

龙净环保 (600388)

2023 年中报点评: 紫金入主盈利质量提升, 绿电&储能实现从 0 到 1 突破

买入 (维持)

2023 年 08 月 18 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

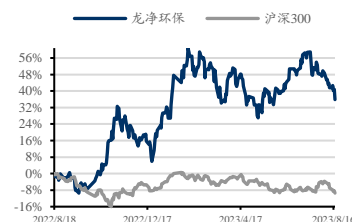
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,880	13,125	21,675	27,383
同比	5%	10%	65%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	804	1,119	1,678	2,335
同比	-7%	39%	50%	39%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.74	1.04	1.55	2.16
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.88	15.73	10.49	7.54

关键词: #第二曲线

投资要点

- **事件:** 2023 年上半年公司实现营业收入 49.41 亿元, 同比增长 1.07%; 归母净利润 4.28 亿元, 同比增长 12.09%; 扣非归母净利润 2.94 亿元, 同比下降 9.39%; 加权平均 ROE 同比增长 0.22pct, 至 5.61%。
- **订单稳定增长&毛利率提升, 绿电首次实现收入。** 2023H1 公司实现营业收入 49.41 亿元, 同增 1.07%; 归母净利润 4.28 亿元, 同增 12.09%。其中, 环保装备制造及工程业务收入 44.33 亿元, 同比+1.91%, 毛利率 25.56%; 运营项目实现收入 3.65 亿元, 同减 11.62%, 毛利率 26.95%; **清洁能源业务首次实现收入 1209.22 万元, 毛利率 49.17%。** 2023 年上半年, 公司签订工程合同共计 **59.03 亿元, 同增 7.52%**, 期末在手工程合同达到 **202.58 亿元**。2023 年 6 月公司收回华泰保险股权投资款 14.1 亿元, 历史遗留问题得以解决。
- **绿电建设加快推进, 储能订单实现突破。** 1) **绿电:** 公司上半年加快风电光伏项目建设进度, 加紧建设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、圭亚那光伏等项目, 并有多个项目计划开建。2) **储能:** 公司储能订单首次突破, **签订 4307.75 万元储能系统及设备销售合同**。目前储能电芯产线仍处于建设阶段, 储能电池 PACK 与系统集成生产线基本完工。
- **紫金矿业的绿电运营商, 全产业链布局的储能新星。** 1) **矿山绿电空间广阔, 紫金自用盈利优异。** 紫金矿业全面拥抱新能源, 目标 2030 年可再生能源占比不低于 30% (2022 年仅为 16%), 对应绿电装机规模月 7GW (2022 年装机规模仅 0.05GW)。高自发自用比例, 与紫金结算电价盈利优异。我们预计矿业光伏/风电全投资 IRR 分别可达 12%/12%, 单 GW 净利可达 2.4/3.6 亿元。2) **储能新星升起, 协同紫金全产业链布局。** 结合紫金上游锂资源及锂电材料布局以及龙净中游储能电池与下游销售渠道优势, **储能成为紫金与龙净协同发展的最佳契合点。** 龙净铁锂储能电芯、PACK、系统集成项目即将投运, 贡献新成长。
- **盈利预测与投资评级:** 紫金矿业的绿电运营商, 全产业链布局的储能新星。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 11.19/16.78/23.35 亿元, 同比增速 39%/50%/39%, 当前市值对应 2023-2025 年 PE16/10/8x (2023/8/18), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 紫金矿业可再生能源转型节奏不及预期, 紫金矿业矿山扩产进度不及预期, 电化学储能竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.28
一年最低/最高价	10.76/19.52
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	17,600.22
总市值(百万元)	17,600.22

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.91
资产负债率(% ,LF)	69.00
总股本(百万股)	1,081.09
流通 A 股(百万股)	1,081.09

相关研究

- 《龙净环保(600388): 矿山绿电、全产业链储能, 紫金优势凸显》
2023-07-17
- 《龙净环保(600388): 2020 年报 & 2021 一季报点评: 一季报大增, 运营占比提升结构改善》
2021-04-28

