

# 业绩符合预期，“守正拓新”布局 非气新领域

——2019 年中报点评

日期：2019 年 8 月 12 日

行业：公用事业



分析师：冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

研究助理：熊雪珍

Tel: 021-53686180

E-mail: xiongxuezhen@shzq.com

SAC 证书编号: S0870117080002

## 基本数据 (2019H1)

报告日股价 (元)	10.57
12mth A 股价格区间 (元)	13.55/7.44
总股本 (百万股/最新)	1069.05
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	113.00
每股净资产 (元)	4.88
PBR (X)	2.17

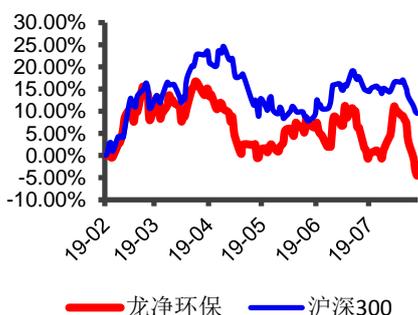
## 主要股东 (2019 年 H1)

龙净实业集团有限公司	17.17%
龙岩市国有资产投资经营有限公司	8.09%

## 收入结构 (2018)

除尘器及配套设备	61.07%
脱硫、脱硝工程项目	31.71%
水处理环保 (设备) 项目	2.66%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ19—CT06

## ■ 动态事项

公司发布 2019 年半年度报告。2019 年上半年公司实现营收 44.38 亿元，同比增长 36.87%；实现归母净利润为 2.77 亿元，同比增长 10.49%，扣非归母净利润为 2.44 亿元，同比增长 15.21%，业绩符合预期。基本每股收益为 0.75 元。

## ■ 公司点评

### 业绩符合预期，在手订单非电行业已超过电力行业

2019 年上半年公司实现营收 44.38 亿元，同比增长 36.87%；实现归母净利润为 2.77 亿元，同比增长 10.49%，扣非归母净利润为 2.44 亿元，同比增长 15.21%。净利润增速较营收增速低，主要受公司上半年外部融资增加，利息支出增加，财务费用大幅增长 264.38% 影响。

从主要控股参股公司来看，公司直接持股 97.20% 的福建龙净脱硫脱销工程有限公司实现净利润 1.28 亿元，同比增长 116.95%，公司直接持股 93.33% 的西安西矿环保科技有限公司实现净利润 0.57 亿元，福建新大陆环保科技有限公司实现净利润 0.17 亿元，同比增长 41.67%。

公司上半年新增订单 73.10 亿元，同比增长 9.10%，其中电力行业订单 23.77 亿元，同比略增 3.35%，非电行业订单 49.33 亿元，同比增长 12.11%，占比相较 2018 年末的 63.85% 继续提升了 3.64pct。期末在手订单非电行业也首次超过电力行业订单，非电行业在手订单达 103.11 亿元，同比增长 41.25%，占比 53.15%，公司实现了从传统火电向钢铁、水泥、焦化等非电领域烟气治理的转型。随着烟气治理市场重心继续转向非电，非电超低排放改造需求持续释放，看好公司未来业绩稳健增长。

### 非气新领域拓展顺利，现金收购德长环保进入垃圾焚烧发电领域

公司非气领域拓展顺利，现已成功获取水治理、固废处理、污染修复工程 3 项乙级设计资质，为进一步开展水污染治理、固废治理、污染修复等业务打下基础。公司已成功中标金额超亿元的废弃矿山综合整治项目，VOC 治理、水处理、污泥干化等新兴业务获得了持续突破。

公司现金收购了德长环保 99.28% 股份，获得德长环保旗下乐清市柳市垃圾焚烧发电项目、平湖市生态能源 PPP 项目相关的资产和业务，为公司后续拓展垃圾焚烧发电业务奠定良好的基础，进一步丰富公司业务布局。

表 1：德长环保垃圾焚烧业务情况

项目名称	项目情况	处理费	运营期
乐清市柳市垃圾焚烧发电项目	垃圾焚烧产能 800 吨/天	105.6 (元/吨)	2009-2036 年 4 月
平湖生态能源 PPP 项目	生活垃圾焚烧(一期 1,000 吨/日, 二期 500 吨/日)、餐厨垃圾预处理、应急填埋场	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

数据来源：公司公告，上海证券研究所

### 净利率略降，财务费用率大幅提升，但期间费用率略降

2019 年上半年公司销售净利率为 6.37%，同比下降 1.41pct，公司整体毛利率为 21.55%，同比下降了 3.87pct，同时考虑财务费用大幅增加，拖累了利润增长。

公司上半年财务费用为 0.79 亿元，同比增长 264.38%，财务费用率为 1.78%，同比增长了 1.11pct，主要考虑公司利息支出大幅增加，且较同期增加了 1517.19 万元的承兑汇票贴息。

公司销售费用率基本保持稳定，管理费用率（按加回研发费用计算）2019 年上半年为 9.86%，同比下降 2.95pct。总体来看期间费用率略降，2019 年上半年为 14.07%，同比下降了 2.05pct，公司费用端控制良好。

