

## 机械装备

2017年04月27日

## 龙净环保 (600388)

——阳光集团溢价收购 大气龙头有望再起飞

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年04月26日

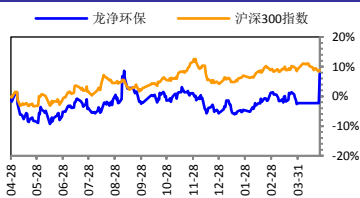
收盘价(元)	14.05
一年内最高/最低(元)	14.39/11.81
市净率	4.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	15020
上证指数/深证成指	3140.85/10204.84

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	3.54
资产负债率%	73.09
总股本/流通A股(百万)	1069/1069
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 130510》2013/05/10  
《龙净环保(600388) 2010年中报点评》  
2010/08/31

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
董宜安 A0230516050001  
dongya@swsresearch.com

研究支持

王璐 A0230516080007  
wanqlu@swsresearch.com

联系人

高蕾  
(8621)23297818×7411  
gaolei@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全球大气环保装备龙头，业务规模稳步增长。**龙净环保是全球最大的大气环保装备制造企业，经营时间逾四十年，主营业务包括大气污染控制领域环保产品的研发、设计、制造、安装、调试、运营，技术领先。公司当前主要包括除尘、脱硫、脱硝、物料输送、电控装置等五大系列产品，下游应用领域包含电力、冶金、建材等领域。在维持原有市场份额的同时，积极拓宽海外用户。2012-2016年公司营业收入分别为42.01亿、54.56亿、59.51亿、72.97亿、80.24亿，对应归母净利润分别为2.91亿、4.57亿、4.63亿、5.6亿、6.64亿。业绩在高位运行的同时，仍能稳中有升。此外，公司成本控制得当，通过规模化经营和优化财务结构节省期间费用，公司2016年净利率较上年同期提升0.59个百分点。
- **监管趋严，大气领域再迎改造高潮。**当前中央对大气污染重视，在监管方面加大巡查力度，4月环保督查已经开始，相比2016年的两次督查，本次将完成全国范围内的覆盖，范围有所扩大，从敏感地区向全国展开。同时，还将形成检察机关、环保及相关部门以及社会三位一体的监督体系，多角度监督污染责任主体落实环保责任。在资金支持方面，中央增加财政拨款，大气污染防治预算较上年执行数增加250%，价值对地方配套资金的带动，以及PPP模式下民营资金的参与预计大气行业仍具有较高的增速。
- **多因素导致雾霾，非电领域烟气治理将在京津冀大气污染防治带动下，逐渐向全国展开。**当前燃煤锅炉、钢铁、水泥烟气改造已经在京津冀及周边城市和东部地区率先展开。我国当前水泥生产线保守估计仍有1/3有待改造，近200亿市场空间。钢铁处于治理良莠不齐，后期改造空间较大。据《钢铁工业环境保护统计》，在烟气排放方面，重点钢企平均值0.81千克/吨钢，中国钢铁协会会员中前十名均值0.41千克/吨钢，而后十名高达4.17千克/吨钢。同样还有二氧化硫排放类似。而未纳入统计的钢铁企业排放量更大，2014年非协会会员粗钢产量2.5亿吨，不足协会会员企业一半，但粉尘排放量51.55万吨与会员单位49.95万吨相近，而二氧化硫排放量116.1万吨是会员单位64.65万吨的两倍。钢铁行业环保设施平均吨钢运行成本为80元，包钢等先进企业达到150元，许多企业运行成本不足50元，无法达标排放，需要进行升级改造。
- **阳光集团溢价收购大股东股权，企业价值有望得到重估。**福建阳光集团有限公司实力雄厚，对外投资企业20余家，涵盖外贸、教育、酒店、投资等；其法人吴洁同时也担任阳光控股有限公司的法人与总经理，阳光控股为上市公司阳光城的控股股东，是一家跨五大产业的大型投资控股集团，而此次并购案中福建阳光集团方授权代表人则为阳光城董事局主席林腾蛟。公司有望借鉴集团丰富的资本运作经验优化业务。公司市净率3.75，环保设备EPC企业市净率中位数5.51，公司估值相对较低，有待重估。
- **盈利预测及估值：**根据公司在手订单及行业增速，由于电力烟气改造处于高峰期，非电领域市场空间比较充足，我们预测公司2016-2018年公司营业收入分别为80.24亿、87.74亿、96.73亿，同比增速分别为8.57%、9.35%、10.25%，公司2016-2018年公司净利润分别为6.62亿、7.38亿、8.18亿，同比增速分别为18.18%、11.48%、10.84%，对应17年PE为20倍。大气治理板块可比公司对应估值分别为35.5，公司相对低估。此外，公司作为环保装备制造企业，其PB为3.75，根据申万三级分类，低于可比公司市净率中位数5.51。考虑到公司项目质量较好，EPC工程回款较快，公司现金流充足、风险较低，市净率较低，作为行业龙头享有稳中有增的市场份额，首次覆盖我们给予增持评级。风险提示：收购失败、非电进展缓慢

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,391	4,929	8,024	8,774	9,673
同比增长率(%)	22.64	9.79	8.57	9.35	10.25
净利润(百万元)	560	430	662	738	818
同比增长率(%)	20.88	10.25	18.18	11.48	10.84
每股收益(元/股)	0.52	0.40	0.62	0.69	0.76
毛利率(%)	22.9	24.3	21.6	21.9	21.9
ROE(%)	15.7	11.4	15.6	14.9	14.1
市盈率	27		23	20	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

盈利预测及估值：根据公司在手订单及行业增速，由于电力烟气改造处于高峰期，非电领域市场空间比较充足，我们预测公司 2016-2018 年公司营业收入分别为 80.24 亿、87.74 亿、96.73 亿，同比增速分别为 8.57%、9.35%、10.25%，公司 2016-2018 年公司净利润分别为 6.62 亿、7.38 亿、8.18 亿，同比增速分别为 18.18%、11.48%、10.84%，对应 17 年 PE 为 20 倍。大气治理板块可比公司对应估值分别为 35.5，公司相对低估。此外，公司作为环保装备制造企业，其 PB 为 3.75，根据申万三级分类，低于可比公司市净率中位数 5.51。考虑到公司项目质量较好，EPC 工程回款较快，公司现金流充足、风险较低，市净率较低，作为行业龙头享有稳中有增的市场份额，首次覆盖我们给予增持评级。

