



资本货物/工业

首次覆盖

龙净环保 (600388)

## 新政策、新制度带来新变化

评级: 增持

目标价格: 38.10

当前价格: 28.61

2014.10.15

	王威 (分析师)	肖扬 (分析师)
	021-38676694	021-38674994
	wangw@gtjas.com	xiaoyang012167@gtjas.com
证书编号	S0880511010024	S0880514070006

### 本报告导读:

国家部委近日联合下发煤电减排政策, 为公司带来一定业绩弹性; 公司员工持股激励计划进一步提升公司凝聚力。首次覆盖, 给予“增持”评级, 目标价 38.10 元。

### 投资要点:

- **投资建议:** 首次覆盖龙净环保, 预计公司 2014-2016 年营业总收入分别为 66.13、79.81、98.16 亿元, 净利润分别为 5.01、5.42、5.68 亿元, 对应 EPS 分别为 1.17、1.27、1.33 元。国家下发煤电减排政策为公司带来一定业绩弹性; 员工持股激励计划将提升公司凝聚力、增强队伍稳定 (尤其是高级管理人员)。考虑到公司在大气除尘领域的龙头地位和脱硫脱硝的快速增长, 以及上述内外驱动因素, 我们认为公司应当享受一定的估值溢价。参考可比公司平均水平, 我们给予公司 2015 年 30 倍 PE 水平 (2.0 倍 PS 水平), 目标价格 38.10 元, 首次覆盖给予“增持”评级;
- **煤电减排再收紧, 公司增长弹性增加。** 国家发改委、环保部、国家能源局近日下发的《煤电节能减排升级与改造行动计划 (2014-2020 年)》是 2013 年《大气污染防治行动计划》之后的额外增量, 在市场普遍预期之外。预计该政策出台后, 从 2015 年开始执行, 到 2020 年结束, 将给东部地区的火电机组带来额外的脱硫、脱硝、除尘改造需求, 也为公司带来一定业绩弹性;
- **员工持股激励计划提升公司凝聚力。** 我们认为, 此次员工持股激励是 2010 年持股计划的延续, 有望进一步增强员工、股东、公司利益一致性, 提高公司凝聚力, 从而继续保持公司主营业务实现稳定增长;
- **风险因素。** 电袋及湿式电除尘技术发展低于市场预期; 市场竞争激烈, 可能导致公司产品售价下降, 进而影响公司业绩水平。

### 交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.66-40.55
总市值 (百万元)	12,234
总股本/流通 A 股 (百万股)	428/428
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)	10.92
日均成交值 (百万元)	286.53

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,906
每股净资产	6.80
市净率	4.2
净负债率	5.99%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.09	0.11
Q2	0.22	0.24
Q3	0.47	0.50
Q4	0.28	0.32
全年	1.07	1.17

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	18%	-11%
相对指数	6%	3%	-16%

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,240	5,568	6,613	7,981	9,816
(+/-)%	21%	31%	19%	21%	23%
经营利润 (EBIT)	372	439	564	597	632
(+/-)%	22%	18%	29%	6%	6%
净利润	291	457	501	542	568
(+/-)%	15%	57%	10%	8%	5%
每股净收益 (元)	0.68	1.07	1.17	1.27	1.33
每股股利 (元)	0.20	0.33	0.35	0.38	0.40

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	8.8%	7.9%	8.5%	7.5%	6.4%
净资产收益率 (%)	10.5%	16.4%	15.6%	14.8%	13.7%
投入资本回报率 (%)	14.4%	15.5%	15.8%	16.0%	12.8%
EV/EBITDA	28.4	23.7	19.6	17.9	17.6
市盈率	42.0	26.8	24.4	22.6	21.5
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2014.10.14

**股票研究**

工业  
资本货物

**龙净环保 (600388)**

**首次覆盖**

**评级:** 增持

**目标价格:** 38.10

**当前价格:** 28.61

2014.10.14

公司网址

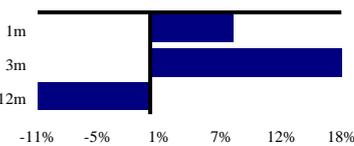
www.longking.com.cn

**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气污染治理设备及其他环保产品的大型研发生产基地,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。

