

2009-03-08

环保水务

龙净环保 600388.SH

脱硫业务将维持快速增长

◇ 调研地点: 福建龙岩

◇ 拜访对象: 龙净环保股份有限公司董事会秘书、证券事务代表

◆公司增发价格十分便宜, 建议机构投资者参与增发

我们认为公司合理价值在 20 元左右, 对应公司 2009 年增发摊薄后 EPS 的 20 倍左右。公司的增发价格为 11.04 元, 增发价格较合理价格存在 45% 的折让, 具备足够的安全边际, 因此如果公司开始增发的话, 建议机构投资者积极参与。

◆公司未来 3 年脱硫业务将维持快速增长

虽然火电新增装机容量的增速在未来几年呈下滑趋势, 但是由于装备脱硫设施的火电机组占全部火电机组的比例在 2008 年底为 66%, 脱硫设施的覆盖率仍有待提高, 因此我们认为整个火电脱硫项目的市场仍将维持较快增长。此外, 我们认为公司将在在钢铁行业烧结机脱硫项目上获得先发优势, 取得快速发展。因此我们预计公司的脱硫业务在未来几年仍能维持快速增长。我们预计公司的脱硫业务收入 2009-2010 年的增速将为 32%、24% 和 15%。

◆公司除尘业务未来 3 年将保持稳定增长

除尘器市场已经进入成熟阶段, 考虑到更新需求以及未来排放标准的提高, 我们认为除尘器市场仍将保持每年 200 亿左右的市场规模。我们认为未来几年公司在除尘器市场的地位将进一步提高, 预计公司除尘器业务收入在 2009-2011 的增速为 2%、1.5% 和 1%。

◆公司非公开增发对短期业绩影响不大

公司准备非公开增发 5740 万股, 增发价格 11.04 元/股。募集资金用于电袋复合式高效除尘器产业化项目、新型节能电除尘器产业化项目、华电乌鲁木齐热电厂脱硫特许经营 BOT 项目以及补充公司烟气脱硫工程运营资金。由于增发针对的都是已开工项目, 对公司短期业绩不会有大的影响。

◆给予“增持”的投资评级

公司目前的股价为 17.93 元, 按照公司完成增发摊薄后计算的 EPS 来测算, 对应 2009-2011 年的 PE 分别为 18、16 和 15 倍, 我们认为公司合理价值在 20 元左右, 给予公司“增持”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2,290	2,918	3,411	3,894	4,272
营业收入增长率	28.08%	27.39%	16.91%	14.18%	9.69%
净利润(百万元)	124	175	228	261	282
净利润增长率	-13.78%	40.39%	30.58%	14.75%	7.94%
EPS(元)	0.74	1.04	1.02	1.17	1.26
ROE	11.77%	16.07%	11.40%	11.57%	11.49%
P/E	25	18	18	16	15
P/B	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	16	12	10	8	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

增持

当前价格	17.93 元
目标价格	20.04 元
目标期限	6 个月

分析师:

开文明

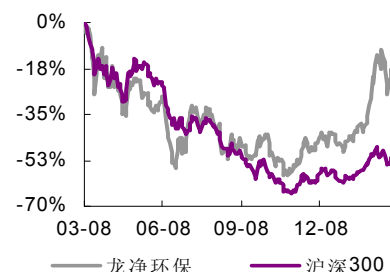
021-22169160

kaiwm@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	167
总市值(百万元)	3,083
流通比例(%)	76.97%
12 个月最高/最低(元)	24.40/9.45
近 3 月日均成交量(百万股)	6.53
主要股东	福建省东正 投资股份有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.61	24.22	32.76
绝对收益	14.81	37.80	-17.77

相关报告:

投资要件

关键假设

1. 假设未来几年火电新增装机容量在 6000 万千瓦左右，此外每年有 5000 万千瓦左右老机组的完成脱硫设施安装。
2. 公司在钢铁烧结机脱硫项目上发展顺利
3. 公司的脱硫市场的份额继续提高。
4. 除尘器的市场容量维持在 200 亿左右，不出现明显的下滑

我们为什么与市场普遍观点不同

1. 我们认为脱硫行业的竞争改善和我国环保力度加强将提高公司脱硫项目的毛利率，并且增加公司脱硫项目招标中的竞争力。这两个正面因素现在并没有被市场所认识。
2. 虽然火电新增装机容量的增速在未来几年呈下滑趋势，但是由于装备脱硫设施的火电机组占全部火电机组的比例在 2008 年底为 66%，脱硫设施的覆盖率的提高将保证火电脱硫市场容量的提高。此外，钢铁行业烧结机脱硫项目将为未来脱硫项目提供新的需求。因此公司的脱硫业务在未来几年仍能维持快速增长。

估值和目标价格

考虑到历史上龙净环保的相对估值底限 PE 在 20 倍左右，而且龙净环保未来几年业绩依然有较好的增长，公司是国内除尘和脱硫业务的龙头企业，我们认为给予公司 2009 年 EPS20 倍的 PE 是有较好的安全边际的，给予公司 20.04 元的目标价，相对于公司目前 17.93 的股价，仍有 12% 的上涨空间，给予公司“增持”的投资评级。

虽然对于机构投资者来说，二级市场的股价并不具有特别的吸引力，但是考虑到公司正在准备增发，增发价格 11.04 元/股，增发价格较合理价格存在 45% 的折让，具备足够的安全边际。如果公司开始增发的话，建议机构投资者积极参与。

