



烟气治理龙头, 有望借超净排放修复估值

投资要点

- **事件:** 日前我们前往龙净环保就公司当前业务状况和未来发展方向进行了交流。
- **公司经营运行平稳。** 我们了解到公司经营运行平稳, 订单情况良好。2014年国家超净排放改造开始后积累的订单将给2015年带来营业收入的显著增长。我们预计公司2015年营收将有望达到70亿, 毛利率保持稳定。
- **超净排放打开千亿市场, 技术优势帮助公司抢占市场高地。** 根据国家超净排放改造工作的要求, 通过测算, 我们预计未来五年仍有近千亿的市场空间。
- **烟气治理范围有望加快外延扩展, 市场看点颇多。** 烟气治理政策的侧重点开始从火电领域向钢铁、水泥和平板玻璃等重污染行业转移, 这些行业的排放标准逐渐向火电看齐, 烟气改造空间很大。公司在这些领域都有布局。在面对中小企业激烈的市场竞争下, 龙净运用自己的技术和经验优势, 在原有设备平台上进行相应的简化改进, 适用市场的新要求, 增强竞争力, 具有一定的成长空间。
- **提前布局下游产业, 有利于提高毛利率。** 公司引进国外先进技术, 布局国内市场上稀缺的脱硝催化剂再生领域。公司江苏盐城的脱硝催化剂再生工厂已经率先投产。一般脱硝催化剂的使用寿命为3年, 国内脱硝催化剂的安装总量在这两年已到达顶峰, 预计今后两年催化剂再生的市场将逐步放量。
- **具备进行横向扩张的潜力。** 公司目前在开拓其他领域方面比较谨慎。但面对日益激烈的烟气治理市场竞争, 在同类公司纷纷进行平台化发展的背景下, 公司未来的战略规划也留有想象空间, 具备实现跨越式发展的潜力。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2015-2017年公司营业收入分别为70.18亿元、80.78亿元和92.08亿元, EPS分别为1.25元、1.50元、1.68元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场增幅或低于预期, 经济下行或使工程回款难度加大, 市场竞争或加剧, 执行项目或占据过多流动资金。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	6026.66	7017.56	8078.98	9208.16
增长率	8.23%	16.44%	15.13%	13.98%
归属母公司净利润(百万元)	463.41	535.27	643.10	717.65
增长率	64.17%	6.63%	20.14%	11.59%
每股收益EPS(元)	1.08	1.25	1.50	1.68
净资产收益率ROE	14.40%	14.85%	15.75%	15.59%
PE	36.74	34.46	28.68	25.70
PB	5.69	5.08	4.48	3.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

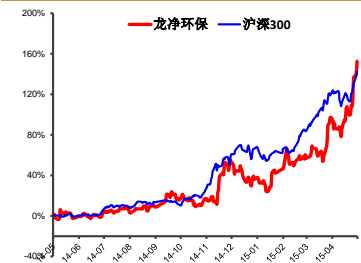
分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

邮箱: pll@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.28
流通A股(亿股)	4.28
52周内股价区间(元)	29.66-57.98
总市值(亿元)	245.71
总资产(亿元)	118.26
每股净资产(元)	7.5

相关研究

目录

一、公司概况：国内工业烟气治理的民营龙头	1
（一）主营收入稳步提升，有望借超净排放再次实现高增长	1
（二）股权结构稳定，公司发展具有持续性	3
（三）公司在业内具有龙头地位，发展战略清晰	3
二、看点分析：超洁净排放仍是热点，外延扩张和下游布局同步推进	4
（一）顶层关注，大气治理将持续加码	4
（二）超低排放推广开启千亿市场	4
（四）烟气治理市场从火电领域外延式扩张	6
（五）提前布局下游脱硝催化剂再生产业	6
（六）具备进行横向扩张的潜力	6
三、盈利预测与估值	6
四、风险提示	8

图目录

图 1: 营业收入、净利润（百万元）和毛利率情况.....	1
图 2: 2012-2015 年各季度费用率情况.....	1
图 3: 2011-2014 年公司分产品主营业务收入情况(百万元).....	2
图 4: 2010-2015 年第一季度公司分季度营业收入和净利润 (百万元)及同比增长情况.....	2

表目录

表 1: 截至到 2015 年第一季度龙净环保十大非限制流通股东表.....	3
表 2: 污染物排放标准.....	4
表 3: “长三角”、“珠三角”和“京津冀”三大区域大气污染限期治理方案.....	5
表 4: 2015-2020 年超低排放烟气治理市场空间测算.....	5
表 5: 2015-2017 年公司各项业务收入预测.....	7
附表: 财务预测与估值.....	9