事件：2023年上半年公司实现营业收入49.41亿元，同比增长1.07%；归母净利润4.28亿元，同比增长12.09%；扣非归母净利润2.94亿元，同比下降9.39%；销售毛利率23.25%，同比减少0.80pct，销售净利率8.63%，同比上升0.78pct，加权平均ROE同比增长0.22pct，至5.61%。

1. 订单稳定增长利润率提升，绿电&储能从0到1突破落地

“环保+新能源”双轮驱动，清洁能源业务首次实现收入。2023年上半年公司业绩稳健增长，实现营业收入49.41亿元，同比增长1.07%；归母净利润4.28亿元，同比增长12.09%。分业务板块来看：**1) 环保装备制造与工程业务占比下降，利润率上升：**2023年上半年实现营收44.33亿元，同比增长1.91%，占总收入的89.72%，毛利率25.56%，同比提升2.36pct。**2) 运营项目收入降低：**23H1实现收入3.65亿元，同比下降11.62%，毛利率26.95%，同比增加0.13pct。**3) 清洁能源业务收入落地，首次实现营收1209.22万元，毛利率49.17%。**大气环保项目收入确认存在周期，在手订单充沛下半年预计回升。

在手订单储备丰厚，绿电持续扩张储能实现突破。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%，期末在手工程合同达到202.58亿元。**1) 绿电：**在上半年我国风电光伏成本下降背景下，公司积极推进光伏项目的建设。目前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、圭亚那光伏等项目加紧建设。**2) 储能：**公司储能订单首次突破，签订储能系统及设备销售合同4307.75万元。目前公司储能电芯产线处于建设阶段，储能电池PACK与系统集成生产线建设已基本完工。公司丰厚的订单储备预计将为后续年度带来业务规模提升与盈利的持续释放。

表1: 公司在手绿电项目情况

项目情况	项目状态
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	在建
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	准备中

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2023H1 期间费用率降低,控费成效显著。2023 年上半年公司期间费用同比减少 0.93% 至 7.42 亿元,期间费用率下降 0.3pct 至 15.02%。其中,销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 8.30%、增加 4.44%、减少 7.88%、减少 14.32%至 1.23 亿元、3.33 亿元、2.11 亿元、0.75 亿元;销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.17pct、下降 0.2pct、下降 0.41pct、下降 0.27pct 至 2.49%、11.01%、4.27%、1.52%。公司各项费用率均下降,控费效果显著。

2023H1 经营性净现金流净额大幅上升,公司资产负债状况改善。1) 2023 年上半年公司经营活动现金流净额 0.9 亿元,同比增加 185.83%,主要系商品劳务收入回款增加; 2) 投资活动现金流净额 9.58 亿元,同比增加 286.57%,主要系公司收回华泰保险投资款 14.1 亿元,历史遗留问题得以解决; 3) 筹资活动现金流净额 1.17 亿元,同比增加 131.67%,主要系金融机构借款增加。2023 年上半年公司资产负债率为 69%,同比下降 3.32pct,较年初下降 2.32pct,资产负债状况持续改善。截至 2023 年 6 月 30 日,公司负债总额 177.14 亿元,其中合同负债 64.09 亿元,占负债总额的 36.18%;有息负债率为 21.62%,有息负债比例处于较低水平。

2. 矿山绿电、全产业链储能,紫金优势凸显

2.1. 矿山绿电空间广阔,紫金自用盈利优异

紫金矿业能源结构转型,2030 年紫金风光装机规模超 7GW。2022 年紫金矿业可再生能源占总用能比例达 16.21%,目标到 2030 年可再生能源占比达到 30%。紫金矿业产能增长带来新的用能需求,考虑能源结构调整,我们测算 **2030 年紫金矿业新能源需求量可达 7431GWh,按照 1500 利用小时/年,自发自用比例 70%进行估算,新能源装机量约为 7GW。**

