

2014 年 4 月 10 日

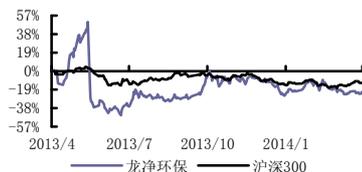
评级：增持 (首次)

市场数据		2014 年 4 月 18 日
当前价格 (元)		20.71
52 周价格区间 (元)		20.64-56.87
总市值 (百万)		12704.59
流通市值 (百万)		12599.24
总股本 (百万股)		427.62
流通股 (百万股)		424.07
日均成交额 (百万)		539.41
近一月换手 (%)		29.11%
Beta (2 年)		
第一大股东	福建省东正投资股份有限公司	
公司网址	http://www.longking.com.cn	

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	5568.04	6031.86	7306.52	8647.34
净利润 (百万元)	456.76	377.81	432.63	474.83
每股收益 (元)	1.07	0.88	1.01	1.11
净利润增长率 %	50.00%	-17.28%	14.51%	9.75%
每股净资产 (元)	6.54	7.40	8.20	9.13
市盈率	27.77	33.63	29.37	26.76
市净率	4.56	4.02	3.62	3.25
EV/EBITDA	21.44	23	20	18

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
龙净环保	-6.13%	3.27%	70.36%
沪深 300	4.04%	2.11%	-9.75%

■ **投资收益对公司业务贡献较大。**2013 年公司完成收入 55.68 亿元，同比增长 31.32%，实现归属上市公司股东净利润 4.57 亿元，同比增长 56.92%，扣非后净利润为 3.14 亿元，同比增长 21.39%。

2013 年投资收益为 1.29 亿元 (贡献每股收益 0.29 元)，同比增加 4807%，主要来自出售 1106 万股兴业银行的变现收益。**收入结构分析：**除尘器设备及安装收入 26.5 亿元，同比增长 1.64%，占营业收入比重为 47.6%；脱硫、脱硝工业业务收入为 19.99 亿元，同比增长 43.9%；海外 EPC 业务收入 2.86 亿元，同比增长 141.62%，房地产收入 4.66 亿元，同比增长 3795.92%。

李云光

执业证书号：S1030512040001
(0755) 83199599-8145
liva@csc.com.cn
本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，李云光，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

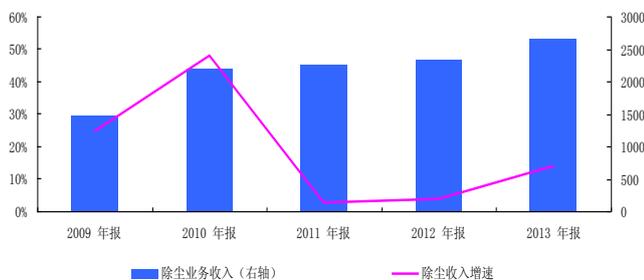
■ **投资要点：**①政府对空气污染治理思路包含两方面：第一，通过提升排放标准来减少工业污染物排放；第二，使用清洁能源，主要是削减煤炭消耗。从实际操作看，当前天然气供求日益紧张，通过大规模削减煤炭消费来减少空气污染可能存在较大的困难。2014-2015 年是完成减排目标的冲刺阶段，非火电行业的减排设

非经常性损益提升公司业绩

1、投资收益对公司业务贡献较大。2013年公司完成收入55.68亿元，同比增长31.32%，实现归属上市公司股东净利润4.57亿元，同比增长56.92%，扣除非经常性损益净利润为3.14亿元，同比增长21.39%。2013年公司实现投资收益为1.29亿元（贡献每股业绩在0.29元），同比增加4807%，主要来自出售兴业银行（601166）股票1106万股的变现收益。截止2013年末，公司仍持有广州发展（600098）4370万股可供出售。2013年计划10股派现金3.3元（含税）。

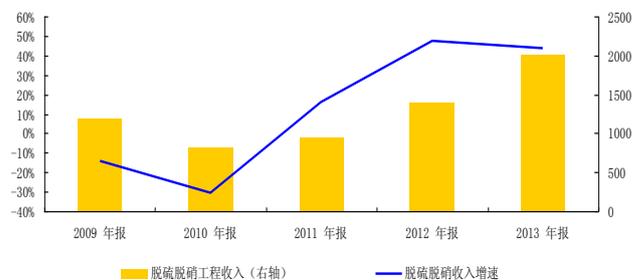
收入结构分析：除尘器设备及安装收入为26.5亿元，同比增长1.64%（2013年业务分类有变化），占营业收入比重为47.6%；脱硫、脱硝工业业务收入为19.99亿元，同比增长43.9%；海外EPC业务收入2.86亿元，同比增长141.62%，房地产收入4.66亿元，同比增长3795.92%。

