

## 环保业务底盘稳固，新能源业务推进迅速

龙净环保 (600388.SH)

**推荐** (维持评级)

### 核心观点:

#### ● 事件:

龙净环保发布 2023 年半年报，上半年实现营收 49.41 亿元，同比增长 1.07%；实现归母净利润 4.28 亿元（扣非 2.94 亿元），同比增长 12.09%（扣非同比下降 9.39%）。23Q2 单季度实现营收 25.23 亿元，同比下降 14.33%；实现归母净利润 2.43 亿元，同比增长 19.15%。

#### ● 盈利保持稳健，经营性现金流明显改善

2023H1 公司毛利率 23.25% (同比-0.81pct)，净利率 8.63% (同比+0.78pct)。公司资产负债率为 69.00%，较 22 年末减少 2.32pct，有息负债率为 21.62%，处于较低水平。经营性现金流净额 9030 万元，同比增长 185.83%，改善明显。

分业务来看，公司环保装备制造及工程实现收入 44.33 亿元，同比上升 1.91%，毛利率 25.56%，环保装备制造及工程毛利率水平提高。运营项目实现收入 3.65 亿元，毛利率 26.95%，运营项目毛利率稳中有升。清洁能源业务实现收入 1,209.22 万元，毛利率 49.17%，公司正积极加快清洁能源发展脚步，为未来持续发展带来稳定收入。

#### ● 环保订单稳定增长，储能订单实现突破

2023 年上半年，公司签订工程合同共计 59.03 亿元，同比增长 7.52%；签订储能系统及设备销售合同 4307.75 万元，实现从零到壹的突破。期末在手工程合同达到 202.58 亿元，在手工程及运营合同将为公司持续的规模性盈利和业务规模的稳步提升奠定坚实的基础。

#### ● 新能源发电：新增 1GW 新疆光伏项目，业务扩张迅速

新能源发电业务方面，目前公司有新疆克州乌恰县一期 300MW 光伏、黑龙江多铜一期 200MW 风光、塞尔维亚光伏、圭亚那光伏等多个项目按计划建设中。新疆克州乌恰县二期 300MW 与三期 400MW 光伏、黑龙江多铜二期 300MW 风电、内蒙古巴彦淖尔光伏等项目已完成备案。湖南道县风电、山西繁峙县风电、西藏拉果地区“零碳提锂”源网荷储、非洲碧沙光伏、赞比亚光伏等项目正在积极推进可研及备案等前期工作。公司的矿山绿电项目采用“自发自用，余电上网”的模式运营，相较于“全额上网”具有更高的经济效益。

#### ● 储能业务：项目推进顺利，年内有望贡献业绩

储能方面，公司目前在手储能项目有 5GWh 储能电芯，6GWh 储能系统（和量道合资，占比 49%，一期 1GWh），5GWh 储能 PACK 和系统集成（和蜂巢合资，占比 60%，一期 2GWh）。目前公司正在积极推进储能电芯量产线与中试线建设，配套基建工程总体进展顺利，储能电池 PACK 与系统集成生产线建设已基本完工，生产团队人员已完成配置与培训，市场人员全面推进营销活动。公司已经形成从电芯到储能系统完整产品技术链，基本覆盖储能产业链中游业务环节，叠加股东紫金在原料端、原有大气治理业务电力客户在需求端的支撑，已形成具备行业竞争力的产业链及供应链优势。

#### 分析师

陶贻功

☎: 010-80927673

✉: taoyigong\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

严明

☎: 010-80927667

✉: yanming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

梁悠南

☎: 010-80927656

✉: liangyounan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070002

#### 市场数据

2023-8-17

A 股收盘价(元)	16.88
股票代码	600388.SH
A 股一年内最高价(元)	19.72
A 股一年内最低价(元)	10.88
沪深 300	3,163.74
市盈率 (TTM)	21.46
总股本 (万股)	108,109.49
实际流通 A 股 (万股)	108,109.49
流通 A 股市值(亿元)	182.49

