产控制提供实时数据。工业过程分析仪器应用领域广泛, 涉及石油化工、冶金钢铁、水泥建材、空气分离、煤炭安全、科学研究等诸多行业。
- 在节能减排产业调整政策的指引下, 占全国工业能耗 70% 以上的电力、冶金、建材、石化、化工等高能耗行业企业面临着巨大的节能减排压力, 迫切需要通过优化生产工艺、技术升级等方式, 提高能源的综合利用水平, 实现控制能耗的目标。为此, 工业企业亟需使用工业过程气体分析系统, 实时监测生产过程中的各种气体成份, 实现生产过程的优化控制, 以提高自动化控制水平和经济效益, 实现节能减排的目标。随着水泥、冶金、石油化工等行业产业升级和固定资产投资持续增长, 我国工业过程分析仪器行业带来强劲的后续发展动力。

表 3 2006 年-2010 年行业固定资产投资额

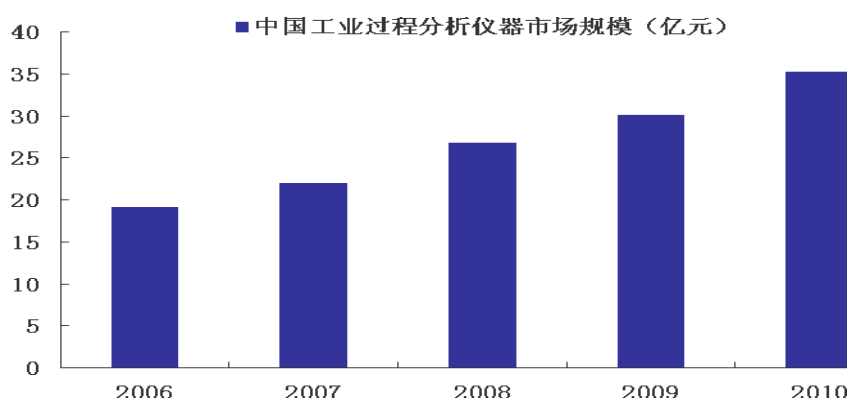
单位: 亿元	水泥行业	石油加工、炼焦及核燃料加工	黑色及有色金属冶炼
2006 年	403	939	3,248
2007 年	654	1,412	3,862

2008年	1,051	1,832	5,094
2009年	1,701	1,835	5,408
2010年	1,754	2,076	6,389

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

■ 随着分析仪器技术在我国各工业领域的广泛应用以及各应用领域持续的产业升级与技术进步，工业过程分析仪器行业保持持续增长趋势。根据中国仪器仪表学会分析仪器分会《我国分析仪器行业 2010 年发展综述及未来展望》，我国工业过程分析仪器市场规模也由 2006 年的 19.2 亿元增长至 2010 年的 35.3 亿元，年均增长率达 15% 以上。

图 10 我国工业过程分析仪器市场规模复合增速 15% 以上



数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

■ 与工业发达国家相比，工业过程分析仪器行业在我国的应用水平仍较低。随着我国国民经济和第二产业的迅速发展，特别是水泥、冶金、石油化工等行业产业升级和固定资产投资持续增长，必然给我国工业过程分析仪器行业带来强劲的后续发展动力。根据中国仪器仪表学会分析仪器分会《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% 增长率，预计“十二五”期间市场累计总规模可达 300 亿元以上。

- 建材工业过程分析系统主要应用在水泥行业，水泥行业按照国家节能减排总体要求，大力推广新型干法水泥生产工艺。截至 2009 年 9 月我国在建水泥生产线 418 条，另外已核准尚未开工的生产线 147 条；我国未来三年淘汰落后产能约 3 亿吨，需新建约 150 条日产 5,000 吨的生产线。未来我国水泥行业将有 1,500 条以上新型干法熟料生产线，需安装高温水泥过程分析系统的比例约为 80% 以上，按每条生产线的窑尾烟室和五级筒需要安装 2 套高温过程分析系统计算，对高温过程分析系统的市场需求很大。
- 石化、化工工业过程分析系统应用于石化行业天然气净化、油气分离工序、乙烯工业、炼油、化肥生产等工艺过程的气体分析，根据规划，2011 年中国原油加工量将达到 40,500 万吨，成品油和乙烯产量将达到 24,570 万吨和 1,550 万吨，预计石化过程气体分析市场的平均年复合增长率应在 12-16% 之间，预计 2013 年石化过程分析气体系统的市场规模可达到 4.5 亿元左右。
- 冶金工业过程分析系统主要用于高炉炼铁和转炉炼钢工艺以及煤气回收等过程气体分析，预计“十二五”期间我国钢铁行业过程分析系统预计市场规模每年为 1.6-1.8 亿元；预计空分过程分析市场规模每年可达 2 亿元左右。
- 据 SEMI（国际半导体设备材料产业协会）统计，至 2010 年底，中国大陆晶体硅电池的制造产能已达到 21GW，并在 2011 年将进一步扩大至 30GW，未来将继续增长。据公司统计，目前全国每年约有 50 套左右的市场需求，预计到 2015 年项目达产时多晶硅监测系统市场容量将扩大到数百套。

