

# 龙净环保 (600388)

## 营收业绩符合预期，新增订单持续增长 买入（维持）

2019年08月06日

证券分析师袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理王浩然

021-60199782

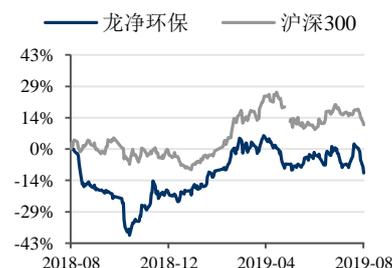
wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,402	11,283	13,088	14,789
同比（%）	15.9%	20.0%	16.0%	13.0%
归母净利润（百万元）	801	930	1,061	1,202
同比（%）	10.6%	16.0%	14.2%	13.3%
每股收益（元/股）	0.75	0.87	0.99	1.12
P/E（倍）	14.73	12.69	11.12	9.82

### 投资要点

- **事件：**2019年上半年公司实现营业收入44.38亿元，同比增长36.87%；归母净利润2.77亿元，同比增长10.49%；扣非归母净利润2.44亿元，同比增长15.21%；加权平均ROE同比降低0.09pct，至5.33%。
- **新增订单持续增长，在手非电订单首次超过电力订单。**19年上半年公司新增订单73.10亿元，同比增长9.10%，其中电力行业订单23.77亿元，占比32.52%，非电行业订单49.33亿元，占比67.48%；期末在手订单达到194亿元，比上年末增加12.79%，同比增长8.99%，其中电力行业订单90.89亿元，占比46.85%，非电行业订单103.11亿元，占比53.15%，首次超过电力行业订单。单季度来看，19年第二季度，公司新增订单44.19亿元，环比增长52.85%。公司新增合同持续增加，在手订单充裕，两项数据均创历史同期最好水平。
- **毛利率、期间费用率均略有下降。**19年上半年，公司整体毛利率下降3.87pct至21.55%。期间费用率下降2.05pct至14.07%，其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降0.22pct、下降2.95pct、上升1.11pct至2.43%、9.86%、1.78%。期间费用（加回研发费用）同比增长19.45%至6.25亿元，其中财务费用同比增长264.38%至7915万，主要系本期外部融资增加，短期贷款同比增长15.28亿元，利息支出增加所致。
- **经营活动净现金流同比减少较多。**19年上半年公司经营活动现金流净额-6.61亿元，同比减少139.59%，主要系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；2）投资活动现金流净额-1.87亿元，同比增加88.6%，主要系本期对外投资支付的现金减少所致；3）筹资活动现金流净额4.76亿元，同比减少59.44%，主要系本期中期票据及流贷到期归还支付的现金增加所致。
- **烟气治理领域优势明显，分享非电治理行业红利。**公司作为大气治理行业的绝对龙头，在传统烟气治理领域优势明显。同时，非电领域烟气治理市场需求进一步提速，龙头马太效应不断体现。2018年公司订单超预期增长30%以上，扭转了2017年的下滑，2019年上半年继续保持稳健增长，在成功度过火电治理低谷期后迎来非电治理行业红利可期。
- **盈利预测与投资评级：**根据2019年公司中报披露情况，考虑德长环保并表后，我们预计公司2019-2021年的EPS分别为0.87、0.99、1.12元，对应PE为13、11、10倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**非电领域订单落地和执行不达预期、原材料成本上升风险、行业竞争加剧

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	11.04
一年最低/最高价	7.34/13.37
市净率(倍)	2.26
流通A股市值(百万元)	11802.31

### 基础数据

每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	72.56
总股本(百万股)	1069.05
流通A股(百万股)	1069.05

### 相关研究

- 1、《龙净环保(600388)：加快向非电领域转型，经营业绩符合预期》2019-04-07
- 2、《龙净环保(600388)：业绩增长符合预期，非电行业订单加速落地》2018-10-25
- 3、《龙净环保(600388)：新增订单趋势改善，股份回购彰显管理层信心》2018-08-30

**事件:**

2019 年上半年公司实现营业收入 44.38 亿元, 同比增长 36.87%; 归母净利润 2.77 亿元, 同比增长 10.49%; 扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 15.21%; 加权平均 ROE 同比降低 0.09pct, 至 5.33%。

**点评:****1. 收入业绩符合预期, 新增订单持续增长**

**收入业绩增长, 毛利率略降。**2019 年上半年公司实现营业收入 44.38 亿元, 同比增长 36.87%, 主要系完工验收项目增加所致; 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比增长 10.49%; 扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 15.21%; 整体毛利率下降 3.87pct 至 21.55%。

