

日期: 2017年1月19日

行业: 公用事业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

# 烟气治理领域的综合服务商

**IPO 价格**  
上市合理定价

**RMB3.60 元**  
**RMB10.55-13.56 元**

## 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	50.50
发行后总股本 (百万股)	202.00
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	民生证券

## 主要股东 (发行前)

德能防火	59.17%
香港融智	27.23%
德创投资	6.17%
环科投资	5.45%
合融投资	1.98%

## 收入结构 (2016H1)

脱硫设备	27.71%
脱硝催化剂	22.93%
除尘设备	29.57%
烟气治理工程	19.79%

报告编号: JLI17-NSP02

首次报告日期: 2017年1月19日

## ■ 投资要点:

### 烟气治理领域的综合服务商

公司是国内烟气治理领域的综合服务商。公司依托多年的技术积累及研发制造优势,为电力、冶金、石化等行业提供烟气治理相关产品及服务。公司产品覆盖脱硫、脱硝及除尘三大细分领域,基本完成烟气治理产业链构建,成为国内烟气治理领域的综合服务商,也是国内少数既能够生产脱硫设备、蜂窝和平板式脱硝催化剂、湿式静电除尘器等关键产品,又能够提供烟气治理工程服务的高新技术企业。

### 募投项目提高盈利能力

公司本次募集资金拟投资于年产 10,000 立方米高性能烟气脱氮(脱硝)催化剂产业化项目、燃煤锅炉微细粉尘减排装备及配套装置产业化项目、大气污染防治技术研发中心建设项目、偿还银行贷款及补充流动资金。募投项目的实施,有助于扩大公司业务规模,提高公司技术研发、市场开拓和综合服务能力,进一步增强公司整体竞争力,有助于公司服务市场的进一步拓展,增强公司持续盈利能力。

### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2016、2017 年归属于母公司的净利润分别为 0.52 亿元和 0.61 亿元,同比增速分别为 53.40%和 16.71%,相应的稀释后每股收益为 0.26 元和 0.30 元。

### 定价结论

本次拟发行股份 5050 万股,发行后总股本 20200 万股,公司发行价格为 3.60 元/股。我们认为给予公司合理估值定价为 10.55-13.56 元,对应 2017 年每股收益的 35-45 倍市盈率。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	637	576	764	858
年增长率	-14.61%	-9.58%	32.55%	12.40%
归属于母公司的净利润	80	34	52	61
年增长率	-45.52%	-57.59%	53.40%	16.71%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.40	0.17	0.26	0.30

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

## 一、行业背景

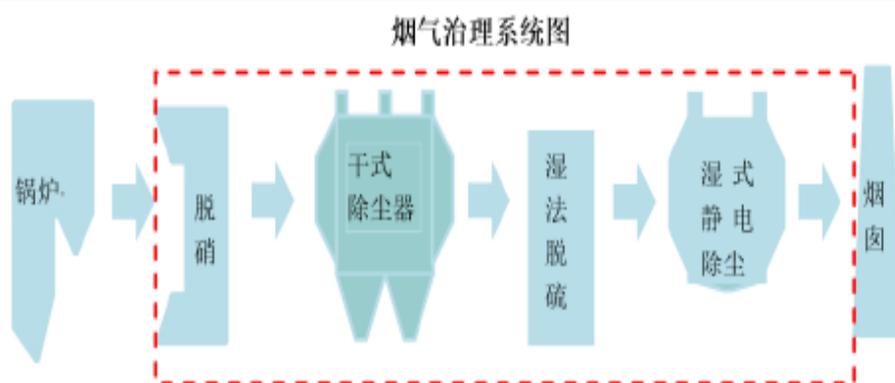
### ● 公司的行业分类及简况

公司是国内烟气治理领域的综合服务商。公司依托多年的技术积累及研发制造优势，为电力、冶金、石化等行业提供烟气治理相关产品及服务。公司主要从事烟气治理业务。公司产品覆盖脱硫、脱硝及除尘三大细分领域，基本完成烟气治理产业链构建，成为国内烟气治理领域的综合服务商，也是国内少数既能够生产脱硫设备、蜂窝和平板式脱硝催化剂、湿式静电除尘器等关键产品，又能够提供烟气治理工程服务的高新技术企业。公司属于生态保护和环境治理业。

