

龙净环保 (600388.SH) 环保设备行业

评级: 增持 首次评级

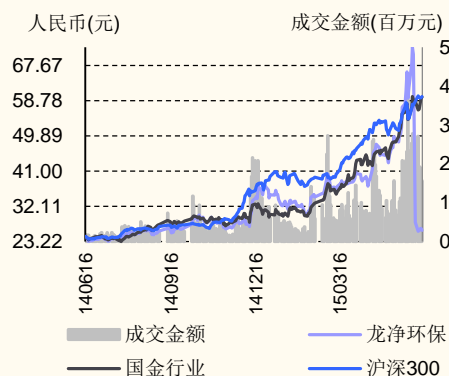
公司研究

市场价格 (人民币): 26.03 元
目标价格 (人民币): 29.50-35.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,069.05
总市值(百万元)	27,827.37
年内股价最高最低(元)	72.23/23.27
沪深 300 指数	5335.12
上证指数	5166.35



稳健的业务, 扎实的财报是进一步发展的基石

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.068	1.084	0.621	0.671	0.706
每股净资产(元)	6.69	7.59	4.09	4.58	5.09
每股经营性现金流(元)	0.19	1.16	0.71	0.46	0.55
市盈率(倍)	31.09	34.23	41.89	38.79	36.87
行业优化市盈率(倍)					
净利润增长率(%)	56.08%	0.79%	46.70%	7.65%	5.33%
净资产收益率(%)	15.89%	13.36%	17.63%	15.18%	14.35%
总股本(百万股)	427.62	427.62	1,069.05	1,069.05	1,069.05

来源: 公司年报, 国金证券研究所

投资逻辑

- **具有优异的财务报表数据:** 龙净环保具有优于行业水平的负债率, 偿债能力和自由现金流。在我们对龙净和整个大气环保治理行业做的压力测试显示, 龙净在最悲观的情景下, 上述三方面表现依然大幅领先于行业平均水平。我们认为龙净环保具有非常高的抗压能力, 在即将到来的行业整合期内, 健康的财务报表将为其提供珍贵的缓冲垫。
- **公司业务模式十分稳健, 除尘业务是亮点:** 龙净环保强大的技术水平和优异的服务质量是其在除尘领域的优势, 公司目前在电袋复合除尘方面拥有多项专利。截止 2013 年底在除尘领域的市场份额居于行业前列。我们预计在 2016-2018 年, 除尘业务将为公司贡献近 100 亿元收入。
- **BOT 业务和脱硝催化剂业务是未来的看点:** 我们预计公司会继续推进在 BOT 领域的拓展。新疆的项目的毛利润率超过 40%, 远高于传统 EPC 业务。我们认为公司会抓住目前低煤价的有利契机, 积极开拓在近优质煤产地的 BOT 项目。公司的催化剂更换业务也将在未来 2-3 年内迎来高峰, 我们预计公司的相关业务将在 2 年内实现营收翻倍。

投资建议

- 龙净在我们的财务压力测试中表现优异, 在负债率, 偿债能力和自由现金流方面表现显著优于行业平均水平。我们认为龙净环保是大气环保领域难得的稳健投资标的, 良好的财务状况, 稳健的业务模式将给投资者提供非常好的中长期投资标的。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 29.50 元目标价位, 相当于 47.5x15PE 和 33.1x15EV/EBITDA。

风险

- 传统业务领域萎缩超过预期; BOT 项目未能取得预期拓展; 回款速度变慢导致资金链紧张。

戚政韬 联系人
qizhengtao@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

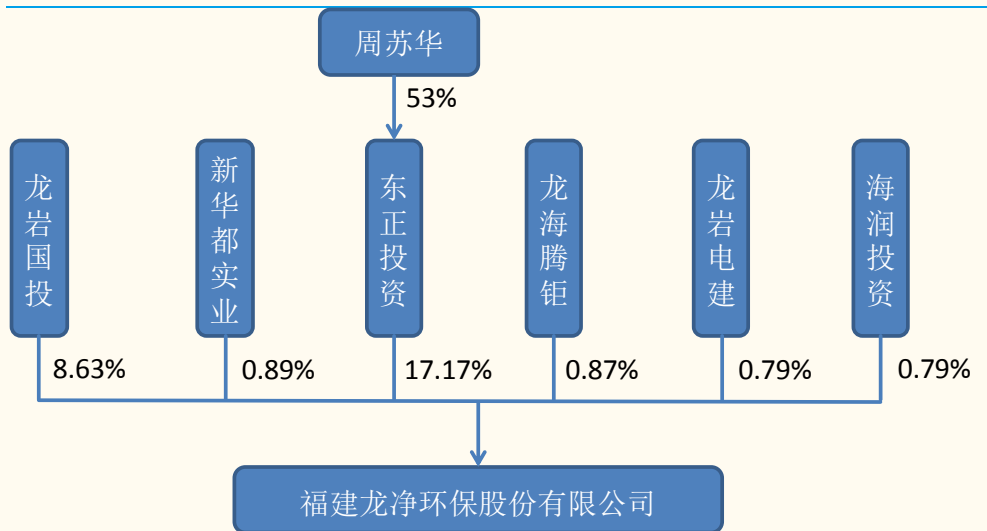
内容目录

一. 股权结构与历史简介	3
二. 龙净环保：依靠坚实的基本面和稳健的业务模式熬过寒冬	4
2.1 坚实的基本面：强于同行业的财务状况，压力测试下更显优异	4
2.2 稳健的业务模式：除尘业务，超洁净排放，BOT 业务，脱硝催化剂更换...	7
三. 公司盈利预期及估值方法	10
3.1 公司盈利预期：除尘仍有可观增长，BOT 项目逐步拓展	10
3.2 公司估值假设：EV/EBITDA	10
四. 风险提示	12
五. 附录-烟气治理行业空间	13

一. 股权结构与历史简介

- 公司在 1998 年成立，是由龙岩市国有资产管理局作为主发起人，联合龙岩市电力建设发展公司，中国电能成套设备总公司等共同发起设立的股份有限公司。经历多次增资扩股后，于 2000 年 12 月在上交所上市。目前第一大股东为福建省东正投资股份有限公司，实际控制人为周苏华。
- 作为我国环境保护除尘行业的首家上市公司，也是国内除尘和烟气脱硫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。公司上市以来，主营业务从上市时单纯的电除尘及电控设备业务发展到目前的集除尘、脱硫、脱硝、物料输送、脱硫运营、电站工程总包等的创新型环保工程公司。公司的主要业务有：(1) 环境污染防治设备（含烟气脱硫治理，除尘设备），工业自动控制系统装置，环保专用仪器，仪表，输送机械设计，制造，销售，安装；(2) 对外贸易；(3) 环境污染治理设施运营；(4) 除尘脱硫；(5) 环境工程（废气）专项工程设计；(6) 房地产开发；(7) 室内装饰装修；(8) 对水利水电行业的投资等。
- 2014 年公司传统除尘，脱硝，脱硫继续保持增长，同时脱硝催化剂和 BOT 业务也初见成效。公司营业收入 60.27 亿元，同比上年增长 8.23%，其中除尘器及配套设备销售占 50.67%，脱硫，脱硝工程项目占 35.53%。同期净利润 4.67 亿，同比增长 1.47%。毛利率 23.32%，其中除尘器及配套设备毛利率 25.45%，脱硫，脱硝工程项目毛利率 21.40%。基于对公司传统业务的优势和脱硝催化剂业务快速成长的预期，预计 2015-2017 年公司营业收入将达到 67 亿，72 亿，76 亿，对应 EPS 分别为 0.62，0.67，0.71。

图表 1：公司股权结构



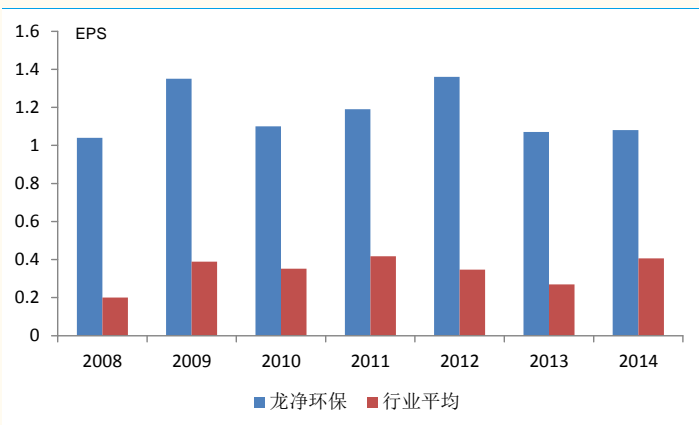
来源：Wind，官网，国金证券研究所

二. 龙净环保：依靠坚实的基本面和稳健的业务模式熬过寒冬

2.1 坚实的基本面：强于同行业的财务状况，压力测试下更显优异

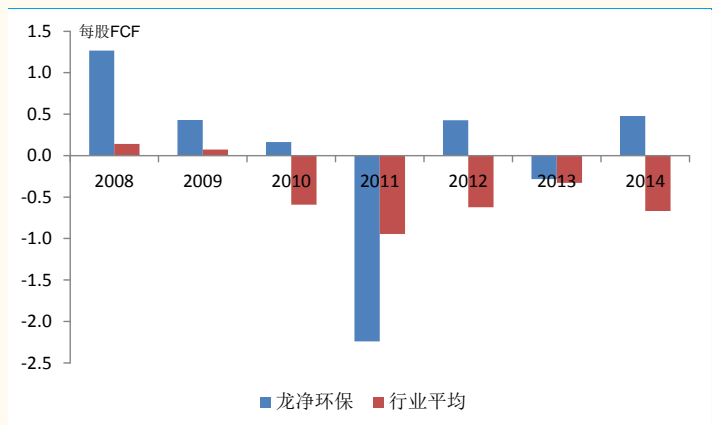
- 我们认为龙净环保是大气环保领域很好的长期投资标的，这得益于其远强于同行业的财务状况。我们预计，未来几年整体大气污染治理行业将面临明显的增长瓶颈，加之整体产能严重过剩，行业的众多参与者将面临巨大的财务压力。具体反应在营收下降，整体负债率攀升，偿债能力下降以及现金流量状况恶化等方面，行业进一步整合的机会将会显现。而龙净健康的财务状况将会在提供足够的缓冲的同时，又寄予其足够的实力主动参与到寻找行业整合机会。我们进一步用压力测试验证了我们对整体行业财务状况的担忧以及对龙净财务健康度的信心。
- **2.1.1 龙净财务水平：优于行业均值，高盈利，低负债，正现金流**
- 我们认为龙净环保整体的财务状况优于行业的均值，具体体现在高盈利，低负债及正现金流方面。龙净环保在过去 7 年中，EPS 比行业均值平均高 260%，每股 FCF 比行业水平平均高 250%。龙净环保在过去 7 年中有 5 年处于净现金状态，剩下两年净负债率也低于 5%。而同期行业平均净负债率为 22%，并在 2014 年进一步攀升到 32%。公司的 EBITDA/财务费用比率是行业的近 3 倍。

