



Research and  
Development Center

# 大气环保设备龙头，标准趋严带来新空间

—— 龙净环保（600388.SH）深度报告

2014年8月27日

范海波 行业分析师

吴漪 行业分析师

丁士涛 行业分析师

王伟 研究助理

## 证券研究报告

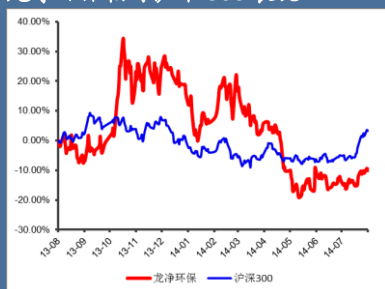
### 公司研究——首次覆盖

#### 龙净环保 (600388.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 龙净环保相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2014.8.26)

收盘价(元)	25.01
52周内股价波动区间(元)	22.66-40.55
最近一月涨跌幅(%)	1.38
总股本(亿股)	4.28
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	109.90

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

**范海波** CFA, 行业分析师  
执业编号: S1500510120021  
联系电话: +86 10 63081252  
邮箱: fanhaibo@cindasc.com

**吴漪** 行业分析师  
执业编号: S1500512110003  
联系电话: +86 10 63081085  
邮箱: wuyi@cindasc.com

**丁士涛** 行业分析师  
执业编号: S1500514080001  
联系电话: +86 10 63080936  
邮箱: dingshitao@cindasc.com

**王伟** 研究助理  
联系电话: +86 10 63081273  
邮箱: wangwei2@cindasc.com

## 大气环保设备龙头, 标准趋严带来新空间

### 深度报告

2014年8月27日

#### 本期内容提要:

- ◆ **公司分析要点:** 龙净环保在除尘行业占据龙头位置, 脱硫、脱硝市场份额也较大。2014年脱硫脱硝业务上取得的订单量 30% 的高增长率, 有力的保障了公司 2014 年的营业收入。此外, 公司 2013 年进军的脱硝催化剂领域, 以及具备高毛利率优势的新疆 BOT 于 2014 年投产运营, 都将为公司带来的新的利润增长。
- ◆ **行业分析要点:** 国家政策的出台和落实将为公司的发展起到推动作用。脱硫和脱硝脱硝特许经营趋于饱和, 但若标准趋严则有望打开新空间; 脱硝目前仍有一定空间, 市场竞争有所加剧。公司主要客户集中于火电、钢铁和水泥行业, 前两者脱硫脱硝分别在十一五规划和十二五规划中受到政策严格要求, 因此为公司带来了营业收入和净利润的增长。而水泥、陶瓷行业也有望受火电、钢铁行业带动, 受到新标准监管。届时, 市场需求会进一步上升。此外, 今年也临近十二五规划要求实现末期, 这也是加大需求的驱动因素。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计龙净环保 14-16 年净利润分别为 4.99 亿元, 5.92 亿元和 6.95 亿元, 对应的摊薄每股收益分别为 1.15 元、1.37 元和 1.60 元。以 2014-8-26 收盘价 25.01 元计算, 对应的 14-16 年 PE 分别为 22X、18X 和 16X。考虑到新政策出台的可能性以及新疆 BOT 项目和海外 EPC 项目仍在成长期, 给予公司 2014 年 25 倍的市盈率, 按 2014 年 EPS 1.15 元计算, 公司目标价 28.75 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 公司新签大订单; 新疆 BOT 投产运营; 政策的落实与出台。
- ◆ **风险因素:** 大型电力企业自己组建环保公司加剧竞争; 主要客户回款风险; 汇率风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	4240.19	5568.21	6784.72	8149.10	9653.06
增长率 YoY %	20.62	31.32	21.85	20.11	18.46
净利润(百万元)	296.85	463.32	498.88	592.37	695.06
增长率 YoY%	15.49	56.92	7.68	18.74	17.34
毛利率%	22.57	21.20	22.66	22.58	22.52
净资产收益率 ROE%	12.02	17.12	16.59	17.25	17.46
摊薄每股收益 EPS(元)	0.68	1.07	1.15	1.37	1.60
市盈率 P/E(倍)	37	23	22	18	16
市净率 P/B(倍)	4.2	3.8	3.4	3.0	2.5

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预

注: 股价为 2014 年 8 月 26 日收盘价

## 目录

投资聚焦.....	1
公司简介.....	2
行业分析.....	4
除尘、脱硫存量减少，政策趋严打开新空间.....	4
脱硝市场仍有空间，竞争加剧.....	7
公司主营业务分析.....	9
保有核心业务，确保龙头地位.....	9
毛利率稳定，订单带动收入增长.....	10
脱硫脱硝：订单大幅上涨带来大量收入.....	12
研发新产品，进军新市场.....	12
新疆 BOT 项目：转向持久的盈利模式.....	13
公司核心竞争力分析.....	14
可比公司对比分析.....	14
核心竞争力：大气环保设备龙头，多细分领域、全产业链优势.....	14
相关假设及盈利预测.....	17
估值假设.....	17
相对估值与投资评级.....	18
风险因素.....	19

## 图目录

图 1: 龙净环保股权关系.....	2
图 2: 脱硝市场前五家公司市场占有率变化.....	8
图 3: 参加 2013 年度产业登记的脱硝公司火电厂烟气脱硝签订合同.....	8
图 4: 2009-2013 营业收入复合增长率 14% (单位: 百万元).....	11
图 5: 2007-2012 净利润复合增长率 17% (单位: 百万元).....	11
图 6: 2009-2013 各项业务占比营业收入情况.....	11
图 7: 2009-2013 各项业务毛利率变化情况.....	11
图 8: 龙净环保设立子公司控股情况.....	12
图 9: 2013 年底各家公司累计投运电袋复合式除尘器市场占有率情况.....	15
图 10: 2013 年底各家公司累计投运火电厂脱硫机组市场占有率情况.....	15
图 11: 烟气治理岛一体化示意图.....	16

## 表目录

表 1: 龙净环保十大流通股股东表.....	3
表 2: 脱硫建设大事件时间表.....	4
表 3: 火电厂大气污染物排放中国标准 (2003/2011)、欧盟标准 (单位: $\text{mg}/\text{m}^3$ ).....	5
表 4: 火电、钢铁、水泥、陶瓷行业排放标准 (单位: $\text{mg}/\text{m}^3$ , 烟气黑度除外).....	6
表 5: 2014、2015 年火电行业、钢铁行业脱硫市场空间.....	7
表 6: 2011 标准的要求提高, 尤其是氮氧化物方面 (单位: $\text{mg}/\text{m}^3$ , 烟气黑度除外).....	7
表 7: 2014-2015 火电行业、钢铁行业脱硝市场空间.....	8
表 8: 几种除尘设备技术特点和使用特点比较.....	10
表 9: 龙净环保设立子公司投产运营情况.....	13
表 10: 龙净环保可比公司财务对比分析.....	14
表 11: 公司业务结构、营收增速和毛利率预测.....	17
表 12: 申万 A 股环保工程及服务上市 7 家公司估值.....	18

## 投资聚焦

### 核心观点/投资逻辑。

我国在大气治理方面标准不断趋于严格，但与欧盟标准仍有差距。我国在除尘、脱硫排放标准方面还有很大提升空间，一旦有针对排放标准的新政策出台就会使得整个市场天花板再次大幅抬高。2014年3月以来，我国分别在山东、浙江推出了“近零排放”试点，旨在进一步提高排放标准，未来以点带面，将会带来广阔的市场空间。

龙净环保在除尘子行业中占据龙头位置，脱硫、脱硝市场份额也较大。2014年脱硫脱硝业务上取得的订单量30%的高增长率，有力的保障了公司2014年的营业收入。此外，公司2013年进军的脱硝催化剂领域，以及具备高毛利率优势的新疆BOT于2014年投产运营，都将为公司带来的新的利润增长。公司下一步战略布局是向市场推出PM2.5治理的高效产品，除了布局了传统电力行业，也针对冶金、建材、石化及中小锅炉的烟气治理上进行了业务拓展。