### 关键假设点

非电领域改造如期打开。多原因导致雾霾，非电领域烟气治理将在京津冀大气污染防治带动下，逐渐向全国展开。我国当前水泥生产线保守估计仍有 1/3 有待改造，近 200 亿市场空间。钢铁处于治理良莠不齐，后期改造空间较大。钢铁行业环保设施平均吨钢运行成本为 80 元，包钢等先进企业达到 150 元，许多企业运行成本不足 50 元，无法达标排放，需要进行升级改造。

### 有别于大众的认识

国家监管趋严，非电市场领域空间充足且释放需求好于预期

公司项目质量较好，经营风格保守稳健，现金流充足，市净率低于可比公司，若后续增加运营项目，公司业绩仍具有弹性。

### 股价表现的催化剂

大幅溢价收购，新大股东为公司带来机制和产业的优化。福建阳光集团有限公司实力雄厚，对外投资企业 20 余家，涵盖外贸、教育、酒店、投资等；其法人吴洁同时也担任阳光控股有限公司的法人与总经理，阳光控股为上市公司阳光城的控股股东，是一家跨五大产业的大型投资控股集团，而此次并购案中福建阳光集团方授权代表人则为阳光城董事局主席林腾蛟。公司有望借鉴集团丰富的资本运作经验优化业务。

### 核心假设风险

溢价收购交易失败；非电领域业务进展缓慢

## 目录

---

<b>1. 大气治理龙头，业绩稳步上升 .....</b>	<b>5</b>
1.1 技术领先，主业稳步上升 .....	5
1.2 成本控制良好，规模化优势凸显 .....	8
<b>2. 监管趋严，大气领域再迎改造高潮 .....</b>	<b>9</b>
2.1 全面铺开，监管+资金双管齐下 .....	9
2.2 后端工业大气污染综合治理有望启动 .....	11
2.2.1 京津冀治霾联防联控 大气治理多管齐下 .....	11
2.2.2 非电领域提标改造具备提升空间 .....	12
<b>3、阳光集团溢价收购，企业价值有望重估 .....</b>	<b>15</b>
3.1 新大股东阳光集团实力雄厚、资源丰富 .....	15
3.2 估值偏低，企业价值有望得到重估 .....	17
<b>4、公司盈利预测及估值 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 销售网络布局.....	5
图 2: 公司营业收入及净利润(百万).....	6
图 3: 公司产品种类布局.....	6
图 4: 公司合作客户.....	7
图 5: 公司毛利率及利润率.....	8
图 6: 公司销售、管理及财务费用比率.....	8
图 7: 公司经营性现金流情况.....	8
图 8: 相关主体形成三位一体的保障体系.....	9
图 9: 大气污染成因复杂.....	11
图 10: 阳光集团关系简览.....	16
图 11: 阳光控股产业布局.....	16
表 1: 2016、2017 年中央本级支出环保项目预算表 (单位: 亿元).....	10
表 2: 1 台 10t 燃气锅炉改造的预算费用.....	11
表 3: 水泥工业大气污染物排放标准——GB4915-2013 (一般地区) 单位: mg/m3.....	12
表 4: 水泥工业大气污染物排放标准——GB4915-2013 (重点地区) 单位: mg/m3..	13
表 5: 电子玻璃工业大气污染物排放标准——GB29495-2013.....	13
表 6: 锅炉大气污染物排放标准 单位: mg/m3.....	14
表 7: 钢铁行业治污升级改造要求.....	15
表 8: 环保设备制造企业估值情况 (申万三级分类) (基于 2017 年 4 月 26 日行情数据) .....	17
表 9: 大气治理板块重点标的盈利预测表.....	17
表 10: 营业收入拆分 (百万).....	18
表 11: 营业成本拆分 (百万).....	18

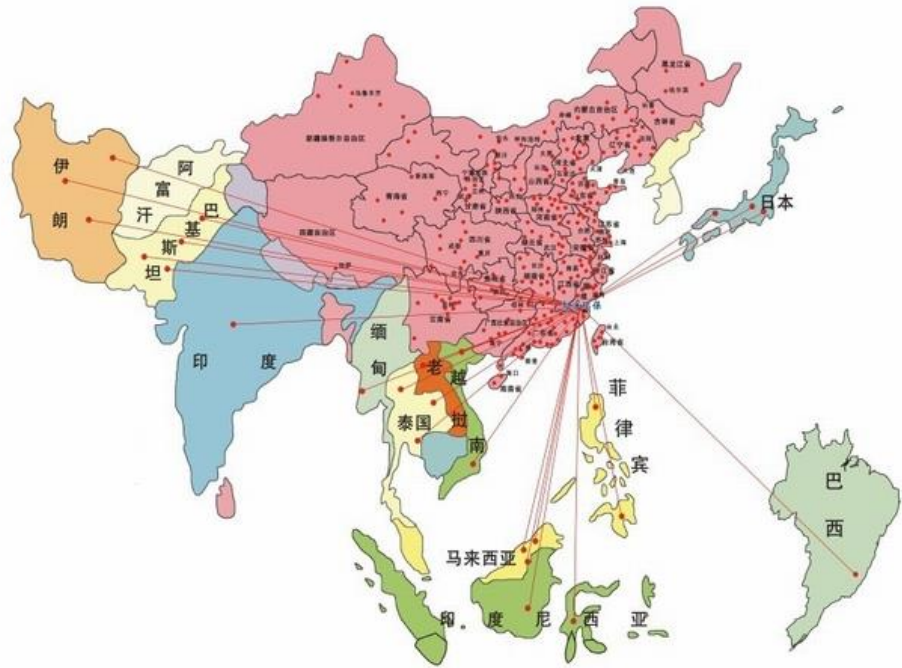
## 1. 大气治理龙头，业绩稳步上升

龙净环保是全球最大的大气环保装备制造企业，经营时间逾四十年，主营业务包括大气污染控制领域环保产品的研发、设计、制造、安装、调试、运营，技术领先，先后引进美国、德国、日本、澳大利亚等国家最先进的除尘、脱硫、物料输送等烟气治理技术。

