

行业龙头，持续受益除尘脱硫脱硝

龙净环保公司分析报告

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **29.00 元**

期限: 6个月 上次预测:

现价(2012年03月26日): 26.17元

报告日期: **2012-03-27**

报告关键点:

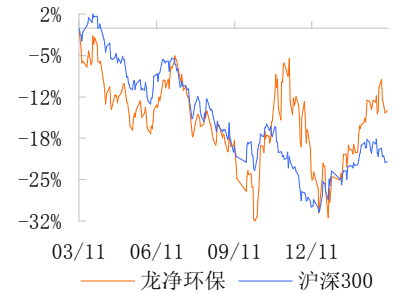
- ☞ 除尘器需求有望重启，作为龙头企业，公司市场份额有望继续提升
- ☞ 占据火电脱硫市场8%的市场份额，预计未来两年是火电脱硝高峰期，公司有望在脱硝市场分得同样的市场份额
- ☞ 优先布局海外、西部市场，估值偏低，首次给予“增持-A”评级

报告摘要:

- **除尘器需求有望重启，预计公司市场份额将继续提升。** 公司为除尘行业的龙头企业，在电除尘的市场份额超过20%，且盈利能力远超过另一龙头企业菲达环保。过去几年，由于电除尘在电力行业的普及率接近95%，袋式除尘器在钢铁、水泥等行业普及率在80%以上，除尘行业增长稳定，且市场竞争比较激烈。新的火电厂大气污染物排放标准实施后，原有除尘器不能够满足30mg/nm3的标准，预计大量除尘器存在技改需求。继火电行业后，钢铁、水泥等行业可能出台更严格的环保标准，从而推动该类行业除尘器的需求。受益于环保标准的提升，预计除尘器的市场需求将重新启动。在更严格的标准下，小型企业更容易被淘汰，在整个市场盈利较弱的背景下，市场份额更容易向具有规模效应的龙头企业集中，公司在除尘行业的市场份额有望继续提升。
- **分享火电脱硝、钢铁脱硫、水泥脱硝盛宴。** 与除尘行业相比，火电脱硫行业的市场相对封闭，电力集团下面的环保公司占有大部分市场份额。公司作为民营企业，占有火电脱硫市场8%的市场份额，显示出其强有力的市场开拓能力。预计未来两年是火电脱硝订单的高峰期，其市场参与者与火电脱硫类似，预计公司仍有望保持8%的市场份额。此外，钢铁烧结脱硫、水泥行业脱硝正在启动中，公司已获得多个订单。该类业务将进一步夯实公司盈利。
- **立足国内，多点布局发展中国家。** 公司强有力的市场开拓力，还体现在海外市场上。在出口除尘器业务的同时，公司正在开展海外业务总承包模式，且已获得印度等国家多个订单。发展中国家正处于电力、冶金产能加速建设时期，公司及时布局海外市场，是另一亮点。
- **首次给予“增持-A”评级。** 预计2011年-2013年的每股收益分别为1.18元、1.45元、1.67元，对应PE分别为22.1倍、18.0倍、15.7倍，公司估值低于同行业其他公司。考虑公司成长性，给予公司2012年20倍市盈率，预计6个月目标价为29元，首次给予“增持-A”评级。
- **风险提示:** 除尘技改启动慢于预期；市场竞争过于激烈，导致毛利率快速下滑

总市值(百万元)	5,595.41
流通市值(百万元)	5,440.74
总股本(百万股)	213.81
流通股本(百万股)	207.90
12个月最低/最高	19.88/31.23 元
十大流通股东(%)	40.47%
股东户数	38,190

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.40	(1.24)	8.63
绝对收益	2.90	8.17	(13.80)

彭倩

0755-82558025
执业证书编号

行业分析师

pengqian@essence.com.cn
S1450511020033

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,416.8	3,344.7	3,643.5	4,578.6	5,449.0
Growth(%)	17.1%	-2.1%	8.9%	25.7%	19.0%
净利润	257.6	228.5	253.3	310.4	357.2
Growth(%)	47.6%	-11.3%	10.9%	22.5%	15.0%
毛利率(%)	19.7%	20.9%	21.7%	20.5%	19.0%
净利润率(%)	7.5%	6.8%	7.0%	6.8%	6.6%
每股收益(元)	1.20	1.07	1.18	1.45	1.67
每股净资产(元)	9.43	9.78	10.30	11.48	12.83
市盈率	21.7	24.5	22.1	18.0	15.7
市净率	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
净资产收益率(%)	13.2%	11.0%	11.6%	12.8%	13.1%
ROIC(%)	36.6%	28.3%	26.9%	16.4%	16.9%
EV/EBITDA	12.8	15.5	15.0	12.0	10.7
股息收益率	1.3%	1.9%	0.9%	1.1%	1.3%

前期研究成果

1. 业务涵盖除尘、脱硫、脱硝各方面

福建龙净环保股份有限公司（龙净环保）成立于 1971 年，专业致力于大气污染治理装备的研究开发已有三十余年历史，公司产品包括烟气除尘、脱硫脱硝、物料气力输送等多个方面。

公司除尘器产品有电除尘器、电袋复合除尘器、袋式除尘器。产品广泛用于电力、钢铁、水泥、冶金、垃圾焚烧等领域。

公司的脱硫系统包含了石灰石-石膏湿法烟气脱硫系统、干法脱硫系统。公司湿法脱硫技术，脱硫效率高，可靠性强，脱硫副产品可综合利用。该技术适用于燃煤电厂、燃煤供热锅炉、冶金烧结机等企业。公司干法脱硫已经在大型机组、大型烧结机上得到成功应用，具有节水、节电、高性价比的特点。

公司的脱硝系统主要采用 SCR 技术，并参与了国内多个脱硝示范工程。

公司收入由 2004 年的 11 亿元增长到 2010 年的 33 亿元，6 年间的复合增长率为 19.55%。在收入构成中，除尘器业务比重最大，其次是脱硫脱硝工程，环保设备安装、运输等业务。此外，公司还拥有一个 2*33 万千瓦火电机组脱硫特许经营项目，公司业务还包含了少量水力发电、地产销售。

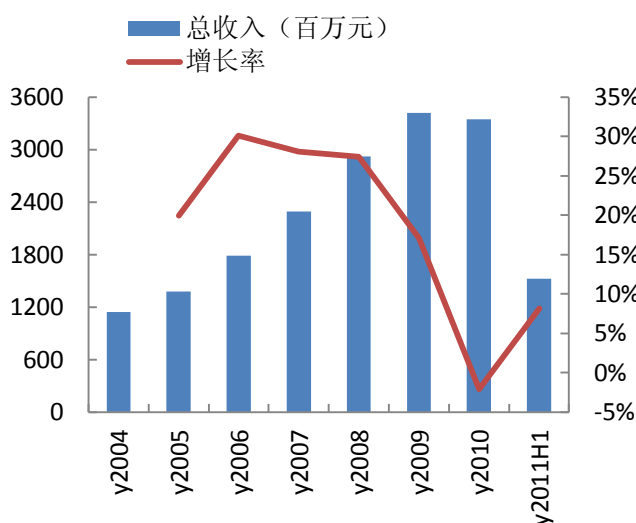
公司第一大股东为福建省东正投资股份有限公司，持有公司 17.17% 的股份。福建省东正投资股份公司的实际控制人为周苏华先生，持有公司 53% 的股份。