### 与市场不同之处。

- 国内政策并不会止步于此。在欧盟标准的带动下，我国在环境治理标准一定会不断提高。以火电行业和钢铁行业为例，2011版的《火电厂大气污染物排放标准》已于2014年7月落实，2014年3月以来山东、浙江等地开展的“近零排放”的试点也表明国家在大气治理上趋于严格。此外，水泥行业和陶瓷行业一旦有新标准出台也会为未来几年脱硫脱硝带来更大的市场。2014年又是十二五规划的末班车，因此政策的不断落实将进一步驱动市场需求。
- 龙净环保的业务基本覆盖了大气治理设备研发、生产、安装、运营，形成了一条纵向产业链，具有大气环保设备多细分领域、全产业链优势，位居龙头地位，有利于带动公司其他业务的发展，提高市场占有率。
- 龙净环保拥有丰富的技术和项目经验，规模和营销网络对于环保设备公司十分重要。公司在国内除尘配置方面居于龙头，在国外的市场也在不断扩张，良好的战略和尖端的技术有助于公司争夺更多的市场份额。

### 股价催化剂。

公司新签大订单；新疆BOT投产运营；政策的落实与出台。

### 核心假设及风险

大型电力企业自己组建环保公司加剧竞争；主要客户回款风险；汇率风险。

### 盈利预测与投资评级：

我们预计龙净环保 14-16 年净利润分别为 4.99 亿元，5.92 亿元和 6.95 亿元，对应的摊薄每股收益分别为 1.15 元、1.37 元和 1.60 元。以 2014-8-26 收盘价 25.01 元计算，对应的 14-16 年 PE 分别为 22X、18X 和 16X。我们选取了申万 A 股环保工程及服务板块中业务相近的 7 家公司作为可比公司，剔除异常值 (PE>100) 后，可比公司的 PE (TTM) 均值为 46 倍，中值为 43 倍。相比之下，龙净环保的市盈率(TTM)为 23 倍，低于行业平均水平。出于对环保政策延续的信心，我们认为，未来大气环保设备市场仍然具备趋势性机会，龙净环保作为除尘设备行业的龙头，从行业市盈率来看处于被低估状态，具有一定的投资机会。给予公司 2014 年 25 倍的市盈率，按 2014 年 EPS1.15 元计算，公司目标价 28.75 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 公司简介

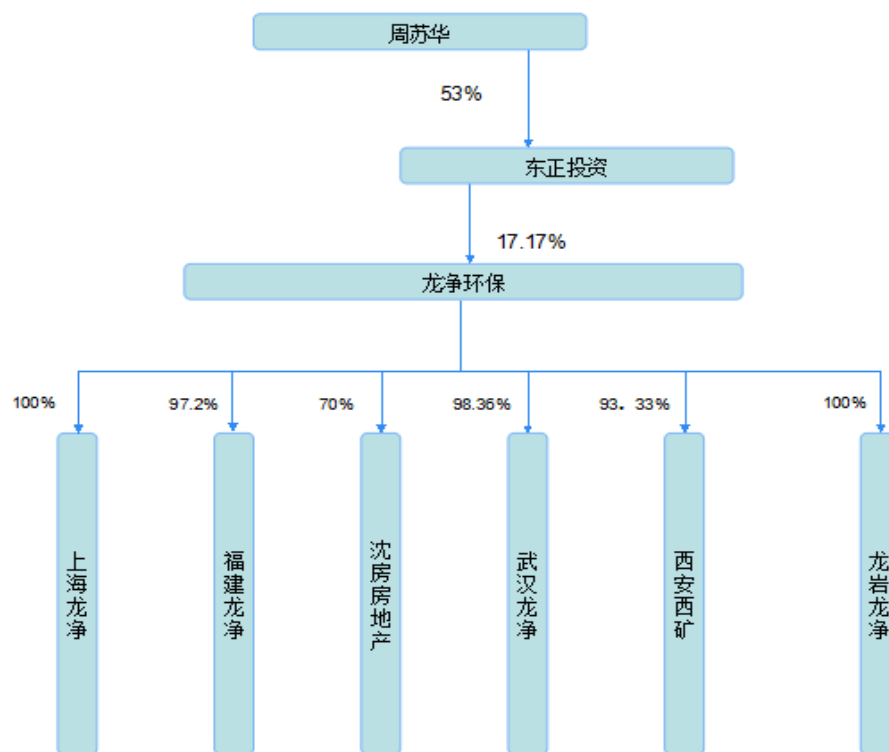
龙净环保是我国环境保护除尘行业的首家上市公司，也是国内机电一体化专业设计制造除尘装置和烟气脱硫装置等大气污染治理设备及其他环保产品的大型研发生产基地，企业实力和产品的产销量位居行业龙头地位。公司属环境保护行业，经营范围包括：环境污染防治设备(含烟气脱硫治理、除尘设备)、工业自动化控制系统装置，环保专用仪器、仪表，输送机械设计、制造、销售、安装；对外贸易；环境污染治理设施运营：除尘脱硫；环境工程(废气)专项工程设计；房地产开发；室内装饰装修；对水利水电行业的投资。

福建龙净环保股份有限公司于 2000 年 7 月成立。2000 年 12 月，龙净环保股票在上海证券交易所成功发行并上市，上市后总股本为 21,381 万股。经过多次股本变更，公司目前总股本达到 42,762 万股。

公司与多家下游企业建立了长期、稳定的合作关系。目前公司主要客户集中在火电行业、钢铁行业 and 水泥行业，主要合作方有宝钢集团、中国电力集团、上海电气集团和大唐电力集团等知名工业客户。公司产品遍布全国，在电力、冶金等众多行业中得到广泛应用，并出口日本、泰国等十多个海外国家和地区。目前公司的王牌业务是除尘装置和烟气脱硝脱硫装置。公司未来的发展方向除了保持核心业务的发展，还要尽力抢占 PM2.5 净化的市场先机以及提高海外 EPC 业务的市场占有率。

龙净环保是民资控股公司，控股股东是福建省东正投资股份有限公司，实际控制人是公司董事长周苏华先生，控制龙净环保 17.17% 的股份(图 1)。具体控制关系为：周苏华先生拥有福建省东正投资股份公司 53% 的股份，东正投资持有公司 17.17% 的股份。据公司 2014 年一季报披露，截至目前公司无其他持股在百分之十以上的法人股东。

图 1: 龙净环保股权关系



资料来源：公司 2014 一季报，信达证券研发中心整理

2014 年一季报龙净环保十大流通股股东见表 1。

表 1：龙净环保十大流通股股东表

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
福建省东正投资股份有限公司	73,410,056	17.17%	人民币普通股
龙岩市国有资产投资经营有限公司	36,914,390	8.63%	人民币普通股
上海浦东发展银行-广发小盘成长股票型证券投资基金	4,578,428	1.07%	人民币普通股
龙海腾钜商贸有限公司	3,737,546	0.87%	人民币普通股
龙岩市电力建设发展公司	3,396,578	0.79%	人民币普通股

龙岩市海润投资有限公司	3,362,714	0.79%	人民币普通股
吉林四海粮油有限公司	2,935,358	0.69%	人民币普通股
阿布达比投资局	2,083,103	0.49%	人民币普通股
中国工商银行-天元证券投资基金	1,167,282	0.27%	人民币普通股
五矿集团财务有限责任公司	1,000,000	0.23%	人民币普通股
总股本	132,585,455	31%	

资料来源：公司 2014 一季报，信达证券研发中心整理

## 行业分析

### 除尘、脱硫存量减少，政策趋严打开新空间

#### 旧规划落实减少存量

目前脱硫新建高潮已过，新投运的火电厂烟气脱硫机组已经下降。从年度建设量上看，2013 年新投运火电厂烟气脱硫机组总容量约 3600 万千瓦，同比下降 20%（2012 年和 2011 年新投运脱硫机组装机容量分别为 4500 万千瓦和 6800 万千瓦）。从累计建设量上看，截至 2013 年底，累计已投运火电厂烟气脱硫机组总容量约 7.2 亿千瓦，占全国现役燃煤机组容量的 91.6%，比 2012 年提高 1.6 个百分点，这也直观的说明了未来脱硫设施的存量空间已经较小。

