

节能环保

2014 年 5 月 28 日

市场数据	2014 年 5 月 28 日
当前价格 (元)	10.13
52 周价格区间 (元)	8.31-16.22
总市值 (百万)	2433.01
流通市值 (百万)	2406.89
总股本 (百万股)	240.18
流通股 (百万股)	237.60
日均成交额 (百万)	118.99
近一月换手 (%)	31.96%
Beta (2 年)	
第一大股东	徐州杰能科技发展投资有限公司
公司网址	http://www.xcc.com.cn

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	25.61%	2.56%
净利润率	8.12%	2.51%
净资产收益率	3.25%	4.37%
总资产收益率	2.28%	1.41%
资产负债率	23.72%	65.09%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	53.32	0.00
市净率	1.71	0.00



李云光

执业证书号 S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyg@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

多元化转型进展顺利，公司业绩将逐步改善

--燃控科技 (300152) 深度研究报告

评级：买入（首次）

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	570.64	894	1303	1560
净利润 (百万元)	46.34	58	81	113
每股收益 (元)	0.19	0.24	0.34	0.47
净利润增长率 %	-33.50%	24%	41%	40%
每股净资产 (元)	5.94	6.18	6.45	6.87
市盈率	53.32	42.29	30.06	21.51
市净率	1.71	1.64	1.57	1.47
EV/EBITDA	40.04	26	14	10

资料来源：世纪证券研究所

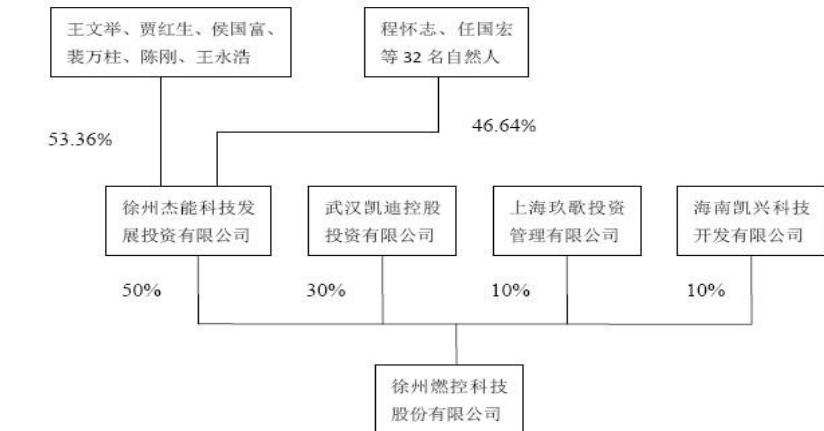
- **多元化转型效果开始显现。**近几年，环保压力使得火电装机容量逐年下降给公司传统业务（节能点火系统）带来较大影响。为了应对传统业务的下滑，公司已经成功进入脱硫脱硝、垃圾焚烧发电、锅炉节能提效改造、天然气分布式能源，基本形成节能、环保、新能源为主的业务格局，综合实力明显提升。
- **传统业务收入趋于稳定。**我们认为未来几年火电机组新增容量会维持在3000万千瓦的水平，预计公司传统业务可以维持目前的市场份额（技术和品牌优势），火电行业原因导致公司收入继续下降的可能性较低，节能点火和燃烧系统将进入稳定增长阶段。
- **新业务将逐步贡献收益。**①定州、诸城、乌海垃圾发电项目将于2014-2015年投入运营，全部在执行项目建成将增加60MW装机容量，年收入3.5亿元，特许营运模式将为公司带来稳定盈利。②随着中俄供气合同的正式签署，制约国内天然气发展的气源问题得到较大保证，预计未来煤改气工程、分布式发电以及重卡用气需求会快速增长，行业景气有利于子公司新疆君创的业务发展。③随着7月1日新的火电排放标准实施的临近，2014年是火电脱硝设施建设的高峰期，全年预计完成不少于3亿千瓦，行业增长达50%，子公司蓝天环保脱硝业务也将高速增长。
- **盈利预测与投资评级：**预计2014-2016年EPS分别为0.24元、0.34元、0.47元，对应市盈率为42.29X、30.06X、21.51X。长期来看，我们认为公司所处的节能环保、新能源行业受到政策支持，未来可维持较高增长水平，有利于公司业务拓展；短期来看公司传统业务盈利走稳、新业务逐步开始贡献收益，多元化业务转型以及管理能力不断改善，综合考虑首次给予“买入”投资评级。
- **风险提示：**火电投资下滑、多元化带来的管理风险

公司概况

燃控科技(300152)注册于江苏省徐州市,2010年12月在创业板上市交易。上市前公司主要产品为点火及燃烧成套设备(包括烟风道点火燃烧系统、双强少油煤粉点火系统、等离子无油点火系统、传统燃油点火系统和特种燃烧系统及装置),产品广泛用于火电、石化、冶金等工业锅炉节能领域。上市后,为了应对火电装机容量逐年下降带来的影响,公司积极拓展业务范围,分别进入烟气治理脱硫脱硝、垃圾焚烧发电、秸秆成型和气化、锅炉节能提效改造、天然气分布式能源服务,基本形成节能、环保、新能源为主的业务布局,综合实力明显提升。

