

证券研究报告—动态报告

公用事业

环保 II

龙净环保(600388)

增持

2019 年半年报点评

维持评级

2019 年 08 月 07 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,069/1,069
总市值/流通(百万元)	11,802/11,802
上证综指/深圳成指	2,778
12 个月最高/最低(元)	13.37/7.34

相关研究报告：

《龙净环保-600388-2018 年年报点评：业绩符合预期，非电加速释放》——2019-04-09
 《龙净环保调研简报：主业平稳增长，三方向需求突破》——2010-07-02

证券分析师：姚健

电话：010-88005301
 E-MAIL：yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080006

证券分析师：王宁

电话：021-60933142
 E-MAIL：wangning2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517110001

财报点评

非电订单占比大幅提升，大环保平台逐步成型

● 归母净利润同比增长 10.49%，业绩符合预期

2019 年上半年，公司实现营收 44.37 亿，同比增长 36.87%，实现归母净利润 2.77 亿，同比增长 10.49%，业绩符合预期。福建脱硫脱硝、西矿环保、新大陆环保是利润贡献主要来源。净利润增速低于营收增速主要由于公司上半年公司财务费用 7915 万，同比增长 264.38%，影响了净利润增速。

● 上半年非电在手订单占比 53%，较去年同期提高 12pct

2019 年上半年，公司新增合同 73.10 亿元，同比增长 9.10%，期末在手订单达到 194 亿元，比上年末增加 12.79%。从订单结构来看，上半年新增订单中，电力行业 23.77 亿，占比 33%；非电行业 49.33 亿，占比 67%。新增订单中非电行业占比进一步提升，较去年同期提高 1.81pct。期末总订单中，非电行业占比 53%，同比提高 12pct。公司在非电领域市场开拓成果显著。

● 收购德长环保 99.28% 股权，切入垃圾焚烧发电领域

2019 年 6 月，公司拟以现金方式分三期收购德长环保 99.28% 股份，正式进入垃圾焚烧发电领域。通过收购德长环保，公司进一步丰富公司业务布局、提升业务规模、优化业务结构，推动公司从单一设备工程服务商向运营服务商加设备工程服务商的环保综合企业发展。

● 毛利率净利率均有所下滑，财务费用率大幅提升

2019H1 公司毛利率和净利率均出现了明显下滑，主要由于：1) 非电领域涉及客户千差万别，且民企居多。民企对项目报价敏感度较高，公司为了抢占非电市场，一定程度上牺牲了部分利润。2) 刚进入非气新领域，运营和管理经验欠缺，导致部分项目利润率较低。3) 上半年公司财务费用共 7915 万，侵蚀了部分净利润。应收账款占营收比重同比下降 6.68pct，回收能力有所加强。

● 风险提示：非电政策执行的不确定性风险；新业务拓展的不确定性风险。

● 投资建议：非电领域静待花开，大环保平台逐步成型

随着后续各省陆续出台钢铁、水泥等行业的超低排放改造方案，非电市场有望迎来高速发展期。公司致力于打造大环保平台，看好后续公司的产业整合。预计公司 2019-2022 年净利润为 9.09 亿、10.56 亿、11.67 亿元，对应估值为 13、11、10 倍，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,112	9,402	10,435	11,741	13,891
(+/-%)	1.1%	15.9%	11.0%	12.5%	18.3%
净利润(百万元)	724	801	909	1056	1167
(+/-%)	9.1%	10.6%	13.5%	16.1%	10.5%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.75	0.85	0.99	1.09
EBITMargin	10.6%	15.5%	11.0%	11.0%	10.2%
净资产收益率(ROE)	16.0%	15.9%	16.1%	16.7%	16.5%
市盈率(PE)	16.2	14.7	13.0	11.2	10.1
EV/EBITDA	14.3	17.9	21.9	20.9	21.4
市净率(PB)	4.52	2.82	2.52	2.25	2.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