表2: 2030 年紫金矿业新能源需求量将达 7431GWh

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
能源消耗总量 (GWh)	11377	14271	15237	16295	17272	18309	19407	20377	21396	22466	23589	24769
yoy		25.4%	6.8%	6.9%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
可再生能源 (GWh)				2641	3098	3599	4149	4708	5312	5965	6670	7431
可再生能源yoy					17.3%	16.2%	15.3%	13.5%	12.8%	12.3%	11.8%	11.4%
可再生能源占总能耗比 (%)				16.2%	17.9%	19.7%	21.4%	23.1%	24.8%	26.6%	28.3%	30.0%
可利用小时数 (小时/年)				1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
自发自用比例 (%)				70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
新能源装机量 (GW)				2.52	2.95	3.43	3.95	4.48	5.06	5.68	6.35	7.08

注: 间接能源可视为电力,极少为蒸汽。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

龙净环保承接紫金矿山绿电运营，自发自用比例高收益率良好。龙净环保作为紫金矿业新能源业务平台，运营紫金矿山绿电项目。矿山绿电项目盈利优异，高自发自用比例匹配远高于上网电价的工业结算电价。按照自发自用 70%，我们预计矿山光伏项目全投资/资本金 IRR 可达 12%/17%，单位 GW 净利可达 2.4 亿元，矿山风电项目全投资/资本金 IRR 可达 12%/19%，单位 GW 净利可达 3.6 亿元。项目为紫金稳定输送保供绿电的同时，彰显良好盈利能力。

表3: 矿山光伏电站盈利情况良好

指标	矿山光伏项目										
	消纳比例										
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
全投资IRR	7.61%	8.22%	8.82%	9.41%	10.00%	10.58%	11.16%	11.74%	12.31%	12.87%	13.44%
全投资投资回收期	10.46	9.91	9.42	8.97	8.56	8.18	7.83	7.51	7.21	6.93	6.66
资本金IRR	9.04%	10.14%	11.27%	12.43%	13.62%	14.85%	16.11%	17.41%	18.76%	20.14%	21.56%
资本金投资回收期	13.18	12.50	11.88	11.31	10.79	10.30	9.18	7.41	6.23	5.50	4.94
单位净利润 (亿元/GW)	1.31	1.46	1.61	1.75	1.90	2.05	2.20	2.35	2.49	2.64	2.79

数据来源：中国光伏产业发展路线图，东吴证券研究所测算

表4: 矿山风电项目盈利情况良好

指标	矿山风电项目										
	消纳比例										
	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
全投资IRR	6.85%	7.55%	8.25%	8.94%	9.62%	10.30%	10.97%	11.64%	12.30%	12.96%	13.62%
全投资投资回收期	9.24	8.77	8.34	7.94	7.58	7.24	6.93	6.64	6.38	6.12	5.90
资本金IRR	8.07%	9.50%	10.97%	12.49%	14.08%	15.71%	17.41%	19.15%	20.95%	22.80%	24.68%
资本金投资回收期	0.00	10.99	10.46	9.79	7.73	6.38	5.54	4.95	4.46	4.06	3.72
单位净利润 (亿元/GW)	2.05	2.28	2.51	2.73	2.96	3.18	3.41	3.64	3.86	4.09	4.32

数据来源：招标网，东吴证券研究所测算

2.2. 储能新星升起，协同紫金全产业链布局

储能成为龙净与紫金协同发展最佳契合点，一期储能电芯项目即将投产。矿业龙头紫金矿业积极布局新能源，已经形成核心锂资源“两湖一矿”—锂盐冶炼—正极材料的完整储能电池上游原材料布局。龙净环保在紫金矿业入主后，布局中游储能电池制造，已形成储能电池电芯—模组 PACK—系统集成的完整中游储能电池系统布局，并随着产品逐步实现出货，积极进行下游销售，销售渠道包括发电侧（新能源电站、传统电站）

