

科林环保——

袋除尘行业的领跑者

科林环保

002499

调研概述:

近期,我们对科林环保(002499)进行了实地调研,就市场关心的行业状况和公司经营、未来发展方向和袋除尘行业现状等问题与公司高管进行了交流。

调研评述:

公司目前是国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一,公司袋式除尘器设计及设备制造业务的发展历史,可以追溯至1979年。公司产品为非标产品,个体差异较大,定价采用产品具体成本附加一定利润而产生,单台产品合同价格从数万到数千万不等,主要受原材料价格波动、不同技术配置和议价情况影响。

根据国家对水泥行业淘汰落后产能的要求,新标准的提高,“十二五”期间预计全国将有1000台窑炉需要对窑头窑尾的除尘设备进行改造。但由于该行业目前处于恶性竞争、价格敏感度高,因设备和技术原因造成的水泥跑漏占到产量的5%。未来水泥行业的发展项目、技术革新项目、落后产能置换项目带来的替代需求将为袋式除尘器行业带来巨大的增量市场。

由于具有清灰效率高、设备阻力低、占地面积小、运行可靠、维护成本低、煤种适应性强等特点,袋式除尘是世界公认的电站高效除尘技术。袋式除尘替代静电除尘是未来燃煤电厂除尘技术发展的必然趋势。由于袋式除尘器特有的除尘机理,滤袋表面形成的粉尘层能够与烟气中的酸性气体进行中和反应,起到辅助脱硫、脱硝、去除二恶英的作用,因而可以达到更好的空气净化效果。

公司应用于钢铁行业的高炉煤气袋式除尘技术由于无需用水,吨铁耗水减少1.5-3m³、耗电减少3.4kwh(原3.5kwh),吨铁节省焦炭50-60公斤,经袋式除尘干法净化后的高炉煤气进行余压发电较湿法除尘高炉煤气发

附表 公司业绩预测表

	A-1	A	A+1	A+2
营业收入(百万元)	324	356	420	563
营业收入同比(%)	3.2%	8.0%	18.0%	34.0%
净利润(百万元)	43	44	49	60
净利润同比(%)	27.8%	3.7%	10.6%	22.6%

A为分析日所处的当年度

首次

增持

分析师: 应晓明

S0630511010018

联系信息:

021-50586660*8645

yxm@longone.com.cn

日期

分析: 2011年11月14日

调研: 有

价格

当前市价: 32.61元

目标价: 39.00元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.57	0.59	0.65	0.80

注: EPS为最新股本摊薄后数据

电量可提升30%以上。当环保成为降低生产成本的技术手段，行业增长动力将不止来自外部政策的推动，而更多的将会来自企业内部需求。并且是未来合同能源管理、合同环境管理市场发展的基础。

冶金行业由于生产工艺的改进（钢铁）及开采贫矿量（有色）的增加，原有技术设备已不能满足国家烟尘排放标准的要求。相关除尘设备更新改造市场需求将进一步释放。公司与德国保尔沃特环保技术公司合作，参与烧结机烟气脱硫除尘系统的总承包，为公司钢铁烧结脱硫领域的业务提供了技术支持。

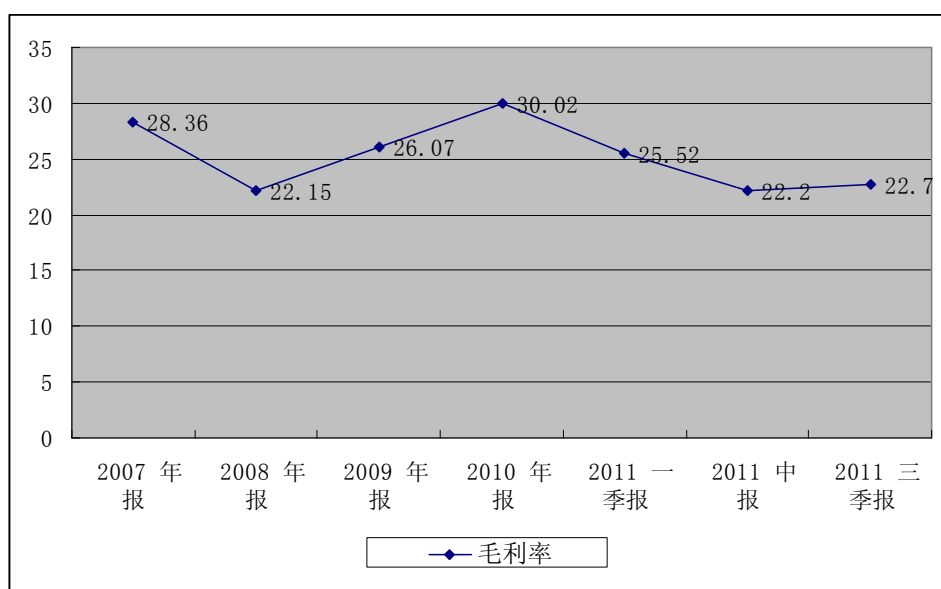
全球环保市场规模已达到3,000亿美元/年。与欧美现行大气污染物5~50mg/Nm³的排放标准相比，我国大气污染物排放标准仍较为宽松。当前，政府把环保产业作为战略性新兴产业之首加以培育，将“环境保护、循环经济、节能减排”理念贯穿于我国目前及未来经济发展的全过程，政策执行力度将不断加大。行业高速增长为公司发展提供了良好的市场环境。