### 风险因素

市场竞争加剧导致毛利率下降风险；项目进度不达预期风险。

### ■ 投资建议：

未来六个月内，“谨慎增持”评级。

我们预测 2019-2021 年公司实现归属母公司的净利润分别为 8.88 亿元、10.63 亿元、11.96 亿元，同比增长 10.81%、19.75%、12.48%，相应每股收益为 0.83 元、0.99 元、1.12 元，对应的动态市盈率分别为 12.73 倍、10.63 倍、9.45 倍。公司业绩符合预期，在手订单非电行业已超过电力行业，非电业务转型顺利。非气领域，公司已开始承接水污染治理、固废治理、污染修复等项目，并通过并购进军垃圾焚烧发电领域业务。虽然新领域的开拓带来财务费用的上升，但从期间费用率来看，公司费用端控制仍良好。未来看好公司作为大气治理龙头，优先受益于非电行业大气治理的持续推进，公司进一步打造环境

治理综合平台也有望给公司带来新的业绩增长点。维持公司“谨慎增持”评级。

### 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万 元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,402	10,812	12,288	13,681
年增长率	15.90%	15.00%	13.65%	11.33%
归属于母公司的净利润	801.22	887.85	1,063.19	1,195.91
年增长率	10.62%	10.81%	19.75%	12.48%
每股收益 (元)	0.75	0.83	0.99	1.12
PER (X)	14.10	12.73	10.63	9.45

数据来源：公司公告，上海证券研究所

## ■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,694	3,098	3,521	3,920
存货	7,356	8,818	9,589	10,941
应收账款及票据	4,828	4,793	6,121	6,044
其他	477	480	576	603
流动资产合计	15,354	17,188	19,807	21,508
长期股权投资	10	10	10	10
固定资产	989	943	891	840
在建工程	89	132	187	247
无形资产	439	462	487	514
其他	1,974	909	1,083	1,314
非流动资产合计	3,500	2,457	2,658	2,925
<b>资产总计</b>	<b>18,854</b>	<b>19,645</b>	<b>22,465</b>	<b>24,433</b>
短期借款	1,545	984	1,206	1,086
应付账款及票据	3,779	4,155	4,923	5,258
其他	7,647	8,540	9,550	10,398
流动负债合计	12,972	13,679	15,680	16,742
长期借款和应付债券	647	0	0	0
其他	146	147	146	146
非流动负债合计	793	147	146	146
<b>负债合计</b>	<b>13,765</b>	<b>13,826</b>	<b>15,825</b>	<b>16,889</b>
少数股东权益	40	46	52	59
股东权益合计	5,089	5,820	6,640	7,545
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18,854</b>	<b>19,645</b>	<b>22,465</b>	<b>24,433</b>

现金流量表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	805	888	1,063	1,196
折旧和摊销	118	101	107	113
营运资本变动	(2,195)	934	(517)	(387)
<b>经营活动现金流</b>	<b>414</b>	<b>1,957</b>	<b>672</b>	<b>939</b>
资本支出	(51)	(123)	(135)	(148)
投资收益	32	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,692)</b>	<b>(123)</b>	<b>(135)</b>	<b>(148)</b>
股权融资	0	0	0	0
负债变化	646	(647)	0	0
股息支出	(203)	(225)	(249)	(298)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,819</b>	<b>(1,430)</b>	<b>(114)</b>	<b>(392)</b>
<b>净现金流</b>	<b>540</b>	<b>404</b>	<b>423</b>	<b>399</b>

数据来源：Wind，上海证券

利润表（单位：百万元）

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>9,402</b>	<b>10,812</b>	<b>12,288</b>	<b>13,681</b>
营业成本	7,138	8,211	9,345	10,423
营业税金及附加	64	92	101	107
营业费用	220	244	278	313
管理费用	499	811	922	1,026
财务费用	72	28	13	10
资产减值损失	145	0	0	0
投资收益	32	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>947</b>	<b>1,051</b>	<b>1,257</b>	<b>1,414</b>
营业外收支净额	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>利润总额</b>	<b>945</b>	<b>1,049</b>	<b>1,254</b>	<b>1,411</b>
所得税	140	155	185	208
净利润	805	894	1,069	1,203
少数股东损益	4	6	6	7
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>801</b>	<b>888</b>	<b>1,063</b>	<b>1,196</b>

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	15.90%	15.00%	13.65%	11.33%
EBITDA 增长率	11.20%	5.08%	16.60%	11.61%
EBIT 增长率	12.93%	5.92%	17.67%	12.13%
净利润增长率	10.62%	10.81%	19.75%	12.48%
毛利率	24.08%	24.06%	23.95%	23.81%
EBITDA/总收入	11.95%	10.92%	11.20%	11.23%
EBIT/总收入	10.84%	9.98%	10.33%	10.41%
净利润率	8.52%	8.21%	8.65%	8.74%
资产负债率	73.01%	70.38%	70.44%	69.12%
流动比率	1.18	1.26	1.26	1.28
速动比率	0.62	0.61	0.65	0.63
总资产回报率 (ROA)	4.27%	4.55%	4.76%	4.92%
净资产收益率 (ROE)	15.87%	15.38%	16.14%	15.97%
EV/营业收入	0.94	0.82	0.69	0.57
EV/EBITDA	7.88	7.53	6.13	5.04
PE	14.10	12.73	10.63	9.45
PB	2.24	1.96	1.72	1.51

## 分析师承诺

冀丽俊，熊雪珍

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。