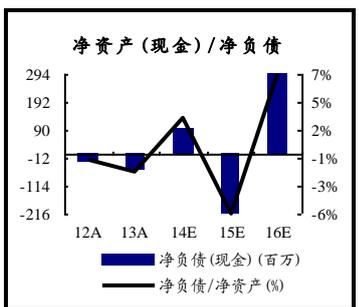
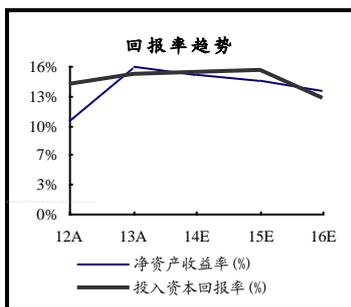
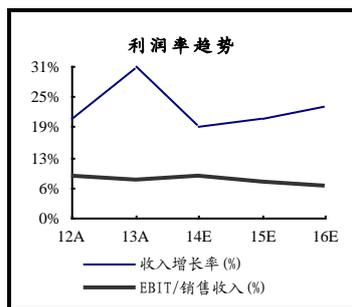
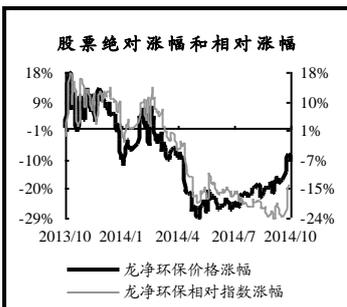
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 22.66-40.55  
市值 (百万) 12,234

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	4,240	5,568	6,613	7,981	9,816
营业成本	3,283	4,388	5,107	6,241	7,776
税金及附加	39	112	91	114	158
销售费用	120	137	190	230	269
管理费用	426	492	661	798	982
EBIT	372	439	564	597	632
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资收益	3	129	5	10	15
财务费用	34	59	-1	-6	0
营业利润	316	506	570	614	646
所得税	58	89	108	110	116
少数股东损益	6	7	7	8	8
净利润	291	457	501	542	568
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	717	982	972	972	972
其他流动资产	16	57	0	0	0
长期投资	643	432	432	432	432
固定资产合计	828	867	952	1,029	1,097
无形及其他资产	293	397	456	516	575
资产合计	7,445	8,535	9,630	11,262	13,500
流动负债	4,231	4,986	5,749	6,912	8,654
非流动负债	616	688	599	603	608
股东权益	2,767	2,783	3,202	3,659	4,141
投入资本(IC)	2,163	2,375	2,953	3,105	4,106
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	311	368	465	498	526
折旧与摊销	59	75	65	74	82
流动资金增量	9	-226	-481	-15	-873
资本支出	-314	-120	-164	-164	-164
自由现金流	65	97	-115	392	-429
经营现金流	450	80	142	579	-241
投资现金流	-537	29	-159	-154	-149
融资现金流	251	18	7	-425	390
现金流净增加额	164	128	-10	0	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	20.6%	31.3%	18.8%	20.7%	23.0%
EBIT 增长率	21.7%	18.1%	28.5%	5.9%	5.7%
净利润增长率	15.5%	56.9%	9.6%	8.2%	4.8%
利润率					
毛利率	22.6%	21.2%	22.8%	21.8%	20.8%
EBIT 率	8.8%	7.9%	8.5%	7.5%	6.4%
净利润率	6.9%	8.2%	7.6%	6.8%	5.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	10.5%	16.4%	15.6%	14.8%	13.7%
总资产收益率(ROA)	3.9%	5.4%	5.2%	4.8%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	14.4%	15.5%	15.8%	16.0%	12.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	287	245	245	245	245
应收账款周转天数	85	80	80	80	80
总资产周转天数	578	524	501	37	42
净利润现金含量	1.55	0.18	0.28	1.07	-0.43
资本支出/收入	7%	2%	2%	2%	2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.1%	66.5%	65.9%	66.7%	68.6%
净负债率	-0.9%	-2.0%	3.1%	-5.9%	7.1%
<b>估值比率</b>					
PE	42.0	26.8	24.4	22.6	21.5
PB	4.4	4.4	3.8	3.3	3.0
EV/EBITDA	28.4	23.7	19.6	17.9	17.6
P/S	2.9	2.2	1.8	1.5	1.2
股息率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%