表 2: 脱硫建设大事件时间表

时间	规划
1998	《国务院关于酸雨控制区和二氧化硫污染控制区有关问题的批复》发布，市场开始启动。市场开始启动，少数商业化运作的脱硫公司，引入国外技术，业务突飞猛进发展。
2001-2005	《国家环境保护十五规划》明确了具体减排指标。2003 年国家出台《火电厂大气污染物排放标准》，大量企业以技术引进消化吸收的方式，进入市场。专业脱硫公司激增至 100 多家，竞争导致脱硫系统造价从最初的 1000 元/kW 下降到 200 元/kW；脱硫系统设备国产化程度大大提高。
2006	国家减排力度进一步加大，加之国内技术工艺已经成熟，行业出现爆发增长：年装机容量达到历史最高水平，达到一亿千瓦以上；脱硫公司数量达到历史最高水平，达到 200 多家；脱硫工程单位价格达到历史最低水平，降至 80—120 元/千瓦
2007-2008	脱硫工程招标数目明显减少，行业内大量中小脱硫公司经营效益不好，纷纷退出脱硫市场；2007 年，有关部门发布《燃煤发电机组脱硫电价及脱硫设施运行管理办法》、《关于开展火电厂烟气脱硫特许经营试点工作的通知》，政策重点开始转向脱硫设施运营。

2009-2011	2011 国家出台史上新版《火电厂大气污染物排放标准》，脱硫要求进一步提升，要求于 2014 年 7 月 1 日起开始实施。2011 年国务院颁布《国家环境保护“十二五”规划》由于以下因素,改造需求开始成为市场的下一个增长点：已投运脱硫系统设计和施工存在缺陷；煤质含硫量不断提高导致脱硫系统不适应；国家减排标准进一步提高。此外，新建火电燃煤机组脱硫需求保持稳定增长。
2012-2013	PM2.5 带来全国大范围的雾霾天气，环保部和国务院大量出台政策重点治理大气污染。2012 年国务院、环保部和发改委三部门联合发布《重点区域大气污染防治“十二五”规划》。

资料来源：信达证券研发中心整理

现有脱硫设备的改造升级是重点。“十一五”期间曾提出要求降低硫的排放量，并带来了脱硫装机投运量的高峰，但由于当时的减排要求和标准较低，导致目前我国燃煤机组的综合脱硫效率较低。“十二五”期间的新标准和减排要求将倒推现有设备的改造：最新的《火电厂大气污染物排放标准》对二氧化硫排放提出了更高的标准；同时，《节能减排“十二五”规划》提出火电行业二氧化硫排放量在“十二五”期间减少 16%。

### 新标准趋严带动市场

我国在十二五期间颁布的各项政策主要是针对火电行业、钢铁行业 and 水泥行业的，特别是火电行业，政府希望以火电行业为试点，进而带动其他行业。虽然我国排放标准的出台趋于严格，但是距离欧盟的标准仍有一定的距离。随着国家对环保的重视、民众对环保的关注提高，我国在除尘、脱硫排放标准方面还有很大提升空间，一旦有针对排放标准的新政策出台就会使得整个市场天花板再次大幅抬高。2014 年 3 月以来，我国分别在山东、浙江推出了“近零排放”试点，旨在进一步提高排放标准，未来以点带面，将会带来广阔的市场空间。

火电行业方面，国家在十一五规划中就开始对火电行业的排放治理提出了要求，希望通过五大电力集团以点带面，再带动其他行业治理。在十一五规划和十二五规划中火电行业按目前的标准除尘和脱硫方面达标率已为 90% 以上。然而，随着监管标准的不断提升，新的市场空间随着新政策新规定的出台而打开。在 2014 年 7 月 1 日起我国开始实施的火电厂大气污染物排放新标准中（表 3），我国对重点地区火电行业排放量的部分要求较欧盟标准更为严格，将带动火电行业烟气治理的又一次升级。

表 3：火电厂大气污染物排放中国标准（2003/2011）、欧盟标准（单位：mg/m<sup>3</sup>）

	中国 2003	中国 2011	2011 重点地区	欧盟标准
烟尘	50	30	20/5	10
二氧化硫	400	100	50/35	50
		200		
氮氧化物	450	100	100/50	200
		200		



## 汞及其化合物

0.03

0.05

资料来源：火电厂大气污染物排放标准，欧盟烟气污染物排放标准，信达证券研发中心整理，注：2011版左侧为非重点地区的要求，右侧为重点地区的要求

钢铁行业的排放标准则是从十二五规划开始趋于严格，带动了钢铁行业在除尘脱硫方面的巨大需求。在新标准中，我国针对现有企业和新建企业提出了不同的标准，考虑到现有企业改造成本以及实施的可行性，钢铁行业现有企业在烟尘、二氧化硫和氮氧化物的排放限值为  $80\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $600\text{mg}/\text{m}^3$  和  $500\text{mg}/\text{m}^3$ ；而同类标准对于新建企业则达到了  $50\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $200\text{mg}/\text{m}^3$  和  $300\text{mg}/\text{m}^3$ ，远远高于现有企业。

水泥行业在 1985 首次发布排放标准，历经两次修订后，2013 年 12 月 27 日又修订了新的标准。在新标准中规定了排放物的要求。不同于钢铁行业以现有企业和新建企业来分类设置标准，水泥行业在污染物排放限值是根据具体的业务来设置。以水泥制造为例，该业务在烟尘、二氧化硫和氮氧化物的排放标准分别为  $30\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $200\text{mg}/\text{m}^3$  和  $400\text{mg}/\text{m}^3$ 。

陶瓷行业也是排放烟尘和硫化物氮化物的主要行业，该行业的污染物排放限值是在 2010 年国家出台了《陶瓷工业污染物排放标准》中提出要求的。现有陶瓷行业排放烟尘、二氧化硫和氮氧化物的限值分别为  $100\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $500\text{mg}/\text{m}^3$  和  $240\text{mg}/\text{m}^3$ ，而新建陶瓷行业的排放标准则是  $50\text{mg}/\text{m}^3$ 、 $300\text{mg}/\text{m}^3$  和  $240\text{mg}/\text{m}^3$ 。

表 4 列出了国家目前对火电、钢铁、水泥和陶瓷行业的排放标准。

**表 4: 火电、钢铁、水泥、陶瓷行业排放标准 (单位:  $\text{mg}/\text{m}^3$ , 烟气黑度除外)**

污染物限值 ( $\text{mg}/\text{m}^3$ )	火电行业	钢铁行业	水泥行业	陶瓷行业
烟尘	燃煤锅炉 (以煤、油为燃料) 30 燃煤锅炉 (以天然气为燃料) 5	现有企业 80 新建企业 50	矿山开采 20 水泥制造 30 水泥中转 20	现有企业 100/50 新建企业 50/30
二氧化硫	新型燃煤锅炉 100/200 旧型燃煤锅炉 200/400	现有企业 600 新建企业 200	水泥制造 200/600	现有企业 500/300 新建企业 300/100
氮氧化物	燃煤锅炉(以煤、油为燃料) 100 燃煤锅炉(以天然气为燃料) 50	现有企业 500 新建企业 300	水泥制造 400	现有企业 240/650/400 新建企业 240/450/300
汞及其化合物	0.03		0.05	

资料来源：信达证券研发中心整理，注：污染物限值均以不同炉子型号的最高值考虑

除尘方面，2013 年国内火电厂用除尘器市场空间在 60 亿元左右，其中改造市场规模约占 1/6。而 2014 年昆山 ‘8·2’ 爆炸事故将引发监管部门对粉尘污染企业的安全生产更严格的要求，我们预计除尘市场空间将达到 120 亿元/年，改造市场规模将占整体规模的 1/5。随着未来改造市场扩容的速度加快，我们预计明年改造市场规模有望达到 30 亿元。

脱硫方面，2015年是十二五规划实施的最后一年，表5预估了火电行业和钢铁行业（钢铁烧结）在脱硫方面2014、2015两年的市场空间。由于国家在十一五规划中针对火电行业的优先治理，火电行业剩余的脱硫空间有限，但十二五规划对钢铁行业出台了严格的治理要求，我们预估，2014、2015年钢铁行业在脱硫空间上仍有很大空间。

水泥、陶瓷行业由于机组规格口径不一、机组数量难以计量，无法准确预估空间，但是国家不断趋严的标准也将从火电、钢铁行业逐步带动水泥、陶瓷行业脱硫脱硝的市场空间。

**表 5: 2014、2015 年火电行业、钢铁行业脱硫市场空间**

行业	未脱硫现役机组	国家投资（亿元）	需改造机组	新建成本	改造成本	市场空间（亿元）
火电行业	3600 万千瓦	-	5000 万千瓦	100 元/千瓦	60 元/千瓦	660
钢铁行业	800 台	160	68（台）			768