一、公司概况：国内工业烟气治理的民营龙头

龙净环保是我国环境保护除尘行业的首家上市公司,企业实力和产品的产销量位居行业龙头地位。公司经营范围包括: 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, 公司目前总股本达到 42,762 万股。

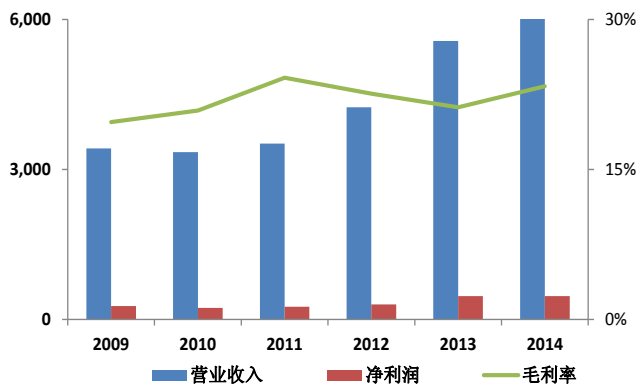
(一) 主营收入稳步提升, 有望借超净排放再次实现高增长

2014 年公司实现营业收入 60.27 亿元, 同比增长 8%, 归属母公司净利润 4.63 亿元, 同比增长 1%。公司 2009-2014 年的营业收入年复合增长率为 9.9%, 净利润年复合增长率 9.8%。2014 年受惠于国家推动东部 11 省市的火电厂超净排放改造, 公司新签电除尘、电袋除尘、脱硫、脱硝等合同总量与上年相比增长 18.4%, 我们预计公司 2015 年营业收入将有望达到 70 亿元。

2014 年各项主营业务中, 除尘设备业务收入 30.54 亿元, 同比增长 15%, 在营收中占比 50.67%; 脱硫、脱硝工程项目业务收入 21.42 亿元, 同比增长 7%, 在营收中占比 35.54%; 海外 EPC 项目业务收入 4.90 亿元, 同比增长 71%, 在营收中占比 8.13%; 房地产业务收入 1.33 亿元, 同比下降 71%, 在营收中占比 2.21%; 新疆 BOT 项目业务收入 0.83 亿元, 同比增长 20%。除尘设备与脱硫脱硝工程业务增长显著受益于超低排放市场放量, 形成业绩的重要支撑。2015 年第一季度, 公司实现营业收入 9.63 亿元, 同比增加 15%; 实现归属母公司股东净利润 0.61 亿元, 同比增加 48%。基本每股收益 0.14 元。

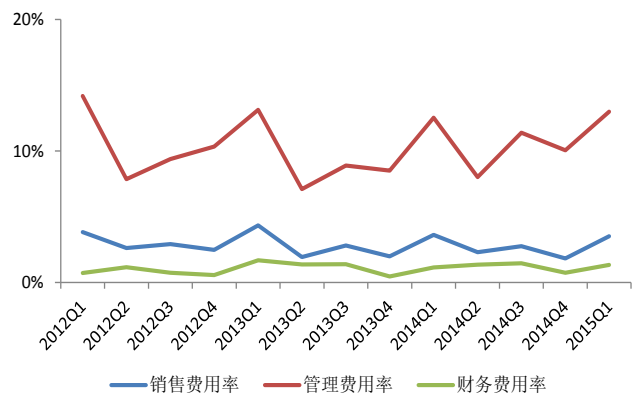
2014 年, 公司主营业务综合毛利率为 23.32%, 同比增长 2.11 个百分点。主要原因是优势业务除尘、脱硫脱硝业务的毛利率 14 年达到 25% 和 21%, 分别增加 4 个和 3 个百分点。15 年一季度公司毛利率为 26.2%, 同比 14 年一季度又提高 1.7 个百分点。