图 1 公司业务涵盖除尘、脱硫、脱硝多方面



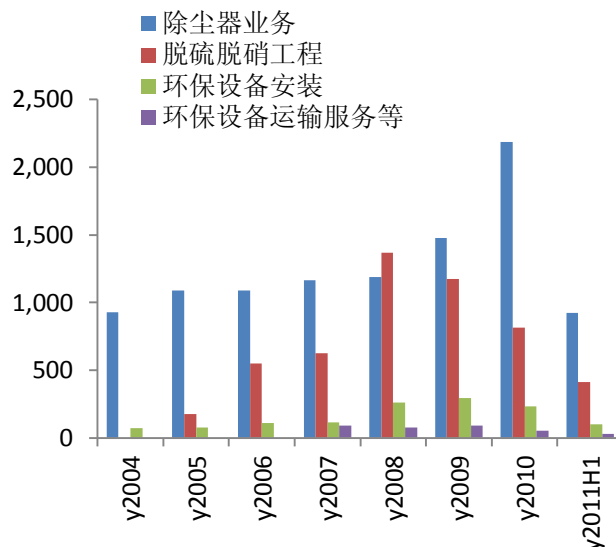
数据来源：公司网站 安信证券研究中心

图 2 近年来公司整体收入保持稳定增长



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 3 除尘、脱硫脱硝为公司主要收入来源 (百万元)



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 除尘市场需求有望重启，公司市场份额有望继续提升

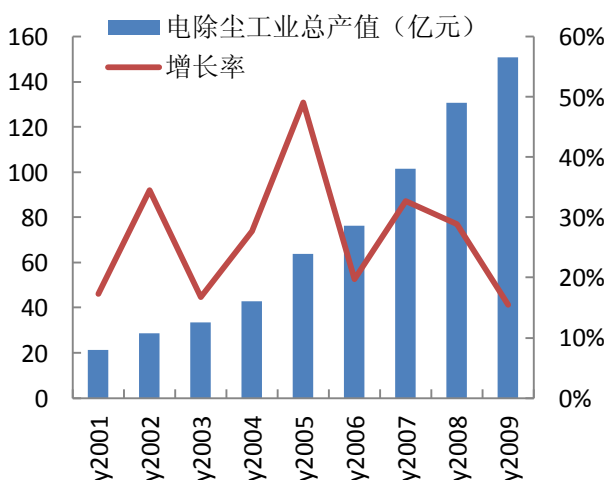
2.1. 更加严格的环保标准，有望重启除尘市场，市场份额可能更加集中

在过去的几十年里，电除尘器行业经过了比较快速的发展。根据电除尘委员会的统计，电除尘行业的工业总产值由 2001 年的 21 亿元增长到 2009 年的 151 亿元，复合增长率为 27.69%。除尘器是火电机组建设的必备产品，电除尘器在火电行业得到广泛应用，目前约 95% 的火电机组使用电除尘器。

从事电除尘行业的企业比较多，近年来市场有逐渐向大型企业集中的趋势。根据电除尘委会的统计，国内从事电除尘及相关行业的企业在 200 家以上，其中 30 多个骨干企业的产值约占全行业的 85% 以上，而菲达环保、龙净环保，电除尘器的产值占电除尘行业总产值的 40%。公司为电除尘行业的龙头企业。

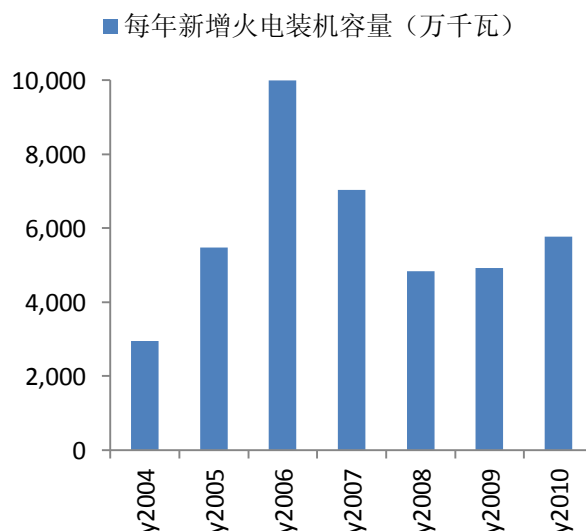
电除尘器主要用于火电机组，近年来，由于每年新增火电装机容量在 5000 万千瓦左右，火电行业投资增速趋于平稳，电除尘行业工业总产值增速逐渐放慢。

图 4 电除尘行业整体增长呈放慢趋势



数据来源：电除尘委员会 安信证券研究中心

图 5 每年新增火电装机容量区域稳定



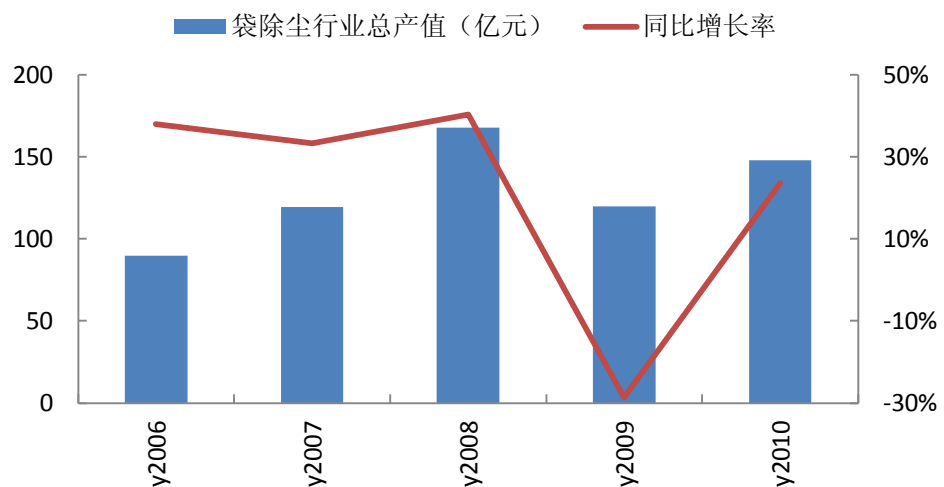
数据来源：中电联 安信证券研究中心

与电除尘器相比,袋式除尘器在冶金、水泥、有色等行业用的比较广泛。钢铁、有色行业袋式除尘器的使用比例已经达到 95%左右,水泥行业通过结构调整后,袋式除尘器使用比例在 80%左右,2009 年以后新上的新型干法水泥生产线基本采用袋式除尘器。

