

龙净环保(600388)

脱硫业务翻番是公司增长的主动力

——龙净环保 2008 年年报点评

张锦灿 吕娟
 010-59312821 021-38676139
 zhangjingcan@gtjas.com lvjuan@gtjas.com

本报告导读：

- 公司2008年EPS为1.045元，符合预期，脱硫业务翻番是公司收入和业绩增长的主要动力。

投资要点：

- 2008 年公司营业收入、利润总额、归属母公司净利润分别为 29 亿、2.2 亿和 1.7 亿，同比分别增长 27.39%、19.60%和 40.39%，EPS 为 1.045 元，业绩基本符合我们的预期。
- 净利润增速大幅高于营业收入增幅，主要是因为公司被评为高新技术企业，2008 年所得税率由 25%降为 15%，对 EPS 的贡献为 0.17 元。
- 脱硫工程项目是公司收入和业绩增长的主要源泉：公司是集设备设计、制造、安装、调试于一体的脱硫工程总承包商，控制成本能力强，对钢价不是很敏感。因此，2008 年在钢价上涨大背景下，公司大力拓展脱硫业务，不仅收入增长 120%，而且毛利率还增加 4.5 个百分点至 15.3%。脱硫业务收入和毛利率的高增，使公司 2008 年整体毛利率仅下降不到 1 个百分点，避免了大幅下滑。总体来说，脱硫贡献了 47%的整体收入和 45%的业绩。
- 除尘业务增长较缓的原因分析：除尘业务每单合同额在千万元级别，远低于脱硫工程项目的亿万元级别，相应地，除尘可以控制成本的因素较少，对钢价较敏感。因此，2008 年公司相对缩减除尘业务，全年该业务收入增长仅 1.76%，毛利率受钢价影响，下降 2.8 个百分点至 16.2%。
- 值得注意的是，2008 年脱硫业务收入占比首次超过除尘。行业层面看，由于二氧化硫的环保政策明显严于烟尘，我们也更看好脱硫业务。
- 根据中电联统计，公司 2008 年累计脱硫合同全国第四、新接脱硫合同全国第二。公司目前手持订单约 40 亿，其中脱硫、除尘分别占 63%、37%，脱硫项目未来依然是公司增长主要动力。
- 目前钢价无上涨动力，公司毛利率将会提升。预计 2009-2011 年 EPS 分别为 1.38、1.76 和 2.21 元，增发后全面摊薄的业绩分别为 1.03、1.31 和 1.64 元。行业目前平均 3.3 倍 PB 和 28 倍 PE，按增发后 2009 年业绩，目标价为 25 元，维持“谨慎增持”评级。

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,290	2,918	3,378	4,103	5,024
(+/-)%	28.1%	27.4%	15.8%	21.5%	22.4%
经营利润(EBIT)	186	217	275	350	448
(+/-)%	-11.7%	16.7%	26.7%	27.2%	28.1%
净利润	124	175	231	294	369
(+/-)%	-13.8%	40.4%	32.3%	27.2%	25.6%
每股净收益(元)	0.74	1.04	1.38	1.76	2.21
每股股利(元)	0.33	0.45	-	-	-

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	9.1%	8.3%	8.9%	9.4%	9.8%
净资产收益率(%)	11.8%	15.9%	16.7%	18.4%	19.9%
投入资本回报率(%)	26.3%	31.6%	32.7%	34.0%	36.9%
EV/EBITDA	14.5	12.4	9.9	7.8	6.1
市盈率	27.4	19.6	14.8	11.6	9.2
股息率(%)	1.6%	2.2%	-	-	-

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：¥25.00

上次预测：¥12.30

当前价格：¥20.43

2009.02.24

交易数据

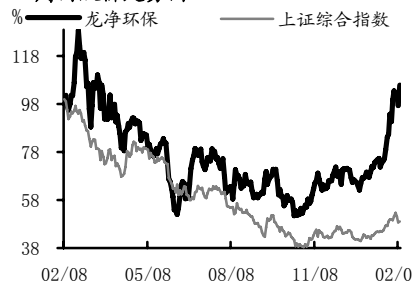
52 周内股价区间(元)	9.45 ~ 25.80
总市值(百万元)	3,504
总股本/流通 A 股(百万股)	167/129
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.77
日均成交量(百万股)	5.4
日均成交值(百万元)	84.8

资产负债表摘要(12/08)

股东权益(百万元)	1,137.70
每股净资产	6.81
市净率	3.0
净负债率	-30.70%

EPS(元)	2008A	2009E
Q1	0.11	0.15
Q2	0.24	0.32
Q3	0.21	0.27
Q4	0.48	0.64
全年	1.04	1.38

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	47.6	70.3	9.0
相对指数	34.0	51.1	57.2

相关报告

受益环保政策 需求稳定增长
(09.02.16)

三季度符合预期 四季度会有不俗表现
(08.10.31)

模型更新时间: 2009.02.24

股票研究

机械制造业

专用设备制造业

龙净环保(600388)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥25.00

上次预测: ¥12.30

当前价格: ¥20.43

公司网址:

<http://www.longking.cn/>

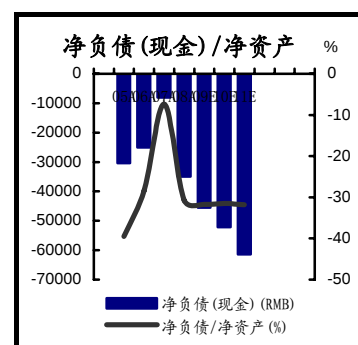
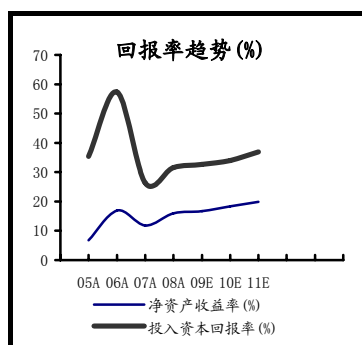
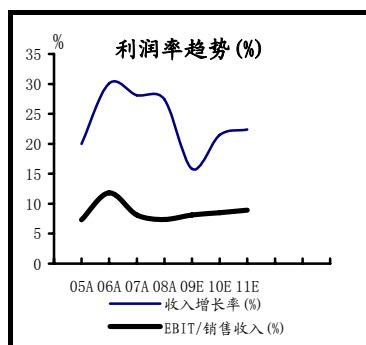
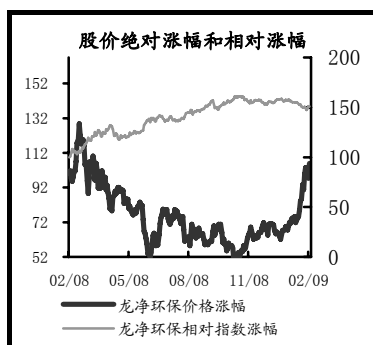
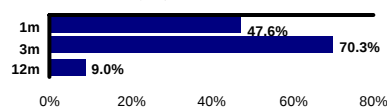
公司简介:

福建龙净环保股份有限公司是我国环境保护除尘行业的首家上市公司, 是国内机电一体化专业设计制造除尘装置和烟气脱硫装置等大气污染治理设备及其他环保产品的大型研发生产基地, 企业实力和产品的产销量位居行业龙头地位。

财务预测(单位: 百万元)

	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表							
营业收入	1,375	1,788	2,290	2,918	3,378	4,103	5,024
营业成本	1,146	1,491	1,903	2,453	2,808	3,418	4,192
税金及附加	12	17	34	20	24	29	35
营业费用	34	49	55	61	74	87	100
管理费用	92	109	114	158	183	222	251
EBIT	100	211	186	217	275	350	448
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-15	102	19	2	2	2	3
财务费用	8	7	7	10	-4	-1	5
营业利润	92	203	179	207	279	350	443
所得税	29	63	53	34	42	54	68
少数股东损益	0	0	4	8	10	12	15
净利润	50	144	124	175	231	294	369
资产负债表							
货币资金、交易性金融	491	447	411	430	563	897	1,087
其他流动资产	1,463	1,919	2,575	3,244	3,544	4,370	5,367
长期投资	154	114	237	108	111	98	91
固定资产合计	195	225	232	305	387	465	533
无形及其他资产	48	122	85	85	123	107	123
资产合计	2,351	2,826	3,541	4,172	4,728	5,937	7,201
流动负债	1,517	1,939	2,358	2,966	3,233	4,130	5,018
长期负债	63	6	98	68	59	151	251
股东权益	770	881	1,086	1,138	1,436	1,656	1,932
投入资本(IC)	283	368	708	686	840	1,027	1,213
现金流量表							
NOPLAT	64	146	131	183	234	297	381
折旧与摊销	18	19	21	24	26	36	44
流动资金增量	(68)	60	291	(140)	61	97	105
资本支出	(10)	30	8	72	104	108	108
自由现金流	4	256	451	140	424	538	638
经营现金流	162	(29)	(122)	310	261	323	1,533
投资现金流	21	(94)	16	(2)	(111)	(115)	(123)
融资现金流	(12)	76	57	(314)	184	(18)	(297)
现金流净增加额	171	(47)	(48)	(6)	334	190	1,113
财务指标							
成长性							
收入增长率	20.0%	30.1%	28.1%	27.4%	15.8%	21.5%	22.4%
EBIT 增长率	30.4%	110.4%	-11.7%	16.7%	26.7%	27.2%	28.1%
净利润增长率	5.5%	187.2%	-13.8%	40.4%	32.3%	27.2%	25.6%
利润率							
毛利率	16.6%	16.6%	16.9%	15.9%	16.9%	16.7%	16.6%
EBIT 率	7.3%	11.8%	8.1%	7.4%	8.1%	8.5%	8.9%
净利润率	3.7%	8.1%	5.4%	6.0%	6.8%	7.2%	7.3%
收益率							
净资产收益率(ROE)	6.8%	16.9%	11.8%	15.9%	16.7%	18.4%	19.9%
总资产收益率(ROA)	2.1%	5.1%	3.5%	4.2%	4.9%	4.9%	5.1%
投入资本回报率	35.4%	57.3%	26.3%	31.6%	32.7%	34.0%	36.9%
运营能力							
存货周转天数	241	229	231	252	268	256	257
应收账款周转天数	62	62	68	63	60	59	59
总资产周转天数	558	528	507	482	481	474	477
净利润现金含量	3.23	(0.20)	(0.98)	1.78	1.13	1.10	4.15
资本支出/收入	-0.70%	1.68%	0.36%	2.47%	3.07%	2.64%	2.15%
偿债能力							
资产负债率	67.2%	68.8%	69.3%	72.7%	69.6%	72.1%	73.2%
净负债率	-39.5%	-28.4%	-7.4%	-30.7%	-31.7%	-31.5%	-31.8%
估值比率							
PE	68.0	23.7	27.4	19.6	19.9	15.6	12.4
PB	6.2	5.4	4.3	4.2	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	25.5	13.1	14.5	12.4	9.9	7.8	6.1
P/S	3.33	2.56	2.00	1.57	1.36	1.12	0.91
股息率	0.7%	1.8%	1.6%	0.0%	1.9%	2.4%	3.0%

绝对价格回报 (%)



1. 年报点评

2008 年公司营业收入、利润总额、归属母公司净利润分别为 29 亿、2.2 亿和 1.7 亿，同比分别增长 27.39%、19.60%和 40.39%，EPS 为 1.045 元，业绩基本符合我们的预期。

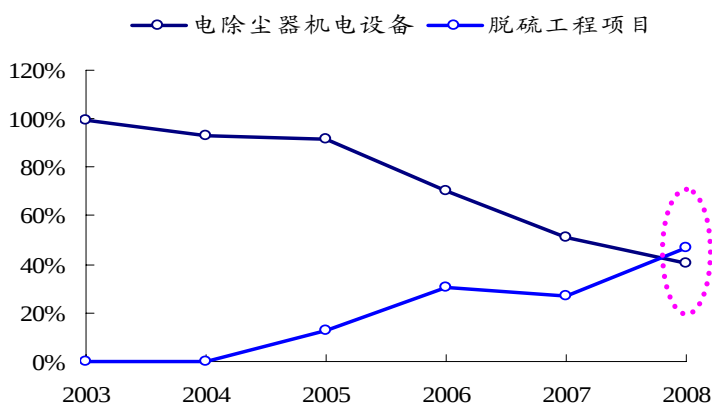
净利润增速大幅高于营业收入增幅，主要是因为公司被评为高新技术企业，2008 年所得税率由 25%降为 15%，对 EPS 的贡献为 0.17 元。

脱硫工程项目是公司收入和业绩增长的主要源泉：公司是集设备设计、制造、安装、调试于一体的脱硫工程总承包商，控制成本能力强，对钢价不是很敏感。因此，2008 年在钢价上涨大背景下，公司大力拓展脱硫业务，不仅脱硫收入增长 120%，而且毛利率还增加 4.5 个百分点至 15.3%。脱硫业务收入和毛利率的双增长，使公司 2008 年整体毛利率仅下降不到 1 个百分点，避免了大幅下滑。总体来说，脱硫贡献了 47%的整体收入和 45%的业绩。

除尘业务增长较缓的原因分析：除尘业务每单合同额在千万元级别，远低于脱硫工程项目的亿万元级别，相应地，除尘可以控制成本的因素较少，对钢价较敏感。因此，2008 年公司相对缩减除尘业务，全年该业务收入增长仅 1.76%，毛利率受钢价影响，下降 2.8 个百分点至 16.2%。

值得注意的是，2008 年脱硫、除尘业务的收入占比分别为 47%、41%，**脱硫业务占比首次超过除尘业务。**就细分行业来讲，由于二氧化硫的环保政策和控制力度强于烟尘，我们也更看好脱硫业务。

图 1：公司脱硫业务收入占比首次超过除尘业务



数据来源：公司年报、国泰君安证券

2. 公司竞争优势和手持订单

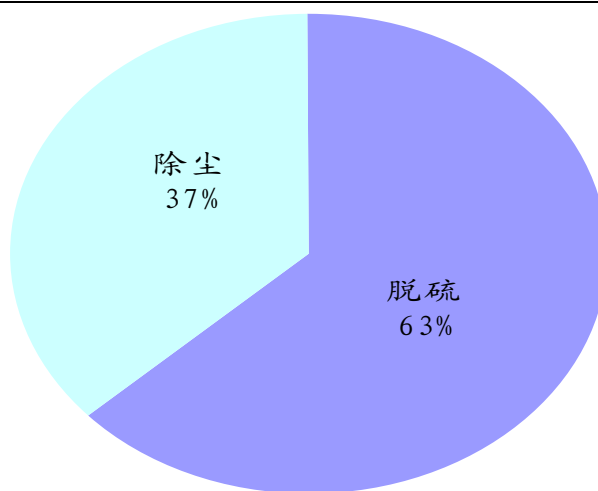
公司的竞争优势主要体现在技术优势和控制成本费用能力强两方面。

技术优势：在除尘技术上，公司发明了电袋复合式除尘器，成功实现 60 万千瓦机组电袋和 30 万千瓦机组布袋应用的突破；在脱硫技术上，公司干法脱硫技术不但走在国内前列，也走在国际前列，是国内第一家掌握干法脱硫技术的企业，也是到目前为止国内为数不多的可以采用干法脱硫的企业，公司成功突破 66 万千瓦机组和冶金行业干法脱硫项目的应用，湿法脱硫取得 100 万千瓦机组配套突破。

控制成本费用能力强：公司不光生产脱硫除尘设备，还有自己的工程安装公司，是行业里面少有的几个设备生产与工程安装一条龙公司，这使得公司在控制工程安装过程中的成本费用方面具有优势。

面对五大电力集团下属脱硫公司的竞争，公司凭借技术优势和控制成本的能力，接单量不断上升。根据中电联统计，公司 2008 年累计脱硫合同全国排名由 2007 年的第六上升至第四，2008 年新接脱硫合同全国第二（五大电力集团下属的国电龙源排名第一）。目前手持订单约 40 亿，其中脱硫、除尘分别约占 63%、37%，脱硫项目未来是公司增长主要动力。

图 2：目前公司手持订单分布情况（预计值）



数据来源：国泰君安证券

3. 盈利预测及估值

假设 1：公司获得高新技术企业的认定，意味着 2008-2010 年的所得税率都为 15% 的优惠所得税率，在此假设公司 2011 年依然可以执行 15% 的优惠所得税率。

假设 2：预计未来 3 年除尘行业的增长率为 5%，脱硫行业的增长率 20%。公司作为除尘脱硫行业中的优势龙头企业，假设未来 3 年公司除尘和脱硫业务的平均增长率分别为 7% 和 28%。

毛利率走势判断：危机以来，钢材下游需求下降（表现为钢价暴跌），钢厂开始减产消耗库存（表现为钢价小幅回升）。目前钢厂去库存化阶段已经基本结束，不少钢厂又开始复产，钢价开始回落。我们判断 2009 年平均钢价会低于 2008 年水平，公司除尘和脱硫业务的毛利率都会提升。