图表 2：龙净环保和行业 EPS 均值对比



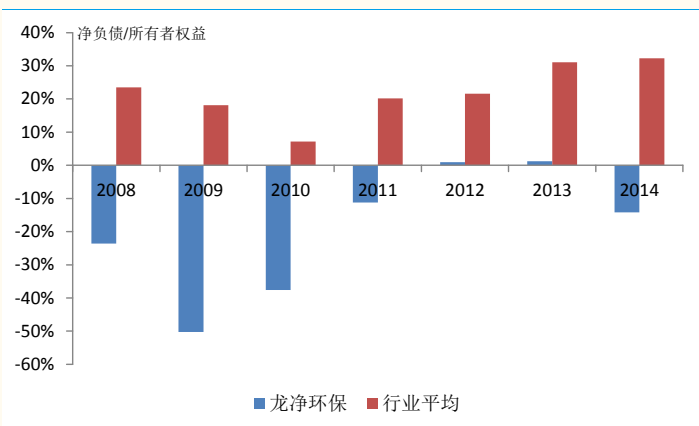
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：龙净环保和行业每股 FCF 均值对比



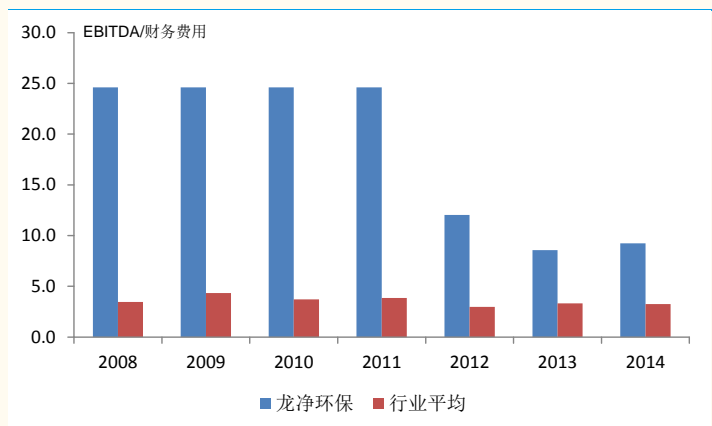
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：龙净环保和行业净负债率均值对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：龙净环保和行业 EBITDA/财务费用对比

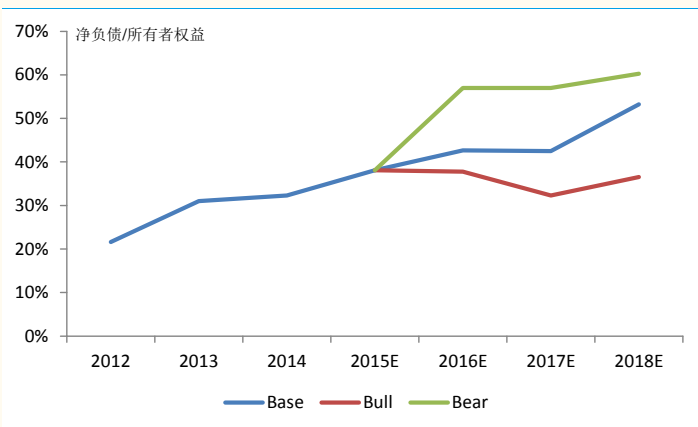


来源：Wind，国金证券研究所

- 龙净环保相对坚实的报表数据将会在即将来临的行业瓶颈期中给公司提供十分宝贵的缓冲。

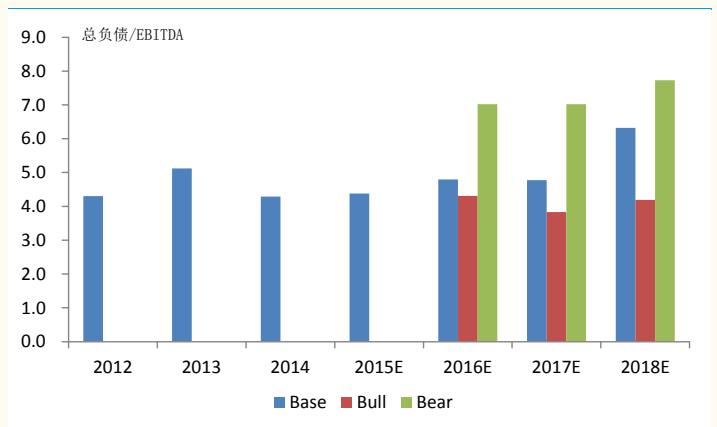
- **2.1.2 行业整体财务水平：压力测试下，负债率高企，现金流情况进一步恶化**
- 我们搜集了目前 A 股市场上主营业务涉及大气污染治理的 16 家规模较大的公司的财务数据。我们发现，2014 年，行业平均净负债率为 32%，比 2012 年时上升了 10%。而按照 Wind 一致性预期的数据，2015 年行业平均净负债率将增长到 38%，而到 2018 年这个数据将增长到 53%。
- 与之类似的，在总负债/EBITDA，EBITDA/财务费用，每股 FCF 上，行业平均水平都出现了较大幅度的恶化。行业中普遍存在的账期过长，回款困难，传统业务毛利率低，盲目扩充产能等问题都导致了即使在大家普遍预期未来三年营收高速增长的情况下，行业实际的财务状况并未好转的结果。
- 我们对全行业做了进一步的压力测试来检验行业在更加极端的情况下的财务承压能力。基本假设：
 - 1. 在 Bull 情景下，我们假设 2015 年行业实际营收符合 Wind 一致性预期，而增速在 2016-2018 年，仍能保持在当年 Wind 一致性预期增长率+15%的水平上。
 - 2. 在 Bear 情景下，我们假设 2015 年行业实际营收符合 Wind 一致性预期，而在 2016-2018 年，营收将出现大幅下滑，分别回落到 2011-2013 年的水平。
 - 3. 在 Bull 情景下，我们保守地假设 2015-2018 年行业总负债量维持在 Wind 一致性预期的水平，以反应厂家变得理性而不再盲目举债扩大产能；在 Bear 情景下，我们也保守地假设在 2015-2018 年业内主要企业将有能力每年偿还 10%的债务以减少未来的偿债压力，我们认为在行业整体 FCF 水平为负的情况下，这个假设反映了企业面临压力的最小水平。
- 通过压力测试，我们发现，即使是在最乐观的假设下，行业整体的净负债率仍然维持在 30%以上的水平。而在悲观的情景下，这个数值暴增到 50%以上。与之相伴的是偿债能力面临巨大压力。即使在乐观的情景下，我们发现 2016-2018 年总负债/EBITDA 分别比基本假设改善了 0.5, 0.9, 2.1。但在悲观情况下，却恶化了 2.7, 3.2, 3.5。类似的，在乐观情况下，2016-2018 年的 EBITDA/财务费用水平分别为 3.0, 3.1, 3.4，比基本假设下改善了 0.4, 0.8, 1.1。而在悲观情况下，其却恶化了 1.2, 1.5, 1.4。

图表 6：三类情景下行业净负债率变化对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：三类情景下行业总负债/EBITDA 对比

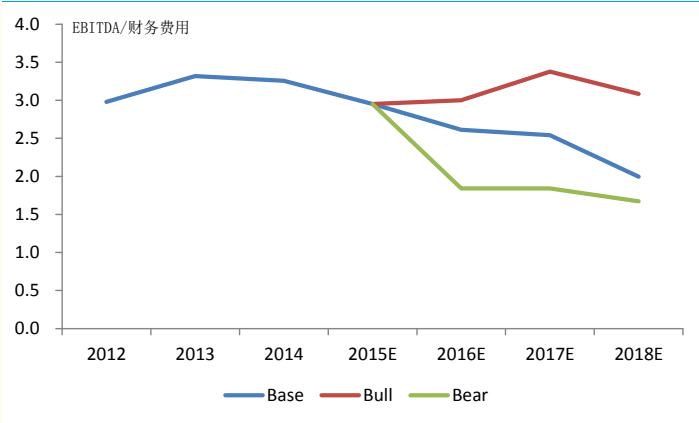


来源：Wind，国金证券研究所

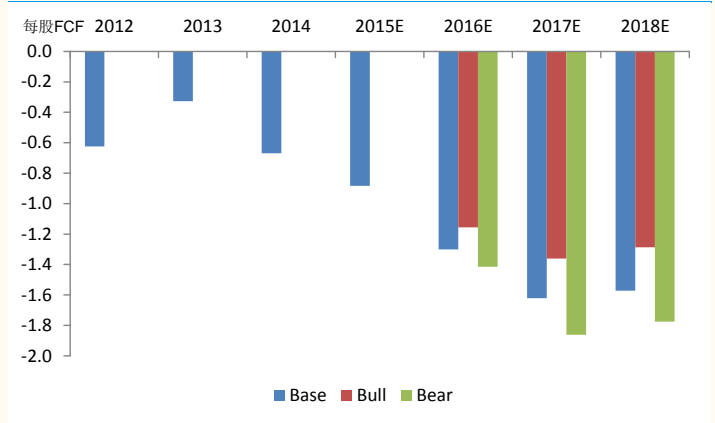
- 相对于负债状况的恶化，FCF 上的恶化更让我们担心。我们发现按照 Wind 一致性预期的结论，在 2016-2018 年间，行业每股 FCF 将为 -1.3, -1.6, -1.6 元/股，比 2015 年的 -0.9 元/股水平有较大幅度的恶化。

而在我们的 Bull 情景下，每股 FCF 仍然为负值，分别为-1.2, -1.4, -1.3 元/股。而在 Bear 情景下，以上每年的水平又将较基本假设下恶化 8%-14%。我们认为在行业整体景气度下滑，订单量减少的预期下，公司靠举债补充运营现金的做法将面临巨大的不确定性。诚然公司依然可以通过权益市场的定增或者后续轮公开募集来筹措资金，但当资本市场意识到行业面临的瓶颈后，公司仍然面临着价格被压低或者融资额度被限制的风险。而自由现金流的进一步恶化，将导致很多公司在维持账面的现金的时候承压。尤其是前期扩张过快，账面留存现金过少的公司，将很可能面临现金流断裂的风险。

