

紫金入股赋能资源+客户，打造新能源平台

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(首次)

核心观点

基本数据	2023-04-18
收盘价(元)	17.95
流通股本(亿股)	10.80
每股净资产(元)	6.65
总股本(亿股)	10.80

最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002
zhangyc02@ctsec.com

分析师 张磊

SAC 证书编号: S0160522120001
zhanglei02@ctsec.com

相关报告

- ❖ **环保行业领头羊，历史遗留问题逐步解决：**ST 龙净为前身龙岩无线电厂，以高压硅堆产品起家，后转型环保领域，聚焦大气污染治理并通过引进国外先进技术取得行业领先地位。2022 年因内控问题被 ST，2023 年 4 月 5 日公司公告显示相关问题已获处置，并已提交摘帽申请。同时，华泰股权问题尘埃落定，被非法占用的 15.48 亿元股权转让款已获保全，等待最终仲裁结果。
- ❖ **环保业务稳定增长，大气污染治理仍有增量空间：**公司是环保行业龙头企业，2022 年上半年营业收入在上市同行业公司中位居第一。公司毛利率在 2020 见底后持续回升，近三年分别为 21.62%、23.18%、23.4%。受益于下游火电新增核准装机量的大幅提升，公司大气污染治理业务需求有望持续增长。
- ❖ **紫金入股形成业务协同，绿电业务有望获得较好盈利能力：**2022 年 5 月 9 日，公司发布公告称，紫金矿业通过收购公司原控股股东 15.02% 股份（目前 14.99%）以及共 25.04% 的表决权而成为公司控股股东，有望在新能源业务上与公司形成协同。紫金绿色矿山建设对清洁能源需求量大，公司绿电业务主要服务于紫金。黑龙江宝山项目一期共规划 200MW 风光项目，包括 40MW 光伏与 160MW 风电，预计 2023Q4 建成投产。
- ❖ **发挥资源优势，打通储能全产业链。**紫金加速推进锂矿资源布局，阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿均在建，其中湖南项目一期 30 万吨/年已建成投产，截至 22 年底，紫金碳酸锂资源量超过 1,200 万吨。公司目前规划有 5GWh 电芯、6GWh 储能系统及 5GWh PACK 与系统集成项目，预计 2024 年开始放量，并有望成为公司第二大收入来源。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 135.75/194.80/233.56 亿元，归母净利润 11.86/16.77/24.35 亿元。对应 PE 分别为 16.34/11.56/7.96 倍，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新能源项目进度不及预期的风险、价格及毛利率下降的风险、ST 可能存在摘帽延后风险、储能订单不及预期的风险、市场竞争加剧的风险

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11297	11880	13575	19480	23356
收入增长率(%)	10.96	5.16	14.27	43.50	19.90
归母净利润(百万元)	860	804	1186	1677	2435
净利润增长率(%)	22.42	-6.52	47.46	41.41	45.17
EPS(元/股)	0.80	0.75	1.10	1.55	2.25
PE	10.78	19.53	16.34	11.56	7.96
ROE(%)	12.49	10.88	13.82	16.35	19.18
PB	1.34	2.12	2.26	1.89	1.53

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	公司简介：环保行业领头羊，历史遗留问题逐步解决.....	4
1.1	基本概况：产品种类多元，产业链一体化引领者.....	4
2	环保业务稳定增长，大气治理业务仍有发展空间.....	6
2.1	财务表现：营收毛利稳步增长.....	6
2.2	传统环保业务：新核准煤电装机量为大气治理业务带来增量空间.....	8
3	新能源业务：紫金入股形成业务协同，打造业绩增长新动能.....	9
3.1	达成股权转让协议，紫金矿业成为龙净控股股东.....	9
3.2	绿电业务：服务于紫金矿业双碳目标.....	9
3.3	储能业务：市场空间巨大，资源优势打通储能全产业链.....	12
4	盈利预测与投资评级.....	15
4.1	盈利预测.....	15
4.2	投资评级.....	16
5	风险提示.....	17

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	公司主要业务及产品.....	5
图 3.	公司 EPC 模式流程.....	5
图 4.	华泰保险事件时间线.....	6
图 5.	2017-2022 公司营业收入及同比增速（亿元）.....	6
图 6.	2017-2022 公司收入产品结构.....	6
图 7.	2017-2022 公司期间费用率情况.....	7
图 8.	2017-2022 年公司毛利率水平.....	7
图 9.	2017-2022 公司净利润及同比增速（亿元）.....	7
图 10.	2019-2022 我国新增火电累计投资额增速（%）.....	8
图 11.	2016-2022 我国新核准煤电装机容量（GWh）.....	8
图 12.	2022H1 主要上市环保企业营业收入（亿元）.....	8
图 13.	2022 年末公司股权结构.....	9
图 14.	紫金矿业低碳转型规划.....	10

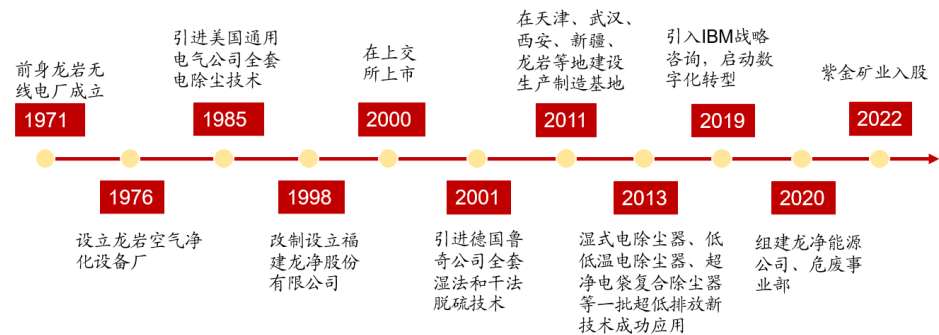
图 15. 紫金矿业集团绿色矿山分布.....	11
图 16. 紫金矿业清洁能源目标.....	11
图 17. 公司风光电站主要服务紫金矿山.....	11
图 18. 2017-2023 全球电化学储能装机累计规模预测	13
图 19. 2017-2023 中国电化学储能装机累计规模预测	13
图 20. 紫金矿业海外矿产资源分布.....	13
图 21. 紫金矿业国内矿产资源分布.....	13
图 22. 公司储能产业链.....	14
表 1. 近年国家层面主要储能政策.....	12
表 2. 紫金矿业锂矿资源布局.....	14
表 3. 公司储能产业布局.....	15
表 4. 公司分业务收入及毛利率.....	16
表 5. 可比公司估值（截至 2023.04.18）	16

