

2010年12月21日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 43.32 -47.88 元

前景广阔的工业炉窑专家

——天立环保(300156)新股研究

核心观点

询价结论:

从行业板块来看,目前二级市场专用设备板块相对于2009年的平均市盈率约为42倍,相对于2010年的预测市盈率约为34倍;环保板块相对于2009年的平均市盈率约为71倍,相对于2010年的预测市盈率约为49倍。可比公司方面,可比上市公司二级市场平均估值水平相对于2009年平均静态市盈率约为57倍,相对于2010年平均动态市盈率约为42倍。我们认为给予公司2010年38-42倍市盈率较为合理,对应的询价区间是43.32-47.88元。

主要依据:

运营模式深化,提供节能环保整体解决方案。公司在工业炉窑清洁生产的基础上,提供资源循环利用一体化技术服务,从单一设备制造提升到向客户提供整体的系统解决方案。

高毛利率来源于领先的技术和成熟的业务模式。公司毛利率保持稳定的主要原因在于公司品牌影响力逐步扩大、产品档次提高、技术工艺成熟,以及目前公司采取的系统方案解决模式确保了技术转化为利润的水平,毛利率水平得到良好的保障。

横、纵向全方位发展。考虑到更长远的发展,公司确立了二维的发展战略,横向扩展市场领域,将公司业务范围拓展到铁合金、黄磷、钢铁、建材、纯碱等更多高能耗、高污染行业;纵向延伸公司的产业链,逐步引入EMC1项目管理模式和参与CDM2项目,扩大市场份额,分享节能效益。

风险提示:

前五大客户销售金额集中的风险;市场竞争加剧的风险。

基础数据

总股本(万股)	6015.00
总资产(亿元)	3.71
每股净资产(元)	3.55
建议询价区间(元)	43.32-47.88

研究员: 巩俊杰

电话: 010-84183316

Email: gongjunjie@guodu.com

执业证书编号: S0940208040096

联系人: 鲁儒敏

电话: 010-84183246

Email: lurumin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	天立环保工程股份有限公司
公司简称	天立环保
发行地	深圳
发行日期	2010-12-27
申购代码	300156
发行股数(万股)	2005
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本(万股)	8020
每股盈利(2009年)	1.23
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.92
发行前每股净资产(元)	3.55

数据来源: 招股意向书、国都证券研究所

2、公司基本情况

公司作为工业炉窑节能环保系统解决方案服务商, 以大型节能密闭矿热炉技术系统和炉气高温净化与综合利用技术系统为主要产品, 为电石、铁合金、钢铁、有色金属、纯碱和建材等行业服务。

公司致力于工业炉窑节能环保事业的发展, 通过不断的技术创新和管理改进, 为高能耗、高污染行业提供工业炉窑节能减排系统解决方案, 从源头防治工业炉窑污染严重的问题, 并有效提高余能余热利用率, 节能降耗, 减少污染。

3、公司竞争优势

- **运营模式深化, 提供节能环保整体解决方案。**公司炉气高温净化与综合利用技术系统作为环保密闭矿热炉技术系统的运营模式深化, 采用先进的高温净化过滤器, 在 300℃ - 500℃ 的高温条件下对工业炉窑尾气进行除尘净化, 最大程度地保留了炉气的热能, 为炉气回收利用提供清洁、稳定的气源; 高温炉气遵循能源“阶梯利用、高质高用”的原则, 用于煅烧石灰石, 制造生石灰, 为工业生产提供原料或辅助原料, 有效解决了工业炉窑废气废料回收利用问题。公司在工业炉窑清洁生产的基础上, 提供资源循环利用一体化技术服务, 从单一设备制造提升到向客户提供整体的系统解决方案, 产品结构得到丰富, 除电石行业之外, 应用领域也拓展至有色金属、钢铁、铁合金、纯碱和建材等行业。2007 年及以前公司以大型节能密闭矿热炉技术系统业务为主, 其对营业收入和营业利润的贡献均为 100%。2008 年以后, 公司推出炉气高温净化与综合利用技术系统业务, 凭借循环利用带来的更加出色的节能增效效益, 获得了市场的充分认可。目前公司该项业务形成的营业收入和营业利润快速增长, 对营业收入和营业利润的贡献迅速上升到 43.25% 和 41.45%, 在增加公司业绩来源的同时, 也带动了原有节能密闭矿热炉技术系统销售的高增长。
- **高毛利率来源于领先的技术和成熟的业务模式。**公司节能环保密闭矿热炉技术系统毛利率高达 50% 左右, 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年上半年分别为 51%、45.90%、52.86% 和 62.39%。公司该产品毛利率保持稳定的主要原因在于公司品牌影响力逐步扩大、产品档次提高、技术工艺成熟, 以及目前公司采取的系统方案解决模式确保了技术转化为利润的水平, 毛利率水平得到良好的保

