



科林环保(002499)

公司研究/调研报告

受益大气污染治理，火电除尘改造空间大

——科林环保调研简报

调研报告/中小盘、环保行业

2013年10月11日

- 国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一，受益大气污染治理。**公司是国内最大的袋式除尘设备专业制造企业之一，专业从事袋式除尘器的设计及设备制造业务，市场份额约为5%。根据国家“十二五”节能环保产业发展规划，十二五期间节能环保产业产值年均增速15%以上，至2015年总产值达到4.5万亿；根据国家重点区域大气污染防治“十二五”规划，十二五重点工程新增颗粒物减排能力约148万吨/年，工业烟粉尘治理项目投资需求约470亿元。公司在治理PM2.5方面拥有技术优势，未来将充分受益于上述等大气污染治理相关政策法规。
- 公司产能达到105万平方米，利用率较低，增长空间大。**公司原有过滤面积产能为65万平方米，募投项目40万平方米产能于2012年12月投产，目前公司总产能达到105万平方米。我们测算由于募投项目投产、国内经济形势下滑，公司目前产能利用率在50%左右。在国内外经济形势回暖、国家加强大气污染治理的背景下，公司有望走出低谷，迎来产能利用的不断提升。公司市场份额按5%测算，根据重点区域大气污染防治“十二五”规划，仅重点工程这一块，公司年销量增加7.5万平方米，十二五销售额有望增加23.5亿元，是公司2010年销售额的7.3倍，公司增长空间巨大。
- 冶金行业低迷，受益于淘汰落后产能。**近年公司传统的销售领域冶金行业持续低迷，随着大气污染治理日趋严格，市场需求扩大，但是毛利率下降趋势明显。冶金行业除尘基本全部为袋式除尘，随着钢铁等冶金行业淘汰落后产能的深入，公司必将受益于产能置换带来的对袋式除尘的需求。
- 火电行业除尘器销售有望迎来快速增长期。**目前公司为上海外高桥电厂30万机组制造的袋式除尘器已得到成功应用，公司在火电除尘领域获得突破，未来增长空间巨大。2013年公司火电行业除尘器销售占比继续提升，预计全年销售占除尘器销售额的30%以上。预计十二五期间电厂袋式除尘市场规模在400亿元以上，随着国家新的烟气排放标准以及除尘电价补贴的出台，必将带动火电企业新建及改造除尘项目的积极性，公司火电行业除尘器销售进入快速增长期。
- 布局节能设备，期待环保产业纵横向发展取得突破。**公司从2012年开始布局冶金行业节能设备的销售，有望成为公司新的利润增长点，未来公司节能设备销售将逐步向电力等其他领域扩展。公司致力于环保产业链的多元发展，公司将加大脱硫、脱氮、二噁英处理、催化剂再生等新型技术的研发，在合适的时机进行兼并收购以实现公司的外延式扩张。
- 风险提示：**公司除尘设备销售不及预期
- 盈利预测及投资建议**

预计公司13~15年每股收益为0.09元、0.28元、0.28元；对应13~15年PE为257倍、110倍、79倍。公司在火电除尘领域空间巨大，给予“强烈推荐”的投资评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	468	498	576	828
增长率（%）	19.86%	6.45%	15.56%	43.75%
归属母公司股东净利润（百万元）	24	10	23	31
增长率（%）	-43.77%	-59.25%	134.26%	39.11%
每股收益（元）	0.21	0.09	0.20	0.28
PE	105	257	110	79
PB	3.8	3.7	3.3	3.5

资料来源：民生证券研究院

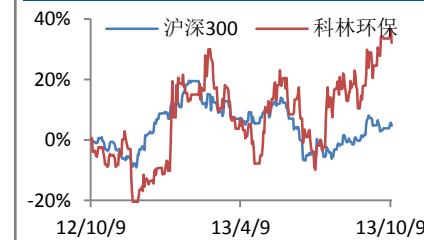
强烈推荐 首次评级

合理估值： 24~25元

交易数据 (2013-10-10)

收盘价(元)	21.75
近12个月最高/最低	22.5/12.42
总股本(百万股)	112.50
流通股本(百万股)	34.66
流通股比例%	30.81
总市值(亿元)	24.47
流通市值(亿元)	7.54

该股与沪深300走势比较



分析师

研究助理：陶贻功

电话：(010)8512 7892

执业证书编号：S0100513070009

Email: taoyigong@mszq.com

分析师：陈亮

执业证书编号：S0100512090001

电话：(021)6087 6722

Email: chenliangyjs@mszq.com

分析师：林红垒

执业证书编号：S0100511060003

电话：(010)8512 7892

Email: linhonglei@mszq.com

相关研究

表 1: 公司主营业务假设 (单位: 百万元)