公司成立背景:2003年徐州燃烧控制研究院实施公司制改制,燃控院员工王文举等40人受让燃控院全部国有资产并设立徐州燃烧控制研究院有限公司。2003年6月,王文举等40人出资设立华远公司,2007年燃控院成为华远公司的全资子公司,同时引入凯迪控股、上海玖歌、海南凯兴外部机构,原股东设立杰能科技承接其在华远公司的全部股权。2008年9月华远公司整体变更为徐州燃控科技股份有限公司。

Figure 1 2010年公司发行新股前股权结构



资料来源:招股说明书

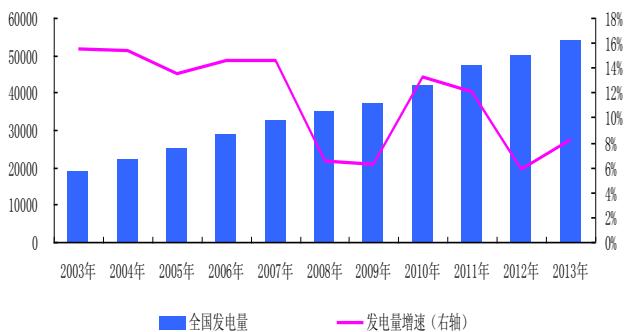
截止2014年1季度末,公司第一大股东仍为徐州杰能科技发展投资有限公司,持有公司8800万股,持股比例为36.64%。徐州杰能是公司实际控制人王举文(原董事长)、侯国富(原监事会主席)、贾红生(董事长)、裴万柱(副董事长)、陈刚(董事)、王永浩(监事)等38人共同设立的持股公司。2007年引入的凯迪控股、上海玖歌、海南凯兴在2012年股份解禁后集中退出公司。

公司所处行业背景分析

1、火电锅炉节油市场已经发生较大变化。公司产品主要用于电站锅炉启动点火以及低负荷稳燃节油，是煤粉锅炉的重要组成部分，公司与国内主要大型锅炉生产商东方锅炉、上海锅炉、哈尔滨锅炉等保持良好的合作关系。近几年，随着国内经济增速放缓以及环保升级的影响，火电投资增速呈现逐年放缓，对公司传统业务影响日益明显。

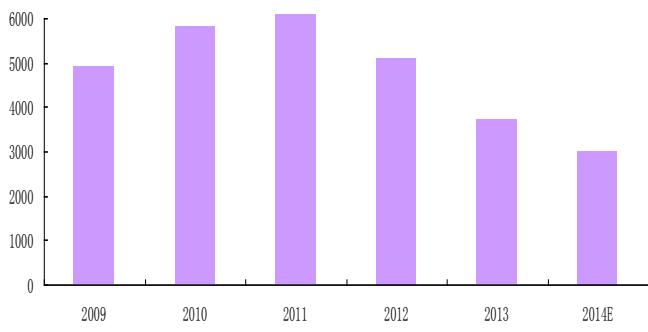
A、火电投资增速下滑。受经济增速下降以及产业结构调整等因素影响国内发电量增速呈现较为明显下降趋势，2013 年国内发电量为 52451 亿千瓦时，同比增速仅为 7.6%。随着环保要求升级，在加大淘汰小型燃煤机组的同时新增火电机组容量受到严格的控制，根据中电联的预测，2014 年新增火电机组容量约为 3000 万千瓦，仅为 2011 年的一半左右。由于公司产品主要用于火电燃煤锅炉，在火电机组投资增速趋势性放缓的行业背景下，公司传统业务拓展受到较大影响。