1 公司简介：环保行业领头羊，历史遗留问题逐步解决

1.1 基本概况：产品种类多元，产业链一体化引领者

硅堆起家，聚焦环境生态保护业务。1971年，公司前身龙岩无线电厂成立，以高压硅堆产品起家。1976年，公司设立新厂龙岩空气净化设备厂，聚焦环保业务。1998年公司改制设立福建龙净股份有限公司，并于2000年在上交所上市。公司通过引进国外先进环保技术在国内处于行业领先地位，2008年公司大气污染治理产品销售额名列全国第一并持续至今。目前公司在全国建立了11个研发生产基地，产业布局辐射全国并出口欧洲、亚洲、非洲、南美洲等四十多个国家和地区，是全球最大环保装备研发制造商。2022年，紫金矿业入股，成为公司第一大股东，公司确立了“环保+新能源”双轮驱动的发展战略，开始布局新能源领域。

图1.公司发展历程



数据来源：公司官网、财通证券研究所

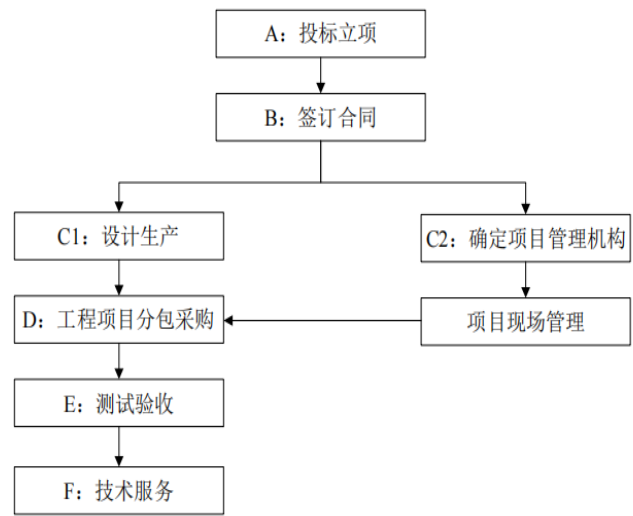
业务覆盖全面，产品与业务模式丰富。公司传统环保业务主要覆盖四大领域，包括大气污染治理、水污染治理、固危废处置、生态修复及保护，主要为客户提供生态环境综合治理系统解决方案。业务模式方面，目前公司形成了“高端装备制造、EPC工程服务、环保设施运营”相辅相成的模式：依托全国范围内的生产制造基地为客户提供设备、项目装备产品；日常订单式业务方面，通过EPC按照合同要求对工程建设项目的的设计、采购、施工、运营等环节对业务实行总承包，保证项目流程的进度与质量；环保设施运营方面提供包括BOO、BOT、BOOT等多种运营形式，根据具体项目进行选择。

图2.公司主要业务及产品

业务领域	主要产品与服务
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、智能环保输送系统、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等
水污染治理	工业废水处理、市政污水处理
固危废处置	垃圾焚烧发电、危废处置、污泥处理处置
生态修复及保护	主要提供一站式整体修复方案以及“山水林田湖草沙”综合治理，打造环境修复全产业链

数据来源：公司官网、财通证券研究所

图3.公司 EPC 模式流程



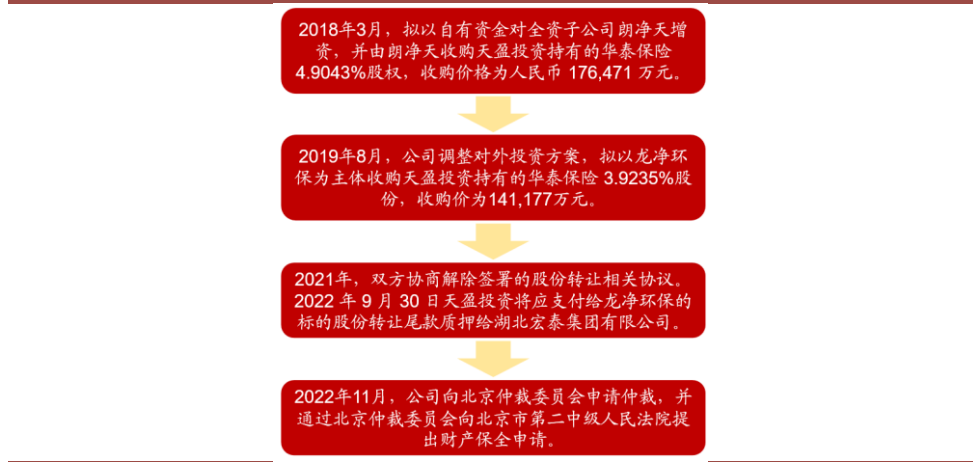
数据来源：20230405 公司回复问询函、财通证券研究所

因内控问题 ST，已提交摘帽申请。2022 年 4 月，公司发布了容诚会计师事务所出具的 2021 年度保留意见审计报告。报告指出，公司向名筑建工集团有限公司、顶丞建工集团有限公司、森帝木业及西藏思汇锦工贸有限公司支付的预付款、工程款由于缺乏相关审计证据，从而无法判断其商业实质及其合理性，认为公司未能在所有重大方面保持有效的财务报告内部控制。2022 年 5 月 6 日，上交所对其实施其他风险警示。2023 年 3 月 18 日，公司披露了容诚会计师事务所出具的《2021 年度内部控制审计报告否定意见涉及事项影响已消除的审核报告》，2023 年 4 月 5 日，公司发布公告称已提交摘帽申请。该事件主要涉及公司原控股股东非法占用资金累计达 4.32 亿元，截止 2022 年 5 月 30 日，占用本金已全额偿还完毕；资金占用所产生的占用利息共计 0.15 亿元，已于 2022 年 10 月全额收取完毕。目前公司已更换控股股东并优化内控制度，有望完成摘帽流程。

