

2012年09月07日

赖燊生

Leon_lai@e-capital.com.cn

目标价(元) 30.00RMB

公司基本资讯

产业别	机械设备
A 股价(2012/9/6)	24.63
上证综合指数(2012/9/6)	2051.92
股价 12 个月高/低	28.82/20.53
总发行股数 (百万)	213.81
A 股数 (百万)	210.26
A 市值 (亿元)	51.79
主要股东	福建省东正投资股份有限公司(17.17%)
每股净值 (元)	10.96
股价/账面净值	2.25
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年
	-1.52 -8.69 2.24

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

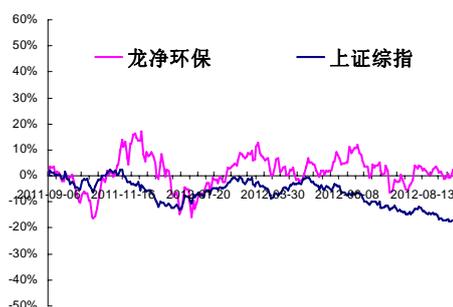
产品组合

除尘及配套	63.81%
脱硫脱硝工程	26.81%
其他	9.4%

机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	2.28%
基金	18.58%
券商集合理财	0.1%
社保基金	0.88%
一般法人	26.24%

股价相对大盘走势



龙净环保(600388.SH)

Buy/买入

环保治理先锋，迎来跨越式发展契机

结论与建议：

公司是国内环保先锋，在电袋除尘及其他环境治理领域一直位居国内领先地位。随着大气排放最严标准出台，公司环保治理业务迎来新的发展春天。海外电站及其他业务总包也进入收获期，环保+总包发展模式支撑公司持续发展。预计公司 2012、2013 年实现收入 40.35 亿元(YOY+14.8%)、48.00 亿元(YOY+18.9%)，实现净利润 2.88 亿元(YOY+14.2%)、3.58 亿元(YOY+24.3%)，EPS1.35、1.67 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 18X、15X，公司作为国内废气治理龙头企业，未来业绩稳健增长可期且存海外业务等超预期因素，维持“买入”建议，目标价 30.00 元(对应 2012 年动态 PE 22X)。

- **环保先锋，迎来跨越式发展的新机遇：** 公司是我国大气治理先锋企业，凭借在除尘与脱硫领域的纵深发展，截止 2011 年，公司营收与净利润规模分别较 2000 年增加 18 倍、12 倍，成为我国环保领域的巨头。去年 9 月份，国家出台大气污染治理最严标准，将给公司除尘、脱硫脱硝等业务带来新的发展契机。公司成立四大事业部，五大分公司，经营管理团队稳定，将借此政策契机，迎来跨越式发展的新机遇。
- **除尘领域绝对领先，未来仍有稳健增长空间：** 作为国内电除尘及电袋复合除尘的绝对领先者，市场份额遥遥领先。目前，电力市场及水泥、钢铁市场电除尘覆盖比例高达 90%，但随着新的最严标准出台，排放标准将催生新的改造市场，预计“十二五”期间电力改造、新建市场达到 190 亿元，钢铁市场容量也将达到 200 亿元，相比 2011 年 90 亿元的市场规模，未来年均 100 亿元以上，公司除尘业务领域仍有稳健增长空间。
- **脱硫步入发展稳定期；脱硝爆发在即，公司初露锋芒：** 公司是国内脱硫行业的领先者之一。截止 2011 年，公司签订的脱硫工程容量与投运的脱硫工程容量分别达到 43.2GW、56.6GW，均位居行业第四位，作为没有电力集团作为股东背景的民企，足以可见中国电力行业对公司技术及实力的认可。未来三年，电力行业、钢铁和水泥行业脱硫仍有 330~380 亿元市场规模，公司在脱硫特许经营领域也取得显著进步，进入稳定发展期。随着国家对氮氧化物排放标准的出台，火电脱硝将迎来爆发期。截止目前，我国火电脱硝机组比例不足 15%，预计未来三年火电脱硝投资规模将达 700 亿元，今年下半年到明年将是脱硝的高峰期，公司凭借在脱硫工程领域的成功迅速切换到脱硝领域，并初露锋芒，乘势而上。
- **海外总包业务进入收获期，走向国际化：** 面对国内火电投资规模持续下降的行业背景，公司积极走海外电站及其他业务的总包战略，立志于成为国际化的环保巨头企业。截止目前，公司在印度及东南亚市场取得突破，在手订单约 14 亿元，而明年开始进入收获期。公司海外发展战略清晰，逐步走出去战略为公司由大转强奠定坚实基础。
- **公司综合毛利率维持较高水准，费用率稳中趋降：** 公司制造费用中，钢材成本占比高达 40%以上，目前国内钢材产能过剩严重，群益预计钢材价格将呈现稳中趋降局面，未来公司综合毛利率率将保持稳定状态；随着股权激励的实施，公司费用率有所上升，未来随着公司布局完成及规模效应，费用率将会呈现稳中趋降的格局。
- **盈利预测：** 预计公司 2012、2013 年分别实现净利润 2.88 亿元(YOY+14.2%)、3.58 亿元(YOY+24.3%)，EPS1.35、1.67 元，当前股价对应 2012、2013 年动态 PE 分别为 18X、15X，公司估值在行业中最低，维持“买入”建议，目标价 30.00 元(对应 2012 年动态 PE 22X)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012F	2013F
纯利(Netprofit)	RMB 百万元	257.62	228.54	252.01	287.92	357.76
同比增减	%	47.63%	-11.29%	10.27%	14.25%	24.26%
每股盈余(EPS)	RMB 元	1.205	1.069	1.179	1.347	1.673
同比增减	%	47.63%	-11.29%	10.27%	14.25%	24.26%
A 股市盈率(P/E)	X	20.47	23.08	20.93	18.32	14.74
股利(DPS)	RMB 元	0.500	0.480	0.500	0.500	0.500
股息率(Yield)	%	2.03%	1.95%	2.03%	2.03%	2.03%

