

龙净环保 (600388)

大浪淘沙 方显英雄本色

——公司调研报告

	吕娟	康凯
	021-38676139	0755-23976023
	lvjuan@gtjas.com	kangkai@gtjas.com
	S0880209110640	S0880209030388

本报告导读:

公司增长动力来自四个方面: 火电传统市场份额的提升、出口市场的拓展、脱硝业务的启动、以及钢铁烧结脱硫业务的增长。

投资要点:

- 受存量与需求结构差异的影响, 在火电新建速度放缓的相同背景下, 公司除尘和脱硫业务表现出了不同的增长态势——脱硫订单下滑, 除尘订单继续增长。
- 公司脱硫订单下滑的原因: 首先, 脱硫行业下游需求基本来自火电, 2009 年国家才从钢铁行业入手抓非火电行业脱硫; 其次, 脱硫行业起步较晚, 需求以新建需求为主。所以, 当火电新建速度放缓, 非火电需求刚开始启动的情况下, 受影响较大。
- 除尘订单继续增长的原因: 首先, 除尘下游比较宽泛, 包括火电、钢铁、水泥等; 其次, 目前很多除尘设备已经老化, 进入更新换代期。所以, 虽然火电新建速度放缓, 但是更新换代需求和非火电需求使得除尘业务能够继续增长。
- 公司未来增长动力: 1、凭借技术、质量、成本控制与规模优势, 提高在火电传统领域的市场份额; 2、拓展出口市场, 预计出口市场容量至少 200 亿美元; 3、大力发展脱硝业务, 预计脱硝年均市场 100 亿元左右; 4、拓展钢铁烧结脱硫, 预计至 2011 年年均需求近 8 亿元。
- 目前公司手持订单近 60 亿元, 以除尘居多。我们认为未来 3 年除尘业务增长较快; 受益市场份额提高、脱硫 BOT 项目增多, 除尘脱硫盈利能力均有提升空间。预计 2010-2012 年 EPS 分别为 1.36、1.68、1.96 元, 维持 42 元目标价和增持评级。
- 主要风险: 限售股解禁, 短期股价有下跌风险; 钢材涨价的风险; 火电行业大气污染物排放新标准延期出台的风险。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,918	3,417	3,524	4,082	4,681
(+/-)%	27%	17%	3%	16%	15%
经营利润 (EBIT)	217	312	318	395	461
(+/-)%	17%	44%	46%	24%	17%
净利润	175	258	282	349	407
(+/-)%	40%	48%	9%	24%	17%
每股净收益 (元)	0.84	1.24	1.36	1.68	1.96
每股股利 (元)	0.45	0.50	0.54	0.67	0.78

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	8%	10%	10%	11%	11%
净资产收益率 (%)	15%	13%	13%	14%	15%
投入资本回报率 (%)	27%	31%	28%	32%	34%
EV/EBITDA	17.5	12.4	12.0	9.6	8.3
市盈率	30.8	20.9	19.0	15.4	13.2
股息率 (%)	1.7%	1.9%	2.1%	2.6%	3.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 42.00

上次预测: 42.00

当前价格: 25.84

2010.06.10

交易数据

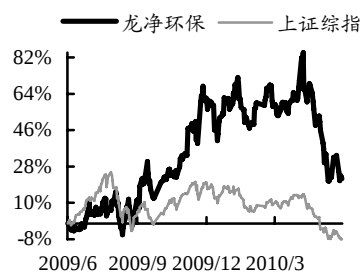
52 周内股价区间 (元)	19.79-39.31
总市值 (百万元)	5,372
总股本/流通 A 股 (百万股)	208/208
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	146

资产负债表摘要 (03/2010)

股东权益 (百万元)	1,995
每股净资产	9.60
市净率	2.7
净负债率	-42.79%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.15	0.17
Q2	0.45	0.30
Q3	0.27	0.40
Q4	0.38	0.49
全年	1.24	1.36

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-19%	-24%	22%
相对指数	-9%	-8%	29%