图 1: 营业收入、净利润(百万元)和毛利率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

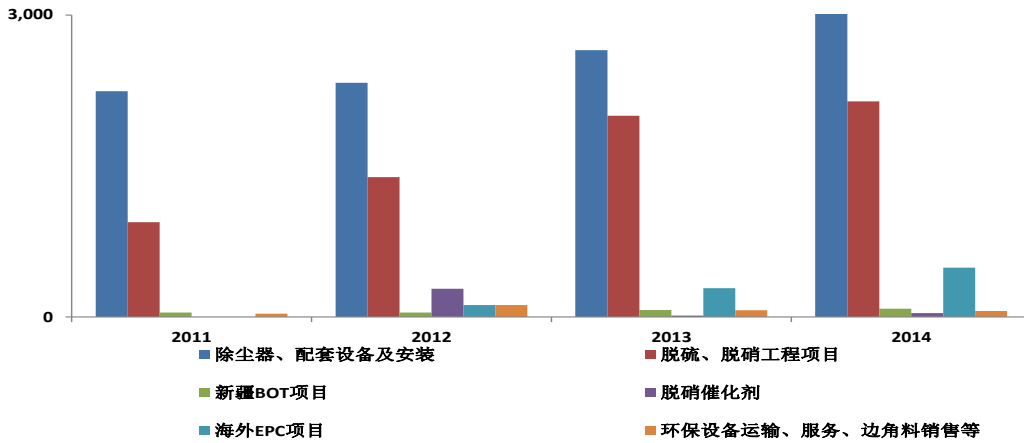
图 2: 2012-2015 年各季度费用率情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

2014年,公司销售费用为1.44亿元,同比增长5%,销售费用率为2.38%,同比下降0.08个百分点,管理费用为6.14亿元,同比增长25%,管理费用率为10.19%,同比增长1.35个百分点。管理费用的快速提升主要由于计提员工持股计划资金3429万元。

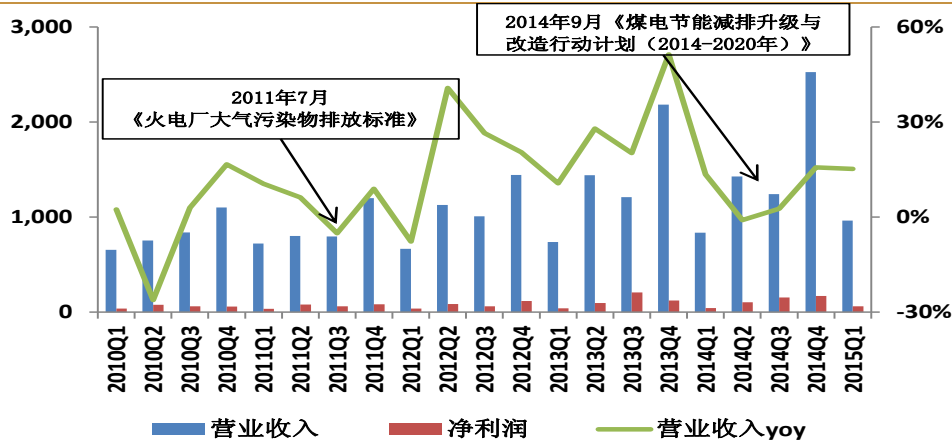
图 3: 2011-2014 年公司分产品主营业务收入情况(百万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

公司的营业收入和其他烟气治理企业类似,具有一定的季度波动性。第一、二季度多处在订单协商签订、项目规划阶段,营业收入多集中在第四季度。2011年7月以后,随着国家《火电大气污染物排放标准》的公布,大批火电厂进行了烟气改造工程,公司的收入在之后的两年有了大幅提升。但是,随着行业竞争进入白热化,2014年整个行业达到饱和,公司的营收增速下降。2014年9月,国家颁布《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020年)》(以下简称《煤电节能减排计划》),要求煤电企业进行超净排放改造,重新点燃了行业热度,从2014年第四季度起,公司的订单数和营业收入开始快速增长,公司有望凭借自身技术和经验优势借助超净排放改造再次实现高增长。

图 4: 2010-2015 年第一季度公司分季度营业收入和净利润(百万元)及同比增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

（二）股权结构稳定，公司发展具有持续性

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。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 2015 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。

实行内部激励。2014 年 9 月，公司发布员工持股计划。目前一期购买已完成，第二期员工持股计划即将启动。本次计划参与员工共计 352 人，涉及资金总额 3700 万元。计划的实施有利于公司体制创新，实现全体股东、公司和员工利益的一致，确保公司长期、健康、稳定可持续发展。但同时需要注意的是，该计划也会带来未来几年管理费用增加。