#### 相对上证指数表现图



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

● **环保：煤电建设提速带动大气治理需求增长，公司龙头地位稳固**

2023 年上半年，煤电行业迎来了政策“小阳春”，环保板块各团队积极应对，获得多个超亿元合同项目。电除尘团队依托技术与业绩优势，连续中标多台 60 万千瓦以上机组项目，湿法脱硫团队、电控团队等多个业务单元在煤电环保治理市场中均有较好业绩表现。公司深耕大气治理领域多年，作为行业龙头强者恒强，地位依然稳固。

● **顺利收回投资华泰保险股权转让款，遗留问题得到妥善解决**

公司于 6 月 21 日成功收回投资华泰保险股权转让款 14.10 亿元，历史遗留的最大问题得到解决，公司股票也已撤销其他风险警示。华泰保险事项的妥善解决，进一步改善了公司现金流水平和财务结构，为业务拓展带来积极影响。

● **紫金增持彰显发展信心**

23 年 7 月，公司公告《2023 年度向特定对象发行 A 股股票预案》，拟募集资金 15.42 亿元，由控股股东紫金矿业全额认购。通过本次定增，紫金矿业直接持股比例将达到 23.36%，对龙净的控制权进一步加强，这不仅表明控股股东对公司长期价值的高度认可和未来持续发展的坚定信心，同时有利于公司增强自身资金实力，优化财务结构，未来公司抵御风险以及持续经营的能力有望得到进一步提升。

● **估值分析与评级说明**

预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 11.69/16.14/21.65 亿元，对应 EPS 分别为 1.08/1.49/2.00 元/股，对应 PE 分别为 15.6x/11.3x/8.4x，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**

新能源项目投产进度不及预期的风险；煤电建设进度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

**主要财务指标**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11880.15	14551.92	20498.42	26636.20
收入增长率%	5.16%	22.49%	40.86%	29.94%
归母净利润（百万元）	804.29	1168.87	1614.16	2164.88
利润增速%	-6.52%	45.33%	38.10%	34.12%
毛利率%	23.40%	23.47%	22.81%	22.89%
摊薄 EPS(元)	0.74	1.08	1.49	2.00
PE	22.69	15.61	11.31	8.43