项目	2013E	2014E	2015E
除尘设备			
产能 (万立方米)	105.00	105	105
销量 (万平方米)	50	55	80
冶金行业	22	30	45
电力行业	12	25	35
产能利用率	47.62%	52.38%	76.19%
售价 (立方米/元)	719.58	719.58	719.58
营业收入	359.79	395.769	575.664
营业成本	290.85	319.935	465.36
材料成本	243.72	268.092	389.952
直接人工	13.62	14.982	21.792
制造费用及其它	31.97	35.167	51.152
出口退税	1.54	1.694	2.464
单位成本(元/方)			
材料成本	487.44	487.44	487.44
直接人工	27.24	27.24	27.24
制造费用及其它	63.94	63.94	63.94
出口退税	3.08	3.08	3.08
毛利率	19.16%	19.16%	19.16%
净利润	-3.24	5.44	11.46
贡献 EPS (元/股)	-0.03	0.05	0.10
节能设备 (冶金)			
营业收入	138.62	180.20	252.28
营业成本	109.28	139.87	195.82
毛利率	21.17%	22.38%	22.38%
净利润	1.12	6.54	10.52
贡献 EPS (元/股)	0.01	0.06	0.09
公司营业收入	498.41	575.97	827.95
公司营业成本	400.13	459.81	661.18
非经常性损益	16.92	16.92	16.92
贡献净利润	12.69	12.69	12.69
公司净利润	10.56	24.66	34.67
少数股东权益	1.81	4.22	5.93
归属于母公司净利润	8.76	20.45	28.74
公司 EPS (元/股)	0.08	0.18	0.26

资料来源：民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	468	498	576	828
减：营业成本	376	400	460	661
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	19	25	26	37
管理费用	52	65	69	91
财务费用	(3)	8	3	7
资产减值损失	5	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	17	(3)	15	28
加：营业外收支净额	16	16	16	16
三、利润总额	33	14	32	44
减：所得税费用	5	2	5	7
四、净利润	28	11	27	37
归属于母公司的利润	24	10	23	31
五、基本每股收益 (元)	0.21	0.09	0.20	0.28

主要财务指标

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	59.18	64.06	36.66	34.05
成长能力:				
营业收入同比	19.9%	6.5%	15.6%	43.7%
营业利润同比	-32.5%	-59.7%	134%	39.3%
净利润同比	-32.5%	-59.7%	134%	39.3%
营运能力:				
应收账款周转率	1.63	0.92	2.56	1.19
存货周转率	2.92	2.39	14.26	3.86
总资产周转率	0.46	0.39	0.53	0.54
盈利能力与收益质量:				
毛利率	19.6%	19.7%	20.2%	20.1%
净利率	6.1%	2.3%	4.7%	4.5%
总资产净利率 ROA	2.9%	1.2%	3.2%	3.3%
净资产收益率 ROE	3.6%	1.5%	3.3%	4.5%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.67	2.34	3.72	1.77
资产负债率	28.9%	41.6%	30.5%	48.5%
长期借款/总负债	0.0%	19.0%	30.0%	13.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.09	0.20	0.28
每股经营现金流量	0.08	(1.62)	3.21	(3.04)
每股净资产	6.49	6.57	6.74	6.99

资料来源：民生证券研究院

资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	198	105	388	108
应收票据	25	47	19	60
应收账款	274	519	214	664
预付账款	15	30	1	32
其他应收款	7	16	8	19
存货	129	168	32	171
其他流动资产	8	8	8	8
流动资产合计	644	869	662	1034
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	236	237	245	266
在建工程	9	17	31	47
无形资产	133	120	124	135
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	383	396	430	492
资产总计	1,027	1,265	1,092	1,527
短期借款	4	20	0	157
应付票据	10	17	5	18
应付账款	155	263	83	283
预收账款	57	55	74	112
其他应付款	16	16	16	16
应交税费	19	21	23	26
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	241	371	178	585
长期借款	0	100	100	100
其他非流动负债	55	155	155	155
非流动负债合计	55	155	155	155
负债合计	296	526	333	740
股本	113	213	213	213
资本公积	422	422	422	422
留存收益	119	126	141	163
少数股东权益	77	79	83	89
所有者权益合计	731	739	759	786
负债和股东权益合计	1,027	1,265	1,092	1,527

现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	9	(182)	361	(342)
投资活动现金流量	(98)	(24)	(48)	(78)
筹资活动现金流量	21	112	(30)	140
现金及等价物净增加	(68)	(93)	283	(280)

分析师与研究助理简介

陈 亮： 毕业于中国人民大学。历任国泰君安营业部客户经理、中国证券报煤电行业记者、南非沙索煤制油（中国）商务分析师。2008年进入证券业从事煤炭行业研究，先后在平安、光大、广发等证券研究所就职。2012年加入民生证券。2009-2011年连续三年上榜新财富煤炭行业最佳分析师。

林红垒： 采矿工程学学士，经济学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2011年4月加盟民生证券研究院。

陶贻功： 中国矿业大学煤化工学士、选矿学硕士，2011年7月加入民生证券研究院

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。