表 1: 截至到 2015 年第一季度龙净环保十大非限制流通股东表

股东	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
新华都实业集团股份有限公司	3,808,215	0.89%	人民币普通股
龙海腾钰商贸有限公司	3,737,546	0.87%	人民币普通股
中国人寿保险股份有限公司 - 传统 - 普通保险产品 - 005L - CT001 沪	3,653,813	0.85%	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
中国工商银行 中银持续增长股票型证券投资基金	3,076,071	0.72%	人民币普通股
中国建设银行股份有限公司 华夏盛世精选股票型证券投资基金	2,999,868	0.70%	人民币普通股
全国社保基金四零三组合	2,978,431	0.70%	人民币普通股
总股本	427,620,000	32.12%	

数据来源：公司公告

（三）公司在业内具有龙头地位，发展战略清晰

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。

2013-2015 年，公司分别出售兴业银行股票、广州发展股票、西矿环保土地。上述业务在 2014 年为公司贡献营业收入 1.3 亿元。非主营业务的剥离有助于公司聚焦在其主营业务上。

2015 年公司的战略是抓住重要战略机遇期，突破一批超洁净排放的标志性项目。在传统优势的电力主战场，巩固、提升市场地位和市场占有率。在烟气治理较为落后的工业锅炉、冶金、建材、石化等领域，进一步展开。同时抢占超洁净排放技术的制高点，形成协同提效技术和产品的撒手锏。公司未来的发展方向除了保持核心业务的发展，还布局抢占 PM2.5 净化的市场先机以及提高海外 EPC 业务的市场占有率。

二、看点分析：超洁净排放仍是热点，外延扩张和下游布局同步推进

(一) 顶层关注，大气治理将持续加码

国家意志层面上不断表现出对环境污染治理的坚定决心,相关的顶层设计陆续出台和完善。新环保法于 2015 年 1 月 1 日开始实施,提出国家实行重点污染物排放总量控制制度,并带来最严格的环境监管与执法,要求排污企业公开各项排污信息,加强对其非法排污的法律追责,赋予政府环保部门更多权利,尤其是按日连续处罚措施将有力改变“违法成本低,守法成本高”的尴尬局面。

2014 年底,全国人大开始审议大气污染防治法修订草案,这是该法自 1987 年施行至今的首次全面修订,草案补充完善了重点领域污染防治、区域联防联控、总量控制和实施排污许可等制度和措施,加大了对违法行为的处罚力度,推动将大气环保作为政绩,纳入政府考核。

2015 年 5 月 5 日,国务院正式出台《关于加快推进生态文明建设的意见》。《意见》指出要“将生态文明建设放在突出的战略位置,融入到经济建设、政治建设、文化建设、社会建设各方面和全过程”。其中针对大气污染,提出了要继续落实《大气污染防治行动计划》,逐渐消除重污染天气,切实改善大气环境质量。

(二) 超低排放推广开启千亿市场

2014 年 9 月国家颁布《煤电节能减排计划》,提出“东部 11 省的新建电厂的大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值,中部地区新建机组原则上接近或达到燃气轮机组排放限值,鼓励西部地区新建机组接近或达到燃气轮机组排放限值;而到 2020 年,东部地区现役 30 万千瓦及以上公用燃煤发电机组、10 万千瓦及以上自备燃煤发电机组以及其他有条件的燃煤发电机组,改造后大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值。排放标准为在基准氧含量 6% 条件下,烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 10、35、50 毫克/立方米”。这个标准的严格程度都超过了欧美发达国家的控制水平,显现国家在大气污染治理方面的决心。将火电厂的烟气排放标准从原先的 2011 年火电厂大气污染物排放标准 (GB 13223-2011) 提高到《煤电节能减排计划》的标准,烟气污染物排放量将下降 30%~50%。

《煤电节能减排计划》出台后,2014 年下半年国家对大气污染的三大重灾区“长三角”、“珠三角”和“京津冀”分别颁布了限期治理方案,三个区域治理方案从颁布日期到完成日期都只有约半年时间,说明了国家对于整治大气污染的紧迫感和决心。

表 2: 污染物排放标准

标准	烟尘 (mg/m ³)	SO ₂ (mg/m ³)	NO _x (mg/m ³)
火电厂大气气污染物排放标准 (GB 13223-2011) 一般地区	30	100	100
火电厂大气气污染物排放标准 (GB 13223-2011) 重点地区	20	50	100
超低排放标准煤电节能减排升级与改造行动计划(2014~2020 年)	10	35	50
超超低排放标准 大气气污染物排放标准 (GB 13223-2003) 以天然气发电机组的排放限值	5	35	50