预计 2009-2011 年 EPS 分别为 1.38、1.76 和 2.21 元。公司正在申请定向增发，目前在等待证监会批准。若增发股数为上限 5740 万股，那么增发后全面摊薄的业绩分别为 1.03、1.31 和 1.64 元。根据行业目前平均 3.3 倍 PB 和 28 倍 PE，按照增发后 2009 年业绩，目标价区间为（22.8，29.2）元。考虑公司的龙头地位和大盘估值水平上升太快，目标价确定为 25 元，维持“谨慎增持”评级。

表 1: 定向增发相关要素

发行方式	非公开发行
发行数量	不超过 5,740 万股
发行价格	不低于 11.04 元/股
募集资金	不超过 6.34 亿元
发行对象	不超过十名的认购并获得本次非公开发行股票的法、自然人或者其他合法投资组织

数据来源: 公司公告、国泰君安研究所

表 2: 募集资金用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	项目建设期	项目审批、核准或备案
1	电袋复合式高效除尘器产业化项目	13,000	2007 年 10 月至 2009 年 12 月	已完成
2	新型节能电除尘器产业化项目	18,000	2007 年 10 月至 2009 年 12 月	已完成
3	华电新疆乌鲁木齐热电厂 2×330MW 机组烟气脱硫特许经营 BOT 项目	10,400	2008 年 5 月至 2009 年 11 月	已完成
4	补充公司烟气脱硫工程运营资金项目	22,000	——	——
	合计	63,400	——	——

数据来源: 公司公告、国泰君安研究所

表 3: 主要财务数据

主要财务数据	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	2,290	2,918	3,378	4,103	5,024
同比%	28.1%	27.4%	15.8%	21.5%	22.4%
经营利润(百万)	186	217	275	350	448
同比%	-11.7%	16.7%	26.7%	27.2%	28.1%
净利润(百万)	124	175	231	294	369
同比%	-13.8%	40.4%	32.3%	27.2%	25.6%
每股净收益(元)	0.74	1.04	1.38	1.76	2.21
增发后每股净收益(元)	0.55	0.78	1.03	1.31	1.64
每股股利(元)	0.33	0.45	-	-	-

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 利润率和估值指标

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率(EBIT/Sales)	9.1%	8.3%	8.9%	9.4%	9.8%
净资产收益率(ROE)	11.8%	15.9%	16.7%	18.4%	19.9%
投入资本回报率(ROIC)	26.3%	31.6%	32.7%	34.0%	36.9%
EV/EBITDA	14.5	12.4	9.9	7.8	6.1
市盈率	27.4	19.6	14.8	11.6	9.2
增发后市盈率	36.9	26.3	19.9	15.6	12.4
股息率	1.6%	2.2%	-	-	-

数据来源: 国泰君安证券

表 5: 行业同类公司估值情况

证券代码	证券简称	2009/02/23 股价	BPS(2008Q3)	PB	EPS (2009E)	PE(2009)
000826.SZ	合加资源	12.30	2.18	5.6	0.38	32
600008.SH	首创股份	6.71	2.07	3.2	0.14	49
600323.SH	南海发展	9.34	3.42	2.7	0.49	19
600388.SH	龙净环保	20.43	6.81	3.0	1.03	20
600649.SH	城投控股	10.52	4.42	2.4	0.45	23
600797.SH	浙大网新	5.03	1.80	2.8	0.29	18
600874.SH	创业环保	7.01	2.10	3.3	0.18	38
600526.SH	菲达环保	12.93	3.58	3.6	0.08	162
平均值		-	-	3.3	-	28

数据来源: WIND、国泰君安证券 (备注: 龙净环保 BPS 为 2008 年数据且 2009 预测 EPS 为国泰君安预测数据, 行业平均 PE 剔除异常值菲达环保)

4. 风险因素

尽管公司所处行业属于政策导向型的弱周期性行业, 但是新接订单量还是受到了宏观经济的影响, 公司存在接单量下降的风险。

不过因为火电力行业 2009 年的盈利能力会较 2008 年回升, 而且 2009 年国家要开始抓冶金行业的脱硫, 因此后续接单不会受到宏观经济的强烈冲击。最主要的是, 公司在手订单充足, 2009 年增长确定。

作者简介:

吕娟: 国泰君安证券机械行业助理研究员, 河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc. Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。

张锦灿: 国泰君安证券机械行业研究员, 05 年北京大学光华管理学院金融学硕士毕业, 从业 3 年, 2007 年入围新财富机械行业最佳分析师, 2008 年获新财富最佳分析师机械行业第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路新世界中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com