公司成立以来，秉承“人为本，德为先，创造美好生活空间”的理念，围绕炉后“脱硫、脱硝、除尘”烟气治理一体化的需求，通过持续的技术创新，成为了以烟气治理关键产品的研发与制造为核心，为客户提供“设备+服务”的综合性厂商。目前公司产品及服务涉及的烟气治理工程项目分布在30个省、直辖市及自治区的电力行业（华能、大唐、华电、国电、中电投等）、钢铁冶金行业（宝钢集团有限公司、中国中钢集团公司等）、石化行业（中国石化上海石油化工股份有限公司等）等诸多行业，相关产品在苏丹、越南、土耳其等国家也得到了应用。

公司是高新技术企业，并由浙江省科学技术厅认定为省级高新技术企业研究开发中心。公司迄今已承担多项国家级科技项目，包括国家火炬计划项目、中小企业创新基金项目、国家重点新产品计划项目等。

图 1 烟气治理系统图



资料来源：公司公告

图 2 主要产品和服务示意图

	产品/服务示例	主要用途
脱硫设备	 烟气喷淋管、烟气挡板门、除尘器、湿式球磨机、真空皮带脱水机等	烟气脱硫系统正常运行所需的关键设备
脱硝催化剂	 蜂窝式 平板式	燃煤烟气通过脱硝催化剂模块时，利用催化剂中的活性成分，在还原剂氨的作用下将烟气中氮氧化物（NOx）转化成氨气和水，以达到脱除烟气中氮氧化物的目的
湿式静电除尘器	 柱筒式 板式静电除尘器（WESP）	作为烟气复合污染物控制系统的精处理技术装备，用于去除湿法脱硫（WFGD）难以收集的酸雾、气溶胶、控制 PM2.5 细微颗粒物及解决烟气排放浓度问题，以应对更高的排放标准
烟气治理服务	 脱硫/脱硝	通过系统设计及工程施工，完成用户烟气治理系统的建设，达到烟气达标排放的目的。公司业务主要为脱硫工程及脱硝工程

资料来源：公司公告

### 行业增长前景

公司属烟气治理行业，目前业务主要集中在煤电行业。煤电行业烟气治理工程的实施以及环保系统运行中的设备、部件更新形成烟气治理行业的需求。包括脱硫、脱硝和除尘在内的烟气治理行业需求主要取决于国家的相关环保政策，具体包括大气污染物排放标准、排污收费标准以及国家规划的减排目标等。行业走势与宏观经济的相关性较低、周期性较弱，是典型的政策引导型产业。

#### (1) 脱硫市场分析

煤电领域未来的脱硫需求：

根据中电联预测，到 2020 年我国煤电装机容量将达到 11.67 亿 kw。2014~2020 年需新建煤电机组 4.50 亿 kw（考虑关停小火电机组每年 1,000 万 kw），按照脱硫系统造价 6150 元/kw 测算，2014~2020 年新建机组的脱硫投资需求为 676 亿元。截至 2013 年末，未安装脱硫装置的煤电机组大约有 0.66 亿 kw，按照脱硫系统造价 150 元/kw 测算，2014~2020 年老机组的

脱硫投资需求为 99 亿元。截至 2014 年末，我国已经安装脱硫装置的煤电机组大约 7.6 亿 kw，保守估计其中 20% 需要更新改造，按照改造均价 775 元/kw 测算，2014~2020 年老机组更新改造的脱硫投资需求为 108 亿元。预计 2014~2020 年我国煤电领域脱硫投资需求在 883 亿元左右，年均 126 亿元左右。