### 1.1 技术领先，主业稳步上升

多年沉淀，技术领先，销售渠道完善。通过技术引进和自主研发，公司当前主要包括除尘、脱硫、脱硝、物料输送、电控装置等五大系列产品，下游应用领域包含电力、冶金、建材等领域。此外，凭借国内领先、国际先进的技术优势，公司产品产销量连续十余年全国同行业第一，销售范围涵盖全国各省、市、自治区，并出口日本、韩国、土耳其、巴西、印度等四十几个国家和地区。

图 1：销售网络布局



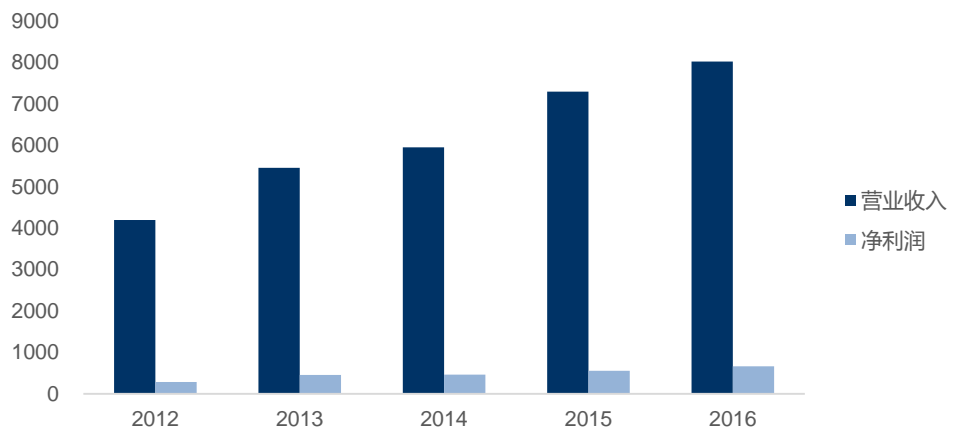
资料来源：公司网站，申万宏源研究

**坚持创新保持企业活力。**公司率先建立“国家级企业技术中心”、“国家地方工程联合研究中心”、“企业博士后科研工作站”和“国际科技合作基地”等技术创新平台，近年先后承担国家级、省部级科研攻关项目 62 项，主持、参与制修订国家和行业标准 92 项，获授权专利 463 项，获国家重点新产品认定 19 项，获省部级以上科技奖励 45 项。公司成功开发多项自主知识产权的大气环保新技术。**在除尘领域**，加强超净电袋技术推广力度，完善超净电袋等新技术研发工作，开展协同脱汞和脱除 SO<sub>3</sub>、嵌入式电袋、金属滤袋等新产品新技术研发，完成电袋技术规范等行业文件的编写。**在脱硫方面**，超低脱硫除尘技术

不断创新，争取柳钢等大型项目。在脱硝方面，催化剂再生业务市场逐步形成，公司16年有望实现盈利，17~18年将迎来发展良机。

产品体系完善，公司经营业绩稳中有升。近年来，公司紧抓煤电企业超低排放改造机遇，工业锅炉烟气治理行业空间释放，凭借多产品业务布局，积极开拓海内外客户，在业绩高位的同时，依然借力行业发展并积极提升市场份额，实现稳中有升，2012-2016年公司营业收入分别为42.01亿、54.56亿、59.51亿、72.97亿、80.24亿，对应归母净利润分别为2.91亿、4.57亿、4.63亿、5.6亿、6.64亿。

图2：公司营业收入及净利润(百万)



资料来源：wind，申万宏源研究

在产品种类日益丰富，各项技术不断突破。公司在脱硫、脱硝、除尘、电控装置和物料输送五大类产品的基础上，延伸16类产品，可以适应多种应用场景。其中余热利用低低温、湿式电除尘维持市场优势，烟气环保岛工程不断突破，公司电除尘、电袋复合除尘风阻较小，具备运营成本优势，有望后期实现产品替代。在国际业务上，公司获得台化LGGH系统、韩国浦项电除尘、巴基斯坦和塞尔维亚出口成套等项目，未来有望凭借示范效应扩大销售范围。

图3：公司产品种类布局



资料来源：公司网站，申万宏源研究

牵手大型客户，彰显品牌优势。公司合作下游用户包括五大发电集团及大型冶金、建材用户，体现技术及品牌实力，随着一带一路中国龙头企业增加海外订单，公司有望凭借前期示范项目经验建立的良好用户体验，进一步提升海外市场销量。公司海外业务以设备销售为主，风险较低，回款较好。

图 4：公司合作客户

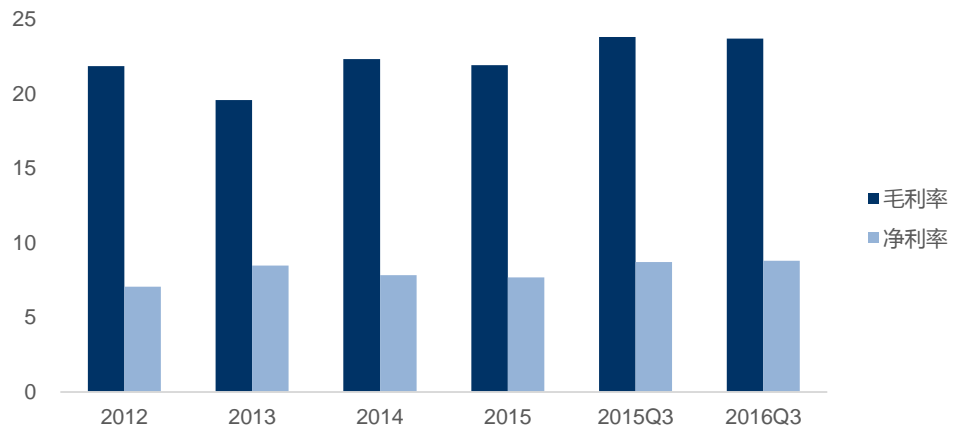


资料来源：公司网站，申万宏源研究

## 1.2 成本控制良好，规模化优势凸显

成本控制得当，公司盈利水平高位稳定。公司保持大气烟气治理优势，毛利率维持在20%以上，体现一定的议价能力和成本控制水平。同时公司由于积极进行成本控制，随着销售规模的不断增加，管理费用都有所节约，规模优势不断凸显，据公司2016年业绩快报，公司2016年实现净利率8.27%，相比上年增加0.59个百分点。