## 1. 结论：新政策、新制度带来新变化

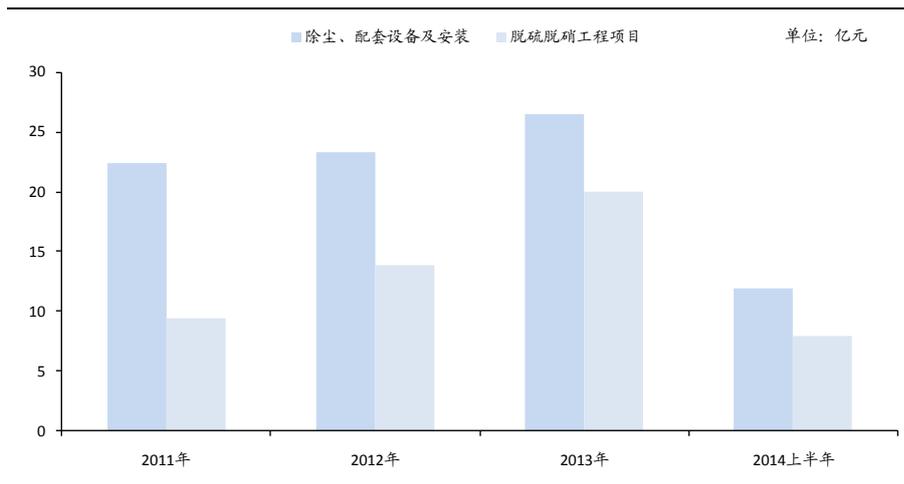
**新政策、新制度带来新变化。**从行业层面来看，近日国家发改委等3部委下发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》，我们认为该项政策属“大气十条”之后的锦上添花，将为公司带来一定业绩弹性；从公司层面来看，近日公司发布员工持股激励制度，我们认为这是2010年持股计划的延续，将有望进一步提升员工、股东、公司利益一致性，提高公司稳定性及凝聚力。

**首次覆盖龙净环保，给予“增持”评级。**我们认为，国家为落实能源发展战略行动计划、打造高效清洁可持续发展煤电产业“升级版”而发布的环保政策对公司业绩稳定增长具有一定积极意义；公司内部推进持股激励制度，将提升公司凝聚力、保持公司员工队伍稳定（尤其是高级管理人员）。预计公司2014-2016年营业总收入分别为66.13、79.81、98.16亿元，净利润分别为5.01、5.42、5.68亿元，对应EPS分别为1.17、1.27、1.33元。考虑到公司在大气除尘领域的龙头地位和脱硫脱硝的快速增长，以及上述内外驱动因素，我们认为公司应当享受一定的估值溢价。参考可比公司平均水平，我们给予公司2015年30倍PE水平（2.0倍PS水平），目标价格38.10元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 2. 公司主营业务保持稳步发展

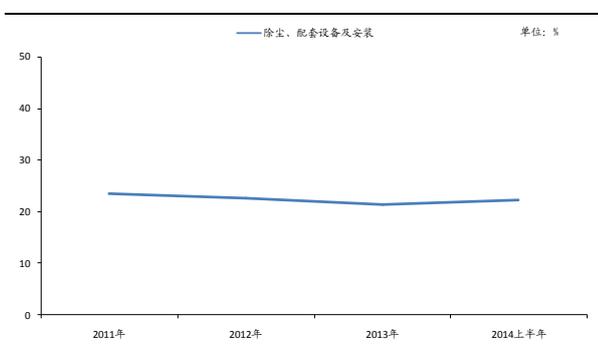
公司除尘业务市场垄断地位保持不变，脱硫脱硝业务实现稳步增长（本次选择除尘及脱硫脱硝业务进行分析的原因：除尘及脱硫脱硝为公司的主营业务；新疆BOT项目、脱硝催化剂、海外EPC等营业收入项目占总营业收入比例一直较小，房产销售及出租、物业管理收入为公司非经常性收入项目）。公司持续保持全国除尘行业产销量第一的地位，截止到2013年底，公司成功突破一批百万机组、华电淄博30万机组湿式除尘项目，突破低低温余热利用电除尘项目、茶园2台66万机组移动电极项目、大庆石化（除尘、脱硫、脱硝）一体化烟气治理岛项目；垄断8台百万机组电袋项目，在30万以上大机组电袋项目上保持相对垄断地位。在2013年新签电除尘及电袋除尘、脱硫脱硝工程总承包合同总量同比增长30%以上的基础上，2014年上半年，公司的除尘器及配套设备安装和脱硫脱硝工程项目的营业收入分别为11.9、8.0亿元，分别同比增长13%、19%，毛利率分别为22%、18%，均保持基本稳定。

