

日期: 2015年2月6日

行业: 环保、社会公共服务及其他专
制造



冀丽俊
021-53519888-1921
jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB15.21 元
上市合理定价 RMB25.73-30.87 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 18.00
发行后总股本 (百万股) 72.00
发行数量占发行后总股本 25.00%
发行方式 网上定价申购
网下询价配售
保荐机构 中信建投证券

主要股东 (发行前)

环能德美投资 64.25%
李喻萍 4.22%
倪明君 4.08%

收入结构 (2013)

成套设备 80.57%
运营服务 8.07%

报告编号: JLJ15-NSP02

首次报告日期: 2015年2月6日

磁分离水体净化技术领军企业

■ 投资要点:

磁分离水体净化技术领军企业

公司以磁分离水体净化技术为依托,同时结合生化处理技术、生物-生态水体修复技术、膜技术等污水处理领域其他适用技术,为客户提供污水处理成套设备、运营服务、工程总包服务及整体解决方案。公司目前已经发展成为我国磁分离水体净化技术研发及设备制造的领军企业,是2011年中国环保协会发布的《国家重点环境保护实用技术项目名录》41家污水处理企业中磁分离水体净化技术的唯一代表。

募投项目解决产能瓶颈

公司本次发行募集资金将增资投入磁分离水处理成套设备产业化项目和营销网络建设项目。本次募集资金运用将围绕主业进行,主要是为了解决产能瓶颈,增强公司的综合竞争能力。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计2014、2015年归属于母公司的净利润分别为5398万元和6174万元,同比增速分别为-9.00%和14.39%,相应的稀释后每股收益为0.75元和0.86元。

定价结论

公司拟发行股份1800万股,发行后总股本7200万股,公司发行价格为15.21元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为25.73-30.87元,对应2015年每股收益的30-36倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至12月31日 (¥.万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	234	235	303	346
年增长率	3.72%	0.63%	29.05%	14.11%
归属于母公司的净利润	59	53.98	61.74	69.09
年增长率	10.76%	-9.00%	14.39%	11.89%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.82	0.75	0.86	0.96

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司以磁分离水体净化技术为依托，同时结合生化处理技术、生物-生态水体修复技术、膜技术等污水处理领域其他适用技术，为客户提供污水处理成套设备、运营服务、工程总包服务及整体解决方案。

磁分离水体净化技术主要通过永磁材料的强磁力实现对污染物的主动打捞，具有处理效率高、吨水处理成本低的显著优势，非常适用于冶金浊环水处理、煤矿矿井水处理、河流湖泊景观水环境治理等需要进行大量水体净化处理的领域。

公司所属行业为“环保、社会公共服务及其他专用设备制造”大行业下属的“环境保护专用设备制造”。

公司目前已经发展成为我国磁分离水体净化技术研发及设备制造的领军企业，是 2011 年中国环保协会发布的《国家重点环境保护实用技术项目名录》41 家污水处理企业中磁分离水体净化技术的唯一代表；公司的磁分离水处理检测中心是经国家合格评定认可委员会（CNAS）授权的磁分离水处理检测实验室；公司 2009、2010 连续两年被中国水网评为“中国水业最具成长性工程公司”；2011 年公司被中国环保协会评为“中国环境保护产业骨干企业”，被成都市科学技术局等 10 家单位联合认定为“四川省建设创新型”。

表 1 目前公司主要产品和服务

名称	主要内容或用途
磁盘分离净化废水系列 成套设备	主要应用于含有导磁性污染物的水体净化及水资源循环利用领域，如冶金行业的转炉炼钢、连铸、轧钢系统的浊环水处理；选煤重介质二次回收、铁矿尾矿再选等洗选、资源回收领域等。
超磁分离水体净化系列 成套设备	可高效处理含非导磁性污染物的水体，如煤矿矿井水处理、河流湖泊景观水的降浊除藻脱磷、水污染事故应急处理等。
运营服务	公司提供的运营服务包括托管运营服务和合同环境运营服务，通过运营服务可为客户节省投资，并实现水处理设施设备高效、稳定、低成本的运行。
工程总包服务	公司可为客户提供包括整体方案设计、技术设备选型、配套建筑工程施工、安装调试、验收及移交在内的工程总包服务。

