

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

股票激励计划为除尘器龙头“保驾护航”

事件描述

龙净环保（600388）今日发布限制性股票激励计划（草案），其主要内容为：

- 所采用的激励形式为限制性股票，标的股票为不超过 599 万股的龙净环保股票(最终以实际认购数量为准)，占本《激励计划》首次公告时龙净环保股本总额 20,790 万股的 2.88%，股票来源为龙净环保向激励对象定向发行；
- 限制性股票的授予价格为每股 15.18 元，有效期为自限制性股票授予日起的 48 个月；
- 主要激励人群：共计 72 人，基本覆盖了龙净环保的全体高管人员和核心骨干；
- 解锁安排：锁定期满次日起的 36 个月为解锁期。解锁期内，若达到本计划规定的解锁条件，激励对象可分三次申请解锁，分别自授予日起 12 个月后、24 个月后、36 个月后各申请解锁授予限制性股票总量的 40%、30%、30%；
- 主要解锁条件：授予所在 T、T+1 和 T+2 年度的净利润分别与前三年的平均净利润相比增长不低于 8%；加权平均净资产收益率不低于 9%；以上二项指标不低于同行业同期水平，其中年度净利润以扣除非经常性损益与扣除前的净利润相比的低者作为计算依据；
- 股票期权成本的会计处理：激励成本在经常性损益中列支。

事件评论

第一，我们认为：从过往情况看公司解锁可能性极大

公司此次股权激励方案提出的主要行权条件：授予所在 T、T+1 和 T+2 年度的净利润分别与前三年的平均净利润相比增长不低于 8%；加权平均净资产收益率不低于 9%；以上二项指标不低于同行业同期水平，其中年度净利润以扣除非经常性损益与扣除前的净利润相比的低者作为计算依据。

- 从过去几年的净利润与前三年的平均净利润相比的情况看来，增长情况均要远高于 8%的解锁条件，因此此项条件我们认为在未来几年内，公司在不发生经营条件突变的情况下是完全可以达到。

表 1：过去几年的净利润与前三年的平均净利润相比情况一览

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
净利润(万元)	1,958.51	3,706.13	2,577.53	3,996.51	5,119.12	5,032.61	14,372.81	12,781.61	18,278.74	26,657.78
前三年的平均净利润（万元）			2,747.39	3,426.72	3,897.72	4,716.08	8,174.85	10,729.01	15,144.39	19,239.38

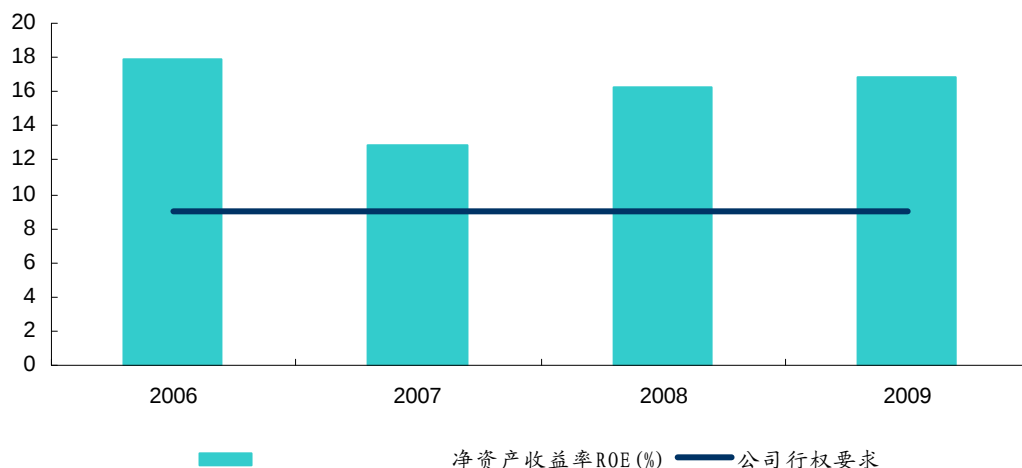
增长率

45.5% 49.39% 29.12% 204.76% 56.35% 70.37% 76.02%

资料来源: wind, 长江证券研究所

- 从公司过去年份的 ROE 水平来看, 2006-2009 年分别为 17.84%, 12.87%, 16.23% 和 16.81%, 要高于 9% 的解锁条件, 该项约束条件, 从公司目前的发展势头来看, 以后年份也是可以达到。