图 1: 公司主营业务收入保持稳定增长



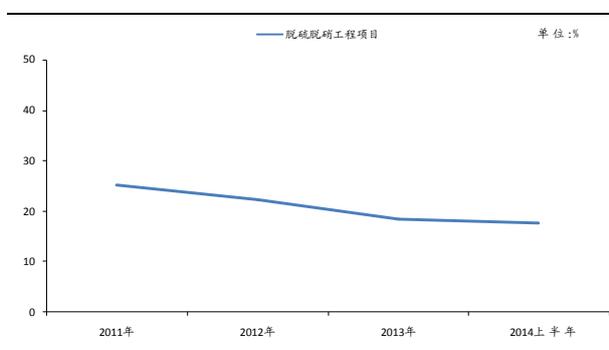
数据来源: 龙净环保, 国泰君安证券研究

图 2: 除尘毛利率保持基本稳定



数据来源: 龙净环保, 国泰君安证券研究

图 3: 脱硫脱硝毛利率保持基本稳定



数据来源: 龙净环保, 国泰君安证券研究

### 3. 新政策、新制度带来新变化

#### 3.1. 煤电减排再收紧, 公司增长弹性增加

根据中国证券网报道, 国家发改委、环保部、国家能源局近日下发关于《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020年)》的通知 ([http://news.cnstock.com/news/sns\\_bwxx/201409/3184141.htm](http://news.cnstock.com/news/sns_bwxx/201409/3184141.htm))。

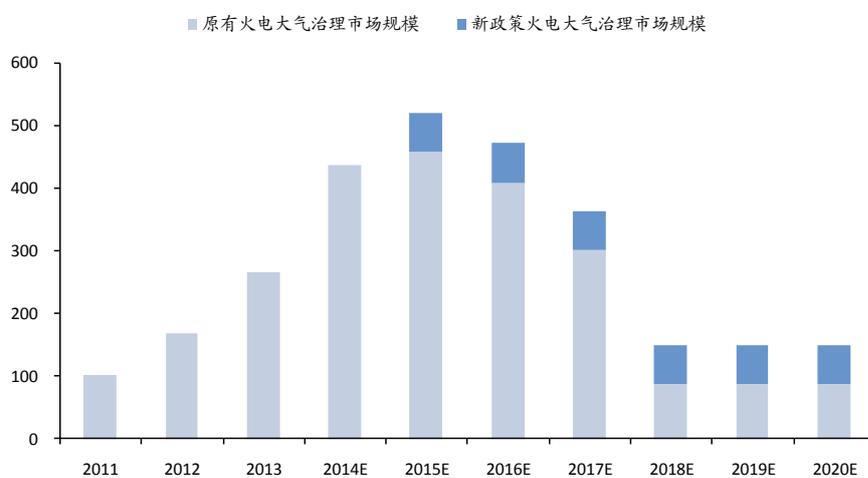
该政策属市场预期之外, 预计东部火电机组将额外新增脱硫、除尘、脱硝改造需求。该政策规定: 1、东部地区新建燃煤发电机组大气污染物排放浓度基本达到燃气轮机组排放限值; 2、2020年前力争改造机组容量1.5亿千瓦(脱硫、脱硝、除尘)。我们认为, 该政策是2013年《大气污染防治行动计划》之后的额外增量, 在市场普遍预期之外。预计该政策出台后, 从2015年开始执行, 到2020年结束, 将给东部地区的火电机组带来额外的脱硫、脱硝、除尘改造需求。

预计减排补贴可能会随之调整。此前, 对于脱硫、脱硝、除尘排放达标的机组, 国家分别给予每度电1.5、1.0、0.2分钱电价补贴。但是在该政策要求下, 东部地区火电机组每千瓦时需额外投入200-300元改造投入, 后续运行所需催化剂、电力、石膏等也随之增加, 仍旧统一参照以往补

贴标准很有可能无法覆盖成本，也将有失公平。我们预计相应的减排补贴会随之调整。

**影响程度判断：**该政策是“大气十条”之后的锦上添花，为公司带来一定业绩弹性。首先，我们测算该政策的增量，假设在现有达标的基础上，火电达到接近燃气机组的排放效果，脱硫、脱硝按 100 元/KW 计算，除尘按 50 元/KW 计算，按照 2020 年完成 1.5 亿 KW 装机测算，总计需求新增 375 亿元（2015-2020 年，分 6 年释放完毕，平均每年 63 亿元）。此前，我们测算火电新增市场 640-1200 亿元，到 2017 年基本释放完毕。我们认为，该政策带来的增量需求集中在火电，在未来 2015-2020 年释放，符合公司的业绩增长需求（公司主要客户为火电行业客户），对公司带来一定业绩弹性。