3. 募投项目分析

3.1. 募投项目：围绕主业扩产能，提升产品技术水平

- 此次募集资金主要围绕主营拓展产能，进一步开拓新的应用领域，主要投向环境监测系统生产线建设项目、工业过程分析系统车间生产线建设项目、运营维护网络建设及研发中心，项目总投资 26,641.17 万元，将全部用所募集资金投入。

表 4 募投项目分析

序号	募集资金投资项目	项目投资总额	计划使用募集资金金额	建设期(月)
1	环境监测系统生产线建设项目	7,265.49	7,265.49	12
2	工业过程分析系统生产线建设项目	4,895.75	4,895.75	12
3	分析仪器生产车间建设项目	3,928.83	3,928.83	12
4	运营维护网络建设项目	5,611.97	5,611.97	18
5	研发中心建设项目	4,939.13	4,939.13	12
	合计	26,641.17	26,641.17	-

数据来源：公司招股意向书，安信证券研究中心

- 募集资金项目符合环境监测与工业过程分析行业的技术和产品发展趋势，有利于增强公司主营业务盈利能力，巩固公司在环境监测系统、工业过程分析系统市场中的领先地位，拓展公司产品的市场空间和应用领域，进一步提高公司的市场竞争力和抵御风险能力。

3.2. 募投项目达产提升市场竞争力

- 此次募投项目达产后预计将新增营业收入 24,204 万元，新增税前利润 6,343 万元：
 - **环境监测系统生产线建设项目：**项目建设期为 1 年，第 2 年达产 40%，第 3 年达产 70%，第 4 年完全达产。本项目达产后，公司每年将新增 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，达产年预计可新增营业收入 10,364.56 万元，税前利润 2,700.64 万元。
 - **工业过程分析系统生产线建设项目：**项目建设期为 1 年，第 2 年达产 40%，第 3 年达产 70%，第 4 年完全达产。本项目达产后，公司每年将新增 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，达产当年预计可实现营业收入 8,566.07 万元，税前利润 1,859.73 万元。
 - **分析仪器生产车间建设项目：**项目建设期为 1 年，第 2 年达产 40%，第 3 年达产 70%，第 4 年完全达产。本项目达产后，公司每年将新增 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，项目达产年预计实现营业收入 5,272.94 万元，税前利润 1,782.14 万元。
 - **运营维护网络建设项目：**项目的实施，公司将在全国建立 29 个环保运营维护服务中心，其中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。项目建设期为 1.5 年，第 5 年服务能力利用率达到 100%，第 5 年以后项目年运营维护的环境监测系统数量达到 1,500 台。完全达产预计新增营业收入 7,503.21 万元，新增税前利润为 1,828.48 万元。
 - **研发中心建设项目：**项目建设期为 1 年，项目的实施将增强公司研发中心的软硬件实力，快速提升公司的技术研发能力。

4. 风险提示

公司主要风险主要有以下几点：

- 行业竞争或将加剧，公司产品盈利能力下降的风险
- 主要供应商集中风险。由于公司向西门子采购金额占总成本比例在 34%-46%，存在一定的供应商集中风险。

- 核心部件中分析仪器和传感器尚不能自主制造，依靠外部采购的风险
- 技术发展迅猛，对公司的竞争力要求高
- 公司业务发展受产业政策影响大

5. 盈利预测及估值分析

- 我们预计 2012-2014 年公司收入增长率为 29.0%、31.8%、27.4%，净利润分别增长 31.9%、33.7%、28.6%，2012-2014 年 EPS 分别为 0.78、1.05 元、1.34 元，未来三年净利润复合增长率 29.4%。
- 公司主营业务属于环保监测仪器仪表行业，A 股已上市公司中业务范围与公司类似的仅有聚光科技与先河环保两家，综合考虑公司业务模式及所处行业，我们选择了行业相近的 4 家公司聚光科技、先河环保、科林环保、天瑞仪器作为可比公司，其对应的 2012 年 PE 均值为 31 倍。
- 公司所处环保监测及工业过程分析市场发展的政策明确、空间广阔，拥有良好的成长性；公司核心产品 CEMS 将在“十二五”环保规划列为第一重点工程，未来成长性较为明确，综合考虑公司业务未来发展空间以及可比公司的估值水平，我们认为公司上市首日定价区间为 22.43 - 26.2 元。

表 5 可比公司估值水平

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE			BPS	PB
			2011	2012	2013	2011	2012	2013		
300137	先河环保	16.66	0.32	0.40	0.44	52	42	38	6.54	0.5
300203	聚光科技	15.06	0.48	0.66	0.86	32	23	17	3.28	0.7
002499	科林环保	23.25	0.50	0.57	0.71	46	41	33	8.60	0.7
300165	天瑞仪器	20.54	0.77	1.00	1.29	27	21	16	0.00	1.0
均值		18.88	0.52	0.66	0.83	39	31	26	4.56	0.7

