

环保业务平稳，房地产业务提升业绩

——龙净环保（600388）半年报点评

2009 年 8 月 30 日

推荐/维持

龙净环保

财报点评

周宏宇 电力及电力设备行业分析师
zhouhy@dxzq.net.cn 010-66507323

事件：

龙净环保（600388）8 月 29 日公布了 2009 年半年报：上半年实现业务收入 1,659,049,465.93 元，比上年同期增长 17.12%；营业利润 156,804,498.12 元，比上年同期增长 114.59%；净利润 123,428,567.42 元，比上年同期增长 107.76%。基本每股收益 0.71 元，比上年同期增长 97.22%。

公司分季度财务指标

指标	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
营业收入（百万元）	923	473	943	572	929	638	1021
增长率（%）	90.5	(48.7)	99.3	(39.4)	62.6	(31.3)	60.0
毛利率（%）	16.6	19.0	10.8	18.8	17.8	17.5	20.8
期间费用率（%）	5.0	12.2	5.1	9.7	7.2	10.6	6.2
营业利润率（%）	9.3	5.5	5.0	8.6	9.2	6.0	11.6
净利润（百万元）	56	20	42	36	85	31	97
增长率（%）	132.8	(64.4)	112.2	(15.5)	138.6	(64.0)	215.6
每股盈利（季度，元）	0.255	0.092	0.194	0.166	0.387	0.146	0.447
资产负债率（%）	69.34	72.19	72.30	74.23	72.73	74.50	61.35
存货周转率（%）	1.54	0.25	0.81	1.04	1.43	0.26	0.71
应收帐款周转率（%）	5.77	0.99	2.81	4.04	5.98	1.12	2.85

评论：

经营回顾：

分产品	营业收入 (百万元)	营业利润率（%）	营业收入同比 (%)	营业利润率同比 (%)
电除尘器机电设备	873.72	15.99	27.13	1.19
脱硫项目	337.44	20.68	-46.27	9.93
安装收入	89.45	12.86	87.91	-13.93
除尘器材料销售	16.24	36.85	-61.12	29.87
水利发电	2.22	-5.43	-46.81	-44.54
房产销售及出租	337.86	28.38	0.00	0.00
物业管理	0.81	36.66	73.84	-9.00
技术服务	0.83	100.00	764.58	73.02
其他	0.49	8.44	0.00	0.00
合计	1,659.05	19.53	17.12	6.00

积极因素：

- 电除尘器机电设备毛利率比上年同期增加了 1.19%，主要原因是生产原材料钢材价格有所下调致使生产成本下降所致。脱硫项目毛利率比上年同期增加了 9.93%，主要原因是销售价格有所回升和主要原材料价格有所下调致使生产成本下降所致。
- 报告期,公司利润构成中较上年同期增加了房地产业务净利润 5,605.08万元,除此之外利润构成与上年度相比没有发生重大变化。
- 报告期内，公司定向增发4090万股，募集资金616,689,100元，分别用于：电袋复合式高效除尘器产业化项目（1.3亿元）；新型节能电除尘器产业化项目（1.8亿元）；华电新疆乌鲁木齐热电厂2x330MW机组烟气脱硫特许经营BOT项目(1.04亿元)；补充公司烟气脱硫运营资金（2.2亿元）。

消极因素：

- 受宏观经济形势的影响,电力建设市场出现萎缩，新增市场容量有所缩小。原材料价格持续波动，增加了经营利润的不确定性。

业务展望：

- 我们近十年来中国经济持续快速增长，在创造了巨大社会财富的同时，给环境资源造成了难以估量的破坏和损失。在这期间环保投入不足的历史欠帐和大量环保设施不能达标运行的状况，都将被日益严格的环保标准所限制。特别是国家“十一五”规划中明确提出了节能与排放的约束性指标，在 2009年和 2010年这两年中将进入冲刺阶段，因此，国家必定加大支持力度和考核强度，从而对环保市场产生积极的效应。有关统计资料表明，在已投运的脱硫设施和电除尘器中，改造市场潜力巨大，公司已经在除尘、烟气脱硫市场占据了明显的领先地位，在“十一五”的最后两年业绩增长有明确的保障。

盈利预测

主营业务收入（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
电除尘机电设备	1,385	1,186	1,542	1,697	1,781
(+/-)	10.36%	-14.36%	30.00%	10.00%	5.00%
脱硫项目	731	1,369	1,095	1,204	1,265
(+/-)	33.19%	87.34%	-20.00%	10.00%	5.00%
脱销项目	0	0	0	0	150
(+/-)	#DIV/0!	#DIV/0!	0%	0%	0%
安装收入	0	0	150	165	182
(+/-)	#DIV/0!	#DIV/0!	0%	10%	10%
房地产	280	0	400	200	500
(+/-)	#DIV/0!	-100.00%	0%	-50%	150%
其它	0	0	40	44	48
(+/-)	-100.00%	#DIV/0!	0%	10%	10%
主营业务收入（百万元）调整后	2,290	2,918	3,227	3,310	3,926
(+/-)	28.08%	27.39%	10.62%	2.56%	18.61%

毛利率	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
电除尘机电设备	15.55%	16.22%	19.0%	17.5%	17.0%
脱硫项目	10.83%	15.30%	20.0%	18.0%	17.0%
脱销项目	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	20.0%
安装收入	0.00%	0.00%	13.0%	13.0%	13.0%
房地产	15.12%	0.00%	25.0%	25.0%	25.0%
其它	0.00%	0.00%	30.0%	30.0%	30.0%
综合毛利率	16.91%	15.94%	19.9%	18.1%	18.1%

利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,290	2,918	3,227	3,310	3,926
营业成本	1,903	2,453	2,584	2,712	3,215
营业费用	55	61	77	66	94
管理费用	114	158	178	182	216
财务费用	7	10	5	5	2
投资收益	19	2	0	0	0
营业利润	179	207	323	310	328
利润总额	181	216	331	319	337
所得税	53	34	60	57	84
净利润	128	183	272	261	252
归属母公司所有者的净利润	124	175	263	254	245
NOPLAT	131	183	269	258	247

资产负债表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	411	430	904	1,122	1,339
交易性金融资产	0	0	100	0	0
应收帐款	452	523	575	589	699
预付款项	419	570	777	994	1,251
存货	1,421	2,014	2,124	2,229	2,643
流动资产合计	2,986	3,674	4,656	5,115	6,147
非流动资产	555	498	570	722	768
资产总计	3,541	4,172	5,226	5,837	6,915
短期借款	210	30	255	0	0
应付帐款	434	644	637	669	793
预收款项	1,466	2,253	2,834	3,429	4,136
流动负债合计	2,358	2,966	3,838	4,214	5,059
非流动负债	98	68	69	170	273
少数股东权益	31	42	50	58	66
母公司股东权益	1,054	1,096	1,268	1,395	1,518
净营运资本	628	708	818	901	1,088
投入资本IC	830	725	606	467	480

现金流量表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	128	183	272	261	252
折旧摊销	21	24	0	49	54
净营运资金增加	179	79	110	84	187
经营活动产生现金流	(122)	310	563	616	350
投资活动产生现金流	16	(2)	(219)	(112)	(112)
融资活动产生现金流	57	(314)	130	(286)	(21)
现金净增（减）	(48)	(6)	473	218	217

投资建议：

预测2009-2011年每股收益：1.27、1.22、1.18元，以8月28日收盘价22.94元计算，分别对应18.1、18.8、19.4倍PE，维持“推荐”投资评级。

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	2,290	2,918	3,227	3,310	3,926
主营收入增长率	28.08%	27.39%	10.62%	2.56%	18.61%
EBITDA（百万元）	207	241	363	363	384
EBITDA增长率	-9.65%	16.39%	50.64%	0.08%	5.60%
净利润（百万元）	124	175	263	254	245
净利润增长率	-13.78%	40.39%	50.98%	-3.74%	-3.43%
ROE	11.79%	15.93%	20.77%	18.18%	16.14%
EPS（元）	0.740	1.040	1.267	1.220	1.178
P/E	31.0	22.1	18.1	18.8	19.5
P/B	3.6	3.5	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	18.1	14.4	11.5	10.4	9.6

分析师简介

周宏宇

上海交通大学电力工程学士，清华大学工商管理硕士，2008年加盟东兴证券研究所，从事电力及电力设备行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。