华泰风波尘埃落定。2022 年 12 月 31 日，公司发布公告宣布终止对于华泰保险的股权投资。早在 2018-2019 年，公司向天盈投资收购其持有 3.92% 的华泰保险股份，并向其支付 14.12 亿元股权转让款，2021 年双方解除股权转让协议，天盈投资应向公司退还 14.12 亿元股权转让款以及 1.36 亿元补偿款。2022 年 9 月 30 日，天盈投资未经龙净环保同意将股权转让款质押给湖北宏泰集团有限公司，致使公司无法收回相应的退款，目前公司已向公安机关报案。2023 年 4 月 5 日，公司回复上交所问询函显示，公司向北京仲裁委员会提出仲裁申请，已对天盈投资 15.48 亿存款账户进行冻结，对其持有的 1.73 亿股华泰保险股权进行保全，并实现了首

封。2022年，公司对该笔应收账款计提减值准备 9882 万元，对公司整体经营影响有限。

图4.华泰保险事件时间线



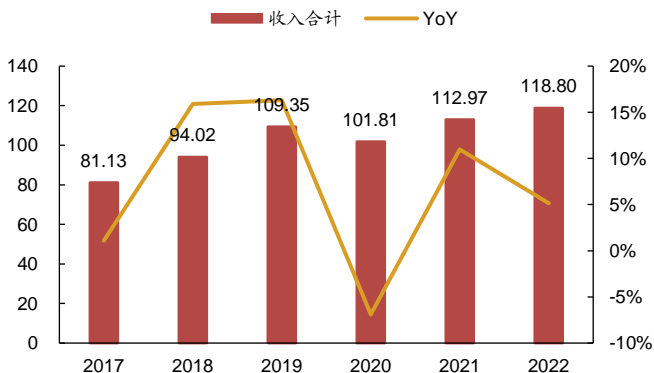
数据来源：公司公告整理、财通证券研究所

2 环保业务稳定增长，大气治理业务仍有发展空间

2.1 财务表现：营收毛利稳步增长

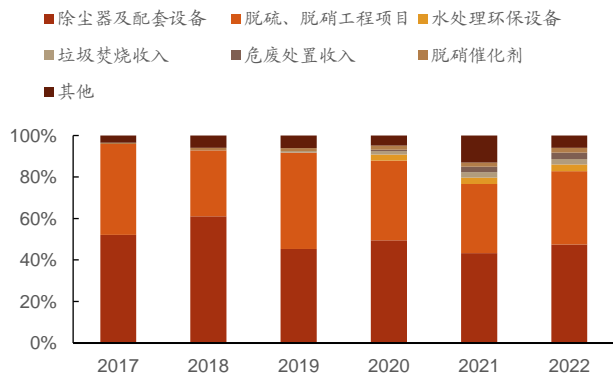
收入稳步增长，大气污染治理为核心业务。2017-2022年，除2020年受疫情影响公司营业收入同比下滑外，其余年份均稳步增长。2022年实现营业收入 118.8 亿元，同比增长 5.16%。就产品与服务而言，公司大气污染治理业务始终为核心业务，包括除尘器及其配套设备以及脱硫脱硝工程项目在内的大气治理业务始终贡献 75% 以上收入。

图5.2017-2022 公司营业收入及同比增速（亿元）



数据来源：东方财富 Choice、财通证券研究所

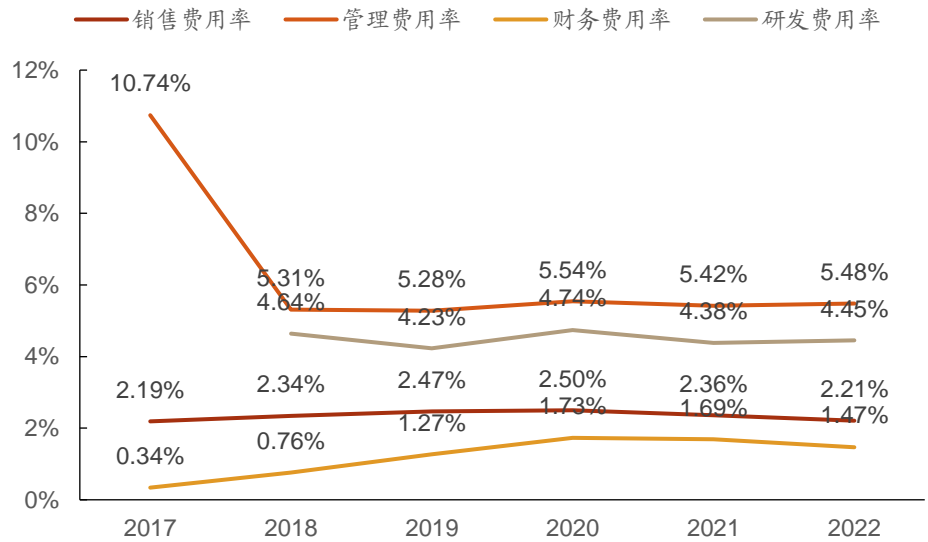
图6.2017-2022 公司收入产品结构



数据来源：东方财富 Choice、财通证券研究所

费用控制水平较好，期间费用率稳中有降。得益于公司较好的成本管控，2017-2022年各项费用率水平保持稳定，略有下降。近三年整体期间费用率分别为 14.51%、13.85%、13.61%。

