

中国：电机/机械

2016 年 01 月 20 日

**投资建议：**

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**37.4%**

 日期 **2016/01/19**

收盘价	<b>RMB13.82</b>
十二个月目标价	<b>RMB19.00</b>
前次目标价	<b>RMBN.A.</b>
上海 A 股指数	<b>3,147.7</b>

**信息更新：**

- ▶ 政府政策要求燃煤发电厂在 2017-20 年前达到新的排放标准。
- ▶ 我们预计 2015/16/17 年公司营收将同比增长 16.6%/14.6%/14.3%。

**本中心观点：**

- ▶ 龙净环保拥有最大的除尘市场份额，脱硫脱硝市场份额位列前五。公司占据有利位置，可在规模达百亿元的除尘脱硫脱硝市场大展身手。

**公司简介：** 龙净环保制造、销售环境污染治理设备，包括除尘设备、脱硫设备和电控系统。

**股价相对上海 A 股指数表现**


市值	<b>RMB14,934.6 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB729.2 百万元</b>
总股本股数 (百万股)	<b>1,069.1</b>
流通 A 股股数比例	<b>100.0%</b>
自由流通股数比例	<b>100.0%</b>
大股东：持股比例	<b>福建东正投资股份有限公司, 17.2%</b>
净负债比率	<b>(80.6%)</b>
每股净值 (2016F)	<b>RMB3.76</b>
市净率 (2016F)	<b>3.68 倍</b>

**简明损益表(RMB 百万元)**

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	6,027	7,029	8,058	9,213
营业利润**	572	656	816	968
税后净利润*	463	524	633	760
每股收益(元)	1.09	0.49	0.60	0.72
每股收益年增长率 (%)	0.8	(55.2)	23.0	20.1
每股股利(元)	0.33	0.15	0.18	0.22
市盈率(倍)	12.7	28.2	22.9	19.1
股利收益率(%)	2.4	1.1	1.3	1.6
净资产收益率(%)	14.7	14.8	15.8	16.5

\* 归属母公司税后净利润

\*\* 经分析师调整

**报告分析师：**
**元大研究部**

+86 21 6187 3832      research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521      peter.kk.chu@yuanta.com

严泽文

+86-216187-3875      Oliveryan@yuanta.com

## 龙净环保 (600388 CH)

### 空气污染治理政策的主要受益者

首次纳入研究范围，给予买入评级和目标价人民币 19 元：作为最大的烟气治理服务供应商，我们认为龙净将受益于日益严格的政府空气污染治理政策。因此，我们预计 2015/16/17 年营收将同比增长 16.6%/14.6%/14.3%。本中心目标价系基于 2016 年预估每股收益 32 倍及每股净值 5.0 倍的平均数，隐含 37.4% 的上涨空间。

