

今年脱硝改造低于预期，预计明年有望受益于行业高增长



投资要点

- **脱硝改造进程低于预期，明年将有望受益于行业高增长。**从火电厂排放标准出台后，今年是脱硝改造第一年。根据环保部的统计，2011年脱硝覆盖率仅16.9%。根据我们的判断，2012年脱硝改造覆盖率将有望达到30%，新增脱硝装机量为1亿kw，相对2011年增长102%，但由于火电厂进行脱硝改造的积极性仍不强，因此前三季度公司收入情况持续低于预期。我们预计，其中可能有较多的项目是在四季度开工，预计在明年一季度确认收入。而公司作为脱硝CEMS龙头，其订单和收入也将受益行业的高速增长。
- **运维业务增长低于预期，第三方运维仍待推动。**由于火电厂自身对脱硝监测系统及设备的运维成本低于第三方运维，因此今年来看第三方运维的增长也低于此前预期。根据我们的判断，火电厂自身运维的成本在1万元左右，远低于第三方运维的5万。但火电厂自身运维可能存在“考官、考生一个人”的问题，因此第三方运维的政策推进将使公司运维业务在脱硝覆盖率提升后步入持续增长期。
- **人员扩张带来费用率提升，明年规模效应也将有所体现。**由于去年年中出台了火电厂排放标准，公司对2012年脱硝行业的大幅提升给予了较高预期，并进行了人员扩张，从而提升了销售费用。但脱硝行业的提升持续低于预期，因此使公司前三季度销售费用率只增长了3.27%。我们认为，明年脱硝改造的放量将有望使得公司费用率回归正常水平。

财务与估值

- **下调盈利预测，维持买入评级。**考虑脱硝改造低于预期的影响，我们下调公司的盈利预测，预计公司2012-2014年每股收益分别为0.73、1.07、1.38元（原预测为0.88、1.23、1.42元），年均复合增速32.2%，根据DCF估值测算的公司每股价值为23.92元，维持公司“买入”评级。

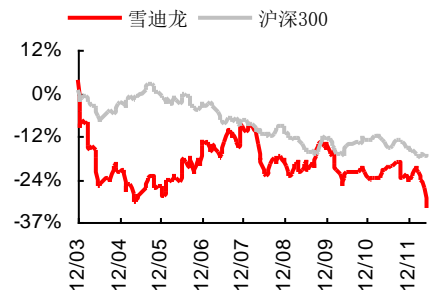
风险提示

- 脱硝增长低于预期、价格下滑超预期、市场份额下滑超预期。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2012年11月28日)	17.28元
目标价格	23.92元
52周最高价/最低价	27.92/17.98元
总股本/流通A股(万股)	13,747/3,438
A股市值(百万元)	2,472
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2012年11月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现(%)	-14.0	-14.6	-14.4	
相对表现(%)	-13.3	-10.3	-10.9	
沪深300(%)	-0.7	-4.3	-3.5	-16.3



资料来源: WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	300	328	416	578	695
同比增长	18.9%	9.2%	27.0%	38.9%	20.2%
营业利润(百万元)	45	91	118	172	223
同比增长	-33.7%	103.0%	29.3%	46.4%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	34	81	100	146	190
同比增长	-40.7%	136.4%	22.7%	46.4%	29.5%
每股收益(元)	0.25	0.59	0.73	1.07	1.38
毛利率	48.0%	48.9%	47.5%	47.1%	47.3%
净利率	11.5%	24.9%	24.0%	25.3%	27.3%
净资产收益率	15.8%	27.3%	14.0%	12.7%	14.4%
市盈率(倍)	79.9	33.8	27.5	18.8	14.5
市净率(倍)	10.7	8.1	2.5	2.2	2.0

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 郑恺
021-63325888*6079
zhengkai@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860510120016

