

中国：电机/机械

2016 年 10 月 31 日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**24.2%**

 日期 **2016/10/28**

收盘价	RMB12.88
十二个月目标价	RMB16.00
前次目标价	RMB17.00
上海 A 股指数	3,250.2

信息更新：

- ▶ 龙净环保 2016 年前三季度实现营业收入 49.28 亿元，同比增长 10%，净利润 4.3 亿元，同比增长 10%。
- ▶ 重申买入评级，目标价下调至人民币 16 元。

本中心观点：

- ▶ 龙净环保拥有除尘市场 62% 的市场份额，脱硫脱硝市场份额位列前五。
- ▶ 受惠于《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020）》的提速和扩围，公司有望持续受惠于政策的扶持。

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	RMB13,769.4 百万元
六个月平均日成交量	RMB134.4 百万元
总股本股数 (百万股)	1,069.1
流通 A 股股数比例	100.0%
自由流通股数比例	100.0%
大股东：持股比例	福建东正投资股份有限公司 17.2%
净负债比率 (2016F)	(84.2%)
每股净值 (2016F)	RMB3.80
市净率 (2016F)	3.39 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	7,391	8,376	9,574	10,965
营业利润**	723	752	823	944
税后净利润*	560	654	734	838
每股收益(元)	0.52	0.61	0.69	0.78
每股收益年增长率 (%)	(51.7)	16.8	12.1	14.3
每股股利(元)	0.15	0.18	0.22	0.27
市盈率(倍)	24.6	21.0	18.8	16.4
股利收益率(%)	1.2	1.4	1.7	2.1
净资产收益率 (%)	15.7%	16.1%	16.0%	16.0%

* 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 21 6187-3875 Oliveryan@yuanta.com

龙净环保 (600388 CH)

三季度报略低于预期，将受惠于超低排放改造提速

事件

龙净环保公布了 2016 年第三季财报，营收 19.99 亿元，同比下降 1%，低于预期 10%，净利润 2.33 亿元，同比增长 7%，低于预期 11%，主要源于公司除尘、脱硫脱硝收入确认周期略高于预期。

研究中心观点

重申买入评级，目标价下调至人民币 16 元： 龙净环保是中国最大的烟气治理提供商，公司 2016 年第三季财报低于预期，因此我们将 2016/17 年预估净利润分别下修 2%/6%，考虑到公司将持续受益于大气治理政策，我们重申买入评级，但下调目标价至人民币 16 元，系根据 28 倍和 3 倍 2017 年预估市盈率和市净率平均推得。

超低排放提速增厚公司业绩： 2016 前三季度公司营收和净利 49.28/4.3 亿元，同比增长 10/10%，增长主要源于：1) 除尘和脱硫脱硝工程项目实现了 10% 以上的增长，并合计贡献了超过 95% 的营收；2) 2016 年以来获得台化 LGGH 系统、韩国浦项电除尘、巴基斯坦和塞尔维亚出口成套等项目，订单持续增长；2) 脱硝催化剂营收为去年同期的 6 倍，成为公司增长的新的突破。

政策扶持，业绩增长有保障： 受惠于《煤电节能减排升级与改造行动计划》的提速，超低排放改造由原来的东部地区扩围至中西部地区，东中部地区燃煤电厂改造完成时间分别提前至 2017/18 年底，因此公司作为行业龙头将直接受益于政策的倾斜。

员工持股提升公司活力： 截至三季度，公司员工持股计划累计购买数量 705.92 万股，占总股本的 0.66%，平均价格 13.57 元/股，根据计划公司未来将再设立 7 期独立的员工持股计划，累计股票总数不超过总股本的 10%，我们认为这将持续提升公司经营活力。

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。

财报预估调整与股票估值

超低排放提速增厚公司业绩：2016 前三季度公司营收和净利 49.28/4.3 亿元，同比增长 10/10%，增长主要源于：1) 除尘和脱硫脱硝工程项目实现了 10%以上的增长，并合计贡献了超过 95%的营收；2) 2016 年以来获得台化 LGGH 系统、韩国浦项电除尘、巴基斯坦和塞尔维亚出口成套等项目，订单持续增长；2) 脱硝催化剂营收为去年同期的 6 倍，成为公司增长的新的突破。