图表 8：三类情景下行业 EBITDA 偿债率变化对比



图表 9：三类情景下行业平均每股 FCF 变化对比

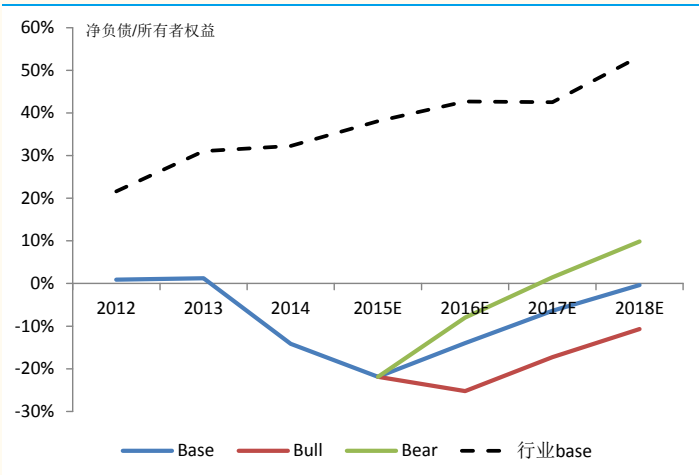


来源：Wind，国金证券研究所

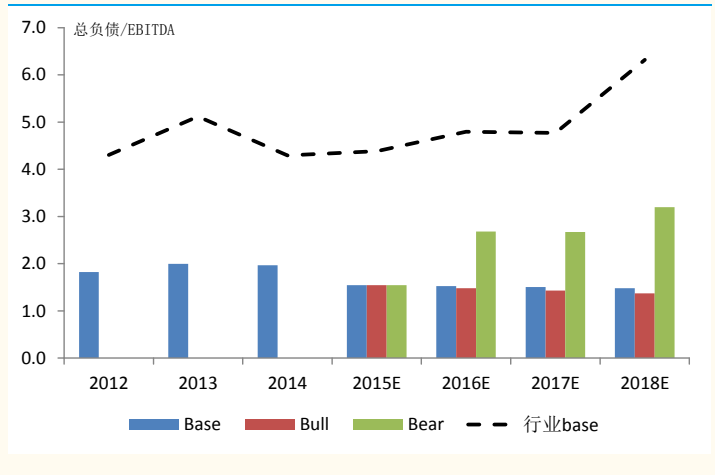
来源：Wind，国金证券研究所

- 综上，我们认为行业面临的资产负债表风险十分明显，主要体现在负债率高企，偿债能力下降，自由现金流情况恶化，进而导致资金链趋紧。
- **2.1.3 龙净环保在压力测试下各项指标均大幅优于行业水平**
- 我们基于以上行业的假设对龙净环保做了同样的压力测试。需要指出的是，我们对龙净的假设设置了更苛刻的条件。我们对龙净的基础营收假设比 Wind 的一致性预期要低 10%-20%。我们假设在任何情况下，龙净的负债量都和基础假设时的一样。
- 通过压力测试，我们发现龙净即使在 Bear 情景下，依然可以在各项指标上保持大幅优于行业均值的水平。下图中，虚线表明的是在 Wind 一致性预期下，整体行业的相关指标的水平。我们发现在 Bear 情景下，2016-2018 年龙净的净负债率比行业基本假设下的水平低 43%-60%，而龙净依然可以在 2016 年保持净现金。在总负债/EBITDA 指标下，龙净的数据要比行业低 44%-64%。

图表 10：龙净环保在三类情景下净负债率变化对比



图表 11：龙净环保在三类情景下总负债/EBITDA 对比

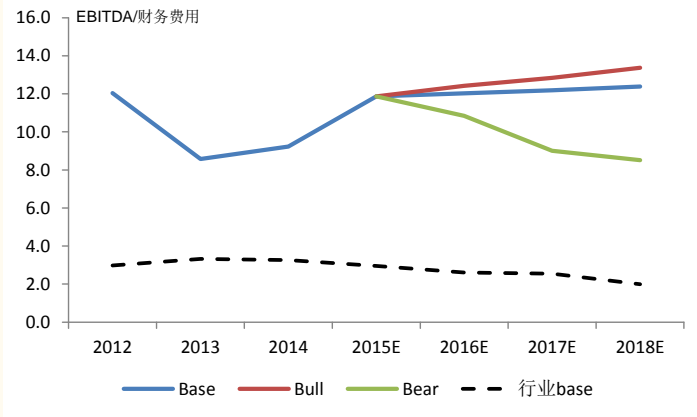


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

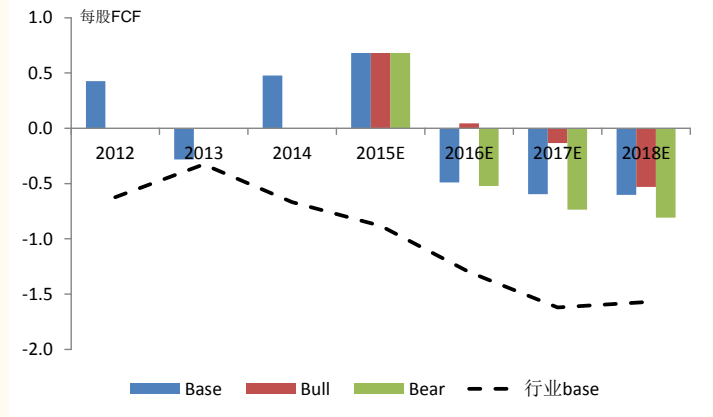
- 在偿债能力方面，龙净的 EBITDA/财务费用水平要比行业整体高 250%-300%。龙净在每股 FCF 上也显著优于行业均值。我们预计 2015 年龙净每股 FCF 将维持正值，即使在后续 3 年面临营收压力时呈现恶化趋势，在最悲观的情况下仍然比行业水平高 48%-60%。

图表 12：龙净环保三类情景下 EBITDA 偿债率变化对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：龙净环保三类情景下平均每股 FCF 变化对比



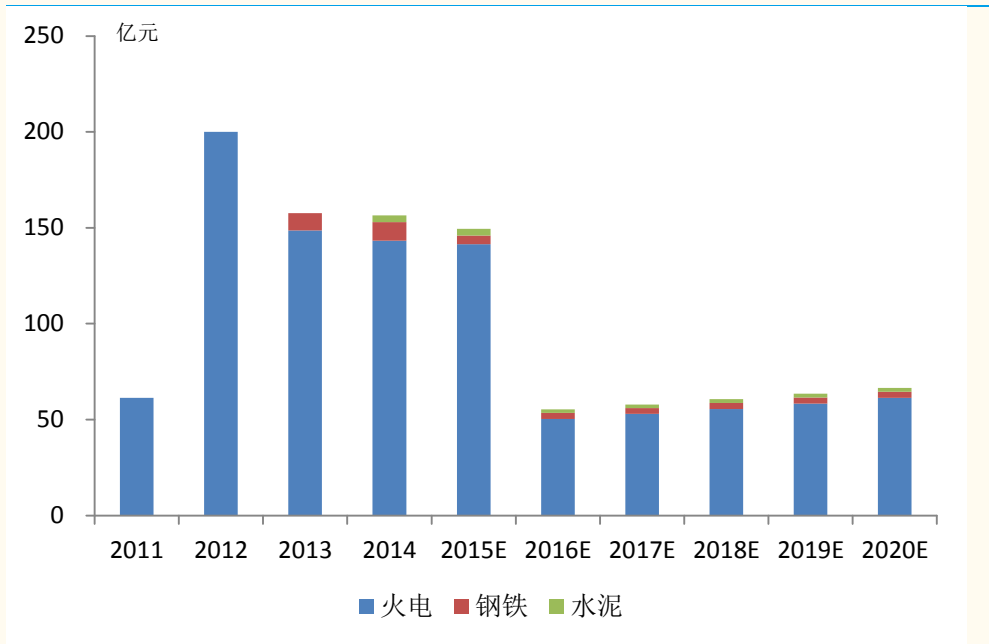
来源：Wind，国金证券研究所

- 在未来可能面临的行业寒冬中，稳健的财务指标是一个优良的长期投资标的应有的特征。而基于压力测试的结果，我们认为龙净环保有显著优于行业均值的财务状况，即使在面对最困难的情况，依然可以维持较低的负债率和较理想的账面现金状况。同时我们认为龙净扎实的报表数据也赋予其在行业整合时积极参与收并购的能力。

2.2 稳健的业务模式：除尘业务，超洁净排放，BOT 业务，脱硝催化剂更换

- 龙净环保目前的业务模式十分稳健，除了传统的除尘设备安装，脱硫脱硝 EPC 业务外，在海外 EPC 项目，BOT 业务均有涉足并取得了优异的业绩。我们预计，虽然按照老版本排放标准改造的业务高峰期已过，传统脱硫脱硝除尘 EPC 业务仍然会受到超洁净排放改造的进一步驱动，在未来几年内起到业务缓冲垫的作用。而即将到来的脱硝催化剂更换高峰以及进一步拓展的 BOT 业务将会是公司度过行业瓶颈期的有力推动器。
- 2.2.1 除尘业务：在红海来临前获取更多的订单**
- 我们预测，在 2016-2020 年，烟气除尘的市场规模仍然会有约 303 亿元的规模。而这其中，火电占据了绝大部分份额。旧式单纯电式除尘项目的改造按照规定已在 2014 年底完成，从 2015 年期，除尘业务的主要驱动力将是新增火电机组的安装。