相关报告

《龙净环保公司 2010-05-26 调研提纲》	2010.05.20
《手持订单饱满 未来受益环保新标准》	2010.04.16
《基本面良好 受益低碳经济》	2009.11.16
《手持订单充足 环保主业后续增长可期》	2009.10.29
《地产辅业绽放异彩 环保主业持续开花》	2009.08.30

模型更新时间: 2010.06.10

股票研究

工业
资本货物

龙净环保 (600388)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 42.00

上次预测: 42.00

当前价格: 25.84

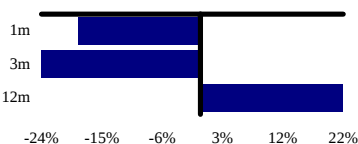
公司网址

www.longking.com.cn

公司简介

公司是我国环境保护除尘行业的首家上市公司,也是国内机电一体化专业设计制造除尘装置和烟气脱硫装置等大型研发生产基地,企业实力和产品的产销量位居行业龙头地位。公司引进了美国、德国、澳大利亚等多项技术,主要产品包括电除尘器、烟气脱硫装置、气力输送装置等,技术水平达到当前国际先进水平并居国内领先地位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

19.79-39.31

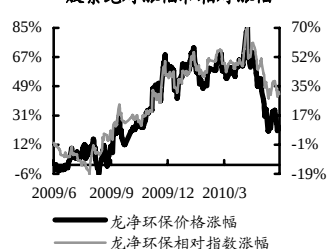
市值 (百万)

5,372

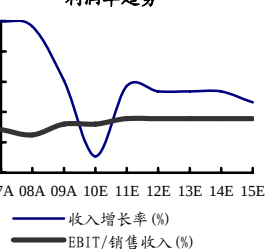
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,290	2,918	3,417	3,524	4,082	4,681	5,363	6,160	6,939
营业成本	1,903	2,453	2,743	2,881	3,326	3,806	4,360	5,007	5,637
税金及附加	34	20	57	28	33	37	43	49	56
营业费用	55	61	71	74	85	98	112	129	145
管理费用	114	158	220	226	245	281	311	357	402
EBIT	186	217	312	318	395	461	539	619	700
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	2	2	2	2	2	2	2	2
财务费用	7	10	-1	-18	-20	-23	-26	-30	-35
营业利润	179	207	313	336	415	484	565	649	735
所得税	53	34	60	56	69	80	105	121	137
少数股东损益	4	8	9	10	12	14	16	18	21
净利润	124	175	258	282	349	407	464	533	603
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	411	430	1,045	1,152	1,318	1,509	1,730	1,990	2,305
其他流动资产	2,575	3,244	3,176	3,565	4,075	4,636	5,339	6,122	6,893
长期投资	237	108	173	137	137	143	140	140	141
固定资产合计	232	305	357	420	450	452	465	469	468
无形及其他资产	85	85	136	141	147	153	159	165	170
资产合计	3,541	4,172	4,886	5,416	6,127	6,893	7,832	8,886	9,976
流动负债	2,358	2,966	2,845	3,182	3,644	4,126	4,745	5,430	6,107
长期负债	98	68	25	29	30	34	37	40	43
股东权益	1,086	1,138	2,016	2,204	2,452	2,733	3,050	3,416	3,826
投入资本(IC)	708	686	829	958	1,038	1,128	1,234	1,344	1,448
现金流量表									
NOPLAT	131	183	254	267	332	387	442	508	574
折旧与摊销	21	24	27	34	42	48	52	57	62
流动资金增量	278	(82)	43	66	54	93	100	116	114
资本支出	8	72	52	92	67	45	60	56	55
自由现金流	439	198	376	459	495	573	654	736	806
经营现金流	(122)	310	214	248	335	362	417	476	550
投资现金流	16	(2)	(109)	(65)	(75)	(59)	(66)	(65)	(64)
融资现金流	57	(314)	468	(75)	(94)	(111)	(131)	(151)	(170)
现金流净增加额	(48)	(6)	573	108	166	192	221	260	315
财务指标									
成长性									
收入增长率	28%	27%	17%	3%	16%	15%	15%	15%	13%
EBIT 增长率	-12%	17%	44%	46%	24%	17%	17%	15%	13%
净利润增长率	-14%	40%	48%	62%	24%	17%	14%	15%	13%
利润率									
毛利率	17%	16%	20%	18%	19%	19%	19%	19%	19%
EBIT 率	8%	7%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
净利润率	5%	6%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%
收益率									
净资产收益率(ROE)	11%	15%	13%	13%	14%	15%	15%	16%	16%
总资产收益率(ROA)	4%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
投入资本回报率(ROIC)	19%	27%	31%	28%	32%	34%	36%	38%	40%
运营能力									
存货周转天数	231	252	254	249	247	246	245	245	247
应收账款周转天数	68	66	62	65	63	63	63	63	63
总资产周转天数	507	482	484	533	516	508	501	495	496
净利润现金含量	(0.98)	1.78	0.83	0.88	0.96	0.89	0.90	0.89	0.91
资本支出/收入	0%	2%	2%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
偿债能力									
资产负债率	69%	73%	59%	59%	60%	60%	61%	62%	62%
净负债率	-7%	-31%	-51%	-51%	-53%	-54%	-56%	-57%	-59%
估值比率									
PE	43.2	30.8	20.9	19.0	15.4	13.2	11.6	10.1	8.9
PB	4.9	4.7	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	35.8	18.4	20.3	17.5	12.4	12.0	9.6	8.3	7.1
P/S	2.3	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率	1.3%	1.7%	1.9%	2.1%	2.6%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%