受益于袋除尘器在钢铁、水泥等行业的普及,袋式除尘行业总产值由 2006 年的 90 亿元增长到 2010 年的 148 亿元,复合增长率为 13.37%。

袋式除尘行业小型企业居多,集中度不高,彼此进行低价竞争,导致行业盈利能力不佳。由于国家对各行业的烟尘、粉尘排放浓度标准提高,袋式除尘行业快速发展,吸引力大型电除尘企业进入袋式除尘行业,菲达环保、龙净环保开始袋式除尘业务等。

图 6 袋除尘行业整体增长趋于稳定



数据来源: 袋除尘委员会 安信证券研究中心

业内认为电除尘器难以达到新的环保标准,袋式除尘器将取代现在的电除尘器。根据国外经验,例如欧盟规定粉尘排放极限为 30mg/nm³,电除尘的使用占比在 85%左右,美国 2005 年规定粉尘排放极限为 20mg/nm³,其中电除尘的使用占比为 80%,日本绝大部分地方政府制定的粉尘排放标准低于 20mg/nm³,其燃煤电厂几乎全部采用电除尘器。由此说明,电除尘器可以满足现行 30mg/nm³ 标准。

关于袋式除尘器是否最终将取代电除尘器,目前暂无定论。整个除尘行业的竞争比较激烈,在行业整体利润率越来越低,环保标准更加严格的背景下,小型企业很可能被淘汰,市场份额更容易向具备规模效应的龙头企业集中。

此外,火电行业新的排放标准已经实施,该标准比欧盟等国家的标准更为严格。火电行业原有除尘器按照 50mg/m³ 设计,不能满足现行 30mg/m³ 标准,预计大量除尘设备需要技改。钢铁、水泥等行业可能会陆续出台更加严厉的污染物排放标准。受益于环保标准的提高,除尘行业的市场需求有望重新启动。

2.2. 除尘器市场容量测算

我们对各行业除尘市场做了初略测算,在测算中,重点考虑电力行业技改需求,钢铁、水泥行业新增产能带来的除尘器需求。

电力行业:

1) 按照环保部要求,到 2014 年 7 月 1 日所有燃煤机组烟尘排放量控制在 30mg/nm³

以内。目前电力行业使用的除尘器的排放标准按照 50mg/nm³ 设计,假设 2012-2014 年内,有 50%电除尘器存在技改需求,改造单价为 30 元/千瓦;

2) 假设每年新增火电机组 5000 千瓦,新增机组除尘器单价为 60 元/千瓦;

由此测算,2012-2014 年电力行业除尘器年均需求约 68 亿元。

钢铁行业:

1) 按照钢铁行业“十二五”规划,2015 年粗钢需求量约 7.5 亿吨。按照 83%的产能利用率计算,2015 年粗钢产能约 9 亿吨,按照 1:1 产能折算,2015 年生铁产能约 9 亿吨;

2) 2010 年,生铁产能约 7 亿吨。按照钢铁“十二五”规划,要在“十二五”期间淘汰 400 立方米及以下的高炉,该部分产能约 1 亿吨;预计“十二五”期间需新建生铁产能约 3 亿吨;

3) 按照 1000 立方米高炉产生生铁 110 万吨折算,“十二五”期间约新增 1000 立方米高炉 273 座,按照 1000 立方米高炉所需除尘器单价约 7000 万-8000 万计算

预计“十二五”期间钢铁行业除尘器需求约 200 亿元,年均需求约 40 亿元。

水泥行业:

根据安信建材行业研究员统计,截止 2011 年全国合计水泥生产线 1506 条,折算为熟料产能约 14 亿吨。2011 年新投产新型干法水泥生产线 171 条,设计熟料产能 2.05 亿吨。目前在建生产线约 150 条,折合数量产能超过 2 亿吨。据此推算,我们假设 2012-2014 年间,新增水泥生产线合计 300 条,按照单位投资 500 万元/条计算,水泥行业年均除尘器需求约 5 亿元。

预计 2012-2014 年间,电力、钢铁、水泥行业除尘器市场需求约 369 亿元,年均市场需求为 123 亿元。若钢铁、水泥等行业出台了新的大气污染物排放标准,除尘器市场容量可能更大。

表 1: 2012-2014 年间,除尘器年均市场需求测算

电力行业除尘器年均需求(亿元)	68
截止 2011 年火电装机容量(亿千瓦)	7.6
2012-2014 年需要改造比例	50%
改造单价(元/千瓦)	30
存量机组年均容量(亿元)	38
每年新增火电机组(亿千瓦)	0.5
新建单价(元/千瓦)	60
增量机组年均容量(亿元)	30
钢铁行业除尘器年均需求(亿元)	40
“十二五”除尘器总需求(亿元)	200
水泥行业除尘器年均需求(亿元)	5
2012-2014 年每年新增水泥生产线	100
新增成产线除尘器单价(万元)	500
合计	113

数据来源:中电联 袋式除尘委员会 安信证券研究中心

2.3. 除尘行业龙头,在除尘需求重启的背景下,市场份额有望继续提升

在整个电除尘行业市场容量趋于稳定的背景下，2004年-2008年公司除尘业务保持稳定的增长。2009年公司袋除尘器、电袋复合除尘器开始贡献盈利，2009-2010年公司除尘器业务收入快速增长。目前，在公司除尘业务结构中，电除尘占比约60%，袋除尘（含电袋复合除尘器）占比约40%。

在除尘行业趋于饱和的背景下，公司业务保持增长，一方面说明公司在除尘行业的市场份额在逐年提升，另一方面，公司开展100千瓦临界机组的除尘业务，通过发展高端产品，提升了除尘产品整体的盈利能力。

目前，公司除尘业务的体量已经超过另一龙头企业菲达环保，且盈利能力远高于菲达环保。作为除尘行业的龙头企业，公司市场份额有望继续提升。

按照公司市场占有率为20%计算，预计公司除尘器业务的年均订单额为24.6亿元。受到除尘器技改的推动以及公司自身市场份额的提升，预计公司除尘业务将继续保持稳定增长。