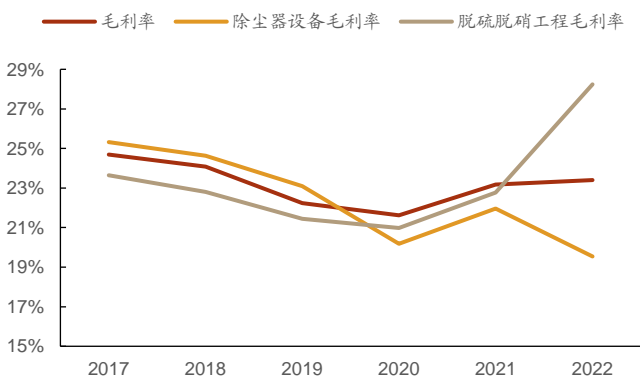
图7.2017-2022 公司期间费用率情况



数据来源：东方财富 Choice、财通证券研究所

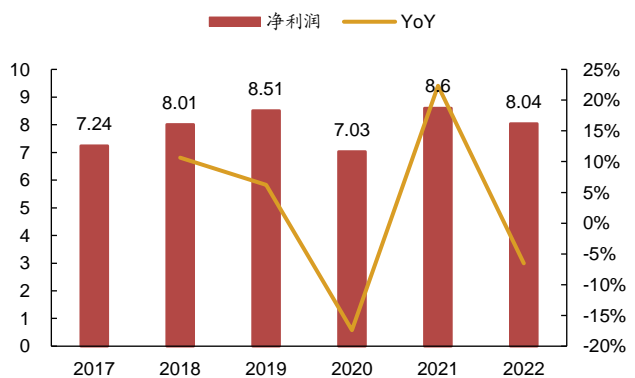
毛利率水平有所好转，华泰事件影响净利润。2017年-2020年公司毛利率水平呈现下降趋势，2020年见底后有所好转，2022年脱硫脱硝工程项目毛利率大幅提高带动整体毛利率水平上升，近三年公司毛利率分别为 21.62%、23.18%、23.4%。2022年公司实现净利润 8.04 亿元，同比下滑 6.51%，主要受华泰事件影响，计提信用减值损失 9882 万元导致利润减少，随着华泰事件逐步解决，这部分减值有望在日后进行冲回。

图8.2017-2022 年公司毛利率水平



数据来源：东方财富 choice、财通证券研究所

图9.2017-2022 公司净利润及同比增速（亿元）

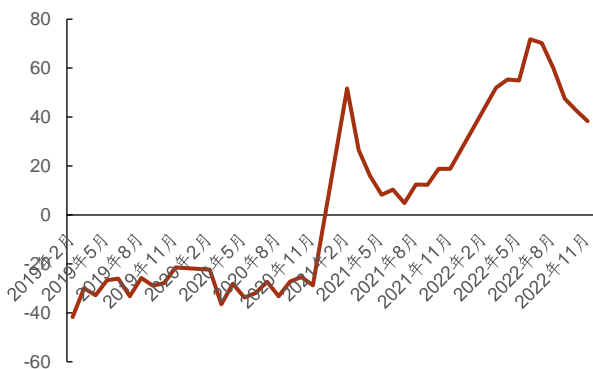


数据来源：东方财富 choice、财通证券研究所

2.2 传统环保业务：新核准煤电装机量为大气治理业务带来增量空间

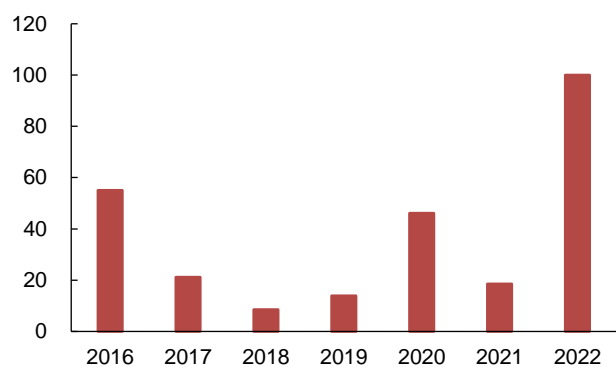
火电新增投资额快速增长，新核准煤电装机容量大幅提升有望带动大气治理业务增速提高。2023年1月29日，中国电联发布《2023年度全国电力供需形势分析预测报告》，预计2023年年底全国化石能源发电装机容量约13.3亿千瓦时，电力供需处于紧平衡状态。近年来政策面重新强调煤电作为支撑性能源的重要性，2022年国内新增火电投资额增长较快，新核准煤电装机容量大幅增长。根据Global Energy Monitor测算，2022年我国新核准煤电装机容量约100GWh，超过2021年的4倍。

图10.2019-2022 我国新增火电累计投资额增速 (%)



数据来源：东方财富 Choice、财通证券研究所

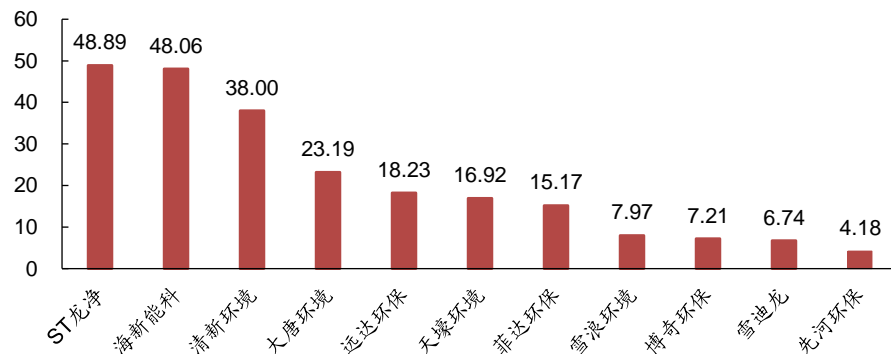
图11.2016-2022 我国新核准煤电装机容量 (GWh)



数据来源：GREENPEACE、Global Energy Monitor、财通证券研究所

作为大气污染治理行业龙头，将持续受益于下游火电装机量的提升。今年以来，我国为推动实现“双碳”战略，加快推进以煤电行业为代表的烟气超低排放、减污降碳协同治理，持续对大中型煤电机组、中小燃煤锅炉实行超低排放及节能降碳改造，对环保设备尤其是高效节能型脱硫脱硝设备的需求较大。公司在大气污染治理行业具有悠久历史以及领先的技术水平，市场排名前列，是下游需求增长的最大受益者之一。2022年上半年，公司实现营业收入48.89亿元，居上市主要环保企业首位。

图12.2022H1 主要上市环保企业营业收入 (亿元)



