

龙净环保 (600388.SH)

中报业绩稳健增长，阳光集团成实际控制人

核心观点:

- 营收同比增长 0.95%，扣非归母净利润同比增长 17.89%

2017 年上半年，公司实现营收 29.58 亿元，同比增长 0.95%，扣非归母净利润 2.05 亿元，同比增长 17.89%（归母净利润 2.26 亿元，同比增长 14.66%，非经常性损益 0.21 亿元，去年同期 0.23 亿元）。整体毛利率为 24.89%，较去年同期增长 1.49 个百分点，主要是营收合计占比 94.88% 的除尘业务（毛利率 26.31%，提升 1.66 个百分点）和脱硫业务（毛利率 22.19%，提升 2.79 个百分点）毛利率提升所致。

- 阳光集团战略布局环保产业，成为上市公司实际控制人

半年报公告，6 月 9 日阳光集团完成收购东正投资 100% 股权交割（公告披露收购对价为人民币 36.71 亿元之间，20 元/股，较 8 月 30 日收盘价溢价 33.24%）。阳光集团公告，还将通过 2 级市场增持 5-10 亿元，目前已增持 3028 万股，占总股本 2.83%，增值均价为 15.18 元/股增持，合计已增持 4.60 亿元，截止公告，阳光集团合计持有上市公司股份达 20%。

阳光控股有限公司成立于 1995 年，旗下由金控（银行、保险、证券）、教育（幼教连锁、K12 学校连锁及本科大学）、医疗（综合性医院及专科医院）、物产（能源、大宗商品）和阳光城集团（全国房地产 20 强）等五大产业组成。此次收购完成后，环保产业将成为阳光集团新的产业板块。

- 积极布局一带一路及非电领域，核心团队与公司利益一致

公司公告上半年新增订单 52 亿，合计在手订单达 178 亿。公司海外业务已实现一带一路、东南亚项目突破。脱硫业务涵盖火电、钢铁以及新兴的焦化、碳素、催化裂化治理领域，此外有色、建材行业及中小锅炉项目亦取得进展。2017 年 6 月 8 日，公司第四期持股计划购买完成（存续期 4 年），均价 14.68 元/股，合计购买金额达 0.66 亿元。2014 年公司推出 10 期员工持股计划，2014-2023 年每年一期，核心团队与公司中长期利益一致。

- 在手订单充裕，阳光集团入主带来新突破，给予“买入”评级

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.67, 0.76 和 0.84 元，对应 PE 为 22X、20X 和 18X。公司为大气治理龙头企业，在手订单充裕，阳光集团入主将为公司带来新突破，给予“买入”评级。

- 风险提示

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,390.96	8,023.54	8,445.64	9,315.49	9,810.41
增长率(%)	22.64%	8.56%	5.26%	10.30%	5.31%
EBITDA(百万元)	823.11	849.47	966.90	1,071.01	1,184.80
净利润(百万元)	560.15	663.91	714.53	814.90	896.91
增长率(%)	20.87%	18.52%	7.62%	14.05%	10.06%
EPS (元/股)	0.524	0.621	0.668	0.762	0.839
市盈率 (P/E)	32.98	19.92	22.67	19.87	18.06
市净率 (P/B)	5.18	3.30	3.43	2.92	2.52
EV/EBITDA	20.84	13.53	14.21	11.92	9.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