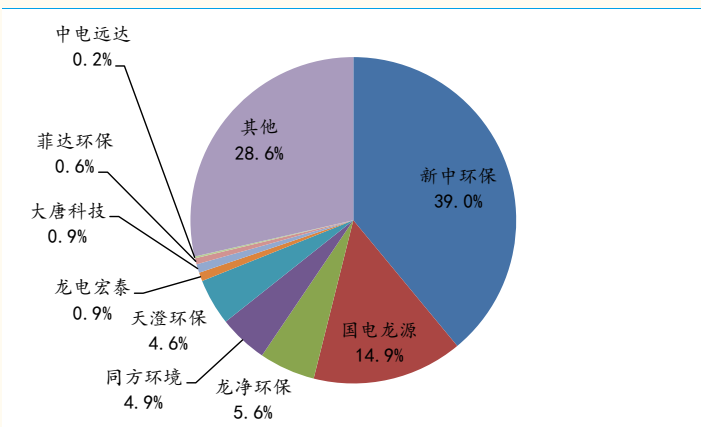
图表 14：未来几年烟气除尘市场份额，火电除尘仍占大头



来源：国金证券研究所

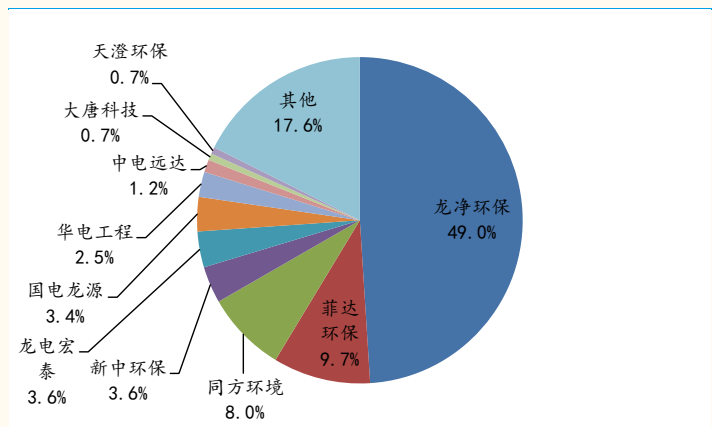
- 龙净在火电新式除尘领域的市场占有率名列前茅。其中 2013 年在袋式除尘领域的累计装机市场占有率排名第三，在电袋复合式领域排名第一。公司依托强大的技术实力，形成了以循环流化床干法多污染物协同净化集成技术，余热利用低低温电除尘，湿式电除尘，超净电袋，电袋加湿式电除雾，单塔多区脱硫除尘等超净排放技术等为核心的烟气除尘链。公司的“电袋复合除尘技术及产业化”获得了国家科技进步二等奖。公司在市场份额上领先的排名也从侧面印证了龙净量好的口碑和过硬的技术。我们预计龙净在新式除尘领域的市场份额优势将会继续，其市场份额在随着中小企业的陆续退出而逐渐增加，2016-2018 年，公司预期的除尘方面的收入将在 100 亿元左右。

图表 15：截至 2013 年底火电袋式除尘累计装机市场份额



来源：中电联，国金证券研究所

图表 16：截至 2013 年底火电电袋复合式除尘累计装机市场份额



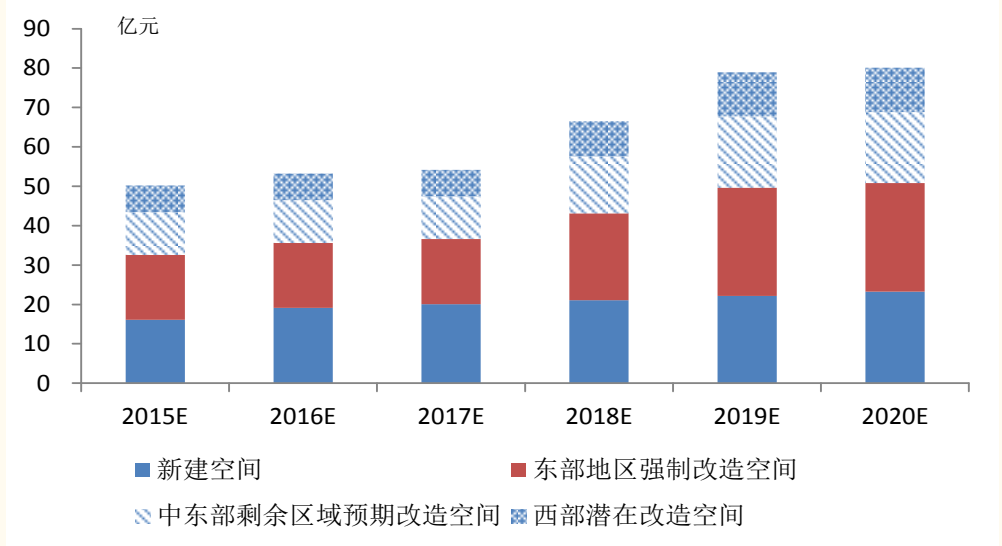
来源：中电联，国金证券研究所

- 2.2.2 超洁净排放：传统 EPC 业务的缓冲器**
- 目前国家出台的超洁净排放标准，在京津冀、长三角和珠三角地区强制实施，估计在中东部剩余地区推广，西部地区按当地实际情况适度推行。虽然我们预计超洁净排放在接下来的五年中带来的 EPC 项目市场可达 300 亿元，但如果考虑到截至 2014 年底，广大中东部非强制

地区所占火电装机量占总装机量的 49%这一现实，以及大量地方电厂盈利困难的实际情况，可预见 EPC 空间将只有 99 亿元。

- 我们认为龙净凭借全产业链的技术储备和丰富的安装经验，完全可以在目前三大地区的范围内抢先占据一定市场份额。等到具体补贴措施出台，再利用已经有的超洁净排放工程经验快速抢占广大的东部剩余地区和中西部地区的市场。

图表 17：超洁净排放市场预期



来源：环保部，国金证券研究所

2.2.3 BOT 项目：寻找近优质煤产地的项目

- 我们在行业报告《大气环保行业—蛰伏凛冬静待春，洗尽铅华始现真》中提到，火电 BOT 行业整体是利好四大电力集团旗下环保子公司的，而对于没有此类背景的民营企业，面临的却是项目来源不稳定，被地方电厂盘剥以及潜在煤价波动三重风险的压力。所以，对于龙净这样的民企，选择 BOT 项目必须更加谨慎。
- 目前公司在新疆的 BOT 项目毛利润率稳定在 40%+，远比我们在行业报告中推算的初期 25-30%的毛利率高，在用类似低硫煤的情况下，从侧面证明了龙净设备质量的稳定性。在无法控制项目方是否会盘剥电价的情况下，寻找靠近优质煤产地的 BOT 项目将是龙净主要的目标。

2.3.4 脱硝催化剂：把握住海量老客户，迎接更换高峰的到来

- 2014 年 8 月，国家发改委在《关于加强废烟气脱硝催化剂监管工作的通知》中将目前市场主流的钒钛脱硝催化剂定义为危废产品，除了要求厂家一定要回厂处理外，还鼓励电厂使用无毒催化剂。我们认为，龙净环保在催化剂领域的优势在于前期拥有海量的改造用户，而同时企业也在无毒催化剂的领域提前布局。结合目前催化剂更换的高峰期即将来临，无论是钒钛催化剂还原再生，还是推广无毒产品，公司都有相对稳妥的市场前景。
- 由于脱硝工程具有定制性的特点，脱硝机组需要按照客户的特点进行改造，脱硝催化剂也需要按照客户烟道的要求设计形状。对于已经改造的机组进行再维护和催化剂的更换，从效率上和经济性上，选用一开始协助厂家进行改造的环保公司更为划算。这就意味着谁在市场上占有的份额越高，谁就越容易拿到后续的催化剂更换的订单。龙净环保 2013 年在火电脱硝行业的市场份额为 4.2%，我们估计在整体行业竞争态势稳定的情况下，在 2014 年这个比例不会有太大变动。我们假设龙净的市场份额从 2008 年开始基本维持稳定，则 2015 年，龙净环保的潜在的催化剂更换市场为 1.1 亿元。我们估计随着催化剂更换高峰的来临，这个数字会增长到 2017 年的 2.5 亿元。

三. 公司盈利预期及估值方法

3.1 公司盈利预期：除尘仍有可观增长，BOT 项目逐步拓展

- 我们预计龙净环保将会在未来几年中在除尘业务上继续取得可观的营收增长率，与此同时，公司将积极拓展新疆地区及其他产煤区的优质 BOT 项目，依托低煤价，逐步拓展其 BOT 项目。我们的相关假设如下：

图表 18：龙净环保主营业务预测

	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
除尘器、配套设备及安装									
主营业务收入	2183.4	2243.0	2326.0	2649.9	3053.6	3757.5	4485.7	5265.4	5949.9
主营业务成本	1725.7	1714.0	1801.4	2083.1	2276.6	2726.5	3254.9	3820.6	4317.3
毛利率	21%	24%	23%	21%	25%	27%	27%	27%	27%
脱硫、脱硝工程项目									
主营业务收入	813.5	942.6	1389.1	1998.7	2141.5	2342.2	2514.9	2650.1	2739.7
主营业务成本	670.6	704.7	1079.3	1631.4	1683.1	1826.9	1961.6	2067.1	2136.9
毛利率	18%	25%	22%	18%	21%	22%	22%	22%	22%
BOT 项目									
主营业务收入	34.0	45.1	44.1	68.7	83.4	93.8	110.3	135.0	145.0
主营业务成本	19.3	22.6	22.6	37.4	46.9	42.2	60.7	74.2	79.7
毛利率	43%	50%	49%	46%	44%	55%	45%	45%	45%
脱硝催化剂									
主营业务收入				13.8	39.1	64.6	99.0	145.9	206.4
主营业务成本				10.7	27.8	32.3	54.5	80.3	113.5
毛利率				22%	29%	50%	45%	45%	45%
房产销售及出租、物业管理									
主营业务收入	9.4	13.0	11.9	465.5	132.9	146.2	153.5	161.2	169.2
主营业务成本	2.7	3.9	3.4	328.8	100.2	113.5	118.7	140.8	155.7
毛利率	71%	70%	71%	29%	25%	22%	23%	13%	8%
海外 EPC 项目									
主营业务收入			118.6	286.5	490.5	539.5	566.5	594.8	624.6
主营业务成本			107.2	245.1	436.8	483.0	507.1	532.5	559.1
毛利率			10%	14%	11%	10%	10%	10%	10%
环保设备运输、服务、边角料销售等									
主营业务收入	55.6	32.9	52.5	67.6	59.4	68.3	77.9	85.7	94.3
主营业务成本	31.3	20.5	34.6	42.2	29.3	26.5	30.2	33.2	36.6
毛利率	44%	38%	34%	38%	51%	61%	61%	61%	61%
水力发电									
主营业务收入	13.6	11.2	13.5	13.0	9.7	9.8	9.9	10.0	10.1
主营业务成本	4.4	4.6	5.2	5.9	5.1	2.9	3.0	3.0	3.0
毛利率	68%	58%	62%	54%	47%	70%	70%	70%	70%
其他									
主营业务收入	0.9	1.3	3.3	4.3	16.5	16.7	16.9	17.0	17.2
主营业务成本	2.1	0.1	2.2	2.9	15.6	11.4	11.5	11.6	11.7
毛利率	-135%	96%	32%	34%	6%	32%	32%	32%	32%