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 行业增长前景

“十一五”时期，全国环境污染治理投资达 1.4 万亿元，相对“十五”期间的投资增速为 66.68%，环保投资占 GDP 的比重达到 1.35%。根据《国家环境保护“十二五”规划》，“十二五”期间环保投资约为 3.4 万亿元，年均环保投资为 6,800 亿元左右，投入总量较“十一五”期间增长 143%。环保部

预测，“十二五”期间我国污水治理累计投入将达到 1.06 万亿元，在环保产业“十二五”期间总投资需求 3.4 万亿中约占 1/3。我国对污水治理投资的显著提升将直接拉动行业市场需求，从业企业将面临广阔的市场空间。

磁分离水体净化技术在冶金浊环水处理领域的应用已相当成熟，在水环境治理、煤矿矿井水处理、应急水处理、市政污水处理等领域也已得到成功应用。在冶金浊环水处理领域，磁分离水体净化技术已成为主流技术之一，以公司为主的磁盘分离净化废水设备已成功应用于首钢集团、鞍本钢铁集团、河北钢铁集团、武钢集团、包钢集团、山东钢铁集团、宝钛集团等数十家大中型冶金企业客户，已建成运行的项目超过二百个。

“十二五”期间我国钢铁行业面临新的发展形势，将重点解决产能过剩及高污染、高耗能问题，虽然钢铁行业新建产能大幅减少将对市场需求产生不利影响，但磁分离水体净化技术在冶金行业的应用仍面临新的机遇：

根据工信部《钢铁工业“十二五”发展规划》，十二五期间我国钢铁企业平均吨钢耗新水量低于 4.0 吨，吨钢二氧化硫排放量低于 1.0 千克，固体废弃物综合利用率达 97% 以上。《国务院办公厅关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》进一步明确钢铁工业是节能减排潜力最大的行业。明确目标的同时，将严格实行节能减排、淘汰落后问责制，比照《国务院批转节能减排统计监测及考核实施方案和办法的通知》（国发〔2007〕36 号）规定，对未完成节能减排、淘汰落后任务的地区暂停项目的核准和审批。“十二五”时期我国钢铁企业将面临较大的技术改造压力。磁分离水体净化技术在钢铁行业已经得到广泛认知，尤其在炼钢、连铸和热轧环节产生的浊环水处理领域，其凭借处理水量大、反应时间短、出水水质好等特点，成为该领域的领先技术并得到广泛应用，钢铁行业的技改压力将对磁分离水体净化技术有持续需求。

磁分离水体净化技术同样适用于铜、铅、锌等其它金属冶炼行业。随着我国经济规模扩大并保持高速增长，对这些金属的需求量也保持快速增长。

● 行业竞争结构及公司的地位

污水处理行业是一个涉及下游领域广、覆盖技术种类多、市场容量巨大的行业，其行业特点决定了其参与者众多、竞争情况复杂的市场格局。现阶段我国污水处理行业包含工业废水处理、生活污水处理以及水环境治理三大方面内容，每个方面其竞争格局及市场化程度有较大差异：

工业废水处理领域由于不同工业废水污染物差异较大，且其废水处理环节普遍与工业生产主线流程相结合，一般需要专业水处理工艺及设备。因此，工业废水处理市场竞争呈现专业化特点，不同工业行业中通常存在

一种或少数几种在该行业中处于优势地位的工艺及设备。各专业化污水处理厂商在其工艺、产品适用的工业行业内竞争，跨工业行业的竞争相对较少，市场化程度较高，竞争较为有序。

生活污水处理领域其污染物种类类似且成分较为复杂，处理流程较长，一般通过市政管网集中至市政污水处理厂进行处理。经过多年发展，污水处理厂及相关设施的修建已具备一套成熟的技术工艺及处理流程，且该工艺流程中的大多数环节已不存在技术秘密，仅是在局部环节上工艺及设备选型有所差异。现阶段国外大型水务集团凭借其技术经验及管理优势在我国投资建设污水处理厂或与地方政府合作设立污水处理设施，处于我国生活污水处理市场领域的优势地位；国内也存在某工艺环节专业设备制造商经过发展及延伸，成为污水处理厂建设的整体供应商参与竞争；也有部分地方政府出于地区保护政策选取本地供应商依照成熟技术工艺修建污水处理设施。整体而言，生活污水处理领域对资本有一定依赖，市场竞争体现一定的垄断性特征。