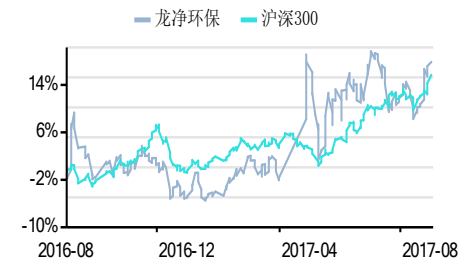
当前价格

15.15 元

报告日期

2017-08-31

相对市场表现



分析师: 郭鹏 S0260514030003

021-60750631

guopeng@gf.com.cn

分析师: 蔡屹 S0260517080015

0755-88285816

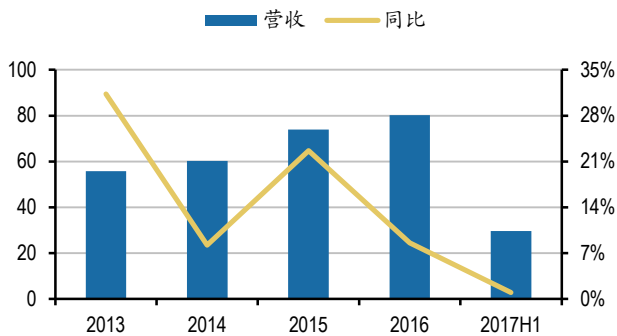
caiy@gf.com.cn

相关研究:

营收同比增长 0.95%，扣非归母净利润同比增长 17.89%

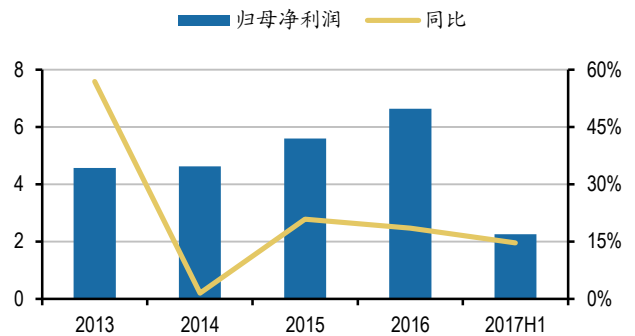
2017年上半年，公司实现营收29.58亿元，同比增长0.95%，扣非归母净利2.05亿元，同比增长17.89%（归母净利润2.26亿元，同比增长14.66%，非经常性损益0.21亿元，去年同期0.23亿元）。整体毛利率为24.89%，较同期增长1.49个百分点，主要是营收合计占比94.88%的除尘业务（毛利率26.31%，提升1.66个百分点）和脱硫业务（毛利率22.19%，提升2.79个百分点）毛利率提升所致。

图1：营收及同比（亿元）



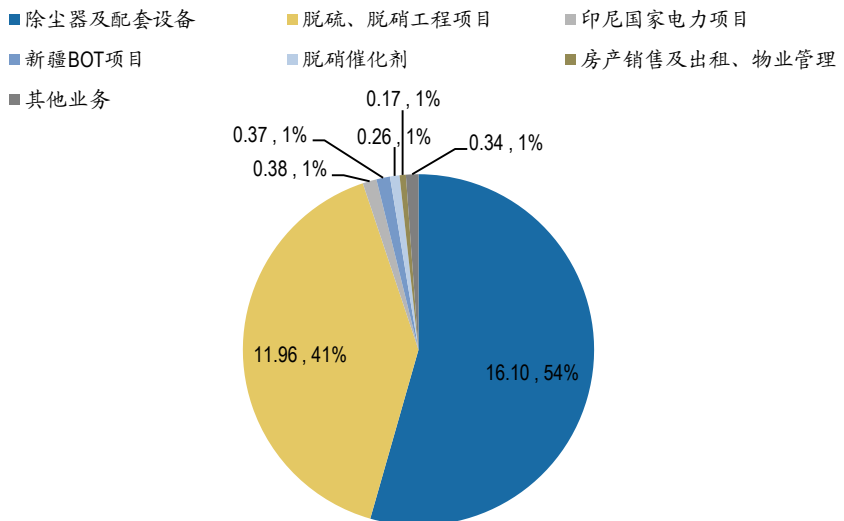
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：归母净利润及同比（亿元）