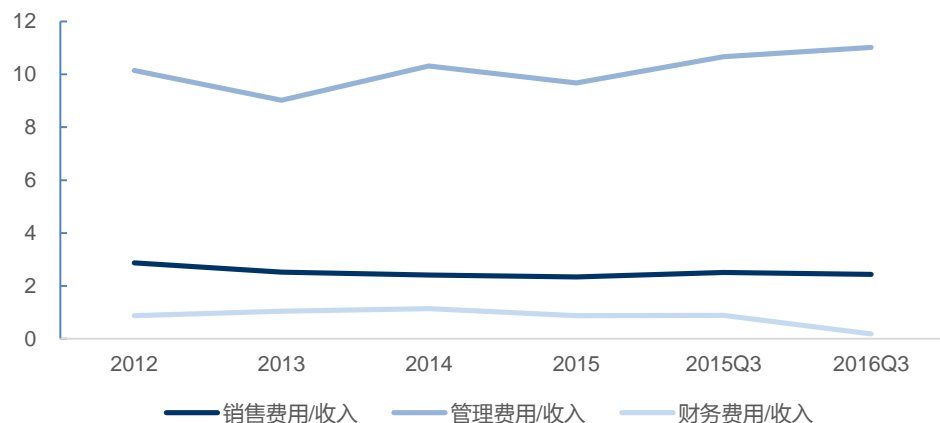
图 5：公司毛利率及利润率



资料来源：wind,申万宏源研究

EPC 业务现金流相对较好，优化长短期债务结构，节省财务费用。公司业务以环保工程 EPC 为主，相比一般 BOT 及 BT 类项目，具有前期垫资少，回款相对较快的特点。公司结合自身业务现金流较好的特点，对公司债务结构进行优化，增加短期负债比例，降低整体融资成本，2016 年前三季度财务费用占应收比例为 0.18%，较上年 0.88%有明显的下降。

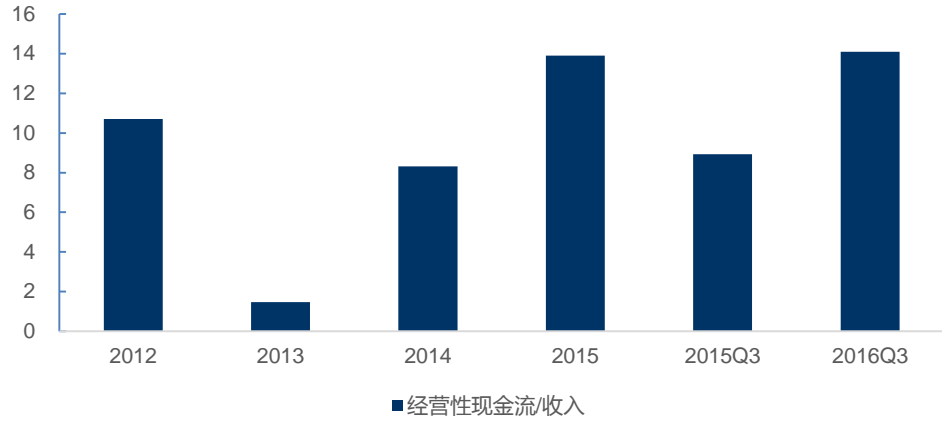
图 6：公司销售、管理及财务费用比率



资料来源：wind,申万宏源研究

图 7：公司经营性现金流情况





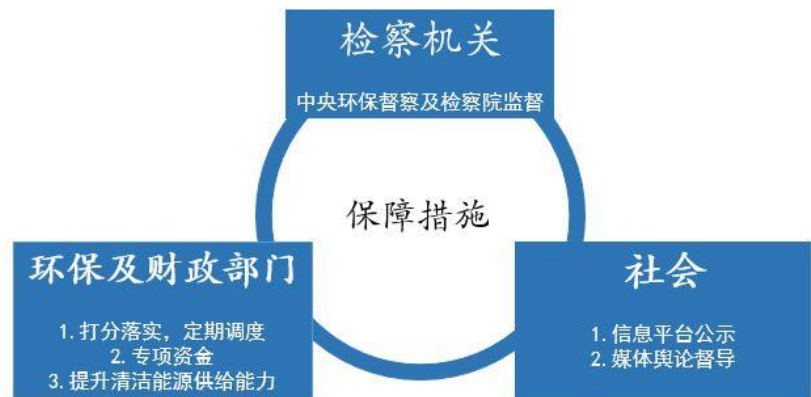
资料来源: wind,申万宏源研究

## 2. 监管趋严，大气领域再迎改造高潮

### 2.1 全面铺开，监管+资金双管齐下

监管趋严，中央巡查力度不断加大，督查地域有所扩大，将在全国范围内展开。从2017年4月起，中央环保督察组将分两批次，对湖南、安徽、新疆、西藏、贵州、四川、山西、山东、天津、海南、辽宁、吉林、浙江、上海、福建等15个以上的省（市）进行督察。按照安排，在去年两批次督查的基础之上，2017年要完成中央环保督察在全国范围内的覆盖。

图 8：相关主体形成三位一体的保障体系



资料来源: 申万宏源研究

监管模式不断升级，在全国形成京津冀先行，其他地区有望效仿。京津冀地区为加强大气污染防治，环保、财政、能源部门三位一体的监管模式，并定期向国务院汇报。以北京、天津、河北、山西、山东、河南省（市）政府为责任主体，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组协调推进，分解任务，落实责任。工作方案任务列入国务院办公厅督查内

容。环境保护部每季度调度各地区和有关单位工作任务落实情况，会同发展改革委、财政部、国家能源局上报国务院，采暖季每月调度。**建立舆论引导及督查机关严格问责。**加快国家大气污染健康综合监测网络建设与研究，统筹安排重污染天气信息发布内容、时机和形式，切实做好大气污染防治宣传报道和接受公众监督并回应公众关注的热点问题。**环境保护部对“2+26”城市空气质量改善情况实施按月排名**，按季度考核，北京、天津、廊坊、保定市以区县为单位参与排名，考核和排名结果交由干部主管部门，作为对领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据，此举将改善政府不作为。