政策扶持，业绩增长有保障：受惠于《煤电节能减排升级与改造行动计划》的提速，超低排放改造由原来的东部地区扩围至中西部地区，东中部地区燃煤电厂改造完成时间分别提前至 2017/18 年底，因此公司作为行业龙头将直接受益于政策的倾斜。

员工持股提升公司活力：截止三季度，公司员工持股计划累计购买数量 705.92 万股，占总股本的 0.66%，平均价格 13.57 元/股，根据计划公司未来将再设立 7 期独立的员工持股计划，累计股票总数不超过总股本的 10%，我们认为这将持续提升公司经营活力。

股票估值：由于火电企业受经济环境的影响，电厂超低排放改造意愿可能低于预期，因此我们将 2016/17 年预估净利润分别下修 2%/6%。考虑到公司是国内最大烟气处理龙头，将持续受益于大气治理政策，我们重申买入评级，但下调目标价至人民币 16 元，系根据 28 倍和 3 倍 2017 年预估市盈率和市净率平均推得。

图 1：龙净环保 2016 年第三季财报一览

(人民币百万元)	3Q16A	2Q16A	QoQ(%)	3Q15A	YoY	元大首次预估	差异
营业收入	1,999	1,790	11.71%	2,023	-1.17%	2,213	-9.67%
营业毛利	512	417	22.56%	482	6.15%	570	-10.25%
营业利润	259	147	76.24%	260	-0.23%	324	-20.10%
税前净利润	274	149	83.86%	254	7.92%	313	-12.46%
税后净利润	233	120	93.28%	217	7.02%	262	-11.11%
每股收益	0.22	0.11	93.28%	0.20	7.02%	0.24	-11.11%
重要比率			百分点		百分点		百分点
营业毛利率	25.59%	23.32%	2.27	23.82%	1.76	25.75%	-0.16
营业利润率	12.96%	8.22%	4.75	12.84%	0.12	14.66%	-1.69
税前利润率	13.72%	8.33%	5.38	12.56%	1.16	14.16%	-0.44
净利润率	11.64%	6.73%	4.91	10.75%	0.89	11.83%	-0.19

资料来源：公司资料，元大

图 2：龙净环保 2016/17 年财务更新

(人民币百万元)	2016F		2017F		变化率 (%)		更新原因
	更新前	更新后	更新前	更新后	2016F	2017F	
营业收入	8,513	8,376	9,729	9,574	-1.61%	-1.59%	收入确认周期高于预期
营业毛利	2,044	1,968	2,414	2,252	-3.74%	-6.67%	毛利率低于预期 2 个百分点
营业利润	830	752	969	823	-9.41%	-15.08%	
税前净利润	800	787	932	871	-1.64%	-6.48%	
税后净利润	666	654	778	734	-1.79%	-5.73%	
每股收益	0.62	0.61	0.73	0.69	-1.79%	-5.73%	
重要比率					百分点	百分点	
营业毛利率	24.01%	23.49%	24.81%	23.53%	-0.52	-1.28	
营业利润率	9.75%	8.98%	9.96%	8.59%	-0.77	-1.37	
税前利润率	9.40%	9.39%	9.58%	9.10%	-0.01	-0.48	
净利润率	7.83%	7.81%	8.00%	7.66%	-0.01	-0.34	

资料来源：公司资料，元大

图 3：同业评价比较表

公司	代码	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率 (倍)			每股收益成长率 (%)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
龙净环保	600388 CH	RMB12.88	2,031.2	0.61	0.69	0.78	21.0	18.8	16.4	16.8	12.1	14.3
国内同业												
清新环境	002573.SZ	17.88	2,807.76	0.69	0.91	1.08	25.91	19.67	16.62	45%	32%	18%
三维丝	300056.SZ	19.29	1,063.73	0.47	0.65	0.84	40.73	29.87	22.90	126%	36%	30%
中电环保	300172.SZ	10.48	783.01	0.24	0.29	0.34	43.65	35.88	30.94	-20%	22%	16%
国内同业平均		15.88	1,551.50	0.47	0.62	0.75	36.76	28.47	23.49	50%	30%	22%
香港同业												
中国光大国际	0257.HK	9.89	5,716.85	0.58	0.71	0.79	17.13	13.95	12.51	24%	23%	11%
绿色动力环保	1330.HK	3.91	526.88	0.30	0.40	0.43	11.14	8.41	7.80	37%	32%	8%
中滔环保	1363.HK	2.40	1,954.91	0.13	0.15	0.16	15.82	14.11	13.17	30%	12%	7%
香港同业平均		4.80	2,194.36	0.38	0.47	0.53	12.22	10.12	9.25	42%	22%	10%