归母净利润同比增长 10.49%，业绩符合预期	4
营收同比增长 36.87%，归母净利润同比增长 10.49%	4
非电在手订单占比 53%，较去年同期提高 12pct	5
收购德长环保 99.28%股权，切入垃圾焚烧发电领域	6
财务分析：毛利率净利率均有所下滑，财务费用率显著提升	6
毛利率净利率均有所下滑，财务费用率显著提升	6
销售费用率保持平稳，管理费用率大幅降低	6
ROE 相对稳定，资产负债率略有上升	7
应收账款在营收中占比有所下降，经营活动现金流出大幅增加	8
附表：财务预测与估值	9
国信证券投资评级	10
分析师承诺	10
风险提示	10
证券投资咨询业务的说明	10

图表目录

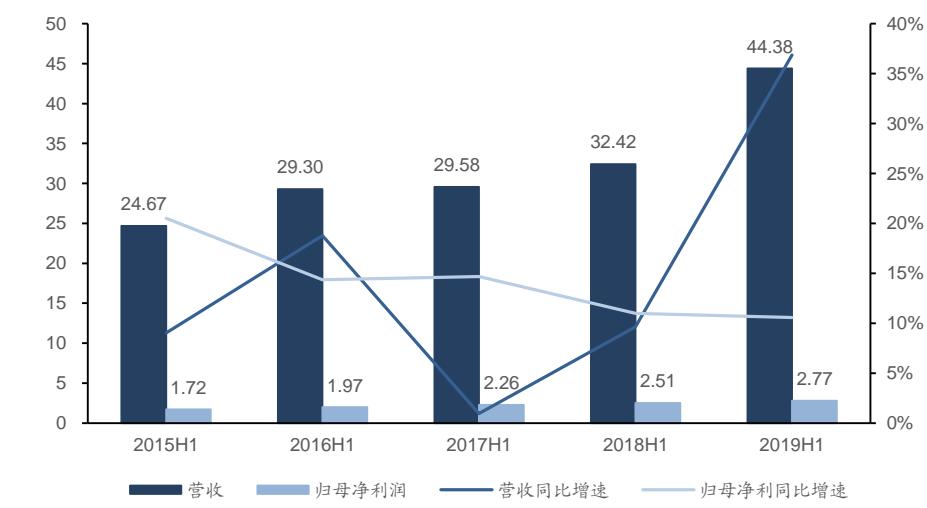
图 1: 龙净环保 2015H1-2019H1 营收和归母净利润变化情况 (亿, %)	4
图 2: 龙净环保年度新增订单 (亿元) (含税)	5
图 3: 龙净环保年末在手订单 (亿元) (含税)	5
图 4: 龙净环保 2018H1-2018H1 新增订单 (亿元) (含税)	5
图 5: 龙净环保半年度期末在手订单 (亿元) (含税)	5
图 6: 2015H1-2019H1 毛利率与净利率变化情况.....	7
图 7: 2015H1-2019H1 期间费用率变化情况.....	7
图 8: 2015H1-2019H1ROA、ROE 变化情况.....	7
图 9: 2015H1-2019H1 资产负债率	7
图 10: 2015H1-2019H1 应收账款及占营收比重 (亿元)	8
图 11: 2015H1-2019H1 经营活动现金流 (百万元)	8
表 1: 龙净环保主要控股参股公司情况	4
表 2: 2018 年非气环保领域合同收入 (亿元)	6

归母净利润同比增长 10.49%，业绩符合预期

营收同比增长 36.87%，归母净利润同比增长 10.49%

2019 年上半年，公司实现营收 44.37 亿，同比增长 36.87%，实现归母净利润 2.77 亿，同比增长 10.49%，业绩符合预期。净利润增速低于营收增速主要由于公司上半年公司财务费用共 7915 万，同比增长 264.38%，影响了净利润增速。

图 1：龙净环保 2015H1-2019H1 营收和归母净利润变化情况（亿，%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从净利润来源来看，控股子公司福建龙净脱硫脱硝工程公司实现营收 7.01 亿，同比增长 146.83%；实现净利润 1.28 亿，同比增长 116.95%，主要由于公司抓住钢铁行业超低排放治理市场机遇，脱硫脱硝在手订单充足，项目推进顺利，业绩实现高增长。西矿环保上半年实现营收 6.42 亿，同比增长 234.38%；实现净利润 0.51 亿，同比增长 616.17%，主要由于西矿紧抓非电领域超净治理的启动时机，加大对建材、冶金传统行业的拓展力度，业绩增速喜人。新大陆环保上半年实现营收 1.56 亿，同比增长 85.71%；实现净利润 0.17 亿，同比增长 43.39%。

