

ST 龙净 (600388.SH)

原业务稳健增长，在储能与绿电领域开启新发展

公司在大气治理领域具有全球竞争力，在下游火电强复苏背景下，公司原主业有望稳健增长。2022年紫金矿业控股公司后进行管理梳理与调整，确立“环保+新能源”双轮驱动战略。新能源方面，公司与紫金合作协同，共赢发展风电光伏清洁能源发电业务；在储能领域，公司从锂电池及储能系统环节入手，目前已启动电芯制造基地建设，并与蜂巢合资进入储能PACK与系统集成业务。公司在电力领域有深厚积累，未来有望形成污染治理、储能、绿电有机互动的业务构架。公司历史遗留的财务问题在逐步解决，2023年有望成为公司新起点，首次覆盖予以“增持”评级与23-25元目标价。

- **大气污染治理领军企业，原有业务有望稳健增长。**龙净环保创立于1971年，经过五十多年发展，已成为全球最大的大气环保装备研发制造企业，除尘市占率第一，脱硫脱硝业务位居前五；同时公司积极向低碳环保运营商转型形成了装备制造、工程服务、项目运营的完整业务模式。大气污染治理的第一大下游火电行业2021年之前经历了持续多年的投资下行，但在2022年迎来拐点，预计未来几年火电投资有望迎来较强增长，此外钢铁、建材等领域的超低排放改造也将有持续稳定贡献。综上，预计公司传统环保业务有望实现稳健发展。
- **紫金控股后公司进入新阶段。**2022年5月，紫金矿业正式成为公司控股股东（持股15.89%，表决权25.91%），逐步完成管理层改组，并重新制定了“环保+新能源”的双轮驱动战略，未来将加大投入到储能、绿电两大新能源领域，并有望给公司在管理、资源、市场等多个维度赋能。
- **借助紫金优势，共赢发展绿电业务。**紫金是全球领先的矿业集团，低碳趋势下推进矿山清洁能源应用，规划到2030年实现30%的清洁能源占比，仅以当前能耗估算总容量近4-5GW。紫金全球产业分布为风光电站资源指标的获取提供便利，并且因为其绿电运营项目自用电比例更高，其资产回报率可能更高。
- **着力培育储能业务，有望在储能赛道壮大。**2022Q4以来公司以投资、参控方式高效完成5GWh电芯、2+3GW PACK模组（60%股权）、6GWh系统集成（49%股权）布局。同时，公司原有环保业务客户（发电集团、大型的工业客户等）与储能终端场景高度重合，未来有望为储能业务赋能。大股东紫金矿业过去几年向能源金属拓展，完成千万吨级碳酸锂资源储备，2022年实现2万吨铁锂材料量产在上游进行储备，也有望增强公司储能制造环节的竞争力。
- **投资建议：**预测2022-2024年归母净利润8.8、10.3、14.4亿，首次覆盖予以“增持”评级与23-25元目标价。
- **风险提示：**ST或影响公司业务开展、新业务进度不及预期、环保业务不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	10181	11297	11376	13001	17968
同比增长	-7%	11%	1%	14%	38%
营业利润(百万元)	843	980	996	1195	1705
同比增长	-16%	16%	2%	20%	43%
归母净利润(百万元)	703	860	876	1032	1443
同比增长	-17%	22%	2%	18%	40%
每股收益(元)	0.66	0.80	0.82	0.97	1.35
PE	28.6	23.4	23.0	19.5	13.9
PB	3.2	2.9	2.6	2.4	2.1

资料来源：公司数据、招商证券

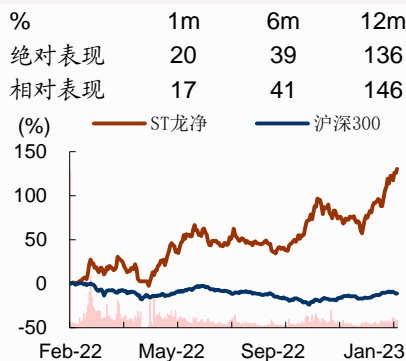
增持（首次）

中游制造/电力设备及新能源
目标估值：23.00 - 25.00 元
当前股价：18.82 元

基础数据

总股本(万股)	107146
已上市流通股(万股)	107146
总市值(亿元)	202
流通市值(亿元)	202
每股净资产(MRQ)	6.7
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	72.7%
主要股东	紫金矿业集团股份有限公司
主要股东持股比例	15.02%

股价表现



相关报告

游家训 S1090515050001
youjx@cmschina.com.cn
张伟鑫 S1090521070003
zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

一、公司简介	4
1、公司概况	4
2、股权结构	4
3、团队介绍	5
4、业务情况	6
5、财务分析	7
5.1 财务概况	7
5.2 关于历史遗留问题	9
关于公司 ST 事项	9
关于华泰保险	10
二、公司环保业务有望稳健发展	11
1、大气治理领军企业	11
2、火电复苏带动主业扩张，非电平稳增长	12
三、紫金控股进入新阶段，发力新能源业务	14
1、紫金入局后公司进入新阶段	14
2、借紫金资源禀赋，共赢发展绿电业务	14
3、着力培育储能业务，有望在储能赛道壮大	16
盈利预测	18
风险提示	18

图表目录

图 1 发展历程	4
图 2 股权结构	5
图 3: 公司环保主业范围	7
图 4: 环保设备贡献主要收入	7
图 5: 国内收入区域分布	7
图 6: 预收及合同负债情况占销售、资产比例	9
图 7: 公司负债率情况	9
图 8 公司国内产业布局	11

图 9: 国内电源新增装机容量结构变化.....	12
图 10: 2021 年国内新增电源装机比例.....	12
图 11: 2021-2025 年非电领域烟气治理市场空间 (亿元)	12
图 12 控制权转移过程.....	14
图 13: 紫金应对气候变化行动方案	15
图 14: 公司储能产业布局	16
图 15 龙净客户情况	17
图 16: ST 龙净历史 PE Band	19
图 17: ST 龙净历史 PB Band	19
表 1: 团队介绍.....	5
表 2: 员工持股计划情况	6
表 3: 公司业务情况	7
表 4: 主要财务数据	8
表 5: 经营情况表现	8
表 6: 盈利能力分析	9
表 7: 负债情况.....	9
表 8: 固定资产及在建工程.....	9
表 9: 公司除尘器设备列示.....	11
表 10: 部分行业减排政策概况	13
表 11: 紫金能源消耗情况	15
表 12: 紫金“两湖一矿”布局.....	16
表 13: 收入拆分及盈利预测.....	18
附: 财务预测表.....	20