Figure 2 2003-2013 年全国发电量 单位：亿千瓦时



资料来源：WIND 世纪证券研究所

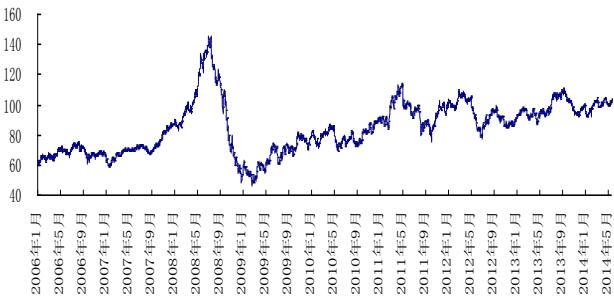
Figure 3 2009-2014 年新增火电机组容量 单位：万千瓦



资料来源：中电联 世纪证券研究所

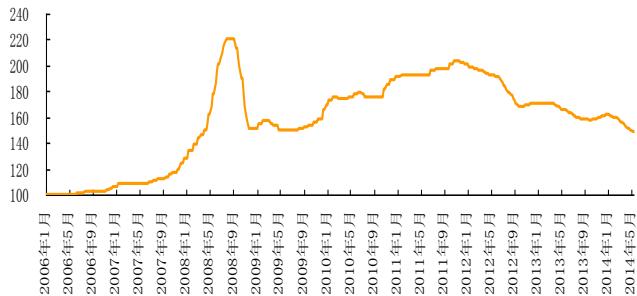
B、公司产品的经济效益在下降。相对于常规锅炉点火技术，公司少油及无油点火系统可以大大节约燃油消耗。2008 年国际原油价格飙涨到超过 140 美元，在油价持续走高、燃煤价格持续上涨给火电厂带来成本大幅上升的历史阶段，公司产品的经济效益非常显著。2008 年 8 月 1 日，国务院发出《关于进一步加强节油节电工作的通知》要求“所有火电厂燃煤锅炉都要采用等离子无油、小油枪等微油点火技术和低负荷稳燃技术，降低油耗”。金融危机之后，2009 年国际原油价格迅速回落到 50 美元的低点，2011 年以来国家油价维持在 100 美元附近波动，产品节油带来的经济效益有所下降，且近两年煤价的回落大幅改善了火电厂的盈利能力，导致存量锅炉的改造意愿和进度下降。

Figure 4 2006-2014 年国际原油期货价格 单位: 美元/桶



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 5 2006-2014 年国内煤炭价格综合指数



资料来源: WIND 世纪证券研究所

2、低氮燃烧炉内脱硝市场逐步萎缩。以空气治理为主的环保升级，使得减少污染物排放、加大清洁能源替代成为治理的重点，从而带动工业烟气除尘、脱硫脱硝等环保行业快速发展。目前氮氧化物污染治理主要有两种方式，即炉内燃烧净化技术和后端集中处理技术。在国家对污染排放要求升级的初期，炉内低氮燃烧技术开始被推广应用，由于其对氮氧化物的脱除率一般在 50% 左右，可以大幅降低氮氧化物的排放量，基本可以满足当时的排放标准。

低氮燃烧炉内脱硝技术已经不能满足新的火电排放标准要求，市场需求也出现大幅萎缩。近两年，全国范围的严重雾霾事件引起政府和社会的高度关注，进一步提高排放标准成为大气治理的重要措施。2014 年 7 月 1 日，现役火电机组将执行最严格《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)。迫于标准提升期限日益临近，2012 年以来后端处理凭借脱除率优势迅速成为市场应对排放标准升级的首选技术。根据中电联的统计，2013 年国内已有 4.3 亿千瓦火电机组完成脱硝设施建造。

3、火电脱硝业务需求在 2014 年集中释放。根据中电联的统计，截止 2013 年底，国内火电机组完成脱硝设施改造容量为 4.3 亿千瓦，完成率为 50%。2014 年 7 月 1 日起，现役火电机组要执行新的排放标准，意味着 2014 年将是火电脱硝设施建造的高峰期，预计全年至少完成 3 亿千瓦的改造任务，同比增长超过 50%。

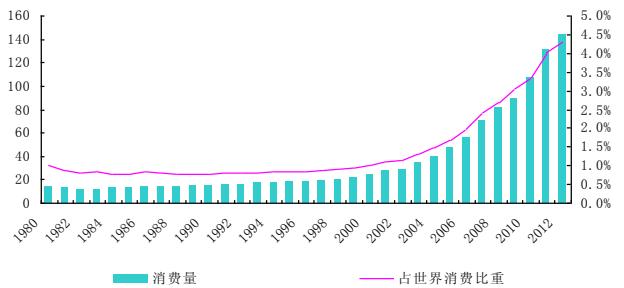
经过 2014 年建设高峰值后，未来脱硝业务将主要集中在新建火电机组以及非电力行业改造需求。新增火电方面：2012 年我国新增火电机组 5100 万千瓦，2013 年新建火电机组 3650 万千瓦，由于环保压力使得非石化能源发电占比提升到 34%。中电联预计 2014 年全年增发电机组装机容量为 9600 万千瓦，其中煤电机组容量仅为 3000 万千瓦，我们预

计未来几年也会维持这样的建设水平。煤电机组新建规模下降必将导致火电行业脱硝需求将趋于稳定，在存量市场日趋饱和的情况下，仅新建机组难以支持当前众多环保企业的增长要求。

非电力行业：主要是水泥脱硝改造，由于固定资产投资下滑导致水泥等行业连年不景气以及在山东、河北等重污染区域政府强制淘汰落后产能，使得这部分市场难以真正释放。5月份，工业和信息化部下发了2014年落后产能淘汰任务，要求淘汰水泥产能5050万吨。