股价上涨的催化因素

业绩超预期、出台新的环保支持政策。

投资风险

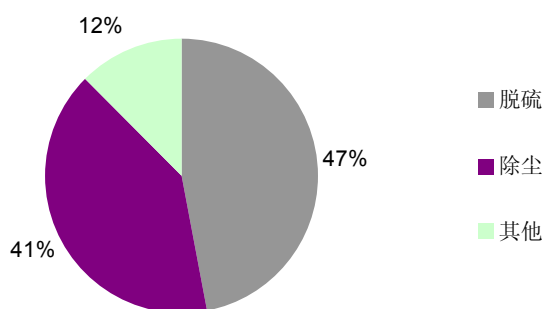
装备脱硫设施的火电机组占全部火电机组的比例提高低于预期。

公司收入和利润主要来自脱硫和除尘业务

公司的主要业务是除尘设备和脱硫业务，这两项业务的收入占比达到了 88%。根据公司 2008 年年报显示，公司脱硫业务的收入占比为 41%，除尘业务的收入占比为 47%。

图表 1：公司主要收入来自于除尘和脱硫业务

公司各项收入占比

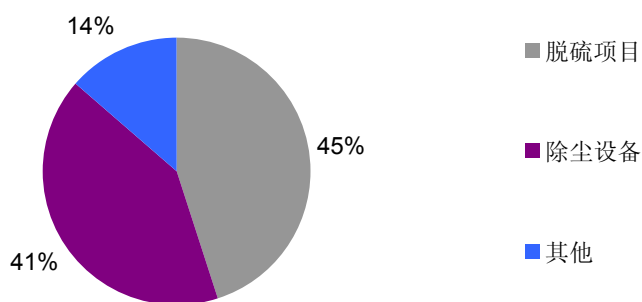


资料来源：公司资料

从利润上来说，来源和收入类似，脱硫项目和除尘设备贡献了公司约 86% 的利润，其中脱硫项目贡献了 45% 的利润，除尘设备贡献了 41% 的利润。

图表 2：公司主要利润来自于除尘和脱硫业务

公司各项毛利来源



资料来源：公司资料

除了除尘设备和脱硫业务外，公司还有部分环保相关的安装和技术服务，此外，公司还有一个小型水电站，和一些房地产业务。公司的房地产业务是副业，目前还有沈阳的房地产公司存在业务，2009 年大约给公司贡

献 1000 多万的利润，以后将逐步收缩。

公司的行业地位

福建龙净环保股份有限公司是国内致力于空气污染控制的企业。

公司是国内除尘设备行业的龙头企业，在除尘行业的市场占有率约为 15-20%。在除尘领域，下游企业主要电力企业，除尘企业的议价能力相对较弱。不过随着市场集中度的提高和公司市场龙头地位的巩固，我们认为公司的议价能力将逐步提高。目前除尘器领域竞争依然激烈，除尘器领域生产企业近百家，其中有一定规模的达三、四十家，公司主要的竞争对手是菲达环保。我们认为公司未来仍将巩固除尘行业市场龙头的地位。

在脱硫行业，主要的下游企业依然是电力企业，脱硫企业的议价能力相对较弱。脱硫行业的竞争虽然有所改善，但依然十分激烈，进入门槛也不是很高（特别是对于小机组的脱硫项目）。脱硫企业主要分为三类，一是电力集团下属公司，主要有国电龙源环保、中电投的远达环保、大唐电力的大唐环境科技工程有限公司，华电的博奇科技环保（已在日本上市）等；二是发电设备类公司，主要有东方锅炉、哈动力、华光股份；三是一些民营企业，主要是浙大网新、龙净环保、菲达环保等。

公司是国内脱硫行业的领先企业，按 2008 年底前累计投运的脱硫工程容量大小排序，公司排名第七位；按 2008 年底前累计签订合同的脱硫工程容量大小排序，公司排名第四位。公司前几年在脱硫行业的市场份额上升很快，特别是公司在 2008 年脱硫项目的新接订单排市场第二位，我们认为公司未来几年仍将提高在脱硫行业的市场份额。

图表 3：脱硫公司已投运的脱硫工程容量统计表

序号	脱硫公司名称	投运总容量（MW）
1	北京国电龙源环保工程有限公司	39663
2	武汉凯迪电力环保有限公司	34310
3	中国博奇环保科技（控股）有限公司	32870
4	浙江浙大网新机电工程有限公司	22200
5	中电投远达环保工程有限公司	20744
6	山东三融环保工程有限公司	19070
7	福建龙净环保股份有限公司	18040
8	浙江天地环保工程有限公司	16350
9	清华同方环境股份有限公司	16105
10	中国华电工程（集团）有限公司	14287

注：截止 2008 年底

资料来源：光大证券股份有限公司

图表 4：脱硫公司已签订合同的脱硫工程容量统计表

序号	脱硫公司名称	合同总容量（MW）
1	北京国电龙源环保工程有限公司	68829
2	中国博奇环保科技（控股）有限公司	52496

3	武汉凯迪电力环保有限公司	49700
4	福建龙净环保股份有限公司	42360
5	中电投远达环保工程有限公司	41822
6	浙江浙大网新机电工程有限公司	39300
7	清华同方环境股份有限公司	26872
8	山东三融环保工程有限公司	26420
9	中国华电工程（集团）有限公司	23662
10	浙江天地环保工程有限公司	19050