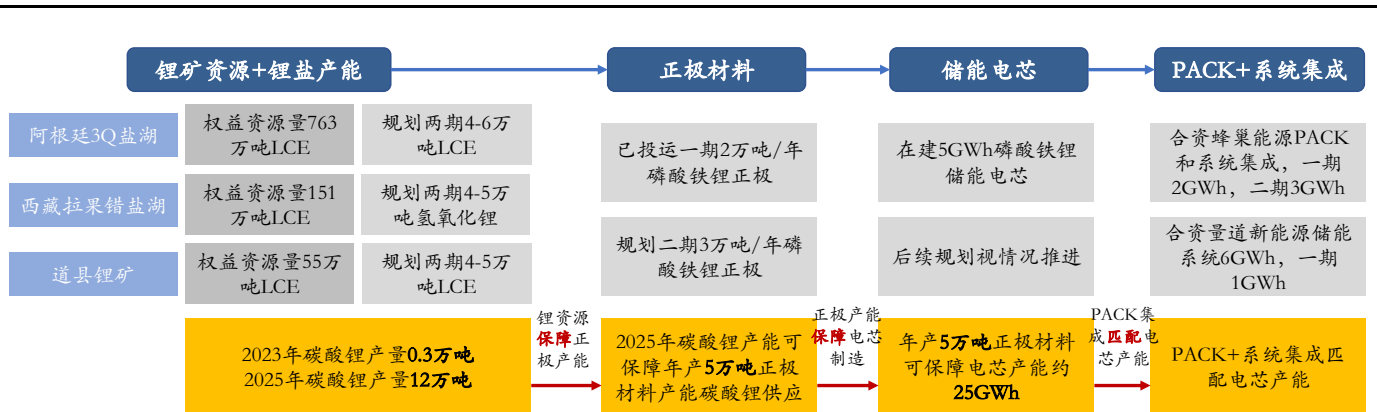
以及用户侧（工商业储能）。储能销售渠道与龙净环保传统大气治理主业存在协同。龙净紫金协同切入储能高成长赛道，一期储能电芯项目即将投运，贡献新成长。

表5: 龙净环保、紫金矿业积极布局储能电池产业链

公司	产业链	日期	项目规划	项目进展
龙净环保	PACK+系统集成	2022年12月	成立合资公司（龙净环保60%，蜂巢能源40%）建设储能电池模组PACK和系统集成项目，一期2GWh，二期3GWh。	一期在建
	系统集成	2022年10月	成立合资公司（量道新能源51%，龙净环保49%）建设年产6GWh锂电储能系统，一期产能1GWh	在建
	电芯	2022年10月	投资建设磷酸铁锂储能电芯项目，设计产能5GWh，预留项目产能发展空间，后续视情况推进	在建
紫金矿业	盐湖锂资源	2021年10月	49.39亿元收购阿根廷3Q锂盐湖项目100%股权，总资源量763万吨LCE。一期2万吨/年电池级碳酸锂，开展4-6万吨/年碳酸锂初步研究	一期2023年底投产
	盐湖锂资源	2022年4月	48.97亿元收购西藏拉果错盐湖锂矿项目70%股权，总资源量214万吨LCE。一期产量2万吨/年碳酸锂，二期建设投产后产量拟提升到5万吨/年碳酸锂	一期在建
	矿山锂资源	2022年6月	18.00亿收购道县湘源硬岩锂多金属矿66%权益，总资源量216万吨LCE。初步规划按照1000万吨/年规模建设矿山，达成后年产锂云母含6-7万吨LCE	率先重启30万吨/年采选系统
	锂盐冶炼	2022年7月	紫金锂业（紫金矿业全资子公司）与亿纬锂能、瑞福锂业合资分期建设年产9万吨锂盐项目，一期年产3万吨碳酸锂（紫金锂业及其指定主体享有合资公司34%产成品包销权）	一期在建
	正极材料	2022年4月	新建年产5万吨磷酸铁锂正极材料生产线，一期产能2万吨/年	一期投运