资料来源：中电联，信达证券研发中心整理

## 脱硝市场仍有空间，竞争加剧

### 脱硝市场仍有空间

《节能减排“十二五”规划》中对电力行业及非电力行业的脱硫脱硝均提出了具体指标，特别是脱硝标准。十一五期间国家致力于控制硫化物的排放，而十二五规划则将重点放在了氮氧化物的排放上。十二五规划中提出：电力行业的综合脱硝效率达到75%以上；对于非电力行业，则视具体行业来定，比如水泥行业脱硝效率要达到60%。

相比2003版的标准，2011版《火电厂大气污染物排放标准》对大气污染治理提出了更高的要求，尤其是在氮氧化物的排放方面。新标准下，工业烟气治理市场由以往以烟尘、二氧化硫治理为主的局面，发展到烟尘、二氧化硫和氮氧化物等多种污染物综合治理的市场环境。

**表 6: 2011 标准的要求提高，尤其是氮氧化物方面（单位：mg/m<sup>3</sup>，烟气黑度除外）**

	污染物限值（mg/m <sup>3</sup> ）	2003 版		2011 版	
烟尘	燃煤锅炉	200		30	
	新型燃煤锅炉		1200		200
二氧化硫	旧型燃煤锅炉	1200		400	
	燃煤锅炉		1500		200
氮氧化物	燃煤锅炉				0.03

资料来源：火电厂大气污染物排放标准，信达证券研发中心整理，注：污染物限值均以不同炉子型号的最高值考虑

我国火电行业截至2013年底，共有7.6亿千瓦现役机组，仅有50%的火电装机完成了脱硝改造。目前有4亿千瓦现役燃煤机组脱硝设施在建设中。我们预计火电行业脱硝每年机组增速为2亿千瓦，每年按照国内脱硝价格100元/千瓦，2014-2015

年，火电行业脱硝市场（新建+改造）潜在需求有近 1000 亿元。

脱硝的另一个主要市场是钢铁行业。钢铁行业实施钢铁烧结机烟气脱硫，到 2015 年，所有烧结机和位于城市建成区的球团生产设备烟气脱硫效率达到 95%以上，预计 2014-2015 年钢铁行业（钢铁烧结）脱硝还有近 600 亿的市场空间（表 7）。

**表 7: 2014-2015 火电行业、钢铁行业脱硝市场空间**

行业	未脱硝现役机组(亿 MW)	预估增速(亿 MW/年)	需改造机组(亿 MW)	脱硝成本（元/MV）	市场空间（亿元）
火电行业	4.3	2	4	100	1000
钢铁行业	4	0.5	1	100	600

资料来源：中电联，信达证券研发中心整理

### 脱硝市场竞争加剧

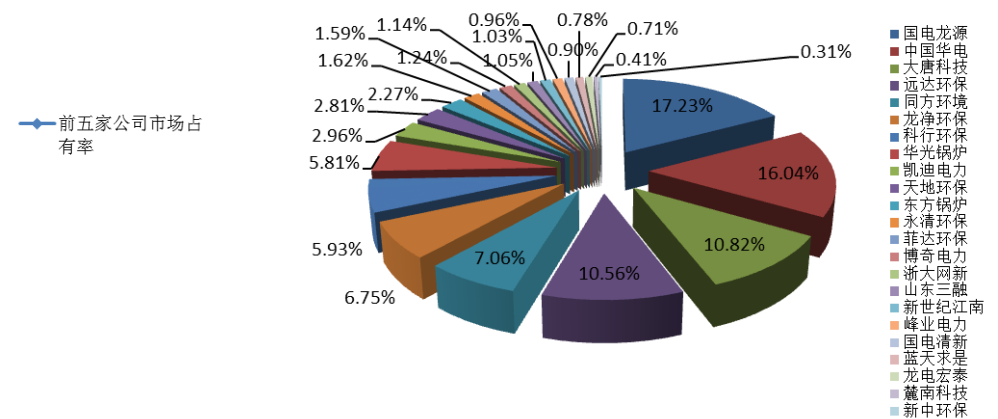
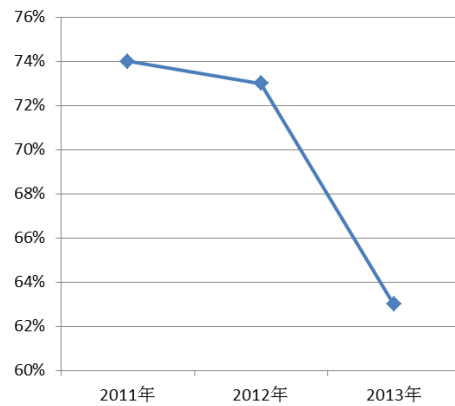
随着政策的逐步落实，新增的市场空间下利益的追逐势必加剧行业竞争。根据中电联统计情况显示，在 2011—2013 年，参加当年脱硝签订合同的公司数分别为 13 家、17 家和 23 家，随着进入脱硝市场公司个数的增加，竞争程度也会加剧。

随着脱硝市场中公司个数的增多，市场集中度也在不断降低，数据显示，行业前五家公司的市场份额 2011 年到 2013 年从 74%下降到 63%（图 2）。

市场格局变化，公司排位更迭。市场中原有公司、不断进入的新公司以及五大电力集团组建了自己的环保公司都在争夺脱硝市场的空间，而在竞争中市场格局也发生了变化。2011 年脱硝市场中也头名机组的前三名公司是国电龙源、哈尔滨锅炉厂和东方电气，2012 年的排名是国电龙源、东方电气和哈尔滨锅炉厂，而 2013 年市场前三强则是国电龙源、中国华电和大唐科技。华电和大唐都属于五大电力集团，其旗下环保公司在市场竞争中依靠承揽集团环保业务可以迅速提高市场占有率。

**图 2: 脱硝市场前五家公司市场占有率变化**

**图 3: 参加 2013 年度产业登记的脱硝公司火电厂烟气脱硝签订合同**



资料来源：中电联，信达证券研发中心整理

## 公司主营业务分析

### 保有核心业务，确保龙头地位

除尘配置业务及脱硫脱销业务是龙净环保的主要盈利业务。公司从除尘配置业务起家，目前在烟气除尘方面居于龙头地位。公司目前除尘项目主要包括电除尘器、电袋复合除尘器和布袋除尘器。在最新的《火电厂大气污染物排放标准》中规定火力发电锅炉烟尘排放浓度最高限值为  $30\text{mg}/\text{m}^3$ ，考虑到这些时段的大部分为大机组，以及除尘器后面大多数采用了湿法脱硫装置，湿法脱硫装置还有进一步除尘作用，则除尘器出口粉尘排放浓度做到  $50\text{mg}/\text{m}^3$ ，电除尘器就能够达到排放要求。

各类除尘器特点不同（表 8），适用的市场也就不同。而龙净环保目前的除尘产品则覆盖了这三种产品，且都有成功完成的项目。公司在 2008 年 9 月 26 日非公开定向增发股票募集资金，用来研发电袋复合式高效除尘器和 BEL 新型电除尘器。其中电袋复合式高效除尘器由龙净环保自主研发，投资 13000 万元，于 2009 年 12 月建成投产，投产当年新增年收入 45600 万元。BEL 新型电除尘项目投资 18000 万元，2009 年 12 月建成投产，新增同系列产品 8 万吨，配套 600MW 机组电除尘器 30 套/年。公司龙净环保已承接国内外 9 台 600MW 机组、40 台 300MW 机组以及 40 多台套 300MW 以下机组的电袋复合除尘项目，已投运 50 台套项目。

公司在除尘配置业务上得利于自主研发的技术优势始终处于行业领先：新式电除尘（成功突破一批百万机组湿式除尘、低低温余热利用电除尘、移动电极等项目）、电袋除尘（垄断 8 台百万机组电袋项目）等技术获得高度认可，市场占有率常年也是位居业内第一。