非煤电领域的脱硫需求：中国环境保护产业协会预测“十二五”期间非煤电烟气脱硫市场总量(包括存量市场和新增市场)将达到 400 亿元以上，每年约 80 亿元。

综合分析，预计 2014~2020 年脱硫投资需求年均 206 亿元左右。

一般情况下，脱硫设备投资占脱硫系统总投资的 10%~15%，按 2014~2020 年脱硫总投资年均 206 亿元测算，脱硫设备的年均市场需求约 21~31 亿元。

## (2) 脱硝市场分析

煤电领域脱硝建设需求：2014~2020 年需新建煤电机组 4.50 亿 kw (考虑关停小火电机组每年 1,000 万 kw)。按照脱硝系统造价 10100 元/kw 测算，2014~2020 年新建煤电机组的脱硝投资需求为 450 亿元。截至 2013 年末，未安装脱硝装置的煤电机组约为 4 亿 kw。按照脱硝系统造价 100 元/kw 测算，2014~2020 年老机组的脱硝投资需求为 400 亿元。预计 2014~2020 年我国煤电领域的新建脱硝投资需求在 850 亿元左右，年均 122 亿元左右。

脱硝催化剂市场规模：一般情况下，催化剂成本占脱硝系统总投资的 30%~40%。按 2014~2020 年新建脱硝总投资年均 122 亿元、催化剂占总投资 30% 测算，新建脱硝系统的催化剂年市场需求为 36 亿元。2015 年起，脱硝催化剂将进入更换周期。按照当年新安装催化剂 50% 的更换比例测算，2015~2020 年催化剂的年更换需求为 18 亿元。

综合分析，预计 2014~2020 年脱硝催化剂的年市场需求为 52 亿元左右。

## (3) 湿式静电除尘市场分析

湿式静电除尘器主要用于解决湿法脱硫无法解决的酸雾、控制微细颗粒物、脱除汞等重金属问题，是目前最为有效的大气复合污染物治理设备之一。

2013 年，我国煤电装机容量 7.86 亿 kw，按 80~120 元/kw 投资测算，2014~2017 年湿法除尘整体市场空间将达到 520 亿元。未来颗粒物排放标准的进一步提升、石膏雨及重金属等多种污染物纳入排放标准、政府补助的出台等因素将是推动湿式静电除尘技术大范围应用的关键因素。

2014 年 7 月 8 日，国家能源局印发《关于下达 2014 年煤电机组环保

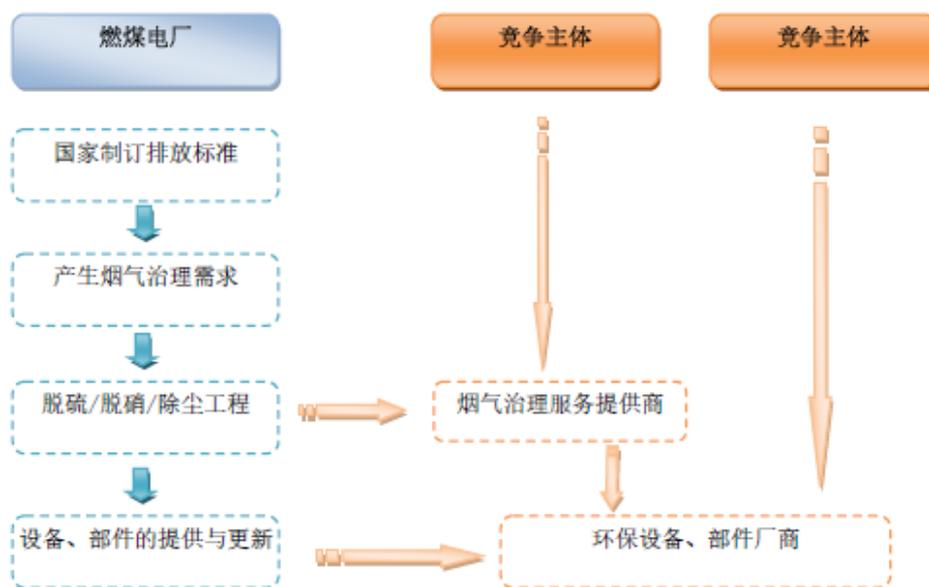
改造示范项目的通知》，明确 2014 年煤电机组环保改造示范项目名单。示范项目共涉及天津、河北、山东、江苏、浙江、上海、广东等 7 省（市）的 13 台在役燃煤发电机组，其中 103 万 kw 机组 1 台、100 万 kw 机组 4 台、60 万 kw 机组 4 台、35 万 kw 机组 3 台、33 万 kw 机组 1 台。13 个环保改造示范项目原则上在 2014 年底前完成改造。