图 7 除尘行业龙头企业收入及增长率对比

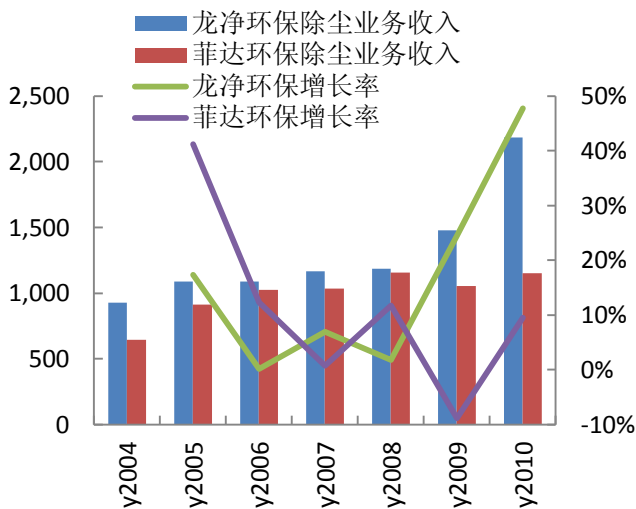
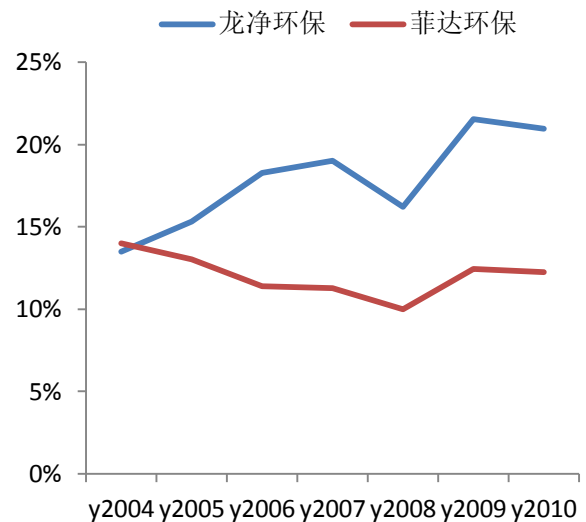


图 8 龙头企业除尘业务毛利率对比



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3. 分享火电、钢铁、水泥行业脱硫脱硝盛宴

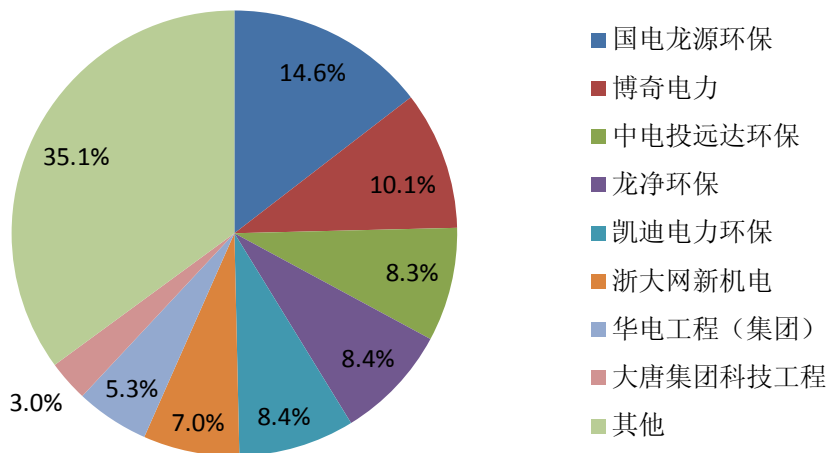
3.1. 火电脱硫的后起之秀，有望在火电脱硝市场占有同样市场份额

与电除尘相比，火电行业脱硫市场相对封闭，市场份额主要集中在电力集团下面的环保公司。根据中电联的统计，截止2011年，累计签订合同的脱硫装机容量约6.8亿千瓦，其中电力集团下面的环保公司（国电龙源、远达环保、华电工程、大唐集团科技）市场份额合计约31.1%，博奇电力、龙净环保、浙大网新等民营企业约占有8%-10%的市场份额，剩余1/3市场份额分散在其他众多小型企业中。

公司于2005年开始进入火电脱硫行业。作为后起之秀，公司在火电脱硫行业的市场份额快速提升，市场份额由2006年的0.80%快速提升至2011年的8.44%，并且保持在8%左右的市场占比。

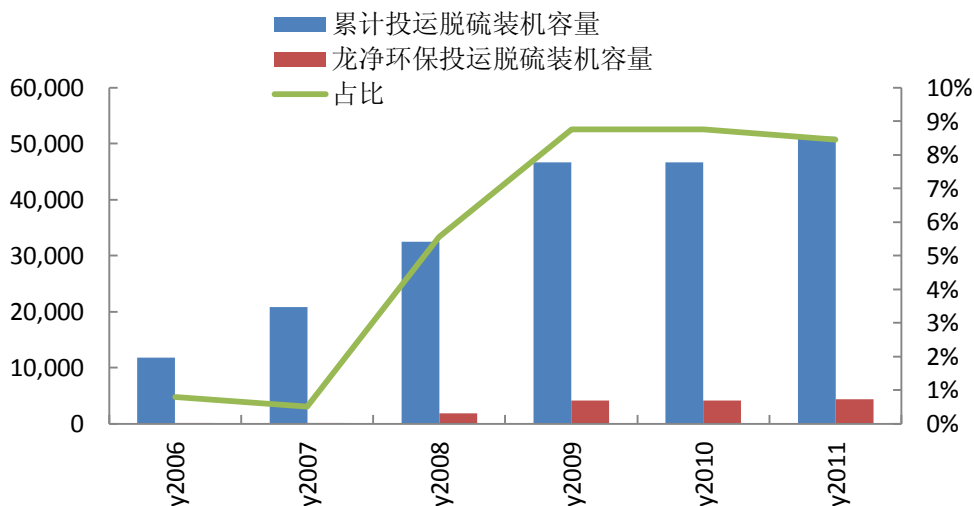
2005-2008年间，公司脱硫工程收入保持稳步上升。由于新增火电装机容量趋于稳定，存量机组基本完成了脱硫安装，2009年-2010年公司脱硫业务收入有所下滑。公司脱硫工程业务毛利率保持稳步提升的趋势。