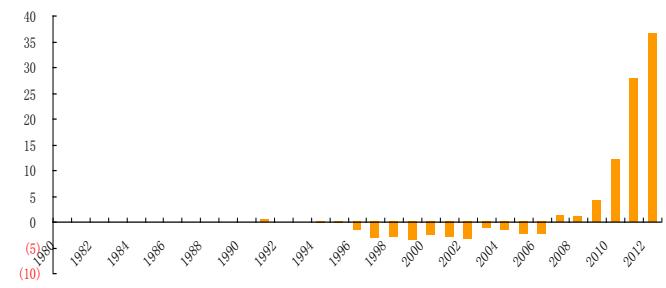
4、燃气供应市场迎来新的发展契机。在环保压力下，天然气作为清洁替代能源市场需求快速释放。根据《2013年国内外油气行业发展报告》，环境保护成为拉动我国天然气刚性需求快速增长的重要因素，特别是受治理雾霾天气影响，全国多个省份加快煤改气进程，部分企业在未落实气源的情况下实施煤改气工程，导致天然气需求量大幅上升。2013年，全国天然气表观消费量为1676亿立方米，同比增长13.9%，全年进口天然气530亿立方米，对外依存度达到31.6%。

Figure 6 1980-2012 我国天然气消费量 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

Figure 7 1980-2012 我国天然气需求缺口 单位：十亿立方米



资料来源：BP 能源统计 2013 世纪证券研究所

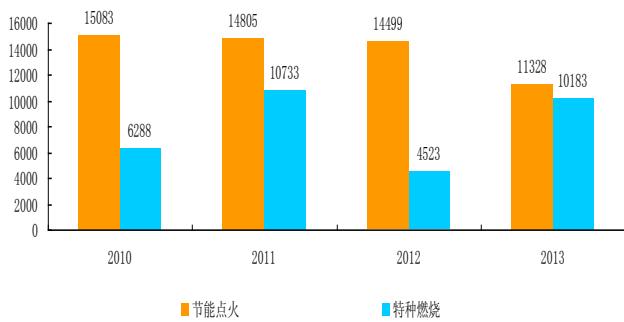
2014年5月21日，《中俄东线供气合同》在上海正式签署。根据双方商定，从2018年起，俄罗斯通过中俄天然气管道东线向中国供气，输气量逐年增加至每年380亿立方米，累计30年，合同总价达到4000亿美元。在我国天然气供需缺口日益增加的背景下，中俄签署长期供气协议有利于稳定未来国内燃气供应，气源压力缓解也必将带动国内燃气消费继续增长。未来煤改气、天然气分布式能源、以及重卡用气等项目推广速度将进一步提升，需求增长将带动燃气行业维持较高景气度。

公司主营业务分析

1、传统业务收入持续下滑。受国内电力行业投资下降影响，2013 年公司传统业务节能点火及特种燃烧系统收入为 21511 万元，同比增长 13.08%，其中特种燃烧为 1.08 亿元，同比增长 125%；节能点火系统收入 1.13 亿元，同比下降 21.87%，连续三年呈现负增长。传统业务毛利率延续下降趋势，节能点火从 2010 年 48.83% 下降到 2013 年的 30.23%；特种燃烧毛利率从 2010 年的 48.96% 下降到 2013 年的 38.25%。

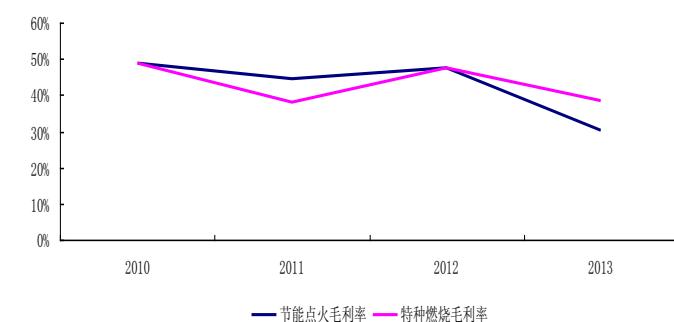
我们认为未来几年火电机组新增容量会维持在 3000 万千瓦的水平，略低于 2013 年的 3650 万千瓦的水平，预计公司传统业务可以维持目前的市场份额，火电行业因素导致公司收入继续下降的可能性较低，传统业务收入增长接近火电行业平均增速。

Figure 8 2010-2013 年公司传统业务收入 单位：万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 9 2010-2014 年公司传统业务毛利率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、新业务逐步进入收获期。针对公司主营业务单一、且受电力行业投资下滑影响，2011 年公司就已经确立了逐步形成“节能、环保、新能源”的战略目标，通过拓展新业务来获得增长空间。2011 年公司与福建银森集团合作进入垃圾发电业务，2013 年公司完成对新疆君创控股权的收购工作正式进入天然气分布式能源服务，2014 年公司完成对蓝天环保的控股进入脱硫脱硝等空气治理业务。