来源：国金证券研究所

3.2 公司估值假设：EV/EBITDA

- 我们认为在整体行业债务水平高企，偿债能力成为未来主要风险的背景下，单纯的运用 PE 估值已经不能反映出在较高负债率下公司对权益投资者的价值。剧烈波动市场下及行业整体高负债率时，我们认为以偿债收入 EBITDA 为标准来衡量公司潜在风险及回报的 EV/EBITDA 比率更适合作为估值工具。

图表 19: 大气环保行业主要标的

证券简称	证券代码	证券简称	证券代码	证券简称	证券代码
三聚环保	300072.sz	燃控科技	300152.sz	凯迪电力	000939.sz
菲达环保	600526.sh	中电远达	600292.sh	东湖高新	600133.sh
科林环保	002499.sz	科远股份	002380.sz	浙大网新	600797.sh
永清环保	300187.sz	同方股份	600100.sh	先河环保	300137.sz
龙净环保	600388.sh	山大华特	000915.sz	雪迪龙	002658.sz
国电清新	002573.sz	众合机电	000925.sz	三维丝	300056.sz

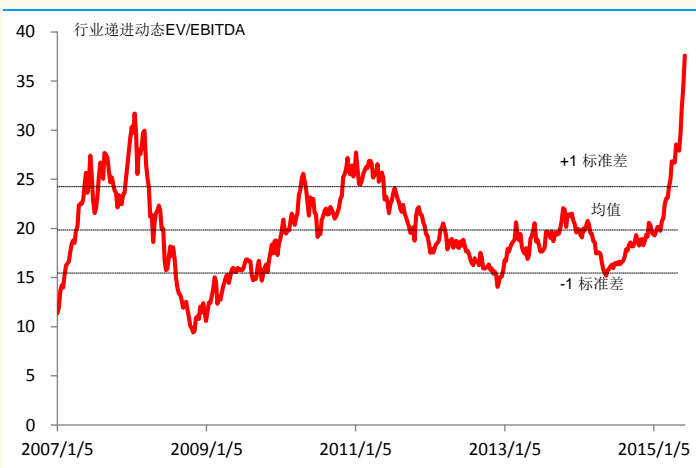
来源: 国金证券研究所

图表 20: 大气环保行业动态递进 P/E



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

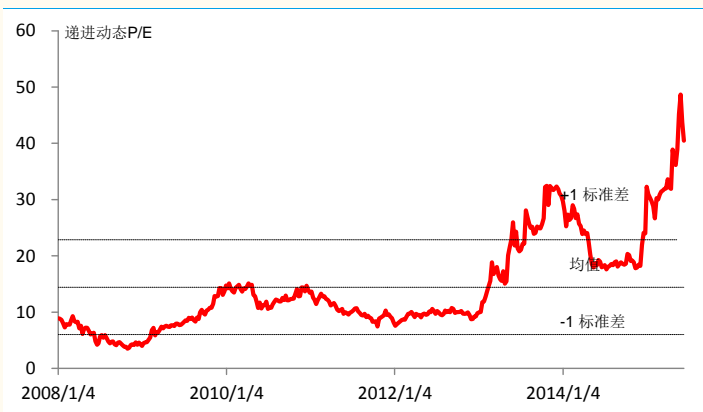
图表 21: 大气环保行业动态递进 EV/EBITDA



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

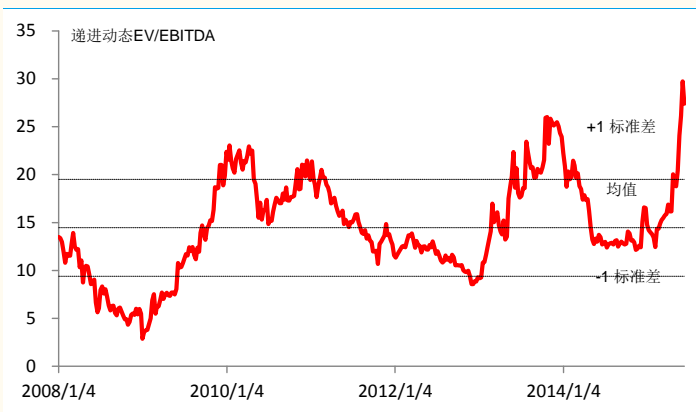
- 我们预计龙净环保 15-17 年归属母公司净利润分别为 7 亿元, 8.1 亿元和 9.1 亿元, 对应的 EBITDA 为 9.82 亿元, 11.33 亿元和 12.84 亿元, 摊薄每股收益分别为 0.66 元, 0.76 元和 0.86 元 (按 2015 年 6 月除权前股本计算为 1.64 元, 1.89 元和 2.14 元)。以最近的一个周末 2015 年 6 月 5 日收盘价 28.1 元来计算, 对应的 15 年递进动态 EV/EBITDA 及 PE 为 27.9X 和 40.2X, 均低于目前 37.6X 和 64.7X 的行业均值水平。

图表 22: 龙净环保动态递进 P/E



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

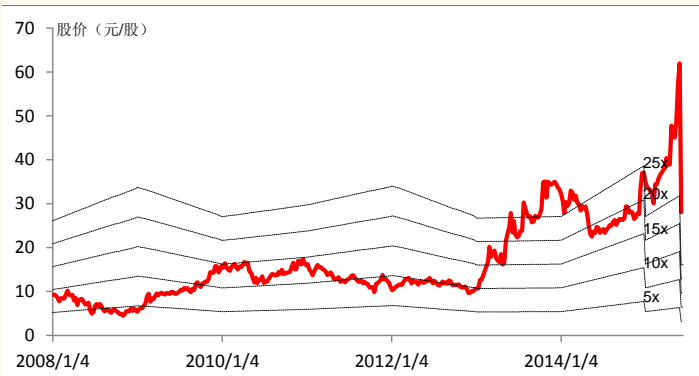
图表 23: 龙净环保动态递进 EV/EBITDA



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

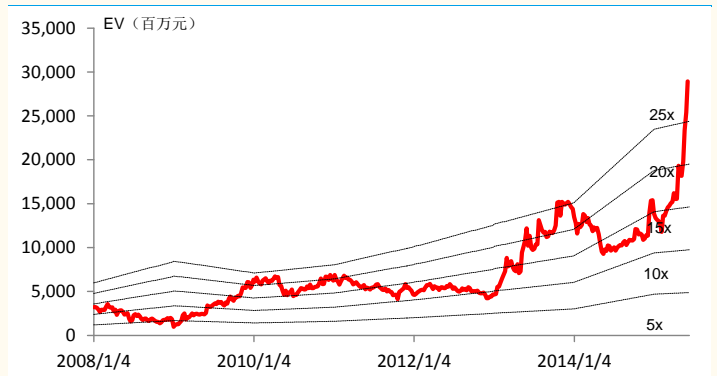
- 我们认为龙净环保在压力测试中表现稳健, 明显好于行业水平。其相对充足的偿债能力和现金储备可以让其在行业进入整合期时更加游刃有余。我们寄予其 2015 年 33.1 倍的 EV/EBITDA 比率, 对应 29.5 元的股价, 以 2015 年 6 月 12 日的收盘价计算, 映射 13% 的上涨空间。

图表 24: 龙净环保股价表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 25: 龙净环保 EV 变化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

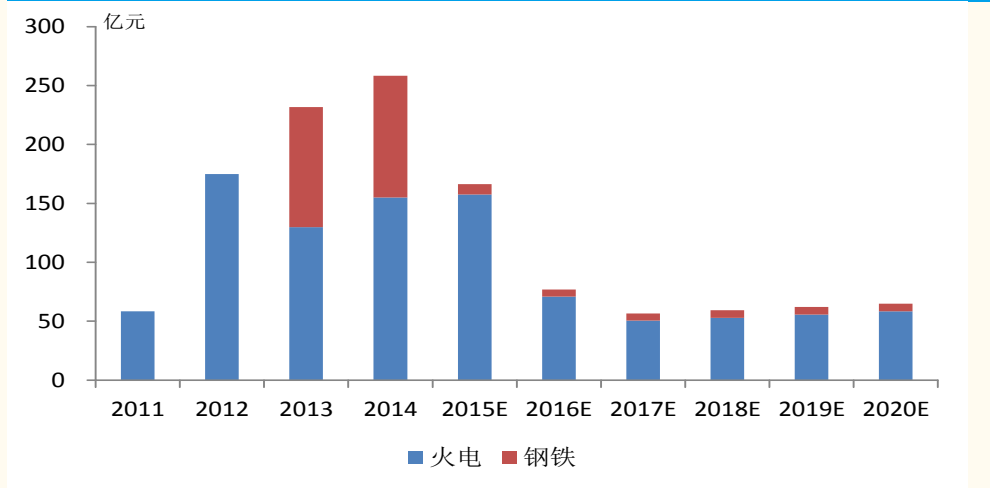
四. 风险提示

- 1. 传统火电市场受核电, 光伏, 风电等环保能源挤压, 未来每年新增火电机组将可能低于我们的预期, 将导致脱硫脱硝除尘 EPC 项目增量减少, 大气污染治理整体行业营收和利润水平进一步下滑。
- 2. BOT 项目未能取得预期拓展, 在和四大电力集团旗下的环保企业竞争时未能获得更多优质的 BOT 项目。在此境况下, 公司将失去利用低煤价机会扩大此块高毛利率业务的机会。
- 3. 我们认为回款速度依然是公司目前主要的风险因素之一。目前公司应收账款期为 175 天, 主要集中在火电, 钢铁, 水泥等非景气行业。坏账比率由 2013 年的 4% 上升到 2014 年的 5%。虽然公司表示加速回款是其在 2015 年的主要经营目标之一。但下游企业资金链的持续紧张让我们对公司能否在今年达成这一目标持怀疑态度。