图 9 截止 2011 年，主要环保公司累计投运脱硫装机容量占比



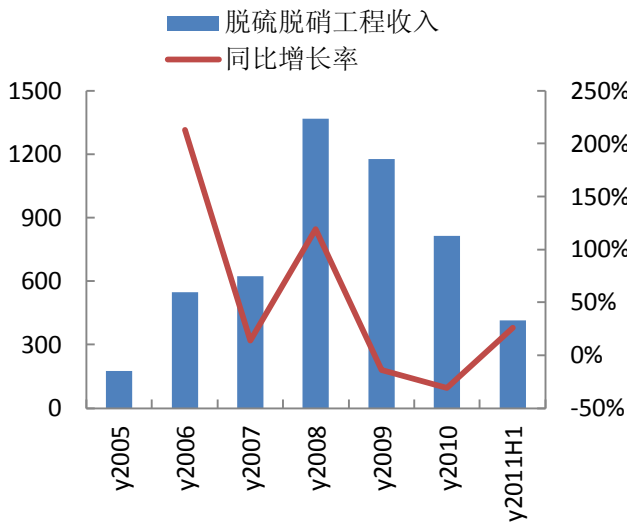
数据来源：中电联 安信证券研究中心

图 10 公司在脱硫行业市场份额迅速提升，并维持在 8%左右



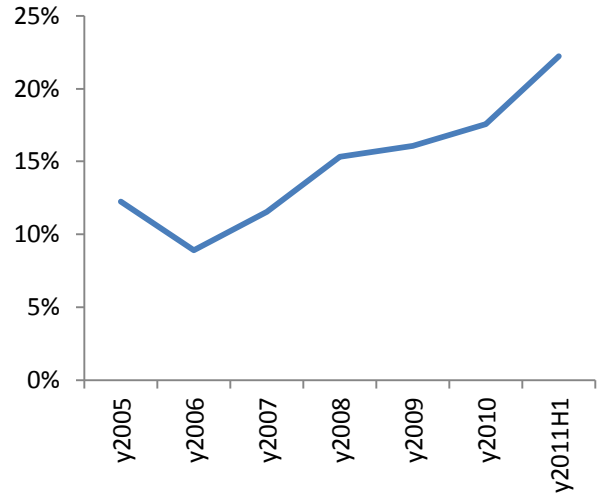
数据来源：中电联 安信证券研究中心

图 11 公司脱硫脱硝业务收入及增长率



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 12 公司脱硫脱硝业务毛利率



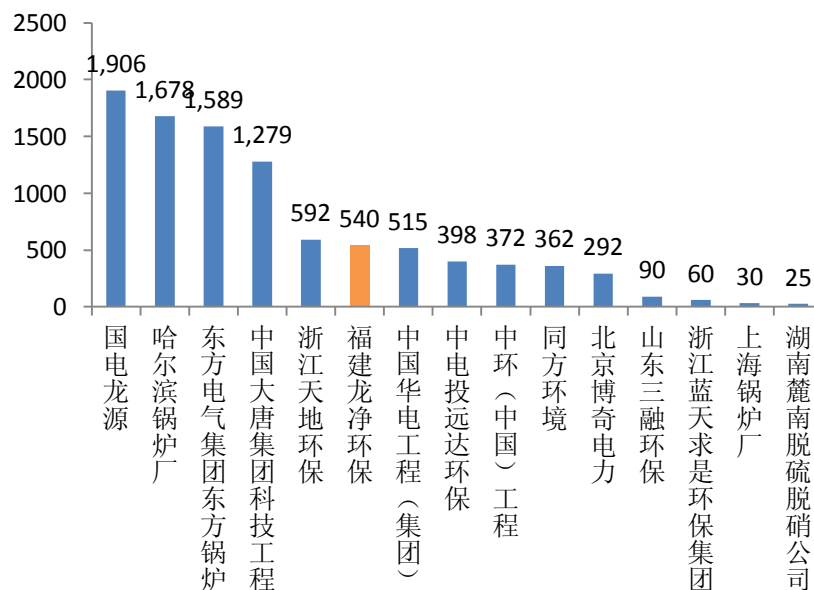
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司于 2011 年进入火电脱硝行业。新的《火电厂大气污染物排放标准》2012 年开始实施，在此背景下，我们预计 2012 年-2014 年火电脱硝的市场需求将快速释放，2012 年、2013 年将是火电脱硝市场订单增长的高峰期。

根据中电联的统计，截止 2011 年全国累计投运的火电脱硝装机容量为 9728 万千瓦，公司累计投运脱硝装机容量为 540 万千瓦，占比 5.55%。2011 年，新签脱硝装机容量为 5795 万千瓦，其中公司新签脱硝装机容量为 455 万千瓦，占比为 7.85%。

脱硝市场的参与者，与脱硫类似，主要是电力集团下面的环保公司，博奇电力、龙净环保等民营企业，以及新增的三大锅炉厂。预计脱硝市场的竞争格局以及市场份额，可能与脱硫市场类似，电力集团下面的环保公司占据主导的市场，其次是实力比较强的民营环保，剩余大量小型环保公司占有剩余市场。

图 13 截止 2011 年，环保公司累计投运的脱硝装机容量 (万千瓦)



数据来源：中电联 安信证券研究中心

3.2. 干法脱硫广泛用于钢企及西部火电厂，烧结机脱硫进一步夯实收入

公司具有自主知识产权的干法脱硫技术和装置，经国家权威技术鉴定，整体技术达到国际先进和领先水平。与传统湿法相比，公司干法脱硫工艺可节水 50%，并在钢铁、电力行业得到应用。

例如国内最大处理烟气量的烧结干法脱硫项目-宝钢股份梅钢公司 400m² 大型烧结机采用公司的全烟气干法脱硫装置，于 2009 年 7 月底一次性顺利成功投运和通过 168 小时考核运行，在经济 Ca/S 下，运行脱硫效率在 95%以上，最高可达到 99%，SO₂ 排放低于 100mg/Nm³。继该项目后，2009 年到现在，公司又陆续完成宝钢多台烧结机脱硫。

在电力行业，公司干法脱硫工艺适应于缺水的西部地区，例如华能邯峰电厂 2*66 万千瓦机组采用公司干法脱硫工艺，脱硫效率达到 95%，出口粉尘浓度为 50mg/nm³，华能山西榆社电厂 2*30 万千瓦机组采用公司干法脱硫除尘工艺，脱硫效率为 93%，出口粉尘浓度为 50mg/nm³。

2007 年，环保部发布了《钢铁工业大气污染物排放标准》(征求意见稿)，对烧结、炼铁、炼钢等各环节大气污染物排放做出了规定。意见征求稿要求，在烧结环节，SO₂ 排放限值在 100mg/m³ 以内，NO_x 排放限值在 300mg/m³ 以内。

目前，对钢铁行业 SO₂ 排放量没有明确的限制要求。在没有安装脱硫设备的情况下，烧结机 SO₂ 排放浓度在 400-5000mg/m³ 之间，对大气污染严重。“十二五”期间，控制 SO₂ 的减排，将由总量控制转为向全行业控制。控制钢铁烧结 SO₂ 排放，是“十二五”重点。我们预计，“十二五”期间，《钢铁工业大气污染物排放标准》可能正是出台，并对钢铁工业各环节的排放作出明确规定。

工信部于 2009 年 7 月 30 日正式发布了《钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案》。该方案主要是对大型央企在烧结环节 SO₂ 减排作出限制。根据我们了解，目前市场上约有 1000 台烧结机，其中 80%烧结机未安装脱硫装置。按照平均面积 120m²/台，一台 26 万元计算，预计“十二五”期间，烧结机脱硫装置的市场容量约 150 亿元。钢铁烧结脱硫业务将成为公司脱硫业务的重要补充。

表 2: 钢铁大气污染物排放标准(烧结)意见征求稿

污染源	污染物	最高允许排放浓度 mg/nm ³	吨产品排放限值 kg/t. 产品
	颗粒物	50	0.25
	SO ₂	100	0.35
	NO _x	300	0.8
	氟化物	3.5	0.011
烧结(球团)设备	二噁英	0.5ng-TEQ/m ³	-
其他生产设备	颗粒物	30	0.25

数据来源: 环保部 安信证券研究中心

3.3. 水泥脱硝有望启动

根据水泥行业“十二五”规划，在推动水泥行业节能减排方面，要力争 2015 年行业平均节能减排水平接近世界先进水平。新建生产线必须配套建设效率不低于 60%的烟气脱硝装置。对已建成的日产 4000 吨及以上熟料生产线，应尽快实施烟气脱硝改造。严格控制粉尘排放，推广减排降噪新技术、新设备。积极开展清洁生产审核，完善清