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

注：所有每股收益数字均以当地货币为单位

图 4：同业评价比较表 (续)

公司	代码	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率 (%)			每股净值			市净率 (倍)		
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F
龙净环保	600388 CH	RMB12.88	2,031.2	16.1	16.0	16.0	3.80	4.30	4.89	3.4	3.0	2.6
国内同业												
清新环境	002573.SZ	17.88	2,807.76	20.76	22.18	21.07	3.34	4.15	5.10	5.35	4.31	3.51
三维丝	300056.SZ	19.29	1,063.73	17.52	19.97	20.95	3.04	3.59	4.30	6.35	5.38	4.48
中电环保	300172.SZ	10.48	783.01	10.91	11.81	12.14	2.22	2.51	2.84	4.71	4.18	3.69
国内同业平均		15.88	1,551.50	16.40	17.99	18.06	2.87	3.42	4.08	5.47	4.62	3.89
香港同业												
中国光大国际	0257.HK	9.89	5,716.85	13.74	15.64	15.59	4.25	4.68	5.14	2.33	2.11	1.93
绿色动力环保	1330.HK	3.91	526.88	12.26	14.36	13.48	2.58	2.99	3.46	1.30	1.12	0.97
中滔环保	1363.HK	2.40	1,954.91	24.55	20.20	18.15	0.58	0.65	0.78	3.53	3.16	2.66
香港同业平均		4.80	2,194.36	16.54	16.55	15.70	1.85	2.08	2.34	1.79	1.60	1.39

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

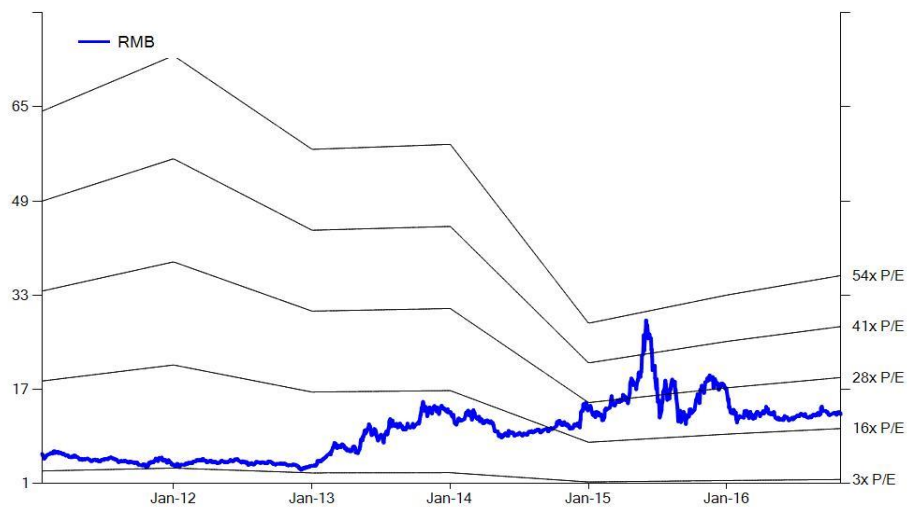
图 5：龙净环保季度及年度简明损益表 (合并)

(RMB 百万元)	1Q2016A	2Q2016A	3Q2016A	4Q2016F	FY2016F	1Q2017F	2Q2017F	3Q2017F	4Q2017F	FY2017F
营业收入	1,140	1,790	1,999	3,447	8,376	1,303	2,045	2,284	3,943	9,574
销货成本	(872)	(1,372)	(1,488)	(2,677)	(6,408)	(996)	(1,567)	(1,699)	(3,060)	(7,322)
营业毛利	268	417	512	770	1,968	307	477	585	883	2,252
营业费用	(173)	(270)	(252)	(520)	(1,216)	(229)	(329)	(276)	(595)	(1,430)
营业利润	96	147	259	250	752	78	148	309	288	823
业外利益	(3)	2	15	21	35	10	10	10	17	48
税前净利润	92	149	274	272	787	88	159	319	305	871
少数股东权益	1	(1)	(2)	(4)	(6)	1	(1)	(2)	(4)	(7)
所得税费用	(17)	(28)	(40)	(43)	(127)	(13)	(24)	(48)	(46)	(131)
税后净利润	76	120	233	225	654	76	134	269	255	734
每股稀释盈余(RMB)	0.07	0.11	0.22	0.21	0.61	0.07	0.13	0.25	0.24	0.69
加权平均股数	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05
重要比率										
营业毛利率	23.5%	23.3%	25.6%	22.3%	23.5%	23.6%	23.4%	25.6%	22.4%	23.5%
营业利润率	8.4%	8.2%	13.0%	7.3%	9.0%	6.0%	7.3%	13.5%	7.3%	8.6%
税前净利润率	8.1%	8.3%	13.7%	7.9%	9.4%	6.8%	7.8%	14.0%	7.7%	9.1%
有效所得税率	18.4%	18.5%	14.4%	15.8%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
季增率(%)										
营业收入	(60.7%)	57.0%	11.7%	72.4%	13.3%	(62.2%)	57.0%	11.7%	72.6%	14.3%
营业利润	(62.1%)	54.0%	76.2%	(3.5%)	4.0%	(68.9%)	90.6%	108.3%	(6.9%)	9.4%
税后净利润	(55.1%)	57.4%	93.3%	(3.4%)	16.8%	(66.1%)	75.5%	101.4%	(5.3%)	12.1%
每股稀释盈余	(56.80%)	61.40%	93.05%	(2.56%)	16.81%	(67.22%)	79.98%	101.21%	(4.48%)	12.14%

资料来源：公司资料、元大

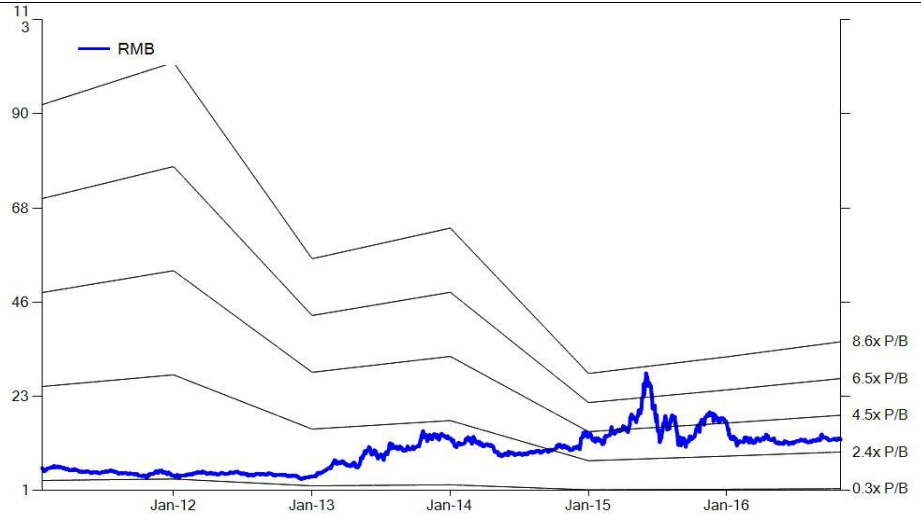
注：标“A”为元大汇整之历史数据

图 6：12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料、元大

图 7：12 个月预期市净率区间图



资料来源：公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	1,650	2,303	3,689	4,726	6,454
存货	4,880	5,877	5,535	7,103	7,414
应收帐款及票据	2,494	2,860	3,207	3,823	4,288
其他流动资产	704	694	833	1,000	1,199
流动资产	9,728	11,734	13,264	16,650	19,356
长期投资	52	74	97	119	141
固定资产	1,080	1,157	1,295	1,420	1,533
什项资产	582	550	583	616	647
其他资产	1,714	1,781	1,975	2,155	2,321
资产总额	11,441	13,515	15,239	18,805	21,677
应付帐款及票据	2,107	2,882	2,560	3,658	3,508
短期借款	204	187	187	187	187
什项负债	4,853	5,835	7,293	9,117	11,396
流动负债	7,163	8,904	10,040	12,962	15,090
长期借款	147	1	1	1	1
其他负债及准备	887	946	1,041	1,145	1,259
长期负债	1,034	947	1,042	1,146	1,261
负债总额	8,197	9,851	11,082	14,108	16,351
股本	428	1,069	1,069	1,069	1,069
资本公积	950	522	522	522	522
保留盈余	1,772	1,977	2,466	3,007	3,636
换算调整数	(4)	(3)	0	0	0
归属母公司之权益	3,146	3,565	4,058	4,598	5,227
少数股权	98	99	99	99	99
股东权益总额	3,244	3,664	4,157	4,697	5,326

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	467	561	660	741	853
折旧及摊提	81	89	90	104	118
本期营运资金变动	63	404	993	572	1,152
其他营业资产	(116)	(39)	0	0	0
营运活动之现金流量	495	1,015	1,743	1,417	2,123
资本支出	(228)	(211)	(211)	(211)	(211)
本期长期投资变动	236	(22)	(22)	(22)	(22)
其他资产变动	100	146	(50)	(50)	(51)
投资活动之现金流量	108	(87)	(284)	(284)	(285)
股本变动	19	0	0	0	0
本期负债变动	(82)	(163)	0	0	0
其他调整数	125	(209)	(73)	(96)	(110)
融资活动之现金流量	61	(371)	(73)	(96)	(109)
汇率影响数	(3)	6	0	0	0
本期产生现金流量	662	562	1,386	1,037	1,729
自由现金流量	603	927	1,459	1,133	1,838

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	6,027	7,391	8,376	9,574	10,965
销货成本	(4,621)	(5,697)	(6,408)	(7,322)	(8,384)
营业毛利	1,405	1,694	1,968	2,252	2,581
营业费用	(834)	(970)	(1,216)	(1,430)	(1,637)
营业利润	572	723	752	823	944
利息收入	0	0	15	43	53
利息费用	(66)	(45)	(14)	(19)	(18)
利息收入净额	(66)	(45)	1	24	35
投资利益(损失)净额	61	11	9	11	11
其他业外收入(支出)净额	(17)	(24)	25	14	14
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	549	665	787	871	1,003
所得税费用	(82)	(104)	(127)	(131)	(151)
税后净利润	467	561	660	741	853
少数股权净利	(4)	(1)	(6)	(7)	(14)
归属母公司之净利	463	560	654	734	838
税前息前折旧摊销前净利	653	812	842	927	1,062
每股收益 (RMB)	1.1	0.5	0.6	0.7	0.8
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.1	0.5	0.6	0.7	0.8

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成长率 (%)					
营业收入	8.2	22.6	13.3	14.3	14.5
营业利润	30.2	26.5	4.0	9.4	14.7
税前息前折旧摊销前净	28.1	24.4	3.7	10.1	14.6
税后净利润	1.5	20.9	16.8	12.1	14.3
每股收益	1.5	(51.7)	16.8	12.1	14.3
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	23.3	22.9	23.5	23.5	23.5
营业利润率	9.5	9.8	9.0	8.6	8.6
税前息前 折旧摊销前净利率	10.8	11.0	10.1	9.7	9.7
税后净利润率	7.7	7.6	7.8	7.7	7.6
资产报酬率	4.7	4.5	4.6	4.4	4.2
净资产收益率	14.7	15.7	16.1	16.0	16.0
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	10.8	5.1	4.5	4.0	3.5
净负债比率 (%)	-	-	-	-	-
利息保障倍数 (倍)	9.4	15.9	59.1	46.9	56.0
利息及短期债	2.3	3.1	4.0	4.3	5.0
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	7.5	22.7	128.5	74.6	116.4
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	1.8	4.4	8.7	6.9	10.4
流动比率 (倍)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率 (倍)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8
净负债 (RMB 百万元)	-	-	-	-	-
每股净值 (RMB)	7.36	3.33	3.80	4.30	4.89
评价指标 (倍)					
市盈率	11.9	24.6	21.0	18.8	16.4
股价自由现金流量比	9.1	14.8	9.4	12.2	7.5
市净率	1.8	3.9	3.4	3.0	2.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	8.4	17.0	16.4	14.9	13.0
股价营收比	0.9	1.9	1.6	1.4	1.3

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之分析师，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



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2016/01/20	13.77	19.00	19.00	买入	元大研究部
2	2016/05/03	13.00	17.00	17.00	买入	元大研究部

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	223	47%
持有-超越同业	116	24%
持有-落后同业	44	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计:	475	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