上述示范项目的实施不仅为在役煤电机组改造提供了市场，并且在未来也将为提升其他燃煤机组的效率、降低污染物排放、实现煤机超低排放带来示范效应。可以预见，全面推广应用燃煤电厂大气污染物超低排放控制技术将为烟气治理市场带来更为广阔的市场空间。

● 行业竞争结构及公司的地位

公司是国内少数既能够生产脱硫设备、蜂窝和平板式脱硝催化剂、湿式静电除尘器等关键产品，又能够提供烟气治理工程服务的企业。公司同时参与脱硫设备、脱硝催化剂的生产厂商竞争和烟气治理工程业务的竞争。

图 3 行业竞争情况



资料来源：公司公告

(1) 脱硝催化剂

国内主要 SCR 脱硝催化剂生产企业基本为引进国外生产技术，同时在消化吸收的基础上逐步形成自身的工艺及创新能力。

根据中电联统计，2015 年参与中电联产业登记的 8 家烟气脱硝催化剂生产厂家产能合计 22.58 万 m<sup>3</sup>，公司产能排名第 4。

公司目前已经形成 18,000m<sup>3</sup>年蜂窝式脱硝催化剂产能，在实施平板式

脱硝催化剂一期工程后，新增 5,000m<sup>3</sup>年平板催化剂产能。由此公司成为国内少数同时具备蜂窝式和平板式脱硝催化剂生产能力的厂商，产品结构丰富，能够充分满足不同客户的需求。

### (2) 脱硫设备

2000 年之前，我国脱硫设备主要依赖进口，价格昂贵。2000 年，国家经贸委印发《火电厂烟气脱硫关键技术与设备国产化规划要点》，脱硫设备逐步开始发展。2005 年起，脱硫设备行业进入大发展阶段，国产化程度大幅提高。但也带来一些弊端，一些资质较差企业开始进入脱硫设备行业，扰乱了市场秩序。在此背景下国家发改委出台《关于加快火电厂烟气脱硫产业化发展的若干意见》，要求制定相关制造标准，加强质量监督和性能检测，确保设备的可靠性。

经过两轮规范，并随着国家排放标准的进一步提高，脱硫设备行业进入了平稳发展阶段。目前国内脱硫设备行业厂商较多，形成了充分竞争的市场格局。整体而言，脱硫设备类别众多，同时具备多类别脱硫设备生产能力的厂家相对较少，因此生产厂家数量较多但相对分散。

相对而言，部分以公司为例的设备应用项目众多、具备自主研发能力并能根据项目需要开发非标设备的厂商占据了一定市场份额，市场竞争力较强。目前公司生产的脱硫设备在超过 280 家终端用户中运行，涉及电力、钢铁、冶金、石化等诸多行业。

公司脱硫设备种类繁多，多为非标设备，因此行业厂商众多，基本以向大型脱硫工程公司提供配套为主。目前，公司可同时提供喷淋管、挡板门、除雾器、球磨机、真空皮带脱水机等各类规格的脱硫设备，研发能力、交付能力在行业内居于前列。

### (3) 除尘设备

除尘设备按产品形态又大致上可细分为袋式除尘和静电除尘。在袋式除尘器领域，竞争较为充分，市场化程度比较高，截至 2013 年末，在袋式除尘委员会登记的从事袋式除尘器生产的厂商有 314 家。其中主要的企业有福建龙净环保股份有限公司和浙江菲达环保科技股份有限公司等。