截止 2008 年底

资料来源：光大证券股份有限公司

脱硫业务—受益于竞争改善、环保力度加强

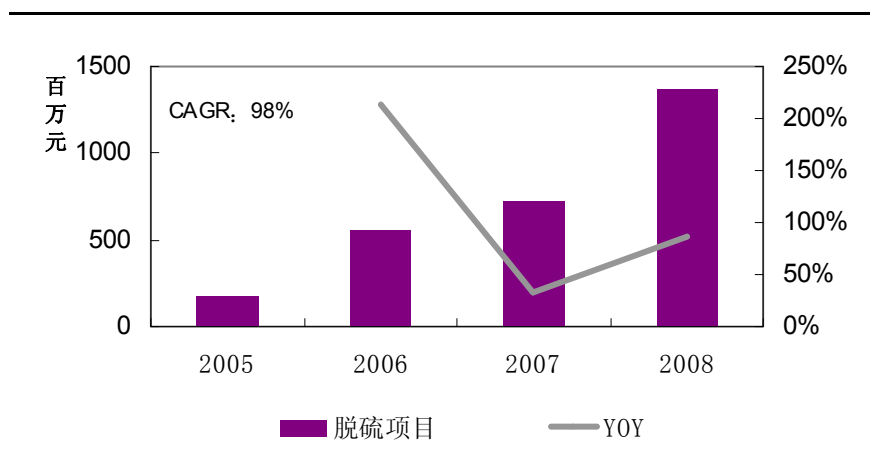
公司脱硫收入快速增长，毛利率改善，订单充足

脱硫，主要是指烟气脱硫，是通过脱硫装置使锅炉烟气的二氧化硫排放达到国家标准。我国脱硫行业的发展起步较晚，2003-2004 年才进入快速发展期，技术基本依靠从国外引进，现有十多种脱硫工艺，包括石灰石-石膏湿法、循环流化床干法烟气脱硫、海水法烟气脱硫、湿式氨法烟气脱硫等等，其中石灰石-石膏湿法以运行成本优势，占领了火电脱硫市场 90%以上的份额。

公司的脱硫主要使用石灰石-石膏湿法和循环流化床干法烟气脱硫两种技术。公司 2005 年的脱硫收入仅为 1.75 亿元，而到了 2008 年，公司脱硫的收入已经达到了 13.68 亿元，2005-2008 年脱硫业务的复合增长率达到 98%。

图表 5：公司脱硫业务快速增长

2005-2008 公司脱硫业务收入和增长率

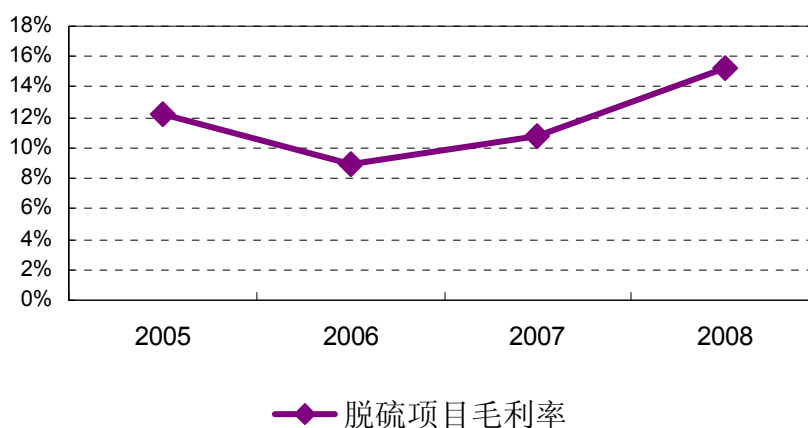


资料来源：光大证券研究所

公司在脱硫业务快速增长的同时，毛利率在 2007 和 2008 年也呈现出持续改善的趋势。2007 年的毛利率较 2006 提高了 1.94 个百分点，2008 年的毛利率更是提高了 4.47 个百分点。公司毛利率的提高有几个原因，一是环保力度的加强导致的行业竞争改善；二是随着公司在脱硫行业市场化地位的提高，议价能力有所改善；三是零部件国产化率提高降低了成本，目前零部件现在已经基本国产化。

图表 6：公司脱硫业务毛利率呈现改善趋势

2005 - 2008 公司脱硫业务毛利率



资料来源：光大证券研究所

此外，公司手持脱硫项目订单充足。公司从 2003 年开始到现在，先后承接了 51.94 亿的烟气脱硫工程合同，除已执行完毕的合同外，近 30 亿元的脱硫工程合同正在执行和将要执行。

受益于竞争改善和环保力度加强

我们认为公司脱硫业务的快速增长和毛利率的改善在很大程度上获益于脱硫行业的竞争改善和中国环保力度的加强。

在 2003-2004 年行业爆发增长的时候，很多没有核心技术人员、有社会关系的小公司挤入行业，依靠杀价争夺市场，形成行业恶性竞争，使脱硫项目的每千瓦造价已经由最初的 1200 元左右，曾经降到 200 元以下。这种无序恶性竞争的持续使部分企业逐步开始推出这个市场，脱硫行业的竞争在近几年开始改善。这从脱硫行业的集中度也可以看出来，2008 年排名前 20 的脱硫公司合同容量占全国总量的 90.8%，投运容量占全国总量的 78.3%，当年投运容量占全国总量的 87.1%。

其次，中国最近几年的环保力度逐步加强。《国民经济和社会发展第十一个五年规划》提出了“十一五”期间单位国内生产总值能耗降低 20% 左

右，主要污染物排放总量减少10%。也是就说到2010年，二氧化硫排放量要比2005下降10%，即二氧化硫排放量2549.4万吨减少到2294.4万吨。2007年，国务院还印发了《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》、《关于印发国家环境保护“十一五”规划的通知》、《批转节能减排统计监测及考核实施方案和办法的通知》。把环境保护和地方官员的政绩考核联系在一起。环保部门会定期地对电厂的脱硫设施和脱硫结果进行检查，并且对脱硫不达标和脱硫设施运营不稳定的企业进行处罚。

中国环境保护力度的加强改变了电力企业对待脱硫设施的态度。以前，很多电力企业安装脱硫设施只是为了应付检查，并不关心脱硫的达标率和脱硫设施运行的稳定状况，这是很多小企业的脱硫价格战起作用的很重要原因。但是现在随着环保力度的加强，电力企业开始更加关心脱硫设施的脱硫达标率和运营稳定状况，这使得像龙净环保这样的大企业在脱硫设施的招标中更加具有竞争力。而且脱硫项目的毛利率也开始呈现上升的趋势。

脱硫的 BOT 模式或将成为主流模式

2007 年国家印发了《关于开展火电厂烟气脱硫特许经营试点工作的通知》，所谓火电厂烟气脱硫特许经营即 BOT 项目，是以国家出台的脱硫电价及相关优惠政策为基础，将电厂脱硫设施建设、运行、维护及日常管理交由专业化脱硫公司运营，并按照合同约定完成脱硫任务，承担脱硫责任的一种新机制。

公司中标的华电新疆乌鲁木齐热电厂 2×330MW 机组烟气脱硫特许经营 BOT 项目是国家进行试点的 10 多个项目之一。通过脱硫特许经营，火电厂可以甩开相应的成本包袱，而脱硫公司则可以享受国家规定的脱硫电价增加每千瓦时 1.5 分和相关优惠政策，以及脱硫副产品如硫酸铵等产生的经济效益，双方可谓互惠互利。更为重要的是由第三方来实施脱硫，能够更加有效地保证脱硫设施的长期稳定运行，保证环境保护政策的实施。我们认为脱硫项目的 BOT 模式在试点成功时候有望大规模推广，就是污水处理一样。

根据公司公布的《项目可行性研究报告》测算，BOT 项目投入运营后，全部运营期脱硫运营年销售收入 4,487 万元，年平均税后利润约 1,580 万元。虽然短期来看，BOT 项目对公司的盈利贡献较小。但是长期来看，脱硫项目的 BOT 模式的大量推广将在未来改变脱硫行业的盈利模式，由现在的 EPC 总包转变为脱硫设施的运营，这将成为公司业绩的一个重要增长点。

脱硫项目未来几年快速增长仍可持续

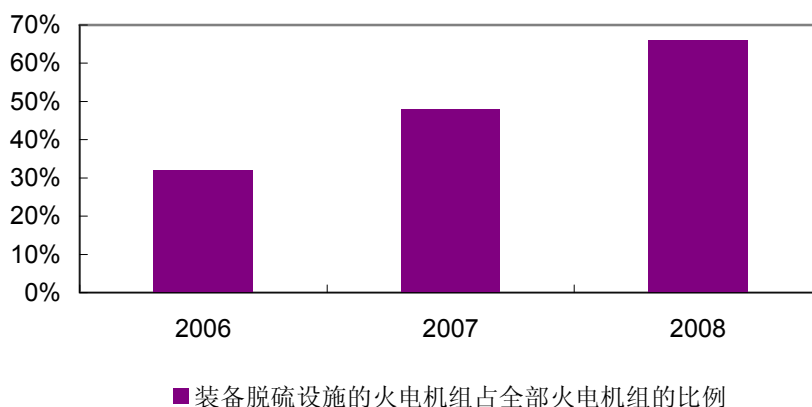
脱硫项目的需求主要来自于下游的电力企业，具体来说，主要来自三

个方面，一是新增火电装机容量；二是没有安装脱硫设施的现役火电发电机组；三是超过国家和地方二氧化硫排放标准或总量控制要求的现役燃煤发电机组。国家在《国家酸雨和二氧化硫污染防治“十一五”规划》中规定，新（扩）建燃煤电厂除国家规定的燃用特低硫煤的坑口电厂外，必须同步建设脱硫设施。超过国家和地方二氧化硫排放标准或总量控制要求的现役燃煤发电机组，必须安装烟气脱硫设施或采取其他减排措施。

最近几年，我国火电机组的脱硫装机容量呈现快速增长的态势，但是覆盖比例仍有待提高。2006 年，装备脱硫设施的火电机组占全部火电机组的比例为 32%，到 2007 年，这个比例提高到了 48%。根据环保部最近公布的数据，2008 年底，我国火电厂烟气脱硫装机容量超过 3.79 亿千瓦，约占煤电装机总容量的 66%。

图表 7：我国火电机组的脱硫装机容量快速增长

2006 - 2008 装备脱硫设施的火电机组占全部火电机组的比例

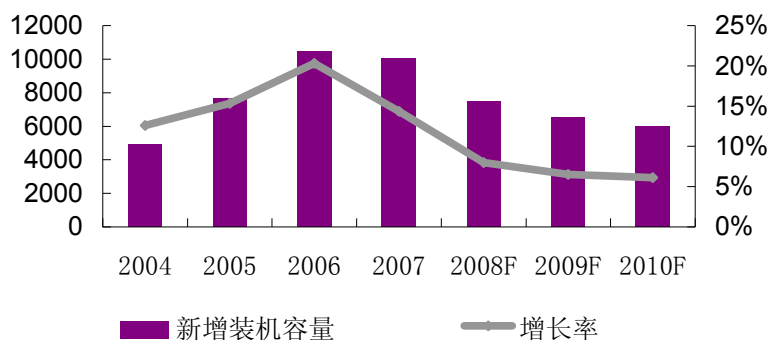


资料来源：光大证券研究所

从主要下游需求来看，最近几年，电力行业的新增装机容量一直保持高速增长，2004-2007 年的新增装机容量的增速一直保持在 10% 以上。但是宏观经济放缓，电力需求的下降使得从 2008 年开始，电力行业的新增装机容量增速呈现下滑趋势。我们电力行业研究员预计 2008-2010 年新增装机容量增速为 7.99%，6.51% 和 6.11%。

图表 8：脱硫行业需求增速放缓

2004-2007 年中国电力新增装机容量（单位：万千瓦）



资料来源：中电联，光大证券研究所

我们假设火电新装机容量每年在 6000 万千瓦左右，按照 200 元/千瓦的造价来计算，火电新装机组每年能够给脱硫项目带来 120 亿左右的订单。此外根据公布的数据，2008 年底我国火电厂烟气脱硫装机容量超过 3.79 亿千瓦，约占煤电装机总容量的 66%，我们可以测算得出，还有 1.95 亿千瓦左右的老机组有安装脱硫设施的需求，假设每年完成 5000 万千瓦老机组的脱硫设施安装，那么每年 100 亿左右的规模还能维持 4 年。如果再考虑部分更新需求，那么每年 220 - 240 亿规模左右的脱硫订单仍可维持 4 年左右。

钢铁行业或将成为公司脱硫业务的新增长点。环保部部长周生贤在 2008 年 11 月 10 日指出，要在继续建设燃煤电厂脱硫设施的基础上，加快推进钢铁烧结机烟气脱硫工程建设。国家计划在 2009 年实施 20 台烧结机的脱硫项目。公司已经成功实施了福建三钢闽光的烧结机脱硫项目，运行稳定，承接了宝钢 400 平米的烧结机脱硫项目，如果宝钢项目成功，将为公司承接钢铁行业的脱硫项目打下良好的基础，起到很好的示范作用。

公司脱硫业务的增长主要增长来自两个方面，一是脱硫行业的增长，二是公司市场份额的提高，公司在脱硫项目的市场地位提高很快，2008 年新接订单排第二位，我们预计公司在脱硫项目上的市场地位仍将继续提高。我们估计公司脱硫业务收入 2009-2011 年增长率 32%、24%和 15%。随着行业竞争改善和钢材价格下跌，我们认为公司的毛利率也将改善，我们预计公司 2009 - 2011 年的毛利率为 16.32%、16.33%和 16.33%。

除尘业务—业务量稳定，毛利率改善

公司除尘业务收入稳定，毛利率改善

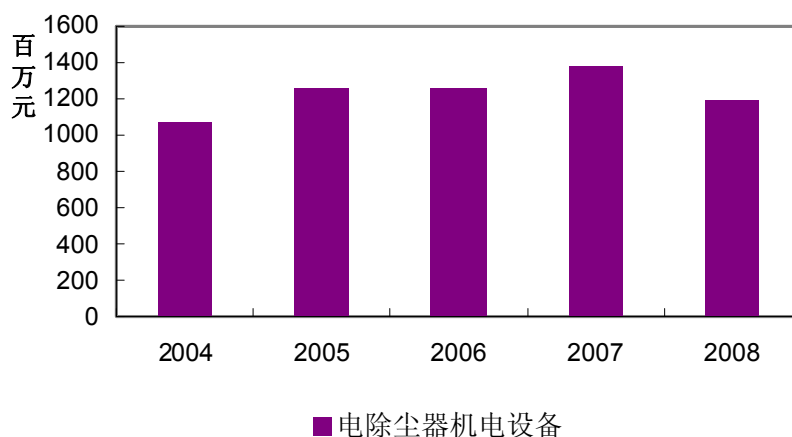
除尘器，就是除去粉尘、烟尘的装置，主要应用在燃煤电厂、钢铁、水泥、煤炭及电解铝等能耗大、产生灰尘严重的行业。我国除尘器行业的

发展已经有了 20 多年的历史，目前除尘器种类主要有电除尘器、布袋式除尘器以及电袋复合除尘器三种。

公司的除尘设备收入比较稳定，2004-2008 年，除尘设备收入最低是 2004 年 10.7 亿元，最高的为 2007 年，收入为 13.9 亿元，波动幅度不大。公司解释 2008 年除尘收入的下降主要是收入确认的原因，并不是长期趋势。

图表 9：公司除尘业务收入较稳定

2004 - 2008 公司除尘业务收入

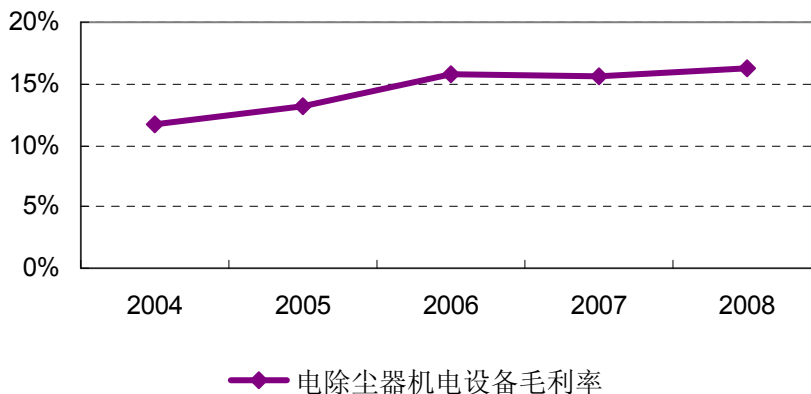


资料来源：光大证券研究所

公司除尘业务的毛利率持续稳定提高，2004 年公司除尘业务的毛利率为 11.75%，到了 2008 年已经提高到 16.22%。2008 年，虽然原材料成本上升，但是客户部分补偿了部分原材料成本上升，因此公司毛利率依然提高。公司在除尘行业第一的地位稳固，公司已经开始有选择性的承接项目，不承接低利润的项目，这也是公司毛利率提高的重要因素。

图表 10：公司除尘业务毛利率稳步提高

2004 - 2008 公司除尘业务毛利率



资料来源：光大证券研究所

此外，公司手持除尘设备订单也很充足。公司目前手上还有 20 多亿的订单等待执行，因此公司 2009 年除尘业务的收入完全有保障的。

公司除尘业务收入未来几年将维持稳定

2007 年我国工业烟尘和工业粉尘的去除率分别达到 97.30%、92.35%，各个细分行业的去除率也基本在 70%以上，这意味着工业行业对除尘器的需求将进入一个缓慢增长的阶段，新增需求量不会很大。但是除尘器尤其是其配件的更新换代需求比较旺盛，比如袋式除尘器滤袋的使用寿命一般为 2-3 年，但很多情况下只使用一年甚至半年，预计整个除尘行业的市场规模可以维持现有 200 亿元的水平。

长期来看，除尘行业的发展机会来自烟尘排放标准的提高。我国现有的烟尘排放标准已经多年没有修改，其中多个行业的排放标准严重偏低，比如钢铁、电解铝、氧化铝、铁合金等行业的烟尘排放标准仍然在 100-150mg/m³ 之间，与欧美 10-20mg/m³ 的排放标准差距甚远，将来很可能重新修订至 50mg/m³ 或以下。

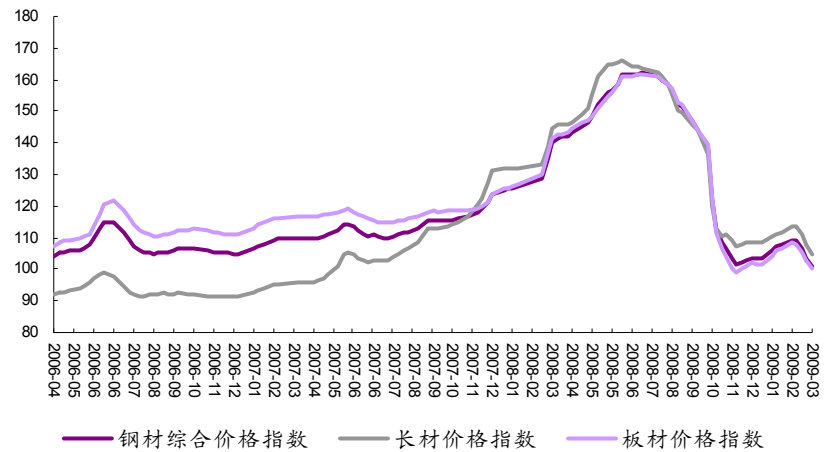
结合行业分析和公司手持 20 多亿的订单，我们认为未来几年公司除尘业务的收入将相对稳定缓慢增长的过程，预计 2009-2011 年收入增长为 2%、1.5%和 1%。随着钢材价格的下跌，公司除尘业务的毛利率也将改善，预计公司 2009-2011 年毛利率为 15.8%、15.9%和 15.9%。

钢材价格下降缓解公司成本压力

全球金融危机的爆发使各国经济增长开始放缓，减少了对钢材的需求，使钢材价格从 2008 年 8 月开始下跌。我国的钢材综合价格指数从 2008 年 7 月 11 日的 162.26 滑落到到 2009 年 3 月 6 日 101.14 点，下跌幅度为 37.89%。

图表 11：我国钢材价格大幅下跌

我国的钢材价格指数



资料来源：光大证券研究所

公司原材料成本占营业成本的平均比重约为 65%，其中主要原材料为钢材。钢材价格的下跌大幅缓解了公司的成本压力，对公司毛利率的提升将起到积极作用。

盈利预测

预测假设

1. 公司顺利完成非公开增发 5740 万股，增发价格 11.04 元
2. 假设公司除尘业务 2009-2011 年的收入增速分别为 2%、1.5%和 1.0%。
3. 假设公司脱硫项目 2009-2011 年的收入增速分别为 32%、24%和 15%。
4. 假设公司 2009-2011 除尘业务的毛利率为 16.32%，16.33%，16.33%
5. 假设公司 2009-2011 脱硫业务的毛利率为 15.8%、15.9%和 15.9%
6. 假设公司 2009 - 2011 年的有效税率为 15%

公司主营收入和毛利率预测

收入（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
电除尘机电设备	1186.43	1210.159	1228.311	1240.594
YOY		2.00%	1.50%	1.00%
脱硫项目	1368.72	1806.71	2240.321	2576.369
YOY		32%	24%	15%
安装收入	263.3	289.63	321.4893	350.4233
YOY		10%	11%	9%

电费收入	10.69	10.69	10.69	10.69
YOY		0%	0%	0%
房地产业务收入	8.47	9.7405	9.7405	9.7405
YOY		15%	0%	0%
其他收入	79.94	83.937	83.937	83.937
YOY		5%	0%	0%
合计	2917.55	3410.867	3894.489	4271.754
YOY		16.91%	14.18%	9.69%
毛利率				
电除尘机电设备	16.22%	16.3200%	16.3300%	16.3300%
脱硫项目	15.30%	15.800%	15.900%	15.900%
安装收入	14.24%	14.24%	14.24%	14.24%
电费收入	53.93%	65%	65%	65%
房地产业务收入	67.59%	67.59%	67.59%	67.59%
其他收入	17.79%	17.79%	17.79%	17.79%
合计毛利率				

预测结果

我们预计公司增发摊薄后 2009-2011 年的 EPS 为 1.02、1.17 和 1.26 元。

估值

绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段(2010-2017)年数	8
第二阶段增长率	3.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	0.05
无风险利率 Rf	4.50%
β	0.98
Rm	11.00%
Ke	10.87%
税率	15.00%
Kd	5.95%
Ve	4,142.42
Vd	81.05
目标资本结构	30%
WACC	9.39%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	971.69	23.52%
第二阶段	1,431.96	34.66%
第三阶段 (终值)	1,727.90	41.82%
企业价值 AEV	4,131.55	100.00%
+ 非核心资产价值	538.58	13.04%
- 少数股东权益	168.27	-4.07%
- 净债务	81.05	-1.96%
总股本价值	4,420.81	107.00%
股本 (百万股)	224.40	
每股价值 (元)	19.70	

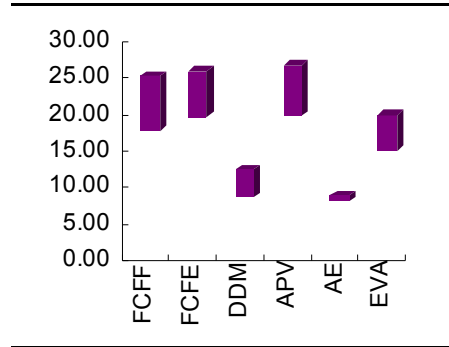
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
8.39%	21.25	21.84	22.51	23.27	24.16
8.89%	19.96	20.46	21.01	21.65	22.37
9.39%	18.81	19.23	19.70	20.23	20.83
9.89%	17.79	18.14	18.54	18.98	19.48
10.39%	16.86	17.17	17.50	17.88	18.30

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估 值	敏感度分析区间
FCFF	20	17 - 25	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	18	19 - 25	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	8	8 - 12	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	22	19 - 26	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	8	8 - 8	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	17	15 - 19	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

投资评价和建议

相对估值

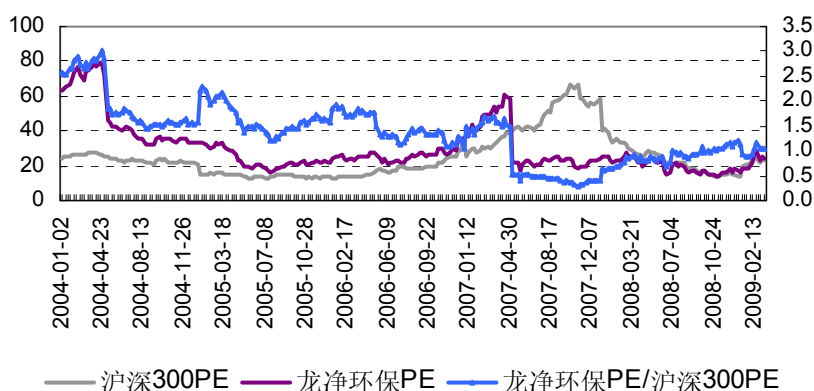
在 A 股市场上要寻找龙净环保相对估值的参考是比较困难的，和龙净环保业务最相近，最可比的公司是菲达环保。而菲达环保最近几年盈利一直较差，难于用 PE 估值来衡量。因此我们从历史的角度来看待龙净环保的相对估值。

为了方便比较，我们选择沪深 300 指数的 PE 作为基准（选用上年盈利作为计算基础）。我们可以发现，一般来说在大盘表现较好的时候，龙净环保相对大盘的估值（龙净环保 PE/沪深 300PE）较低，而在大盘表现较好的时候龙净环保相对大盘的估值（龙净环保 PE/沪深 300PE）较高。从历史上来看，龙净环保 PE 估值的底限在 20 倍左右。

因此我们认为给予公司 2009 年 EPS20 倍的 PE 比较合理的，考虑到公司是国内除尘和脱硫业务的龙头企业，这样的估值具有一定的安全边际。

图表 6：龙净环保估值和沪深 300 的比较

龙净环保历史 PE 和沪深 300PE



资料来源：光大证券研究所

投资建议

考虑到历史上龙净环保相对估值底限 PE 在 20 倍左右，而且龙净环保未来几年业绩依然有较好的增长，公司是国内除尘和脱硫业务的龙头企业，结合 DCF 估值 19.7 元的价值，我们认为给予公司 2009 年 20 倍的 PE 是有较好的安全边际的，给予公司 20.04 元的目标价，相对于公司目前 17.93 的股价，仍有 12% 的上涨空间，给予公司“增持”的投资评级。

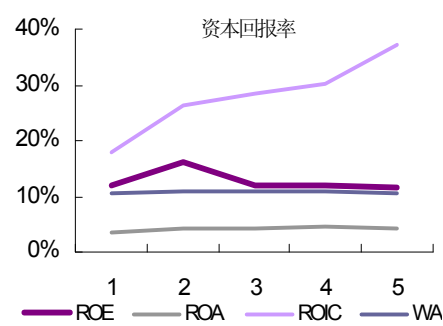
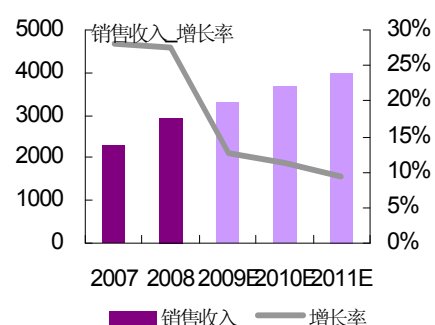
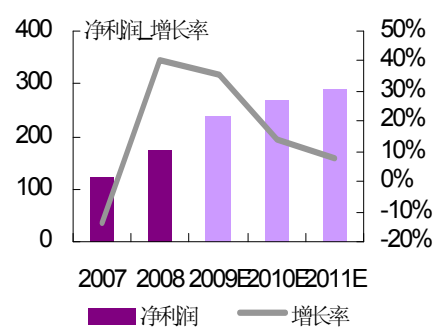
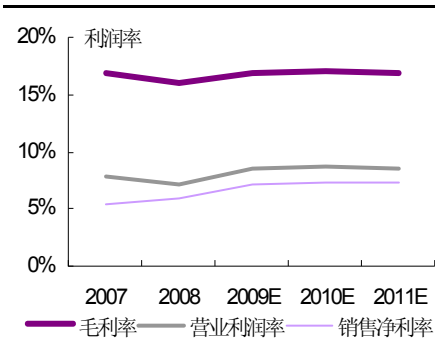
虽然对于机构投资者来说，二级市场的股价并不具有特别的吸引力，但是考虑到公司正在准备增发，增发价格 11.04 元/股，增加的价格较合理价格存在 45% 的折让，具备足够的安全边际。如果公司开始增发的话，建议机构投资者积极参与。