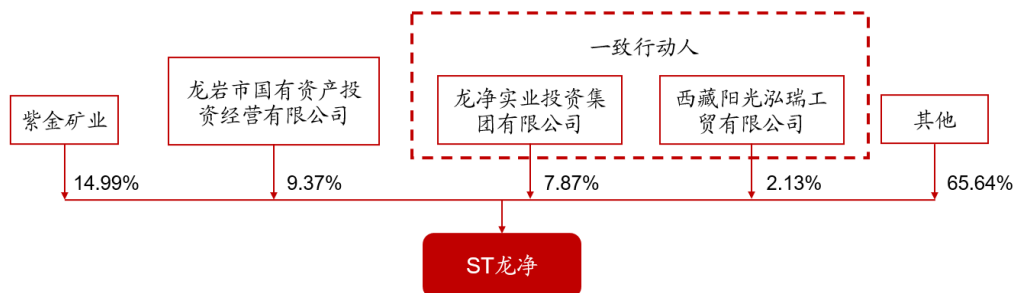
数据来源：东方财富 choice、财通证券研究所

3 新能源业务：紫金入股形成业务协同，打造业绩增长新动能

3.1 达成股权转让协议，紫金矿业成为龙净控股股东

2022年5月9日间，公司发布公告称控股股东龙净实业及其一致行动人阳光泓瑞、阳光瑞泽、林腾蛟先生、吴洁女士与紫金矿业签署《关于福建龙净环保股份有限公司的控制权转让协议》，紫金矿业通过协议转让持有公司股票合计1.61亿股，约占公司总股本的15.02%；同时龙净实业、阳光泓瑞将其持有的龙净环保剩余1.07亿股股份（占公司总股本的10.02%）的表决权全部委托给紫金矿业行使，紫金矿业享有25.04%表决权成为控制公司股份表决权比例最高的股东。截至2022年末，紫金矿业共持有公司14.99%股权以及25.01%的表决权。

图13.2022年末公司股权结构



数据来源：公司2022年报、财通证券研究所

控制权转让完成后，公司全面改组董事会和监事会，龙净部分管理层进入董事会。同时公司确立了“环保+新能源”双轮驱动的发展战略，通过紫金矿业自身的资源优势果断切入新能源行业，组建清洁能源、储能电芯及电池等团队，黑龙江多宝山、塞尔维亚、圭亚那等绿能发电项目开始实施，上杭储能电芯项目、龙净蜂巢储能电池PACK及系统集成项目开工建设。

3.2 绿电业务：服务于紫金矿业双碳目标

紫金是大型跨国矿业集团，低碳转型迫在眉睫。紫金矿业主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等工作，在中国15个省（区）和海外14个国家拥有重要矿业投资项目。采矿业历来是高能耗行业，矿产开采过程中通常伴随着大量的二氧化碳排放。林卫星和张芑涛等2022《“双碳”目标下矿产资源开发布局思考》一文指出，2020年全国20%以上

碳排放都是由金属矿产行业产生的，其中钢铁行业占我国碳排放总量 15%，有色金属占 6%，采矿业低碳转型对于实现低碳目标至关重要。

明确双碳目标，2029 年实现碳达峰，2050 年实现碳中和。2023 年 1 月，紫金矿业发布《应对气候变化行动方案》，报告对于短期、中期以及长期的低碳转型做出了部署，明确指出到 2025 年，单位工业增加值温室气体排放量下降 20%，到 2030 年可再生能源使用占比达到 30%以上。

图 14.紫金矿业低碳转型规划



数据来源：紫金矿业《应对气候变化行动方案》、财通证券研究所

紫金全面绿色矿山目标不断推进，与龙净绿电与环保业务产生协同。为实现双碳目标，紫金矿业不断推进绿色矿山建设，目前拥有 13 家国家级绿色矿山，5 家国家级绿色工厂，1 家省级绿色矿山，5 家省级绿色工厂，和一座国家矿山公园。且公司做出明确规划：2030 年所有矿山达到绿色矿山建设标准，所有冶炼加工企业达到绿色工厂建设标准。绿色矿山建设需要满足采矿作业清洁化，这既要求采矿过程中使用少污染的清洁能源，又需要在开采过程中严格控制废水、废气、废渣的达标排放，对排放的废物和能源实行再利用。紫金与龙净合作，能够实现两方面协同，一是通过采用新能源所发的绿电来抵消现有用电实现碳中和，二是通过龙净污染治理技术、环保设备制造以及 EPC 工程建设及运营管理等方面优势满足矿山的环保需求。

300MW 风电项目的投建。一期项目拟按照“自发自用为主”的原则建设，为紫金矿山提供电力支持。

3.3 储能业务：市场空间巨大，资源优势打通储能全产业链

源网荷三端政策发力，国内储能规模化进程加快。为实现双碳目标，近年来国家出台了一系列相关政策支持国内储能发展，将储能作为电力系统调节的重要手段。2021 年，国家发改委、国家能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，明确指出到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 3000 万千瓦以上。国家在源网荷各方面都出台了相应文件进行指导，发电侧方面明确了可再生能源并网消纳的责任主体，鼓励发电企业购买或自建储能调峰服务；电网侧方面，将新型储能纳入提供辅助服务的主体范围，形成电力辅助市场化机制。政策面的指导使得储能在电力市场的商业模式逐渐明晰。