图 1: 公司近几年 ROE 水平均在行权条件之上



资料来源: 长江证券研究所

- 以上二项指标不低于同行业同期水平: 公司作为国内电除尘器行业龙头, 脱硫工程行业第一梯队成员, 公司在同行业已经享有盛名, 为公司后期业务开展节省了各项开支和保持高于同行业同期水平提供了保障。

表 2: 菲达环保过去几年的净利润与前三年的平均净利润相比情况一览

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
净利润(万元)	1,470.83	2,141.45	2,364.38	1,558.30	4,756.77	2,572.52	2,445.66	1,282.24	956.28	1,505.80
前三年平均净利润 (万元)				1,992.22	2,021.38	2,893.15	2,962.53	3,258.32	2,100.14	1,561.39
增长率				-21.78%	135.32%	-11.08%	-17.45%	-60.65%	-54.47%	-3.56%

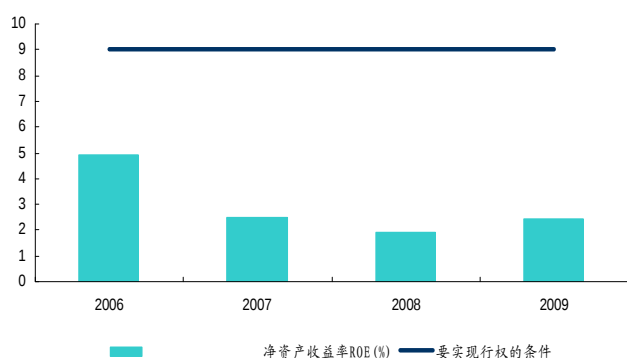
资料来源: wind, 长江证券研究所

表 3: 九龙电力过去几年的净利润与前三年的平均净利润相比情况一览

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
净利润(万元)	7,320.29	7,765.39	7,080.69	6,324.73	4,957.37	5,455.32	11,633.13	9,234.69	-17,533.26	7,764.77
前三年平均净利润 (万元)				7,388.79	7,056.94	6,120.93	5,579.14	7,348.61	8,774.38	1,111.52
增长率				-14.40%	-29.75%	-10.87%	108.51%	25.67%	-299.82%	598.57%

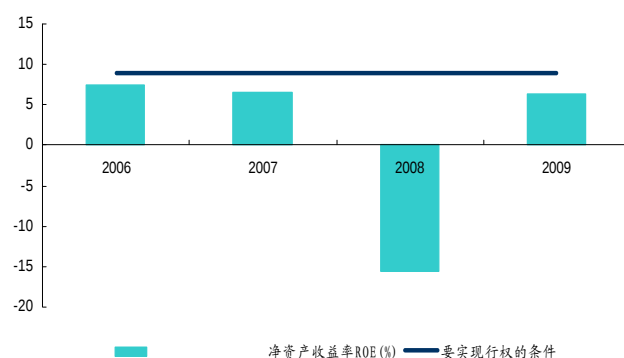
资料来源: wind, 长江证券研究所

图 2: 菲达环保 ROE 低于 9%标准



资料来源: 长江证券研究所

图 3: 九龙电力 ROE 低于 9%标准



资料来源: 长江证券研究所

第二， 限制性股票实施对各期经营业绩相对有限

根据本计划授予的限制性股票以 15.18 元的授予价格，若授予日的股票价格为 30.18 元，假设限制性股票全部按期解锁，本《激励计划》股权激励成本为 $(30.18-15.18) \times 599$ 万股=8,985 万元。

整个服务期内摊销激励成本分别为 5840.25、2246.25、244.21 和 898.5 万元，对净利润影响为 4964.21、1909.31 和 763.73 万元，考虑到公司未来盈利能力逐年增强，同时摊销激励成本又呈现下降趋势，递延报酬成本对公司的净利润产生不良影响将不断减小，同时为了完成股权激励也迫使公司高管提高积极性，加强管理来完成对于净利润的行权要求，我们认为对于之后几年公司对净利润增长率的行权要求是可以达到。

表 1: 各锁定期内的费用摊销情况一览

项目	激励成本摊销比例	摊销激励成本	对净利润影响
第一个解锁期	65%	5840.25	4964.21
第二个解锁期	25%	2246.25	1909.31
第三个解锁期	10%	898.5	763.73
合计	100%	8985	7637.25

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

第三， 我们仍维持对龙净环保的“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 1.17 元，1.19 元和 1.30 元，对应动态市盈率为 25.17、24.66 和 22.66 倍。公司目前估值高于行业平均水平。考虑未来在脱硫市场可能出现一定的萎缩，而相对于环保行业的估值水平来看，公司估值处于较低水平，同时若公司的股票激励方案通过，将大大调动公司高管和员工的积极性，公司业绩将有保证，我们仍然维持对公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3417	3505	3997	4502	货币资金	1045	1131	1233	1343
营业成本	2743	2851	3248	3669	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	674	654	750	833	应收账款	677	696	794	894
% 营业收入	19.7%	18.7%	18.8%	18.5%	存货	1862	1936	2205	2491
营业税金及附加	57	58	66	75	预付账款	448	466	531	600
% 营业收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	71	74	84	95	流动资产合计	4220	4423	4984	5576
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	138	138	138	138
管理费用	220	231	268	302	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.5%	6.6%	6.7%	6.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-1	-4	-4	-5	投资性房地产	35	35	35	35
% 营业收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	220	300	377	451
资产减值损失	15	2	8	8	无形资产	122	115	110	104
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	12	0	2	2
营业利润	313	293	327	358	其他非流动资产	139	139	139	139
% 营业收入	9.2%	8.4%	8.2%	7.9%	资产总计	4886	5150	5784	6446
营业外收支	14	15	15	15	短期贷款	14	0	0	0
利润总额	327	308	342	373	应付款项	765	795	905	1023
% 营业收入	9.6%	8.8%	8.6%	8.3%	预收账款	1984	2035	2321	2614
所得税费用	60	57	86	93	应付职工薪酬	4	4	4	5
净利润	267	251	257	280	应交税费	35	35	46	51
归属于母公司所有者					其他流动负债	43	45	51	58
的净利润	257.6	242.6	247.5	269.4	流动负债合计	2845	2913	3328	3750
少数股东损益	9	8	9	10	长期借款	1	1	1	1
EPS (元/股)	1.24	1.17	1.19	1.30	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	19	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	5	5	5	5
经营活动现金流净额	214	239	245	260	负债合计	2870	2919	3333	3756
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	1969	2176	2386	2615
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	47	55	65	75
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2016	2231	2451	2690
固定资产投资	-113	-105	-110	-115	负债及股东权益	4886	5150	5784	6446
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-109	-105	-110	-115		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.239	1.167	1.190	1.296
股权融资	617	0	0	0	BVPS	9.47	10.46	11.48	12.58
银行贷款增加 (减少)	-66	-14	0	0	PE	23.69	25.17	24.66	22.66
筹资成本	83	-33	-33	-36	PEG	15.80	16.79	16.45	15.11
其他	-167	0	0	0	PB	3.10	2.81	2.56	2.33
筹资活动现金流净额	468	-47	-33	-36	EV/EBITDA	15.00	15.51	13.46	11.92
现金净流量	573	87	102	109	ROE	13.1%	11.1%	10.4%	10.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。