风险分析

火电机组脱硫设施覆盖率提高低于预期

我们认为公司脱硫业务维持快速增长的一个前提是火电机组脱硫设施覆盖率继续提高，每年大约有 5000 万千瓦左右的老机组安装脱硫设施。如果火电机组脱硫设施覆盖率提高低于我们的预期，那么可能导致公司的脱硫业务增长低于我们的预期。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,290	2,918	3,411	3,894	4,272
营业成本	1,903	2,453	2,858	3,263	3,581
EBITDA	188	226	299	344	376
折旧和摊销	25	30	34	37	39
销售费用	55	61	71	81	89
管理费用	114	158	185	211	231
财务费用	7	10	6	5	10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	19	2	1	1	1
营业利润	179	207	268	308	332
利润总额	124	175	268	308	332
少数股东损益	4	8	0	0	0
归属母公司净利润	124.29	174.50	227.86	261.46	282.21

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	3,541	4,172	5,512	6,290	6,994
流动资产	2,986	3,674	4,989	5,696	6,385
货币资金	411	430	1,235	1,490	1,824
交易型金融资产	0	0	64	64	64
应收账款	452	523	614	701	769
应收票据	93	32	38	43	47
其他应收款	93	104	112	120	126
存货	1,421	2,014	2,344	2,676	2,937
可供出售投资	160	50	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	62	44	44	45	45
固定资产	184	227	325	397	425
无形资产	73	73	69	65	62
总负债	2,455	3,034	3,513	4,029	4,536
无息负债	2,125	2,953	3,432	3,908	4,365
有息负债	331	81	81	121	171
股东权益	1,086	1,138	1,999	2,261	2,459
股本	167	167	224	224	224
公积金	585	541	1,157	1,199	1,244
未分配利润	311	422	616	838	993
少数股东权益	31	42	42	42	42

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-122	310	302	318	426
净利润	124	175	228	261	282
折旧摊销	25	30	34	37	39
净营运资金增加	179	79	861	233	466
其他	-449	26	-821	-213	-361
投资活动产生现金流	16	-2	-126	-100	-50
净资本支出	55	142	142	102	92
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-38	-144	-268	-201	-141
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	57	0	0
债务净变化	134	-250	0	40	50
其它长期负债变化	2,181	828	479	476	456
净现金流	-48	-6	805	255	333

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	28.08%	27.39%	16.91%	14.18%	9.69%
净利润增长率	-13.78%	40.39%	30.58%	14.75%	7.94%
EBITDA 增长率	-12.35%	20.17%	32.33%	14.77%	9.49%
EBIT 增长率	-12.03%	20.17%	21.29%	14.13%	9.15%
EPS 增长率	-13.78%	40.39%	-2.82%	14.75%	7.94%
估值指标					
PE	25	18	18	16	15
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	16	12	10	8	7
EV/EBIT	16	12	11	9	7
EV/NAPLAT	16	13	13	10	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	4	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	26.56%	15.94%	16.20%	16.20%	16.17%
EBITDA 率	8.22%	7.75%	8.78%	8.82%	8.81%
EBIT 率	8.22%	7.75%	8.04%	8.04%	8.00%
税前净利润率	7.90%	7.42%	7.86%	7.90%	7.78%
税后净利润率	5.43%	5.98%	6.68%	6.71%	6.61%
ROA	3.61%	4.38%	4.14%	4.16%	4.04%
ROE	11.77%	16.07%	11.40%	11.57%	11.49%
ROIC	25.51%	31.25%	31.65%	34.00%	41.69%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.14	-0.31	-0.58	-0.61	-0.67
资产负债率	69.34%	72.73%	63.73%	64.06%	64.85%
流动比率	1.27	1.24	1.46	1.46	1.47
速动比率	0.66	0.56	0.77	0.78	0.79
每股指标					
EPS	0.74	1.04	1.02	1.17	1.26
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.38
每股经营现金流	-	1.86	1.35	1.42	1.90
每股净资产	6.50	6.81	8.91	10.08	10.96
每股销售收入	13.71	17.47	15.20	17.36	19.04
每股 EBITDA	1.13	1.35	1.33	1.53	1.68

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

开文明，2007 年 11 月加盟光大证券研究所。2007 年复旦大学经济学院硕士毕业，2001 年获得上海交通大学国际航运专业学士学位。曾担任毕马威华振会计师事务所风险咨询部顾问和 IT 行业咨询顾问等职。2008 年新财富交通运输行业共同入围。

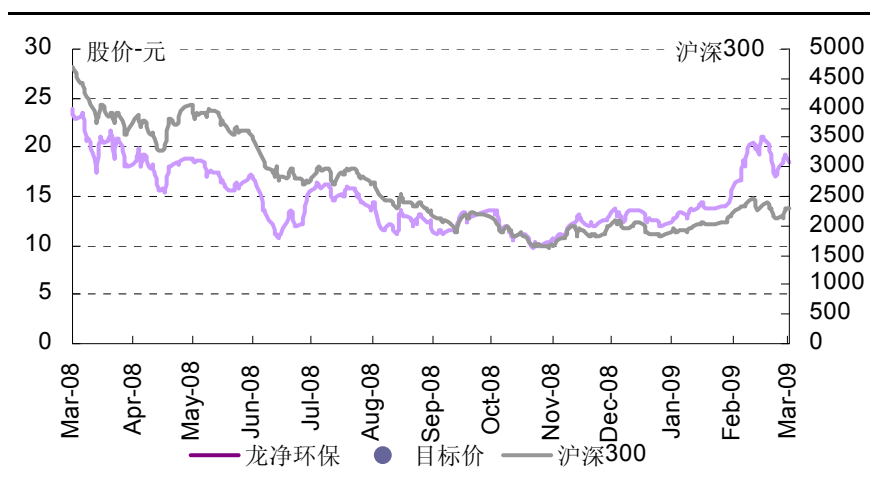
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

龙净环保（600388）

分析师：开文明



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峰	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。