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 紫金矿业与龙净环保已经实现储能电池产业链一体化布局



数据来源: 紫金矿业公司公告, 龙净环保公司公告, 东吴证券研究所测算

盈利预测与投资评级：紫金矿业的绿电运营商，全产业链布局的储能新星。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 11.19/16.78/23.35 亿元，同比增速 39%/50%/39%，当前市值对应 2023-2025 年 PE 16/10/8x（2023/8/18），维持“买入”评级。

3. 风险提示

风险提示：紫金矿业可再生能源转型节奏不及预期，紫金矿业矿山扩产进度不及预期，电化学储能竞争加剧

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,492	22,551	23,981	27,405	营业总收入	11,880	13,125	21,675	27,383
货币资金及交易性金融资产	2,387	5,990	4,933	4,885	营业成本(含金融类)	9,101	9,982	16,754	21,035
经营性应收款项	5,009	5,404	7,962	10,899	税金及附加	79	96	153	192
存货	7,422	8,026	8,347	9,012	销售费用	263	341	542	685
合同资产	1,227	1,297	1,487	1,324	管理费用	651	735	1,170	1,260
其他流动资产	2,445	1,832	1,252	1,286	研发费用	529	617	921	986
非流动资产	7,927	9,117	14,579	22,703	财务费用	175	126	172	426
长期股权投资	40	40	40	40	加:其他收益	106	105	104	104
固定资产及使用权资产	2,337	3,061	8,147	15,946	投资净收益	61	24	59	90
在建工程	1,005	1,324	1,642	1,961	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	2,645	2,750	2,804	2,809	减值损失	(313)	(45)	(45)	(45)
商誉	707	707	707	707	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	28	28	28	28	营业利润	941	1,311	2,080	2,949
其他非流动资产	1,165	1,208	1,210	1,213	营业外净收支	(3)	1	1	1
资产总计	26,418	31,668	38,560	50,109	利润总额	938	1,312	2,081	2,950
流动负债	14,434	17,984	19,156	22,047	减:所得税	129	182	267	398
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,400	1,604	1,704	2,104	净利润	809	1,130	1,814	2,552
经营性应付款项	5,341	5,657	6,406	7,400	减:少数股东损益	4	11	136	217
合同负债	6,925	9,844	9,754	10,953	归属母公司净利润	804	1,119	1,678	2,335
其他流动负债	768	880	1,292	1,590	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.74	1.04	1.55	2.16
非流动负债	4,407	5,090	8,996	15,102	EBIT	1,101	1,438	2,253	3,376
长期借款	1,864	2,530	6,436	12,542	EBITDA	1,481	1,826	2,908	4,460
应付债券	1,847	1,847	1,847	1,847	毛利率(%)	23.40	23.94	22.70	23.18
租赁负债	34	34	34	34	归母净利率(%)	6.77	8.53	7.74	8.53
其他非流动负债	662	679	679	679	收入增长率(%)	5.16	10.48	65.14	26.33
负债合计	18,841	23,074	28,152	37,149	归母净利润增长率(%)	(6.52)	39.14	49.93	39.16
归属母公司股东权益	7,390	8,396	10,074	12,409					
少数股东权益	187	198	334	551					
所有者权益合计	7,577	8,594	10,408	12,960					
负债和股东权益	26,418	31,668	38,560	50,109					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	835	4,532	1,266	3,071	每股净资产(元)	6.65	7.53	9.08	11.24
投资活动现金流	(47)	(1,541)	(6,057)	(9,117)	最新发行在外股份(百万股)	1,081	1,081	1,081	1,081
筹资活动现金流	(1,037)	613	3,734	5,998	ROIC(%)	7.57	9.06	11.21	11.70
现金净增加额	(225)	3,603	(1,057)	(48)	ROE-摊薄(%)	10.88	13.33	16.66	18.82
折旧和摊销	380	387	655	1,083	资产负债率(%)	71.32	72.86	73.01	74.14
资本开支	(644)	(1,458)	(6,049)	(9,140)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.88	15.73	10.49	7.54
营运资本变动	(784)	2,838	(1,461)	(1,026)	P/B(现价)	2.45	2.16	1.79	1.45

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>