表 8: 几种除尘设备技术特点和使用特点比较

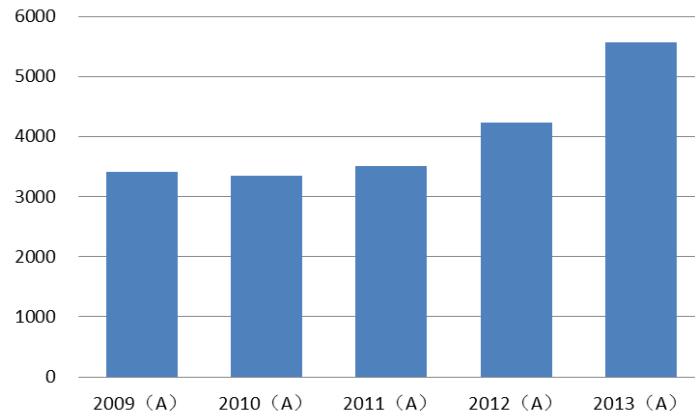
比较内容	电袋除尘器	布袋除尘器	电除尘器
对入口含尘浓度适应能力	浓度加大时，阻力变化小，排放稳定，适应能力强	浓度加大时，阻力变化小，排放稳定，适应能力较强	浓度加大时，阻力变化小，排放稳定，适应能力较弱
烟气中含硫量提高	中性，有利于除尘但滤袋易腐蚀	不利，滤袋易腐蚀	有利于提高除尘效率
烟气中水份含量提高	中性，影响不大	不利，易糊袋	有利于提高除尘效率
受煤质变化影响	影响小	影响小	影响大
出口排放浓度	一般 < 30 mg/m <sup>3</sup> 与滤袋材质选择有关	一般 < 30 mg/m <sup>3</sup> 与滤袋材质选择有关	与煤种及设备选型规格大小有关
除尘机理	粉尘荷电吸附+过滤拦截	过滤拦截	粉尘荷电、捕集
排放稳定性	长期高效稳定	高效稳定。受破袋影响较难保证长期可靠运行。	受煤种影响大，排放较不稳定
除尘器阻力(平均值)	600-850 Pa 运行阻力较小	600-850 Pa 运行阻力较小	< 300 Pa 运行阻力小
综合能耗	较小	较大(风机能耗大)	较小，节能运行时小
核心部件使用寿命	滤袋寿命一般达 3 年以上	滤袋寿命一般仅 2~3 年	极板、极线寿命达 20 年以上
受烟温影响程度	高温烟气需通过旁通烟道外排。滤袋氧化速度与烟温有关，对烟温要求敏感。	高温烟气需通过旁通烟道外排，滤袋氧化速度与烟温有关，对烟温要求感。	对高温烟气承受能力强，对烟温要求较不敏感。
维护工作量	滤袋不易破损，维护工作量小	滤袋易破损，维护工作量大	维护简便，工作量小
占地面积	较小	较小	视煤种除尘适应性，效率要求越高，占地越大
维护费用	低	高	低
已投运最大机组	60 万千瓦	60 万千瓦	60 万千瓦
在电力行业应用业绩	约 100 台左右机组配套，较少，但成长快速	约 100 台左右机组配套，较少。	占电力行业 90%以上。较多。
应用历史	较短，5 年时间。但技术发展很快	较长，几进几出	最长，但技术面临新挑战

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

毛利率稳定，订单带动收入增长

营业收入与净利润增长

图 4: 2009-2013 营业收入复合增长率 14% (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

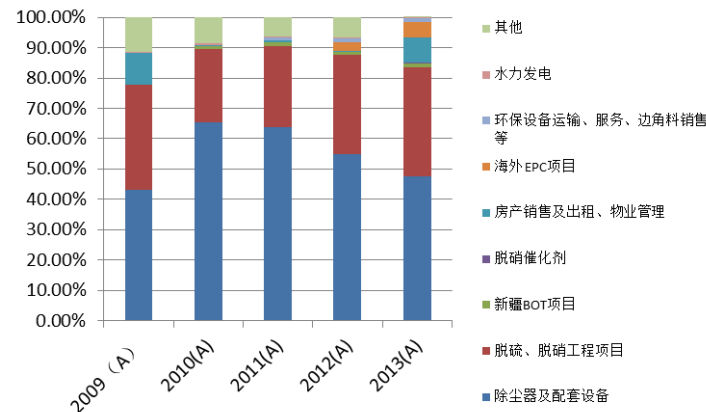
图 5: 2007-2012 净利润复合增长率 17% (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

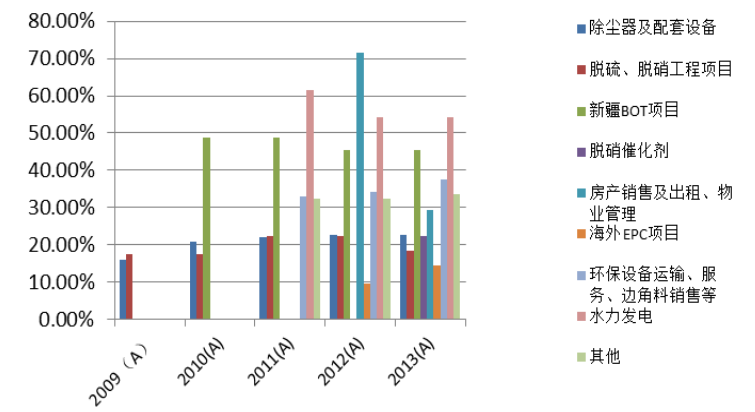
### 业务结构和毛利率情况

图 6: 2009-2013 各项业务占比营业收入情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

图 7: 2009-2013 各项业务毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理

公司 2009-2013 年的营业收入年复合增长率为 14%，净利润年复合增长率 17%。尽管受下游行业钢铁行业、火电行业不景气影响，但公司 2013 年营收和利润仍保持了较大增长。从毛利贡献看，除尘配置业务毛利贡献居于主导地位，且一直稳中有增。从各项业务占比营业收入的情况来看，公司的主营业务收入大部分来自除尘设备业务和脱硫脱硝业务，另外，脱硝催化剂和新疆 BOT 项目具有良好的前景和广阔的发展空间。

从各项业务毛利率来看：除尘配置业务稳中有增；脱硫脱硝业务在 2012 年达到巅峰，2013 年小幅下降；具备成长性的新疆 BOT 项目毛利率在 40%-55%间波动。总体来看，公司在市场中维持了较为稳定的毛利率，因此随着业务订单量的加大，公司的营业收入大幅上升。

### 脱硫脱硝：订单大幅上涨带来大量收入

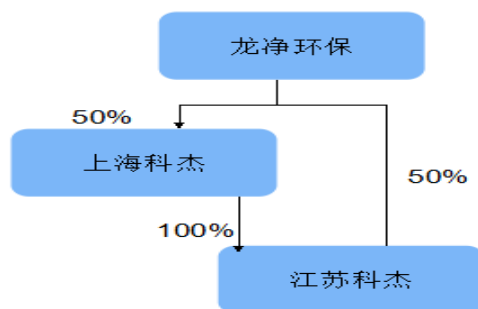
龙净环保目前脱硫脱硝业务主要分为烟气脱硫系统和烟气脱硝系统。烟气脱硫系统主要包括石灰石-石膏湿法烟气脱硫系统和烟气干法脱硫及多组分污染物协同净化系统。公司目前业务中烟气干法脱硫投运的项目较多：至今，已取得包括邯峰 2×660MW 机组、榆社 2×300MW 机组、出口巴西 350MW 机组、三钢烧结机等数十套干法脱硫装置。所有投运的干法项目均通过环保竣工验收，特别是国家 863 重点攻关项目依托工程---华能邯峰电厂 2×660MW 机组 LJD 干法脱硫除尘一体化装置，于 2008 年底一次性顺利通过 168h 运行和环保竣工验收，标志着我国 600MW 等级机组干法脱硫技术处于国际领先地位，从而打破 600MW 等级机组单一采用湿法工艺的传统局面，为大型机组提供比湿法工艺更节水、节电、高性价比的新型干法脱硫工艺。目前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 400m<sup>2</sup> 大型烧结机 LJS 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%，并同时脱除二噁英等，这表明福建龙净开发的具有自主知识产权的 LJS 烧结干法烟气脱硫工艺技术处于国际领先水平。

公司在 2013 年年报中披露，公司在 2014 年脱硫脱硝业务以获得大量订单，大约为 2013 年业务量的 1.3 倍。环保设备行业主要依靠订单量的增长来带动业绩，因此脱硫脱硝业务订单量的上涨将成为 2014 公司主营业务收入的保证。