一、公司简介

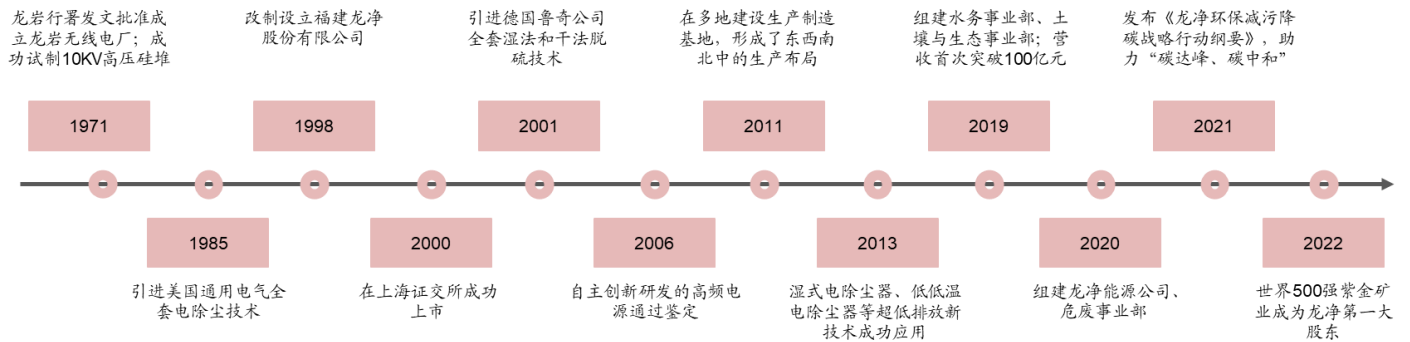
1、公司概况

龙净环保创立于1971年，专营环保治理，1998年改制设立股份有限公司，2000年在上交所成功上市，是国内大气环保行业首家上市公司。

经过五十多年发展，已成为全球最大的大气环保装备研发制造企业，除尘市占率第一，脱硫脱硝业务位居前五，同时公司积极向低碳环保运营商转型形成了装备制造、工程服务、项目运营的完整业务模式，下游全面覆盖电力、建材、冶金、化工等行业。

2022年5月紫金矿业正式控股龙净，进行管理梳理与调整，确立“环保+新能源”双轮驱动战略，未来新能源将是公司重要的新成长方向。

图1 发展历程



资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

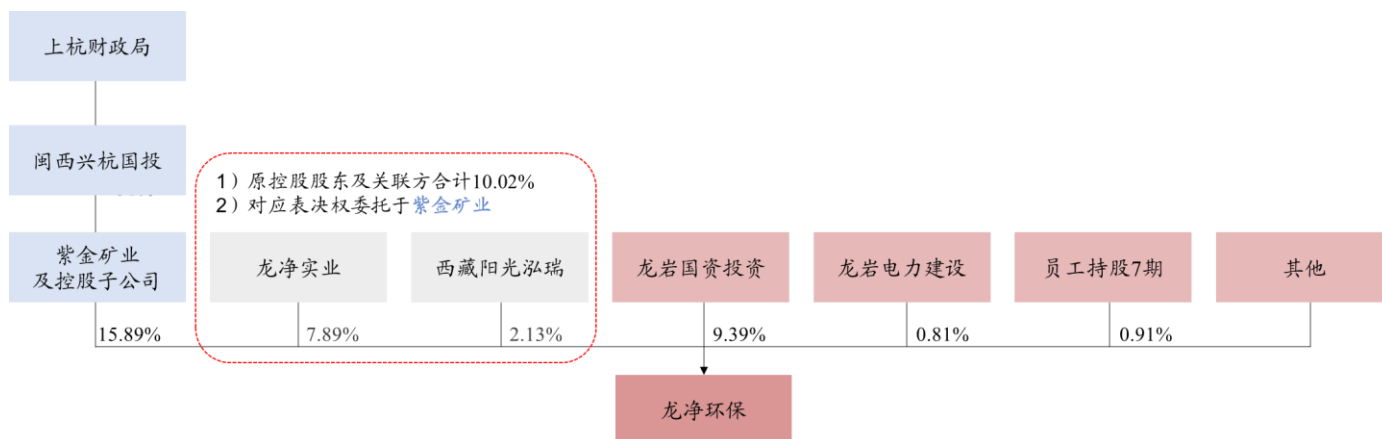
2、股权结构

2017年以来，公司控制权经历两轮变更：

- 2017年龙净控股股东东正投资（现龙净实业）持有龙净17.17%股权。东正投资股东签署股权收购协议，将所持100%股权以36.7亿对价转让给阳光集团，阳光集团成为公司实际大股东。后续阳光集团由设立信托计划等形式公开由二级市场交易买入龙净股权（陕国投-阳光财富1号——2.81%、西藏信托-莱沃18号——4.14%、光大信托-致恒铂金14号——0.92%，上述信托到期后以大宗方式转让给阳光集团子公司西藏阳光瑞泽、西藏阳光泓瑞、龙净实业），阳光集团方面实际持股合计25.04%。
- 2022年5月，紫金矿业与龙净实业（原东正投资）及其一致行动人西藏阳光瑞泽、西藏阳光泓瑞等签署控制权转让协议，阳光集团方面将15.02%股权转让给紫金矿业，并将剩余所持10.02%股权对应表决权全部委托紫金矿业，即紫金实际控制比例为25.04%。5月末紫金矿业正式成为公司新控股股东，公司实控人转变为闽西兴杭国有资产。

新股权架构对环保、能源业务发展形成更多元化的支持。当前紫金矿业为公司控股股东，截止Q3末，紫金及其控股子公司持股15.89%，并拥有25.91%表决权，龙岩国资持股9.39%。新股权架构为公司“环保+新能源”双轮驱动的业务模式提供了更多元的资源支持。

图 2 股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

3、团队介绍

紫金控股后高管团队进行了更新调整，由紫金矿业执行董事、常务副总林泓富先生任公司董事长，财务总监、监事会主席等同样来自紫金矿业，管理层完成紫金与龙净团队的融合。

推行员工持股，维持环保主力团队的稳定性。公司最早在 2010 年实施首次限制性股票激励，2014 年期满解锁后制订员工持股计划，自 2014 起至 2023 年止，规划合计 10 期，去年末推进到第 8、第 9 期。在公司近期几年的管理层变革中，主业团队维持了较好的稳定性，在大气治理等环保领域的地位始终领先。

未来业务会更加聚焦，人员配置更重效率。2018 年前后龙净开始拓展工业废水、固废、VOCs 治理等“大环保”业务，紫金控股后，未来龙净资源配置将更加集中在优势明显的大气治理，以及空间更大的新能源方向。

表 1：团队介绍

姓名	职务	学历	简介
林泓富	董事长、董事	硕士	清华大学 EMBA. 曾任紫金矿业黄金冶炼厂厂长，紫金山金矿矿长, 巴彦淖尔紫金有色金属公司总经理/董事长, 紫金铜业有限公司董事长等, 2006 年起任紫金矿业副总裁, 董事, 现任紫金矿业集团股份有限公司执行董事, 常务副总裁. 荣获福建青年五四奖章, 福建省五一劳动奖章, 福建省重点项目建设功臣等称号.
何媚	联席董事长、董事	硕士	清华大学经管硕士. 曾任阳光城集团股份有限总裁, 执行董事长, 阳光控股有限总裁. 现任公司党委书记, 董事长, 阳光控股有限公司董事长. 福建省第十二届政协委员, 福建省第十三届人大代表.
温能全	董事	硕士	曾任闽西兴杭国投公司董事长, 上杭县政府副县长等. 现任公司董事, 龙岩市投资发展集团有限公司党委书记, 董事长, 总经理.
褚峰	董事	硕士	曾任全国学联驻会执行主席; 团中央社区工作处、调督导处处长; 团中央维护青少年权益部副部长; 团中央组织部副部长; 团中央直属机关党委副书记(正局)兼纪委书记; 北京华图宏阳教育文化发展股份有限公司副董事长, 党委书记.
黄炜	董事	硕士	教授级高级工程师, 享受国务院特殊津贴专家. 曾任福建龙净企业集团公司副总经理, 公司第一副总经理, 2000 年起任公司总经理, 董事, 2018 年起任公司特级专家, 曾获国家科技进步二等奖, 国际电除尘协会“国际名人奖”等.
罗如生	董事、总裁	硕士	高级工程师. 曾任公司总经理, 现任中电联应对气候变化与节能环保分会副会长, 中国环境保护产业协会电除尘委员会副主任委员, 福建省环境保护产业协会会长, 公司总裁等. 曾获福建省十大绿色人物, “碧空奖”, 福建省科技进步一等奖等荣誉.