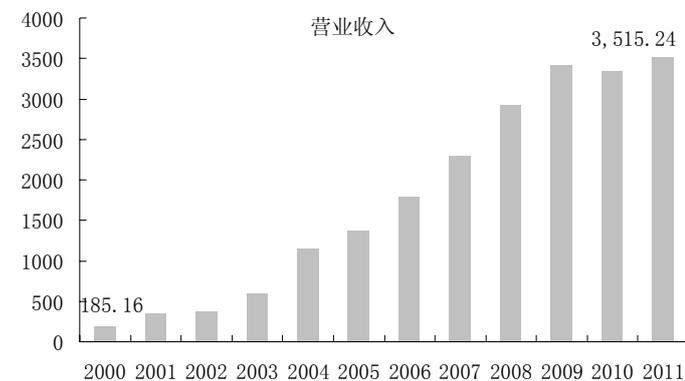
公司概况

公司始建于 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，是全国环保产业骨干龙头企业和我国最大的专业从事烟气除尘、脱硫脱硝装置等大气污染治理设备机电一体化的研发制造基地。公司注重引进消化吸收国际一流技术，引进了 GE 全套电除尘器技术、德国鲁奇公司电除尘、布袋除尘、烟气脱硫技术、德国潘特公司烟气调质技术和澳大利亚气力输送技术并与丹麦托普索公司进行烟气脱硝技术合作，确立了大气环保领域技术领导者的地位。

2000 年上市以来，公司销售收入由 2000 年的 1.85 亿到 2011 年的 35 亿，增长了近 18 倍，净利润也从不足两千万增长到 2011 年的 2.5 亿元，增长了 12 倍。展望未来，公司依托旗下四大事业部，并以上海、天津、武汉及龙岩本地几大生产基地，借助史上最严大气污染排放标准带来的市场机遇，迎来跨越式发展新的春天。