洁生产评价体系。进一步提高散装水泥使用比例。

现行水泥工业大气污染物排放标准于 2004 年颁布，2005 年正式实施。其中要求 2006-2009 年间，现有生产线烟尘排放量、SO₂ 排放量控制在 100mg/nm³ 以内、400mg/nm³ 以内，自 2010 年起，所有生产线烟尘排放量、SO₂ 排放量控制在 50mg/nm³ 以内、200mg/nm³ 以内。其中 NO_x 排放标准没有变化，为 800mg/nm³。

与电力、钢铁行业相比，水泥行业排放标准明显宽松。受到环保压力的加大，更为严格的水泥行业大气污染物排放标准有望出台。

根据安信建材行业研究员的统计，截止 2011 年全国合计有 1506 条水泥生产线，其中日产 4000 吨以上的水泥生产线有 540 条。按照水泥行业“十二五”规划，“十二五”期间 4000 吨/日生产线安装脱硝装置，按照 500 万元/条单价计算，预计水泥脱硝行业市场容量约为 27 亿元。

表 3: 水泥工业先行大气污染物排放标准

		颗粒物		二氧化硫		氮氧化物(以 NO ₂ 计)		氟化物(以总氟计)	
		排放浓度 mg/m ³	单位产品排放量 kg/t	排放浓度 mg/m ³	单位产品排放量 kg/t	排放浓度 mg/m ³	单位产品排放量 kg/t	排放浓度 mg/m ³	单位产品排放量 kg/t
水泥窑及窑磨一体机	2006-2009 年	100	0.3	400	1.2	800	2.4	10	0.03
	2010 年至今	50	0.15	200	0.6	800	2.4	5	0.015

数据来源: 环保部 安信证券研究中心

3.4. 预计公司年均脱硫脱硝订单额可达 32 亿元

我们对电力行业脱硫脱硝市场容量做如下估算:

- 1) 截止 2011 年约有 13% 的机组装有脱硝装置, 假设剩余 87% 的火电机组在 2012-2014 年间完成改造, 改造单价为 100 元/千瓦;
- 2) 根据业内经验, 市场上约有 2/3 的脱硫装置, 不能够满足新的排放标准。火电脱硫技改, 可能采用 EPC、BOT 等模式, 假设其中的 30% 机组技改采用 EPC 模式, 在 2012 年-2014 年完成脱硫技改, 技改单价为 50 元/千瓦;
- 3) 每年新增火电机组 5000 万千瓦, 脱硫脱硝单价为 200 元/千瓦

根据以上假设, 预计 2012-2014 年间火电脱硫脱硝年均市场容量为 358 亿元。

预计“十二五”期间, 钢铁行业脱硫、水泥行业脱硝的年均市场容量分别为 30 亿元、5.4 亿元。

公司在火电脱硫行业的市场份额约 8%。火电脱硝市场的参与者, 与火电脱硫行业类似, 其客户群一样, 预计公司在火电脱硝行业的市场份额保持在 8% 左右。

与电力行业不同, 烧结机烟气温度变化范围大, SO₂ 浓度变化幅度大, 钢铁烧结脱硫的技术难度比电力行业大。公司在钢铁脱硫行业, 具有多年经验。此外, 水泥“十二五”规划出台后, 公司已经获得了脱硝订单。因此, 假设公司在钢铁脱硫、水泥脱硝行业的市场份额为 10%。

预计 2012 年-2014 年间, 公司获得脱硫、脱硝年均订单额可达 32 亿元。

表 4: 主要行业脱硫脱硝市场容量测算

电力行业脱硫脱硝市场容量 (亿元)		358
	截止 2011 年火电装机容量 (亿千瓦)	7.6
存量机组脱硝市场容量	2012-2014 年需要改造比例	87%
	改造单价 (元/千瓦)	100
	存量机组年均容量 (亿元)	220
存量机组脱硫改造市场容量	2012-2014 年需要改造比例	30%
	改造单价 (元/千瓦)	50
	存量机组年均容量 (亿元)	38
增量机组脱硫脱硝市场容量	每年新增火电机组 (亿千瓦)	0.5
	新建单价 (元/千瓦)	200
	增量机组年均容量 (亿元)	100
钢铁行业烧结机脱硫年均需求 (亿元)		30
	“十二五”脱硫总需求 (亿元)	150
水泥行业脱硝年均需求 (亿元)		5.4
	“十二五”脱硝总需求 (亿元)	27
合计		394

数据来源: 中电联 数字水泥网 安信证券研究中心

4. 市场拓展力强, 已优先布局发展中国家, 正开拓西部地区

4.1. 发展中国家的市场开拓, 将是公司新增长点

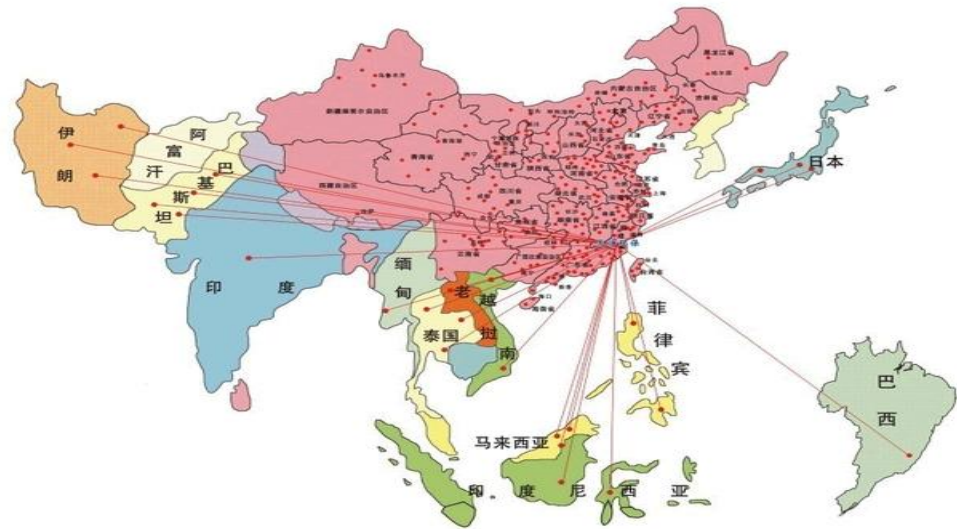
公司产品在电力、冶金、建材、轻工、化工等众多行业得到应用, 销售网络遍布全国各地。公司强有力的市场开拓力还体现在海外市场上。公司电除尘器、电袋除尘项目先后出口到印度、博茨瓦纳、塞尔维亚、日本等多个国家。在盈利模式上, 公司在保持以往出口除尘器产品的同时, 逐步开展工程总包业务。

例如公司于 2010 年 7 月, 与印尼国家电力公司签订合同, 为加里曼丹提供 2*60MW 燃煤发电机组及环保设备工程总包合同, 项目金额约 10 亿元。此外, 公司于 2012 年 3 月中标印度比莱钢厂合同, 承包比莱钢铁厂锅炉岛工程项目, 金额约 3.5 亿元(含税)。