水环境治理领域，虽然其污染物种类存在一定差异，但同时普遍存在基于不同原理的多种技术可以实现污染治理，只是不同技术在处理效果的可持续性、运行成本高低、初始投资大小方面存在较大差异。另一方面，水环境治理的实施单位范围较广，可能是地方政府、排污企业甚至房地产开发商。不同实施主体对水环境治理效果的要求也存在差异。因此，技术供应的多样化及处理需求的差异化使得水环境治理市场竞争较为混乱，竞争的秩序尚有待加强。

目前我国污水处理行业处于高投入、快发展时期，行业内不同企业往往掌握并熟练应用某一种或几种污水处理技术工艺，但具备跨地域、跨应用领域项目执行能力且形成市场品牌效应的公司还相对较少，行业内拥有核心技术、自主知识产权及专业设备制造能力的公司逐步发展成为不同细分领域具备影响力的企业。目前我国污水处理公司有万邦达、碧水源、中电环保、维尔利、津膜科技等。国际水务巨头得利满公司（Degremont）和威立雅水务（Veolia Water）在我国污水处理市场也占有重要地位。由于公司的磁分离水体净化技术与行业内主要企业的技术在污水处理方面的技术特点、处理环节和适用领域存在较大差异，在国内冶金浊环水、煤矿矿井水处理领域公司与这些企业目前没有直接的竞争关系，而在市政污水处理及水环境治理领域的部分环节存在一定的竞争关系。另一方面，在某些污水处理领域公司的技术与上述部分企业的技术可以有效互补。

目前我国有少数拥有市场资源的企业通过与国外企业合作的方式引入磁分离水体净化技术，也有个别国外公司在国内设立子公司或办事处开展业务。但目前从国外引入的主要为磁加载沉淀技术，主要运用于市政污水处理及水环境治理领域，且磁加载沉淀工艺与公司磁盘分离水体净化工艺

的适应性有差异，其实际应用案例少于磁盘分离水体净化工艺，目前这些企业仅在部分领域与公司有竞争。公司尚未对产品、技术自主出口，因此还未在国际市场与国外企业形成竞争。

国内技术方面，我国其它企业所生产的磁盘分离水体净化设备基本还处于处理含导磁性污染物水体的阶段，主要应用于部分钢铁企业，且实施的项目数量有限。在煤矿矿井水处理、水环境治理等需要处理含非导磁性污染物水体的领域，则除公司外其他企业极少有成功应用磁分离水体净化技术和设备的工程案例。国内磁分离水体净化厂商给公司带来的竞争也较为有限。公司的磁分离水处理技术在浊环水处理领域具有一定的技术优势，公司经过多年的市场拓展也取得了良好的市场地位，但由于我国钢铁行业规模巨大，企业数量众多，目前公司在浊环水处理领域的市场份额为19.24%。

表 2 国内市场应用磁分离水体净化技术的主要企业

主要企业	情况介绍
日本三浦化学装置株式会社	主要将磁分离水体净化技术与其它技术相结合应用于化工、造纸、医药及矿产领域的污水处理。
外资企业 Evoqua Water Treatment	主要将 CoMag、BioMag 磁分离水体净化工艺应用于市政污水处理厂的升级改造项目。
坎布里奇水务（北京）科技有限公司	主要将改进的磁加载沉淀 CoMag 工艺应用于污水处理厂及油田的污水处理。
国内企业 鞍山格瑞环境工程有限公司	主要从事永磁除垢水处理设备、双磁分离净化废水设备、永磁设备、除铁器、脱硫除尘设备等环保设备的研发和销售。
北京精瑞科迈净水技术有限公司	主要从事混凝加载磁分离水处理技术开发与应用。
江苏天鑫中冶环保设备有限公司	主要生产化学除油器和磁分离水处理设备。

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司是由四川德美环境技术有限公司依法整体变更设立的股份有限公司。

本次发行前环能德美投资持有公司 3,469.50 万股，持股比例为 64.25%，为公司控股股东。倪明亮持有环能德美投资 90.20% 的股权，并通过环能德美投资拥有对公司的控股权，为公司的实际控制人。