目前公司产能为65万平方米过滤面积。产能不足是公司目前发展中遇到的主要瓶颈。现公司产能利用率基本处于满负荷的状态。募投项目预计在2013年达产，2011预计释放20%，2012年预计释放50%。公司2011年三季报显示，今年以来公司毛利率下滑的局面可能已经发生改变，毛利率已经出现拐点（图1）。未来受募投项目达产和毛利率预期提升的叠加效应，估值预期出现相应上调的可能较大。

投资建议：

我们认为公司作为国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一，在技术和人员上具备行业领先的优势。劳动力成本及原材料成本不断上升也对公司经营带来一定的不确定性。在产能阶段性受限的格局下，未来毛利率的提升将是影响公司估值的主要因素之一。我们预计公司2011~2013年EPS分别为：0.59元、0.65元、0.80元，对应公司2012年60倍PE估值为39元/股，我们给予公司增持评级。

图1 近年来公司毛利率变动情况



资料来源：公司公告 东海证券研究所

公司盈利预测及估值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	468	400	400	400	营业收入	324	349	412	552
应收款项	132	98	126	183	增长率	3.2%	8.0%	18.0%	34.0%
存货净额	68	89	89	127	营业成本	226	248	293	398
其他流动资产	13	18	23	27	营业成本/营业收入	70.0%	73.0%	75.0%	72.0%
流动资产合计	680	605	639	738	营业税金及附加	3	2	2	3
固定资产	50	76	97	118	销售费用	13	16	19	25
无形资产及其他	37	36	34	33	销售费用/营业收入	4.1%	4.5%	4.7%	4.4%
投资性房地产	2	2	2	2	管理费用	33	32	39	53
长期股权投资	0	0	0	0	管理费用/营业收入	10.2%	9.2%	9.5%	9.6%
资产总计	769	718	773	892	财务费用	2	5	6	6
短期借款及交易性金融负债	25	426	409	403	投资收益	0	0	0	0
					资产减值及公允价				
应付款项	86	73	91	130	值变动	(4)	(2)	(1)	(2)
其他流动负债	50	73	77	103	其他收入	(0)	(0)	(0)	0
流动负债合计	161	572	576	636	营业利润	42	45	52	66
长期借款及应付债券	0	(510)	(510)	(510)	增长率	22.3%	7.3%	16.4%	26.2%
其他长期负债	0	1	1	1	营业外净收支	8	6	4	3
长期负债合计	0	(509)	(509)	(509)	利润总额	50	51	56	69
负债合计	161	63	67	127	增长率	29.4%	2.5%	10.6%	22.6%
少数股东权益	0	0	0	0	所得税费用	7	7	7	9
股东权益	609	653	702	762	少数股东损益	0	0	0	0
					归属于母公司净利				
负债和股东权益总计	769	716	769	889	润	43	44	49	60
					增长率	27.8%	3.7%	10.6%	22.6%
关键财务与估值指标					现金流量表(百万				
	2010	2011E	2012E	2013E	元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.57	0.59	0.65	0.80	净利润	43	44	49	60
每股红利	0.18	0.00	0.00	0.00	资产减值准备	3	(4)	0	0
每股净资产	8.11	8.71	9.36	10.16	折旧摊销	6	6	6	6
ROS	13%	13%	12%	11%	公允价值变动损失	4	2	1	2
ROE	7%	7%	7%	8%	财务费用	2	5	6	6
毛利率	30.0%	29.0%	29.0%	28.0%	营运资本变动	(44)	15	(12)	(34)
EBIT Margin	13%	14%	14%	13%	其它	(3)	4	0	0
EBITDA Margin	15%	16%	16%	14%	经营活动现金流	9	67	44	35
收入增长	3%	8%	18%	34%	资本开支	(11)	(26)	(27)	(28)
净利润增长	28%	4%	11%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0

资产负债率	21%	9%	9%	14%
息率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	72.9	57.5	52.0	42.4
P/B	5.1	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	63.4	45.0	39.1	32.9

资料来源：公司资料，东海证券预测

EV = MARKET CAP + DEBT + MINORITY
INTEREST + PREFERRED SHARES
DEBT=循环贷款 + 长期银行借款 + 其他长期
负债

投资活动现金流	(11)	(26)	(27)	(28)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(5)	(510)	0	0
支付股利、利息	(14)	0	0	0
其它融资现金流	439	401	(17)	(6)
融资活动现金流	402	(109)	(17)	(6)
现金净变动	400	(68)	0	0
货币资金的期初余额	68	468	400	400
货币资金的期末余额	468	400	400	400
企业自由现金流	(6)	38	17	7
权益自由现金流	428	(75)	(5)	(5)

作者简介

应晓明：东海证券研究所，节能环保行业分析师。证券从业经历 10 年。
重点跟踪公司——国电清新、中电环保、易世达、南方汇通等

评级定义

- 市场指数评级**
- 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 - 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 - 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
- 行业指数评级**
- 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 - 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 - 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
- 公司股票评级**
- 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 - 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 - 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 - 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 - 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897