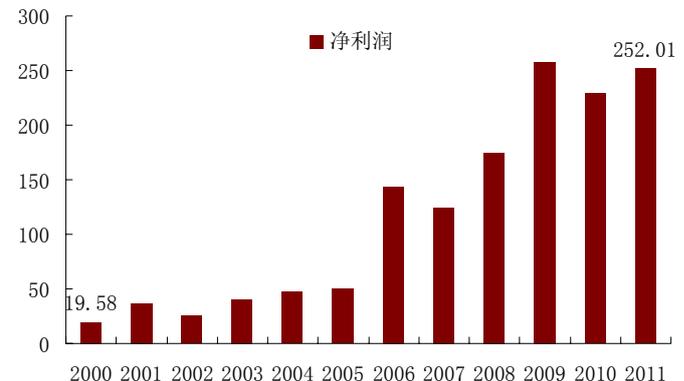
图表一： 公司上市以来收入大幅增长

单位：百万元



图表二： 公司净利润大幅增长

单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

表 1：史上最严火电大气污染排放标准情况

单位：mg/m³

转化设施	污染项目	适用条件	极限值排放对比	
			GB2011	GB2003
1 燃煤锅炉	烟尘	全部	30	50/100/200
	SO ₂	新建	100/200	400/800/1200
		改造	200/400	
	NO _x	全部	100/200	450/650/1100
	汞化合物	全部	0.03	NA
2 以油为燃料锅炉或燃气轮机组	烟尘	全部	30	50
	SO ₂	新建	100	400/800/1200
		改造	200	
	NO _x	新建	100	200
		改造	200	
		燃气轮机组		120

3 以气为燃料锅炉或燃气轮机组	烟尘	全部	5	NA
	SO ₂	天然气	10	NA
		其他气体	35	NA
	NO _x	天然气锅炉	100	NA
		其他气体锅炉	50	80
		天然气轮机组	200	NA
		其他气体燃气机组	120	NA

资料来源：环保部 群益证券整理(2012/09)

营运分析

除尘与脱硫脱硝一直是公司收入的主要来源，近年来两者合计比重均在 90%左右。2012H1 公司实现收入 17.92 亿元(YOY+17.2%)，净利润 1.19 亿元(YOY+5.3%)。从细分项目看，除尘及配件销售业务实现收入 10.41 亿元(YOY+12.8%)，业务发展稳健；脱硫脱硝业务实现收入 6.29 亿元(YOY+44.0%)，呈现爆发式增长。

公司凭借在除尘领域的绝对领先优势及脱硝行业的爆发，并借助 BOT 项目及海外总包的稳定收益，将迎来跨越式发展的新机遇，公司将实现由大转强的转变。

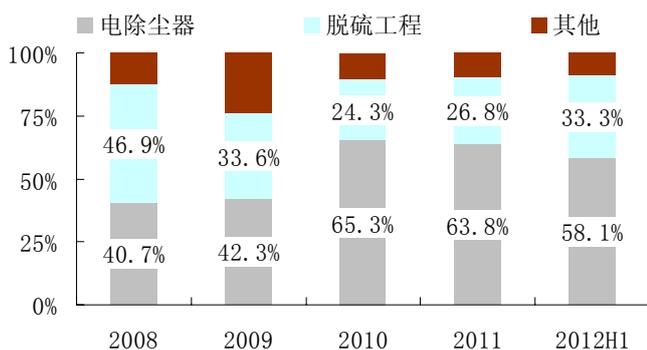
除尘：技术全面，市场份额绝对领先，未来稳健增长

公司除尘主要运用于电力行业，销售收入规模在业内绝对领先，且近年来市场份额呈现上升状态，2011 年公司市占率已经上升到近 25%。从技术水准看，目前世界上仅有的 4 台百万千瓦机组电袋除尘装置均由公司提供，技术水准世界领先。

未来三年，一方面大气排放标准趋严，电力新建及改造电除尘器需求约 150 亿元；另一方面，非电力行业钢铁行业电除尘需求也能达到 200 亿元规模，相比 2011 年电袋及电除尘其市场 90 亿元的规模，未来三年每年行业容量仍能达到 100 亿元以上，公司通过在电力行业的积淀与技术经验的积累，不断在水泥、钢铁行业取得突破，预计未来年均 10%~15% 的增长仍是可以预期的。