障。而另一核心产品炉气高温净化与综合利用技术系统毛利率保持在 40%左右，2008 年、2009 年和 2010 年上半年分别为 40.69%、46.72%和 36.11%，稳步上升，主要原因是该产品以现有客户为基础，定价基本稳定，且公司拥有长期稳定的采购渠道，保持了采购成本的稳定。最近三年及一期，公司产品综合毛利率分别为 51.00%、44.57%、48.74%和 52.28%，均保持较高的水平，远高于同行业其他公司，而过去三年同行业其他公司综合毛利率平均值分别为 18.33%、17.5%和 19.02%。究其原因，一方面，在节能增效的经济利益驱动下，公司凭借强大的技术研发与创新能力，为客户提供工业炉窑节能环保专业服务，在行业中建立了品牌知名度，技术实力得到客户的广泛认可，节能指标明显优于行业水平，具备了较强的价格谈判能力，而且电石、铁合金、钢铁、建材、有色、纯碱等行业客户在节能增效带来显著经济利益的驱动下，客户对公司的技术产品具有刚性需求，价格承受能力较高。

- 横、纵向全方位发展。**在未来经营发展中，公司将依托自身在工业炉窑节能环保领域的技术优势、商业模式优势和较高的品牌知名度，推动公司工业炉窑清洁生产、炉气高温净化与综合利用一体化技术服务应用于更多高能耗、高污染行业，并通过本次募集资金投资项目全面提高创新研发能力、创新生产能力、创新营销能力，增强市场竞争能力和盈利能力，成为工业炉窑节能减排领域的领军企业。考虑到更长远的发展，公司确立了二维的发展战略，横向扩展市场领域，将公司业务范围拓展到铁合金、黄磷、钢铁、建材、纯碱等更多高能耗、高污染行业，把握国家节能减排中长期发展规划带来的市场机遇；纵向延伸公司的产业链，以目前提供工业炉窑节能减排系统解决方案为基础，随着公司管理水平、技术研发能力、资金实力的提高，逐步引入 EMC1 项目管理模式和参与 CDM2 项目，扩大市场份额，分享节能效益。

4、募集资金投向

表 2: 公司本次募集资金投向的项目

项目	投资总额 (万元)	项目建设期	达产时间	年均新增销售收入	年均新增 税后利润
工业炉窑炉气高温净化与综合利用项目	5283	1.5 年	2012 年	16999 万元	2219 万元
节能环保密闭矿热炉产能建设项目	8467	1.5 年	2012 年	17732 万元	2746 万元
研发中心项目	2786	1 年	—	—	—

数据来源：招股意向书、国都证券研究所

5、盈利预测

表 3: 盈利预测表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	231.8	330.0	437.0	604.0
营业成本	118.8	145.0	224.0	320.0
营业税金及附加	0.4	0.7	0.9	1.2
营业费用	3.7	3.6	4.9	7.7
管理费用	23.6	24.1	39.5	53.4
财务费用	4.2	0.0	-4.4	-6.0
资产减值损失	1.1	4.8	4.8	6.1

公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-0.1	0.1	0.1	0.0
营业利润	79.9	151.9	167.4	221.7
营业外收入	0.8	0.4	0.5	0.6
营业外支出	0.0	0.1	0.1	0.1
利润总额	80.7	152.2	167.7	222.2
所得税	6.4	7.6	11.2	14.6
净利润	74.3	144.5	156.5	207.6
少数股东损益	0.1	0.0	0.0	0.1
归属母公司净利润	74.2	144.5	156.5	207.5
EBITDA	82.3	154.8	171.4	227.2
EPS (摊薄)	1.23	1.14	1.23	1.63

数据来源：招股意向书、国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

公司业务属于节能环保范畴，其产品主要用于“两高”产业（包括电石、铁合金等行业）中的节能减排及余能余热利用，为客户提供系统的节能增效解决方案。

从行业板块来看，公司兼具环保与专用设备两个板块的特点。据 WIND 统计，目前二级市场专用设备板块相对于 2009 年的平均市盈率约为 42 倍，相对于 2010 年的预测市盈率约为 34 倍；环保板块相对于 2009 年的平均市盈率约为 71 倍，相对于 2010 年的预测市盈率约为 49 倍。

可比公司方面，由于目前国内 A 股中尚无一家企业与公司业务完全可比，因此我们选取了部分业务同属于节能环保范畴且产品均服务于工业或工程领域的上市公司作为估值样本进行评估。通过对估值样本进行计算，可比上市公司二级市场平均估值水平相对于 2009 年平均静态市盈率约为 57 倍，相对于 2010 年平均动态市盈率约为 42 倍。

我们认为给予公司 2010 年 38-42 倍市盈率较为合理，对应的询价区间是 43.32-47.88 元。

7、风险提示

前五大客户销售金额集中的风险：受行业固有特点和自身产能有限影响，公司的客户集中度较高，报告期内，公司向前五大客户的销售金额占公司年度销售总额的比例均在 96%以上，公司经营上存在一定对大客户的依赖风险。

市场竞争加剧的风险：尽管公司目前在工业炉窑节能环保行业存在一定的市场优势，但随着相关市场规模的扩大，尤其是国家对环保要求的提高和对节能减排的重视，将大力促进工业炉窑节能环保行业市场的发展，势必会有更多的国内外企业加入市场竞争，公司将面临市场竞争加剧的风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com