### 研发新产品，进军新市场

从财务报表上可以看到，脱硝催化剂是在 2013 年新开始的项目。脱硝催化剂的研发为公司带来良好发展前景，有可能成为公司为了的重要业务，特别是公司将着力研发、完善治理 PM2.5 的高效产品将起到重要作用，有助于公司抢占先机，提高市场占有率。脱硝催化剂是 SCR ( Selective Catalytic Reduction ) 反应中的核心部分，尽管龙净环保是依靠除尘业务起家，但是除尘设备安全与稳定的关键以及除尘效果更依赖其使用的催化剂。公司在研发脱硝催化剂上主要是设立子公司来投产运营：在 2013 年，龙净环保出资 4179 万元设立龙净科杰环保技术（上海）有限公司(以下简称"上海科杰")，公司持股比例 50%。上海科杰主要从事脱硝催化剂再生的技术研发等，已经开始投产运营。2013 年营业收入 639 万元，净利润为-335 万元。上海科杰出资人民币 500 万元设立江苏龙净科杰催化剂再生有限公司(以下简称"江苏科杰")，上海科杰持股比例 100%。江苏科杰从事脱硝催化剂再生业务，已经开始投产运营。2013 年营业收入 54 万元，净利润为-2 万元。两家公司已于今年开始与龙净环保合并报表。

图 8：龙净环保设立子公司控股情况



资料来源：龙净环保 2013 年年报，信达证券研发中心整理

表 9：龙净环保设立子公司投产运营情况

母公司	持股比例	子公司	子公司经营方向	子公司营业收入（万）
龙净环保	50%	上海科杰	主要从事脱硝催化剂再生的技术研发	639
上海科杰	100%	江苏科杰	从事脱硝催化剂再生业务	54

资料来源：龙净环保 2013 年年报，信达证券研发中心整理

### 新疆 BOT 项目：转向持久的盈利模式

脱硫厂商的运营分为 EPC 模式和 BOT 模式两种：EPC 是指先由业主投资建设，脱硫设备商负责工程的设计、部件制造和设备安装调试，然后将该工程交给业主。BOT 模式是由脱硫厂商先投资，再设计、制造部件，并做设备调试，运营权也在脱硫厂商这里。等达到规定期限，再将该工程转让给业主经营。和 EPC 项目相比，BOT 项目的利润较高。

龙净环保在新疆的 BOT 项目目前有华电新疆乌鲁木齐电厂、特变电工新疆硅业有限公司自备电厂脱硫 BOT 项目 4 台机组，均已取得预期收益。BOT 项目虽然前期投入较大，且对于营业收入贡献具有波动性，但是其毛利率非常高，基本维持在 40%到 50%左右。另外，BOT 项目的盈利模式具有持久性，通常在 20 年左右，也就保证了营业收入的持久性。值得一提的是特变电工新疆硅业有限公司的 BOT 项目，该项目于 2013 年投产，2014 年为特许经营的第一年，预期收益率为 16.27%，为公司带来更多的利润。

此外，在 2014 年 6 月 14 日颁布的《新疆维吾尔自治区大气污染防治行动计划实施方案》提出了今后 4 年大气污染防治工作目标，新疆将重点对工业企业大气污染、城市面源污染、扬尘污染以及移动源污染进行综合治理，减少污染物排放。在《方案》中明确要将二氧化硫、氮氧化物、烟粉尘和挥发性有机物排放是否符合总量控制要求作为建设项目环评审批的前提条件，



未通过环评审批的，一律不准开工建设。不论是除尘业务还是脱硫脱硝业务龙净环保都处于同行业龙头位置，而且新疆 BOT 项目的前期准备也为公司在新疆开展业务提供了更大的可能性。

## 公司核心竞争力分析

### 可比公司对比分析

我们选取业务相近四家在国内从事环保设备公司：中电远达（600292），菲达环保（600526），国电清新（002573）和科林环保（002499）作为可比公司。其中中电远达的主营业务是环保工程及脱硝催化剂，在营业收入中所占比例分别达到 39.9% 和 22.77%；菲达环保的主营业务是环保设备，主要包括除尘器、气力输送设备和烟气脱硫设备，环保设备带来收入占公司总营业收入的 83%；国电清新主营业务是脱硫脱销运营与脱硫脱销建造，前者在各项业务收入中所占比达到 69.45%；科林环保主要的业务是生产销售除尘设备和冶金节能设备，其中除尘设备占到总营业收入的 78%。

从盈利能力指标上看，龙净环保保持了较好的销售毛利率和销售净利率，公司的净资产收益率远高于其他四家公司，运用杜邦分析法主要是因为公司的权益乘数较高，说明公司充分的利用了财务杠杆优势。目前公司多个项目正在建设中，具有一定的实施周期，因此公司的净资产收益率还有一定提升空间。

**表 10: 龙净环保可比公司财务对比分析**

证券代码	600388-SH	600292-SH	600526	002573-SZ	002499-SZ
证券/公司简称	龙净环保	中电远达	菲达环保	国电清新	科林环保
收盘价(元)	25.01	21.39	10.76	19.42	22.62
市值(亿人民币)	109.90	112.66	45.65	106.08	31.16
PE(2014E)	24.80	34.19	56.61	38.55	112.91
PE(2015E)	21.82	27.76	30.56	27.10	83.74
销售毛利率(%)	21%	16%	18%	31%	24%
销售净利率(%)	8.3%	8.4%	2.0%	23.4%	2.8%
年化净资产收益率(%)	17.12%	7.41%	4.34%	8.29%	2.02%
营业收入同比增长率(%)	31%	(32%)	27%	99%	(0.18%)
归属母公司净利润同比增长率(%)	56.9%	23.6%	119%	72.2%	(43.3%)

资料来源：Wind，信达证券研发中心整理，采用 2013 年年报数据，股价为 2014 年 8 月 26 日收盘价

**核心竞争力：大气环保设备龙头，多细分领域、全产业链优势**

龙净环保的核心竞争力在于它在除尘配置业务和脱硫脱硝上的绝对优势。特别是除尘配置业务，公司依靠该项业务起家，在除尘市场的电袋复合式除尘器子市场长期占据行业第一的位置。

公司脱硫业务也增长较快，2013年已投运机组市占率达到9.3%，位居行业第三。公司在2013年营业收入大幅度增长，营业收入的主要贡献是来自于除尘配置业务和脱硫脱硝业务，而2014年脱硫脱硝业务依然保持了30%的增长率。

图 9: 2013 年底各家公司累计投运电袋复合式除尘器市场占有率情况

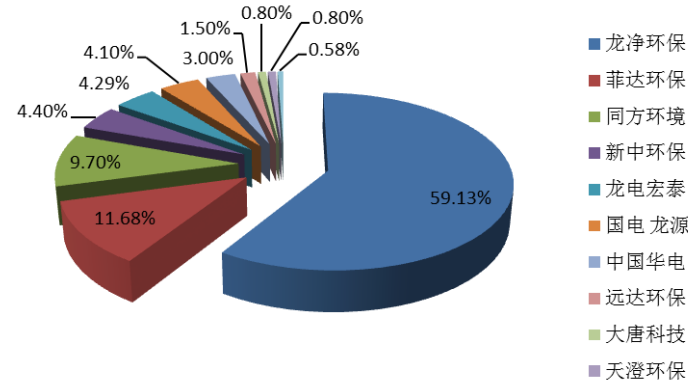
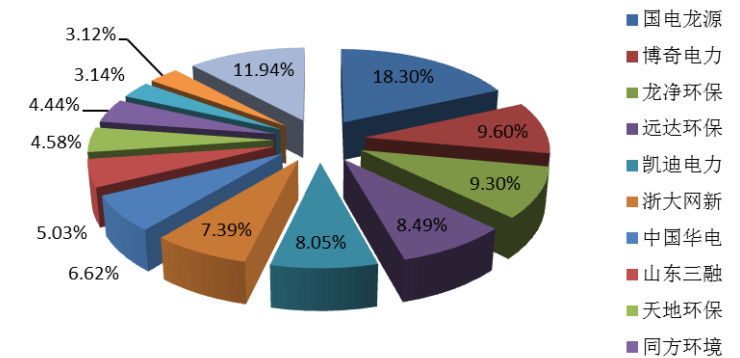