Figure 1 2009-2013年除尘设备及安装收入 单位：百万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 2 2009-2013年脱硫脱硝业务收入 单位：百万元



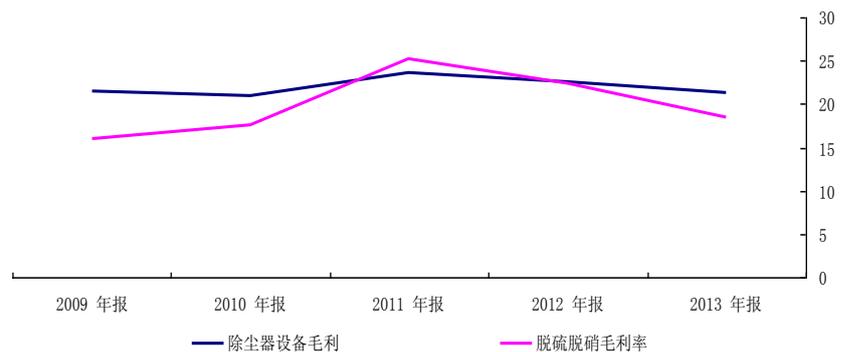
资料来源：公司公告 世纪证券研究所

扣除房地产业务影响，公司环保业务收入增长20.38%；净利润方

面扣除非经常性损益以及房地产因素，环保类业务净利润增速低于收入增速。2013年整体情况看，公司传统优势业务电除尘器增长基本稳定，受益国家治理空气污染政策影响，公司脱硫脱硝业务同比增长超过40%。

2、环保业务毛利率略有下滑。2013年公司综合毛利率为21.2%，比2012年下降1.37个百分点，主要是因为公司脱硫、脱硝业务工程（2013年毛利率低于除尘设备及安装）业务大幅增长拉低所致。**分业务看：**除尘设备及安装毛利率为21.39%，比2012年降低1.16个百分点；脱硫、脱硝工程业务毛利率为18.38%，比2012年低3.92个百分点。随着国内空气治理市场需求快速释放，市场竞争更加激烈，预计公司工程业务毛利率将会继续小幅下滑，但公司BOT等高毛利率业务规模在逐步增加，预计公司综合毛利率会保持相对稳定。

Figure 3 2009-2013年公司主要业务毛利率变化

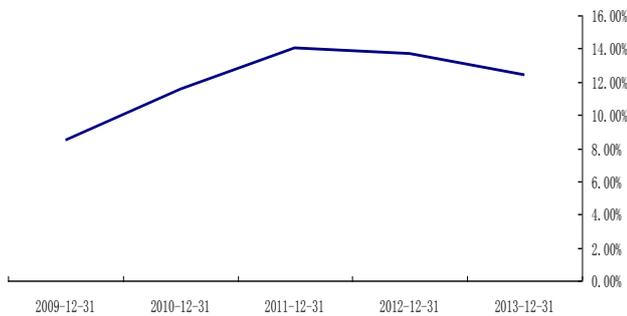


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、费用执行情况。2013年公司三项费用合计6.89亿元，同比增长18.63%，大幅低于公司收入增长。由于外部借款增加导致财务费用

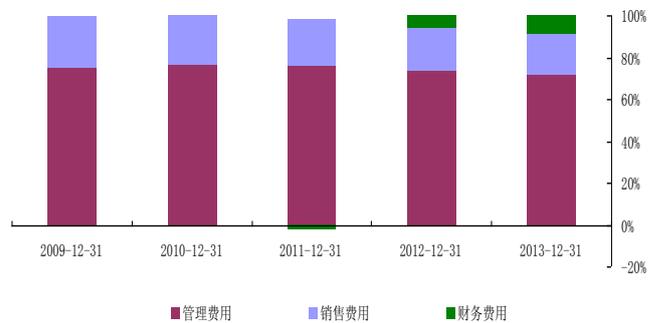
为 5915 万元，同比增长 75.47%。2014 年公司计划实现主营业务收入 58 亿元，营业成本控制在 46 亿元左右，三项费用控制在 8 亿元左右。近两年，公司业务扩张较为集中、且应收账款大幅上升对日常营运资金需求较大导致外部借款增加。2014 年 4 月 15 日，公司发行 3 亿元 5 年期中期票据，年利率为 7.99%，未来每年新增财务费用在 2400 万元。