表 1：龙净环保主要控股参股公司情况

公司名称	持股比例	2019H1 营业收入	2019H1 净利润	2018H1 净利润
福建龙净脱硫脱硝工程有限公司	100.00%	70,108.87	12,844.63	5,946.67
西安西矿环保科技有限公司	93.33%	64,290.88	5,094.54	-986.98
福建新大陆环保科技有限公司	92.50%	15,563.32	1,697.66	1,183.96

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

非电在手订单占比 53%，较去年同期提高 12pct

传统煤电市场大幅萎缩，烟气治理市场重心继续转向非电。非电行业排放标准趋严、蓝天保卫战督查强化，非电市场加速释放。2018 年新增订单金额为 130 亿元（含税），同比增长 38.30%。其中电力行业新增订单 47 亿元，同比下降 9.61%。非电行业新增订单 83 亿元，同比增长 97.62%，增量为 41 亿元，金额翻番。新增订单中非电行业订单占比高达 63.85%。2018 年末公司在手订单金额为 172 亿元（含税），同比增长 15.44%。非电行业在手订单金额高达 75 亿元，较去年增长 35 亿元，同比增长 87.5%。

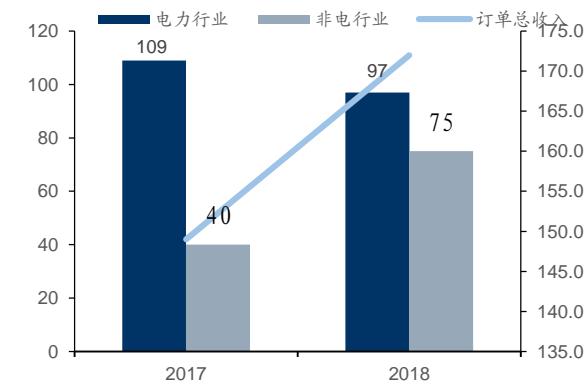
进入 2019 年，公司继续加大在非电领域的拓展力度。2019 年上半年，公司新增有效合同 73.10 亿元，同比增长 9.10%，期末在手订单达到 194 亿元，比上一年末增加 12.79%。公司新增合同持续增加，在手订单充裕，两项数据均创历史新高同期最好水平。从订单结构来看，上半年新增订单中，电力行业 23.77 亿，占比 33%；非电行业 49.33 亿，占比 67%。新增订单中非电行业占比进一步提升，较去年同期提高 1.81pct。期末总订单中，非电行业占比 53%，较去年同期提高 12pct。公司在非电领域市场开拓力度加大，成果显著。

图 2：龙净环保年度新增订单（亿元）（含税）



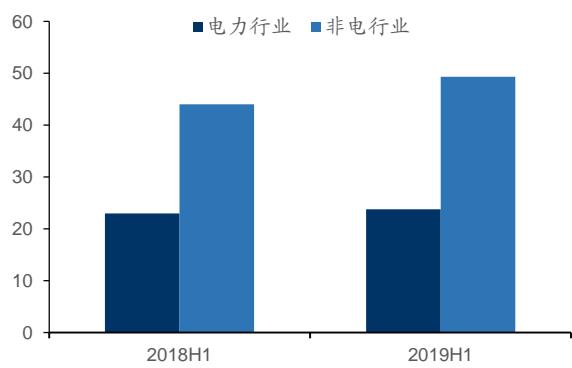
资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图 3：龙净环保年末在手订单（亿元）（含税）



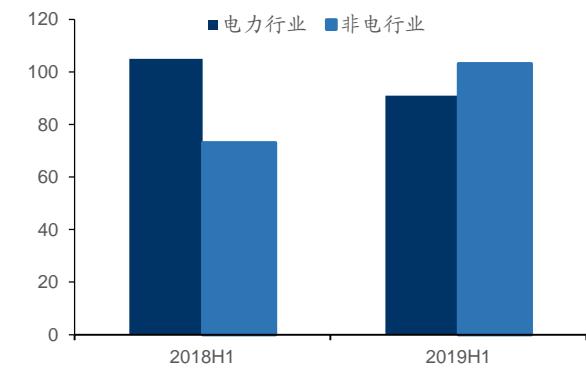
资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图 4：龙净环保 2018H1-2018H1 新增订单（亿元）（含税）



