公司调研简报

2013 年 7 月 12 日

证券研究报告

平安电力等公用事业

推荐（首次）

证券分析师

于振家

投资咨询资格编号 S1060512100003
电话 010-59730753
邮箱 YUZHENJIA590@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

龙净环保（600388）

订单情况理想，除尘龙头业绩增长无忧

■ 除尘龙头地位稳固，上半年订单继续增长

公司今年上半年实现电袋除尘订单 7-8 套，高于去年同期水平。在火电整体投资规模下降的背景下，公司对于除尘业务的前景比较谨慎。当前年新增火电装机水平已经从巅峰的 1 亿千瓦下降到不足 5000 万千瓦，公司除尘业务保持高景气度，主要得益于电厂盈利情况的改善。公司是国内电厂除尘业务的龙头，与菲达环保一并占据了全部市场份额的 55%左右。在非电领域，公司业务主要分布在冶金和水泥行业，其单体投资规模明显小于火电厂。2012 年公司除尘业务收入已经达到 23 亿，我们判断未来几年公司除尘业务规模将保持高位，但难有高增速。

■ 脱硫脱硝业务快速增长，市场竞争激烈

国内脱硝市场正式启动，2012 年公司获得的脱硝工程订单规模首次超过脱硫工程。2013 年上半年，脱硝订单继续保持高速增长，预计全年脱硫、脱硝工程业务订单有望超过 20 亿。由于技术路线比较成熟，进入门槛不高，脱硝市场竞争激烈程度甚于脱硫。公司的态度是尽量选择价格合理的订单，避免恶性竞争。脱硝在最近两年取得快速发展，预计建设高峰将持续到 15-16 年。

■ 精选 BOT 项目，2014 年运营收入将倍增

公司 2012 年与特变电工签订 BOT 合同，负责新疆硅业两台 350MW 机组脱硫的特许运营，预计机组于今年下半年投产，年内开始实现运营收入。目前公司正在负责华能乌鲁木齐热电 2*330MW 机组的脱硫特许运营。公司在选择 BOT 项目时比较谨慎，目前所签订的两个项目发电小时数都有良好保障，加上新疆地区煤质好、含硫量低，因此项目盈利能力较强。预计 2014 年公司 BOT 项目收入接近 9000 万，净利润超过 2000 万。

■ 催化剂还原业务已具备雏形

脱硝催化剂占脱硝运营成本 30%左右。当前国内催化剂供应商数量有限，难以满足快速增长的脱硝业务需求，导致催化剂价格快速上涨。公司与美国最大的催化剂供应商达成合作协议，在江苏盐城建立基地，开展催化剂还原业务，具备极好的发展前景。目前公司已经取得订单，年内将实现收入和盈利。催化剂还原业务极有可能成为公司业绩的重要增长点。

■ 印尼项目建设延期，收入确认存在不确定性

公司在 2010 年与印尼国家电力签订合同，为其提供 2*60MW 燃煤机组及电除尘系统的工程总包，合同总金额达到 11.3 亿。2012 年项目确认收入 1 亿元。目前该项目建设已经确认延期，年内确认收入规模存在不确定性。该项目是公司海外业务的成功拓展，也是开始涉足工程总包业务的一次尝试。作为首个大型 EPC 项目，毛利率水平不高，对公司利润不构成重大影响。

■ 理性看待 PM2.5 治理对公司的影响

国内电厂除尘业务起步较早，目前已经取得良好效果。2011 年新的火电厂大气污染物排放标准，将燃煤锅炉的烟尘排放标准定为 30mg/立方米，重点地区 20mg/立方米。以当前的技术水平，达到上述排放标准难度不大。实际上，就目前国内 PM2.5 的构成来看，减少电厂粉尘对于治理 PM2.5 的效果十分有限。全面落实脱硫脱硝、对非电厂领域排放进行管理，才有可能使治理工作尽快见效。如果政策层面对于非电厂领域减排工作尽快提出要求，同时带动旧有机组脱硫、脱硝、除尘设施改造，将为公司业绩新一轮增长创造条件。