- ▶ **受益于政府政策及需求增长：**政府启动了《煤电节能减排升级与改造行动计划(2014-2020)》，计划在 2014-20 年使煤电市场污染物（烟尘、二氧化硫和氮氧化物）排放量降低 30-50%。新版《中华人民共和国大气污染防治法》将于 2016 年生效，我们预计这将带来每年人民币 100 亿元的烟气治理设备需求。由于除尘和脱硫脱硝业务占龙净销售额的 85%，我们认为公司将成为空气污染治理政策的主要受益者。
- ▶ **烟气治理市场的领导者：**龙净为火电厂、钢铁厂和水泥厂提供一站式烟气治理服务。公司 1) 拥有最大的除尘市场份额 (62%)，脱硫脱硝市场份额位列前五 (分别为 6.85%/3%)；及 2) 烟气治理收入规模为业内最高。龙净“50355 加 53”超洁净排放技术可满足比国家规定更严苛的排放标准，同时具备低成本、低能耗的优势。
- ▶ **盈利增长提升龙净的竞争力：**鉴于龙净烟气治理业务持续扩张，加上钢价走低压缩成本，我们预计 2015-17 年公司营收和净利润年复合增长率分别为 14.86%/20.43%。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	977	1,650	2,384	3,696	5,339
存货	3,080	4,880	5,232	5,543	6,337
应收帐款及票据	1,937	2,494	2,898	3,283	3,481
其他流动资产	813	704	844	1,013	1,216
<b>流动资产</b>	<b>6,808</b>	<b>9,728</b>	<b>11,359</b>	<b>13,536</b>	<b>16,372</b>
长期投资	288	52	16	(19)	(55)
固定资产	867	1,080	1,239	1,385	1,519
什项资产	573	582	616	649	680
<b>其他资产</b>	<b>1,727</b>	<b>1,714</b>	<b>1,871</b>	<b>2,015</b>	<b>2,144</b>
<b>资产总额</b>	<b>8,535</b>	<b>11,441</b>	<b>13,230</b>	<b>15,551</b>	<b>18,516</b>
应付帐款及票据	1,714	2,107	2,436	2,703	3,143
短期借款	336	204	204	204	204
什项负债	2,936	4,853	5,823	7,279	9,099
<b>流动负债</b>	<b>4,986</b>	<b>7,163</b>	<b>8,463</b>	<b>10,185</b>	<b>12,445</b>
长期借款	96	147	161	177	195
其他负债及准备	592	887	976	1,074	1,181
<b>长期负债</b>	<b>688</b>	<b>1,034</b>	<b>1,137</b>	<b>1,251</b>	<b>1,376</b>
<b>负债总额</b>	<b>5,674</b>	<b>8,197</b>	<b>9,600</b>	<b>11,437</b>	<b>13,821</b>
股本	428	428	1,069	1,069	1,069
资本公积	910	950	309	309	309
保留盈余	1,449	1,772	2,154	2,638	3,219
换算调整数	(4)	(4)	0	0	0
<b>额归属母公司之权益</b>	<b>2,783</b>	<b>3,146</b>	<b>3,532</b>	<b>4,016</b>	<b>4,596</b>
<b>少数股权</b>	<b>78</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>
<b>股东权益总额</b>	<b>2,861</b>	<b>3,244</b>	<b>3,630</b>	<b>4,114</b>	<b>4,695</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	463	467	523	644	773
折旧及摊提	70	81	84	99	113
本期营运资金变动	(273)	63	403	857	1,066
其他营业资产	(181)	(116)	0	0	0
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>80</b>	<b>495</b>	<b>1,011</b>	<b>1,600</b>	<b>1,952</b>
资本支出	(121)	(228)	(228)	(228)	(228)
本期长期投资变动	207	236	36	36	36
其他资产变动	(57)	100	(50)	(50)	(50)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>29</b>	<b>108</b>	<b>(242)</b>	<b>(242)</b>	<b>(242)</b>
股本变动	42	19	0	0	0
本期负债变动	234	(82)	15	16	18
其他调整数	(258)	125	(49)	(62)	(85)
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>18</b>	<b>61</b>	<b>(34)</b>	<b>(46)</b>	<b>(68)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>125</b>	<b>662</b>	<b>734</b>	<b>1,312</b>	<b>1,642</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>109</b>	<b>603</b>	<b>768</b>	<b>1,358</b>	<b>1,710</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>营业收入</b>	<b>5,568</b>	<b>6,027</b>	<b>7,029</b>	<b>8,058</b>	<b>9,213</b>
销货成本	(4,388)	(4,621)	(5,349)	(6,050)	(6,882)
<b>营业毛利</b>	<b>1,181</b>	<b>1,405</b>	<b>1,679</b>	<b>2,007</b>	<b>2,330</b>
营业费用	(742)	(834)	(1,023)	(1,192)	(1,363)
<b>营业利润</b>	<b>439</b>	<b>572</b>	<b>656</b>	<b>816</b>	<b>968</b>
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(59)	(66)	(54)	(60)	(60)
利息收入净额	(59)	(66)	(54)	(60)	(60)
投资利益(损失)净额	129	61	9	11	11
其他业外收入(支出)净额	44	(17)	8	(9)	(9)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	552	549	619	758	909
所得税费用	(89)	(82)	(96)	(114)	(136)
少数股权净利	(7)	(4)	1	(11)	(13)
归属母公司之净利	457	463	524	633	760
税前息前折旧摊销前净利	509	653	741	914	1,081
每股收益 (RMB)	1.08	1.09	0.49	0.60	0.72
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.08	1.09	0.49	0.60	0.723

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	31.3	8.2	16.6	14.6	14.3
营业利润	18.1	30.2	14.8	24.3	18.6
税前息前折旧摊销前净	19.0	28.1	13.5	23.5	18.2
税后净利润	56.9	1.5	13.1	20.8	20.1
每股收益	(21.96)	0.79	(55.17)	23.04	20.05
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	21.2	23.3	23.9	24.9	25.3
营业利润率	7.9	9.5	9.3	10.1	10.5
税前息前 折旧摊销前净利率	9.1	10.8	10.5	11.3	11.7
税后净利率	8.2	7.7	7.5	7.9	8.2
资产报酬率	5.8	4.7	4.2	4.5	4.5
净资产收益率	16.4	14.7	14.8	15.8	16.5
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	15.1	10.8	10.1	9.3	8.5
净负债比率 (%)	24.0	41.5	58.4	69.5	86.6
利息保障倍数 (倍)	10.3	9.4	12.4	13.6	16.2
利息及短期债	1.5	2.3	2.6	3.1	3.7
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	1.4	7.5	18.7	26.7	32.5
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	1.8	3.9	6.1	7.4
流动比率 (倍)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
速动比率 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
净负债 (RMB 百万元)	(545)	(1,300)	(2,020)	(3,315)	(4,940)
每股净值 (RMB)	6.51	7.36	3.30	3.76	4.30
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	12.8	12.7	28.2	22.9	19.1
股价自由现金流量比	54.1	9.8	19.2	10.9	8.6
市净率	2.1	1.9	4.2	3.7	3.2
股价税前息前折旧摊销 前净利比	11.6	9.1	20.0	16.2	13.7
股价营收比	1.1	1.0	2.1	1.8	1.6

资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 龙净环保 (600388 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计:	448	100%

资料来源: 元大

### 投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价, 该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测, 我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中, 但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策, 暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价, 其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