五. 附录-烟气治理行业空间

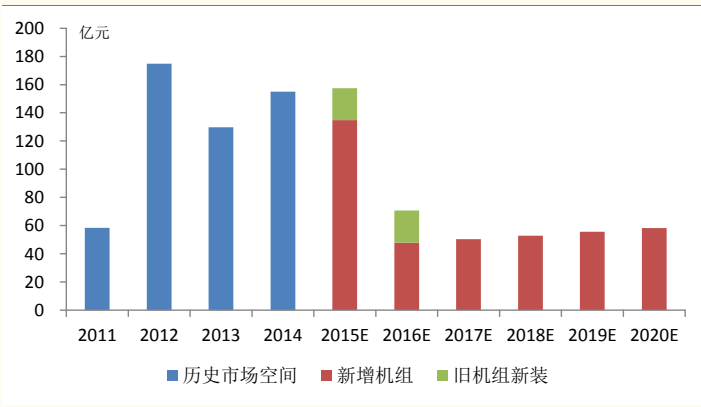
关于烟气治理的行业空间，请参考我们的行业专题报告《大气环保传统烟气治理EPC及新兴领域专题分析报告-传统烟气治理EPC市场萎缩，看好新兴增长点》。

图表 26：烟气治理行业脱硫市场空间预测



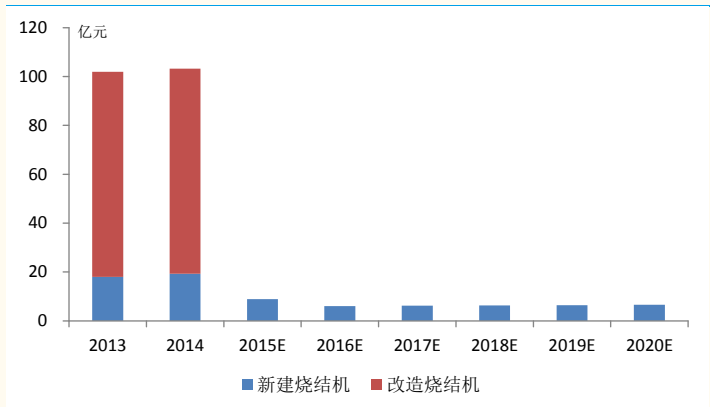
来源：Wind，中电联，中钢联，国金证券研究所

图表 27：火电脱硫市场空间预测



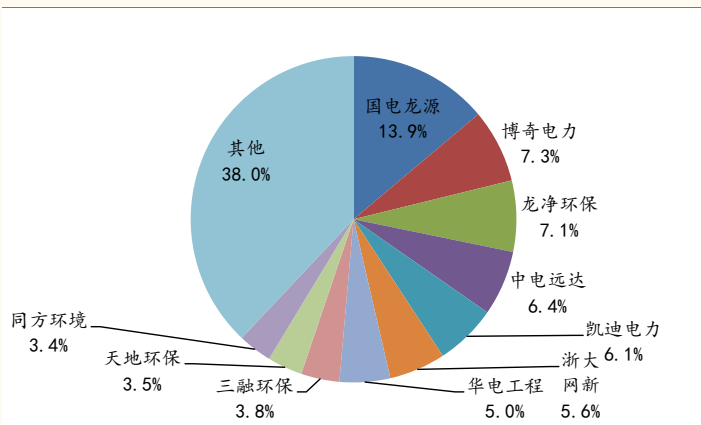
来源：Wind，中电联，国金证券研究所

图表 28：钢铁脱硫市场空间预测

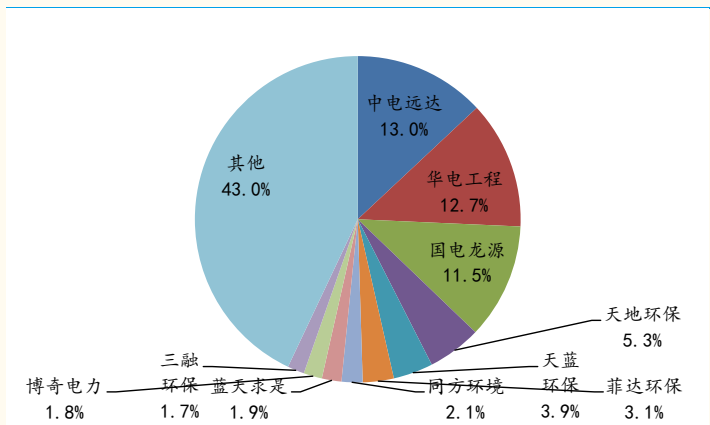


来源：Wind，中钢联，国金证券研究所

图表 29：2013 年累计火电脱硫机组装机容量市场份额



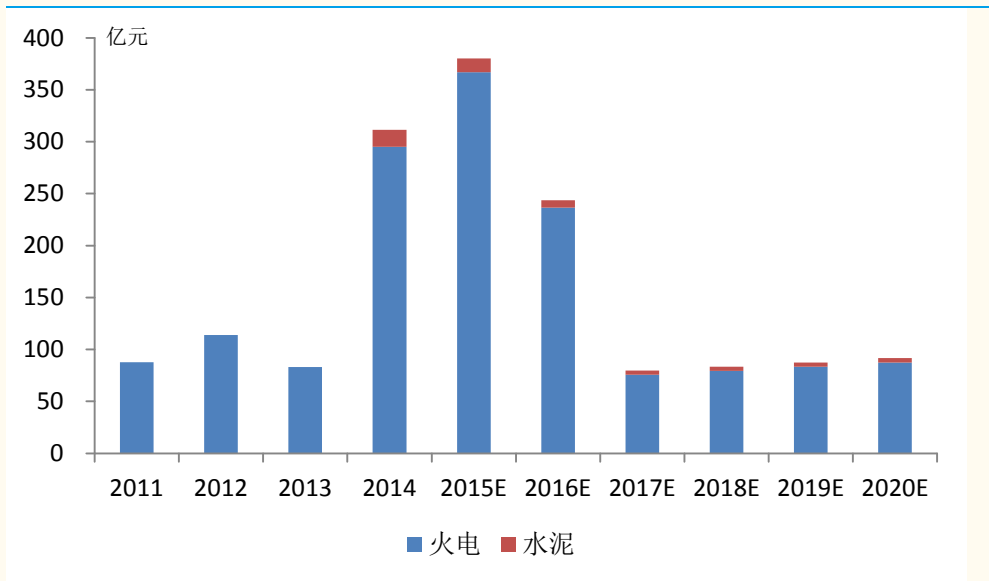
图表 30：2013 年当年火电脱硫机组装机容量市场份额



来源：中电联，国金证券研究所

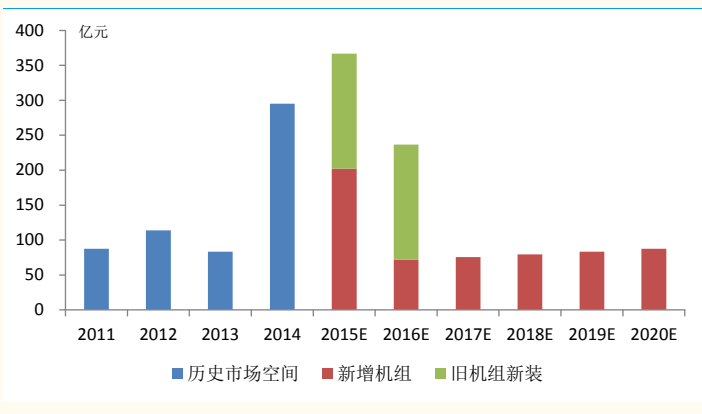
来源：中电联，国金证券研究所

图表 31：烟气治理行业脱硝市场空间预测



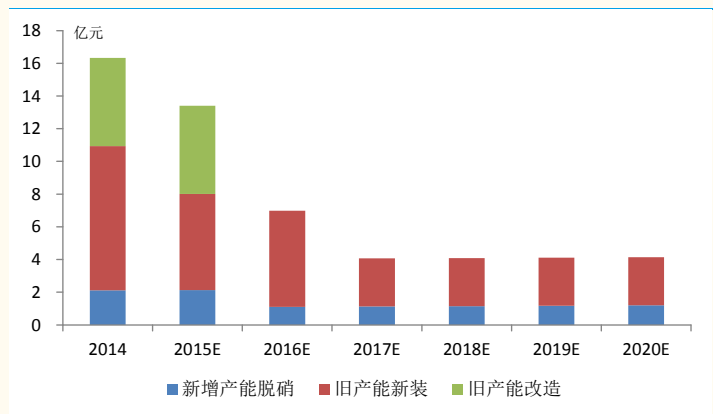
来源：Wind，中电联，中钢联，国金证券研究所

图表 32：火电脱硝市场空间预测



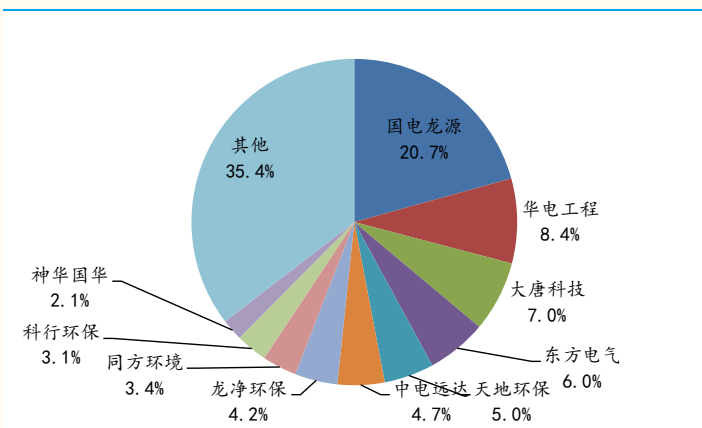
来源：Wind，中电联，国金证券研究所

图表 33：水泥脱硝市场空间预测

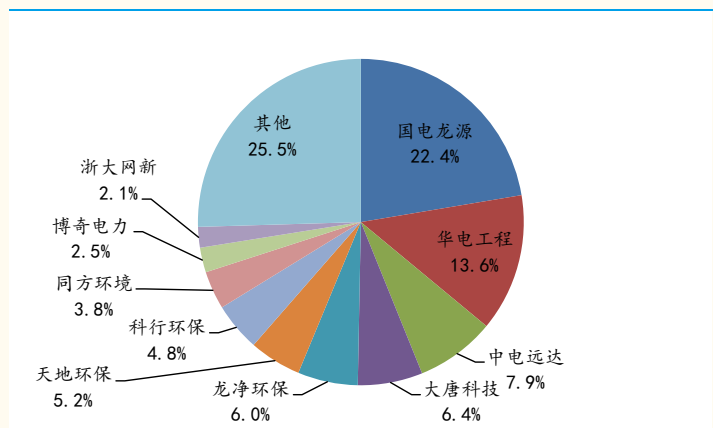


来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2013 年累计火电脱硝机组装机容量市场份额

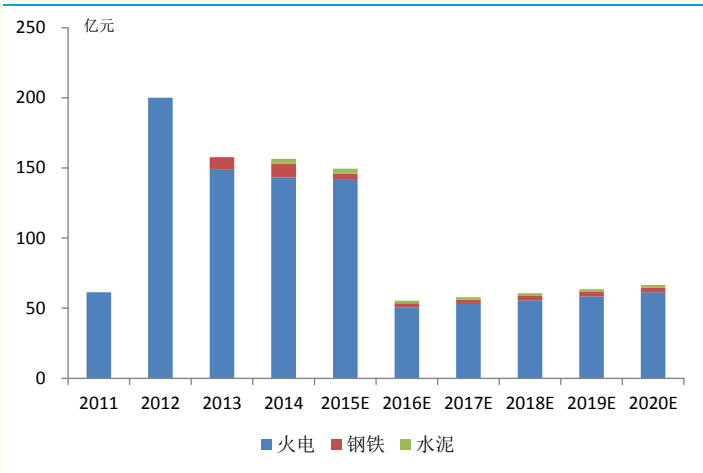


图表 35：2013 年当年火电脱硝机组装机容量市场份额



来源：中电联，国金证券研究所

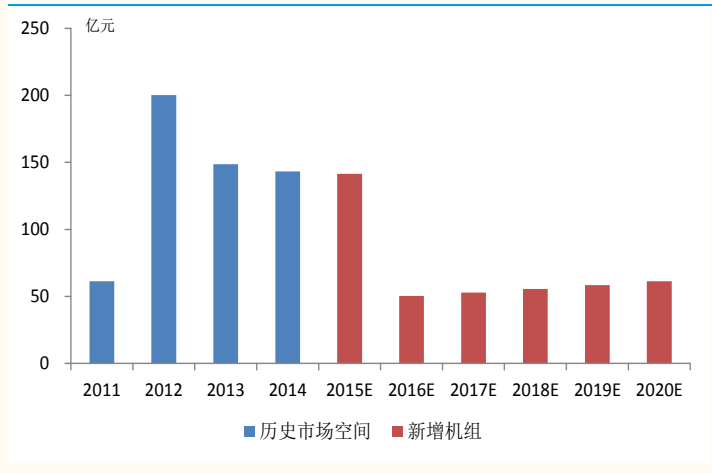
图表 36：烟气治理行业除尘市场空间预测



来源：Wind，中电联，中钢联，国金证券研究所

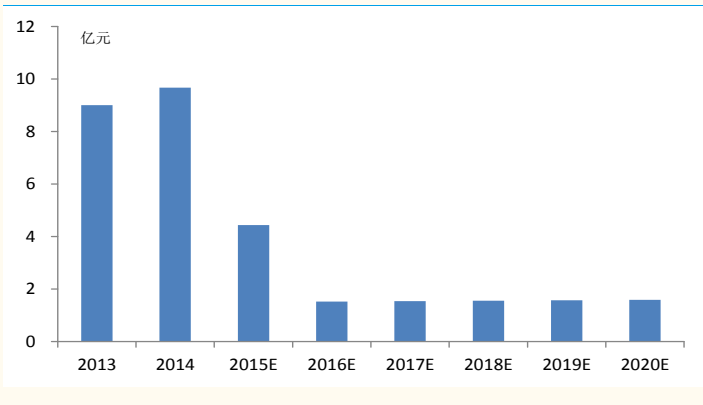
来源：中电联，国金证券研究所

图表 37：火电除尘市场空间预测



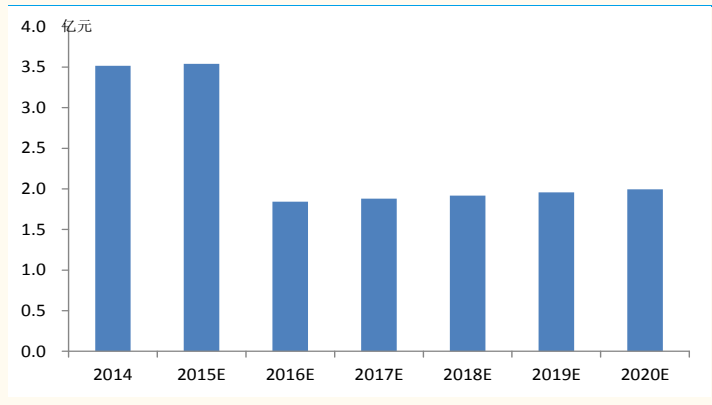
来源：Wind，中电联，国金证券研究所

图表 38：钢铁除尘市场空间预测



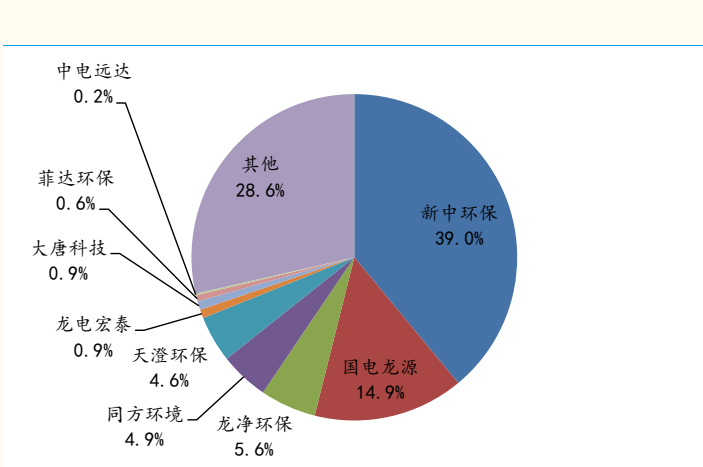
来源：Wind，中钢联，国金证券研究所

图表 39：水泥除尘市场空间预测



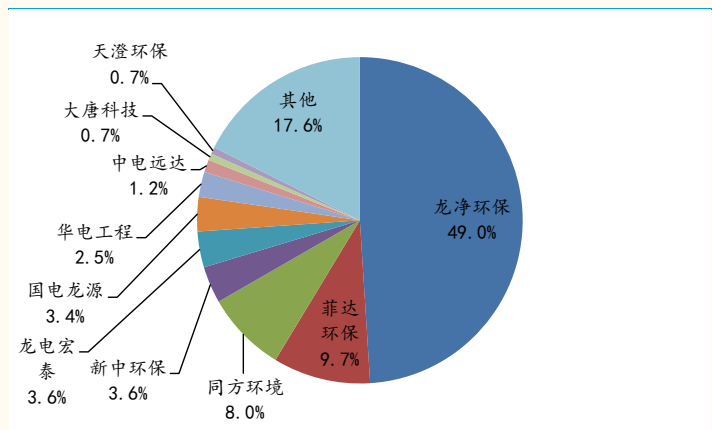