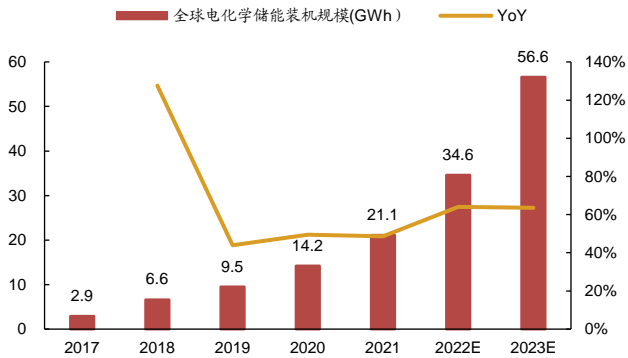
表1.近年国家层面主要储能政策

政策	时间	机构	主要内容
《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》	2021 年 02 月 25 日	国家发展改革委、国家能源局	通过优化整合本地电源侧、电网侧、负荷侧资源，以先进技术突破和体制机制创新为支撑，探索构建源网荷储深度融合的新型电力系统发展路径，主要包括区域（省）级、市（县）级、园区（居民区）级“源网荷储一体化”等具体模式。积极实施存量“风光水火储一体化”提升，稳妥推进增量“风光水（储）一体化”，探索增量“风光储一体化”，严控增量“风光火（储）一体化”。
《关于加快推动新型储能发展的指导意见》	2021 年 07 月 15 日	国家发展改革委、国家能源局	到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，装机规模达 3000 万千瓦以上。到 2030 年，实现新型储能全面市场化发展。
《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》	2021 年 7 月 29 日	国家发展改革委、国家能源局	引导市场主体多渠道增加可再生能源并网规模，电网企业要切实承担电网建设和可再生能源并网消纳的主体责任，统筹调峰能力建设和资源利用。鼓励发电企业自建储能或调峰能力增加并网规模，允许发电企业购买储能或调峰能力增加并网规模。
《电力辅助服务管理办法》	2021 年 12 月 21 日	国家能源局	将新型储能纳入提供辅助服务的主体范围，提出了按照“谁提供，谁获利；谁受益，谁分担”的原则。
《“十四五”新型储能发展实施方案》	2022 年 1 月 29 日	国家发展改革委、国家能源局	到 2025 年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段，具备大规模商业化应用条件。到 2030 年，新型储能全面市场化发展。
《关于进一步推动新型储能参与电力市场和调度运用的通知》	2022 年 5 月 24 日	国家发展改革委、国家能源局	具备独立计量、控制等技术条件，接入调度自动化系统可被电网监控和调度，符合相关标准规范和电力市场运营机构等有关方面要求，具有法人资格的新型储能项目，可转为独立储能，作为独立主体参与电力市场。鼓励配建新型储能与所属电源联合参与电力市场，加快推动独立储能参与电力市场配合电网调峰。
《新型电力系统发展蓝皮书（征求意见稿）》	2023 年 1 月 4 日	国家能源局	到 2030 年，储能多应用场景多技术路线规模化发展，重点满足系统日内平衡调节需求；到 2045 年，规模化长时储能技术取得重大突破，满足日以上平衡调节需求，满足系统电力供应保障和大规模新能源消纳需求；到 2060 年，储电、储热、储气、储氢等覆盖全周期的多类型储能协同运行，电力系统实现动态平衡。

数据来源：国家发改委、国家能源局网站信息整理、财通证券研究所

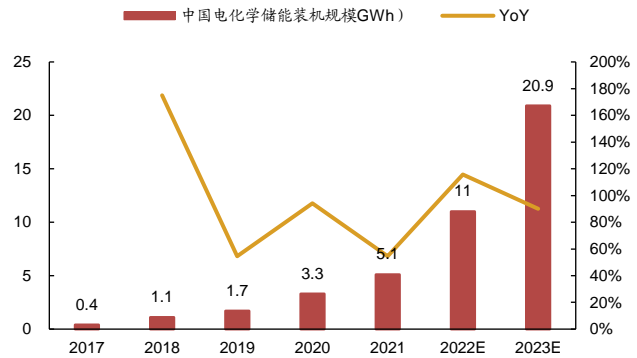
政策驱动以及电力调配需求推动储能市场快速发展。近年来，包括中国在内的全球电化学储能市场高速发展，CNESA 数据显示，2017-2021 年全球电化学储能装机累计规模由 2.9GWh 增长至 21.1GWh，其中国内市场储能装机规模由 0.4GWh 增长至 5.1GWh，并将持续保持高增长。同时 CNESA 预测，2023 年我国电化学储能累计装机规模将达 20.9GWh，占全球市场规模 36.93%。

图18.2017-2023 全球电化学储能装机累计规模预测



数据来源：CNESA、中商产业研究院、财通证券研究所

图19.2017-2023 中国电化学储能装机累计规模预测



数据来源：CNESA、中商产业研究院、财通证券研究所

紫金矿业上游矿产资源丰富，锂矿资源保障公司储能项目原材料稳定供应。紫金是国内矿业巨头，且在全球范围内都有丰富的矿产资源储备。目前紫金矿业正加速进军新能源新材料领域，拥有阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿等项目，远景规划碳酸锂当量年产能 15 万吨以上。

图20.紫金矿业海外矿产资源分布



数据来源：紫金矿业官网、财通证券研究所

图21.紫金矿业国内矿产资源分布



数据来源：紫金矿业官网、财通证券研究所

目前紫金矿业锂矿布局中，阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿均在建，其中湖南项目一期 30 万吨/年已建成投产，刚果 Manono 锂矿项目也在拟建，截至 2022 年底，紫金整体碳酸锂资源量超过 1,200

万吨，约居全球主要锂企资源量前 10 位，紫金规划 2025 年实现 15 万吨碳酸锂当量产能。

表2.紫金矿业锂矿资源布局

锂矿名称	碳酸锂 (LCE) 资源量	产能计划	权益比例	项目状态
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	763 万吨, 锂离子浓度边界品位 400mg/L	一期计划 2 万吨/年电池级碳酸锂, 预计 2023 年底建成投产。项目还开展了 4-6 万吨/年碳酸锂的初步研究, 未来有望通过优化工艺设计方案, 提升锂回收率和产量。	100%	在建
西藏拉果错盐湖锂矿	216 万吨, 平均锂离子浓度 275mg/L	一期 2 万吨 / 年电池级氢氧化锂项目计划, 2023 年底建成投产	70%	在建
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿	当量碳酸锂 84 万吨	初步规划按照 1,000 万吨/年规模建设矿山, 达产后年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨, 一期 30 万吨/年已建成投产, 二期 500 万吨/年	66%	在产 在建
Manono 锂矿	总资源量达到 4.01 亿吨, 氧化锂平均品位为 1.63%, 折合碳酸锂 (LCE) 当量 1,632 万吨, 当量碳酸锂 246 万吨。	一期规划产能 70 万吨锂精矿/年, 计划 2023 年投产	15%	拟建

数据来源: 紫金矿业官网、紫金矿业 2022 年报整理、财通证券研究所

依托品牌力量与控股股东资源, 打造储能产业链。目前公司正在打造包括控股股东紫金矿业原材料资源、上杭储能电芯、龙净智慧电池模组 PACK 和系统集成在内的完整产品技术链, 基本覆盖储能产业链中游业务环节。下游需求方面, 公司传统环保业务本身积累了众多电网、电厂客户, 直接对应储能系统的电网侧与发电侧需求, 同时紫金矿业绿色矿山及绿电项目本身就具备配套的储能需求, 客户资源丰富。

图22.公司储能产业链



数据来源: 公司 2022 年报整理、财通证券研究所

目前, 公司在储能电芯、PACK 与系统方面共有三项投资: (1) 与福建上杭县人民政府签订《项目投资合同》, 投资建设磷酸铁锂储能电芯项目, 设计产能 5GWh, 总投资约 20 亿元, 计划在取得施工许可证后 18 个月内投产; (2) 与量道新能源设立合资公司龙净量道储能科技有限公司, 持股 49%, 共同投资建设 6GWh 锂电