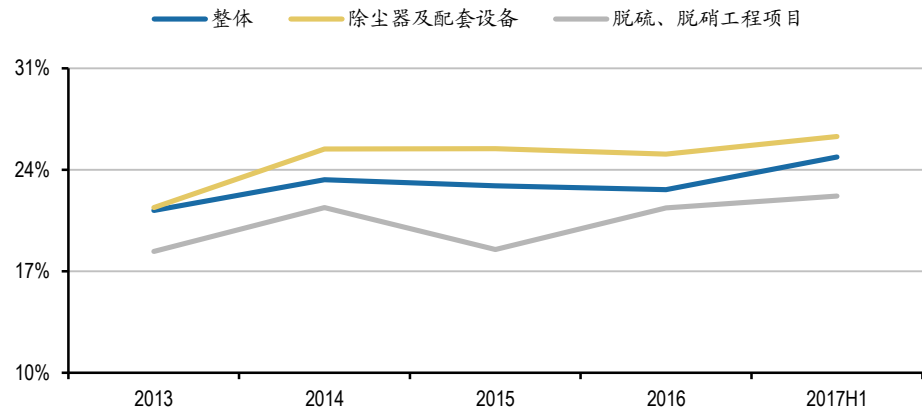
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：2017年H1各项业务营收及占比（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4: 主要业务毛利率提升



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

阳光集团战略布局环保产业, 成为实际控制人

半年报公告, 6月9日阳光集团完成收购东正投资100%股权交割(公告披露收购对价为人民币36.71亿元之间, 20元/股, 较8月30日收盘价溢价33.24%)。阳光集团公告, 还将通过2级市场增持5-10亿元, 目前已增持3028万股, 占总股本2.83%, 增值均价为15.18元/股, 合计已增持4.60亿元, 截止公告, 阳光集团合计持有上市公司股份达20%。

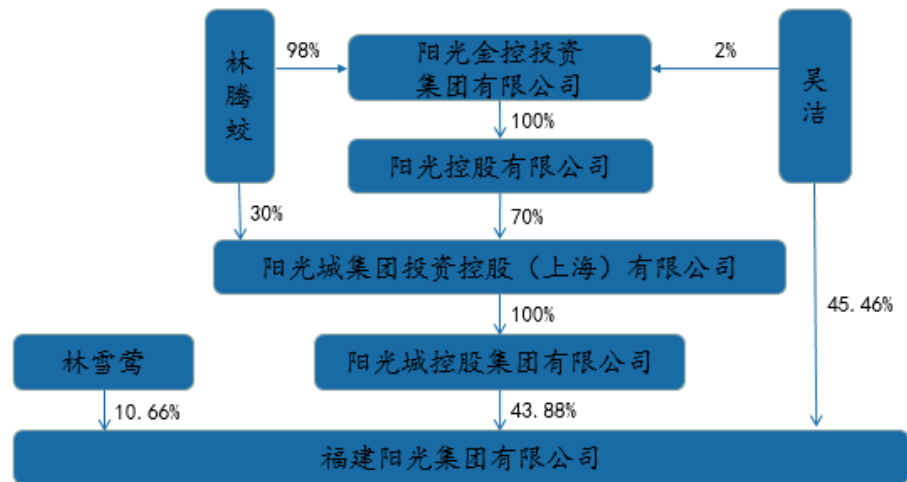
表1: 阳光集团增持已达20%

	股份数量(万股)	持股比例	收购/增持均价(元/股)
东正投资	18352.51	17.17%	20
阳光财富1号信托	1077.03	1.01%	15.18
莱沃18号信托	1951.46	1.83%	
合计金额	21381.00	20.01%	

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

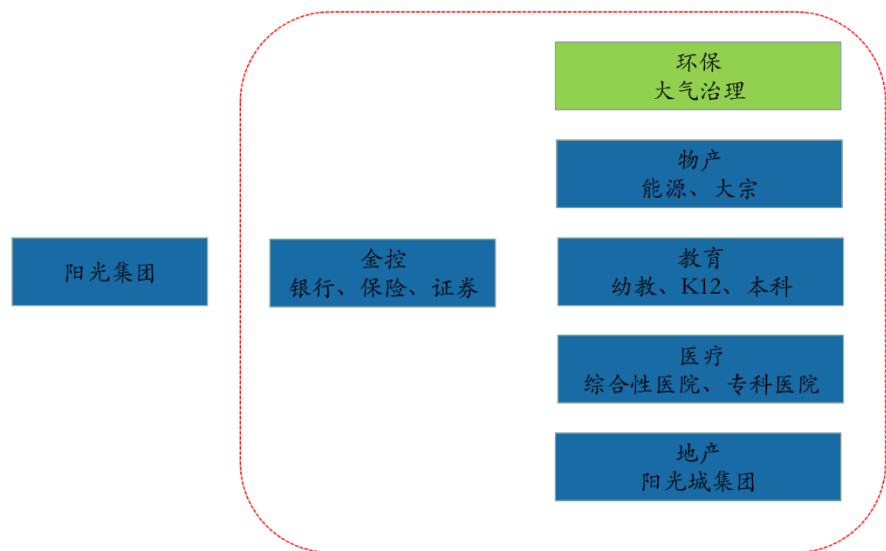
阳光控股有限公司成立于1995年, 旗下由金控(银行、保险、证券)、教育(幼教连锁、K12学校连锁及本科大学)、医疗(综合性医院及专科医院)、物产(能源、大宗商品)和阳光城集团(全国房地产20强)等五大产业组成。此次收购完成后, 环保产业将成为阳光集团新的产业板块。

图5: 阳光集团股权结构



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 阳光集团战略布局环保产业



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

积极布局一带一路及非电领域, 核心团队与公司利益一致

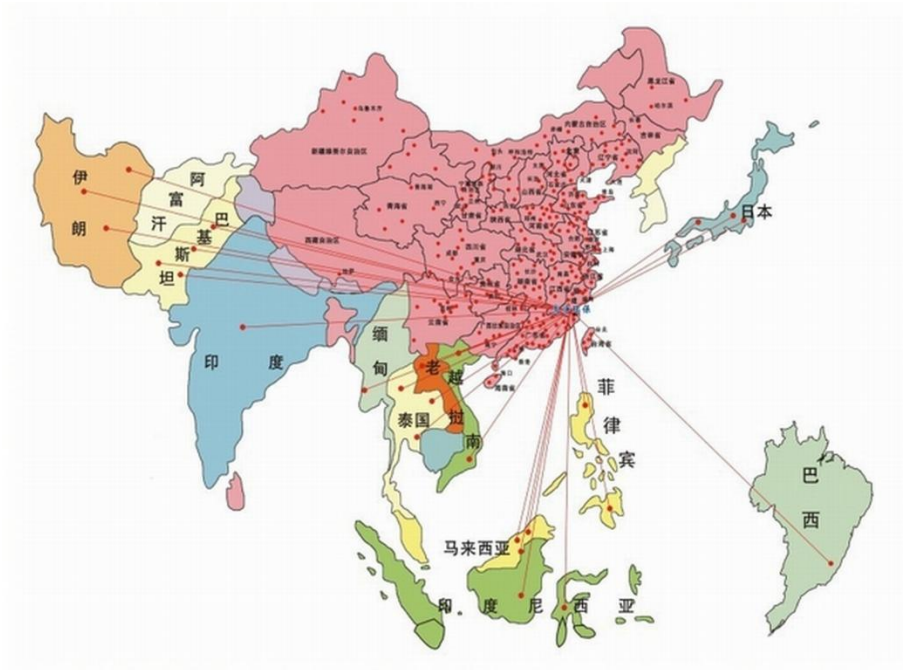
公司公告上半年新增订单52亿, 合计在手订单达178亿。公司海外业务已实现一带一路、东南亚项目突破。脱硫业务涵盖火电、钢铁以及新兴的焦化、碳素、催化裂化治理领域, 此外有色、建材行业及中小锅炉项目亦取得进展。2017年6月8日, 公司第四期持股计划购买完成(存续期4年), 均价14.68元/股, 合计购买金额达0.66亿元。2014年公司推出10期员工持股计划, 2014-2023年每年一期, 核心团队与公司中长期利益一致。