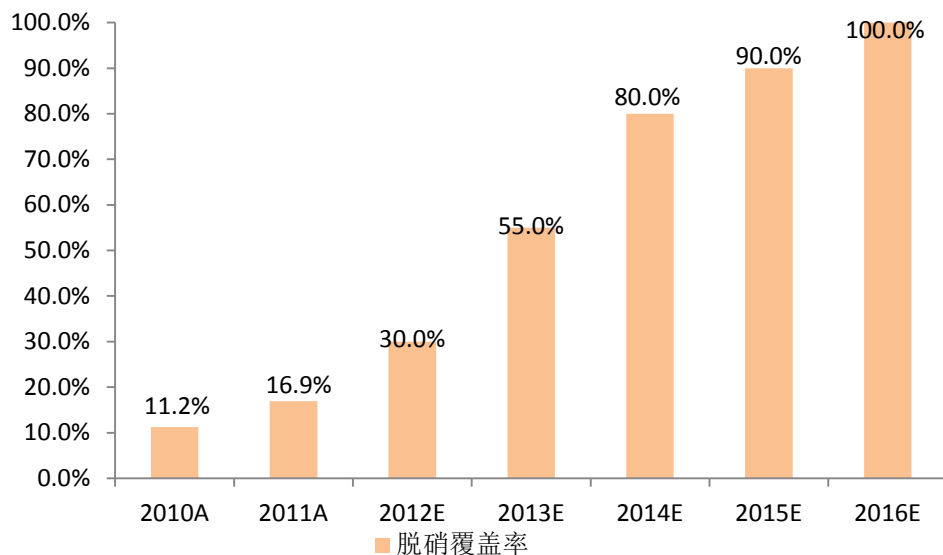
联系人 方重寅
021-63325888*7500
fangcy@orientsec.com.cn

相关报告
中报业绩基本符合预期, 静待下半年脱硝 2012-08-16
CEMS 业绩提升
火电脱硝助推, 新一轮增长即将启动 2012-06-13

盈利预测调整附加说明

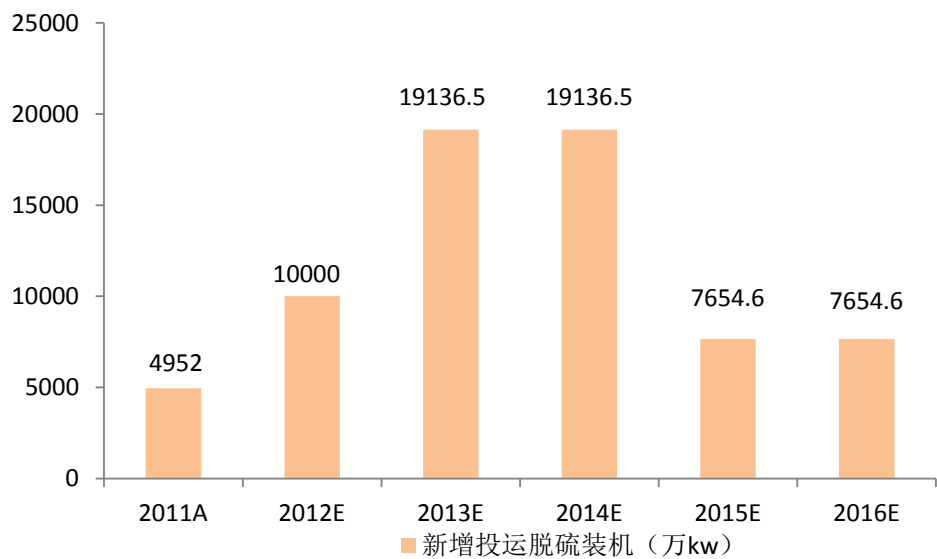
1. **环境监测系统出货量下调**：根据环保部的统计，2011年脱硝覆盖率仅16.9%，脱硝新增装机仅4952万kw，我们预计2012年脱硝新增装机将达到1亿kw，同比增长102%，但大部分将在四季度安装，收入确认可那将在四季度和明年一季度。因此我们下调今年确认收入的脱硝CEMS出货量至200套（原预测为270套），从而使CEMS整体出货量下调至1064套（原预测为1134套）。
2. **运维机组数量调整**：由于火电厂自身对脱硝监测系统及设备的运维成本低于第三方运维，因此今年来看第三方运维的增长也低于此前预期。根据我们的判断，火电厂自身运维的成本预计在1万元左右，远低于第三方运维的5万。因此我们下调12-14年运维套数至600、800、1500套（原预测为1100、1600、2100套）。但火电厂自身运维可能存在“考官、考生一个人”的问题，因此第三方运维的政策推进将使公司运维业务在脱硝覆盖率提升后步入持续增长期。