国外发展中国家正处于大规模的基建时期, 电力、冶金等行业产能正处于快速扩张期。以印度为例, 印度现有装机容量约 1.5 亿千瓦, 其中煤电占比 53.3%左右。印度政府计划在 2012 年将总装机容量提高至 2 亿千瓦, 到 2020 年将总装机容量提高至 4 亿千瓦。印尼现有装机容量约 2900 万千瓦, 电力严重短缺, 大量建设火电机组未来发展趋势。

公司已经在多个发展中国家建立了销售网络, 并获得多个订单。海外市场扩张, 是公司另一新亮点。

图 14 公司营销网络：立足国内，多点布局发展中国家



数据来源：公司网站 安信证券研究中心

4.2. 有望继续获得脱硫特许经营项目

公司拥有华电新疆乌鲁木齐热电厂 2*33 万千瓦机组烟气脱硫特许经营权，为第一批烟气脱硫特许经营试点项目之一。其中一号机组于 2009 年 12 月正式投运，2 号机组于 2010 年 4 月运营。2011 年上半年，该项目收入为 2278 万元，毛利率为 52.63%。

我们认为，在新的火电厂大气污染物排放标准实施后，火电厂进行大规模技改将是大势所趋，将脱硫资产以 BOT 的模式，交由专业的环保公司进行运营，可能是脱硫设施进行技改的主要方式之一。

约有 8% 左右的火电脱硫设施，由公司设计、施工、安装，在技改上公司更具优势。特许经营，可为公司提供稳定的现金流，且特许经营项目的毛利率较高。公司可能会继续开展一些特许经营项目。

4.3. 看好西部煤电基地建设，计划重点开展西部市场

“十二五”期间国家将优化煤电布局。煤电开发将逐渐向西部地区转移，重点布局开发山西、陕北、宁东、准格尔、鄂尔多斯、锡盟等大型煤电基地，全国规划煤电开工规模 3 亿千瓦，将在未来形成输煤输电并举的局面。

这些地区属于富煤缺水地区，新建燃煤机组需要采用干法脱硫工艺。公司干法脱硫技术，已经在多个西部地区电厂得到应用，与湿法相比，可节水 50%。公司看好西部地区的发展，并计划在西部地区建厂，从事脱硫除尘等与电厂相关的业务。公司有望在西部煤电基地建设中，获取一定的市场份额。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们对公司盈利做如下假设：

- 1) 受益于电力行业除尘器技改，预计 2011-2013 年公司除尘业务收入增长率为 1.5%-3%；
- 2) 受益于火电脱硝、脱硫技改，预计 2011-2013 年公司脱硫脱硝收入增长率为 25%-50%；

3) 其他业务收入保持稳定增长;

4) 谨慎起见, 假设除尘业务、脱硫脱硝业务毛利率逐年略有下降

预计公司 2011 年-2013 年间的营业收入分别为 36.4 亿元、45.8 亿元、54.5 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 2.53 亿元、3.10 亿元、3.57 亿元, 折合每股收益分别为 1.18 元、1.45 元、1.67 元。

表 5: 盈利预测 (单位: 百万元)

	y2009	y2010	y2011E	y2012E	y2013E
营业收入	3,417	3,345	3,643	4,579	5,449
yoy%		-2.11%	8.93%	25.67%	19.01%
除尘业务	1,477	2,183	2,216	2,283	2,351
yoy%		47.82%	1.50%	3.00%	3.00%
脱硫脱硝业务	1,176	813	1,017	1,525	2,212
yoy%		-30.82%	25.00%	50.00%	45.00%
新疆 BOT 项目		34	48	48	48
yoy%			40.70%	0.00%	0.00%
环保设备安装	296	234	246	258	271
yoy%		-20.78%	5.00%	5.00%	5.00%
环保设备运输等	93	56	49	51	54
yoy%		-40.15%	-12.00%	5.00%	5.00%
水力发电	7	14	7	7	7
yoy%		106.19%	-45.00%	0.00%	0.00%
房地产业务	367	9	6	6	6
yoy%		-97.43%	-40.00%	0.00%	0.00%
其他	2	1	55	400	500
yoy%		-53.51%	5915.95%	633.71%	25.00%
营业成本	2,743	2,646	2,854	3,639	4,411
yoy%		-3.53%	7.83%	27.53%	21.22%
综合毛利率	19.72%	20.88%	21.68%	20.52%	19.04%
除尘业务	21.54%	20.96%	22.00%	21.00%	20.00%
脱硫脱硝业务	16.06%	17.56%	20.00%	18.00%	16.00%
新疆 BOT 项目	0.00%	43.18%	50.00%	48.00%	48.00%
其他	88.11%	95.33%	28.00%	25.00%	25.00%
营业利润	313	253	305	373	429
yoy%		-19.24%	20.39%	22.54%	15.04%
净利润	258	229	253	310	357
yoy%		-11.29%	10.85%	22.54%	15.04%
EPS (元/股)	1.24	1.07	1.18	1.45	1.67

数据来源: Wind 安信证券研究中心

5.2. 首次给予“增持-A”评级

公司是除尘行业的龙头企业, 在火电脱硫行业占有 8% 左右的市场份额。受益于环保标准的日益提高, 预计公司在除尘行业的市场份额将继续提升, 受益于火电脱硝、脱硫技改以及钢铁烧结脱硫的启动, 预计公司脱硫脱硝业务将保持快速增长。此外, 公司

已经率先开辟了西部市场以及国外发展中国家的市场，该部分业务将进一步夯实公司盈利。

我们选取 A 股市场上，从事除尘、脱硫脱硝业务的公司作为可比公司，可比公司 2012-2013 年的平均市盈率分别为 26.5 倍、19.9 倍。公司对应 2012 年、2013 年的市盈率分别为 18.0 倍、15.7 倍，估值明显低于同行业其他公司。考虑到公司成长性，给予公司 2012 年 20 倍市盈率，预计 6 个月目标价为 29 元，首次给予“增持-A”评级。

表 6: 可比公司盈利预测与评级

公司代码	公司简称	EPS (元)			PE			2011-2013 复合增长率
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
300105	龙源技术	1.10	1.86	2.76	37.3	22.0	14.8	58.54%
300187	永清环保	0.62	1.28	1.91	58.5	28.4	19.0	75.52%
002499	科林环保	0.50	0.57	0.71	45.0	39.4	31.9	18.77%
002573	国电清新	0.35	0.79	1.17	52.9	23.2	15.8	82.99%
600292	九龙电力	0.09	0.38	0.48	122.9	28.1	22.2	135.57%
600388	龙净环保	1.18	1.45	1.67	22.1	18.0	15.7	18.73%
平均					56.5	26.5	19.9	65.02%