图7: 公司世界级示范工程项目



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图8: 营销网络遍布全球



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

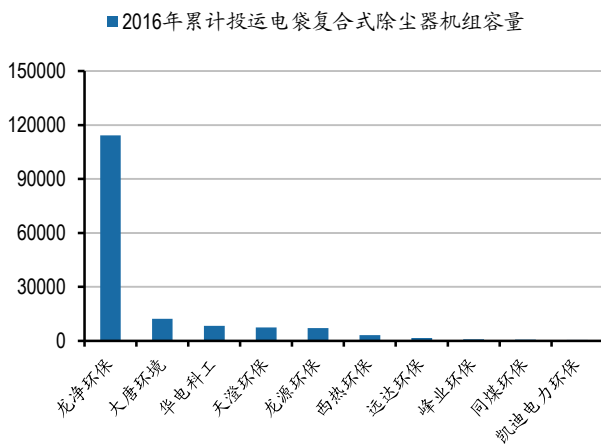
图9: 土耳其泽塔斯电厂4号炉660MW机组超净电袋复合除尘器项目



数据来源: 中国环保产业协会, 广发证券发展研究中心

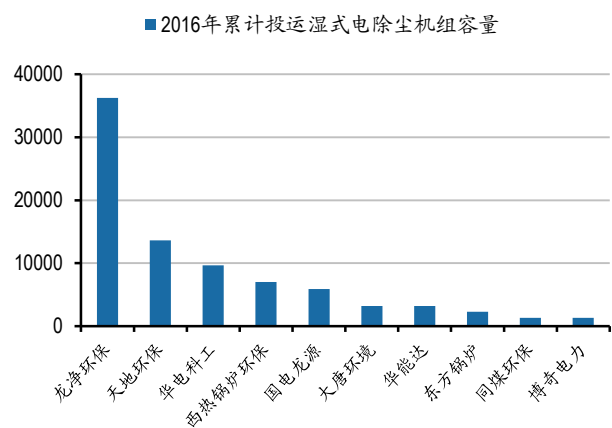
根据中电联统计数据显示, 公司在除尘领域及脱硫领域, 累计投运规模在国内均在前列。

图10: 2016年累计投运电袋复合式除尘器机组容量 (MW)



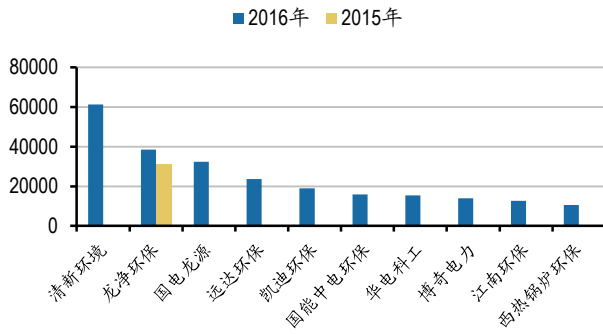
数据来源: 中电联, 广发证券发展研究中心

图11: 2016年签订合同的湿式电除尘机组容量(WM)



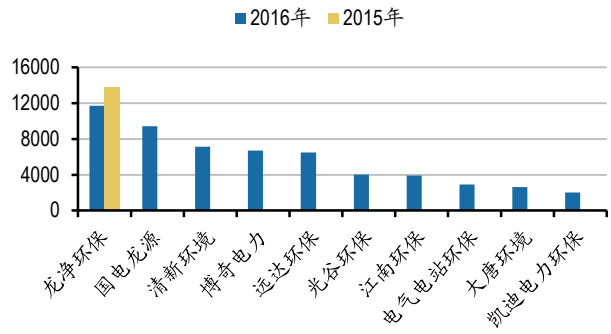
数据来源: 中电联, 广发证券发展研究中心

图12: 2016年签订合同烟气脱硫工程机组容量(MW)



数据来源: 中电联, 广发证券发展研究中心

图13: 2016年签订合同烟气脱硫新建工程机组容量 (MW)



数据来源: 中电联, 广发证券发展研究中心

非电市场将加速释放。2017年6月13日, 环保部发布关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等20项国家污染物排放标准修改单(征求意见稿)意见的函, 要求相关协会在6月22日前完成反馈意见。