**中央高度重视环保，大气领域支出明显增强，为后续大气污染防治工作开展提供资金保障。**2017年污染防治合计预算数为3.67亿元，污染减排合计预算数为15.61亿元，污染防治+污染减排支出合计金额19.28亿元，占当年总支出比重6.51%，相比2016年的4.69%，环比上升1.82个百分点。从细分领域来看，中央加大对监测、大气及水等领域的预算支持力度。大气预算同比增长150%，基数低，京津冀及周边一体化大气建设等、环境监测与信息同比增长55%，监测数据质量广度及深度需求提升，为后续治理及监管提供依据。

**中央拨款带动地方资金，PPP模式增加社会资本投入。**环保部门预算节能环保支出同比提升27.73%。1)就环保部公布部门预算(部本级预算+部属事业单位预算)，节能环保支出17年预算总数为32.23亿元，同比提升27.73%。大气、水、土壤污染防治行动计划实施管理1.84亿,生态环境保护监管1.23亿。2)就政府社会资本合作来看，据CPPPC发布项目库截至2016年12月末，PPP全部入库项目11260个，总投资额13.5万亿元，其中首批示范项目全部落地，一般项目落地率逐步提升。由中央和地方政府资金带动社会资本投入，加之PPP条例制定列入2017年立法工作计划，两法合一，保障机制理顺后将加强环保行业增速，对应行业增速有望进一步提升。

表 1：2016、2017 年中央本级支出环保项目预算表（单位：亿元）

项目	2016年预算数	2016年执行数	2017年预算数	预算数为上年执行数的%
大气污染防治				
大气	0.16	0.16	0.4	250
水体	0.85	0.84	0.94	111.9
噪声	0.01	0.02	0.01	50
固体废弃物与化学品	0.23	0.23	0.29	126.1
其他污染防治支出	1.45	1.45	2.03	140
<b>污染防治合计</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>3.67</b>	<b>135.9</b>
污染减排				
<b>环境监测与信息</b>	<b>8.07</b>	<b>8.62</b>	<b>13.4</b>	<b>155.5</b>
环境执法监察	0.86	0.81	0.8	98.8
减排专项支出	1.2	0.91	1.11	122
清洁生产专项支出			0.1	
其他污染减排支出			0.2	
<b>污染减排合计</b>	<b>10.13</b>	<b>10.34</b>	<b>15.61</b>	<b>151</b>

资料来源：财政部官网，申万宏源研究

## 2.2 后端工业大气污染综合治理有望启动

### 2.2.1 京津冀治霾联防联控 大气治理多管齐下

当前雾霾频发，多因素造就雾霾现状，需要多管齐下。雾霾成因较为复杂，除电厂烟气排放外，包括冶金、建材及其他类型燃煤锅炉在内的非电力废弃排放源均对控制治理产生较大影响。以京津冀为例，京津冀及周边6个省市面积占全国7.2%，耗煤量占全国33%，单位面积的排放强度为全国平均近4倍，煤电机组占全国的27%，钢铁产量3.4亿吨，占全国的43%，焦炭产量占全国的47%，电解铝产量占全国的38%，平板玻璃产量占全国的33%，水泥产量占全国的19%，还有大量化工产业。此外，京津冀的机动车保有量占全国的28%，而重型车保有量占比近30%。为实现以京津冀为代表的大气污染防治工作，需要对非电力领域的工业烟气进行升级改造。

图9：大气污染成因复杂



资料来源：申万宏源研究

京津冀最新政策，加强联防联控。2016年6月，京津冀地区在此联合推出《京津冀大气污染防治强化措施(2016-2017年)》；2017年2月8日，“京津冀‘2+26’通道城市大气污染防治工作视频会议”召开，本次发布的工作方案分拆落实更细，实施地区包括北京、天津及河北、山西、山东和河南的部分城市，称为“2+26”城市。小燃煤锅炉有序淘汰，燃煤窑炉改造加速。10月底前完成小燃煤锅炉“清零”工作。10月底前，北京、天津、石家庄、廊坊、保定、济南、郑州行政区域内基本淘汰10蒸吨及以下燃煤锅炉，以及茶炉大灶、经营性小煤炉。其他城市建成区及县城全面淘汰10蒸吨及以下燃煤锅炉。燃煤窑炉加快电炉、气炉改造进度。

表 2:1 台 10t 燃气锅炉改造的预算费用

序号	设备名称	型号	数量	制造商/产地	预算费用 (万元)
1	燃烧机	GS10 燃烧器	1 台	意大利 Riello	28.6
2	自动控制系统	锅炉配套	1 套	西门子	5.85
3	锅炉拆除				1.2
4	改造材料费				8
5	改造人工费				3.6
6	检验费				3
7	合计			50.25 万元	

资料来源：中国知网，申万宏源研究

## 2.2.2 非电领域提标改造具备提升空间

在水泥领域，我国当前排放标准仍有一定提升空间。当前我国水泥工业控制的大气污染物项目制定于 2013 年，约束排放项目有 6 项，而美国、欧盟水泥工业相关标准，污染物项目还可能包括重金属、有机物、HCl、HF 等，还有一定的提升空间。由于水泥窑的高温、长停留时间、氧化气氛、碱性条件以及固化反应，非常有利于酸性气体（HCl、HF）、有机物、重金属（Hg 除外）等的排放控制，它们的排放量和浓度都很低，因此我国标准暂未规定。整体来看，我国水泥工业排放标准严于欧洲、日本等绝大多数国家标准，仅略宽松于美国标准，但是由于前期监管不严，许多水泥生产设未按照要求配备相应处理装置。当前全国 2000 多条生产线，保守认为 1/3 生产线具有烟气改造需求，具有 200 亿市场空间。