标准	烟尘 (mg/m ³)	SO ₂ (mg/m ³)	NO _x (mg/m ³)
美国	12.3	136.1	95.3
日本	50	200	200
德国	20	200	200

数据来源: 环保部网站、《煤电超低排放的技术经济与环境效益分析》、西南证券

表 3: “长三角”、“珠三角”和“京津冀”三大区域大气污染限期治理方案

文件名称	时间跨度	主要内容
《长三角地区重点行业大气污染限期治理方案》	颁布: 2014/11/16 完成: 2015/7/1	火电: 完成 691 台、3409 万千瓦燃煤机组脱硫改造, 496 台、1370 万千瓦火电机组脱硝改造, 687 台、3896 万千瓦燃煤机组除尘改造; 钢铁: 完成 51 台钢铁烧结机 (含球团) 脱硫改造、48 家钢铁企业除尘综合治理; 水泥: 完成 112 条、32.7 万吨/日新型干法水泥熟料生产线脱硝工程, 完成 132 家水泥企业除尘综合治理; 平板玻璃: 完成 43 条平板玻璃生产线脱硫脱硝除尘综合改造。
《珠三角及周边地区重点行业大气污染限期治理方案》	颁布: 2014/11/16 完成: 2015/7/1	火电: 完成 252 台、1097 万千瓦燃煤机组脱硫改造, 214 台、1235 万千瓦火电机组脱硝改造, 269 台、1583 万千瓦燃煤机组除尘改造; 完成 20 台; 钢铁: 钢铁烧结机 (含球团) 脱硫改造、3 家钢铁企业除尘综合治理; 水泥: 新型干法水泥窑配套建设烟气脱硝设施, 综合脱硝效率不低于 60%, 完成 93 条、24 万吨/日新型干法水泥熟料生产线脱硝工程, 完成 173 家水泥企业除尘综合治理; 平板玻璃: 完成 33 条平板玻璃生产线脱硫脱硝除尘综合改造。
《京津冀及周边地区重点行业大气污染限期治理方案》	颁布: 2014/7/25 完成: 2014 年底	火电: 完成 94 台、2456 万千瓦燃煤机组脱硫改造, 70 台、1574 万千瓦燃煤机组脱硝改造, 66 台、1732 万千瓦燃煤机组除尘改造。山东、山西、内蒙古三省 (区) 完成 191 台、5272 万千瓦燃煤机组脱硝改造; 钢铁: 完成 257 台钢铁烧结机 (含球团) 脱硫改造、139 家钢铁企业除尘综合治理; 水泥: 新型干法水泥窑实施低氮燃烧技术改造, 配套建设烟气脱硝设施, 综合脱硝效率不低于 60%。2015 年 7 月 1 日前, 完成 155 条、42.4 万吨/日新型干法水泥熟料生产线脱硝工程, 完成 60 家水泥企业除尘综合治理。 平板玻璃: 完成 46 家平板玻璃企业脱硫脱硝除尘综合改造

数据来源: 环保部网站

千亿市场开启。截至 2014 年底全国火电装机总容量 9.16 亿千瓦时, 2014 年分别新增火电装机 4729 万千瓦, 占装机总容量的 5%。因此, 存量火电机组烟气治理设施改造是市场空间的主体部分。

在超低排放的推动下, 2014 年下半年以来烟气治理行业改造项目大幅增加, 以华能、大唐和神华等为代表的大型发电集团纷纷进行烟气改造, 向市场证明通过 3-12 个月的改造工程可将现有机组的排放水平降至最严格的排放标准, 实际中改造一台 300 万千瓦机组的费用大约是 0.5 到 1 亿元。

《煤电节能减排计划》提出要力争 2015 年前完成改造机组容量 1.5 亿千瓦, “十三五”期间完成 3.5 亿千瓦。以每 30 万千瓦机组改造费用 0.5 亿计算, 2015 年仅现有机组改造就能创造 250 亿元是市场规模, “十三五”期间每年平均有近 67 亿元的改造市场空间。加上每年新建的机组以特许经营的模式计算, 2015-2020 年发电烟气治理的市场规模将达千亿, 在净利率 15% 情形下, 净利润可达到 152 亿元。

表 4: 2015-2020 年超低排放烟气治理市场空间测算

项目	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
现有机组改造容量 (万千瓦)	15000	4000	4000	4000	4000	4000
现有机组改造市场空间 (亿元)	250	66.7	66.7	66.7	66.7	66.7
新建机组容量 (万千瓦)	4000	4000	4000	4000	4000	4000
新建机组特许经营烟气处置费用 (亿元)	72.6	72.6	72.6	72.6	72.6	72.6
合计市场规模 (亿元)	322.6	139.3	139.3	139.3	139.3	139.3

