

## 综合毛利率提升 脱硫脱硝高增长

龙净环保 (600388.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

2012年4月10日,龙净环保公布2011年报:公司去年实现营业收入35.15亿元,同比增长5.10%;归属于上市公司股东的净利润2.52亿元,同比增长12.10%;基本每股收益1.19元,同比增长10.19%;公司将向全体股东每10股派发现金红利5元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 综合毛利率提升

公司2011年综合毛利率为24.16%,比上年提升了3.34%。其中除尘器及配套设备收入增长2.73%,该业务毛利率23.59%,提升了2.72%;脱硫、脱硝工程项目收入增长15.87%,该业务毛利率25.24%,提升了7.68%;新疆BOT项目收入增长32.7%,该业务毛利率49.99%,提升了6.81%。

我们预计公司综合毛利率将保持较高水平,主要原因是随着公司东、西、南、北、中布局的生产基地陆续建成投产,公司制造体系将转变为“以自制为主”的模式,不断探索新形势下的龙净生产组织模式、物资采购模式、成本控制模式,培养形成龙净有别于其他企业的生产管理体系与方法,打造公司低成本生产体系和高精产品制造能力。另外,公司原材料钢材价格有望下降。

##### (二) 脱硫脱硝高增长

国家颁布的火电厂污染物新的排放标准从2012年1月开始执行,国家新的空气质量标准明确提出PM2.5的发布与控制要求,这些都将从根本上提高大气污染物的排放要求,从而推动除尘、脱硫、脱硝、脱汞等技术和市场的发展,为公司的相关产业带来商机。

我们预计公司脱硫脱硝业务收入未来3年增长率将达到30%,主要原因是“十二五”期间,所有30万KW以上机组都要安装脱硝装置,沿海发达地区的水泥厂2000吨/日产以上的干法窑也将全部进行脱硝治理。目前已安装脱硝装置的火电机组约占全部火电装机10%左右,预计“十二五”期间脱硝市场潜力较大。

#### 3. 投资建议

我们预测公司2012-2014年的营业收入分别为40.6亿、47.1亿、53.4亿元,EPS分别为1.53元、1.80元、2.00元,对应当前动态PE分别为17X、14X、13X。我们认为公司未来2年脱硫脱硝业务将进入高增长发展期,综合毛利率也将保持较好水平,盈利能力将会逐渐提升。我们看好公司未来发展前景,海外市场拓展有望带来超预期的业绩增长,公司目前估值相对较低,因此维持“推荐”投资评级。

### 分析师

冯大军

☎: (8610) 6656 8837

✉: fengdajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080001

### 市场数据

市场数据	时间 2012.4.9
A股收盘价(元)	26.24
A股一年内最高价(元)	30.50
A股一年内最低价(元)	20.53
上证指数	2302
市净率	2.39
总股本(万股)	21381
实际流通股(万股)	20790
总市值(亿元)	53.28
流通市值(亿元)	51.79

### 相关研究

龙净环保 2011年中报点评 2011.08.29

**表 1: 龙净环保 (600388) 财务报表预测**

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	971	561	406	471	534	营业收入	3345	3515	4057	4709	5341
应收票据	319	391	451	523	593	营业成本	2646	2666	3092	3585	4064
应收账款	775	843	973	1129	1281	营业税金及附加	38	41	43	45	48
预付款项	357	507	507	507	507	销售费用	91	113	110	121	172
其他应收款	141	145	145	145	145	管理费用	296	390	400	452	492
存货	2220	2341	2715	3148	3568	财务费用	-1	-11	1	18	20
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	24	25	28	31	34
长期股权投资	2	2	2	2	2	公允价值变动收益	1	-1	-1	-1	-1
固定资产	316	466	575	610	628	投资收益	2	3	3	3	3
在建工程	74	143	54	36	32	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	253	293	385	459	514
无形资产	176	191	187	183	179	营业外收支净额	23	24	24	24	24
长期待摊费用	4	6	8	10	11	税前利润	276	317	409	483	538
资产总计	5711	5977	6408	7155	7878	减: 所得税	45	64	81	96	107
短期借款	59	143	272	636	969	净利润	231	254	328	387	431
应付票据	5	0	0	0	0	母公司净利润	229	252	326	385	429
应付账款	764	782	894	1037	1175	少数股东损益	2	2	2	2	3
预收款项	2512	2378	2224	2045	1841	基本每股收益(元)	1.10	1.19	1.53	1.80	2.00
应付职工薪酬	4	42	46	51	56	稀释每股收益(元)	1.10	1.19	1.53	1.80	2.00
应交税费	77	55	58	61	64						
其他应付款	48	41	41	41	41	<b>财务指标</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
其他流动负债	7	11	0	0	0	<b>成长性</b>					
长期借款	121	1	1	1	1	营收增长率	-2.11%	5.10%	15.40%	16.08%	13.42%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-15.94%	11.67%	35.04%	22.54%	12.02%
负债合计	3621	3647	3803	4227	4589	净利润增长率	-11.29%	10.27%	29.39%	17.98%	11.39%
股东权益合计	2091	2330	2605	2928	3289	<b>盈利性</b>					
						销售毛利率	20.88%	24.16%	23.79%	23.87%	23.92%
<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	销售净利率	6.90%	7.21%	8.09%	8.22%	8.07%
净利润	231	254	328	387	431	ROE	11.15%	11.00%	12.73%	13.34%	13.22%
折旧与摊销	0	42	45	48	52	ROIC	10.02%	9.26%	10.87%	10.86%	10.26%
经营现金流	167	-212	-170	-157	-119	<b>估值倍数</b>					
投资现金流	-295	-287	-60	-60	-60	PE	23.87	22.26	17.21	14.58	13.09
融资现金流	57	81	74	283	242	P/S	1.63	1.60	1.38	1.19	1.05
现金净变动	-70	-418	-156	65	63	P/B	2.74	2.45	2.19	1.95	1.73
期初现金余额	1045	971	561	406	471	股息收益率	0.76%	0.74%	0.96%	1.13%	1.26%
期末现金余额	971	561	406	471	534	EV/EBITDA	17.22	15.57	12.63	11.13	10.56

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**冯大军，环保及公用事业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**冯大军，北京大学理学博士，2009 年 7 月加入中国银河证券研究部，主要负责环保及公用事业行业和公司证券研究。**

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：于淼 021-20257811 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)  
深圳广州：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)