表 3: 水泥工业大气污染物排放标准——GB4915-2013(一般地区) 单位: mg/m3

生产过程	生产设备	颗粒物	二氧化硫	氮氧化物 (NO <sub>2</sub> 计)	氟化物 (以总 F 计)	汞及其化合物	氨
矿山开采	破碎机及其他通风生产设备	20	-	-	-	-	-
水泥制造	水泥窖及窖尾余热利用系统	30	200	400	5	0.05	10 <sup>(1)</sup>
	烘干机、烘干磨、煤磨及冷却机	30	600 <sup>(2)</sup>	400 <sup>(2)</sup>	-	-	-
	破碎机、磨机、包装机及其他通风生产设备	20	-	-	-	-	-
散装水泥中转站及水泥制品生产	水泥仓及其他通风生产设备	20	-	-	-	-	-

注：（1）适用于使用氨水、尿素等含氮物质作为还原剂，去除烟气中氮氧化物。

（2）适用于采用独立热源的烘干设备。

资料来源：水泥工业大气污染物排放标准——GB4915-2013, 申万宏源研究

表 4: 水泥工业大气污染物排放标准——GB4915-2013（重点地区）单位：mg/m<sup>3</sup>

生产过程	生产设备	颗粒物	二氧化硫	氮氧化物 (NO <sub>2</sub> 计)	(以 氟化物 总 F 计)	(以 汞及其化 合物	氨
矿山开采	破碎机及其他通风生产设备	10	-	-	-	-	-
	水泥窖及窖尾余热利用系统	20	100	320	3	0.05	8 <sup>(1)</sup>
水泥制造	烘干机、烘干磨、煤磨及冷却机	20	400 <sup>(2)</sup>	300 <sup>(2)</sup>	-	-	-
	破碎机、磨机、包装机及其他通风生产设备	10	-	-	-	-	-
散装水泥中转站及水泥制品生产	水泥仓及其他通风生产设备	10	-	-	-	-	-

注：（1）适用于使用氨水、尿素等含氮物质作为还原剂，去除烟气中氮氧化物。  
（2）适用于采用独立热源的烘干设备。

资料来源：水泥工业大气污染物排放标准——GB4915-2013, 申万宏源研究

此外国家还对玻璃、中小锅炉等行业进行污染物排放的标准制定。由于当前雾霾频发，国家监管趋严，未来玻璃及锅炉烟气改造落地力度逐步加强，非电领域市场将逐步打开。以京津冀为首的 2+26 城，实施特别排放限值及排污许可管理倒逼企业进行大气治理，后续将会逐渐铺开。9 月底前，“2+26”城市行政区域内所有钢铁、燃煤锅炉排放的二氧化硫、氮氧化物和颗粒物大气污染物执行特别排放限值。重点排污单位全面安装大气污染源自动监控设施，并与环保部门联网，实时监控污染物排放情况，依法查处超标排放行为。“2+26”城市要率先完成重点行业排污许可证发放工作，推进重点行业治污升级改造，6 月底前，完成火电行业排污许可证发放工作；10 月底前，完成钢铁、水泥行业排污许可证发放工作。各地结合污染排放特征和地方排放标准实施要求，在全国率先开展医药、农药、包装印刷、工业涂装等行业排污许可证核发工作。完善并严格执行特别排放限值及排污许可管理制度将迫使企业进行污染物治理，提升环保治理需求。

表 5: 电子玻璃工业大气污染物排放标准——GB29495-2013

污染项目	适用条件	排放限值		污染物排放监控位置
		玻璃熔炉 <sup>(1)</sup>	配料、碎玻璃等其他通风生产设备	

颗粒物	全部	50	30	
烟气黑度（林格曼，级）	全部	1	-	
二氧化硫	全部	400	-	
氯化氢	全部	30	-	
氟化物（以总F计）	全部	5	-	车间或生产设施
铅及其化合物	CRT 锥玻璃、管玻璃及其他含铅电子玻璃	0.7	3 <sup>(2)</sup>	排气筒
砷及其化合物	适用砷化合物作为澄清剂	0.5	3 <sup>(2)</sup>	
锑及其化合物 <sup>(3)</sup>	适用锑化合物作为澄清剂	5	-	
氮氧化物（以NO <sub>2</sub> 计）	全部	700	-	

注：（1）指干烟气中O<sub>2</sub>含量8%状态下（纯氧燃烧为基准排气量条件下）的排放浓度限值。（2）指铅、砷配料的颗粒物浓度限值。（3）待国家监测方法标准发布后实施。

资料来源：电子玻璃工业大气污染物排放标准——GB29495-2013，申万宏源研究

表 6：锅炉大气污染物排放标准 单位：mg/m<sup>3</sup>

项目分类	锅炉适用标准	实施日期	污染项目	限值标准			污染物排放监控位置	备注
				燃煤锅炉	燃油锅炉	燃气锅炉		
在用锅炉 (2014/7/1前建成投产项目)	10t/h以上蒸汽锅炉和7MW以上热水锅炉	2015/10/1	颗粒物	80	60	30	烟囱或烟道 烟囱排放口	注释(1)：适用于广西壮族自治区、重庆市、四川省和贵州省
			二氧化硫	400、500 <sup>(1)</sup>	300	100		
	氮氧化物	400	400	400				
	汞及其化合物	0.05	-	-				
新建锅炉 (2014/7/1后新建、改建、扩建项目)	全部类型	2014/7/1	颗粒物	50	30	20	烟囱或烟道 烟囱排放口	
			二氧化硫	300	200	50		
			氮氧化物	300	250	200		
			汞及其化合物	0.05	-	-		
重点地区 锅炉(环保部要求严格控制大气污染物排放量的地区)	全部类型	环保部或省级人民政府规定	颗粒物	30	30	20	烟囱或烟道 烟囱排放口	
			二氧化硫	200	100	50		
			氮氧化物	200	200	150		
			汞及其化合物	0.05	-	-		
			烟气黑度(林格曼黑度, 级)		≤1			

资料来源：锅炉大气污染物排放标准——GB13271-2014, 申万宏源研究

钢铁处于治理良莠不齐，后期改造空间较大。据《钢铁工业环境保护统计》，在烟气排放方面，重点钢企平均值 0.81 千克/吨钢，中国钢铁协会会员中前十名均值 0.41 千克/吨钢，而后十名高达 4.17 千克/吨钢。同样还有二氧化硫排放，平均值 0.85 千克/吨钢，前十名均值 0.35 千克/吨钢，后十名均值 2.62 千克/吨钢。而未纳入统计的钢铁企业排放量更大，2014 年非协会会员粗钢产量 2.5 亿吨，不足会员企业一般，但粉尘排放量 51.55 万吨与会员单位 49.95 万吨相近，而二氧化硫排放量 116.1 万吨是会员单位 64.65 万吨的两倍。钢铁行业环保设施平均吨钢运行成本为 80 元，包钢等先进企业达到 150 元，许多企业运行成本不足 50 元，无法达标排放，需要进行升级改造。