数据来源: 西南证券 (新建机组特许经营收入假设机组以 5000 利用小时计算, 环保电价至少为 0.0363 元 (0.027+0.0093); 现有机组改造费用以每 30 万千瓦 0.5 亿计算)

（四）烟气治理市场从火电领域外延式扩张

随着大气控污的力度逐渐加大，烟气治理的政策侧重点开始从火电领域向钢铁、水泥和平板玻璃等重污染行业转移。2014年颁布的京津冀、长三角与珠三角的大气污染限期治理方案中就特别提出了对钢铁、水泥和平板玻璃三个重点控污行业的具体整改任务。目前，相比于电力行业，钢铁、水泥和平板玻璃等行业的污染物排放限值要宽松得多。长期来看，此类高污染高耗能企业的排放标准将向火电的超低排放标准看齐。未来更多的细分行业污染企业的烟气治理改造将使市场空间逐渐放量。

中小工业锅炉改造是良好契机。我国燃煤工业锅炉具有保有量大、分布广、能耗高、污染重等特点，是重要污染源，年排放烟尘、二氧化硫、氮氧化物分别约占全国排放总量的33%、27%、9%。2014年10月29日，7部委联合印发《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》，其中就指出要提升锅炉污染治理水平，新生产和安装使用的20吨/时及以上燃煤锅炉应安装高效脱硫和高效除尘设施；在用10吨/时及以上的燃煤锅炉要开展烟气高效脱硫、除尘改造。

公司在这些领域都进行布局。在面对中小企业激烈的市场竞争下，龙净运用自己的技术和经验优势，在原有设备平台上进行相应的简化改进，适用市场的新要求，增强竞争力。

（五）提前布局下游脱硝催化剂再生产业

烟气超低排放的脱硝改造形成了巨大的脱硝催化剂需求，国内的催化剂产量供不应求。2014年前后，中电远达、东方凯特瑞、江苏龙源和山东天璨、启源装备等公司先后涉及脱硝催化剂制造领域。据统计，2015年催化剂需求量将超过50万立方米，到2018年超过95万立方米。

公司引进国外先进技术，布局国内市场上稀缺的脱硝催化剂再生领域。公司江苏盐城的脱硝催化剂再生工厂是目前竞争对手中最先投产该类项目。一般脱硝催化剂的使用寿命为3年，国内脱硝催化剂的安装总量在这两年已到达顶峰，预计今后两年催化剂再生的市场将逐步放量。盐城的再生项目今年的产量将超过7000立方米，明年达到2万。按单价17000元/每立方米计算，我们预计今年营收可达1到2亿元，有望增加利润四到五千万，且未来还有成长空间。

（六）具备进行横向扩张的潜力

公司目前在开拓其他领域方面比较谨慎。但面对日益激烈的烟气治理市场竞争，在同类公司纷纷进行平台化发展的背景下，公司未来的战略规划也留有想象空间，具备跨越式发展的潜力。

三、盈利预测与估值

公司作为国内烟气治理的龙头企业，整体实力领先，拥有行业内顶尖的实验室研究团队，在除尘、脱硫和脱硝的超净改造全环节都具有独特的技术优势，未来在烟气治理的市场竞争中仍将占居较为明显的竞争优势。预计2015-2017年公司将保持稳定的增长势头。

主要假设：

1、除尘器、配套设备及安装在超净排放改造政策的推动下，将延续 2014 年的高增长率，2016 年之后才逐渐放缓，给予 15%左右的增速预测。该项业务是公司的传统优势业务，经过多年发展，毛利率将维持稳定，给予 24%的预测。

2、脱硫、脱硝业务相对于除尘增长较慢，暂时给予 13%的增长率预测，伴随着公司自身脱硝催化剂再生产业链的完善，有助于公司脱硝业务毛利率的提升，给予 21.5%的预测。

3、新疆 BOT 项目现金流稳定，利润较高，给予 25%的增长率和 43%的毛利率预测。海外 EPC 项目 2014 年底逐渐回款，在假设没有新增订单的情况下，给予保守预测。