数据来源：Wind，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2012-02-21		
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	300.2	327.8	422.8	557.5	710.4	成长性						
减: 营业成本	156.2	167.4	216.4	289.0	372.5	营业收入增长率	18.9%	9.2%	29.0%	31.8%	27.4%	
营业税费	2.6	2.9	3.4	4.8	6.1	营业利润增长率	-33.7%	103.0%	31.8%	34.8%	28.8%	
销售费用	26.0	28.8	35.3	45.2	55.8	净利润增长率	-40.7%	136.4%	31.9%	33.7%	28.6%	
管理费用	67.9	37.3	45.9	57.1	71.0	EBITDA 增长率	-31.3%	100.2%	31.8%	34.8%	29.4%	
财务费用	0.2	0.5	-1.7	-3.6	-3.7	EBIT 增长率	-33.2%	103.3%	29.2%	33.7%	29.3%	
资产减值损失	2.6	-0.2	3.5	3.2	0.4	NOPLAT 增长率	-40.3%	136.7%	29.4%	32.6%	29.2%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.0%	43.0%	102.3%	27.0%	25.4%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	44.2%	31.6%	285.1%	11.0%	12.7%	
营业利润	44.8	91.0	119.9	161.7	208.2	利润率						
加: 营业外净收支	2.0	3.8	5.0	5.0	6.1	毛利率	48.0%	48.9%	48.8%	48.1%	47.6%	
利润总额	46.8	94.8	124.9	166.7	214.3	营业利润率	14.9%	27.7%	28.4%	29.0%	29.3%	
减: 所得税	12.4	13.3	17.4	23.0	29.5	净利润率	11.5%	24.9%	25.4%	25.8%	26.0%	
净利润	34.5	81.5	107.5	143.7	184.8	EBITDA/营业收入	15.8%	29.0%	29.7%	30.3%	30.8%	
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	15.0%	27.9%	28.0%	28.4%	28.8%	
货币资金	97.2	87.2	827.5	840.7	869.3	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	30	29	31	49	64	
应收帐款	119.5	129.5	172.6	218.0	280.4	流动营业资本周转天数	170	189	209	226	240	
应收票据	31.8	52.6	47.2	70.3	94.3	流动资产周转天数	352	386	655	792	690	
预付帐款	5.4	5.5	-0.5	-6.4	-12.3	应收帐款周转天数	135	130	124	124	124	
存货	81.6	92.4	124.7	159.0	208.4	存货周转天数	103	96	92	92	93	
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	386	439	779	949	829	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	205	241	332	383	379	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	13.4%	24.0%	8.2%	9.9%	11.3%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	18.8%	7.7%	9.3%	10.7%	
固定资产	25.6	26.6	47.0	103.8	148.4	ROIC	21.5%	45.4%	41.1%	26.9%	27.4%	
在建工程	-	0.3	112.2	94.3	81.2	费用率						
无形资产	1.6	36.1	57.0	53.3	49.8	销售费用率	8.7%	8.8%	8.4%	8.1%	7.9%	
其他非流动资产	1.9	3.8	8.6	8.9	9.0	管理费用率	22.6%	11.4%	10.9%	10.3%	10.0%	
资产总额	364.7	434.0	1,396.4	1,542.0	1,728.6	财务费用率	0.1%	0.2%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	
短期债务	20.0	8.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	31.3%	20.3%	18.8%	17.7%	17.3%	
应付帐款	19.3	35.2	37.3	48.8	68.5	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	29.3%	21.8%	6.5%	6.0%	5.4%	
其他流动负债	67.6	51.5	42.8	33.2	15.3	负债权益比	41.5%	27.9%	6.9%	6.3%	5.7%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.14	3.87	12.99	13.93	15.35	
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.37	2.90	11.61	12.20	13.13	
负债总额	106.9	94.8	90.2	92.0	93.8	利息保障倍数	223.87	171.14	70.52	44.41	55.81	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	103.1	103.1	137.5	137.5	137.5	DPS(元)	-	-	-	-	-	
留存收益	154.7	236.1	1,168.8	1,312.5	1,497.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	257.8	339.2	1,306.3	1,450.0	1,634.8	股息收益率	-	-	-	-	-	
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	34.5	81.5	107.5	143.7	184.8	EPS(元)	0.33	0.79	0.78	1.05	1.34	
加: 折旧和摊销	2.6	4.1	7.1	10.9	14.2	BVPS(元)	2.50	3.29	9.50	10.55	11.89	
资产减值准备	2.6	-0.2	3.5	3.2	0.4	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-	
财务费用	0.3	1.0	-1.7	-3.6	-3.7	P/FCF	-	-	-	-	-	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-	
营运资金的变动	-21.0	-48.4	-72.4	-98.5	-128.8	CAGR(%)	60.9%	31.4%	26.1%	22.4%	16.5%	
经营活动产生现金流量	58.5	37.9	44.1	55.7	67.0	PEG	-	-	-	-	-	
投资活动产生现金流量	-3.5	-41.3	-167.0	-46.1	-42.1	ROIC/WACC	4.1	8.6	7.8	5.1	5.2	
融资活动产生现金流量	3.6	8.2	863.2	3.6	3.7	REP	-	-	-	-	-	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034