■ 业绩稳健增长无忧，“推荐”评级

公司基本完成了生产加工基地和销售网络的全国布局，并稳健开展海外业务，各板块业务稳步推进。公司从菲达环保的控制柜设备供应商成长为国内除尘龙头，最近十年收入和净利润复合增长率接近 30%。目前公司已经具备除尘、脱硫脱硝领域的全部先进技术，市场竞争优势明显。预计当前未结算订单在 60-70 亿之间，业绩增长有保障。预计 13-14 年 EPS 分别为 0.85 和 1.03 元，对应当前股价市盈率分别为 27.7 倍和 22.9 倍。公司在环保板块中估值具备相对优势，首次覆盖，给予“推荐”评级，目标价 30 元，对应 2014 年 30 倍市盈率。

■ 风险提示

1、订单收入确认延期；2、竞争加剧导致新增订单毛利率降低。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	5658	9710	12310	13375
现金	716	3459	4325	5003
应收账款	1134	1136	1798	1604
其他应收款	168	231	268	304
预付账款	466	765	767	996
存货	2820	3559	4533	4756
其他流动资产	354	561	620	711
非流动资产	1787	1814	2131	2336
长期投资	2	2	2	2
固定资产	713	923	1167	1307
无形资产	288	324	379	419
其他非流动资产	784	565	583	608
资产总计	7445	11525	14441	15711
流动负债	4231	8174	10865	11886
短期借款	170	2746	4452	4820
应付账款	1157	1150	1752	1641
其他流动负债	2903	4278	4661	5426
非流动负债	616	468	389	296
长期借款	494	410	316	212
其他非流动负债	122	58	73	84
负债合计	4847	8642	11254	12182
少数股东权益	46	50	56	63
股本	213	428	428	428
资本公积	1261	1261	1261	1261
留存收益	1078	1078	1078	1078
归属母公司股东权益	1715	1848	2015	2249
负债和股东权益	7445	11525	14441	15711

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	396	464	-156	946
净利润	297	369	446	504
折旧摊销	59	81	106	125
财务费用	34	36	45	53
投资损失	-3	-2	-3	-3
营运资金变动	3	-17	-751	266
其他经营现金流	6	-4	0	1
投资活动现金流	-651	-108	-420	-327
资本支出	232	286	266	152
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-419	178	-154	-175
筹资活动现金流	410	-235	-242	-308
短期借款	27	-46	22	1
长期借款	493	-85	-93	-105
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-110	-104	-171	-204
现金净增加额	155	121	-818	311

利润表 单位:百万元

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4240	5163	6446	7503
营业成本	3283	3975	4974	5803
营业税金及附加	39	47	59	69
营业费用	120	151	193	219
管理费用	426	517	645	752
财务费用	34	36	45	53
资产减值损失	25	30	38	44
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	3	3
营业利润	316	408	496	567
营业外收入	41	34	37	35
营业外支出	2	3	2	2
利润总额	355	439	531	600
所得税	58	70	85	96
净利润	297	369	446	504
少数股东损益	6	4	6	7
归属母公司净利润	291	365	440	497
EBITDA	414	521	637	725
EPS（元）	1.36	0.85	1.03	1.16

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	20.62%	21.77%	24.84%	16.40%
营业利润	7.90%	29.29%	21.39%	14.33%
归属于母公司净利润	15.49%	25.33%	20.68%	12.83%
获利能力				
毛利率(%)	22.57%	23.01%	22.84%	22.66%
净利率(%)	5.9%	7.00%	7.15%	6.92%
ROE(%)	11.42%	12.81%	13.99%	14.29%
ROIC(%)	8.87%	6.02%	5.53%	5.81%
偿债能力				
资产负债率(%)	65.10%	74.99%	77.93%	77.54%
净负债比率(%)	26.60%	113.04%	152.91%	145.56%
流动比率	1.34	1.19	1.13	1.13
速动比率	0.67	0.75	0.72	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.54	0.50	0.50
应收账款周转率	4.29	4.55	4.39	4.41
应付账款周转率	3.39	3.45	3.43	3.42
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.36	0.85	1.03	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.08	-0.36	2.21
每股净资产(最新摊薄)	12.15	6.74	7.45	8.25
估值比率				
P/E	17.35	27.76	22.91	20.34
P/B	1.94	3.50	3.17	2.86
EV/EBITDA	8.18	17.04	15.14	12.75

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN | 专业25年 专业 让生活更简单

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257