图 10: 2013 年底各家公司累计投运火电厂脱硫机组市场占有率情况



资料来源：中电联，信达证券研发中心整理

资料来源：中电联，信达证券研发中心整理

另外，公司的海外 EPC 项目和新疆 BOT 业务正处在蓬勃发展，这两项业务的高毛利率提高了公司的毛利率水平，随着业务量的上升势必会为公司带来稳定的收入。

龙净环保目前在业务上的发展方向是烟气治理岛一体化，这种协同治理模式是指几种综合多污染物控制的协同治理方案，由除尘、脱硫、脱硝、物料输送等体系有机构成。由除尘、脱硫脱硝和物料输送三个方面构成。

烟气治理一体化的优势是可以充分利用在治理污染物上的协同效应，提高治理效率，降低治理成本。龙净环保根据自身优势提出了“烟气治理岛一体化”，具体来说：公司长于除尘配置，在国家和地方政府的扶持下研发了大量领先国际水平的产品，比如 FE 型电袋复合除尘器等；而在物料输送方面：龙净环保也先后研究开发了气力输送料性法系统设计技术，研制出我国首套冶金烧结机配套的气力输送系统，研制出火电厂 1000MW 机组配套的气力输送系统，达到国际领先水平。这一发展方向既利用了公司在开展业务上基本覆盖了大气治理设备研发、生产、安装、运营的纵向优势，又利用了公司在除尘、脱硫脱硝子市场中的龙头地位，同时也带动了公司各项业务彼此间联系，提高了市场占有率使公司在市场竞争中具有更大的优势。公司目前在烟气治理岛一体化上代表项目就是大庆石化除尘脱硫脱硝一体化项目。

目前公司正大力投资研发脱硝催化剂和治理PM2.5高效产品的研发，公司在治理PM2.5的产品上不止布局了传统电力行业，也针对冶金、建材、石化及中小锅炉的烟气治理上进行了业务拓展，这就使得公司在保证竞争优势的同时为自己的收入提供了有力保障。

图 11：烟气治理岛一体化示意图



资料来源：龙净环保公司网站，信达证券研发中心整理

目前，市场的主要顾虑是担心行业政策见顶，除尘、脱硫、脱硝行业拐点将至，同时体制内环保公司增多带来市场竞争加剧，导致公司发展空间受限。

我们判断，第一，国内的环保政策并不会止步于此，虽然我国目前的排放标准不断趋严，但是距离欧盟标准依然有一定的距离。随着经济发展，环境问题层出不穷，目前我国在环境治理上远远不及国外发达国家，而环境污染的不可逆性会带来经济的重创，因此国家在环境治理上肯定会下铁腕治理。2014年又是十二五规划的末班车，因此政策的落实将带来公司业务的进一步成长。

第二，龙净环保具有大气环保设备多细分领域、全产业链优势，能够保持其龙头地位。公司的业务基本覆盖了大气治理设备研发、生产、安装、运营，形成了一条纵向产业链。此外，公司在除尘、脱硫脱硝子市场中的龙头地位，有利于带动公司其他业务的发展，提高市场占有率。

第三，龙净环保拥有丰富的技术和项目经验，规模和营销网络对于环保设备公司十分重要。龙净环保的客户遍布国内国外，

目前完工的项目均获得环保竣工验收，公司在国内除尘配置方面居于龙头，在国外的市场也在不断扩张，良好的战略和尖端的技术有助于公司争夺更多的市场份额。没有良好营销网络的公司，生产、运输成本较高，缺乏竞争力，龙净环保已经拥有较为完善的营销网络积累。

## 相关假设及盈利预测

### 估值假设

1. 我们预测的龙净环保各业务营收增速和毛利率情况如表 11 所示。

表 11: 公司业务结构、营收增速和毛利率预测

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>除尘器及配套设备</b>							
营业收入(百万元)	218345	2243.03	2326.00	2649.95	3180.00	3815.92	4579.11
营业成本(百万元)	1725.73	1714.01	1801.39	2083.10	2480.35	2976.42	3571.70
毛利率	20.96%	22.00%	22.55%	22.55%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>脱硫、脱硝工程项目</b>							
营业收入(百万元)	813.48	942.59	1389.05	1998.74	2598.37	3247.96	3897.55
营业成本(百万元)	670.60	704.72	1079.29	1631.43	2026.73	2533.41	3040.09
毛利率	17.56%	22.30%	22.30%	18.38%	22.00%	22.00%	22.00%
<b>新疆 BOT 项目</b>							
营业收入(百万元)	34.00	45.12	44.13	68.74	79.74	91.70	105.46
营业成本(百万元)	19.32	22.56	22.58	37.44	43.86	50.44	58.00
毛利率	48.83%	48.83%	45.54%	45.54%	45.00%	45.00%	45.00%
<b>脱硝催化剂</b>							
营业收入(百万元)				13.82	16.16	18.91	22.69
营业成本(百万元)				10.71	12.61	14.18	17.02
毛利率				22.45%	22.00%	25.00%	25.00%
<b>房产销售及出租、物业管理</b>							
营业收入(百万元)	9.41	13.02	11.95	465.53	465.53	465.53	465.53
营业成本(百万元)	2.68	39.45	34.13	328.76	328.75	328.75	328.75

毛利率		71.44%	29.38%	29.38%	29.38%	29.38%
<b>环保设备运输、服务、边角料销售</b>						
营业收入(百万元)	32.93	52.50	67.65	81.18	97.41	116.90
营业成本(百万元)	20.55	34.55	42.15	52.77	63.32	75.98
毛利率	33.00%	34.19%	37.69%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>海外 EPC 项目</b>						
营业收入(百万元)		118.57	286.49	343.79	388.48	438.98
营业成本(百万元)		107.22	245.10	292.22	330.21	373.13
毛利率		9.57%	14.45%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>水利水电</b>						
营业收入(百万元)	13.57	11.16	13.45	12.95	14.89	19.70
营业成本(百万元)	4.35	4.64	5.17	5.94	6.85	9.85
毛利率	61.63%	54.15%	54.15%	54.00%	50.00%	50.00%
<b>其他</b>						
营业收入(百万元)	0.91	1.26	3.33	4.35	5.13	7.14
营业成本(百万元)	0.04	0.05	2.25	2.88	3.44	4.79
毛利率	32.49%	32.49%	33.75%	33.00%	33.00%	33.00%

资料来源: 信达证券研发中心预测

2. 按照摊薄股本数 4.28 亿股计算摊薄每股收益。

### 相对估值与投资评级

预计龙净环保 14-16 年净利润分别为 4.99 亿元, 5.92 亿元和 6.95 亿元, 对应的摊薄每股收益分别为 1.15 元、1.37 元和 1.60 元。以 2014-8-26 收盘价 25.01 元, 对应的 14-16 年 PE 分别为 22X、18X 和 16X。

在申万 A 股环保工程及服务板块中, 我们选取了业务相近的 7 家公司作为可比公司, 并进行比较(表 12)。剔除异常值 (PE>100) 后, 我们发现, 可比公司的 PE (TTM) 均值为 46 倍, 中值为 43 倍。相比之下, 龙净环保的市盈率(TTM)为 23 倍, 低于行业平均水平。出于对环保政策延续的信心, 我们认为, 未来大气环保设备市场仍然具备趋势性机会, 龙净环保作为除尘设备行业的龙头, 从行业市盈率来看处于被低估状态, 具有一定的投资机会。给予公司 2014 年 25 倍的市盈率, 按 2014 年 EPS1.15 元计算, 公司目标价 28.75 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 12: 申万 A 股环保工程及服务上市 7 家公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS	PE (TTM)	PB
------	------	-----	-----	----------	----

			2014E	2015E	2016E	TTM	2014E	2015E	2016E		
600526.SH	菲达环保	10.76	0.1982	0.3672	0.5776	74.76	56.9402	33.6426	20.2377	3.4921	
002499.SZ	科林环保	22.62	0.2044	0.2756		215.11	108.5127	80.4790		4.5230	
300056.SZ	三维丝	17.97	0.4574	0.5041	0.5909	48.22	39.0249	35.4096	30.2082	6.3683	
002573.SZ	国电清新	19.42	0.5100	0.7309	0.8709	43.81	36.7738	25.8508	21.8050	4.4299	
600292.SH	中电远达	21.39	0.5918	0.7324	0.8405	44.41	32.1062	26.0689	22.6397	3.7326	
300385.SZ	雪浪环境	45.57	0.7896	0.9423	1.1257	65.99	58.4547	48.9863	40.9967	6.0308	
300072.SZ	三聚环保	22.81	0.7062	1.1116	1.5732	35.84	31.5067	20.0162	14.1431	6.8117	
600388.SH	龙净环保	25.01	1.15	1.37	1.60	22	22	18	16		
中值						43	33	26	19		
均值						46	36	33	21		
(剔除异常值)											