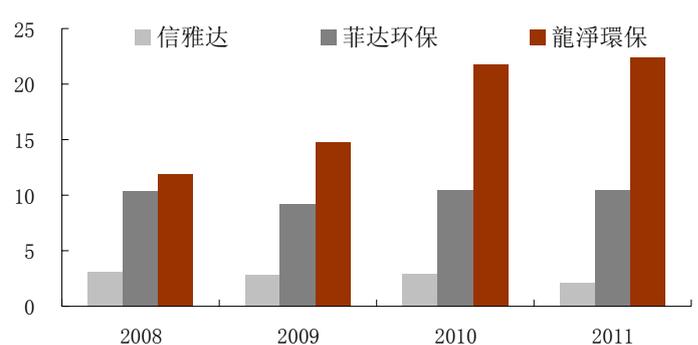
图表三：公司营收结构

单位：%



图表四：龙净环保领先优势明显

单位：亿元



资料来源：公司公告 群益证券(2012/09)

资料来源：各公司公告，群益证券(2012/09)

表 2：未来三年电除尘器市场总需求

电力行业	改造容量(千瓦)	3.0 亿
	改造单价(元/MW)	30
	新建需求(千瓦)	1.1 亿
	新建单价(元/MW)	60
钢铁行业	电力行业总需求	155
	新增烧碱机/台	200
	单台除尘费用/万元	8000
	钢铁行业总需求	160

合计(亿元)

315

脱硫工程：投运与签订的脱硫工程容量均居市场前列

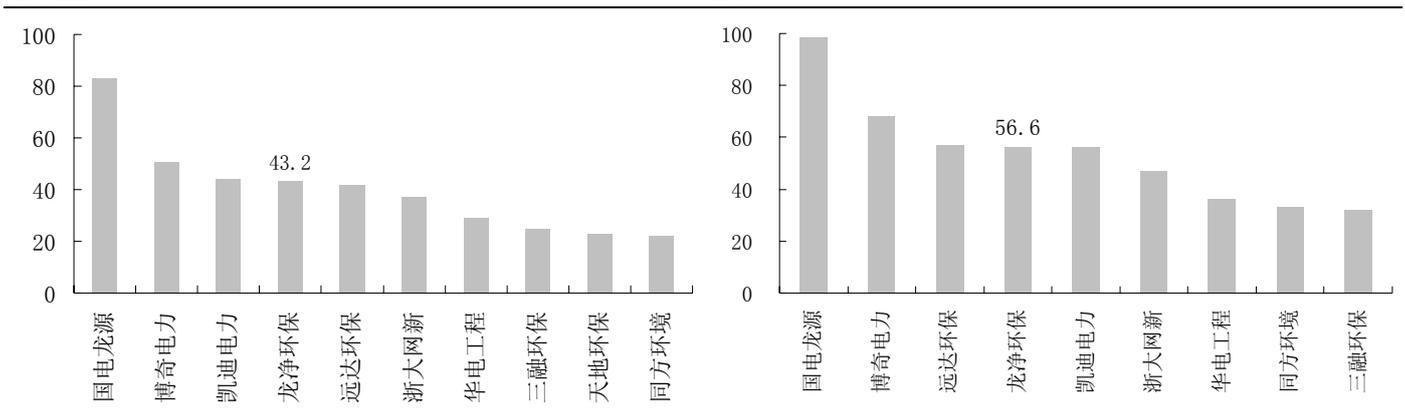
脱硫业务中，公司虽然起步较晚，但注重引进与吸收国际一流技术，目前掌握了市场主流的湿法脱硫，并额外吸收了干法脱硫技术，是国内掌握脱硫技术最为全面的工程企业之一。凭借过硬的技术，公司脱硫工程业务后来居上，今年上半年实现了爆发式的增长。

根据中电联披露的 2011 年燃煤机组脱硫清单统计可得，截止 2011 年，公司累计投运和签订的脱硫工程容量总和分别为 43.2GW、56.6GW，均位居行业第四位，作为没有电力集团股东背景的民企，足以可见中国电力行业对公司技术实力的认可。

图表五： 公司累计投运脱硫工程总量

单位：GW 图表六： 公司累计签订脱硫工程容量

单位：GW



资料来源：中电联 群益证券整理(2012/09)

资料来源：中电联，群益证券(2012/09)