本次拟发行股份 1800 万股，发行后总股本 7200 万股，公司发行价格为 15.21 元/股。

表 3 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	环能德美投资	3469.5	64.25	3469.5	48.188
2	李喻萍	228	4.22	228	3.167
3	倪明君	220.2	4.078	220.2	3.058
4	上海万融	202	3.741	202	2.806
5	成都长融	202	3.741	202	2.806
6	罗勇	161.01	2.982	161.01	2.236
7	周勉	150	2.778	150	2.083
8	其他股东	767.29	14.21	767.29	10.65681
9	本次向社会公众发行股份			1800	25
	合计	5400	100	7200	100

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

目前公司产品主要包括磁盘分离净化废水成套设备及超磁分离水体净化成套设备（分为 CSMD、ASMD、EMUM 三个系列）两个大类，分别应用于主要含导磁性污染物的冶金浊环水处理以及主要含非导磁性污染物的煤矿矿井水处理、河流湖泊景观水环境治理等领域。

公司产品为非标准化机械设备，单一台套产品因水处理能力差异等因素所耗费的生产工时存在较大差异，因此公司的成套设备需按一定标准统一折算为标准套才能有效衡量公司产品的生产能力。根据公司产品设计、设备销售情况、单套设备平均处理水量等因素考虑，公司将水处理能力为 24,000 立方米/天的磁盘分离净化废水成套设备定为标准套，将水处理能力为 12,000 立方米/天的超磁分离水体净化成套设备定为标准套。如全部按磁盘分离净化废水设备标准套的生产能力折算，2011-2013 年及 2014 年 1-9 月公司的生产能力分别为 60 套、90 套、90 套和 105 套。

成套设备销售收入和运营服务收入是公司收入的主要来源，2011-2013 年及 2014 年 1-9 月二者合计占主营业务收入的比重分别为 92.65%、93.32%、88.95% 和 90.44%。公司成套设备主要根据订单安排生产，生产完成后发运至客户现场安装调试，取得试运行合格报告后确认收入实现，订单从签订到实现收入存在一定的时间跨度；运营服务实施周期一般超过一年，并按合同约定方式定期结算收入，因此，期末已签订未执行完毕订单对未来一段时间营业收入有较强的预示作用。截至 2014 年末，公司已签订未执行完毕的合同金额 42,459.69 万元（含税）。

表 4 已签订未执行完毕的合同行业分布 单位：万元

下游行业或领域	订单金额	比重
冶金行业	8,286.39	19.52%

煤炭行业	6,358.43	14.98%
水环境治理	19,391.19	45.67%
其他	8,423.68	19.84%
合计	42,459.69	100.00%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 5 营业收入分产品明细 单位: 万元

项目	2014 年 1-9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
主营业务收入	15,343.48	99.50%	23,284.36	99.65%	22,474.03	99.76%	21,223.32	99.51%
其中: 成套设备	11,086.98	71.89%	18,825.73	80.57%	20,195.74	89.65%	19,662.56	92.19%
运营服务	2,789.48	18.09%	1,885.48	8.07%	777.98	3.45%	-	-
工程及安装服务	368.34	2.39%	1,556.73	6.66%	255.38	1.13%	-	-
备品备件及其他	1,098.69	7.12%	1,016.42	4.35%	1,244.92	5.53%	1,560.77	7.32%
其他业务收入	77.69	0.50%	81.14	0.35%	53.13	0.24%	105.18	0.49%
合计	15,421.18	100.00%	23,365.50	100.00%	22,527.16	100.00%	21,328.50	100.00%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 6 营业成本分产品明细 单位: 万元

项目	2014 年 1-9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
成套设备	5,129.44	73.70%	8,585.60	75.39%	10,449.09	91.33%	11,106.91	96.92%
运营服务	1,206.22	17.33%	983.85	8.64%	474.26	4.15%	-	-
工程及安装服务	211.00	3.03%	1,406.24	12.35%	194.00	1.70%	-	-
备品备件及其他	412.98	5.93%	412.59	3.62%	323.41	2.83%	352.87	3.08%
合计	6,959.65	100.00%	11,388.27	100.00%	11,440.76	100.00%	11,459.78	100.00%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 7 公司营业毛利率及其变动分析 单位: 万元