姓名	职务	学历	简介
丘寿才	董事、财务总监	本科	曾任紫金山金矿计财处处长,紫金矿业集团股份有限公司财务部总经理,山东招金矿业股份有限公司财务总监,紫金矿业(南方)投资有限公司公司董事财务总监,紫金矿业集团股份有限公司财务共享中心总经理等,现任紫金矿业集团股份有限公司计划财务部总经理,担任多家大型冶炼企业董事职务,参与过紫金矿业 H 股,A 股上市发行工作,主持或参与过紫金矿业多个财务信息化项目建设运营。
陈晓雷	副总裁	本科	高级工程师,曾任公司市场开发部副部长,货款回笼部部长,电除尘与脱硝事业部副部长,公司副总经济师,现任公司总经理助理兼电除尘与脱硝事业部部长。
黄星	副总裁	硕士	高级工程师,曾任公司市场部副部长,总经理助理,上海龙净环保科技工程有限公司副总经理,现任公司副总经理。
李劲君	副总裁	本科	中国人民大学经济信息管理计算机专业本科,曾任北京天阳宏业公司合伙人,福建新大陆环保科技有限公司总经理、北京公司总经理等;2019 年 12 月至 2022 年 12 月任公司助理总裁兼福建龙净新陆科技发展有限公司总经理。
万建利	董事会秘书	本科	曾任德长环保股份有限公司副总经理兼董秘;金圆环保股份有限公司董事,董秘,副总裁。
冯婉如	高级副总裁	硕士	注册会计师,注册评估师,注册税务师执业资格及基金从业资格,曾任天健(华天)会计师事务所项目经理,公司董事,财务总监,副总经理,董事长助理,中国龙工控股有限公司董事,副总裁
修海明	高级副总裁	本科	教授级高级工程师,曾任公司市场部副部长,市场部部长,总经理助理,现任福建龙净环保股份有限公司副总经理。
林春源	总工程师	本科	南昌航空大学化学工程专业本科,1990 年加入龙净,历任技术员、干法脱硝事业部副总经理、总经理助理等,现任助理总裁兼干法脱硝事业部总经理。
张原	联席总裁	本科	教授级高级工程师,曾任福建龙净企业集团公司营销处长,总经理助理,副总经理,公司总工程师。
郭俊	首席技术管理专家	本科	教授级高级工程师,享受国务院特殊津贴专家,曾任龙岩空气净化设备厂电控研究所所长,福建龙净企业集团公司副总工程师,公司监事。
廖伯寿	监事会主席,监事	本科	曾任紫金矿业集团股份有限公司监察审计室副主任,紫金山金铜矿副矿长,武平紫金矿业有限公司总经理,紫金国际矿业有限公司监事会主席,福建紫金南方投资有限公司监事会主席等,现任紫金矿业集团股份有限公司监察审计室常务副主任。

资料来源:公司公告、招商证券

表 2: 员工持股计划情况

公告日期	计划名称	购买金额(万元)	实际持股数量(万股)	实际持股比例	参与人数
2022-04-30	第九期员工持股计划	8603.49	704.30	0.66%	530
2021-04-28	第八期员工持股计划	7026.57	813.26	0.76%	528
2020-04-29	第七期员工持股计划	8510.19	975.94	0.91%	532
2019-04-04	第六期员工持股计划	8012.23	749.91	0.70%	502
2018-04-12	第五期员工持股计划	7240.46	516.07	0.48%	474
2017-04-29	第四期员工持股计划	6618.18	450.83	0.42%	435
2016-04-28	第三期员工持股计划	4477.04	366.07	0.34%	385
2015-04-18	第二期员工持股计划	3764.99	247.86	0.23%	352
2014-09-12	第一期员工持股计划	3411.03	91.99	0.22%	325

资料来源:公司公告、招商证券

4、业务情况

公司此前主业为环保设备制造,尤其以大气污染治理见长,产品包括除尘、脱硫脱硝设备等,制造业务占公司营收比例连续五年超过 90%,2021 年收入规模突破百亿达到 102.2 亿元,同比增长 6.7%。

下游主要面向电力、水泥、钢铁、有色金属等行业,设备类大部分为定制化销售,项目类采取 EPC/BT 模式。业务区域覆盖国内各省市,其中华东、华北更集中。

紫金入股后龙净确立“环保+新能源”的双轮驱动战略，环保领域更多聚焦在大气治理（除尘、脱硫脱硝等），新能源领域依托集团资源禀赋，共赢发展风电光伏清洁能源发电业务，并从锂电池及储能系统环节进入到储能领域。

图 3：公司环保主业范围



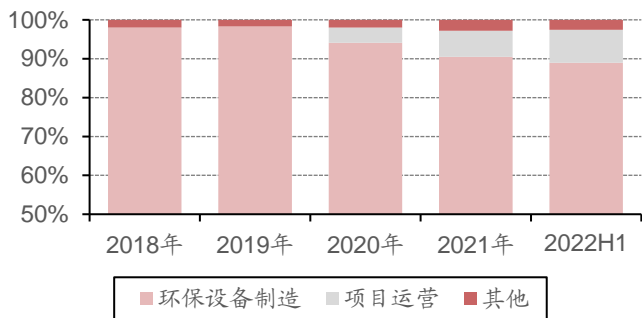
资料来源：企业官网、招商证券

表 3：公司业务情况

业务板块	主营业务	主要技术及产品
环保	大气污染治理	电除尘系列产品、电袋复合除尘系列产品、干式超净+技术及装置、烟气脱硫系统、烟气脱硝系统、散料输送系统、电控技术与产品、VOCs 治理、脱硝催化剂全产业链、烟气环保岛智慧系统。
	水污染治理	致力于工矿企业废水达标、回用、零排放(含结晶分盐)业务，为石油化工、煤化工、电力、电子、钢铁、采矿等行业提供 EPC、BOT、BOO 等多种业务模式。
	固危废处置	2019 年进军垃圾焚烧发电行业。建设多个危废处置中心项目，可处置数千种危险废物。创新研发出适合我国国情的污泥处理技术。
	生态修复及环保	致力于提供一站式整体修复方案以及“山水林田湖草沙”综合治理，打造环境修复产业链。
新能源	风光电站	风光电站建设运营
	储能	由系统至电芯环节，规划形成完整的储能系统配套能力