4、脱硝催化剂有望成为公司未来业绩的一个亮点，有助于减少脱硝业务成本，给予 40%的增长率和 25%毛利率的保守预测。

5、公司的税率在未来三年预计保持稳定，销售费用和财务费用也预计保持稳定，管理费用因员工持股计划预计将有小幅增长。

表 5: 2015-2017 年公司各项业务收入预测

(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
除尘器、配套设备					
收入	2,649.95	3,053.62	3,566.66	4,083.83	4,614.73
增速 (%)	6.96%	15.23%	15.00%	14.50%	13.00%
成本	2,083.10	2,276.58	2,710.66	3,103.71	3,507.19
毛利率 (%)	21.39%	25.45%	24.00%	24.00%	24.00%
脱硫、脱硝工程					
收入	1,998.74	2,141.50	2,419.90	2,722.38	3,049.07
增速 (%)	31.61%	7.14%	13.00%	12.50%	12.00%
成本	1,631.43	1,683.14	1,899.62	2,096.23	2,347.78
毛利率 (%)	18.38%	21.40%	21.50%	23.00%	23.00%
新疆 BOT 项目					
收入	68.74	83.36	104.20	130.25	162.81
增速 (%)	55.77%	21.27%	25.00%	25.00%	25.00%
成本	37.44	46.92	59.39	74.24	92.80
毛利率 (%)	45.53%	43.71%	43.00%	43.00%	43.00%
脱硝催化剂					
收入	13.82	39.13	54.78	73.96	99.84
增速 (%)	NA	183.14%	40.00%	35.00%	35.00%
成本	10.71	27.80	41.09	55.47	74.88
毛利率 (%)	22.50%	28.95%	25.00%	25.00%	25.00%
房产销售出租					
收入	465.53	132.88	130.22	127.62	125.07
增速 (%)	3795.65%	-71.46%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
成本	328.76	100.21	97.67	95.71	93.80
毛利率 (%)	29.38%	24.59%	25.00%	25.00%	25.00%
海外 EPC					
收入	286.49	490.47	662.13	860.77	1,075.97
增速 (%)	141.62%	71.20%	35.00%	30.00%	25.00%
成本	245.10	436.76	589.30	766.09	957.61
毛利率 (%)	14.45%	10.95%	11.00%	11.00%	11.00%
环保设备运输服务					
收入	67.65	59.43	60.02	60.62	61.23
增速 (%)	28.86%	-12.15%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	42.15	29.27	37.82	38.19	38.58
毛利率 (%)	37.69%	50.75%	37.00%	37.00%	37.00%

(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
水力发电					
收入	12.95	9.73	9.63	9.54	9.44
增速 (%)	-3.72%	-24.86%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
成本	5.94	5.12	5.30	5.25	5.19
毛利率 (%)	54.13%	47.38%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务					
收入	4.35	16.53	10	10	10
成本	2.88	15.59	5	5	5
合计					
营业收入	5,568.21	6,026.66	4,113.0	4,855.9	5,669.4
增速 (%)	31.32%	8.23%	-31.75%	18.06%	16.75%
营业成本	4,387.52	4,621.39	3,324.5	3,902.3	4,573.3
毛利率 (%)	21.20%	23.32%	19.17%	19.64%	19.33%

数据来源: 资料来源: 公司公告、西南证券

预计 2015-2017 年公司营业收入分别为 70.18 亿元, 80.78 亿元和 92.08 亿元, 归属母公司的净利润分别为 5.35 亿元, 6.43 亿元和 7.18 亿元, 对应 EPS 分别 1.25 元、1.50 元和 1.68 元, 考虑到其相对于同行业其他公司具有一定的估值优势, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