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图 5：龙净环保半年度期末在手订单（亿元）（含税）



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

收购德长环保 99.28%股权，切入垃圾焚烧发电领域

2019年6月，公司拟以现金方式分三期收购德长环保99.28%股份，正式进入垃圾焚烧发电资产运营领域。德长环保整体估值作价4.5亿，2018年实现营收3.18亿，净利润5465.69万。德长环保所拥有的：1)乐清市柳市垃圾焚烧发电项目规划产能800吨/日，生活垃圾处理费105.6元/吨。项目自2009年正式运营，运营期至2036年4月。2)平湖生态能源PPP项目包括生活垃圾焚烧(一期1000吨/日，二期500吨/日)、餐厨垃圾预处理、应急填埋场三项内容，生活垃圾处理费102元/吨，合作期30年(含2年建设期)。目前项目处于在建阶段，预计2020年建成投入运营。两个项目投运后，公司将拥有垃圾焚烧处置产能2300吨/日，初具规模。

从2018年开始，公司积极拓展非气环保领域业务，先后进军水污染管理、固废治理、土壤修复等环保领域，打造环保大平台。2018年全年公司新签VOCS合同1.37亿元，土壤修复合同0.17亿元，管带输送合同3.04亿元，工业污水处理合同1.81亿元(不含2018年收购的新大陆环保在本年新增的水处理合同)。公司新兴业务取得实质性突破。此次通过收购德长环保，公司正式切入垃圾焚烧发电领域，从而进一步丰富业务布局、提升业务规模、优化业务结构，有助于推动公司从单一设备工程服务商向运营服务商加设备工程服务商的环保综合企业发展。

表2：2018年非气环保领域合同收入(亿元)

非气环保业务	合同收入
VOCS	1.37
土壤修复	0.17
管带输送	3.04
工业污水	1.81
合计	6.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务分析：毛利率净利率均有所下滑，财务费用率显著提升

毛利率净利率均有所下滑，财务费用率显著提升

2019年上半年公司毛利率为21.55%，同比下降3.87pct；净利率为6.24%，同比下降1.54pct。上半年公司毛利率和净利率均出现了明显下滑，主要由于：1)非电领域涉及客户千差万别，且民企居多。民企对项目报价敏感度较高，公司为了抢占非电市场，一定程度上牺牲了部分利润。2)公司加快在非气领域布局，由于刚进入新行业，运营和管理经验欠缺，尚处于磨合期，导致部分项目利润率较低。3)上半年公司财务费用共7915万，同比增长264.38%，侵蚀了部分净利润。