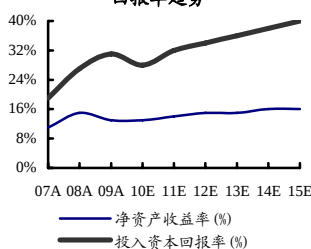
股票绝对涨幅和相对涨幅



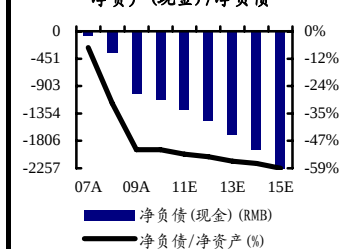
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

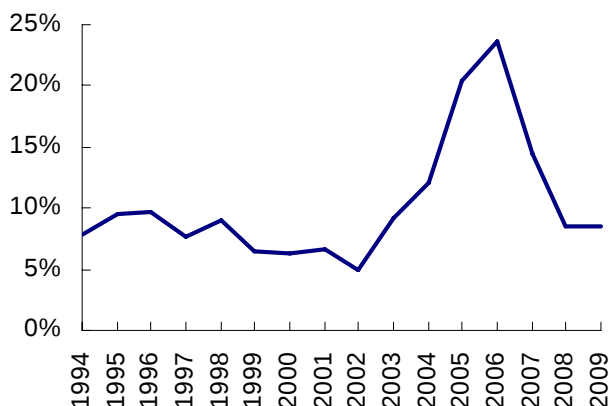


1. 近况及原因分析

1.1. 近况

随着国家对能源结构的调整,火电新建速度放缓是个不争的事实。火电作为烟尘、二氧化硫等大气污染物的重要排放源,其新建机组量直接关系到除尘、脱硫设备的需求。不过受存量与需求结构差异的影响,在火电新建速度放缓的相同背景下,公司除尘和脱硫业务表现出了不同的增长态势——脱硫订单下滑,除尘订单继续增长。

图 1: 火电新建速度放缓



数据来源: 国泰君安证券研究

1.2. 脱硫订单下滑的原因分析

首先,脱硫下游基本是火电行业,2009 年国家才从钢铁行业入手,抓非火电行业二氧化硫的排放;其次,2003 年前后我国才开始大规模控制火电二氧化硫的排放,至此不超过 10 年的时间,脱硫需求以新建需求为主,更新换代需求较少。所以,当火电新建速度放缓,非火电需求刚开始启动的情况下,脱硫需求受影响较大,出现了订单下滑的局面。