项目	2014 年 1-9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
成套设备	5,957.53	53.73%	10,240.14	54.39%	9,746.64	48.26%	8,555.65	43.51%
其中: 磁盘分离净化废水设备	3,316.39	50.15%	5,315.55	50.99%	6,811.22	45.57%	7,155.04	43.30%
超磁分离水体净化设备	2,641.14	59.03%	4,924.58	58.62%	2,935.43	55.91%	1,400.61	44.65%
备品备件及其他	685.71	62.41%	603.83	59.41%	921.52	74.02%	1,207.89	77.39%
运营服务	1,583.26	56.76%	901.63	47.82%	303.72	39.04%	-	-
工程及安装服务	157.34	42.72%	150.49	9.67%	61.38	24.03%	-	-
主营业务合计	8,383.84	54.64%	11,896.09	51.09%	11,033.26	49.09%	9,763.54	46.00%
其他业务	52.65	67.77%	75.20	92.68%	46.03	86.62%	97.91	93.08%
综合毛利率		54.71%		51.23%		49.18%		46.24%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 8 公司成套设备的产量及销情况 单位：套 单

指标	指标计算口径	2014 年 1-9	2013 年	2012 年	2011 年
		月	度	度	度
自有产能	按磁盘分离净化废水设备标准套计算	105	90	90	60
自产产量		91	101	102	56
产能利用率		87%	112%	113%	93%
自产产量		80	93	81	40
外协加工产量		-	-	50	57
总产量（自有+外包）	按磁盘分离净化废水设备和超磁分离水体净化设备实际套数	80	93	131	97
销量		78	115	131	125
产销率		98%	124%	100%	129%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 9 主要部件及系统装的生产能力

项目	指标	2014 年 1-9	2013 年	2012 年	2011 年
		月	度	度	度
磁盘盘片	产能（片）	6,750	9,000	9,000	9,000
	产量（片）	5,711	7,146	9,307	6,248
	产能利用率	85%	79%	103%	69%
磁盘部装	产能（套）	90	120	120	120
	产量（套）	80	93	131	97
	产能利用率	89%	78%	109%	81%
磁种回收系统（含磁鼓）	产能（套）	30	20	20	10
	产量（套）	34	21	19	6
	产能利用率	113%	105%	95%	60%
磁力压榨机	产能（套）	67.5	90	90	90
	产量（套）	52	59	100	89
	产能利用率	77%	66%	111%	99%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 10 报告期内公司产品价格、数量情况

设备类别	项目	2014 年 1-9	2013 年	2012 年度	2011 年度
		月	度		
磁盘分离净化废水设备	销售数量（实际套）	60	93	117	115
	销售数量（标准套）	67.6	93.9	130.0	135.2
	销售价格（万元/实际套）	110.21	112.10	127.74	143.70
	销售价格（万元/标准套）	97.82	111.03	114.97	122.28
超磁分离水体净化设备	销售数量（实际套）	18	22	14	10
	销售数量（标准套）	12.2	21.7	15.9	13.3
	销售价格（万元/实际套）	248.57	381.83	375.02	313.66
	销售价格（万元/标准套）	367.35	386.94	330.00	236.65

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

● 募投项目

公司本次发行募集资金将增资投入磁分离水处理成套设备产业化项目和营销网络建设项目。本次募集资金运用将围绕主业进行，主要是为了解决产能瓶颈，增强公司的综合竞争能力。

表 11 募集资金项目 单位：万元

项目名称	总投资	拟使用 募集资金	建设期
磁分离水处理成套设备产业化项目	22,045.00	22,045.00	42 个月
营销网络建设项目	2,375.80	2,375.80	48 个月
合计	24420.80	24420.80	

资料来源：公司招股意向书

磁分离水处理成套设备产业化项目主要生产超磁分离水体净化系列成套设备，预计 2015 年 6 月建成投产，目前部分生产环节已投产。

表 12 磁分离水处理成套设备产业化项目建成达产后规划产能情况

产品类别	产品系列	年产能（标准套）
超磁分离水体净化系列成套设备	EMUM 系列	40
	CSMD 系列	35
	ASMD 系列	30
	合计	105

资料来源：公司招股意向书

营销网络建设项目，根据市场需求及公司市场开拓情况，公司拟在上海、广州、武汉（已设办事处）、沈阳、乌鲁木齐、包头（已设办事处）等 6 市建立分公司，在重庆、贵阳、昆明、西安、太原、天津、兰州、银川、长沙、郑州、南昌、南京（已设）、杭州等 13 地设立办事处。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014、2015 年归母公司的净利润分别为 5398 万元和 6174 万元，同比增速分别为 -9.00% 和 14.39%，相应的稀释后每股收益为 0.75 元和 0.86 元。