特许经营新获大单，未来仍有突破空间

公司于 2008 年进入了脱硫特许经营领域，成功投资、建设了华电新疆乌鲁木齐热电厂 2x330MW 热电联产工程烟气脱硫特许经营项目。该项目已投运 2 年多，系统各项性能指标运行良好，实现可研报告中预测的投资收益。**近日公司公告获得新疆特变电工硅业公司 2*350MW 热电机组特许经营合同**，该合同有望在明年开始进入收获期，公司特许经营运行容量达到了 136 万千瓦，跻身行业十强之列。

未来三年，钢铁行业脱硫需求快速显现，特许经营将逐步提高，公司脱硫工程业务找到新的增长点，步入稳健发展期

脱硫工程领域高峰在“十一五”期间，目前电力行业脱硫机组占 85%以上，未来三年火电行业新建与改造需求约 190 亿元，来自于钢铁等非电力行业的需求有望达到 100 亿元的规模。特许经营项目也将逐步提高比例(目前该比例不足 10%)，预计到“十二五”末比例将提升至 20%以上，该市场容量将由现在约 30 亿元提升至 60 亿元~90 亿元/年的运营规模，公司将凭借在电力行业积累的技术与非电力行业的履历经验，获得稳步发展的时期。

表 3：未来三年脱硫行业总需求

电力行业	改造容量(千瓦)	1.0 亿
	改造单价(元/MW)	80
	新建需求(千瓦)	1.1 亿
	新建单价(元/MW)	100
钢铁行业	电力行业总需求(亿元)	190
	烧结机脱硫/台	200
	单台脱硫费用/万元	4000~5000
脱硫特许经营	钢铁行业总需求	80~100
	2015 运营容量(亿千瓦)	1.5~2.0
合计(亿元)	市场容量(亿元)	60~90
		330~380

“十二五”是脱硝重点，随着下半年脱硝补偿电价正式出台，脱硝行业爆发在即

“十二五”期间氮氧化物排放标准出台，是“十二五”大气治理的重点领域。从电力行业看，目前电力装机脱硝比例不足 20%，而根据排放标准，到 2014 年重点地区火电机组 100% 须安装脱硝设施，2015 年底则全部火电机组完成脱硝装置的安装。根据中电联初步披露的数据，在不考虑脱硝催化剂情形下，**未来三年脱硝工程市场容量将近 700 亿元，这对整个大气污染治理行业是极大利好。**

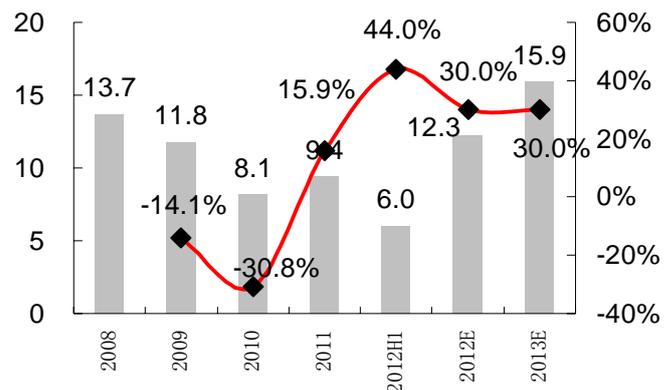
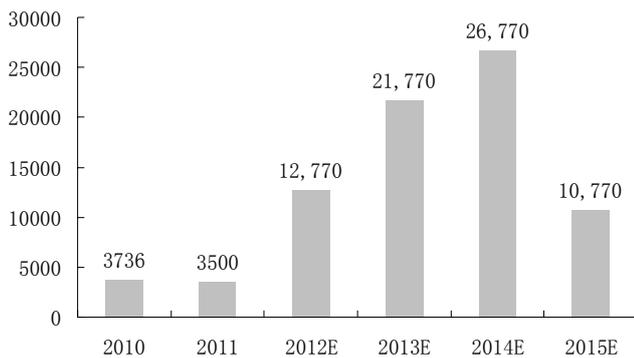
我们对公司脱硝领域的前景持乐观态度。其一，技术储备上，公司吸收了丹麦托普索进行烟气脱硝技术并已经成功运用于若干项目，取得了技术上的认可；其二，电力行业是脱硫与脱硝的重迭用户，公司在脱硫领域积累的客户优势是非常重要的资源，2011 年公司新签订的脱硝合同在行业中排名第五，初露锋芒；其三，去年 12 月提出的脱硝补偿电价 0.8 分/千瓦时并不能完全覆盖脱硝成本，根据中电联披露的数据，新建机组与改造机组脱硝成本分布为 1.13 分/千瓦和 1.33 分/千瓦，随着国家对氮氧化物排放标准的出台，未来三年是脱硝的爆发时期，而今年下半年有望出台正式的脱硝补偿电价，将极大刺激行业的爆发。