表 7: 钢铁行业治污升级改造要求

工序	位置	治污设施要求	自动在线监控要求
烧结（球团）	烧结机机头（球团）	湿法脱硫的配备湿式电除尘等高效除尘装置	烧结机头、结烧机尾、球团焙烧排气筒安装自动在线监测系统（含颗粒物、二氧化硫、氮氧化物，下同）。并与环保部联网。
	焦炉烟气	脱硫脱硝	焦炉烟气排气筒自动安装在线监控系统，并与环保部联网。
焦化	装煤、推焦烟气	烟气全部有效收集，大型地面站净化除尘	焦化地而除尘站排气筒安装自动在线监控系统。并与环保部联网。
	高炉	高炉出铁场	出铁口、铁沟、渣沟采取封闭收集措施
转炉	转炉一次烟气	高效除尘	转炉二次烟气排气筒自动安装在线监测系统，并与环保部联网。
	转炉车间	设屋顶罩并配备独立高效袋式除尘器	
自备电站	机组	燃煤电厂建设高校脱硫脱硝除尘设备	排气筒安装自动在线监控系统，并与环保部联网。
	所有原料场、煤场、堆场	密闭	安装摄像头，并与环保部联网。
物料	大宗物料	封闭式皮带输送	

资料来源：京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案（征求意见稿）、申万宏源研究

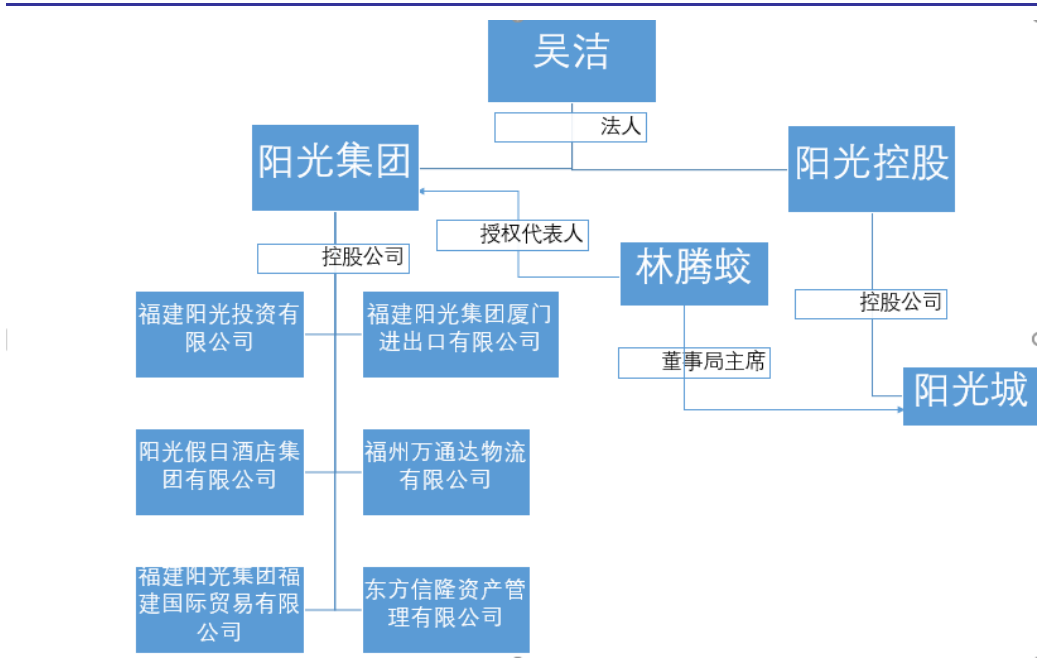
## 3、阳光集团溢价收购，企业价值有望重估

### 3.1 新大股东阳光集团实力雄厚、资源丰富

福建阳光集团有限公司实力雄厚，集团资源丰富。注册资本 71.6 亿元，对外投资企业达 22 家，涵盖了外贸、教育、酒店、投资等各领域；其法人吴洁同时也担任阳光控股有限

公司的法人与总经理，阳光控股为上市公司阳光城的控股股东，是一家跨五大产业的大型投资控股集团，而此次并购案中福建阳光集团方授权代表人则为阳光城董事局主席林腾蛟。由于阳光集团丰富的资本运作经验丰富，新第一大股东有望发挥集团经验，进一步优化业务结构。

图 10：阳光集团关系简览

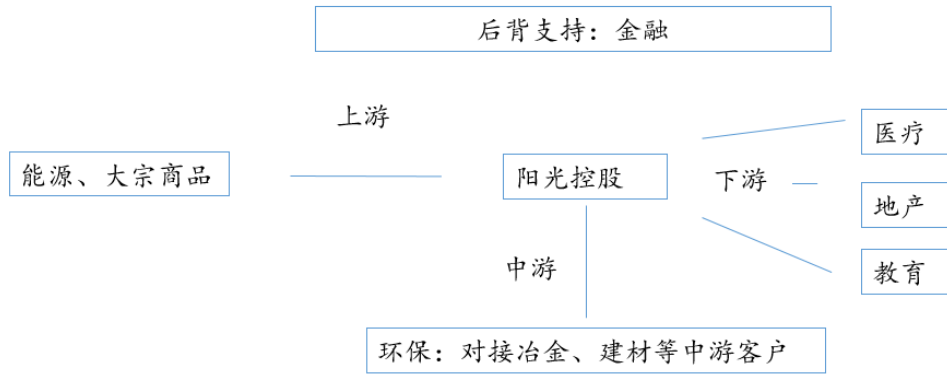


资料来源：申万宏源研究

**集团战略性切入环保领域，完善产业布局。**公司在五大产业布局的基础上，选择收购龙净环保股权来补充环保产业布局，是对公司作为全球最大大气环保设备制造企业长期价值的肯定。此次收购完成后，将会形成以金融做后背支持，在上游具有能源和大宗商品等物料供应，下游有面向消费者和企业的医疗、地产和教育，而龙净代表下的环保产业，凭借客户网络，则是链接电力、冶炼、建材等中游行业的重要桥梁。**同一地区企业溢价收购，后期资源协同可期。**公司价值有待重估。公司第一大股东福建东征投资(持股比例 17.17%)与阳光集团达成意向协议书，拟将其全部股权整体作价 36~38 亿转让给阳光集团，龙净环保作价 20 元/股，溢价率 56.62%。从以往的投资方向来看，阳光集团的发展聚焦于区域，其与龙净环保均为福建企业，地理上的相近，未来在公司发展方面，有望在当地政府政策支持 and 战略资源上实现一定协同。阳光立足丰富收购经验，加之同一地域的便于沟通了解，此次溢价收购具有一定的审慎合理性。