来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：2013 年累计火电袋式除尘机组装机量市场份额



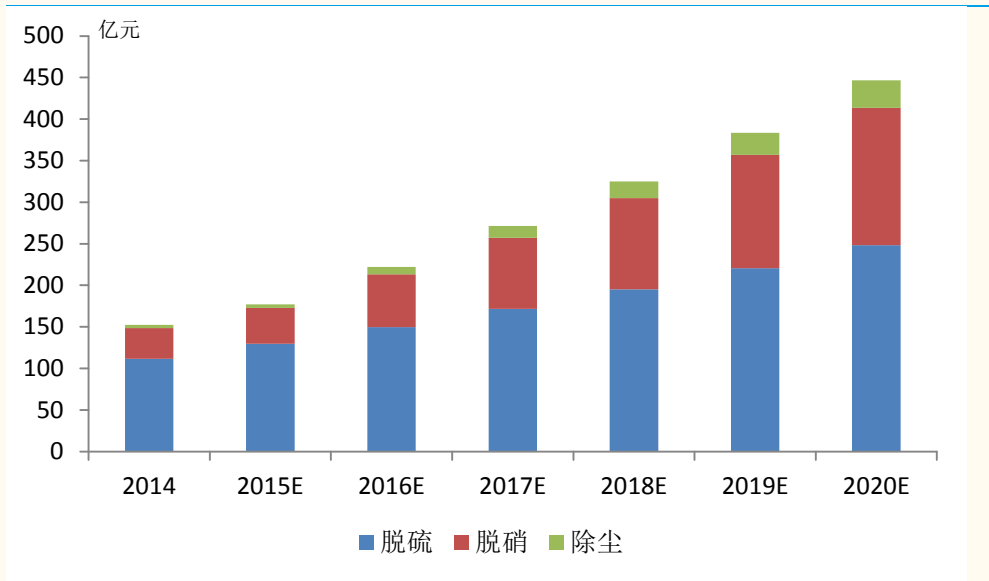
来源：中电联，国金证券研究所

图表 41：2013 年当年火电电袋复合除尘机组装机量市场份额



来源：中电联，国金证券研究所

图表 42: 烟气治理 BOT 项目市场预测



来源: Wind, 中电联, 国金证券研究所

图表 43: 2%含硫率下脱硫 BOT2*1000MW 项目利润率预测

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
收入										
产出物收入	845	845	845	845	845	845	845	845	845	845
电价加价	14850	14850	14850	14850	14850	14850	14850	14850	14850	14850
成本										
吸收剂	766	766	766	766	766	766	766	766	766	766
电费	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349
水费	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153
折旧	6175	5763	5352	4940	4528	4117	3705	3293	2882	2470
利润	2251	2663	3074	3486	3898	4309	4721	5133	5544	5956
含硫 2% 利润率	14%	17%	20%	22%	25%	27%	30%	33%	35%	38%

来源: 国金证券研究所

图表 44: 5%含硫率下脱硫 BOT2*1000MW 项目利润率预测

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年	第十年
收入										
产出物收入	1408	1408	1408	1408	1408	1408	1408	1408	1408	1408
电价加价	14553	14553	14553	14553	14553	14553	14553	14553	14553	14553
成本										
吸收剂	1916	1916	1916	1916	1916	1916	1916	1916	1916	1916
电费	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349	6349
水费	153	153	153	153	153	153	153	153	153	153
折旧	6175	5763	5352	4940	4528	4117	3705	3293	2882	2470
利润	1367	1779	2191	2602	3014	3426	3837	4249	4661	5072
含硫 5% 利润率	9%	11%	14%	16%	19%	21%	24%	27%	29%	32%