综合来看，公司注重技术与客户资源的积累，脱硫行业步入稳健发展时期结合脱硝行业的爆发，我们认为公司在脱硫脱硝行业迎来了跨越式发展的新时期。预计未来两三年业务复合增长率达到 30%。

图表七：火电新增脱硝装机容量

单位：万千瓦 图表八：公司脱硫脱硝收入及预测

单位：亿元/%



资料来源：中电联 群益证券整理(2012/09)

资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

海外总包战略取得成果，进入收获期

公司在“十一五”末就做出了海外发展战略，面对国内火电投资规模逐步下降的局面，海外火电市场将是重要的开拓领地。

在除尘器方面，公司海外市场获得印度喜莱雅、印尼占碑、菲律宾普丁巴图等项目，保持了领先地位；另外，公司在 2010 年 7 月与今年 4 月分别获得了印尼电力公司电站总包合同与**印度比莱钢铁厂**的总包合同，合同累计金额高达 14 亿元。根据合同安排，价值 11.3 亿元的印尼合同大部份将在明年开始进入确认期，根据与公司的了解，该工程工期有所推迟。H1 公司电站总包实现收入 0.19 亿元，是公司首次开始确认收入，明年有望确认部份收入(合同 20%~30%左右)规模达到 2 亿元以上，海外工程总包进入收获期，且随着后期收入规模的上升，毛利率也有望提升，将成为公司业绩增长的稳定来源点。

表 4：公司海外工程总包合同项目

招标国家	签订合同时间	合同内容	合同金额(含税：亿元)	合同履行期
印度	2010/07	燃煤发电机组及环保设备工程总包合同	11.3	42 个月，30 个月后交付
印尼	2012/04	锅炉及涡轮鼓风机房建筑总包	3.5	20 个月

数据来源：公司公告 群益证券

财务分析：未来毛利率平稳，费用率稳中趋降

近年来，公司综合毛利率持续上升。从2008年15.9%上升到2011年24.2%，而且这是在2009年~2011年上半年原材料价格上升情形下取得的，一方面体现了公司极强的成本控制能力；另一方面，公司主要产品电除尘及配套、脱硫工程毛利率逐步上升，在于公司技术优势出众，拥有较好的价格转嫁能力。

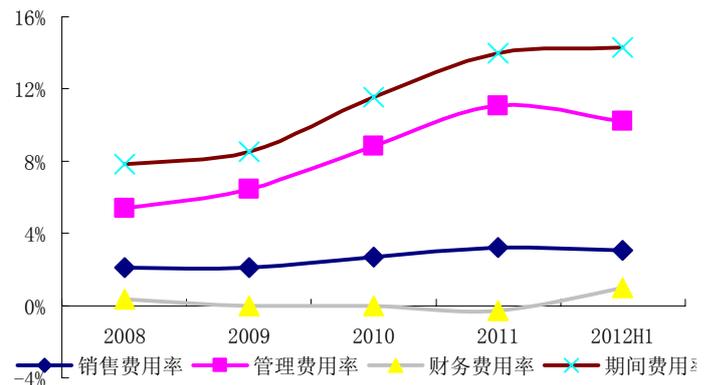
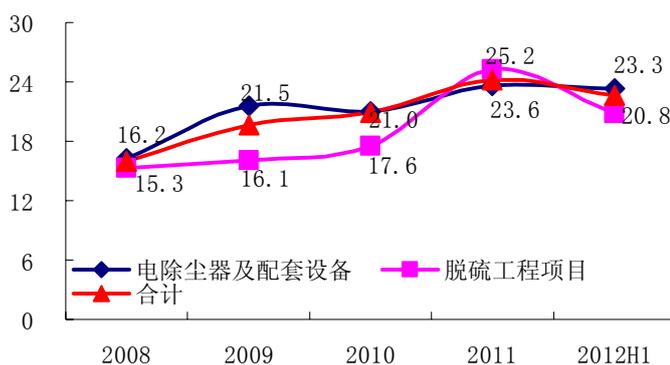
H1 公司综合毛利率22.6%，同比下降1.8个百分点，为近年来首次下降。其中除尘器及脱硫工程毛利率分别下降了1.8、1.4个百分点，这与部份合同毛利率较低有关。我们认为未来毛利率仍是处稳定状态。其一，公司业务收入规模较大，规模效应有利于控制成本，其二，公司主要成本中是钢材，其占电除尘及脱硫脱硝设备比重达40%左右，目前我国钢材产能过剩严重，未来价格仍是稳中下降，利好公司成本控制；综合而言，公司毛利率将呈现稳中小幅波动情形。