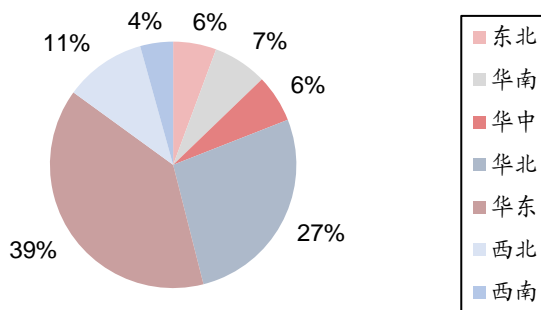
资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

图 4：环保设备贡献主要收入



资料来源：公司公告、招商证券

图 5：国内收入区域分布



资料来源：公司公告、招商证券

5、财务分析

5.1 财务概况

上市以来公司环保业务经营规模由数亿元增至过百亿，近 5 年除 2020 年疫情影响外，营收维持平稳扩张趋势，但 2022Q1-3 或受订单交付节奏影响，实现收入约 75 亿，同比下滑 9.2%。

由于公司产品大多为非标准化设备，产品定价一般在成本费用的估算基础上附加合理利润。过去十年间毛利率波动幅度不大（季度波动主要系产品、项目节奏差异等），大致在 20-25% 上下。2018 年以后由于业务扩展等事项造成短期借款等规模增加，财务费用率的小幅上调，净利率大致在 7-9%。

公司整体负债率在 75% 上下，在业务开展过程中通常客户预先支付一定比例账款，造成负债科目的额外附加，扣除预

收后公司负债率降至 40% 上下。2018 年公司支付华泰保险股权收购款形成大额其他非流动资产，2021 年其处置款重分类为其他应收款项，若顺利收回对应款项将进一步增强公司负债表结构（实际 Q3 在手现金达到 21.7 亿，为总资产 8%），财务费用端也有优化余地。

现金流方面，由于前三季度通常为公司技术方案交流、投标准备阶段，第四季度是回款结算最主要的期间，经营活动净现金流呈现季节性的波动。

表 4: 主要财务数据

(人民币, 百万)	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化
营业收入	10935.03	10180.76	11296.74	10.96	8236.74	7477.73	-9.21
营业成本	8503.06	7979.31	8677.95	8.76	6370.34	5651.42	-11.29
毛利润	2431.97	2201.45	2618.79	18.96	1866.40	1826.31	-2.15
销售税金	84.73	80.50	82.18	2.08	49.93	47.51	-4.84
毛利润(扣除销售税)	2347.23	2120.95	2536.61	19.60	1816.47	1778.81	-2.07
销售费用	269.86	254.03	266.49	4.90	180.43	179.92	-0.29
管理费用	577.34	563.80	612.85	8.70	408.42	441.28	8.04
研发费用	462.09	482.17	494.30	2.51	321.94	370.07	14.95
经营利润	1037.94	820.95	1162.98	41.66	905.68	787.55	-13.04
资产和信用减值损	-98.99	-38.76	-189.36	388.54	-72.64	-35.41	-51.25
财务费用	138.61	176.00	190.39	8.18	130.17	112.54	-13.55
投资收益	87.73	26.90	48.07	78.67	30.35	32.37	6.68
资产处置收益	-1.22	87.62	24.65	-71.86	25.39	0.84	-96.69
公允价值变动净收	0.00	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-
其他收益	116.51	122.65	123.80	0.94	55.16	66.38	20.35
营业外收入	5.31	20.27	11.34	-44.03	8.03	4.19	-47.78
营业外支出	4.41	6.44	14.40	123.55	7.19	6.18	-14.07
利润总额	1004.27	857.19	976.70	13.94	814.60	737.21	-9.50
所得税	143.42	146.40	105.45	-27.97	114.12	99.67	-12.66
税后净利润	860.84	710.79	871.25	22.58	700.48	637.54	-8.99
少数股东损益	9.81	8.00	10.90	36.27	7.36	1.46	-80.24
归母净利润	851.03	702.79	860.35	22.42	693.11	636.08	-8.23
非经常性损益	179.92	217.63	163.98	-24.65	102.35	81.34	-20.53
扣非归母净利润	671.11	485.16	696.37	43.53	590.76	554.75	-6.10
主要比率				百分点变化			百分点变
毛利率	22.24	21.62	23.18	1.56	22.66	24.42	1.76
销售费用率	2.47	2.50	2.36	-0.14	2.19	2.41	0.22
管理费用率	5.28	5.54	5.42	-0.11	4.96	5.90	0.94
研发费用率	4.23	4.74	4.38	-0.36	3.91	4.95	1.04
财务费用率	1.27	1.73	1.69	-0.04	1.58	1.50	-0.08
经营利润率	9.49	8.06	10.29	2.23	11.00	10.53	-0.46
所得税率	15.65	17.63	11.36	-6.28	14.55	14.14	-0.41
净利率	7.87	6.98	7.71	0.73	8.50	8.53	0.02
扣非净利率	6.14	4.77	6.16	1.40	7.17	7.42	0.25

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 经营情况表现

公司经营情况	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变化
赊销比	34.47	30.16	28.93	40.53	49.49	8.96
存货营收比	71.39	90.63	75.24	105.01	112.18	7.17
销售商品、劳务获现金	7929.04	8935.82	8015.47	5448.09	5202.73	-4.50
销售商品、劳务获现金/	72.51	87.77	70.95	66.14	69.58	3.43
经营性现金流净额(百	16.52	2093.80	1213.76	348.61	257.22	-26.21
经营现金流净额/税后净	1.94	297.93	141.08	50.30	40.44	-9.86

资料来源: 公司公告、招商证券

表 6: 盈利能力分析

	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	百分点变化
归上净利率(%)	7.78	6.90	7.62	8.41	8.51	0.09
总资产周转率(%)	0.54	0.44	0.43	0.32	0.28	-0.04
权益乘数	3.76	3.92	3.98	4.02	3.82	-0.20
ROE(%)	15.82	11.81	13.15	10.73	9.03	-1.71
ROA(%)	4.26	3.04	3.35	2.70	2.37	-0.33
ROIC(%)	11.59	8.45	9.00	7.06	6.10	-0.95

资料来源: 公司公告、招商证券

表 7: 负债情况

负债情况	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化(%)
负债率%	73.21	74.79	73.90	74.43	72.72	-1.71
短期借款(百万元)	2,041.93	1,179.36	1,171.97	1,260.87	733.26	-41.84
一年内到期的非流动负债	103.07	188.92	358.84	292.30	735.88	151.75
长期借款(百万元)	1,169.67	983.11	1,906.32	2,012.51	1,924.49	-4.37
应付债券(百万元)	0.00	1,757.21	1,816.88	1,802.03	1,856.79	3.04
长期应付款(百万元)	190.67	206.80	35.00	0.00	0.00	-
在手现金(百万元)	2,719.99	2,736.53	2,379.54	1,552.27	2,165.44	39.50

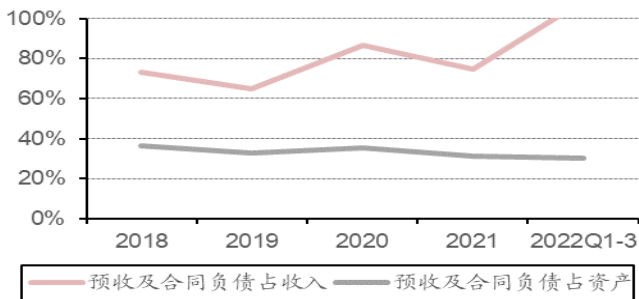
资料来源: 公司公告、招商证券

表 8: 固定资产及在建工程

百万元	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2022Q1-Q3	同比变化(%)
固定资产	929.12	1,455.62	1,974.34	1,321.04	2,117.36	60.28
在建工程	541.64	271.94	686.01	1,493.90	838.14	-43.90

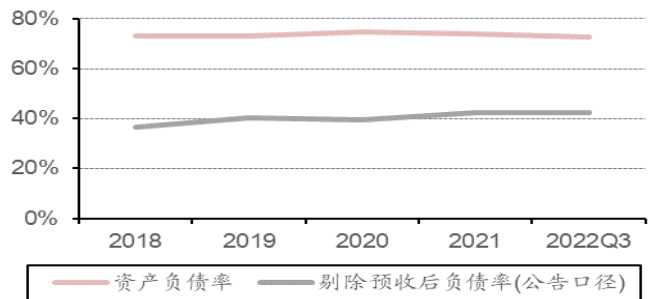
资料来源: 公司公告、招商证券

图 6: 预收及合同负债情况占销售、资产比例



资料来源: 公司公告、招商证券

图 7: 公司负债率情况



资料来源: 公司公告、招商证券

5.2 关于历史遗留问题

关于公司 ST 事项

2017 年龙净控股股东东正投资(现龙净实业)持有龙净 17.17% 股权。东正投资股东签署股权收购协议, 将所持 100% 股权以 36.7 亿对价转让给阳光集团, 阳光集团成为公司实际大股东。后续阳光集团由设立信托计划等形式公开由二级市场交易买入龙净股权(陕国投-阳光财富 1 号——2.81%、西藏信托-莱沃 18 号——4.14%、光大信托-致恒铂金 14 号——0.92%, 上述信托到期后以大宗方式转让给阳光集团子公司西藏阳光瑞泽、西藏阳光泓瑞、龙净实业), 阳光集团方面实际持股合计 25.04%。

2021 年公司分别向顶丞建工、名筑建工、西藏思汇锦、森帝木业预付款项, 顶丞建工等将所收预付款中部分款项出借给原控股股东龙净投资关联方阳光集团, 构成关联方资金占用。2022 年 4 月会计事务所出具“保留意见”, 公司

被实施 ST。

2022 年 5 月 31 日，公司公告前述占用资金本金及利息已全数偿还完毕。2022 年 11 月公司披露，收到资金占用所产生的利息。

2022 年 5 月，紫金矿业与龙净实业（原东正投资）及其一致行动人西藏阳光瑞泽、西藏阳光泓瑞等签署控制权转让协议，阳光集团方面将 15.02% 股权转让给紫金矿业，并将剩余所持 10.02% 股权对应表决权全部委托紫金矿业。双方约定：如存在协议约定应由龙净环保原控股股东对龙净环保进行补偿并导致龙净环保原控股股东对龙净环保负有债务的，紫金矿业有权直接将相应金额的尾款支付给龙净环保抵偿债务，如届满时债务金额尚在明确过程中，紫金矿业有权将尾款的支付期限顺延。原控股股东承诺，自控股权转让协议签署之日起，若根据转让协议的约定，对龙净环保负有债务的，龙净环保有权扣留原控股股东可能获得的 2022 年度及以后年度分红，用于抵偿其对公司负有的债务。

关于华泰保险

2018 方案：龙净环保业务规模扩张，与保险业务契合点增加，基于建立与优质保险合作关系的考量，2018 年公司审议通过投资议案：

- **交易方案：**龙净向全资子公司朗净天增资 17.7 亿，并由朗净天向武汉天盈收购其所持有的华泰保险 4.9043% 股权，交易对价 17.6471 亿元。
- **付款节奏：**依据协议要求，协议签署后 2 日内朗净天支付 2 亿保证金，公司股东大会审议通过后付首付款 14.1177 亿，设计先决条件满足后支付二期余款 3.5294 亿。据公司披露 2018 年年中公司已完成首付款划转。

2019 调整：2019 年公司与天盈投资协商一致，变更投资主体为龙净环保（2018 年方案为子公司朗净天），调降收购比例由 4.9043% 至 3.9235%，对应收购总价调整为 14.1177（等于彼时公司已付的首付款）。

2021 终止：2021 年 11 月，华泰保险股权转让事宜尚未取得银保监会等相关部门审批备案，公司与天盈协商终止前述交易，由天盈归还 14.1177 亿转让款，并就解除事宜支付 1.3609 亿元，合计约 15.5 亿，天盈应在标的股权完成过户转让收到价款后 2 日内支付上述 15.5 亿。

2022 仲裁：实际在 2022 年 9 月末，天盈在未经龙净许可的情况下将股权转让款质押给湖北宏泰，造成龙净回款的不确定性，涉及违反合同约定。公司向公安机关报案，并提起仲裁，2022 年 11 月份北京市第二中级人民法院已对涉及华泰保险股权进行保全，并实现了首封。

二、公司环保业务有望稳健发展

1、大气治理领军企业

品类完备，技术工艺沉淀更扎实。大气治理主要产品包括除尘器、脱硫、脱硝设备等。

- 1989 年公司最早引入 GE 全套电除尘技术，成功研发了当时国内先进的电除尘脉冲供电电源，后续不断迭代优化，形成适应各类场景的除尘产品系列，并在除尘机理、新型结构、节能措施等方面形成优势。
- 自主开发了多款烟气脱硫、脱硝装置。公司自主开发了 DSC-M “干式超净+” 技术及装置，研究创新出单塔三区 and 独创的单塔四区湿法脱硫装置，也在净化效率和协同处理上优势显著。公司研发设计的多款脱硝系统，也具有脱硝率高、产品性能稳定等多项优势。

研发投入领先。公司围绕大气治理，针对除尘、脱硫脱硝方面进行差异化产品研发，从近三年看，研发占比维持在 4.2% 以上，领先同业。当前公司累计获授权专利超过 1500 项，发明专利超过 260 项。

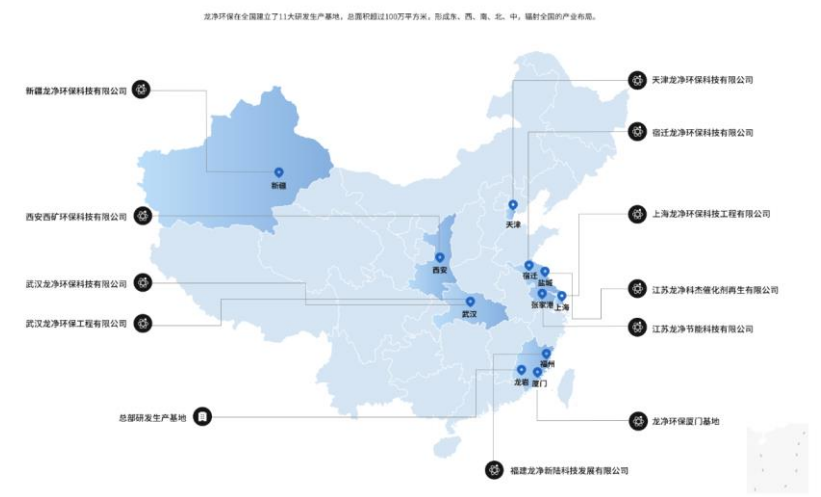
建立完整的服务体系，培育影响力。公司已经在全国建立了 11 大研发生产基地，形成了东、西、南、北、中辐射全国的产业布局。同时烟尘、脱硫脱硝设备大部分依据项目要求设计生产，公司培育完备的售后技术服务体系，维持客户粘性，形成品牌影响力，现公司位列中国大气污染治理服务企业 20 强首位、中国环境企业 50 强第 8 位。

表 9: 公司除尘器设备列示

产品名称	产品类型
电除尘器	BE 型、BEL 型、BF 型、BEH 型、BY 型等
余热利用低低温电除	LSC 型、LGGH 型等
湿式电除尘器	WBE 型、导电玻璃钢管式湿式电除尘器等
袋式除尘器	FR 型低压回转脉冲袋式除尘器、FL 型低压脉冲喷吹袋式除尘器
电袋复合除尘器	电袋复合除尘器 (FE 型)、超净电袋复合除尘器、耦合增强电袋复合除尘器 (FEH 型)

资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

图 8 公司国内产业布局



资料来源：企业官网、招商证券

2、火电复苏带动主业扩张，非电平稳增长

2015 年以后，国内火电新增装机下降，公司电力类订单主要为存量机组改造。至近几年政策开始纠偏，当前和未来相当长时间火电的不可或缺得到重新认识。同时，电价调控政策也在加快形成成本的合理控制、传导机制。火电在去年开始出现强劲的复苏。

近期公司主要由火电增量装机贡献，参考产业反馈估算单台百万容量机组对应除尘、脱硫脱硝设备投资额为 1.6-1.8 亿（不同容量机组、设计方案存异），假设当年核准容量为 80GW，对应新增设备市场空间达到 130-140 亿。公司在火电除尘领域市占率第一，尤其大型机组更有优势，脱硫脱硝份额领先，下游火电的强复苏背景下，公司原主业有望稳健增长。

图 9：国内电源新增装机容量结构变化

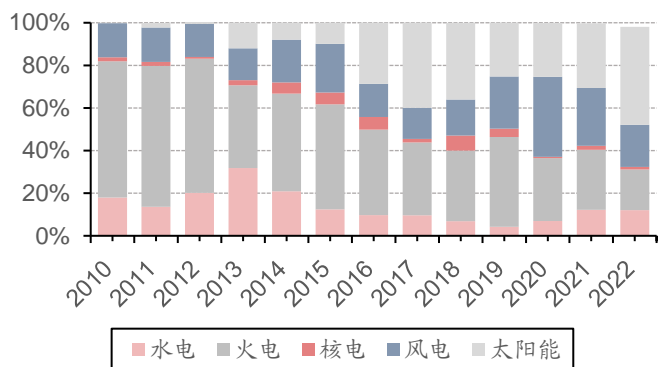
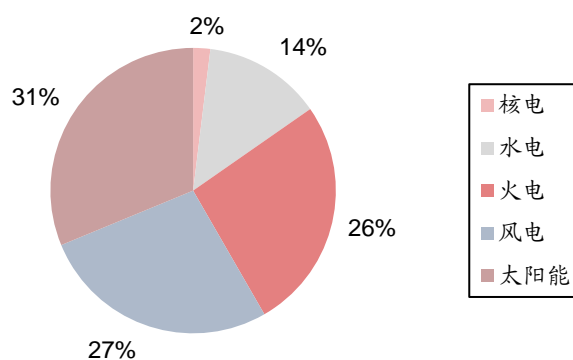


图 10：2021 年国内新增电源装机比例



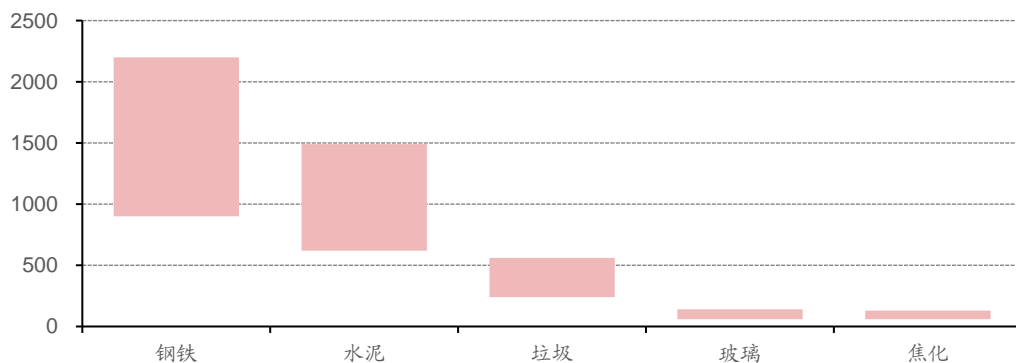
资料来源：国家能源局、中电联、招商证券

资料来源：国家能源局、中电联、招商证券

非电烟气市场集中在钢铁、水泥、垃圾焚烧等行业，预计对钢铁、水泥、玻璃行业烟气超低改造将在十四五期间完成，参考环境保护协会数据，对应非电烟气市场空间约为 1800-2600 亿上下。

非电行业污染源多、过程工艺不同，排放的污染物种类复杂，处理设备、方案有比较大的差异，市场格局比较分散，公司在非电方向储备充分，形成技术差异化，非电类订单也实现了平稳增长。

图 11：2021-2025 年非电领域烟气治理市场空间（亿元）



资料来源：环境保护协会、招商证券

表 10: 部分行业减排政策标准概况

行业	减排节点	文件	日期
煤电	到 2020 年，全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时，到 2020 年，现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克/千瓦时。	《煤电节能减排升级与改造行动计划》	2014.9
钢铁	到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》	2019.5
水泥	预计水泥工业 NOx 排放将在实施前 190-220 万吨基础上削减约 98 万吨，削减 44.5% - 51.6%。	《水泥工业大气污染物排放标准》(GB 4915-2013)	2013.12
玻璃	2023 年为玻璃行业制定统一排放标准的元年，颗粒物、二氧化硫、氮氧化物等污染物排放限值进一步加严。	《玻璃工业大气污染物排放标准》GB 26453—2022	2023.1

资料来源：发改委、环境保护部、能源局等、招商证券

三、紫金控股进入新阶段，发力新能源业务

1、紫金入局后公司进入新阶段

2022年5月紫金矿业控股公司后进行管理梳理与调整，公司进入全新的发展阶段。

- **战略方向调整：**确立“在坚持可持续发展低碳环保产业的基础上，依托紫金矿业丰富的资源储备全力拓展新能源产业，并以环保+新能源业务双轮驱动”的核心发展目标，新能源成为公司的战略方向。
- **管理团队改组：**紫金控股后高管团队进行了更新调整，由紫金矿业董事、常务副总裁林泓富先生任公司董事长，财务总监、监事会主席等同样来自紫金矿业团队，管理层面完成了紫金与龙净原团队的融合。同时配合战略调整，适度对原有非核心业务完成精简或转型。
- **资源赋能：**紫金为全球矿业领军企业，有望从产业资源、市场渠道等多个维度对龙净未来的业务发展赋能，龙净有望形成污染治理、储能、绿电有机互动的业务构架。

图 12 控制权转移过程



资料来源：公司公告、招商证券

2、借紫金资源禀赋，共赢发展绿电业务

紫金在国内 17 个省（区）、海外 14 个国家布局矿业投资项目，铜、金资源量达到 7238 万吨、2978 吨，均位列全国首位，矿山资源遍及全球。

低碳趋势下紫金推进矿山矿场环保减排，加快风光等清洁能源替代，形成了与龙净的合作契机，共赢发展风电光伏清洁能源发电业务。

2022年3月，紫金、龙净成立合资子公司紫金龙净，目标在合作期限内完成不低于3GW清洁能源项目。10月，紫金龙净进一步收购紫金环保三家子公司股权，目标以紫金龙净为平台，参与整合、受让控股股东同类业务，逐步形成相对集中、高效运作的风电与光伏业务经营模式。

2022年下半年开始，公司已经参与到黑龙江多宝山、塞尔维亚及圭亚那等多个电站项目建设中，电站贡献有望加大，同时在风光电站的建运经验以及资源积累也有望为储能业务提供起步的平台。

绿电业务资源获取、消纳模式清晰，资金成本控制更灵活。

- **资源获取：**分布式项目资源分散，2021年以前国内风光均以集中式为主。紫金的矿山矿场提供先天的资源便利，此外矿山地区空间场景更好，相较普通的工商业电站能更好的保证利用小时数。

- **消纳空间:** 自用比例影响项目回报率，矿业先天高能耗属性提供了风光电源的消纳空间，实现更高的回报率。
- **建设模式:** 电站业务扩张对企业资金有较高的要求，2022 年末龙净与中广核等签署合作协议，未来或依据项目规模、资源差异，灵活采取合资共建等模式，尤其在初期控制资本开支及费用支出。

环保业务有新空间。公司脱硫脱硝和除尘技术可以服务于紫金矿业的冶炼加工业务，实现燃煤烟气的脱硫脱硝、粉尘等污染物处理等。同时公司具有固危废处置、资源循环利用的技术储备和项目经验，在紫金尾矿资源利用、土壤和生态修复等领域有望形成深度合作。

图 13: 紫金应对气候变化行动方案



资料来源：企业官网、招商证券

表 11: 紫金能源消耗情况

能源类型	单位	2021	2020	2019	
直接能源	煤油	吨	1481	1833	3929
	柴油	吨	345894	256856	202336
	汽油	吨	1502	1457	1162
	煤炭	吨	636682	859536	610665
	液化天然气	吨	372	471	464
	天然气	百万立方米	2.25	1.41	3.59
	其他直接能源	TJ	230.61	425.46	520.57
间接能源	电力	GWh	6331	5011	4687
	蒸汽	TJ	-802.56	-783.41	-907.62
可再生能源	水电	GWh	347	324	206
	太阳能	GWh	3.2	-	-

资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

3、着力培育储能业务，有望在储能赛道壮大

在紫金控股后，紫金与龙净构成了完整的储能产业布局，由上游锂矿及材料，到中游制造，再到下游市场应用的储能产业蓝图已经呈现端倪。

图 14：公司储能产业布局

上游	中游	下游
紫金矿业	龙净环保	紫金+龙净
<ul style="list-style-type: none"> 3Q盐湖 拉果错盐湖 湘源锂矿 紫金锂元 	<ul style="list-style-type: none"> 电芯 模组PACK 系统集成 	<ul style="list-style-type: none"> 矿山风光电站 环保业务客户重叠 合资渠道拓展

资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

1) 中游制造：高效完成制造端部署，吸纳先进人才团队

2022Q4 以来，公司以极高的效率落实储能布局，进入电芯、PACK、系统集成以及 BMS、EMS 等辅助变换部件等各环节。

- 电芯：2022 年 10 月，公司公告拟在上杭县投资建设 5GWh 磷酸铁锂储能电芯项目；
- 集成及电控辅助：同月与量道新能源合资设厂（49%股比），规划投建 6GWh 储能系统，一期 1GWh，涵盖集成、控制系统研发、冷却系统研发等；
- 模组 PACK+集成：12 月，公司再与蜂巢合作建设两期 2+3GWh 储能 PACK 生产项目（60%股比）；
- 此外公司也在积极的引进产业团队，补强研发制造端的竞争力。

2) 上游资源：紫金已经跃升锂矿资源前十，铁锂产能快速释放

2021 年开始，紫金矿业加快向能源金属延伸，先后完成 3Q 盐湖、拉果错盐湖、湘源锂矿并购，碳酸锂当量资源超过 1000 万吨，跃升为全球第 9 位。

此外，紫金在上杭投建 5 万吨铁锂项目，2022 年 8 月完成千吨级量产，12 月末一期 2 万吨开始试产。

2021 年碳酸锂价格大幅上涨，控股股东的锂资源及正极供应协同，有希望为公司材料获取的量价稳定性增加筹码。

3) 下游市场：紫金+龙净合力形成储能的市场渠道

紫金方面，矿山矿场风光电站配储有望提供应用空间。龙净方面，公司原有环保业务客户（发电集团、大型的工业客户等）与储能终端场景高度重合，未来有望为储能业务赋能。

表 12：紫金“两湖一矿”布局

日期	锂矿	持股比例	碳酸锂当量（万吨）
2021-10	3Q 盐湖项目	100%	763
2022-04	拉果错盐湖项目	70%	214
2022-06	湘源锂矿	71%	216

资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

图 15 龙净客户情况



资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

盈利预测

公司在大气治理领域具有全球竞争力，在下游火电强复苏背景下，公司原主业有望稳健增长。

2022年紫金矿业控股公司后进行管理梳理与调整，确立“环保+新能源”双轮驱动战略。新能源方面，公司与紫金合作协同，共赢发展风电光伏清洁能源发电业务；在储能领域，公司从锂电池及储能系统环节入手，目前已启动电芯制造基地建设，并与蜂巢合资进入储能PACK与系统集成业务。

公司在电力领域有深厚积累，未来有望形成污染治理、储能、绿电有机互动的业务构架。公司历史遗留的财务问题在逐步解决，2023年有望成为公司新起点，预测2022、2023、2024年公司实现归母净利润8.8亿、10.3亿、14.4亿。公司原环保主业可比公司PE估值在10-15倍上下，储能等新能源业务可比公司PE估值对应30-40倍，首次覆盖予以“增持”评级与23-25元目标价，对应2023、2024年约25、18倍PE。

表 13: 收入拆分及盈利预测

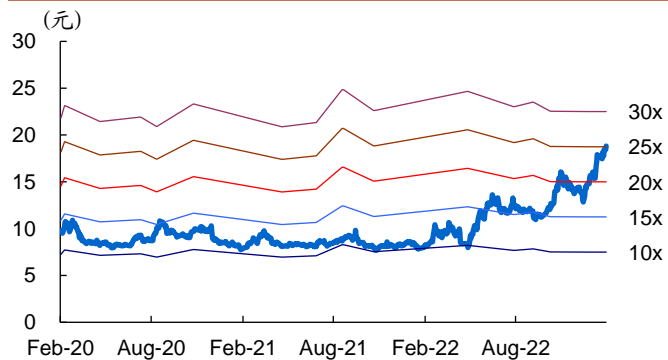
报告期		2020	2021	2022E	2023E	2024E
合计						
收入	亿元	101.8	113.0	113.8	130.0	179.7
成本	亿元	79.8	86.8	86.1	98.9	136.9
毛利	亿元	22.0	26.2	27.7	31.1	42.7
毛利率	%	21.6%	23.2%	24.3%	23.9%	23.8%
环保业务						
收入	亿元	99.9	112.3	113.5	121.9	119.4
成本	亿元	78.3	86.4	85.9	92.9	90.7
毛利	亿元	21.6	25.9	27.6	29.0	28.7
毛利率	%	21.6%	23.0%	24.3%	23.8%	24.1%
新能源业务						
收入	亿元	-	-	-	8.1	60.2
成本	亿元	-	-	-	6.0	46.2
毛利	亿元	-	-	-	2.0	14.0
毛利率	%	-	-	-	25.4%	23.2%

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

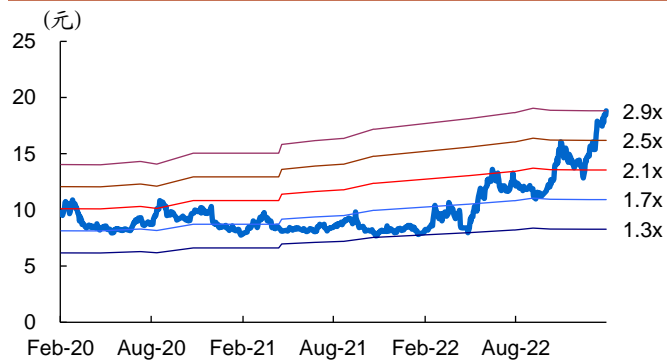
- 1) ST 或影响公司业务开展。
- 2) 新业务进度不及预期：储能等新能源业务是未来的重要增量，目前储能项目仍处在建设推进阶段，若进度不及预期或对公司业绩有影响。
- 3) 环保业务不及预期：大气治理的传统业务需求可能不及预期，另外土壤修复业务由于商业模式有不及预期可能。
- 4) 历史遗留问题：华泰保险事项仍在处理过程中，关注后续进展影响。

图 16: ST 龙净历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 17: ST 龙净历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	19392	19958	20219	22689	29505
现金	2737	2380	2738	3306	6180
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	405	454	457	522	722
应收款项	2666	2815	3050	3486	4817
其它应收款	260	2143	2158	2466	3408
存货	9227	8499	8602	9884	13682
其他	4097	3668	3214	3026	697
非流动资产	5739	6952	7034	7447	7820
长期股权投资	109	109	109	109	109
固定资产	1456	1974	2325	2739	3113
无形资产商誉	1720	2847	2583	2584	2586
其他	2454	2021	2018	2015	2012
资产总计	25130	26910	27252	30136	37325
流动负债	15514	15616	15073	17156	23130
短期借款	1179	1172	1200	1300	1400
应付账款	4455	4880	4735	5441	7532
预收账款	8823	8424	8358	9604	13294
其他	1056	1140	779	811	904
长期负债	3280	4270	4270	4270	4270
长期借款	983	1906	1906	1906	1906
其他	2297	2363	2363	2363	2363
负债合计	18794	19885	19342	21425	27400
股本	1069	1069	1069	1069	1069
资本公积金	756	756	756	756	756
留存收益	4372	5062	5938	6707	7841
少数股东权益	139	137	146	178	259
归属于母公司所有者权益	6197	6888	7764	8533	9666
负债及权益合计	25130	26910	27252	30136	37325

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2094	1214	1406	1791	4139
净利润	703	860	876	1032	1443
折旧摊销	200	282	486	494	534
财务费用	186	198	200	230	295
投资收益	(26)	(50)	(55)	(80)	(150)
营运资金变动	1035	(62)	(116)	76	1920
其它	(4)	(14)	14	40	97
投资活动现金流	(2462)	(2293)	(516)	(831)	(760)
资本支出	(786)	(1525)	(571)	(911)	(910)
其他投资	(1675)	(767)	55	80	150
筹资活动现金流	616	490	(531)	(393)	(505)
借款变动	(1109)	1664	(331)	100	100
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	273	0	0	0	0
股利分配	(214)	(1048)	0	(263)	(310)
其他	1667	(127)	(200)	(230)	(295)
现金净增加额	248	(589)	359	567	2874

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	10181	11297	11376	13001	17968
营业成本	7979	8678	8610	9893	13695
营业税金及附加	80	82	68	78	99
营业费用	254	266	296	325	467
管理费用	564	613	637	715	988
研发费用	482	494	523	585	809
财务费用	176	190	200	230	295
资产减值损失	(39)	(189)	(100)	(60)	(60)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	123	124	35	40	40
投资收益	115	73	20	40	110
营业利润	843	980	996	1195	1705
营业外收入	20	11	5	5	5
营业外支出	6	14	3	3	3
利润总额	857	977	998	1197	1707
所得税	146	105	113	133	184
少数股东损益	8	11	10	32	81
归属于母公司净利润	703	860	876	1032	1443

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-7%	11%	1%	14%	38%
营业利润	-16%	16%	2%	20%	43%
归母净利润	-17%	22%	2%	18%	40%
获利能力					
毛利率	21.6%	23.2%	24.3%	23.9%	23.8%
净利率	6.9%	7.6%	7.7%	7.9%	8.0%
ROE	11.3%	12.5%	11.3%	12.1%	14.9%
ROIC	9.4%	9.9%	9.6%	10.6%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	74.8%	73.9%	71.0%	71.1%	73.4%
净负债比率	9.4%	12.8%	11.4%	10.6%	8.9%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	3.0	3.6	3.4	3.5	3.8
应付账款周转率	1.8	1.9	1.8	1.9	2.1
每股资料(元)					
EPS	0.66	0.80	0.82	0.97	1.35
每股经营净现金	1.96	1.14	1.31	1.68	3.87
每股净资产	5.80	6.44	7.26	7.98	9.04
每股股利	0.98	0.00	0.25	0.29	0.40
估值比率					
PE	28.6	23.4	23.0	19.5	13.9
PB	3.2	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	31.1	26.7	21.3	18.7	14.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。