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**公司财务预测表 (百万元)**

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	18491.64	22818.40	30205.00	36760.79	营业收入	11880.15	14551.92	20498.42	26636.20
现金	1970.01	293.86	-1233.86	-1492.13	营业成本	9100.72	11136.74	15822.60	20538.65
应收账款	3002.23	4325.02	5838.56	7409.12	营业税金及附加	79.23	102.99	142.96	185.32
其它应收款	1518.43	1972.02	3369.06	3620.28	营业费用	262.66	335.81	468.17	607.22
预付账款	386.46	491.66	696.74	899.81	管理费用	651.36	796.38	1120.88	1457.55
存货	7422.49	11138.76	15232.24	18998.84	财务费用	175.02	168.16	159.54	143.84
其他	4192.03	4597.09	6302.27	7324.87	资产减值损失	-84.75	-0.30	-0.15	-0.18
<b>非流动资产</b>	7926.55	9255.78	10576.13	11808.60	公允价值变动收益	2.44	0.00	0.00	0.00
长期投资	40.03	5.17	-35.28	-78.61	投资净收益	60.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	2201.96	2666.73	3106.48	3521.01	营业利润	940.79	1360.74	1872.29	2516.42
无形资产	2645.01	3259.03	3905.04	4529.62	营业外收入	6.67	0.00	0.00	0.00
其他	3039.54	3324.84	3599.89	3836.58	营业外支出	9.41	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	26418.19	32074.18	40781.13	48569.39	利润总额	938.05	1360.74	1872.29	2516.42
<b>流动负债</b>	14434.16	19055.26	26234.46	32040.31	所得税	129.28	181.47	244.55	334.00
短期借款	723.38	496.61	232.47	-49.96	净利润	808.78	1179.27	1627.75	2182.42
应付账款	4701.32	6453.58	9426.48	11214.58	少数股东损益	4.49	10.40	13.58	17.54
其他	9009.47	12105.07	16575.51	20875.69	归属母公司净利润	804.29	1168.87	1614.16	2164.88
<b>非流动负债</b>	4407.31	4457.31	4357.31	4157.31	EBITDA	1481.15	1884.71	2389.99	3031.61
长期借款	1864.09	1914.09	1814.09	1614.09	EPS (元)	0.74	1.08	1.49	2.00
其他	2543.22	2543.22	2543.22	2543.22					
<b>负债合计</b>	18841.48	23512.57	30591.78	36197.62	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	186.52	196.93	210.51	228.05	营业收入	5.16%	22.49%	40.86%	29.94%
归属母公司股东权益	7390.18	8364.68	9978.84	12143.72	营业利润	-3.98%	44.64%	37.59%	34.40%
<b>负债和股东权益</b>	26418.19	32074.18	40781.13	48569.39	归属母公司净利润	-6.52%	45.33%	38.10%	34.12%
					毛利率	23.40%	23.47%	22.81%	22.89%
					净利率	6.77%	8.03%	7.87%	8.13%
<b>现金流量表</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	ROE	10.88%	13.97%	16.18%	17.83%
<b>经营活动现金流</b>	834.55	548.19	674.47	1971.82	ROIC	7.46%	9.80%	11.94%	13.99%
净利润	808.78	1179.27	1627.75	2182.42	资产负债率	71.32%	73.31%	75.01%	74.53%
折旧摊销	380.46	355.51	358.00	371.17	净负债比率	248.68%	274.63%	300.23%	292.58%
财务费用	231.77	168.16	159.54	143.84	流动比率	1.28	1.20	1.15	1.15
投资损失	-61.78	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.59	0.47	0.44	0.42
营运资金变动	-784.42	-1155.05	-1470.98	-725.79	总资产周转率	0.45	0.45	0.50	0.55
其它	259.76	0.30	0.15	0.18	应收帐款周转率	3.96	3.36	3.51	3.60
<b>投资活动现金流</b>	-46.59	-1685.04	-1678.51	-1603.82	应付帐款周转率	2.53	2.25	2.17	2.38
资本支出	-643.58	-1642.98	-1639.27	-1570.50	每股收益	0.74	1.08	1.49	2.00
长期投资	-183.32	-42.06	-39.23	-33.32	每股经营现金	0.77	0.51	0.62	1.82
其他	780.31	0.00	0.00	0.00	每股净资产	6.84	7.74	9.23	11.23
<b>筹资活动现金流</b>	-1037.03	-539.29	-523.69	-626.27	P/E	22.69	15.61	11.31	8.43
短期借款	-448.60	-226.76	-264.15	-282.43	P/B	2.47	2.18	1.83	1.50
长期借款	-42.23	50.00	-100.00	-200.00	EV/EBITDA	12.74	12.16	10.08	7.87
其他	-546.20	-362.53	-159.54	-143.84	P/S	1.52	1.24	0.88	0.68
<b>现金净增加额</b>	-224.75	-1676.15	-1527.73	-258.27					

数据来源: iFind, 银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

陶贻功，环保公用行业首席分析师，毕业于中国矿业大学（北京），超过10年行业研究经验，长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券，2022年1月加入中国银河证券。

严明，环保行业分析师，材料科学与工程专业硕士，毕业于北京化工大学。于2018年加入中国银河证券研究院，从事环保行业研究。

梁悠南，公用事业行业分析师，毕业于清华大学（本科），加州大学洛杉矶分校（硕士），纽约州立大学布法罗分校（硕士）。于2021年加入中国银河证券研究院，从事公用事业行业研究。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深沪地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)