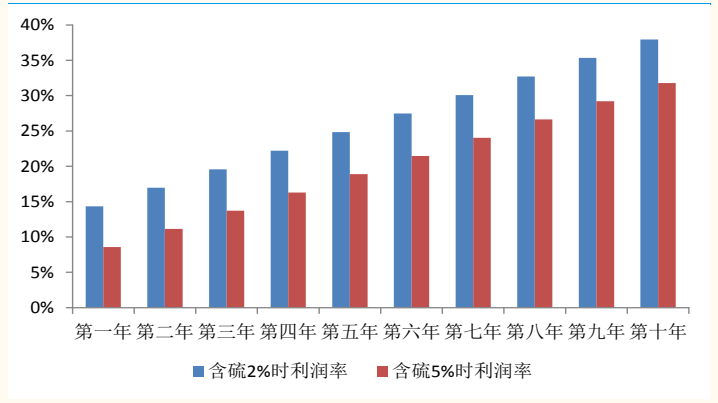
来源: 国金证券研究所

图表 45: 2*1000MWBOT 项目环保电价加价, 煤含硫率与第一年的利润率的敏感性分析

		煤含硫率				
		1%	2%	3%	4%	5%
环 保 电 价 加 价	0.013	3%	1%	0%	-2%	-4%
	0.014	9%	8%	7%	4%	3%
	0.015	15%	14%	13%	10%	9%
	0.016	21%	19%	18%	15%	14%
	0.017	25%	23%	23%	20%	18%

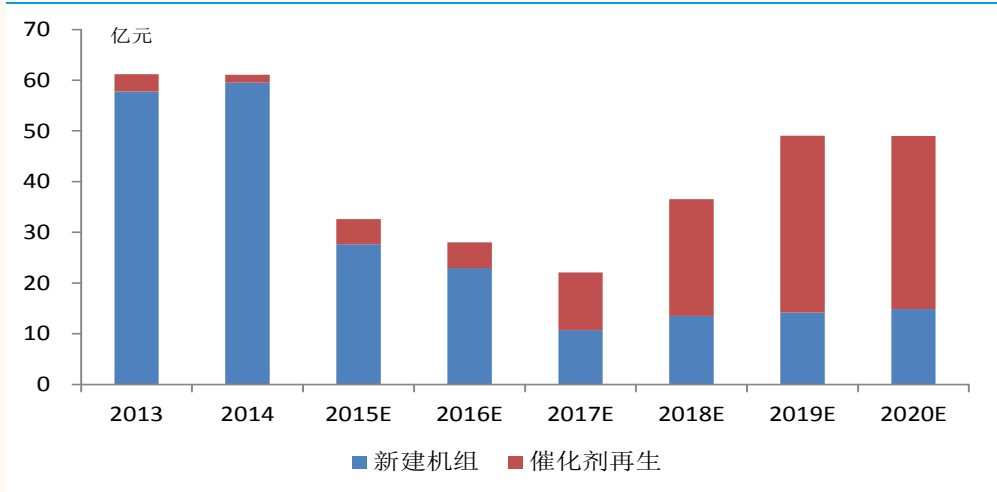
来源: 国金证券研究所

图表 46: 不同含硫率时 2*1000MWBOT 项目十年期利润率对比



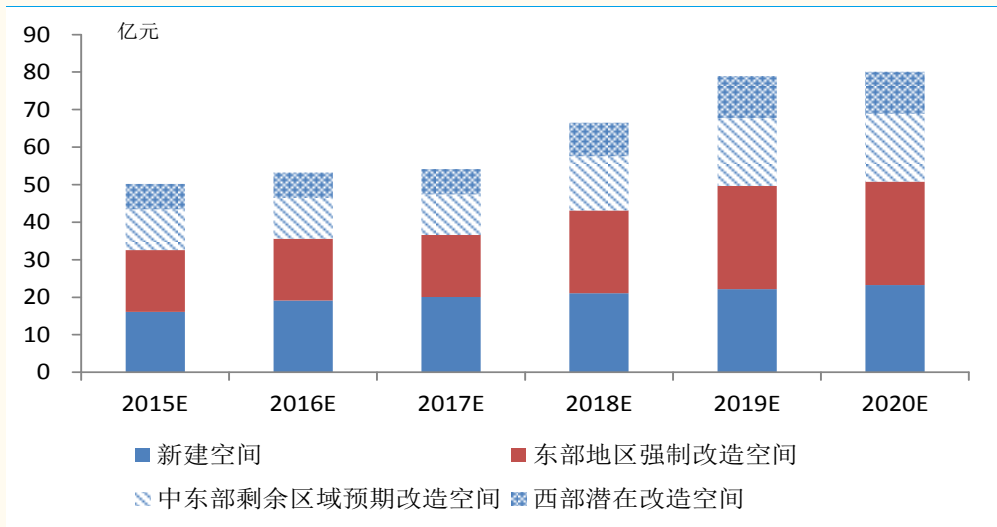
来源: 国金证券研究所

图表 47: 煤电脱硝催化剂市场预测



来源: 国金证券研究所

图表 48: 烟气治理超洁净排放行业市场预期



来源: 环保部, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	4,240	5,568	6,027	6,700	7,221	7,670	货币资金	716	977	1,650	2,398	2,874	3,480
增长率		31.3%	8.2%	11.2%	7.8%	6.2%	应收款项	1,134	1,319	1,593	3,212	3,452	3,677
主营业务成本	-3,283	-4,388	-4,621	-5,019	-5,411	-5,751	存货	2,820	3,080	4,880	4,675	5,027	5,357
%销售收入	77.4%	78.8%	76.7%	74.9%	74.9%	75.0%	其他流动资产	988	1,432	1,604	0	0	0
毛利	957	1,181	1,405	1,680	1,809	1,919	流动资产	5,658	6,808	9,728	10,286	11,353	12,514
%销售收入	22.6%	21.2%	23.3%	25.1%	25.1%	25.0%	%总资产	76.0%	79.8%	85.0%	86.3%	86.4%	86.6%
营业税金及附加	-39	-112	-76	-67	-72	-77	长期投资	2	4	4	0	0	0
%销售收入	0.9%	2.0%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	713	830	890	989	1,041	1,084
营业费用	-120	-137	-144	-160	-172	-183	%总资产	9.6%	9.7%	7.8%	8.3%	7.9%	7.5%
%销售收入	2.8%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	288	349	339	443	503	560
管理费用	-426	-492	-614	-603	-650	-690	非流动资产	784	544	480	202	248	290
%销售收入	10.1%	8.8%	10.2%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	10.5%	6.4%	4.2%	1.7%	1.9%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	372	439	572	851	915	969	资产总计	7,445	8,535	11,441	11,919	13,146	14,448
%销售收入	8.8%	7.9%	9.5%	12.7%	12.7%	12.6%	短期借款	170	336	204	262	288	317
财务费用	-34	-59	-66	-77	-85	-94	应付款项	1,157	1,629	2,059	2,063	2,218	2,363
%销售收入	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动负债	2,903	3,021	4,901	4,446	4,693	4,983
资产减值损失	-25	-7	-54	-18	-12	-11	流动负债	4,231	4,986	7,163	6,770	7,199	7,663
公允价值变动收益	0	5	-4	0	0	0	长期贷款	1	96	147	1,048	1,153	1,268
投资收益	3	129	61	20	20	20	其他长期负债	615	592	887	-270	-99	73
%税前利润	0.7%	23.3%	11.0%	2.5%	2.3%	2.2%	负债	4,847	5,674	8,197	7,548	8,252	9,004
营业利润	316	506	509	776	838	884	普通股股东权益	2,553	2,783	3,146	4,252	4,754	5,283
营业利润率	7.5%	9.1%	8.4%	11.6%	11.6%	11.5%	少数股东权益	46	78	98	119	139	161
营业外收支	39	46	40	30	30	30	负债股东权益合计	7,445	8,535	11,441	11,919	13,146	14,448
税前利润	355	552	549	806	868	914							
利润率	8.4%	9.9%	9.1%	12.0%	12.0%	11.9%	比率分析						
所得税	-58	-89	-82	-121	-130	-137		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	16.4%	16.1%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股指标						
净利润	297	463	467	685	738	777	每股收益	1.361	1.068	1.084	0.621	0.671	0.706
少数股东损益	6	7	4	21	20	22	每股净资产	12.153	6.691	7.586	4.089	4.577	5.092
归属于母公司的净利润	291	457	463	664	717	755	每股经营现金净流	2.104	0.188	1.158	0.708	0.464	0.545
净利率	6.9%	8.2%	7.7%	9.9%	9.9%	9.8%	每股股利	0.400	0.330	0.330	0.186	0.201	0.212
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.86%	15.89%	13.36%	17.63%	15.18%	14.35%
净利润	297	463	467	685	738	777	总资产收益率	4.66%	5.06%	4.53%	6.99%	6.87%	6.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	9.10%	12.23%	10.65%	12.06%	11.64%	11.05%
非现金支出	84	79	147	123	131	141	增长率						
非经营收益	33	-79	3	57	65	74	主营业务收入增长率	20.62%	31.32%	8.23%	11.17%	7.77%	6.22%
营运资金变动	36	-383	-122	-109	-437	-409	EBIT增长率	23.85%	24.52%	19.93%	60.93%	8.33%	6.07%
经营活动现金净流	450	80	495	757	497	583	净利润增长率	17.09%	56.08%	0.79%	46.70%	7.65%	5.33%
资本开支	-597	-155	-238	-245	-251	-242	总资产增长率	24.56%	14.64%	34.05%	4.18%	10.29%	9.90%
投资	60	184	347	20	20	20	资产管理能力						
其他	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	154.4	150.8	175.3	175.0	175.0	175.0
投资活动现金净流	-537	29	108	-225	-231	-222	存货周转天数	314.3	257.0	385.4	340.0	340.0	340.0
股权募资	0	42	19	0	0	0	应付账款周转天数	129.0	135.9	162.6	150.0	150.0	150.0
债权募资	404	229	217	119	131	144	固定资产周转天数	339.7	271.9	398.2	365.0	365.0	365.0
其他	-153	-252	-174	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	251	18	61	119	131	144	净负债/股东权益	0.91%	1.23%	-14.16%	-24.91%	-29.29%	-34.82%
现金净流量	164	128	665	651	396	505	EBIT利息保障倍数	10.3	7.3	7.9	10.8	10.6	10.2
							资产负债率	9.94%	11.86%	10.41%	10.99%	10.96%	10.97%

来源：公司年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD