

龙净环保 (600388)

营收大幅增长，持续拓展新增订单 买入（维持）

2019年11月01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)	13.13	11.31	9.91	8.75

投资要点

- **事件:**2019年前三季度公司实现营业收入78.65亿元,同比增长39.01%;归母净利润5.58亿元,同比增长5.24%;扣非归母净利润5.14亿元,同比增长9.93%;加权平均ROE同比降低0.72pct,至10.56%。
- **新增订单111亿元,同比增长8.64%,非电订单占比近7成。**19年前三季度公司新增订单110.81亿元,同比增长8.64%,其中电力行业订单35.81亿元,占比32.32%,同比增长8.52%,非电行业订单75亿元,占比67.68%,同比增长8.7%;期末在手订单达195.61亿元,同比增长4.05%,其中电力行业订单85.38亿元,占比43.65%,非电行业订单110.23亿元,占比56.35%。单季度来看,19年第三季度,公司新增订单37.71亿元,同比增加7.74%。新增合同持续增加,在手订单充裕。
- **毛利率、期间费用率均略有下降。**19年前三季度,公司整体毛利率下降4.42pct至21.02%。期间费用率下降2.11pct至12.3%。其中,销售、管理、研发、财务费用率分别下降0.47pct、下降1.34pct、下降0.92pct、上升0.62pct至2.17%、4.65%、4.08%、1.41%,财务费用增长148.89%主要系本期外部融资增加,利息支出增加所致。
- **经营活动净现金流同比减少较多。**19年前三季度公司经营活动现金流净额-6.23亿元,同比减少209.6%,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;投资活动现金流净额-3.89亿元,同比增加82.25%,主要系本期对外投资支付的现金减少所致;筹资活动现金流净额8.8亿元,同比减少52.71%,主要系本期中票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。19年前三季度公司新增订单110.81亿元,同比增长8.64%,其中非电行业订单75亿元,占比67.68%,同比增长8.7%,分享非电行业环境治理红利可期。
- **进军垃圾焚烧发电领域,向设备+运维的综合环保企业发展。**今年上半年公司以现金方式收购德长环保99.28%股份,正式进入垃圾焚烧发电领域,项目实施将有效提升公司在垃圾焚烧发电行业的竞争实力和业务经验,获取稳定的经营收益和投资回报,推动公司从单一设备工程服务商向运营服务加设备工程服务商的环保综合企业发展。
- **盈利预测与投资评级:**预计公司2019-2021年的EPS分别为0.87、0.99、1.12元,对应PE为11、10、9倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**订单拓展不达预期、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)	9.84
一年最低/最高价	8.02/13.37
市净率(倍)	1.92
流通A股市值(百万元)	10519.45

基础数据

每股净资产(元)	5.14
资产负债率(%)	73.15
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): 营收业绩符合预期,新增订单持续增长》2019-08-07
- 2、《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
- 3、《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

事件：

2019 年前三季度公司实现营业收入 78.65 亿元，同比增长 39.01%；归母净利润 5.58 亿元，同比增长 5.24%；扣非归母净利润 5.14 亿元，同比增长 9.93%；加权平均 ROE 同比降低 0.72pct，至 10.56%。

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 年前三季度公司实现营业收入 78.65 亿元，同比增长 39.01%，主要系本期完工验收项目增加所致，其中 Q3 单季实现营收 34.27 亿元，同比增长 41.89%；实现归母净利润 5.58 亿元，同比增长 5.24%，其中 Q3 单季实现归母净利润 2.81 亿元，同比增长 0.53%；扣非归母净利润 5.14 亿元，同比增长 9.93%，其中 Q3 单季实现扣非归母净利润 2.7 亿元，同比增长 5.56%；整体毛利率下降 4.42pct 至 21.02%。

新增订单 111 亿元，同比增长 8.64%，非电订单占比近 7 成。19 年前三季度公司新增订单 110.81 亿元，同比增长 8.64%，其中电力行业订单 35.81 亿元，占比 32.32%，同比增长 8.52%，非电行业订单 75 亿元，占比 67.68%，同比增长 8.7%；期末在手订单达 195.61 亿元，同比增长 4.05%，其中电力行业订单 85.38 亿元，占比 43.65%，非电行业订单 110.23 亿元，占比 56.35%。单季度来看，19 年第三季度，公司新增订单 37.71 亿元，同比增加 7.74%。新增合同持续增加，在手订单充裕。

表 1：公司订单情况整理：亿元

报告期	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
2019Q1-Q3	35.81	75	110.81	85.38	110.23	195.61
占比	32.32%	67.68%	100.00%	43.65%	56.35%	100.00%
同比	8.52%	8.70%	8.64%	-16.29%	28.17%	4.05%
2018Q1-Q3	33	69	102	102	86	188

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率下降 2.11pct。2019 年前三季度公司期间费用同比增长 18.62%至 9.67 亿元，期间费用率下降 2.11pct 至 12.3%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 14.09%、增加 7.92%、增加 13.38%、增加 148.89%至 1.71 亿元、3.65 亿元、3.21 亿元、1.11 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.47pct、下降 1.34pct、下

降 0.92pct、上升 0.62pct 至 2.17%、4.65%、4.08%、1.41%，财务费用增长较多主要系本期外部融资增加，利息支出增加所致。

销售净利率下降使 ROE 同比降低 0.72pct。2019 年前三季度公司加权平均净资产收益率同比下降 0.72pct 至 10.56%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2019 年前三季度公司销售净利率为 7.18%，同比下降 2.24pct，总资产周转率为 0.4（次），同比上升 0.05（次），权益乘数从 18 年前三季度的 3.48 上升至 19 年前三季度的 3.76。

2. 资产负债率略升，营运效率提高

资产负债率略升，营运效率提高。2019 年前三季度公司资产负债率为 73.15%，同比上升 0.41pct，较年初上升 0.14pct。2019 年前三季度公司应收账款同比增长 33.33% 至 37.4 亿元，应收账款周转天数同比减少 3.8 天至 115.15 天；存货同比减少 0.97% 至 72.72 亿元，存货周转天数同比减少 131.68 天至 317.95 天；应付账款 37.41 亿元，应付账款周转天数同比减少 40.85 天至 151.15 天，使净营业周期同比减少 94.63 天至 281.95 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 年前三季度公司经营活动现金流净额-6.23 亿元，同比减少 209.6%，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-3.89 亿元，同比增加 82.25%，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 8.8 亿元，同比减少 52.71%，主要系本期中票及流贷到期归还支付的现金增加所致。

4. 大气治理行业龙头，分享非电行业环境治理红利

大气治理行业龙头，分享非电行业环境治理红利。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。钢铁、水泥行业在供给侧改革的背景下，行业整体盈利好转。公司在此背景下积极调整战略重心，紧抓钢铁烧结超低排放等市场机遇，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。19 年前三季度公司新增订单 110.81 亿元，同比增长 8.64%，其中非电行业订单 75 亿元，占比 67.68%，同比增长 8.7%，分享非电行业环境治理红利可期。

进军垃圾焚烧发电领域，向设备+运维的综合环保企业发展。今年上半年公司以现金方式收购德长环保 99.28% 股份，正式进入垃圾焚烧发电领域，项目实施将有效提升公司在垃圾焚烧发电行业的竞争实力和业务经验，获取稳定的经营收益和投资回报，推动公司从单一设备工程服务商向运营服务加设备工程服务商的环保综合企业发展。

盈利预测与投资评级：预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.87、0.99、1.12 元，对应 PE 为 11、10、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单拓展不达预期、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
流动资产	15,354	18,800	20,297	23,848	营业收入	9,402	11,283	13,088	14,789
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
非流动资产	3,500	3,710	3,877	4,003	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	营业利润	947	1,108	1,261	1,428
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
资产总计	18,854	22,509	24,175	27,852	利润总额	945	1,105	1,258	1,426
流动负债	12,972	15,948	16,850	19,639	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	归属母公司净利润	801	930	1,061	1,202
其他流动负债	8,213	9,996	10,826	12,531	EBIT	1,000	1,137	1,283	1,435
非流动负债	793	719	613	483	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	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	13,765	16,668	17,462	20,122	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%
负债和股东权益	18,854	22,509	24,175	27,852	ROE(%)	15.8%	16.0%	15.9%	15.6%
					毛利率(%)	24.1%	22.4%	22.0%	22.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	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	13.13	11.31	9.91	8.75
折旧和摊销	118	114	134	154	P/B	2.08	1.81	1.58	1.37
资本开支	123	200	158	117	EV/EBITDA	9.39	8.18	6.95	5.82
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>