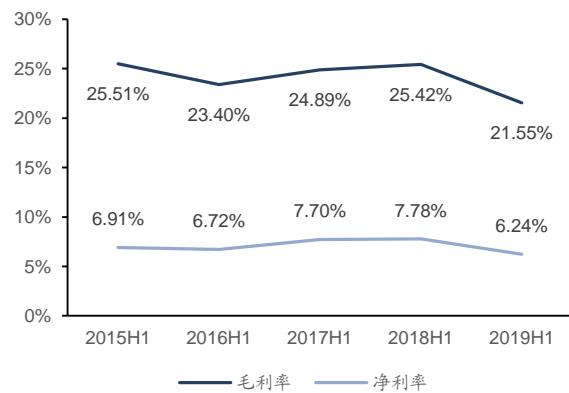
销售费用率保持平稳，管理费用率大幅降低

销售费用率：2019年上半年销售费用率为2.43%，同比减少0.22%。销售费用

为 1.08 亿元，同比增加 25.58%。2019 年上半年营业收入增幅高达 36.87%，销售费用率增速远低于营业收入，成本控制能力较强。

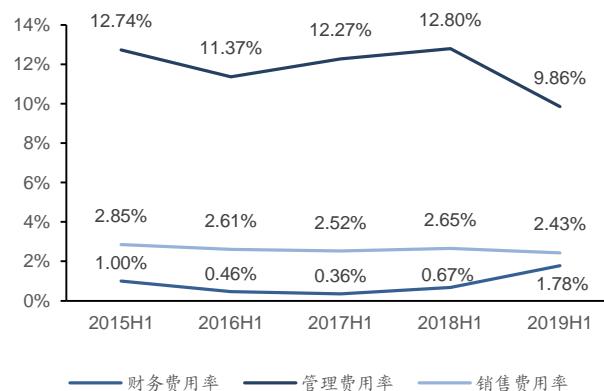
管理费用+研发费用率：根据财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，利润表中“管理费用”项目拆分为“管理费用”和“研发费用”进行列报。2019 年上半年管理费用+研发费用率为 9.86%，同比降低 2.94pct，成本管控效果明显。研发费用高达 1.77 亿元，研发强度为 4%，在大气治理行业中位于前列。

图 6：2015H1-2019H1 毛利率与净利率变化情况



资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

图 7：2015H1-2019H1 期间费用率变化情况

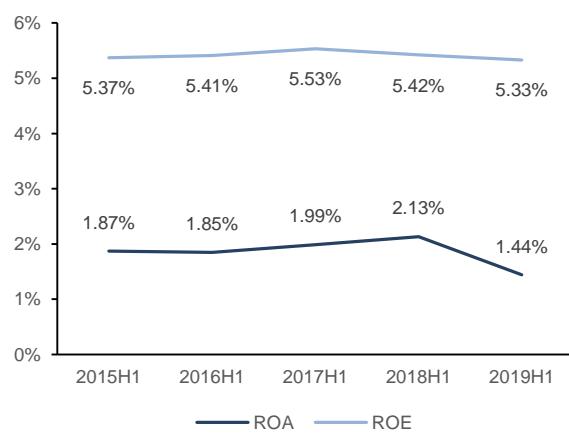


资料来源:公司财报、国信证券经济研究所整理

ROE 相对稳定，资产负债率略有上升

2019 年上半年公司 ROA 为 1.44%，同比降低 0.69pct。2019 年上半年 ROE 为 5.33%，同比减少 0.09pct。2019 年上半年资产负债率为 72.56%，同比增加了 1.12pct。总体来说，公司 ROE 相对稳定，资产负债率略有上升，主要由于随着非电业务开展及新兴业务发展需要，负债增加。

图 8：2015H1-2019H1ROA、ROE 变化情况



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：2015H1-2019H1 资产负债率



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

应收账款在营收中占比有所下降，经营活动现金流出大幅增加

2019年上半年应收账款同比增加 24.85%，由于 2019年上半年营业收入增幅高达 36.87%，应收账款占营收比重同比减少 6.68pct，应收账款回收能力有所增强。经营活动现金流出大幅增加，主要是本期履约保证金及购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

图 10：2015H1-2019H1 应收账款及占营收比重（亿元）

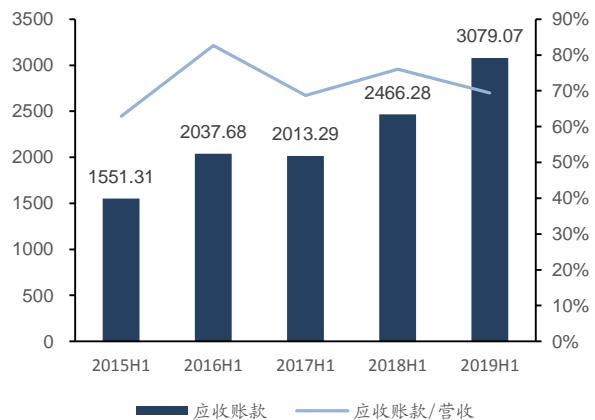
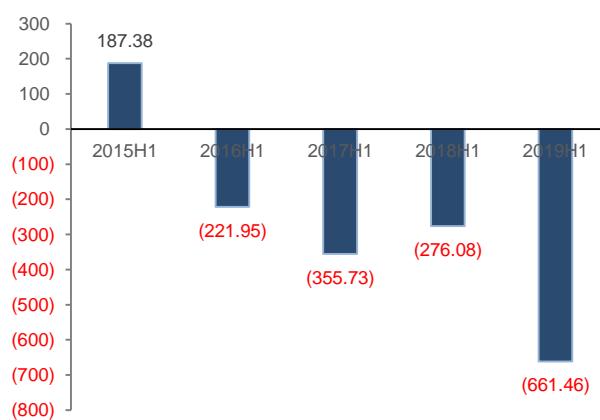