静电除尘领域，尤其是湿式静电除尘器，已经成熟应用于美国、欧洲和日本本国的电厂，目前在国内的应用日益广泛。目前国内湿式静电除尘领域主要厂商有浙江菲达环保科技股份有限公司、福建龙净环保股份有限公司、西安西热锅炉环保工程有限公司等。此外，像公司等具有烟气治理设备研发实力和工程经验的厂商也开始陆续进入湿式电除尘行业。根据《中电联发布 2015 年度火电厂环保产业信息》，按照截至 2015 年末累计投运的湿式电除尘机组容量计算，参与登记的 12 家企业中，公司排名第 6。

公司同时掌握管式和板式两种湿式静电除尘技术及生产工艺，目前已成功切入湿式静电除尘领域，依托自身的产品制造及客户资源优势，将成为该领域的有力竞争者。

#### (4) 烟气治理工程服务

电力行业是国民经济的支柱产业，我国电力行业大部分资源集中在国有大中型电力企业。截至 2014 年底，华能、大唐、国电、华电、中电投等五大发电集团装机容量占全国总装机容量的五成左右。

拥有集团背景的烟气治理工程企业在脱硫、脱硝工程市场中竞争优势明显。根据中电联统计数据，按照 2015 年底累计投运火电厂烟气脱硫/脱硝机组容量分别计算，脱硫前五名为：北京国电龙源环保工程有限公司、北京博奇电力科技有限公司、福建龙净环保股份有限公司、中电投远达环保（集团）股份有限公司和浙江浙大网新机电工程有限公司；脱硝前五名为：北京国电龙源环保工程有限公司、中国华电科工集团有限公司、大唐环境产业集团股份有限公司、中电投远达环保（集团）股份有限公司和浙江天地环保科技有限公司。

在众多专业企业占据大部分市场份额的背景下，公司依托设备及产品的研发、制造优势提供烟气治理工程服务，着重布局非火电市场，积极开拓冶金、石化、热电等行业。

公司迄今已累计承接 30 余项烟气治理工程项目，为公司扩大收入规模、带动产品销售起到了积极作用，符合公司发挥研发、制造优势，提供延伸服务，完善产业链，以服务提升产品销售的发展方向。

在众多专业企业占据大部分市场份额的背景下，公司依托设备及产品的研发、制造优势提供烟气治理工程服务，积极开拓冶金、石化、热电等非火电行业。

## 二、公司分析及募集资金投向

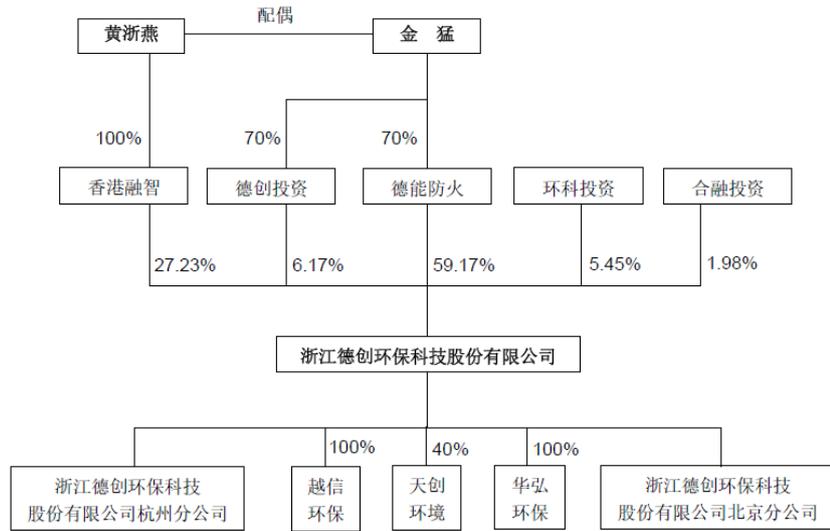
### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由德创有限以整体变更方式设立。