A、垃圾发电：垃圾发电是公司近两年重点推进的新能源项目，截止 2014 年 5 月份，公司在执行的有 4 座垃圾发电项目，其中定州和诸城项目将在 2014 年贡献收入。项目全部投产后将增加余额 60MW 的装机容量，年收入预计在 3.5 亿元左右，将成为公司较为稳定的盈利项目。

Figure 10 2011-2014年公司业务拓展情况

时间	业务拓展项目	主营业务	投资金额(万元)	持股比例	投产时间	备注
2011	北京设立技术中心		4900			
2011	收购武汉华是能源环境工程有限公司	锅炉节能改造	1720	100%		
2011	定州市瑞泉固废处理有限公司	垃圾发电	4500	45%	2013年底	
2011	诸城宝源新能源发电有限公司	垃圾发电	3600	65%	2014年6月	
2011	肇东龙洁环保有限公司	垃圾发电	3600	45%		已转让
2011	寿光福源环保发电有限公司	垃圾发电	3150	45%		已转让
2011	徐州燃控科技生物能源有限公司	秸秆制块及气化	1000			
2011	驻马店绿源环保电力有限公司。	垃圾发电	5400	45%		已转让
2012	增资武汉燃控科技热能工程有限公司	锅炉技能改造	2400			
2013	收购新疆君创能源设备有限公司	天然气分布式	4080	51%		
2013	乌海蓝益环保发电有限公司	垃圾发电	44900	51%	2014年底	
2013	睢宁宝源新能源发电有限公司	垃圾发电	38000			
2014	收购蓝天环保工程有限公司	烟气治理	8085	51%		
合计			125335			

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

B、天然气分布式能源：2013年公司完成对新疆君创51%股权的收购，成为发展新能源业务的又一平台。2013年新疆君创实现收入1123万元，净利润为-419万元。根据收购协议2013年、2014年两年累计实现的扣除非经常性损益后的净利润不低于人民币2000万元，差额部分由君创原股东现金补偿。《天然气发展“十二五”规划》提出，到2015年，目标建成1000个左右天然气分布式能源项目，政策支持有利于新疆君创的业务发展。

Figure 11 公司收购新疆君创的利润承诺协议

时间	承诺利润	补偿方式	约束机制
2013-2014	扣非净利润之和不低于2000万元	差额部分现金补偿	不再支付700万股权转让资金
	扣非净利润之和不低于2500万元	差额部分现金补偿	不再支付800万股权转让资金
2015	扣非净利润不低于2500万元	双方按持股比例现金补偿差额	
	扣非净利润不低于2500万元	双方按持股比例现金补偿差额	
2016	扣非净利润不低于2500万元	双方按持股比例现金补偿差额	
	扣非净利润不低于2500万元	双方按持股比例现金补偿差额	
2017	扣非净利润不低于2500万元	双方按持股比例现金补偿差额	
	扣非净利润不低于2500万元	双方按持股比例现金补偿差额	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

C、空气治理业务：2014年5月，公司完成对蓝天环保的控股收购，今年将纳入合并报表范围。蓝天环保拥有环境工程专项最高资质：国家

环境工程专项甲级设计资质、建筑企业环保工程专业壹级承包资质、国家环境污染治理设施甲级运营资质。2013 年，蓝天环保完成收入 2.52 亿元，约占公司 2013 年收入 5.71 亿的 44.13%。我们预计，随着 2014-2015 年国内火电机组脱硝设施集中建设(预计全年完成 3 亿千瓦的机组改造，行业增长超过 50%)，蓝天环保脱硝业务也将获得大幅增长。

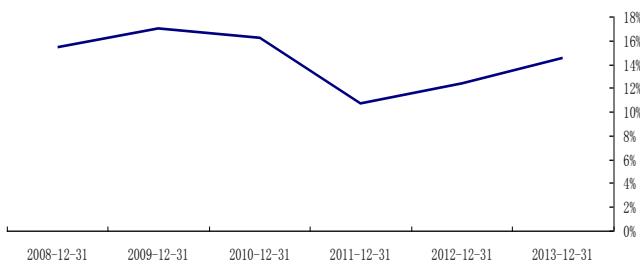
Figure 12 蓝天环保股权结构

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
1	徐州燃控科技股份有限公司	4042.5	51.37%
2	毛庚仁	1706.88	21.69%
3	其他 21 名股东	2120.62	26.95%
	合计	7870	100.00%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

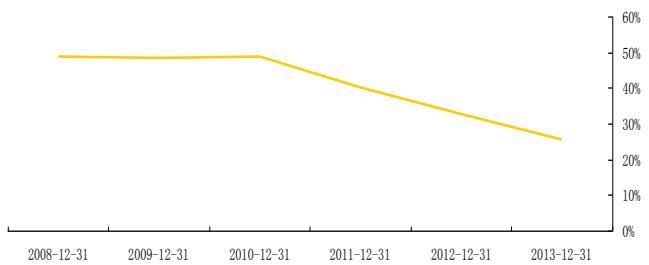
3、经营效率将会逐步提升。上市之后，公司费用率整体上先抑后扬。2011 年公司费用率下降主要是大量募集资金使得财务费用大幅减少，2012-2013 年费用率上升主要是合并子公司导致管理费用大幅上升以及随着超募资金投入使用导致利息收入下降影响。就盈利能力看，公司毛利率过去几年延续下降的趋势，主要原因是传统业务受电力行业投资下滑影响，节能点火以及特种燃烧系统毛利率明显下降；而同期公司布局的新业务处于拓展前期，尚未形成实质性的利润增长点。