Figure 4 2009-2013 年公司期间费用率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 5 2009-2013 年公司费用构成



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

投资要点：

1、空气治理依然是环保投入的主战场，有利于公司业务发展。2013 年政府公布《大气污染防治行动计划》显示出国家对当前空气污染问题的重视，基本治理思路包含两方面：第一，通过提升排放标准来减少工业污染物排放（例如 2014 年计划燃煤电厂脱硫设施配套率达到 100%，70%的火电机组要完成脱硝设施配套，预计在 2015 年所有机组实现脱硫、脱硝 100%投运率）；第二，使用清洁能源，主要是削减煤炭消耗（例如 2014 年北京计划削减煤炭 1300 万吨，天津煤炭净削减 1000 万

吨，河北削减 4000 万吨，山东削减 2000 万吨)。

从实际的操作中看，削减煤炭就需要其他清洁能源来补充，目前最可行的是利用天然气来替代，但我国当前天然气供求日益紧张，2013 年天然气对外依存度突破 30%，而页岩气、煤制气等非常规天然气生产也未获得重大进展，天然气供应紧张的情况几年内难以改变。从天然气的供求情况看，通过大规模削减煤炭消费来减少空气污染在实施层面可能存在较大的困难（短期应急可行，没有替代能源长期还会反弹）。

因此，从环境治理长期目标以及经济发展需要角度看，通过提升企业污染排放标准来改善空气质量是最为可行的途径。“十二五”期间，燃煤电厂的除尘、脱硫、脱硝工作取得了巨大发展，特别是 2014-2015 年是完成既定目标的冲刺阶段；与此同时，非火电行业的减排设施建造有望接力火电治理市场，整体看行业需求未来几年仍可保持高速增长。

2、公司竞争优势明显。公司以电除尘设备起家，多年在火电厂除尘行业保持优势地位，随着国内电厂排放标准提升，公司成功研发电袋复合除尘产品和技术工艺。2013 年电袋除尘事业部全年新增合同、实现净利均创历史新高，垄断 8 台百万机组电袋项目，在 30 万以上大机组电袋项目上保持相对垄断地位。目前已经形成既除尘、脱硫、脱硝一体化工程业务体系，在大型项目中具有明显竞争优势。另外，公司火电机组脱硫脱硝工程 EPC 海外业务进展顺利，2013 年海外业务收入达到 2.86 亿元，收入增速超过 140%。综合考虑行业需求以及公司自身经营

情况，预计未来环保业务仍可维持稳定增长。

盈利预测与投资评级

1、假设条件：

A、2013年公司净利润大幅增长主要受投资收益影响，虽然公司目前仍持有接近3个亿的可出售金融资产，但金融资产的变现时间和金额存在较大不确定性，盈利预测暂不考虑金融投资变现收益影响。

B、虽然我们认为行业增速可以持续，但考虑公司收入基数较大（2013年为55.68亿元）以及2014年已签订单的情况，预计2014-2016年公司环保业务年均增长在20%左右。

Figure 6 2014-2016年公司环保业务收入预测

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
除尘器、配套设备及安装					
收入	2,607.21	2,649.95	2782.45	2921.57	3067.65
成本	1,801.39	2,083.10	2170.31	2278.82	2392.77
收入增速	5.59%	1.64%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	22.55	21.39	22.00	22.00	22.00
脱硫、脱硝工程项目					

收入	1,389.05	1,998.74	2798.24	3917.53	5092.79
成本	1,079.29	1,631.43	2294.55	3212.37	4176.09
收入增速	47.37%	43.89%	40.00%	40.00%	30.00%
毛利率(%)	22.30	18.38	18.00	18.00	18.00
环保设备运输					
收入	52.50	67.65	81.18	97.42	116.90
成本	34.55	42.15	52.77	63.32	75.98
收入增速	59.43%	28.86%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	34.19	37.69	35.00	35.00	35.00
新疆 BOT 项目					
收入	44.13	68.74	70.00	70.00	70.00
成本	22.58	37.44	38.5	38.5	38.5
收入增速	-2.19%	55.77%	1.83%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	48.83	45.54	45.00	45.00	45.00
海外 EPC					
收入	118.57	286.49	300	300	300
成本	107.22	245.10	246	246	246
收入增速	-	141.62%	4.72%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	9.57	14.45	18.00	18.00	18.00
收入合计	4211.46	5071.57	6031.86	7306.52	8647.34
收入增速	20.68%	20.42%	18.93%	21.13%	18.35%