池储能系统项目，总投资约 12 亿元；(3) 与蜂巢能源设立合资公司福建龙净蜂巢储能科技有限公司，持股 60%，共同投资建设新能源电池储能模组 PACK 和系统集成项目，其中一期包括 2GWh 储能 PACK 生产项目，总投资约 5 亿元，后续将根据项目建设情况，资源配置及市场需求适时启动第二期 3GWh 储能 PACK 生产项目的投建。

表3.公司储能产业布局

环节	项目	产能 (GWh)	投资额 (亿元)	规划	投资方式
电芯	福建省上杭磷酸铁锂储能电芯项目	5	20	18 月内投产	直接投资
系统	年产 6GWh 锂电储能系统	6	12	一期规划 1GWh	持股 49%
PACK/系统	龙净蜂巢储能电池模组 PACK 和系统集成	2	5	启动第二期 3GWh 储能 PACK 生产项目的投建	持股 60%

数据来源：公司公告整理、财通证券研究所

4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

(1) 环保设备制造：公司深耕环保领域，在大气污染治理、水污染治理等方面拥有核心技术，处于行业领先地位。我们预计公司该项业务 2023-2025 年的营业收入分别为 123.00、141.45、162.67 亿元，毛利率分别为 23.0%、22.0%、22.0%。

(2) 绿电业务：公司绿电业务以“矿山自用，余电上网”为主要策略，用电需求充足，且具备议价空间，有望陆续放量。我们预计公司该项业务 2023-2025 年装机量分别为 0.10、0.30、1.0GWh，平均利用小时按 2500h 计算，营业收入分别为 1.75、5.25、17.50 亿元，毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

(3) 储能业务：公司储能业务目前正在投资建设过程中，短期无法带来盈利，建成投产后预计成为公司第二大收入来源。我们预计公司该项业务 2024-2025 年的产能分别为 5、5GWh，销售单价分别为 0.9、0.8 元/Wh，对应营业收入分别为 36.00、40.00 亿元，毛利率分别为 15.0%、15.0%。

(4) 项目运营业务：我们预计公司该项业务 2023-2025 年的营业收入分别为 9.00 亿元、9.90 亿元、10.89 亿元，毛利率分别为 30.0%、30.0%、30.0%。

随着公司风光电以及储能业务逐步开展，与控股股东资源形成协同优势，有望给公司带来新的增长动能，毛利率或将得到改善。

我们预计公司 2023-2025 年收入为 135.75、194.80、233.56 亿元，同比增速分别为 14.27%、43.50%、19.90%。

表4.公司分业务收入及毛利率

	2022	2023E	2024E	2025E
绿电业务				
收入 (亿元)		1.75	5.25	17.50
YoY (%)			200%	233.33%
毛利率 (%)		30.0%	30.0%	30.0%
储能业务				
收入 (亿元)			36.00	40.00
YoY (%)				16.67%
毛利率 (%)			15.0%	15.0%
环保设备制造				
收入 (亿元)	107.39	123.00	141.45	162.67
YoY (%)	5.04%	14.53%	15%	15%
毛利率 (%)	23.02%	23%	22%	22%
项目运营业务				
收入 (亿元)	8.49	9.00	9.90	10.89
YoY (%)	14.32%	6.03%	10%	10%
毛利率 (%)	29.92%	30%	30%	30%
合计				
收入 (亿元)	118.80	135.75	194.80	233.56
YoY (%)	5.16%	14.27%	43.50%	19.90%
毛利率 (%)	9.11%	23.64%	22.19%	23.44%

数据来源: wind、财通证券研究所

4.2 投资评级

我们预计 ST 龙净 23-25 年实现营业收入 135.75/194.80/233.56 亿元，归母净利润 11.86/16.77/24.35 亿元，对应 EPS 分别为 1.10/1.55/2.25 元/股，对应 2024 年 4 月 18 日收盘价 PE 分别为 16.3/11.6/8.0 倍。盛弘股份、派能科技和科士达是储能行业优质公司，预计 ST 龙净未来储能业务将成为第二大主业，选取三者作为可比公司，对应 2023/2024/2025 年平均 PE 为 27.63/19.80/13.96 倍。给予“增持”评级。

表5.可比公司估值 (截至 2023.04.18)

可比公司	股票代码	当日股价	净利润 (百万元)	EPS			PE		
		2023/4/18	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
盛弘股份	300693.SZ	53.10	165.44	1.50	2.06	2.99	37.58	27.30	18.82
派能科技	688063.SH	257.00	709.69	14.00	19.66	26.23	18.78	13.35	10.33
科士达	002518.SZ	46.85	538.64	1.80	2.53	3.80	26.54	18.74	12.72
平均							27.63	19.80	13.96

数据来源: wind 一致预期、财通证券研究所

5 风险提示

新能源项目进度不及预期的风险：目前公司绿电储能项目均为首次涉足，新设合资公司的项目建设、技术开发、产品制造、市场推广等尚需一定的时间周期，存在一定不确定性。公司存在较多在建项目，短期内无法给公司带来盈利，倘若后续在项目建设过程中出现不可抗力因素，导致项目建设进度延缓，则会给公司未来经营带来不利影响。

价格及毛利率下降的风险：公司目前传统环保行业仍占据收入较大比重，在大气污染治理领域，国家连续开展了电力行业超低排放，以及钢铁等非电行业烟气深度治理，带动了一批中小型环保企业的成长。当前大气污染治理企业数量较多，分布较为分散，且大多数属于中小型企业，行业集中度不高，竞争强度持续上升，导致行业内恶性低价竞争等情形不断出现，压缩了企业和行业的利润空间。

ST 可能存在摘帽延后风险：公司目前仍然处于风险警示状态，尽管已经对相关内控问题进行了处理，但摘帽流程仍未完成，仍需监管机构审核，若摘帽过程中实际并未完成相关问题的改正则可能导致摘帽进度延后。

储能订单不及预期的风险：公司储能业务主要面向外部客户，无法保证下游订单的充足性。由于公司为初次涉足储能领域，可能存在技术储备不足、专业人才缺乏、研发进度落后等问题，若最终公司生产的储能产品质量无法达到行业水平，可能会对公司经营活动造成影响。