四、风险提示

- 1、市场需求增幅或低于预期。
- 2、宏观经济下滑, 客户资金紧张, 回款难度或加大。
- 3、国有电力集团加强对内部环保公司的扶持, 形成内部保护机制。市场竞争加剧, 公司市场占有率或降低。
- 4、随着公司执行项目的增加, 对设计、生产、安装、安全生产等或带来较大的压力, 且或占用公司较多资金, 造成公司流动资金紧张。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6026.66	7017.56	8078.98	9208.16	净利润	466.99	539.40	648.06	723.18
营业成本	4621.39	5445.85	6239.90	7122.84	折旧与摊销	88.19	78.78	84.54	89.32
营业税金及附加	75.97	102.08	119.86	132.30	财务费用	65.68	12.43	7.12	7.77
销售费用	143.73	174.58	197.93	225.76	资产减值损失	53.65	0.00	0.00	0.00
管理费用	614.06	681.85	785.88	902.46	经营营运资本变动	84.12	-457.03	-123.19	-248.52
财务费用	65.68	12.43	7.12	7.77	其他	-301.90	19.33	-2.90	-1.96
资产减值损失	53.65	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	495.33	192.92	613.63	569.80
投资收益	60.62	0.00	0.00	0.00	资本支出	-288.62	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	-3.87	-3.87	-3.87	-3.87	其他	396.72	-3.87	-3.87	-3.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	108.09	-83.87	-83.87	-83.87
营业利润	508.93	596.90	724.41	813.15	短期借款	-132.51	-203.69	0.00	0.00
其他非经营损益	40.10	41.87	41.96	41.62	长期借款	50.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	549.03	638.77	766.37	854.77	股权融资	40.22	0.00	0.00	0.00
所得税	82.05	99.37	118.32	131.59	支付股利	-141.11	-155.11	-165.39	-198.70
净利润	466.99	539.40	648.06	723.18	其他	244.09	-8.67	-7.12	-7.77
少数股东损益	3.57	4.13	4.96	5.53	筹资活动现金流净额	61.24	-367.47	-172.51	-206.48
归母公司股东净利润	463.41	535.27	643.10	717.65	现金流量净额	661.66	-258.43	357.25	279.45
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1650.07	1391.64	1748.89	2028.34	成长能力				
应收和预付款项	3151.90	3667.85	4194.85	4806.98	销售收入增长率	8.23%	16.44%	15.13%	13.98%
存货	4880.23	5750.17	6589.28	7522.04	营业利润增长率	0.56%	17.28%	21.36%	12.25%
其他流动资产	45.67	52.97	60.79	69.10	净利润增长率	0.79%	15.51%	20.14%	11.59%
长期股权投资	4.32	4.32	4.32	4.32	EBITDA 增长率	3.46%	3.82%	18.60%	11.54%
投资性房地产	47.58	47.58	47.58	47.58	获利能力				
固定资产和在建工程	1080.00	1099.38	1112.99	1121.83	毛利率	23.32%	22.40%	22.76%	22.65%
无形资产和开发支出	343.38	326.57	309.75	292.93	三费率	13.66%	12.38%	12.27%	12.34%
其他非流动资产	238.24	236.90	235.56	234.23	净利率	7.75%	7.69%	8.02%	7.85%
资产总计	11441.41	12577.38	14304.02	16127.35	ROE	14.40%	14.85%	15.75%	15.59%
短期借款	203.69	0.00	0.00	0.00	ROA	5.43%	4.08%	4.29%	4.53%
应付和预收款项	6863.42	7797.84	9025.26	10305.71	ROIC	16.29%	15.26%	16.45%	17.12%
长期借款	146.61	146.61	146.61	146.61	EBITDA/销售收入	11.00%	9.81%	10.10%	9.89%
其他负债	983.78	1000.97	1017.52	1035.93	营运能力				
负债合计	8197.50	8945.42	10189.39	11488.25	总资产周转率	0.60	0.58	0.60	0.61
股本	427.62	427.62	427.62	427.62	固定资产周转率	7.00	7.57	8.20	9.06
资本公积	950.08	950.08	950.08	950.08	应收账款周转率	4.18	4.20	4.23	4.20
留存收益	1771.78	2151.94	2629.65	3148.60	存货周转率	1.16	1.02	1.01	1.01
归属母公司股东权益	3145.73	3529.64	4007.36	4526.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.68%	—	—	—
少数股东权益	98.18	102.31	107.27	112.80	资本结构				
股东权益合计	3243.91	3631.96	4114.63	4639.10	资产负债率	71.65%	71.12%	71.23%	71.23%
负债和股东权益合计	11441.41	12577.38	14304.02	16127.35	带息债务/总负债	13.94%	10.49%	9.21%	8.17%
					流动比率	1.36	1.37	1.38	1.38
					速动比率	0.68	0.65	0.66	0.66
					股利支付率	28.11%	28.98%	25.72%	27.69%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	662.80	688.11	816.07	910.24	每股收益	1.08	1.25	1.50	1.68
PE	36.74	34.46	28.68	25.70	每股净资产	7.59	8.49	9.62	10.85
PB	5.69	5.08	4.48	3.98	每股经营现金	1.16	0.45	1.43	1.33
PS	3.06	2.63	2.28	2.00	每股股利	0.33	0.36	0.39	0.46
EV/EBITDA	26.56	25.67	21.20	18.70					
股息率	0.77%	0.84%	0.90%	1.08%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn