

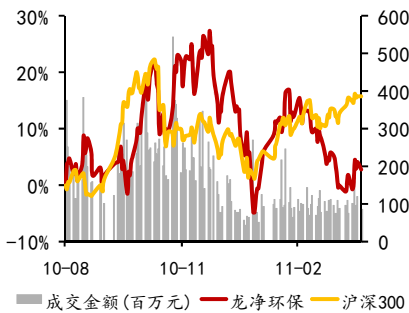
投资评级

推荐 (首次)

基本信息：

| | |
|------|----------|
| 收盘价 | 25.45元 |
| 总股本 | 2.14亿股 |
| 流通股本 | 2.08亿股 |
| 流通市值 | 52.91亿元 |
| 总市值 | 54.41亿元 |
| 成交量 | 108.67万股 |

股价近期走势：



研发部

 王博涛¹

SAC 执业证书编号：S1340510120006

联系人：机械新能源研究小组

联系电话：010-68858137

Email: chenpeng@cnpsc.com

环保业务毛利明显提升

未来将受益环保市场开启

——龙净环保（600388）2011年中报点评

● **中期业绩平稳,管理费用拉低公司当期净利润:**上半年,公司营业收入 15.22 亿元,同比增长 8.18%,营业利润 1.33 亿元,同比增长 2.34%,归属上市公司股东净利润 1.13 亿元,同比增长 3.07%,基本每股收益 0.54 元。报告期内受公司股权激励费用和研发费用增加 1397 万元、1672 万元的影响,管理费用大幅提升,在一定程度上拉低了公司利润水平。如果去除股权激励费用影响,公司净利润同比增长 13.55%,每股收益 0.60 元。

● **设备、工程毛利率稳步提升,脱硫运营项目毛利率大幅提高:**上半年公司综合毛利率较上年同期提升 2.26 个百分点,其中除尘产品和脱硫脱硝工程项目毛利率分别提升 3.13 和 2.1 个百分点,公司表现出较强的成本控制能力。值得注意的是,报告期公司新疆脱硫运营项目毛利率大幅提升 8.75 个百分点,毛利率水平达到 52.63%,该业务毛利率水平后期继续保持高位基本属大概率事件。

● **政策催生市场,公司作为龙头将优先受益:**在工业尾气治理领域,公司是国内当之无愧的龙头企业。从行业角度来看,预期即将出台的新版《火电厂大气污染物排放标准》燃起了市场对尾气处理相关公司的关注,未来标准执行后将带来巨大的设备、工程乃至项目运营的市场。更重要的是,火电行业大气污染物排放标准的出台会加强市场对政府大力整治环保以及提高其他高污染行业环保要求的预期,公司作为细分行业龙头未来发展前景值得期待。

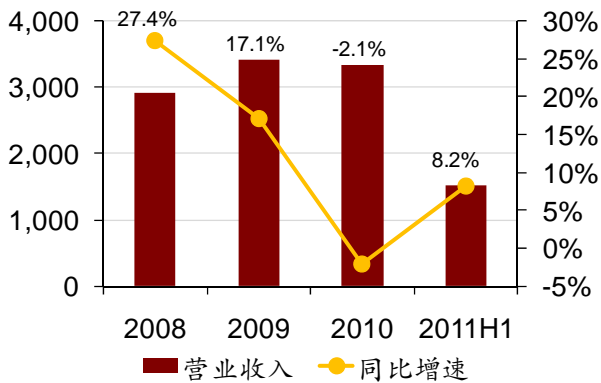
● **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.226 元、1.581 元和 1.872 元,对应动态市盈率分别为 20.76 倍、16.10 倍和 13.59 倍,首次覆盖给予公司推荐的投资评级。

● **风险提示:**1、市场竞争加剧,公司毛利率下滑;2、《火电厂大气污染物排放标准》出台时间延后。

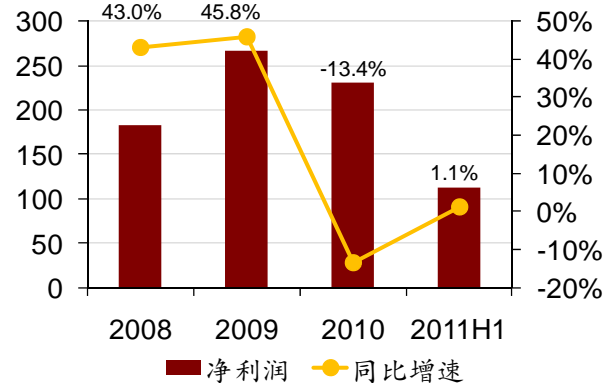
| 单位:百万元 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3416.84 | 3344.73 | 3950.13 | 4811.25 | 5735.01 |
| YOY(%) | 17.11% | -2.11% | 18.10% | 21.80% | 19.20% |
| 综合毛利率(%) | 19.72% | 20.88% | 20.50% | 21.00% | 21.40% |
| 归属母公司股东净利润 | 257.62 | 228.54 | 262.14 | 337.98 | 400.27 |
| YOY(%) | 47.63% | -11.29% | 14.70% | 28.93% | 18.43% |
| 每股收益(EPS) | 1.205 | 1.069 | 1.226 | 1.581 | 1.872 |
| 市盈率(P/E) | 21.12 | 23.81 | 20.76 | 16.10 | 13.59 |

¹ 报告贡献人：陈鹏

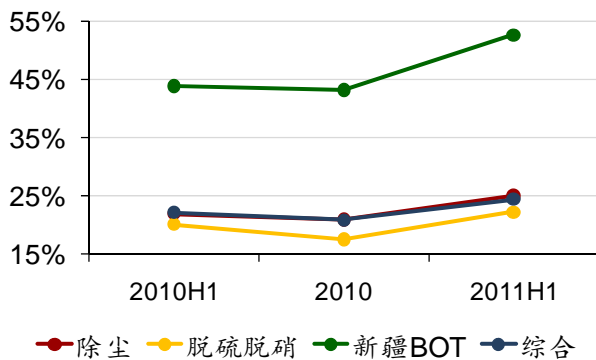
图表 1: 营业收入及同比增速



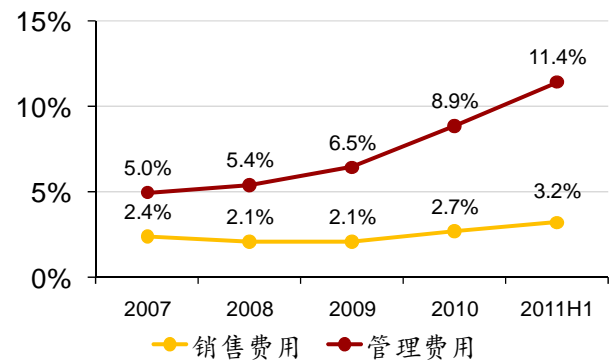
图表 2: 净利润及同比增速



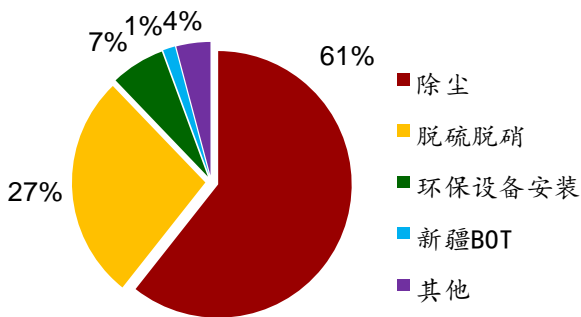
图表 3: 公司毛利率情况



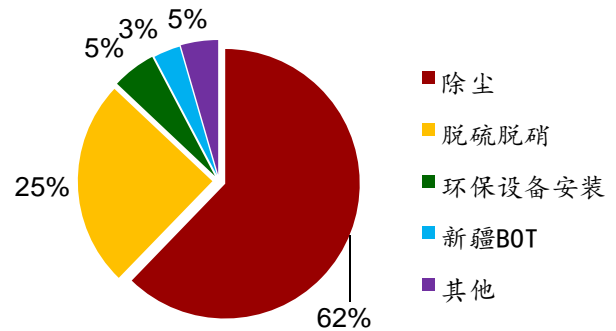
图表 4: 公司近年期间费用率



图表 5: 报告期公司各项业务在营业收入中占比



图表 6: 报告期公司各项业务在营业利润中占比



数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

附录：预测财务报表明细

| 利润表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 财务分析与估值 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 3344.73 | 3950.13 | 4811.25 | 5735.01 | 毛利率 | 20.88% | 20.50% | 21.00% | 21.40% |
| 减：营业成本 | 2646.31 | 3140.35 | 3800.89 | 4507.72 | 三费/销售收入 | 11.54% | 11.33% | 11.38% | 11.50% |
| 营业税金及附加 | 38.10 | 45.00 | 54.81 | 65.34 | EBIT/销售收入 | 8.05% | 7.51% | 7.94% | 7.87% |
| 营业费用 | 90.60 | 106.65 | 129.90 | 160.58 | EBITDA/销售收入 | 9.24% | 9.65% | 9.85% | 9.56% |
| 管理费用 | 296.32 | 343.66 | 418.58 | 498.95 | 销售净利率 | 6.90% | 6.70% | 7.09% | 7.05% |
| 财务费用 | -1.01 | -2.62 | -1.12 | 0.24 | ROE | 11.15% | 11.81% | 13.86% | 14.84% |
| 资产减值损失 | 24.25 | 33.00 | 34.00 | 34.00 | ROA | 4.80% | 5.06% | 5.17% | 5.71% |
| 加：投资收益 | 1.70 | 2.00 | 2.00 | 2.00 | ROIC | 21.94% | 17.58% | 26.32% | 27.06% |
| 公允价值变动损益 | 1.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 销售收入增长率 | -2.11% | 18.10% | 21.80% | 19.20% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT 增长率 | -17.71% | 10.14% | 28.88% | 18.15% |
| 营业利润 | 253.05 | 286.09 | 376.19 | 470.19 | EBITDA 增长率 | -12.72% | 23.43% | 24.29% | 15.73% |
| 加：其他非经营损益 | 22.93 | 25.00 | 25.00 | 5.00 | 净利润增长率 | -13.42% | 14.70% | 28.93% | 18.43% |
| 利润总额 | 275.98 | 311.09 | 401.19 | 475.19 | 总资产增长率 | 16.25% | 4.50% | 26.11% | 6.85% |
| 减：所得税 | 45.19 | 46.36 | 59.88 | 70.98 | 股东权益增长率 | 4.11% | 8.26% | 9.83% | 10.60% |
| 净利润 | 230.79 | 264.72 | 341.31 | 404.21 | 经营资本增长率 | 21.12% | -22.5% | 76.83% | -14.48% |
| 减：少数股东损益 | 2.25 | 2.58 | 3.33 | 3.94 | 资产结构 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 归属母公司股东净利润 | 228.54 | 262.14 | 337.98 | 400.27 | 资产负债率 | 62.74% | 61.41% | 66.40% | 65.23% |
| 资产负债表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 投资资本/总资产 | 23.43% | 19.69% | 18.98% | 15.74% |
| 货币资金 | 889.38 | 1168.96 | 1150.10 | 1581.78 | 带息债务/总负债 | 5.11% | 3.36% | 2.47% | 2.35% |
| 应收和预付款项 | 1591.43 | 1498.59 | 2256.53 | 2211.44 | 流动比率 | 1.39 | 1.44 | 1.38 | 1.42 |
| 存货 | 2219.81 | 2331.61 | 3177.16 | 3356.05 | 速动比率 | 0.73 | 0.77 | 0.71 | 0.75 |
| 其他流动资产 | 1.19 | 1.19 | 1.19 | 1.19 | 股利支付率 | 45.48% | 35.41% | 35.41% | 35.41% |
| 长期股权投资 | 2.00 | 4.00 | 6.00 | 8.00 | 收益留存率 | 54.52% | 64.59% | 64.59% | 64.59% |
| 投资性房地产 | 64.17 | 57.44 | 50.71 | 43.98 | 总资产周转率 | 0.60 | 0.67 | 0.65 | 0.73 |
| 固定资产和在建工程 | 389.50 | 371.79 | 346.09 | 313.38 | 固定资产周转率 | 10.59 | 13.09 | 17.43 | 23.56 |
| 无形资产和开发支出 | 175.61 | 154.02 | 132.43 | 110.84 | 应收账款周转率 | 3.06 | 6.82 | 3.30 | 5.91 |
| 其他非流动资产 | 277.05 | 275.24 | 273.44 | 273.44 | 存货周转率 | 1.19 | 1.35 | 1.20 | 1.34 |
| 资产总计 | 5610.15 | 5862.86 | 7393.64 | 7900.10 | 业绩与估值指标 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 短期借款 | 58.71 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT | 269.15 | 296.46 | 382.07 | 451.43 |
| 应付和预收款项 | 3329.27 | 3468.80 | 4777.96 | 5021.95 | EBITDA | 308.92 | 381.29 | 473.90 | 548.46 |
| 长期借款 | 121.05 | 121.05 | 121.05 | 121.05 | NOPLAT | 204.31 | 231.04 | 303.81 | 379.77 |
| 其他负债 | 10.62 | 10.62 | 10.62 | 10.62 | 净利润 | 228.54 | 262.14 | 337.98 | 400.27 |
| 负债合计 | 3519.65 | 3600.47 | 4909.63 | 5153.62 | EPS | 1.069 | 1.226 | 1.581 | 1.872 |
| 股本 | 207.90 | 207.90 | 207.90 | 207.90 | BPS | 9.59 | 10.38 | 11.40 | 12.61 |
| 资本公积 | 1061.86 | 1061.86 | 1061.86 | 1061.86 | PE | 23.81 | 20.76 | 16.10 | 13.59 |
| 留存收益 | 780.65 | 949.96 | 1168.25 | 1426.78 | PB | 2.65 | 2.45 | 2.23 | 2.02 |
| 归属母公司股东权益 | 2050.41 | 2219.72 | 2438.01 | 2696.54 | PS | 1.63 | 1.38 | 1.13 | 0.95 |
| 少数股东权益 | 40.09 | 42.67 | 46.00 | 49.94 | PCF | 31.44 | 11.70 | 41.71 | 8.84 |
| 股东权益合计 | 2090.50 | 2262.39 | 2484.02 | 2746.48 | EV/EBIT | 16.92 | 14.25 | 11.14 | 8.50 |
| 负债和股东权益合计 | 5610.15 | 5862.86 | 7393.64 | 7900.10 | EV/EBITDA | 14.75 | 11.08 | 8.98 | 7.00 |
| 现金流量表 | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | EV/NOPLAT | 22.30 | 18.29 | 14.01 | 10.11 |
| 经营性现金净流量 | 173.10 | 465.25 | 130.46 | 615.41 | EV/IC | 3.47 | 3.66 | 3.03 | 3.09 |
| 投资性现金净流量 | -294.63 | -48.75 | -48.75 | -65.75 | ROIC-WACC | 21.94% | 16.81% | 25.72% | 26.56% |
| 筹资性现金净流量 | 57.31 | -136.92 | -100.57 | -117.98 | | | | | |
| 现金流量净额 | -63.12 | 279.58 | -18.86 | 431.68 | | | | | |

资料来源：中邮证券研发部 公司公告

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大势： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大势： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。