1.3. 除尘订单继续增长的原因分析

首先,除尘下游比较宽泛,包括各大高污染、高耗能行业,比如火电、钢铁、水泥等;其次,80 年代后期我国就开始抓烟尘和粉尘控制,目前很多除尘设备已经老化,进入更新换代期。所以,虽然火电新建速度放缓,但是更新换代需求和非火电需求使得除尘业务能够继续增长。

2. 公司未来增长动力分析

2.1. 提高在火电传统领域的市场份额

凭借技术、质量、成本控制与规模等核心竞争优势,公司连续多年保持除尘行业龙头地位,市场份额在 15%左右;自 2003 年正式进入火电脱硫行业,成为增长最迅速的企业,目前行业排名在前 4 位,市场份额在 11%左右。

在目前火电新建速度放缓的情况下,我们认为至少有两个因素有利于公司进一步提高在火电领域的市场份额: 1、火电机组上大压小,火电业主更愿意与公司这样的大型环保企业合作,中小型企业生存环境不佳;

2、根据 2009 年 6 月发布的《火电行业大气污染物排放标准》征求意见稿，环保部门将对火电行业烟尘和二氧化硫排放提出更高的要求，现有除尘环保设备将有相当部分需要改造，公司具有明显的技术与质量优势，更容易获得改造需求市场。

2.2. 拓展出口市场

公司出口面临三大机会：1、美欧企业基本退出除尘脱硫设备市场，与日本企业相比，公司性价比优势非常突出；2、美欧日除尘脱硫设备正处于更新换代期；3、以印度、越南、印尼为代表的东南亚国家火电建设处于高峰期，需要大量的除尘脱硫设备。根据相关环保企业公布的海外合同情况，我们估计出口市场规模至少 200 亿美元。公司已经组建专业团队，负责开拓海外市场，目前已经获得印度、印尼等海外市场订单。

2.3. 大力发展脱硝业务

根据 2009 年 6 月发布的《火电行业大气污染物排放标准》征求意见稿，环保部门将把烟气脱硝纳入环保要求，这意味着脱硝政策即将到位，烟气脱硝市场有望正式启动。目前脱硝项目单价在 100 元/KW 左右，预计新标准出台后，脱硫每年市场容量在 100 亿元左右。

截止目前，公司已经做过 8 台脱硝装置，属于行业内较早进入脱硝行业的企业，拥有比较丰富的经验。脱硝市场正式启动后，可以较快地获得市场份额。

2.4. 拓展钢铁烧结脱硫市场

2009 年 7 月工信部发布《钢铁行业烧结烟气脱硫实施方案》，规定到 2011 年，新增烧结机脱硫面积 15800 m²，形成脱硫能力 20 万吨。

而截至 2009 年 5 月底，我国已实现的烧结脱硫面积只有 6312m²，脱硫能力只有 8.2 万吨。这意味着在两年多的时间内，全国要新增烧结脱硫面积 9,488 m²，新增脱硫能力 11.8 万吨。根据公司梅钢烧结脱硫项目，烧结脱硫单价在 20 万元/m² 左右，也就是说 2009 年 5 月至 2011 年平均每年钢铁烧结脱硫市场接近 8 个亿。

在大型烧结脱硫尚无全国性推广技术的情况下，公司为梅钢 400 m² 大型烧结机实施的干法脱硫项目成功运行近一年，有望成为行业标杆。在梅钢项目的基础上，公司不仅继续拿下宝钢炼铁厂 495 m² 大型烧结机干法脱硫项目，而且有望获得更多的钢铁烧结脱硫市场。

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 订单构成

2009 年公司新接订单 35 亿元，其中火电除尘订单 17 亿多，水泥等非火电除尘订单 7 亿多，脱硫订单 8 个多亿，气力输送订单 1 亿多。2010 年一季度公司新接订单略超 10 亿，其中除尘订单 7 亿多，脱硫订单 2 亿多。目前，公司手持订单 60 亿元左右，以除尘居多。