图 1：脱硝覆盖率提升路径，今年改造量大但进程慢，故收入确认延迟



资料来源：东方证券研究所

图 2：11-16 年脱硝装机改造预测，保守估计，明年也是翻倍增长



资料来源：东方证券研究所

核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
核心假设						
环境监测系统出货量（台）	1134	1682	1870	1064	1642	1870
变动幅度				-6.18%	-2.38%	0.00%
CEMS 价格（万元）	24.5	24.8	24.8	24.3	24.7	24.8
变动幅度				-0.68%	-0.22%	0.00%
运维套数（套）	1100	1600	2100	600	800	1,500
变动幅度				-45.45%	-50.00%	-28.57%
价格（万元）	5	5	5	5	5	5
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
分产品盈利预测						
环境监测系统						
销售收入	277	417	464	259	406	464
变动幅度				-6.81%	-2.59%	0.00%
毛利率	47.50%	47.50%	47.50%	46.0%	46.0%	46.0%
变动幅度				-3.16%	-3.16%	-3.16%
工业过程分析系统						
销售收入	56	65	74	49	49	56
变动幅度				-13.04%	-24.39%	-24.39%
毛利率	39%	39%	39%	36%	36%	36%
变动幅度				-7.69%	-7.69%	-7.69%
主机及备件						
销售收入	68	82	98	57.00	57.00	68.40
变动幅度				-16.67%	-30.56%	-30.56%
毛利率	56%	56%	56%	56%	56%	56%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
改造及运营维护						
销售收入	77	106	137	51.98	66.38	106.65
变动幅度				-32.48%	-37.60%	-21.95%
毛利率	55%	55%	54%	57%	54%	54%
变动幅度				3.44%	-0.55%	-0.12%
销售收入合计	479	670	773	416	578	695
变动幅度				-13.07%	-13.68%	-10.12%
综合毛利率	49%	49%	49%	48%	47%	47%
变动幅度				-2.80%	-3.57%	-3.09%

主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
营业收入	479	670	773	416	578	695
变动幅度				-13.07%	-13.68%	-10.12%
营业利润	139	194	224	118	172	223
变动幅度				-15.49%	-11.01%	-0.44%
归属母公司净利润	121	168	194	100	146	190
变动幅度				-17.20%	-12.82%	-2.46%
每股收益（元）	0.88	1.22	1.41	0.73	1.06	1.38
变动幅度				-17.20%	-12.82%	-2.46%
毛利率(%)	49%	49%	49%	48%	47%	47%
变动幅度				-2.80%	-3.57%	-3.09%
净利率(%)	25.20%	25.06%	25.13%	24.0%	25.3%	27.3%
变动幅度				-4.74%	1.00%	8.52%

DCF 估值参考

假设收入增长未来主要依靠 1) 环境监测系统业务, 未来三年增长率分别为 43.5%、57.0%、14.2%, 对应的毛利率为 46%, 46%, 46%; 2) 工业过程分析系统业务, 未来三年增长率分别为 0%、0%、15%, 对应的毛利率为 36%, 36%, 36%; 3) 主机及备件业务, 未来三年增长率分别为 0%、0%、20%, 对应的毛利率为 55.72%, 55.72%, 55.72%; 4) 改造及运维业务, 未来三年增长率分别为 24.43%、27.7%、60.68%, 对应的毛利率为 57.0%, 54.2%, 53.7%。

估值假设	
所得税税率 T	25.00%
永续增长率 G_n (%)	2.00%
无风险利率 R_f	3.55%
无杠杆影响的 β 系数	1.25
考虑杠杆因素的 β 系数	1.48
市场收益率 R_m	10.6%
公司特有风险	0 %
股权投资成本 (K_e)	14.01%
债务比率 $D/(D+E)$	20.00%
债务利率 r_d	6.55%
WACC	12.19%