图 4: 煤电节能减排新政策为公司带来一定业绩弹性



数据来源：国家发改委，环保部，国家能源局，国泰君安证券研究

### 3.2. 员工持股激励计划进一步提升公司凝聚力

2014 年 9 月 12 日，公司发布《员工持股计划（草案）》。（1）参与对象为公司高级管理人员、公司及子公司骨干员工，首期共计 325 人。（2）首期员工持股计划资金以上一会计年度的净利润为基数，提取 10% 奖励基金。（3）计划持续时间 10 年（2014-2023 年），通过二级市场购买是员工持股计划中股票最主要来源，锁定期理论值为 24 个月。

我们认为，此次员工持股激励制度是 2010 年持股计划的延续，将有望进一步增强员工、股东、公司利益一致性，提高公司凝聚力。2011-2013 年，公司主营业务收入及净利润实现稳步增长，除全国雾霾事件频发、大气十条出台对公司业绩产生极大推动作用以外，公司内部的股票激励制度对统一员工与公司之间的利益、提升公司凝聚力也具有重要意义。我们认为，近期提出的员工持股计划，在增加员工基本收入之后，也将提升员工工作动力，保持公司、员工、股东的利益一致性，提高公司凝聚力。

## 4. 盈利预测与投资建议

盈利预测假设: (1) 2014-2016 年, 公司除尘器及配套设备、脱硫脱硝工程等主营业务收入平均增速基本保持 2011-2013 年原有平均增速。(2) 2014-2016 年, 公司除尘器及配套设备、脱硫脱硝工程等主营业务毛利率基本保持 2011-2013 年原有毛利率水平。(3) 2014-2016 年, 公司流动负债中, 应付职工薪酬与销货成本比例提升 15% 左右。

我们预计公司 2014-2016 年营业总收入分别为 66.13、79.81、98.16 亿元, 净利润分别为 5.01、5.42、5.68 亿元, 对应 EPS 分别为 1.17、1.27、1.33 元。按照 PE 估值方法, 公司目前价格对应的 2015 年 PE 水平为 23 倍。按照 PS 估值方法, 公司目前价格对应的 2015 年 PS 水平为 1.5 倍。

**表 1: 龙净环保与环保行业 PE 水平对比**

	股价	EPS			PE		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
龙净环保	28.61	1.17	1.27	1.33	24	23	22
华西能源	22.00	0.61	0.94	1.31	36	23	17
深圳燃气	7.58	0.38	0.44	0.51	20	17	15
富春环保	9.21	0.25	0.31	0.38	37	29	24
中电远达	22.41	0.66	0.81	0.91	34	28	25
平均值					30	24	21

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (数据来自 wind 一致预期, 股价对应 10 月 14 日收盘价)

**表 2: 龙净环保与环保行业 PS 水平对比**

	股价	SPS			PS		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
龙净环保	28.61	15.9	19.1	23.8	1.8	1.5	1.2
华西能源	22.00	9.5	12.7	15.3	2.3	1.7	1.4
深圳燃气	7.58	4.7	5.4	6.1	1.6	1.4	1.3
富春环保	9.21	4.5	4.9	5.3	2.0	1.9	1.7
中电远达	22.41	6.9	7.9	8.7	3.2	2.8	2.6
平均值					2.2	1.9	1.6

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (数据来自 wind 一致预期, 股价对应 10 月 14 日收盘价)

我们认为, 国家为落实能源发展战略行动计划、打造高效清洁可持续发展煤电产业“升级版”而发布的环保政策对公司业绩稳定增长具有一定积极意义; 公司内部推进持股激励制度, 将提升公司凝聚力、保持公司员工队伍稳定 (尤其是高级管理人员)。考虑到公司在大气除尘领域的龙头地位和脱硫脱硝的快速增长, 以及上述内外驱动因素, 我们认为公司应当享受一定的估值溢价。参考可比公司平均水平, 我们给予公司 2015 年 30 倍 PE 水平 (2.0 倍 PS 水平), 目标价 38.10 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 5. 风险因素

- 1、电袋工艺发展降速、湿式电除尘技术性价比短期内无法满足市场需求；
- 2、市场竞争激烈，可能导致公司产品售价下降。售价下降将可能导致公司毛利率下降，从而影响业绩水平。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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

#### 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。

#### 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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		