本次发行前，发行人第一大股东为德能防火，持有发行人 8,965 万股，持股比例为 59.17%，为发行人控股股东。发行人实际控制人为金猛、黄浙燕夫妇，其中，金猛通过德能防火持有公司 59.17% 股权、通过德创投资持有公司 6.17% 股权；黄浙燕通过香港融智持有公司 27.23% 股权，两人合计持有公司 92.57% 股权。

本次拟发行股份 5050 万股，发行后总股本 20200 万股，公司发行价格为 3.60 元/股。

表 4 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

表 1 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	德能防火	8,965.00	59.17	7,153.89	44.38
2	香港融智	4,125.00	27.23	4,125.00	20.42
3	德创投资	935.00	6.17	746.11	4.63
4	环科投资	825.00	5.45	825.00	4.08
5	合融投资	300.00	1.98	300.00	1.49
	限售股份	-		15,150.00	75.00
	社会公众股	-		5,050.00	25.00
	合计	15,150.00	100.00	20,200.00	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2 主营业务收入构成 单位：万元、%

项目	2016年1-6月		2015年		2014年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
脱硫设备	8,013.61	27.71	19,606.32	34.03	19,060.75	29.91	10,603.82	14.21
脱硝催化剂	6,631.03	22.93	9,277.28	16.10	20,964.71	32.90	47,577.25	63.75
除尘设备	8,549.29	29.57	16,894.72	29.32	1,042.70	1.64	-	-
烟气治理工程	5,721.20	19.79	11,839.02	20.55	22,652.66	35.55	16,444.16	22.04
合计	28,915.14	100.00	57,617.34	100.00	63,720.81	100.00	74,625.22	100.00

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表3 公司毛利构成 单位:万元、%

项目	2016年1-6月		2015年		2014年		2013年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
脱硫设备	3,415.65	35.89	7,554.15	40.80	7,453.84	30.48	3,472.05	11.16
脱硝催化剂	2,321.50	24.39	2,567.13	13.87	11,725.32	47.94	24,309.98	78.14
除尘设备	2,549.40	26.79	4,289.65	23.17	330.12	1.35	-	-
烟气治理工程	1,231.28	12.94	4,102.27	22.16	4,946.77	20.23	3,328.77	10.70
合计	9,517.84	100.00	18,513.20	100.00	24,456.05	100.00	31,110.81	100.00

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表4 脱硝催化剂情况

项目	2016年1~6月	2015年度	2014年度	2013年度
产能(立方米)	11,500	23,000	23,000	18,000
产量(立方米)	5,970	8,452	10,037	17,323
脱硝工程自用(立方米)	241	648	1,498	18
对外销量(立方米)	6,605	7,027	8,657	16,514
产能利用率(%)	51.91	36.75	46.15	96.24
产销率(%)	114.67	90.81	101.16	95.43
对外销售均价(万元/立方米)	1.00	1.32	2.42	2.88

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表5 烟气治理工程业务

项目	2016年1-6月	2015年度	2014年度	2013年度
当年确认收入金额	5,721.20	11,839.02	22,652.66	16,444.16
当年新签合同金额(含税)	16,858.58	10,638.26	12,334.64	25,387.14

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表6 公司业务毛利率情况

项目	2016年1-6月	2015年度	2014年度	2013年度
脱硫设备	42.62%	38.53%	39.11%	32.74%
脱硝催化剂	35.01%	27.67%	55.93%	51.10%
除尘设备	29.82%	25.39%	31.66%	-
烟气治理工程	21.52%	34.65%	21.84%	20.24%
综合毛利率	32.92%	32.13%	38.38%	41.69%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

### ● 募投项目

公司本次募集资金拟投资于年产 10,000 立方米高性能烟气脱氮(脱硝)催化剂产业化项目、燃煤锅炉微细粉尘减排装备及配套装置产业化项目、大气污染防治技术研发中心建设项目、偿还银行贷款及补充流动资金。募投项目的实施, 有助于扩大公司业务规模, 提高公司技术研发、市场开拓