Figure 13 2008-2013 年公司期间费用率变化



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 14 2008-2013 年公司毛利率变化

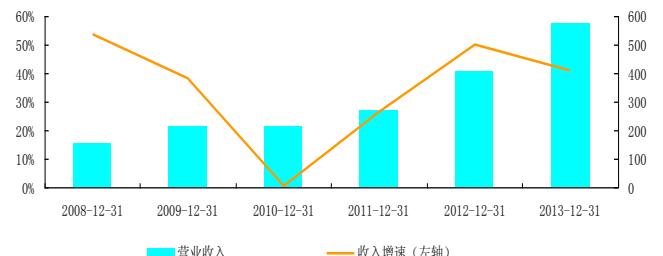


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

盈利能力分析：2010-2013 年是公司谋求业务转型的三年，在传统业务增长受限、新业务处于拓展整合阶段，毛利率大幅下降以及费用率上升使得营业利润连续两年呈现负增长。随着定州、诸城两个垃圾发电项目在 2014 年逐步建成投产，以及天然气业务未来每年新增利润不低于 2500 万元的盈利承诺，我们预计 2013 年已经是公司盈利低点，随着新业务逐步开始贡献收益，从 2014 年起将重新回到正向增长趋势。

Figure 15 2008-2013 年公司营业收入

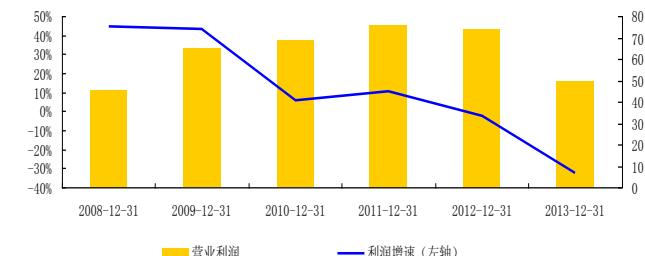
单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 16 2008-2013 年公司营业利润

单位: 百万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

费用情况分析: 经过 3 年时间的新业务开拓, 未来两年公司的重点在保障传统产品稳定增长的同时, 做好新业务的建设和运营管理, 预计管理费用和销售费用水平将趋于稳定。随着募集资金使用完毕, 公司利息收入将会大幅减少, 预计财务费用会有所上升。

公司管理层分析

1、管理层变动趋于稳定。2010 年 12 月, 公司第一届董事会由 11 名董事组成, 分别是来自杰能科技的王文举 (董事长)、贾红生 (总经理)、裴万柱 (市场总监)、陈刚 (燃控院副总)、以及来自凯迪电力的陈勇 (副董事长)、陈坚 (董事)、肖益平 (董事) 和 4 名独立董事组成。

2011 年, 公司第二届董事会由 9 名董事组成, 来自杰能科技的贾红生 (董事长)、裴万柱 (副总经理)、陈刚, 以及华立新 (总经理)、陈义生 (副董事长)、郑朝晖以及 3 名独立董事。其中陈义生和郑朝晖为凯迪电力的新派董事; 总经理华立新、副总经理吴树志、副总经理唐俊曾任北京博奇电力高管。2012 年 12 月, 陈义生、郑朝晖辞职。

2013 年 2 月, 修改公司章程, 董事会由 7 名董事组成, 其中独立董事 3 人, 裴万柱担任副董事长。通过两届董事会的变动, 基本上完成了新老交替的过程。目前公司董事会中 4 个席位分别为贾红生、裴万柱、陈刚和华立新, 其中 3 人来自杰能科技。

两届董事会最大的变化是原燃控院的股东逐步淡出日常的经营管理, 通过聘请具备丰富行业经验的外部职业经理人来负责公司日常运营。我们认为, 公司股东通过董事会负责公司长期战略、聘请专业管理层负责日常运营, 这样的制度设计更加符合现代企业制度的治理要求。

随着新的管理机制的确立，未来管理层变动将趋于稳定，这将有利于公司长期战略以及业务转型的顺利实施。

2、原股东对公司控制能力提升。2007年公司股份制改造时引进凯迪控股、上海玖歌、海南凯兴三家机构投资，其中凯迪控股持有公司2400万股（持股比例30%），海南凯兴和上海玖歌均持有800万股（持股比例分别为10%）。2012年限售期结束，在半年之内三家机构集中抛售完所持公司37.04%的股份。目前只有杰能科技是持股超过2%的单一股东。