表2: 20项国家污染物排放标准修改清单

标准名称	标准编号
钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准	GB 28662-2012
炼铁工业大气污染物排放标准	GB 28663-2012
炼钢工业大气污染物排放标准	GB 28664-2012
轧钢工业大气污染物排放标准	GB 28665-2012
铁矿采选工业污染物排放标准	GB 28661-2012
铁合金工业污染物排放标准	GB 28666-2012
水泥工业大气污染物排放标准	GB 4915-2013
平板玻璃工业大气污染物排放标准	GB 26453-2011
陶瓷工业污染物排放标准	GB 25464-2010
砖瓦工业大气污染物排放标准	GB 29620-2013
铝工业污染物排放标准	GB 25465-2010
铅、锌工业污染物排放标准	GB 25466-2010
铜、镍、钴工业污染物排放标准	GB 25467-2010
镁、钛工业污染物排放标准	GB 25468-2010
锡、锑、汞工业污染物排放标准	GB 30770-2014
再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准	GB 31574-2015
火电厂大气污染物排放标准	GB 13223-2011
锅炉大气污染物排放标准	GB 13271-2014
炼焦化学工业污染物排放标准	GB 16171-2012

数据来源: 环保部, 广发证券发展研究中心

表3: 钢铁、水泥、有色行业标准修改限值

生产系统及设备		颗粒物 (mg/m ³)		二氧化硫 (mg/m ³)		氮氧化物 (mg/m ³)	
		原限值	修改限值	原限值	修改限值	原限值	修改限值
钢铁烧结、球团工业			20		50		100
	热风炉	20		100		300	
炼铁工业	原料系统、煤粉系统、高炉出铁场、 其他生产设施	25					
	转炉 (一次烟气)	50					
	铁水预处理、转炉 (二次烟气)、电炉、 精炼炉	20					
炼钢工业	连铸切割及火焰清理、石灰窑、白云 石窑焙烧	30					
	钢渣处理	100					
	其他生产设施	20					
	热轧精轧机	30					
	废酸再生	30					
轧钢工业	热处理炉、拉矫、精整、抛丸、修磨、 焊接机及其他生产设备等	20		150 (热处 理炉)		300 (热处 理炉)	
	矿山开采		10				
		破碎机及其他 通风生产设备	10				
		水泥窑及窑尾 余热利用系统	20	100		320	
水泥工业	水泥制造		20	400		300	
		烘干机、烘干 磨、煤磨及冷 却机	20				
		破碎机/磨机/ 包装机及其他 通风生产设备	10				
	散装水泥中转站及 水泥制品生产	水泥仓及其他 通风生产设备	10				
	矿山	破碎、拆分、 转运	120				
		熟料烧成窑	200	850			
		氢氧化铝焙烧 炉、石灰炉 (窑)	100	850			
铝工业	氧化铝厂	原料加工、运 输	120				
		氧化铝贮运	100				
		其他	120	850			

	电解槽烟气净化	30	200	
电解铝厂	氧化铝、氟化盐贮运	50		
	电解质破碎	100		
	其他	100	850	
	阳极焙烧炉	100	850	
	阴极焙烧炉		850	
	石油焦煅烧炉(窑)	200	850	
铝用碳素厂	沥青融化			
	生阳极制造	120		
	阳极组装及残量破碎	120		
	其他	120	850	
铅、锌工业		80	400	
再生铜、铝、铅、锌工业		30	150	200

数据来源：环保部，各排放标准，广发证券发展研究中心

表 4：员工持股计划实施情况

员工持股(期)	日期	均价(元/股)	计划资金总额(亿元)	锁定期/存续期
2014年一期	2015/3/8	14.58	0.34	
2015年二期	2015/7/3	15	0.38	
2016年三期	2016/6/7	12.07	0.45	2年/4年
2017年第四期	2017-6-8	14.68	0.66	
合计			1.83	

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心，注：均价已考虑除权除息

在手订单充裕、阳光集团入主带来新突破，给予“买入”评级

预计公司17-19年EPS为0.67, 0.76和0.84元，对应PE为22X、20X和18X。公司为大气治理龙头企业，在手订单充裕，阳光集团入主将为公司带来新突破，给予“买入”评级。

重要假设：

- 收入方面，我们依据公司每年在手订单情况及此前订单收入转换比，给予了收入相应的收入假设
- 毛利率方面，根据公司历史毛利率及趋势（中报毛利率稳步提升），给予相应的假设

给予“买入”评级，关注阳光集团入主后订单及业务布局情况

表5: 营收拆分

单位: 百万	2016	2017E	2018E	2019E
除尘器及配套设备				
收入	4,266.31	4,356.38	4,659.29	5,287.15
增长率	6.16%	2.11%	6.95%	13.48%
成本	3,196.45	3,260.75	3,472.10	3,913.02
增长率	6.71%	2.01%	6.48%	12.70%
毛利	1,069.86	1,095.63	1,187.19	1,374.13
毛利率	25.08%	25.15%	25.48%	25.99%
脱硫、脱硝工程项目				
收入	3,332.61	3,682.77	4,152.23	4,009.47
增长率	14.57%	10.51%	12.75%	-3.44%
成本	2,619.95	2,892.81	3,256.59	3,129.39
增长率	10.53%	10.41%	12.58%	-3.91%
毛利	666.52	789.95	895.64	880.08
毛利率	20%	21.45%	21.57%	21.95%
脱硝催化剂				
收入	72.75	80.03	88.03	96.83
增长率	54.89%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	48.12	52.85	58.07	63.36
增长率	49.02%	9.83%	9.88%	9.10%
毛利	24.630	27.176	29.956	33.474
毛利率	33.86%	33.96%	34.03%	34.57%
环保设备运输、服务边角料销售等				
收入	56.13	61.74	67.92	74.71
增长率	49.36%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	38.25	42.08	46.29	50.91
增长率	189.63%	10.01%	10.00%	10.00%
毛利	17.88	19.67	21.63	23.79
毛利率	31.85%	31.85%	31.85%	31.85%
海外 EPC				
收入	77.01	91.5	126.5	144
增长率	-45.94%	18.82%	38.25%	13.83%
成本	164.06	82.35	113.85	129.6
增长率	16.98%	-49.80%	38.25%	13.83%
毛利	-87.05	9.15	12.65	14.40
毛利率	-113.04%	10.00%	10.00%	10.00%
新疆 BOT 项目				
收入	68.57	66.75	110.32	118.75

增长率	-14.44%	-2.65%	65.27%	7.64%
成本	35.52	34.711248	57.37	61.75
增长率	-16.44%	-2.28%	65.27%	7.64%
毛利	33.05	32.04	52.95	57.00
毛利率	48.20%	48.00%	48.00%	48.00%
水力发电				
收入	21.18	12.96	14.73	14.73
增长率	101.71%	-38.82%	13.68%	0.00%
成本	7.26	5.18	5.89	5.89
增长率	37.85%	-28.61%	13.68%	0.00%
毛利	13.92	7.77	8.84	8.84
毛利率	65.72%	60.00%	60.00%	60.00%
房产销售及出租、物业管理				
收入	102.09	63.93	63.93	28.96
增长率	-21.78%	-37.38%	0.00%	-54.69%
成本	77.44	47.95	47.95	21.72
增长率	-8.71%	-38.09%	0.00%	-54.69%
毛利	24.65	15.98	15.98	7.24
毛利率	24.15%	25.00%	25.00%	25.00%
合计				
收入	8023.55	8445.64	9315.49	9810.41
增长率	8.56%	5.26%	10.30%	5.31%
成本	6206.88	6440.87	7082.52	7402.50
增长率	8.94%	3.77%	9.96%	4.52%
毛利	1,816.67	2,004.77	2,232.97	2,407.91
毛利率	22.64%	23.74%	23.97%	24.54%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 6: 可比公司盈利预测及估值

代码	名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				PE			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
600388.SH	龙净环保	161.96	15.15	0.62	0.67	0.76	0.84	24.40	22.65	19.87	18.06
002573.SZ	清新环境	209.27	19.50	0.69	0.95	1.14	1.46	28.12	20.60	17.10	13.96
600292.SH	远达环保	83.31	10.67	0.19	0.21	0.25	0.32	54.96	50.80	41.87	33.19
	平均							35.83	31.35	26.28	21.74