图 11：2015H1-2019H1 经营活动现金流（百万元）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

投资建议：非电领域静待花开，大环保平台逐步成型

公司主要看点在于非电领域的市场拓展及“大环保平台”战略的落地。随着后续各省陆续出台钢铁、水泥等行业的超低排放改造方案，非电市场有望迎来高速发展期。同时，公司致力于打造大环保平台，看好后续公司的产业整合。预计公司 2019-2022 年净利润为 9.09 亿、10.56 亿、11.67 亿元，对应估值为 13、11、10 倍，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2694	2500	3378	4780	营业收入	9402	10435	11741	13891
应收款项	4828	4860	5468	6470	营业成本	7138	8153	9338	11017
存货净额	7356	8229	9419	11141	营业税金及附加	64	83	82	111
其他流动资产	477	522	587	695	销售费用	220	261	247	347
流动资产合计	15354	16111	18852	23085	管理费用	521	790	781	1004
固定资产	1078	1032	986	940	财务费用	72	33	9	(0)
无形资产及其他	439	421	404	386	投资收益	32	5	6	7
投资性房地产	1974	1974	1974	1974	资产减值及公允价值变动	(145)	(50)	(52)	(54)
长期股权投资	10	15	20	25	其他收入	(327)	0	0	0
资产总计	18854	19553	22235	26410	营业利润	947	1070	1239	1365
短期借款及交易性金融负债	1845	877	550	600	营业外净收支	(2)	5	10	15
应付款项	3661	4115	4710	5570	利润总额	945	1075	1249	1380
其他流动负债	7466	8053	9065	10845	所得税费用	140	161	187	207
流动负债合计	12972	13044	14325	17015	少数股东损益	4	5	6	6
长期借款及应付债券	647	677	1387	2107	归属于母公司净利润	801	909	1056	1167
其他长期负债	146	148	150	152					
长期负债合计	793	825	1537	2259					
负债合计	13765	13870	15862	19274					
少数股东权益	40	43	46	50					
股东权益	5049	5640	6327	7085					
负债和股东权益总计	18854	19553	22235	26410					
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.75	0.85	0.99	1.09	净利润	801	909	1056	1167
每股红利	0.31	0.30	0.35	0.38	资产减值准备	88	(3)	(4)	(6)
每股净资产	4.72	5.28	5.92	6.63	折旧摊销	105	136	146	156
ROIC	20%	13%	15%	16%	公允价值变动损失	145	50	52	54
ROE	16%	16%	17%	16%	财务费用	72	33	9	(0)
毛利率	24%	22%	20%	21%	营运资本变动	(1892)	89	(258)	(194)
EBIT Margin	16%	11%	11%	10%	其它	(86)	6	7	10
EBITDA Margin	17%	12%	12%	11%	经营活动现金流	(839)	1187	999	1186
收入增长	16%	11%	13%	18%	资本开支	(19)	(120)	(130)	(140)
净利润增长率	11%	13%	16%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	73%	71%	72%	73%	投资活动现金流	(29)	(125)	(135)	(145)
息率	2.4%	2.2%	2.6%	2.9%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	14.7	13.0	11.2	10.1	负债净变化	646	30	40	50
P/B	2.8	2.3	2.2	2.0	支付股利、利息	(336)	(318)	(370)	(408)
EV/EBITDA	17.9	21.9	20.9	21.4	其它融资现金流	910	(968)	(327)	50
					融资活动现金流	1530	(1256)	13	362
					现金净变动	662	(194)	878	1402
					货币资金的期初余额	2031	2694	2500	3378
					货币资金的期末余额	2694	2500	3378	4780
					企业自由现金流	(563)	1081	857	1021
					权益自由现金流	993	115	563	1121

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032