Figure 17 2014年1季报公司十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	徐州杰能科技发展投资有限公司	88,000,000	36.64	A股流通股
2	付金华	3,022,036	1.26	A股流通股
3	叶波	1,524,601	0.63	A股流通股
4	东北证券股份有限公司	1,159,590	0.48	A股流通股
5	刘婷	1,072,176	0.45	A股流通股
6	山东华禾生物科技有限公司	1,069,100	0.45	A股流通股
7	常晴	1,020,000	0.42	A股流通股
8	戴文	950,000	0.40	A股流通股
9	夏禄书	882,481	0.37	A股流通股
10	陆亚仙	840,000	0.35	A股流通股
--	合 计	99,539,984	41.45	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

对于上述三家机构的退出，上海玖歌和海南凯兴是创投类公司，股份解禁退出行为合情合理。凯迪控股的退出，我们认为更多的是出于集团本身业务发展的考虑（凯迪控股已经有环保及新能源的业务平台）以及公司解决逐年上升的关联交易等原因。

3、关联交易将大幅下降。公司原股东凯迪控股（持有公司30%股份）的子公司凯迪电力和凯迪电力工程公司是公司最大的经常性关联交易公司，2012年凯迪控股全部出售公司股份后已经不存在关联交易，未来公司与上述客户的业务合作将更加透明化。

Figure 18 2009-2013年公司与凯迪控股的关联交易情况

单位：万元

	2013	2012	2011	2010	2009
关联交易	23680	18412	4070	3994	2857
公司收入	57064	40511	27045	21407	21282
关联交易占比	41.50%	45.45%	15.05%	18.66%	13.42%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

盈利预测及投资评级

1、核心假设：

A: 环保因素导致火电建设规模受到限制，假定 2014-2016 年火电新建机组容量年均在 3000 万千瓦，预计公司传统业务节能点火和特种燃烧系统收入可维持接近火电行业 5% 左右的增长水平。

B: 火电新的排放标准将在 7 月 1 日起正式执行，现役机组将迎来脱硝设施建设的高峰期，2013 年全国完成 2 亿千瓦改造，预计 2014 年至少完成 3 亿千瓦，脱硝市场规模增长不低于 50%。

C: 公司投资的定州、诸城垃圾发电项目在 2014 年投入使用，乌海项目在 2015 年正式投入使用。5 月 27 日，公司在投资者互动平台上公告，诸城垃圾发电项目已经建设完毕，目前正在设备调试。

2、收入预测：我们认为火电行业投资规模未来将趋于稳定，公司传统业务盈利将触底回升，空气治理以及新能源发电业务逐步开始贡献收益。锅炉节能提效以及空气治理工程是收入增长的主要来源，根据假设条件，我们预计公司 2014-2016 年营业收入为 8.94 亿元、13.03 亿元、15.6 亿元，年均复合增长率为 39.87%。

Figure 19 2014-2016 年公司收入预测

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
工程承包及制造					
收入	175.85	219.67	263.604	316.32	379.59
成本	147.97	194.76	224.06	268.88	322.65
毛利率(%)	15.85	11.34	15.00	15.00	15.00
节能点火					
收入	144.99	113.28	118.94	124.89	131.14
成本	75.89	79.04	83.26	87.42	91.80
毛利率(%)	47.66	30.23	30.00	30.00	30.00
锅炉节能					
收入	28.19	105.50	137.15	178.30	231.78
成本	18.01	66.15	89.15	115.89	150.66
毛利率(%)	36.12	37.30	35.00	35.00	35.00
特种燃烧系统及装置					
收入	45.23	101.83	106.92	112.27	117.88
成本	23.84	62.89	66.29	69.61	73.09
毛利率(%)	47.30	38.25	38.00	38.00	38.00

烟气治理					
收入	10.45	20.74	187.50	431.00	450.00
成本	7.08	16.00	150.00	344.80	360.00
毛利率(%)	32.27	22.88	20.00	20.00	20.00
天然气分布式能源					
收入		9.29	30.00	40.00	50.00
成本		5.65	18.00	22.00	25
毛利率(%)		39.16	40.00	45.00	50.00
垃圾发电					
收入			50.00	100.00	200.00
成本			25.00	45.00	90.00
毛利率(%)			50.00	50.00	55.00
合计					
收入	404.71	570.31	894.12	1302.78	1560.39
收入增速	49.79%	40.92%	56.78%	45.71%	19.77%
成本	272.79	424.49	680.76	958.60	1113.19
毛利率	32.60%	25.57%	23.86%	26.42%	28.66%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、盈利预测及投资评级：根据前面的分析，我们认为公司即将步入盈利增长的阶段，预计 2014-2016 年公司每股收益 (EPS) 分别为 0.24 元、0.34 元、0.47 元，对应 5 月 28 日收盘价 10.13 元市盈率为 42.29X、30.06X、21.51X。