**新增订单持续增长, 在手非电订单首次超过电力订单。**19 年上半年公司新增订单 73.10 亿元, 同比增长 9.10%, 其中电力行业订单 23.77 亿元, 占比 32.52%, 非电行业订单 49.33 亿元, 占比 67.48%; 期末在手订单达到 194 亿元, 比上年末增加 12.79%, 同比增长 8.99%, 其中电力行业订单 90.89 亿元, 占比 46.85%, 非电行业订单 103.11 亿元, 占比 53.15%, 首次超过电力行业订单。单季度来看, 19 年第二季度, 公司新增订单 44.19 亿元, 环比增长 52.85%。公司新增合同持续增加, 在手订单充裕, 两项数据均创历史同期最好水平。

**表 1: 公司订单情况整理: 亿元**

项目	本期新增订单 (含税)			期末在手订单 (含税)		
	电力行业	非电行业	合计	电力行业	非电行业	合计
<b>19H1</b>	23.77	49.33	73.10	90.89	103.11	194.00
占比	32.52%	67.48%	100.00%	46.85%	53.15%	100.00%
<b>2018</b>	47.00	83.00	130.00	97.00	75.00	172.00
较年初增长	\	\	\	-6.30%	37.48%	12.79%
<b>18H1</b>	23.00	44.00	67.00	105.00	73.00	178.00
同比	3.35%	12.11%	9.10%	-13.44%	41.25%	8.99%
<b>19Q2</b>	13.00	31.19	44.19	90.89	103.11	194.00
<b>19Q1</b>	10.77	18.14	28.91	100.00	83.40	183.40
环比	20.71%	71.94%	52.85%	-9.11%	23.63%	5.78%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**期间费用率稳中略降。**2019 年上半年公司期间费用 (加回研发费用) 同比增长 19.45% 至 6.25 亿元, 期间费用率下降 2.05pct 至 14.07%。其中, 销售、管理 (加回研发费用)、

财务费用同比分别增加 25.58%、增加 5.36%、增加 264.38% 至 1.08 亿元、4.37 亿元、0.79 亿元，其中财务费用同比增加较多，主要系本期外部融资增加，短期贷款同比增长 15.28 亿元，利息支出增加所致；销售、管理（加回研发费用）、财务费用率分别下降 0.22pct、下降 2.95pct、上升 1.11pct 至 2.43%、9.86%、1.78%。

**销售净利率下降使 ROE 同比降低 0.09pct。**2019 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 0.09 个百分点至 5.33%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年上半年公司销售净利率为 6.37%，同比下降 1.41 个百分点，总资产周转率为 0.21（次）同比持平，权益乘数从 18 年上半年的 3.50 提升至 19 年上半年的 3.64。

## 2. 资产负债率略有下降，营运效率提高

**资产负债率略有下降，营运效率提高。**2019 年上半年公司资产负债率为 72.56%，同比提高 1.12pct，较年初降低 0.45pct。2019 年上半年公司应收账款同比增长 24.85% 至 30.79 亿元，应收账款周转天数同比减少 6.33 天至 122.64 天；存货同比增长 5.87% 至 75.03 亿元，存货周转天数同比减少 129.14 天至 384.12 天；应付账款同比增长 18.72% 至 33.43 亿元，应付账款周转天数同比减少 46.95 天至 169.49 天，使净营业周期同比减少 88.51 天至 337.27 天。

## 3. 经营活动净现金流同比减少较多

**经营活动净现金流同比减少较多。**1) 2019 年上半年公司经营活动现金流净额-6.61 亿元，同比减少 139.59%，主要系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；2) 投资活动现金流净额-1.87 亿元，同比增加 88.6%，主要系本期对外投资支付的现金减少所致；3) 筹资活动现金流净额 4.76 亿元，同比减少 59.44%，主要系本期中期票据及流贷到期归还支付的现金增加所致。

## 4. 烟气治理领域优势明显，分享非电治理行业红利

**大气治理行业龙头，成功度过火电治理低谷期。**2018 年全国火电投资规模大幅下降，为近十年来的最低水平，发电设备利用小时数处于较低水平。而同期的钢铁、水泥行业在供给侧改革的背景下，产品价格大幅回升，行业整体盈利较好。在此背景下，公司积极调整战略重心，电除尘与脱硝事业部最大限度抢抓传统电力市场，加大力度开拓国际市场和“一带一路”市场。干法脱硫团队紧抓钢铁烧结超低排放市场机遇，发挥“干法超净+”的技术优势，取得首钢京唐、唐钢集团等十几家钢铁烧结超低排放合同，并