市场竞争加剧的风险：受益于“双碳”带来的广阔市场空间，储能、风电及光伏成为产业布局和投资的热门赛道，大量企业进入相关领域，新增产能较大。若未来行业下游需求无法消化所有产能而出现产能过剩现象，将对行业造成不利影响，尤其是中小企业或因产能过剩或价格战而退出市场。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11296.74	11880.15	13575.00	19480.00	23356.00	成长性					
减:营业成本	8677.95	9100.72	10366.00	15158.00	17880.00	营业收入增长率	11.0%	5.2%	14.3%	43.5%	19.9%
营业税费	82.18	79.23	108.60	136.36	93.42	营业利润增长率	16.2%	-4.0%	47.4%	36.9%	43.6%
销售费用	266.49	262.66	434.40	545.44	420.41	净利润增长率	22.4%	-6.5%	47.5%	41.4%	45.2%
管理费用	612.85	651.36	814.50	1071.40	1284.58	EBITDA 增长率	27.4%	4.6%	21.6%	22.8%	39.0%
研发费用	494.30	528.52	610.88	974.00	1284.58	EBIT 增长率	22.3%	-1.2%	21.0%	34.3%	46.8%
财务费用	190.39	175.02	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	31.6%	-4.5%	21.0%	38.7%	48.4%
资产减值损失	-31.87	-84.75	-26.84	-8.15	-18.18	投资资本增长率	18.2%	3.0%	5.9%	9.2%	13.7%
加:公允价值变动收益	0.00	2.44	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.9%	7.9%	15.8%	19.3%	23.5%
投资和汇兑收益	48.07	60.80	67.88	97.40	93.42	利润率					
营业利润	979.75	940.79	1386.83	1898.33	2725.17	毛利率	23.2%	23.4%	23.6%	22.2%	23.4%
加:营业外净收支	-3.05	-2.74	1.00	2.00	2.00	营业利润率	8.7%	7.9%	10.2%	9.7%	11.7%
利润总额	976.70	938.05	1387.83	1900.33	2727.17	净利润率	7.7%	6.8%	8.8%	8.7%	10.5%
减:所得税	105.45	129.28	191.24	209.04	272.72	EBITDA/营业收入	12.5%	12.5%	13.3%	11.4%	13.2%
净利润	860.35	804.29	1186.03	1677.18	2434.73	EBIT/营业收入	9.9%	9.3%	9.8%	9.2%	11.2%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	2379.54	1970.01	-2457.64	-3247.45	-2372.07	固定资产周转天数	64	68	63	49	44
交易性金融资产	0.00	417.44	417.44	417.44	417.44	流动营业资本周转天数	103	86	188	149	126
应收帐款	2814.54	3002.23	3834.12	5825.50	5790.75	流动资产周转天数	647	568	543	539	479
应收票据	453.82	729.42	493.69	1277.38	873.51	应收帐款周转天数	87	88	91	89	90
预付帐款	406.43	386.46	440.19	643.68	759.27	存货周转天数	368	315	344	338	336
存货	8499.34	7422.49	12368.44	16088.51	17296.44	总资产周转天数	829	808	736	627	620
其他流动资产	1225.66	747.81	747.81	747.81	747.81	投资资本周转天数	399	391	362	276	261
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	12.5%	10.9%	13.8%	16.4%	19.2%
长期股权投资	108.92	40.03	5.17	-35.28	-78.61	ROA	3.2%	3.0%	4.1%	4.3%	5.8%
投资性房地产	218.45	220.80	240.26	260.23	277.10	ROIC	8.1%	7.5%	8.5%	10.8%	14.1%
固定资产	1974.34	2201.96	2361.30	2596.73	2821.80	费用率					
在建工程	686.01	1004.78	1096.79	1202.61	1283.46	销售费用率	2.4%	2.2%	3.2%	2.8%	1.8%
无形资产	2063.60	2645.01	3259.03	3905.04	4529.62	管理费用率	5.4%	5.5%	6.0%	5.5%	5.5%
其他非流动资产	574.60	283.16	283.16	283.16	283.16	财务费用率	1.7%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	26909.56	26418.19	29117.63	38762.80	41668.64	三费/营业收入	9.5%	9.2%	9.2%	8.3%	7.3%
短期债务	1171.97	723.38	274.78	-173.82	-622.42	偿债能力					
应付帐款	4542.86	4701.32	5681.58	9531.47	8437.68	资产负债率	73.9%	71.3%	69.9%	73.0%	69.0%
应付票据	337.05	551.19	460.54	1018.90	726.21	负债权益比	283.1%	248.7%	231.8%	270.3%	222.3%
其他流动负债	214.50	178.73	178.73	178.73	178.73	流动比率	1.28	1.28	1.27	1.20	1.26
长期借款	1906.32	1864.09	1864.09	1864.09	1864.09	速动比率	0.58	0.59	0.32	0.38	0.38
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	5.75	4.82	—	—	—
负债总额	19885.19	18841.48	20340.80	28293.67	28742.06	分红指标					
少数股东权益	136.60	186.52	197.08	211.19	230.92	DPS(元)	0.25	0.43	0.00	0.00	0.00
股本	1069.07	1071.46	1071.46	1071.46	1071.46	分红比率					
留存收益	5043.51	5580.52	6770.09	8448.27	10886.00	股息收益率	2.9%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	7024.37	7576.71	8776.83	10469.13	12926.58	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.80	0.75	1.10	1.55	2.25
净利润	860.35	804.29	1186.03	1677.18	2434.73	BVPS(元)	6.44	6.90	7.95	9.50	11.76
加:折旧和摊销	301.15	380.46	469.12	422.13	446.98	PE(X)	10.8	19.5	16.3	11.6	8.0
资产减值准备	189.36	313.14	23.48	8.15	18.18	PB(X)	1.3	2.1	2.3	1.9	1.5
公允价值变动损失	0.00	-2.44	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	198.45	231.77	0.00	0.00	0.00	P/S	0.8	1.3	1.4	1.0	0.8
投资收益	-50.14	-61.78	-67.88	-97.40	-93.42	EV/EBITDA	8.6	12.7	14.7	12.2	8.3
少数股东损益	10.90	4.49	10.55	14.11	19.73	CAGR(%)					
营运资金的变动	-247.16	-784.42	-4191.37	-955.94	-146.53	PEG	0.5	—	0.3	0.3	0.2
经营活动产生现金流量	1213.76	834.55	-2577.84	1046.75	2654.29	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-2292.55	-46.59	-1401.20	-1387.96	-1330.31	REP					
融资活动产生现金流量	489.55	-1037.03	-448.60	-448.60	-448.60						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。