和综合服务能力，进一步增强公司整体竞争力，有助于公司服务市场的进一步拓展，增强公司持续盈利能力。

表 7 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资额	拟投入募集资金	建设期(年)
1	年产 10,000 立方米高性能烟气脱氮(脱硝)催化剂产业化项目	7,900	1,500	1
2	燃煤锅炉微细粉尘减排装备及配套装置产业化项目	12,000	5,680	2
3	大气污染防治技术研发中心建设项目	4,500	1,500	
4	偿还银行贷款	10,000	2,000	
5	补充流动资金	15,000	3,800	
	合计	49,400	14,480	-

资料来源：公司招股说明书

年产 10,000 立方米高性能烟气脱氮(脱硝)催化剂产业化项目：预期项目达产年可实现销售收入 8,547 万元(不含税)，年利润总额 1,036.3 万元，财务内部收益率(税后) 17.09%，投资回收期 6.08 年(税后，含建设期 1 年)。

燃煤锅炉微细粉尘减排装备及配套装置产业化项目：项目建成后形成年产 20 套(台)湿式静电除尘器(燃煤锅炉微细粉尘减排装备)的生产能力。预期项目达产年可实现销售收入 48,000 万元，年利润总额 5,761 万元，财务内部收益率(税后) 35.36%，投资回收期 4.98 年(税后，含建设期 2 年)。

### 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 2016、2017 年归母公司的净利润分别为 0.52 亿元和 0.61 亿元，同比增速分别为 53.40%和 16.71%，相应的稀释后每股收益为 0.26 元和 0.30 元。

表 8 公司损益简表及预测(单位：百万元)

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E
一、营业总收入	637	576	764	858
二、营业总成本	549	539	705	787
营业成本	393	391	535	604
营业税金及附加	4	4	6	6
销售费用	32	30	38	43
管理费用	90	84	111	124
财务费用	16	13	15	9
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	2	0
汇兑净收益	0	0	0	0
<b>四、营业利润</b>	<b>88</b>	<b>37</b>	<b>60</b>	<b>72</b>
加：营业外收入	5	4	2	0
减：营业外支出	1	2	1	0
<b>五、利润总额</b>	<b>93</b>	<b>40</b>	<b>61</b>	<b>72</b>
减：所得税	13	6	9	11
<b>六、净利润</b>	<b>80</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>61</b>
减：少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>80</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>61</b>
<b>总股本（百万股）</b>	<b>202.00</b>	<b>202.00</b>	<b>202.00</b>	<b>202.00</b>
<b>七、每股收益</b>	<b>0.40</b>	<b>0.17</b>	<b>0.26</b>	<b>0.30</b>

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 四、风险因素

### 行业政策变动风险

公司所处烟气治理行业属于强政策导向型行业，国家环保政策力度直接影响行业发展态势。

2011年至今，《国家环境保护“十二五”规划》（2011年，国务院）、《“十二五”节能环保产业发展规划》（2012年，国务院）、《节能减排“十二五”规划》（2012年，国务院）、《重点区域大气污染防治“十二五”规划》（2012年，环保部、国家发改委、财政部）、《大气污染防治行动计划》（2013年，国务院）等国家层面与环境保护相关的政策密集出台；同时，《火电厂大气污染物排放标准》（2011版）、《锅炉大气污染物排放标准》（2014版）等大气污染物强制性排放标准亦陆续颁布。上述政策极大地促进了烟气治理行业的发展。

此外，2013年8月27日国家发改委发布《国家发展改革委关于调整可再生能源电价附加标准与环保电价有关事项的通知》，新增除尘电价补偿，提高脱硝电价标准，加上前期执行的脱硫电价补偿政策，至此初步形成涵盖脱硫、脱硝、除尘的环保电价体系，加大了对燃煤发电企业烟气治理的政策扶持力度，进一步推动了烟气治理行业的快速发展。