表 13 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	234	235	303	346
二、营业总成本	168	182	231	265

营业成本	114	119	153	174
营业税金及附加	3	3	4	5
销售费用	21	24	30	35
管理费用	29	35	46	52
财务费用	0	0	-2	0
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0
四、营业利润				
加：营业外收入	6	6	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
五、利润总额				
减：所得税	12	5	11	12
六、净利润				
减：少数股东损益	1	-0	0	0
归属于母公司所有者的净利润				
总股本（百万股）	72.00	72.00	72.00	72.00
七、每股收益：				
	0.82	0.75	0.86	0.96

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

非专利技术失密的风险

公司在磁分离水体净化技术研发及设备、部件制造方面已获得五十多项专利，这些专利在一定程度上对公司的核心技术起到了较好的保护作用。另外，公司在磁分离水体净化设备的设计、制造和运营等方面拥有 31 项重要的非专利技术，如磁盘制造技术、磁环设计技术、磁絮凝技术、磁种回收技术、磁分离快速高效除磷技术等，这些非专利技术是公司核心竞争力的重要组成部分。公司通过技术蓝图、技术记录、操作规程等方式保存和管理非专利技术。为防止非专利技术泄密，公司采取了虚拟电脑主机、项目流程分割、核心部件电子监控、产地密码门禁等多重防火墙措施，同时与技术人员及其他因业务关系可能知悉公司技术秘密的相关人员签订了保密协议，但仍有可能发生非专利技术泄密的情况。

报告期内公司未发生非专利技术失密的情况，但未来如果公司的非专利技术发生泄密的情况，相关技术秘密的获得者可大大增强其技术能力，从而缩小与公司的技术差距，对公司的市场开拓和持续发展产生不利影响。

受经济周期影响导致业绩波动的风险

报告期内公司的产品和服务主要应用于冶金浊环水处理、煤矿矿井水处理、河流湖泊景观水环境治理以及应急水处理等领域，冶金行业和煤炭

行业易受国家宏观经济形势的影响而呈现周期性波动。随着我国各项环保政策、法规的密集出台，对工业企业的排污标准有较大提高，对排污企业的管理和处罚也日趋严格，因此冶金、煤炭企业未来有较强的动力加大对污染治理的投入并积极采用先进污水处理技术和设备。但如果这两个行业面临严重不景气，则在短期内可能会推迟或减少对污水处理设施的投资，公司的业绩可能会因此受到影响而出现波动，甚至大幅下降。

受我国经济结构调整、经济增长速度趋缓的影响，2012-2013年钢铁、煤炭行业的经济效益下滑，公司2012年和2013年来自钢铁行业的收入分别较上一年度下降6.06%和29.33%；来自煤炭行业的收入增长速度趋缓，增长率由2012年的130.15%下降为2013年的6.53%。受此影响，公司2012年和2013年的主营业务收入仅分别较上一年度增长5.89%和3.61%。

大型客户和冶金行业客户变动的风险

公司的客户集中度较高，2011-2013年前五大客户（同一集团内企业合并计算）占公司的销售收入分别为44.02%、42.74%和32.55%，其中第一大客户占公司销售收入的比例分别为13.86%、10.00%和10.07%；2011-2013年来自冶金行业客户的收入分别占公司主营业务收入的85.11%、75.50%和51.50%，呈逐年下降趋势，但来自冶金行业客户的收入占比仍然较高。公司的产品为大型成套设备，客户不会频繁购买，因此公司每年的主要客户会发生一定变化，如果公司未能对大型客户和冶金行业客户实现持续的业务跟踪与开发，则将导致主要客户数量减少，公司的成套设备的销售将受到不利影响。