图 11：阳光控股产业布局





资料来源：申万宏源研究

### 3.2 估值偏低，企业价值有望得到重估

根据申万三级行业分类：选取全部环保设备制造企业，龙净环保总市值最大，为 150 亿元，市净率仅为 3.75，低于可比公司市净率中位数 5.51。市净率作为投资分析的指标之一，公司市净率较低体现出较高投资价值、较低投资风险，此外，由于环保行业处于黄金发展期，整体估值较高。龙净环保作为全球最大的大气环保装备制造企业与同行业公司相比市净率偏低，其股价或被低估。此次并购阳光集团拟以 56.62% 的溢价收购公司股权，以获得第一大股东的地位，若并购成功，龙净环保的企业价值将有望被重估。

表 8: 环保设备制造企业估值情况（申万三级分类）（基于 2017 年 4 月 26 日行情数据）

排名	代码	证券简称	总市值(亿)	市净率 PB (MRQ)
1	600388.SH	龙净环保	150	3.75
2	600526.SH	菲达环保	63	2.47
3	002499.SZ	科林环保	55	7.78
4	603311.SH	金海环境	45	6.77
5	300385.SZ	雪浪环境	43	5.51
6	000551.SZ	创元科技	38	2.32
	最高值	最高值	150	7.78
	中位值	中位值	55	5.51

资料来源：wind，申万宏源研究

选取大气污染控制类上市公司，公司 2017 年市盈率 20 倍为大气污染控制类环保最低，低于均值 35.5；市净率 3.8，低于均值 4.25。龙净环保与清新环境同属于大气领域龙头企业，2015 年电力除尘市场市占率、脱硫市占率均超 20%，高于一般大气污染控制类公司，但公司估值低于清新环境，后续有望提升。

表 9: 大气治理板块重点标的盈利预测表

板块	代码	简称	评级	2017/4/26			EPS			PE			PB
				最新收盘价	15A	16E	17E	15A	16E	17E			

	600292.SH	远达环保	买入	10.91	0.36	0.19	0.23	30	57	47	1.7
大气治理	600388.SH	龙净环保	增持	14.05	0.52	0.62	0.69	27	23	20	3.8
	002573.SZ	清新环境	增持	23.24	0.48	0.70	0.97	49	33	24	6.8

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯

## 4、公司盈利预测及估值

**盈利预测及估值：**根据公司在手订单及行业增速，由于电力烟气改造处于高峰期，非电领域市场空间比较充足，我们预测公司 2016-2018 年公司营业收入分别为 80.24 亿、87.74 亿、96.73 亿，同比增速分别为 8.57%、9.35%、10.25%，公司 2016-2018 年公司净利润分别为 6.62 亿、7.38 亿、8.18 亿，同比增速分别为 18.18%、11.48%、10.84%，对应 17 年 PE 为 20 倍。大气治理板块可比公司对应估值分别为 35.5，公司相对低估。此外，公司作为环保装备制造企业，其 PB 为 3.75，根据申万三级分类，低于可比公司市净率中位数 5.51。考虑到公司项目质量较好，EPC 工程回款较快，公司现金流充足、风险较低，市净率较低，作为行业龙头享有稳中有增的市场份额，首次覆盖我们给予增持评级。

表 10：营业收入拆分（百万）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5568	6027	7391	8024	8774	9673
除尘器及配套设备	2650	3054	4019	4421	4907	5398
脱硫、脱硝工程项目	1999	2142	2909	3235	3623	4057
房产销售及出租、物业管理	466	133	131	131	65	0
新疆 BOT 项目	69	83	80	80	80	80
印尼国家电力项目	286	490	142	92		
脱硝催化剂	14	39	47	66	99	138
其他业务	84.95	85.69	63.25	70	77	84

资料来源：申万宏源研究

表 11：营业成本拆分（百万）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业成本	4388	4621	5697	6287	6848	7555
除尘器及配套设备	2083	2277	2995	3316	3680	4048
脱硫、脱硝工程项目	1631	1683	2370	2652	2960	3315
房产销售及出租、物业管理	329	100	85	97	48	0
新疆 BOT 项目	37	47	43	46	46	46
印尼国家电力项目	245	437	140	90	0	0
脱硝催化剂	11	28	32	47	70	98
其他业务	51	50	32	40	44	48

资料来源：申万宏源研究

表 11：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	5568	6027	7391	8024	8774	9673
二、营业总成本	5196	5574	6777	7368	8024	8824
其中：营业成本	4388	4621	5697	6287	6848	7555
营业税金及附加	112	76	94	102	111	123
销售费用	137	144	171	185	197	211
管理费用	492	614	706	801	838	917
财务费用	59	66	45	35	31	19
资产减值损失	7	54	64	-41	0	0
加：公允价值变动收益	5	-4	-1	0	0	0
投资收益	129	61	11	11	11	11
三、营业利润	506	509	624	667	761	860
加：营业外收入	49	43	49	153	153	153
减：营业外支出	3	3	8	5	5	6
四、利润总额	552	549	665	815	909	1007
减：所得税	89	82	104	152	170	188
五、净利润	463	467	561	663	739	819
少数股东损益	7	4	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	457	463	560	662	738	818
六、基本每股收益	1.07	1.08	0.52	0.62	0.69	0.76
全面摊薄每股收益	0.43	0.43	0.52	0.62	0.69	0.76

资料来源：Wind，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。