费用率上看，公司费用率持续上升，从2008年7.8%上升至2011年的14.0%，其中主要是管理费用率的上升，上述时间段内管理费用率上升了5.7个百分点。管理费用率的上升主要在于公司最近几年全国性布局，形成了武汉、天津、上海等生产基地，布局与市场开拓导致公司管理费用上升明显。另外，公司2010年底实施股权激励，导致管理费用率上升。展望未来，一方面，股权激励费用成本不会增加，另一方面，公司几大产业园布局完成，未来进入融合期，费用率将会呈现稳中趋降。

图表九： 公司毛利率走势

单位：% 图表十： 公司费用率走势

单位：%



资料来源：公司公告 群益证券(2012/09)

资料来源：公司公告，群益证券(2012/09)

盈利预测

布局市场前沿，股权激励方案为公司业绩助力

综上所述，我们认为作为国内大气治理的环保先锋，在政策力度支持下，公司主营业务有爆发增长的空间，而海外战略中又开始进入收获期，公司由大转强指日可待。

我们预计公司2012、2013年实现收入40.35亿元(YOY+14.8%)、48.00亿元(YOY+18.9%)，分别实现净利润2.88亿元(YOY+14.2%)、3.58亿元(YOY+24.3%)，EPS1.35、1.67元，当前股价对应2012、2013年动态PE分别为18X、15X，远低于行业估值平均水准(行业平均约30X)，维持“买入”建议，目标价30.00元(对应2012年动态PE 22X)。

风险提示：

脱硝业务进展低于预期；

公司管理费用率上涨超预期

=预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	3,417	3,345	3,515	4,035	4,799
经营成本	2,743	2,646	2,666	3,089	3,700
营业税金及附加	57	38	41	37	47
销售费用	71	91	113	120	150
管理费用	220	296	390	394	434
财务费用	-1	-1	-11	31	25
资产减值损失	15	24	25	33	21
投资收益	2	2	3	4	3
营业利润	313	253	293	335	426
营业外收入	20	27	27	28	27
营业外支出	6	4	3	3	3
利润总额	327	276	317	359	450
所得税	60	45	64	69	89
少数股东损益	9	2	2	3	3
归属于母公司所有者的净利润	258	229	252	288	358

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	1,045	971	561	662	795
应收帐款	560	775	843	969	1,066
存货	1,862	2,220	2,341	2,481	2,605
流动资产合计	4,220	4,783	4,787	5,139	5,580
长期投资净额	-	2	2	23	46
固定资产合计	306	316	466	512	604
在建工程	51	74	143	114	57
无形资产	666	928	1,190	1,233	1,344
资产总计	4,886	5,711	5,977	6,372	6,924
流动负债合计	2,845	3,484	3,608	3,969	4,286
长期负债合计	25	137	39	56	69
负债合计	2,870	3,621	3,647	4,025	4,355
少数股东权益	47	40	40	45	48
股东权益合计	1,969	2,050	2,290	2,302	2,520
负债和股东权益总计	4,886	5,711	5,977	6,372	6,924

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	214	167	-212	67	212
投资活动产生的现金流量净额	-109	-295	-287	2	-225
筹资活动产生的现金流量净额	468	57	81	32	145
现金及现金等价物净增加额	573	-70	-418	101	132

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。