图 2: 2009 年全年新接订单构成示意图

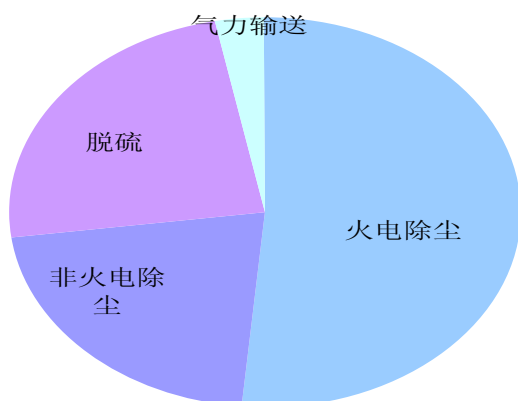
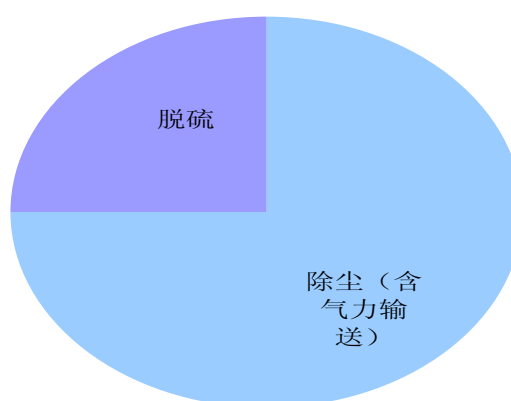


图 3: 2010 年一季度新接订单构成示意图



数据来源: 国泰君安证券研究

3.2. 基本假设

基于现有的订单结构与增长动力分析, 预计未来 3 年内, 除尘业务将保持较快增长。基于市场份额提升的预期, 预计除尘业务毛利率有提示空间。基于市场份额提升和脱硫 BOT (现有脱硫 BOT 项目净利率水平高达 15%左右) 业务增多的预期, 预计脱硫业务毛利率也有提升空间。

3.3. 盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.36、1.68、1.96 元, 同比增长分别为 9%、24%、17%。2010 年业绩增速较低的原因, 主要在于 2009 年作为非主业的地产业务贡献了 0.26 元业绩, 而 2010-2012 年业绩均不含地产业务。如果剔除 2009 年地产业绩, 那么 2010-2012 年业绩同比增长分别为 39.2%、23.7%、16.5%。基于环保行业估值水平, 我们维持公司 42 元目标价和增持评级。

表 1: 盈利预测

主要财务数据	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	2,918	3,417	3,524	4,082	4,681
同比%	27%	17%	3%	16%	15%
经营利润 (百万)	217	312	318	395	461
同比%	17%	44%	46%	24%	17%
净利润 (百万)	175	258	282	349	407
同比%	40%	48%	9%	24%	17%
每股净收益 (元)	0.84	1.24	1.36	1.68	1.96
每股股利 (元)	0.45	0.50	0.54	0.67	0.78

数据来源: 国泰君安证券研究

4. 风险因素

4.1. 参与增发的限售股解禁, 短期股价有下跌风险

目前参与公司 2009 年 5 月定向增发的 4,090 万股限售股均已解禁, 该部分限售股获利颇丰 (增发价 15.5 元/股), 短期有抛售预期。在目前大盘低迷的情况下, 预计将对公司短期股价造成打压。

4.2. 钢材涨价的风险

公司钢材成本占比 50%左右，如果钢材价格上涨，将对毛利率水平构成不利影响。公司非常重视钢材采购成本，基本每月召开会议讨论钢价走势，2009 年年底用 2 亿多资金存储了低价钢材。所以，2010 年上半年钢价上涨目前对公司没有影响，因为公司现在用的还是去年买的低价钢。

4.3. 火电行业大气污染物排放新标准延期出台的风险

《火电行业大气污染物排放标准》征求意见稿公布已经一年时间，我们从业内人士了解到，由于效益不佳，火电企业有意游说新标准晚些出台。如果新标准延期出台的话，意味着火电除尘、脱硫仍执行 2003 年发布的标准，脱硝市场仍然处于政策缺位状态，不利于除尘、脱硫设备的改造需求，脱硝市场大规模启动可能落空。

作者简介:**吕娟:**

河海大学机械电子工程专业学士，法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生，复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券，从事机械行业研究。

康凯:

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		