数据来源: Wind 安信证券研究中心

6. 风险提示

- 1) 公司未来的增长，一方面依赖于火电脱硝市场的启动，另一方面依赖于火电行业除尘技改、脱硫技改带来的需求。若除尘技改的启动慢于预期或者市场容量低于我们的测算，公司整体收入的增长可能低于预期；
- 2) 公司所处除尘行业、脱硫脱硝行业竞争激烈，可能导致公司毛利率低于预期；
- 3) 公司的客户主要是火电厂、钢铁等，客户所处行业盈利能力较弱，可能导致收入的结算和支付进度慢于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-03-26		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	3,416.8	3,344.7	3,643.5	4,578.6	5,449.0	营业收入增长率	17.1%	-2.1%	8.9%	25.7%	19.0%
减: 营业成本	2,743.0	2,646.3	2,853.6	3,639.2	4,411.5	营业利润增长率	51.2%	-19.2%	20.4%	22.5%	15.0%
营业税费	56.8	38.1	41.5	52.2	62.1	净利润增长率	47.6%	-11.3%	10.9%	22.5%	15.0%
销售费用	71.4	90.6	120.2	137.4	163.5	EBITDA 增长率	41.2%	-15.8%	27.0%	24.8%	15.5%
管理费用	220.5	296.3	327.9	375.4	381.4	EBIT 增长率	43.7%	-19.2%	21.5%	22.9%	14.9%
财务费用	-1.4	-1.0	1.7	3.1	3.2	NOPLAT 增长率	37.7%	-13.4%	12.0%	22.9%	14.9%
资产减值损失	14.5	24.2	-5.5	-	-	投资资本增长率	12.1%	17.9%	101.9%	11.3%	21.3%
加: 公允价值变动收益	-0.5	1.2	-1.2	-	-	净资产增长率	77.2%	3.7%	5.4%	11.4%	11.8%
投资和汇兑收益	1.7	1.7	1.8	2.0	2.2						
营业利润	313.3	253.0	304.6	373.3	429.5	利润率					
加: 营业外净收支	13.7	22.9	-	-	-	毛利率	19.7%	20.9%	21.7%	20.5%	19.0%
利润总额	327.1	276.0	304.6	373.3	429.5	营业利润率	9.2%	7.6%	8.4%	8.2%	7.9%
减: 所得税	60.5	45.2	48.7	59.7	68.7	净利润率	7.5%	6.8%	7.0%	6.8%	6.6%
净利润	257.6	228.5	253.3	310.4	357.2	EBITDA/营业收入	9.8%	8.4%	9.8%	9.7%	9.4%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.1%	7.5%	8.4%	8.2%	7.9%
货币资金	1,044.5	971.0	644.5	732.3	634.2	运营效率					
交易性金融资产	-	1.2	-	-	-	固定资产周转天数	28	33	42	48	46
应收帐款	677.1	915.7	968.3	903.2	1,074.9	流动营业资本周转天数	34	39	67	75	76
应收票据	189.2	318.8	349.4	439.0	522.5	流动资产周转天数	416	485	475	395	370
预付帐款	447.5	356.9	359.8	363.4	367.8	应收帐款周转天数	57	72	80	63	54
存货	1,861.8	2,219.8	2,501.8	2,791.7	3,384.2	存货周转天数	204	220	234	208	204
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	477	570	577	495	464
可供出售金融资产	137.7	98.6	-	-	-	投资资本周转天数	81	95	143	160	157
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	2.0	2.1	2.1	2.1	ROE	13.2%	11.0%	11.6%	12.8%	13.1%
投资性房地产	35.3	64.2	-	-	-	ROA	5.5%	4.0%	4.3%	4.7%	4.9%
固定资产	306.4	315.8	529.9	680.5	722.1	ROIC	36.6%	28.3%	26.9%	16.4%	16.9%
在建工程	50.5	73.7	200.0	250.0	150.0	费用率					
无形资产	121.6	175.6	214.4	280.1	342.1	销售费用率	2.1%	2.7%	3.3%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	14.4	198.2	195.8	195.1	194.4	管理费用率	6.5%	8.9%	9.0%	8.2%	7.0%
资产总额	4,886.0	5,711.4	5,965.9	6,637.5	7,394.3	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%
短期债务	13.8	58.7	118.2	98.1	99.0	三费/营业收入	8.5%	11.5%	12.3%	11.3%	10.1%
应付帐款	771.6	811.8	813.1	1,036.9	1,257.0	偿债能力					
应付票据	16.3	5.1	7.8	10.0	12.1	资产负债率	58.7%	63.4%	63.1%	63.0%	62.9%
其他流动负债	2,023.6	2,593.8	2,705.8	2,879.8	3,086.9	负债权益比	142.3%	173.2%	170.8%	170.4%	169.5%
长期借款	1.1	121.1	141.1	141.1	141.1	流动比率	1.48	1.37	1.33	1.30	1.33
其他非流动负债	23.9	15.6	4.0	4.0	4.0	速动比率	0.83	0.73	0.64	0.60	0.58
负债总额	2,869.6	3,620.9	3,762.8	4,182.9	4,650.4	利息保障倍数	223.94	249.87	179.98	121.80	135.69
少数股东权益	46.9	40.1	42.7	45.8	49.4	分红指标					
股本	207.9	207.9	213.8	213.8	213.8	DPS(元)	0.35	0.49	0.24	0.29	0.33
留存收益	1,761.6	1,842.5	1,946.6	2,195.0	2,480.7	分红比率	29.2%	45.5%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,016.4	2,090.5	2,203.1	2,454.6	2,743.9	股息收益率	1.3%	1.9%	0.9%	1.1%	1.3%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	266.6	230.8	253.3	310.4	357.2	EPS(元)	1.20	1.07	1.18	1.45	1.67
加: 折旧和摊销	26.9	39.8	50.5	69.0	81.7	BVPS(元)	9.43	9.78	10.30	11.48	12.83
资产减值准备	14.5	24.2	-5.5	-	-	PE(X)	21.7	24.5	22.1	18.0	15.7
公允价值变动损失	0.5	-1.2	-1.2	-	-	PB(X)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
财务费用	9.8	2.5	1.3	1.7	3.1	P/FCF	53.8	22.5	-8.7	78.5	-55.6
投资收益	-1.7	-1.7	-1.8	-2.0	-2.2	P/S	1.6	1.7	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	9.0	2.2	2.6	3.1	3.6	EV/EBITDA	12.8	15.5	15.0	12.0	10.7
营运资金的变动	-125.5	-306.5	-242.6	122.7	-384.6	CAGR(%)	5.6%	16.1%	8.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	214.3	167.3	56.9	506.4	58.8	PEG	3.9	1.5	2.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-108.5	-294.6	-198.6	-278.0	-177.8	ROIC/WACC	3.7	2.9	2.8	1.7	1.7
融资活动产生现金流量	467.7	57.3	-65.5	-85.2	-73.8	REP	1.4	1.6	1.0	1.5	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

彭倩, 行业分析师, 华中科技大学财务管理学士, 金融工程硕士. 2007年7月加盟安信证券.

分析师声明

彭倩声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034