外协加工的风险

受自身资源条件的限制，目前公司自身主要从事磁盘盘片生产、磁盘部装、磁鼓生产、磁种回收系统部装等技术含量和保密要求高的生产环节，以及部分成套设备的总装，而将机械加工部件的生产和部分设备总装委托外协厂商完成。2011-2013年及2014年1-9月外协加工成本占公司成套设备营业成本的比例分别为26.22%、25.63%、18.95%和19.41%。虽然公司已建立严格保密措施，并与外协厂商建立了长期良好合作关系，但公司外协加工的模式仍然存在以下风险：随着市场需求的快速增长，外协厂商的产能可能无法满足公司生产的需要；公司设计了大量图纸提供给外协厂商，一定程度上存在公司技术秘密外泄的风险；外协厂商在产品品质和交货期等方面可能不能满足公司的需要等。

受下游客户投资影响的风险

公司的客户主要来自于冶金、煤炭等工业行业以及河流湖泊景观水环境治理、市政污水处理等领域，公司的经营业绩受这些下游客户投资的影响较大，部分下游客户如钢铁、煤炭等企业受经济周期的影响较大，其投

资规模也会相应发生变化，从而可能造成公司经营业绩波动较大。

毛利率下降的风险

2011-2013 年及 2014 年 1-9 月公司磁盘分离净化废水设备的毛利率分别为 43.30%、45.57%、50.99%和 50.15%；公司超磁分离水体净化设备的毛利率分别为 44.65%、55.91%、58.62%和 59.03%；公司综合毛利率分别为 46.24%、49.18%、51.23%和 54.71%。报告期内公司毛利率较高，受客户需求变动、原材料价格波动、市场竞争等因素的影响，公司的毛利率未来可能存在下降的风险。

单个项目对业绩影响较大导致的业绩波动风险

公司主要研制和销售大型成套设备，合同签订后需要经过部件设计、材料和部分设备外购、部件生产、子系统装配调试、整机装配调试等多个生产环节，且设备需在客户污水处理现场安装调试完成、经客户试运行合格并出具验收报告后才能确认收入，因此项目从签订合同到确认收入的实施周期比较长。尤其对于大型项目，由于设计、生产、安装调试工作量大，以及客户项目建设时间较长等原因，其实施周期通常会更长。公司存在因大型项目实施周期长，单个项目对业绩影响较大导致的业绩波动较大的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2014、2015 年平均动态市盈率 47.08 倍、33.49 倍；最近上市的十家创业板企业中，2014 年、2015 年平均市盈率为 68.30 倍、56.20 倍。

表 14 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300070.Sz	碧水源	33.11	0.53	0.78	1.11	1.52	63.01	42.20	29.73	21.83
300334.Sz	津膜科技	21.53	0.23	0.31	0.42	0.58	94.74	69.86	51.32	37.13
300172.Sz	中电环保	22.02	0.34	0.41	0.51	0.64	64.91	53.88	42.77	34.45
300190.Sz	维尔利	30.38	0.39	0.17	0.56	0.86	77.76	183.09	53.96	35.49
300055.Sz	万邦达	45.61	0.40	0.57	0.79	1.18	113.19	79.53	57.62	38.54
	平均						82.72	85.71	47.08	33.49

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 15 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300410.SZ	正业科技	33.77	0.70	0.55	0.58	0.63	48.58	61.84	57.89	53.32

2015 年 2 月 6 日

300411.SZ	金盾股份	32.09	0.50	0.59	0.66	0.85	63.71	54.43	48.60	37.93
300412.SZ	迦南科技	41.52	0.68	0.65	0.75	0.89	61.22	63.86	55.37	46.80
300413.SZ	快乐购	37.25	0.35	0.46	0.40	0.47	105.69	80.80	92.20	79.46
300364.SZ	中文在线	28.00	0.45	0.37	0.40	0.50	61.77	74.88	70.30	56.28
300415.SZ	伊之密	37.52	0.63	0.66	0.63	0.82	59.16	57.17	59.48	45.74
300416.SZ	苏试试验	42.87	0.59	0.58	0.57	0.72	72.82	73.46	74.71	59.82
300417.SZ	南华仪器	54.60	0.61	0.71	0.74	0.88	89.47	77.38	73.85	61.93
300418.SZ	昆仑万维	83.41	0.78	1.56	1.23	1.61	106.95	53.58	67.87	51.66
300419.SZ	浩丰科技	107.59	1.14	1.26	1.30	1.56	94.16	85.21	82.76	69.03
平均							76.35	68.26	68.30	56.20

资料来源: Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 25.73-30.87 元, 对应 2015 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。