Figure 20 2014-2016 年公司盈利预测

主要财务指标	单位: 百万元			
	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	571	894	1303	1560
收入同比(%)	41%	57%	46%	20%
归属母公司净利润	46	58	81	113
净利润同比(%)	-33%	24%	41%	40%
毛利率(%)	25.6%	23.9%	26.4%	28.7%
ROE(%)	3.2%	3.9%	5.2%	6.9%
每股收益(元)	0.19	0.24	0.34	0.47
P/E	52.50	42.29	30.06	21.51
P/B	1.70	1.64	1.57	1.47
EV/EBITDA	36	26	14	10

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

选取业务类型相近的上市公司，根据 WIND 一致性预期数据比较，公司 2015 年相对估值略高于行业水平。长期来看，我们认为公司所处的节能环保、新能源行业受到政策支持，未来几年仍可维持较高的增长

水平，有利于公司业务拓展；短期来看公司传统业务盈利走稳、新业务逐步开始贡献收益，多元化业务转型以及管理能力不断改善，综合以上因素，首次给予“买入”投资评级。

Figure 21 公司同类业务相对估值比较

排名	代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	总市值(亿元)	每股收益		市盈率		市净率 PB (LF)
						14E	15E	14E	15E	
1	000826	桑德环境	2014-05-28	22.12	186.61	0.94	1.25	23.42	17.72	4.15
2	002573	国电清新	2014-05-28	17.48	93.13	0.52	0.74	33.66	23.67	4.08
3	002672	东江环保	2014-05-28	37.63	87.14	1.11	1.57	33.85	24.04	3.61
4	300190	维尔利	2014-05-28	24.79	38.83	0.66	0.88	35.00	26.04	4.04
5	300152	燃控科技	2014-05-28	10.13	24.33	0.24	0.34	42.29	30.06	1.64

资料来源：WIND 世纪证券研究所

风险提示

公司传统产品主要受下游火电行业影响，在国家环保升级的背景下，虽然燃煤火电机组建设规模已经下降到每年3000万千瓦的较低水平，但如果未来建设规模进一步受到限制，将对公司经营产生较大影响。2011年以来，公司加大环保及新能源业务的布局，经营范围扩大对公司管理水平提出更高要求，且目前公司对新项目的持股比例多数在51%左右，存在与少数股东在经营决策上存在分歧的可能。

附件：2014-2016年公司三大报表预测

Figure 22 2014-2016年公司资产负债表预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	1292	1701	2072	2006	
现金	298	447	391	156	
应收账款	572	690	880	903	
其他应收款	42	38	68	87	
预付账款	246	236	360	437	
存货	89	210	279	300	
其他流动资产	46	79	94	123	
非流动资产	744	852	983	1103	
长期投资	45	45	45	45	
固定资产	315	538	726	876	
无形资产	117	112	107	102	
其他非流动资产	268	157	105	80	
资产总计	2037	2553	3055	3109	
流动负债	425	900	1326	1250	
短期借款	23	285	503	321	
应付账款	172	346	454	514	
其他流动负债	231	269	370	414	
非流动负债	58	42	43	48	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	58	42	43	48	
负债合计	483	941	1369	1298	
少数股东权益	126	126	137	162	
股本	240	240	240	240	
资本公积	968	968	968	968	
留存收益	220	277	340	442	
归属母公司股东权益	1428	1485	1549	1650	
负债和股东权益	2037	2553	3055	3109	

资料来源：公司公告 世纪证券研究

Figure 23 2014-2016年公司利润表及现金流量表预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	571	894	1303	1560	
营业成本	424	681	959	1113	
营业税金及附加	5	7	10	12	
营业费用	31	55	77	91	
管理费用	58	88	136	159	
财务费用	-7	-4	12	19	
资产减值损失	9	5	7	7	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	50	62	103	159	
营业外收入	4	7	7	6	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	53	68	110	164	
所得税	9	11	18	26	
净利润	44	58	92	138	
少数股东损益	-2	0	11	25	
归属母公司净利润	46	58	81	113	
EBITDA	62	86	158	233	
EPS (元)	0.19	0.24	0.34	0.47	
现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	-182	30	-71	153	
净利润	44	58	92	138	
折旧摊销	19	28	42	55	
财务费用	-7	-4	12	19	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-254	-79	-219	-64	
其他经营现金流	14	26	2	4	
投资活动现金流	-83	-144	-174	-174	
资本支出	61	146	176	176	
长期投资	0	-0	0	0	
其他投资现金流	-22	2	2	2	
筹资活动现金流	4	263	188	-213	
短期借款	23	263	218	-182	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	-1	0	0	0	
资本公积增加	-2	0	0	0	
其他筹资现金流	-16	0	-30	-31	
现金净增加额	-261	149	-56	-235	

资料来源：公司公告 世纪证券研究

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.