目标价敏感性分析						
		永续增长率 Gn(%)				
		0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
WACC (%)	23.92					
	10.19%	25.52	27.37	29.68	32.62	36.52
	10.69%	24.33	25.97	27.99	30.53	33.83
	11.19%	23.25	24.71	26.48	28.70	31.52
	11.69%	22.26	23.57	25.14	27.08	29.52
	12.19%	21.36	22.53	23.92	25.64	27.76
	12.69%	20.54	21.59	22.84	24.35	26.21
	13.19%	19.77	20.73	21.85	23.20	24.84
	13.69%	19.07	19.94	20.95	22.15	23.60
	14.19%	18.42	19.21	20.13	21.21	22.50

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	97	87	643	535	671	营业收入	300	328	416	578	695
应收账款	126	136	208	275	313	营业成本	156	167	218	306	366
预付账款	5	6	7	10	12	营业税金及附加	3	3	4	5	6
存货	82	92	118	157	176	营业费用	26	29	42	52	61
其他	26	47	72	92	107	管理费用	68	37	42	58	70
流动资产合计	336	367	1,050	1,068	1,279	财务费用	0	1	(13)	(18)	(30)
长期股权投资	0	0	50	50	50	资产减值损失	3	(0)	6	2	(1)
固定资产	26	27	44	184	196	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	10	22	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	2	36	35	34	34	其他	(0)	0	0	0	0
其他	2	4	2	2	2	营业利润	45	91	118	172	223
非流动资产合计	29	67	141	292	281	营业外收入	2	4	0	0	0
资产总计	365	434	1,191	1,360	1,560	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	20	8	0	0	0	利润总额	47	95	118	172	223
应付账款	19	35	46	64	77	所得税	12	13	18	26	33
其他	68	52	56	70	83	净利润	34	81	100	146	190
流动负债合计	107	95	102	135	160	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	34	81	100	146	190
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.25	0.59	0.73	1.07	1.38
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	107	95	102	135	160						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	103	103	137	137	137						
资本公积	99	99	714	714	714						
留存收益	56	138	238	374	549						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	258	339	1,089	1,225	1,400						
负债和股东权益	365	434	1,191	1,360	1,560						

现金流量表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	34	81	100	146	190
折旧摊销	3	4	3	9	16
财务费用	0	1	(13)	(18)	(30)
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	(21)	(42)	(117)	(97)	(49)
其它	42	(7)	8	2	(1)
经营活动现金流	58	38	(18)	44	125
资本支出	(3)	(41)	(30)	(160)	(5)
长期投资	0	0	(50)	0	0
其他	(1)	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(4)	(41)	(80)	(160)	(5)
债权融资	0	0	(0)	0	0
股权融资	182	0	649	0	0
其他	(178)	8	5	8	16
筹资活动现金流	4	8	654	8	16
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	59	5	556	(108)	136

主要财务比率					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					
营业收入	18.9%	9.2%	27.0%	38.9%	20.2%
营业利润	-33.7%	103.0%	29.3%	46.4%	29.5%
归属于母公司净利润	-40.7%	136.4%	22.7%	46.4%	29.5%
获利能力					
毛利率	48.0%	48.9%	47.5%	47.1%	47.3%
净利率	11.5%	24.9%	24.0%	25.3%	27.3%
ROE	15.8%	27.3%	14.0%	12.7%	14.4%
ROIC	14.5%	25.2%	12.4%	11.4%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	29.3%	21.8%	8.6%	9.9%	10.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.14	3.87	10.29	7.93	8.00
速动比率	2.37	2.90	9.13	6.77	6.90
营运能力					
应收账款周转率	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2
存货周转率	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2
总资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.59	0.73	1.07	1.38
每股经营现金流	0.43	0.28	-0.13	0.32	0.91
每股净资产	1.88	2.48	7.95	8.94	10.22
估值比率					
市盈率	79.9	33.8	27.5	18.8	14.5
市净率	10.7	8.1	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	43.0	21.4	18.9	12.5	9.8
EV/EBIT	45.5	22.4	19.5	13.2	10.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn