

动态报告/调研简报

公用事业

龙净环保 (600388)
谨慎推荐

环保

首次评级

2010年7月2日

主业平稳增长，三方向寻求突破

分析师： 谢达成 xiedc@guosen.com.cn 021-60933161 SAC 执业证书编号： S0980210040032
 分析师： 徐颖真 xuyz@guosen.com.cn 021-68864007 SAC 执业证书编号： S0980209080429

事项：

近期对龙净环保进行调研，了解了公司的发展战略和基本经营情况。

评论：

■ 公司是国内除尘和脱硫领域的市场化龙头

龙净环保是国内大气污染治理龙头，目前利润主要来源于除尘和脱硫业务，09年两块业务收入贡献分别占43%和34%，营业利润分别占47%和28%。除尘领域公司排名多年第一，涉及电、袋、电袋除尘，除尘市场涉及电力、冶金等行业；市场规模维持约200多亿元，公司目前市场份额接近10%；脱硫领域公司排名前四，在脱硫市场化（剔除电力集团下属环保公司）方面排名第一，主要集中于传统火电脱硫。按年均新增3000万KW火电机组保守测算，火电脱硫市场年均约为100-120亿元（新建/改造/更新需求年均可达45亿/30亿/34亿），目前国电、华电、中电投、大唐集团下属环保公司占据半壁江山，龙净环保占据10%左右。

■ 除尘和国内火电脱硫业务将小幅增长，构成业绩的稳定贡献点

预计除尘和传统火电脱硫业务仍将小幅增长：（1）市场格局趋于稳定。公司凭借技术竞争优势，市场占有率有望进一步提升，但是由于基数大幅度较小。（2）利润率保持稳定。火电脱硫采用外购件，工程合同与原材料采购基本同时进行，毛利率稳定在15%左右；除尘业务08、09毛利率分别维持约15%、20%，主要原材料钢材的价格08、09年分别处于高位和低位，预计毛利率将维持在15%-20%左右。

■ 2010年房地产业务无相关收入将导致业绩稍微下滑

2010年较09年而言业绩或将有所下滑：（1）公司计划2010年脱硫除尘业务交货约42亿元，确认收入约35亿元，同比增长约15%，但是除尘毛利率由于钢材等原材料价格上升将有所下降，预计在15%-20%左右，脱硫毛利率维持约15%，总体看脱硫除尘净利增长10%-15%；（2）09年地产贡献净利5000多万，折合EPS约0.27元，2010-2011年无地产相关收入。

■ 跨领域、跨地域、跨环节三方向寻求突破

跨领域（钢铁烧结机脱硫、脱硝）：钢铁烧结机脱硫有望成为快速增长点，脱硝实质启动尚待加价政策出台

钢铁烧结机脱硫方面，公司具有良好发展前景：（1）市场刚起步，增长快。预计市场总规模接近200亿元，按09年7月工信部出台的《钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案》，2009-2011年新增烧结机脱硫设备100台，对应规模约达70-80亿；（2）技术壁垒高，公司竞争优势明显。公司已做了福建三钢、宝钢梅钢等项目，目前看公司的干法循环

流化床工艺最适合该领域，竞争者虽纷纷想涉足，但不具备技术先发优势。预计市场一旦启动公司将占据绝大多数的市场份额，同时尽管总体市场规模不及火电脱硫，但毛利率将高出脱硫 5-6 个百分点。当前建设进度低于预期主要是因为钢铁企业动力不足，同时需要对已建项目进行验收，公司手中暂无新订单。但实际进度大幅滞后将加大“十二五”后期建设压力，预计未来动力不足问题可通过价格杠杆解决（如福建地区实行差别电价），因此钢铁烧结脱硫最有可能成为公司未来 2-3 年业绩的快速增长点。

脱硝方面公司虽有涉及，但短期内较难成为业绩增长点：（1）脱硝当前主要集中于广东等部分地区，整个行业实质启动仍需脱硝加价出台。（2）脱硝技术难度不会比脱硫高，竞争激烈，设备造价很可能一开始就处于低位，对应加价也较可能低于脱硫，预计在 1 分钱/千瓦时左右；同时由于新建机组要求炉内脱硝，锅炉厂商首先将瓜分掉很大市场份额。

跨地域（国外市场）：国际大单的获取有助于进一步开拓国外市场

由于国内火电除尘、脱硫 EPC 市场格局趋于稳定，公司积极拓展国外市场，国内产品性价比高，适合许多发展中国家需求，但鉴于国外项目风险，公司显得较为谨慎。预计近期所获得印尼 10 亿订单（包括主体设备）将为公司进一步开拓国际市场提供示范。

跨环节（脱硫 BOT 或委托运营）：取决于市场开放程度，将成为稳定的利润来源

基于：（1）实现脱硫 BOT 或委托运营有利于电厂、运营商之间形成有效监督机制，提高脱硫效果，同时实现专业运营可以提高投资回报率，龙净凭借经验和技术优势回报率可达 15%，因此是发展方向。但目前全国只开放 10 台机组进行试点，龙净占据 2 台，市场进一步开放将依据试运行效果而定。（2）公司目前已做新疆项目，计划投资 5 个亿用于 BOT 项目，预计形成 7500 万净利，成为稳定的利润来源，但进展取决于市场开放程度。

■ 盈利预测

初步预测，2010、2011 年公司 EPS 分别为 1.12 元、1.23 元，2010 年对应动态 PE 水平为 23.8 倍。若考虑公司向 3 个方向突破可能带来的增长，其估值水平并不高，首次给予“谨慎推荐”。相关政策出台导致公司在跨地区、跨环节、跨领域任意一方向的突破都将成为公司股价的催化剂，风险在于相关市场开放拖延。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

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