未来如果发生国家环保政策力度减弱，或者相关政策未能得到有效执行等情形，将会影响烟气治理行业的发展状况，从而对公司发展的可持续性带来风险。

### 业绩波动的风险

我国燃煤电厂烟气治理领域涵盖的脱硫、除尘、脱硝并非一体推出并执行，系根据大气污染物排放状况，有重点分阶段实施。每一阶段的污染物治理重点不同，标准也不尽相同。受上述烟气治理行业细分领域发展周期影响，特别是脱硝行业在2013年的非常态发展，报告期公司存在业务构成变动及业绩波动较大情形。烟气治理行业受政策影响较大，不同阶段限

期达标排放政策会影响相应产品阶段性供需变化，未来一定期间公司产品的售价、毛利率、销量以及各分项业务占比均存在变动风险，业绩存在大幅波动的风险。

#### 主要客户变动的风险

公司烟气治理产品销售对象以环保工程总包公司为主，烟气治理工程业务销售对象为电力、冶金、石化等行业具有烟气治理需求的企业。烟气治理细分行业（脱硫、脱硝、除尘）在一定期间内存在发展态势各异的情形，而公司与之相对应的市场开拓能力、产品结构、生产能力等要素存在与各细分行业发展态势未能高度契合的可能，从而导致公司存在主要客户变动的风险，以及可能随之带来的经营稳定性风险。

#### 募集资金投资项目市场推广风险

公司本次募投项目之一为平板催化剂项目，项目达产后将形成年产10,000m<sup>3</sup>产能。公司开始建设该募投项目时正值脱硝催化剂市场发展的高峰期，随着行业经历爆发性增长后，市场竞争加剧，产品价格回落。未来不排除市场竞争进一步加剧，出现供大于求、产品价格下降等情形，若公司市场开拓力度不足，可能导致平板催化剂项目出现市场推广风险。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于2016年、2017年预测业绩的均值，同行业重点上市公司2016年、2017年平均动态市盈率51倍、33倍；最近上市的十家主板企业中，2016年、2017年平均市盈率为54倍和47倍。

表9 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)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
300362.Sz	天翔环境	18.42	0.08	0.11	0.27	0.64	241.05	169.20	67.65	28.70
600388.Sh	龙净环保	12.33	0.43	0.52	0.62	0.69	28.44	23.53	19.99	17.76
600292.Sh	远达环保	11.83	0.30	0.37	0.18	0.23	39.75	32.23	64.15	52.18
	平均						103.08	74.99	50.60	32.88

资料来源: Wind 上海证券研究所

表10 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
603886.SH	元祖股份	28.07	0.34	0.48	0.54	0.58	82.61	58.87	51.76	48.19
603298.SH	杭叉集团	23.79	0.64	0.58	0.64	0.73	37.01	41.19	37.09	32.58
603058.SH	永吉股份	20.18	0.22	0.22	0.21	0.23	91.88	93.23	94.21	88.35
603416.SH	信捷电气	49.83	0.75	0.81	0.84	1.01	66.13	61.55	59.28	49.10
603823.SH	百合花	29.36	0.52	0.58	0.67	0.80	56.13	50.90	44.00	36.70

603878.SH	武进不锈	29.10	0.73	0.67	0.57	0.73	40.02	43.28	51.12	39.99
603098.SH	森特股份	20.31	0.64	0.43	0.51	0.64	31.53	46.91	39.89	31.80
603389.SH	亚振家居	19.93	0.33	0.35	0.32	0.34	59.99	56.52	62.34	58.19
603708.SH	家家悦	27.25	0.63	0.69	0.73	0.82	43.06	39.68	37.18	33.31
603036.SH	如通股份	20.64	0.40	0.31	0.35	0.42	51.63	66.74	58.32	49.12
	平均						56.00	55.89	53.52	46.73

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 10.55-13.56 元,对应 2017 年每股收益的 35-45 倍市盈率。

## 分析师承诺

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。