在石油催化裂化、玻璃窑炉、焦化脱硫脱硝等非电领域实现了新的突破。此外，公司在工业废水治理、VOCs 治理、烟气消白等新领域业务也逐渐打开局面。

**烟气治理领域优势明显，分享非电治理行业红利。**公司作为大气治理行业的绝对龙头，在传统烟气治理领域优势明显。同时，非电领域烟气治理市场需求进一步提速，龙头马太效应不断体现。2018 年公司订单超预期增长 30% 以上，扭转了 2017 年的下滑，2019 年上半年继续保持稳健增长，在成功度过火电治理低谷期后迎来非电治理行业红利可期。

**盈利预测与投资评级：**根据 2019 年公司中报披露情况，考虑德长环保并表后，我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.87、0.99、1.12 元，对应 PE 为 13、11、10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**非电领域订单落地和执行不达预期、原材料成本上升风险、行业竞争加剧

龙净环保三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>15,354</b>	<b>18,800</b>	<b>20,297</b>	<b>23,848</b>	<b>营业收入</b>	<b>9,402</b>	<b>11,283</b>	<b>13,088</b>	<b>14,789</b>
现金	2,694	2,729	3,019	3,508	减:营业成本	7,138	8,755	10,209	11,536
应收账款	2,969	3,210	3,957	4,141	营业税金及附加	64	91	98	115
存货	7,356	9,890	10,218	12,504	营业费用	220	256	301	338
其他流动资产	2,336	2,971	3,103	3,694	管理费用	499	904	1,050	1,186
<b>非流动资产</b>	<b>3,500</b>	<b>3,710</b>	<b>3,877</b>	<b>4,003</b>	财务费用	72	77	66	60
长期股权投资	10	20	29	39	资产减值损失	145	108	127	147
固定资产	989	1,170	1,319	1,439	加:投资净收益	32	16	24	20
在建工程	89	121	141	148	其他收益	0	0	0	0
无形资产	439	435	436	437	<b>营业利润</b>	<b>947</b>	<b>1,108</b>	<b>1,261</b>	<b>1,428</b>
其他非流动资产	1,974	1,964	1,952	1,941	加:营业外净收支	-2	-4	-3	-2
<b>资产总计</b>	<b>18,854</b>	<b>22,509</b>	<b>24,175</b>	<b>27,852</b>	<b>利润总额</b>	<b>945</b>	<b>1,105</b>	<b>1,258</b>	<b>1,426</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,972</b>	<b>15,948</b>	<b>16,850</b>	<b>19,639</b>	减:所得税费用	140	170	191	218
短期借款	1,545	1,545	1,545	1,545	少数股东损益	4	5	5	6
应付账款	3,213	4,407	4,478	5,562	<b>归属母公司净利润</b>	<b>801</b>	<b>930</b>	<b>1,061</b>	<b>1,202</b>
其他流动负债	8,213	9,996	10,826	12,531	EBIT	1,000	1,137	1,283	1,435
<b>非流动负债</b>	<b>793</b>	<b>719</b>	<b>613</b>	<b>483</b>	EBITDA	1,118	1,251	1,417	1,589
长期借款	647	573	466	337					
其他非流动负债	146	146	146	146	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,765</b>	<b>16,668</b>	<b>17,462</b>	<b>20,122</b>	每股收益(元)	0.75	0.87	0.99	1.12
少数股东权益	40	44	50	56	每股净资产(元)	4.72	5.42	6.23	7.18
					发行在外股份(百万股)	1069	1069	1069	1069
归属母公司股东权益	5,049	5,797	6,663	7,674	ROIC(%)	11.1%	11.7%	12.1%	12.3%
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,854</b>	<b>22,509</b>	<b>24,175</b>	<b>27,852</b>	ROE(%)	15.8%	16.0%	15.9%	15.6%
					毛利率(%)	24.1%	22.4%	22.0%	22.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	8.5%	8.2%	8.1%	8.1%
经营活动现金流	414	831	928	1,124	资产负债率(%)	73.0%	74.0%	72.2%	72.2%
投资活动现金流	-1,692	-308	-278	-260	收入增长率(%)	15.9%	20.0%	16.0%	13.0%
筹资活动现金流	1,819	-489	-360	-375	净利润增长率(%)	10.6%	16.0%	14.2%	13.3%
现金净增加额	551	35	290	489	P/E	14.73	12.69	11.12	9.82
折旧和摊销	118	114	134	154	P/B	2.34	2.04	1.77	1.54
资本开支	123	200	158	117	EV/EBITDA	10.54	9.21	7.86	6.63
营运资本变动	-683	-278	-316	-278					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