成本合计	3,045.03	4,039.22	4802.13	5839.02	6929.34
毛利率	27.70%	20.36%	20.39%	20.08%	19.87%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、盈利预测：我们预计公司 2014-2016 年每股收益(EPS)分别为 0.88 元、1.01 元、1.11 元，对应市盈率(PE)分别为 33.63X、29.37X、26.76X，估值处于行业平均水平。考虑国内空气治理行业市场需求快速释放以及公司在除尘器领域的竞争优势，首次给予“增持”评级。

Figure 7 2014-2016 年公司盈利预测表

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5568	6032	7307	8647
收入同比(%)	31%	8%	21%	18%
归属母公司净利润	457	378	433	475
净利润同比(%)	57%	-17%	15%	10%
毛利率(%)	21.2%	20.4%	20.1%	19.9%
ROE(%)	16.4%	11.9%	12.3%	12.2%
每股收益(元)	1.07	0.88	1.01	1.11
P/E	27.82	33.63	29.37	26.76
P/B	4.56	4.02	3.62	3.25
EV/EBITDA	19	23	20	18

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

风险提示

为了支持日常经营需要，公司累计发行 5 年期中期票据 8 亿元，每年利息费用支出在 5000 万元左右，对未来几年净利润影响较大。2013 年末，公司应收项目超过 15 亿元，如果公司回款情况未达预期，坏账计提可能会影响利润表现。

附件：2014-2016 年公司三大报表预测

Figure 8 2014-2016 年公司资产负债表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	6808	8309	9699	11214	
现金	977	1434	1737	1571	
应收账款	1319	1516	1780	2146	
其他应收款	212	240	286	337	
预付账款	539	728	810	954	
存货	3080	3746	4327	5272	
其他流动资产	681	645	759	935	
非流动资产	1727	1924	2125	2230	
长期投资	4	3	3	3	
固定资产	830	949	1047	1128	
无形资产	349	393	452	502	
其他非流动资产	544	579	623	597	
资产总计	8535	10234	11824	13444	
流动负债	4986	5895	7040	8158	
短期借款	336	403	484	581	
应付账款	1629	1628	2068	2459	
其他流动负债	3021	3863	4488	5118	
非流动负债	688	1091	1185	1281	
长期借款	96	191	286	381	

Figure 9 2014-2016 年公司利润表及现金流量表

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	5568	6032	7307	8647	
营业成本	4388	4802	5839	6929	
营业税金及附加	112	83	105	139	
营业费用	137	149	180	213	
管理费用	492	533	646	764	
财务费用	59	42	52	64	
资产减值损失	7	8	9	10	
公允价值变动收益	5	1	2	3	
投资净收益	129	5	5	5	
营业利润	506	422	483	535	
营业外收入	49	45	47	46	
营业外支出	3	2	2	3	
利润总额	552	464	527	579	
所得税	89	81	88	97	
净利润	463	383	440	482	
少数股东损益	7	5	7	7	
归属母公司净利润	457	378	433	475	
EBITDA	641	543	628	705	
EPS (元)	1.07	0.88	1.01	1.11	

其他非流动负债	592	900	899	900	现金流量表	单位:百万元			
负债合计	5674	6986	8225	9438	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	78	83	90	97	经营活动现金流	80	280	554	-32
股本	428	428	428	428	净利润	463	383	440	482
资本公积	910	910	910	910	折旧摊销	75	80	93	106
留存收益	1449	1827	2169	2567	财务费用	59	42	52	64
归属母公司股东					投资损失	-129	-5	-5	-5
权益	2783	3163	3506	3906	营运资金变动	-395	-267	-47	-712
负债和股东权益	8535	10232	11822	13441	其他经营现金流	6	48	20	34
					投资活动现金流	29	-243	-288	-185
					资本支出	121	165	165	165
					长期投资	13	26	52	-43
					其他投资现金流	163	-52	-71	-63
					筹资活动现金流	18	420	37	50
					短期借款	166	67	81	97
					长期借款	95	95	95	95
					普通股增加	214	0	0	0
					资本公积增加	-351	0	0	0
					其他筹资现金流	-106	258	-139	-142
					现金净增加额	125	457	303	-166

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.