资料来源: 除龙净环保外, 其他盈利预测来自 wind 一致预期, 股价为 2014 年 8 月 26 日收盘价

## 风险因素

- 1、受到国家政策的严格要求, 目前大唐、华电等大型国企纷纷成立组建自己的环保公司来使成本内部化, 其旗下的环保公司由于直接承揽母公司的环保订单, 挤压了公司原来的生存空间, 争夺了市场份额, 加剧了竞争。随着更多的大型火电、钢铁集团组建自己的环保公司, 未来市场竞争将会更加激烈。
- 2、公司目前的主要客户集中在火电企业、钢铁企业和水泥行业, 这几个行业近几年的不景气, 带来了自身资金的紧张, 从而导致公司对于主要客户的回款存在着困难。从 2013 年年报中也看到公司的经营性净现金流仅 8000 万元, 坏账准备较 2012 年也小幅度上升, 而且坏账准备中将近 90% 是为了弥补销售贷款的, 这表明公司的在回款上存在一定的风险。公司也表示在 2014 年的经营目标之一是要狠抓回款。但是回款的自主性并不完全掌握在龙净环保手中, 因此回款仍被视作 2014 年公司的风险之一。
- 3、2013 年年报显示, 由于汇率波动, 当期汇兑损益 591.86 万元, 主要由于印尼盾大幅贬值带来了 498.24 万元的损失。公司还在不断开拓海外市场, 面临更大的汇率风险, 这也给公司经营带来不确定性。

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	<b>5,658.43</b>	<b>6,807.92</b>	<b>7,607.45</b>	<b>9,109.06</b>	<b>10,851.52</b>
货币资金	716.21	976.93	422.44	528.78	733.59
应收票据	337.30	618.80	732.56	879.87	1,042.25
应收账款	1,134.33	1,318.65	1,629.57	1,957.27	2,318.50
预付账款	465.80	538.55	689.45	828.95	982.67
存货	2,819.80	3,080.26	3,858.71	4,639.48	5,499.80
其他	184.98	274.72	274.72	274.72	274.72
<b>非流动资产</b>	<b>1,786.87</b>	<b>1,727.09</b>	<b>1,778.88</b>	<b>1,819.87</b>	<b>1,864.11</b>
长期投资	1.90	3.75	3.75	3.75	3.75
固定资产	713.09	830.47	808.01	828.16	839.58
无形资产	288.17	348.69	362.04	374.26	385.34
其他	783.71	544.19	605.07	613.70	635.44
<b>资产总计</b>	<b>7,445.29</b>	<b>8,535.01</b>	<b>9,386.33</b>	<b>10,928.93</b>	<b>12,715.63</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,230.62</b>	<b>4,985.73</b>	<b>5,466.44</b>	<b>6,523.58</b>	<b>7,700.74</b>
短期借款	170.00	336.20	336.20	336.20	336.20
应付账款	1,157.25	1,628.66	1,897.17	2,281.04	2,704.03
其他	2,903.37	3,020.86	3,233.06	3,906.33	4,660.51
<b>非流动负债</b>	<b>616.15</b>	<b>688.07</b>	<b>688.07</b>	<b>688.07</b>	<b>688.07</b>
长期借款	1.05	96.05	96.05	96.05	96.05
其他	615.09	592.02	592.02	592.02	592.02
<b>负债合计</b>	<b>4,846.77</b>	<b>5,673.80</b>	<b>6,154.51</b>	<b>7,211.66</b>	<b>8,388.82</b>
少数股东权益	45.70	77.97	85.08	93.53	103.43
归属母公司股东权益	2,552.83	2,783.24	3,146.73	3,623.75	4,223.38
<b>负债和股东权益</b>	<b>7445.29</b>	<b>8535.01</b>	<b>9386.33</b>	<b>10928.93</b>	<b>12715.63</b>

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>4,240.19</b>	<b>5,568.21</b>	<b>6,784.72</b>	<b>8,149.10</b>	<b>9,653.06</b>
同比(%)	20.62%	31.32%	21.85%	20.11%	18.46%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>291.05</b>	<b>456.72</b>	<b>491.77</b>	<b>583.93</b>	<b>685.16</b>
同比(%)	15.49%	56.92%	7.68%	18.74%	17.34%
毛利率(%)	22.57%	21.20%	22.66%	22.58%	22.52%
ROE(%)	12.02%	17.12%	16.59%	17.25%	17.46%
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.91</b>	<b>1.07</b>	<b>1.15</b>	<b>1.37</b>	<b>1.60</b>
P/E	37	23	22	18	16
P/B	4.2	3.8	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	13.39	17.12	16.09	13.76	11.87

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>4,240.19</b>	<b>5,568.21</b>	<b>6,784.72</b>	<b>8,149.10</b>	<b>9,653.06</b>
营业成本	3,283.12	4,387.52	5,247.57	6,309.35	7,479.32
营业税金及附加	38.72	112.30	136.83	164.35	194.68
营业费用	120.40	137.33	167.33	200.98	238.07
管理费用	426.35	492.11	599.63	720.21	853.13
财务费用	33.71	59.15	41.62	43.99	47.46
资产减值损失	24.82	7.14	35.22	42.31	50.12
公允价值变动收益	0.23	4.85	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.62	128.57	1.50	1.50	1.50
<b>营业利润</b>	<b>315.92</b>	<b>506.09</b>	<b>558.02</b>	<b>669.41</b>	<b>791.78</b>
营业外收入	40.60	49.22	38.86	38.86	38.86
营业外支出	1.61	3.26	2.46	2.46	2.46
<b>利润总额</b>	<b>354.92</b>	<b>552.05</b>	<b>594.43</b>	<b>705.82</b>	<b>828.18</b>
所得税	58.07	88.73	95.54	113.45	133.11
<b>净利润</b>	<b>296.85</b>	<b>463.32</b>	<b>498.88</b>	<b>592.37</b>	<b>695.06</b>
少数股东损益	5.80	6.60	7.11	8.44	9.91
<b>归属母公司净利润</b>	<b>291.05</b>	<b>456.72</b>	<b>491.77</b>	<b>583.93</b>	<b>685.16</b>
EBITDA	451.01	678.65	722.38	844.35	979.23
EPS (摊薄)	0.68	1.07	1.15	1.37	1.60

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>449.87</b>	<b>80.33</b>	<b>-252.89</b>	<b>385.21</b>	<b>476.82</b>
净利润	296.85	463.32	498.88	592.37	695.06
折旧摊销	58.89	75.39	90.46	102.89	114.18
财务费用	37.20	51.22	37.50	35.64	36.88
投资损失	-2.62	-128.57	-1.50	-1.50	-1.50
营运资金变动	6.14	-395.19	-908.54	-380.45	-410.61
其它	53.40	14.17	30.31	36.25	42.81
<b>投资活动现金流</b>	<b>-536.87</b>	<b>28.88</b>	<b>-135.82</b>	<b>-136.32</b>	<b>-149.61</b>
资本支出	-314.05	-120.34	-137.32	-137.82	-151.11
长期投资	2.72	128.88	1.50	1.50	1.50
其他	-225.54	20.34	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>250.61</b>	<b>18.30</b>	<b>-159.86</b>	<b>-138.48</b>	<b>-117.10</b>
吸收投资	0.00	41.66	0.00	0.00	0.00
借款	-96.49	228.51	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	145.40	145.18	159.86	138.48	117.10
<b>现金净增加额</b>	<b>163.11</b>	<b>125.25</b>	<b>-554.50</b>	<b>106.34</b>	<b>204.81</b>

## 分析师简介

**范海波**, CFA, 有色/环保行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

**吴漪**, 行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券, 4 年证券从业经验。

**丁士涛**, 行业研究员。中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

## 研究助理简介

**王伟**, 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 现从事行业研究助理工作。

## 环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
华西能源	002630	东江环保	002672	桑德环境	000826	瀚蓝环境	600323	盛运股份	300090
凯美特气	002549	迪森股份	300335	三维丝	300056	雪迪龙	002658	先河环保	300137
国中水务	600187	中科健	000035	龙净环保	600388				

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。