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，（注：远达环保 EPS 取自 Wind 一致预期）

风险提示

火电订单不及预期，海外市场拓展不及预期，非电市场拓展不及预期

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11734	12880	13142	15050	16528
货币资金	2303	2549	2751	3729	4756
应收及预付	3531	4124	4174	4494	4837
存货	5877	6184	6176	6786	6895
其他流动资产	24	22	40	40	40
非流动资产	1781	1754	1745	1759	1721
长期股权投资	13	5	5	5	5
固定资产	871	1014	978	973	940
在建工程	286	200	255	277	274
无形资产	402	421	412	408	405
其他长期资产	209	114	95	96	97
资产总计	13515	14633	14887	16809	18249
流动负债	8904	10121	9702	10801	11337
短期借款	91	21	0	0	0
应付及预收	8684	9568	9672	10761	11287
其他流动负债	129	532	30	40	50
非流动负债	947	448	399	399	399
长期借款	1	1	1	1	1
应付债券	794	298	298	298	298
其他非流动负债	152	149	100	100	100
负债合计	9851	10569	10100	11200	11736
股本	1069	1069	1069	1069	1069
资本公积	522	469	469	469	469
留存收益	1977	2470	3184	3999	4896
归属母公司股东权	3569	4008	4722	5537	6434
少数股东权益	99	61	69	76	83
负债和股东权益	13518	14633	14887	16809	18249

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7391	8024	8446	9315	9810
营业成本	5697	6207	6441	7083	7402
营业税金及附加	94	75	106	140	147
销售费用	171	181	204	217	229
管理费用	706	835	845	932	981
财务费用	45	16	-4	-22	-16
资产减值损失	64	65	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	11	1	0	0	0
营业利润	624	647	854	966	1066
营业外收入	49	180	30	40	40
营业外支出	8	10	7	7	8
利润总额	665	817	877	999	1098
所得税	104	145	155	177	194
净利润	561	671	722	822	904
少数股东损益	1	8	8	7	7
归属母公司净利润	560	664	715	815	897
EBITDA	823	849	967	1071	1185
EPS (元)	0.52	0.62	0.67	0.76	0.84

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1015	915	911	1109	1114
净利润	561	671	722	822	904
折旧摊销	100	123	117	126	134
营运资金变动	248	121	51	170	84
其它	106	-1	21	-9	-8
投资活动现金流	-87	-141	-104	-107	-64
资本支出	-134	-156	-104	-106	-63
投资变动	2	-90	0	-1	-1
其他	44	105	0	0	0
筹资活动现金流	-366	-379	-605	-24	-24
银行借款	91	22	-21	0	0
股权融资	0	8	0	0	0
其他	-456	-409	-583	-24	-24
现金净增加额	562	394	203	978	1026
期初现金余额	1650	2303	2549	2751	3729
期末现金余额	2212	2697	2751	3729	4756

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	22.6	8.6	5.3	10.3	5.3
营业利润增长	22.6	3.7	32.0	13.2	10.3
归属母公司净利润增长	20.9	18.5	7.6	14.0	10.1
获利能力(%)					
毛利率	22.9	22.6	23.7	24.0	24.5
净利率	7.6	8.4	8.6	8.8	9.2
ROE	15.7	16.6	15.1	14.7	13.9
ROIC	28.2	26.3	30.9	36.8	43.5
偿债能力					
资产负债率(%)	72.9	72.2	67.8	66.6	64.3
净负债比率	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7
流动比率	1.32	1.27	1.35	1.39	1.46
速动比率	0.61	0.62	0.67	0.72	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.57	0.57	0.59	0.56
应收账款周转率	4.16	3.91	3.88	3.98	3.92
存货周转率	1.06	1.03	1.04	1.04	1.07
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.62	0.67	0.76	0.84
每股经营现金流	0.95	0.86	0.85	1.04	1.04
每股净资产	3.34	3.75	4.42	5.18	6.02
估值比率					
P/E	33.0	19.9	22.7	19.9	18.1
P/B	5.2	3.3	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	20.8	13.5	14.2	11.9	9.9

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士，2015年、2016年新财富环保行业第一名，多年环保、燃气、电力等公用事业研究经验。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。