

# 龙净环保 (600388.SH) 环保设备行业

评级：买入 维持评级

公司点评

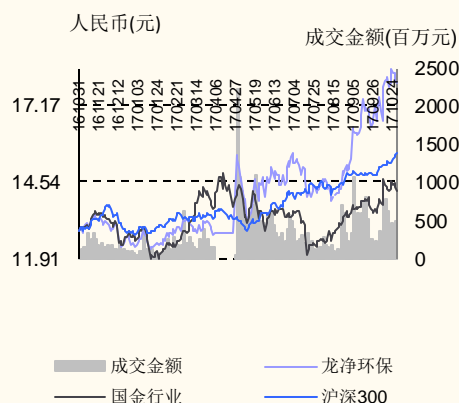
市场价格(人民币)：17.90元

## 降本增效保增长，非电订单持续扩张

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,069.05
总市值(百万元)	19,136.00
年内股价最高最低(元)	18.42/12.28
沪深300指数	4021.97
上证指数	3416.81



### 相关报告

1. 《非电领域空间打开，大气龙头再迎成长-龙净环保公司深度研究》，2017.9.6

**苏宝亮** 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003  
(8610)66216815  
subaoliang@gjzq.com.cn

**陈苗苗** 联系人  
(8621)60230249  
chenmiaomiao@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.524	0.621	0.687	0.747	0.811
每股净资产(元)	3.33	3.74	4.16	4.61	5.09
每股经营性现金流(元)	0.95	0.85	0.53	1.02	0.61
市盈率(倍)	34.16	28.82	26.06	23.97	22.08
行业优化市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	20.14%	19.68%	10.62%	8.68%	8.57%
净资产收益率(%)	15.71%	16.58%	16.52%	16.21%	15.91%
总股本(百万股)	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05

来源：公司年报、国金证券研究所

### 事件：

■ 公司发布三季报，实现营业收入为49.71亿元，较上年同期增0.86%，实现归属于母公司所有者的净利润为4.71亿元，较上年同期增9.59%；基本每股收益为0.44元，较上年同期增10.00%。

### 点评：

- **盈利能力提升，非电订单继续增长。**前三季度净利同比增长9.59%，增速与上半年基本持平。前三季度净利增速超营收增速，主因1)盈利能力的提升，净利率较上半年提升2.2bp至9.56%，主因成本控制得当。前三季度毛利率继续上升至26.1%（较年初增长3.5bp），主因高毛利的干法脱硫业务扩展及钢材等原材料储备充足。销售、管理费用管控合理，仅财务费用增加至2356万元，主因利息收入减少及汇兑损益增加。2)公司面对火电主业下滑的状况下加大非电领域扩张。前三季度公司2017年前三季度新增订单为78亿元，其中第三季度新增26亿元；截止2017年第三季度末，公司在手订单为181亿元，其中除尘仍占半成、非电订单约20亿，且非电单体订单额从百万增至千万，体现非电业务拓展顺利。
  - **预收、存货创新高，现金流开始优化年底有望转正。**公司订单充足，存货、预收创历史新高。截止2017年第三季度末，公司存货达到71.6亿元，较年初增长15.7%；预收账款达到64.8亿元，较年初增长8.5%。自下半年以来，公司经营净现金流开始优化，截止三季度末经营性净现金流为-2.82亿（H1为-3.55），随着四季度结算高峰期来临，年底经营性净现金流有望转正。另外应收账款良好，为20.26亿，基本与上半年持平，较年初优化，体现客户回款能力改善。
  - **公司布局非电二十余年，受益非电排放限值全面提标。**《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》（正式版）有望年底发布，非电市场再次打开，空间达千亿。公司深耕非电二十余年，创新研制“干式超净工艺”，在钢铁、焦化、工业尾气治理等领域拿下多个订单。其中在烧结领域，公司处理世界最大的600M<sup>2</sup>烧结机干法烟气脱硫宝钢项目，其丰富的项目经验为公司拓展钢铁烟气治理市场奠定基础（300亿空间）。订单方面，前三季度公司在钢铁以及新兴的焦化、碳素、催化裂化、工业尾气治理等领域的干法脱硫合同大幅增加；脱硫团队积极拓展有色金属行业烟气治理市场，取得两个大型电解铝脱硫项目。电控团队以高频电源和脉冲电源组合拓展除尘改造项目，盈利增幅显著；西矿环保团队有针对性地展开对建材、冶金及中小锅炉项目的攻坚，非电领域布局已初显成效。
  - **阳光集团增持公司股份比例升至22%，员工持股计划长期绑定核心员工利益。**阳光集团入主公司，将为公司带来全新的资源，公司发展将再次腾飞。第三季度阳光集团继续增持公司股份，截止三季度末间接持股比例达22.06%，未来仍有望增持至25%，反映大股东对公司发展的坚定信心。另外第四期员工持股计划完成，总计激励435名核心员工，有利于提高团队稳定性和凝聚力。
- 投资建议：**
- 公司火电烟气治理业务稳定增长，积极拓展非电业务，海外EPC项目取得突破，阳光集团20元入主并兑现增持。根据测算，预计17/18/19年，公司归母净利润7.3、8.0、8.7

亿元，EPS 0.69、0.75、0.81 元，对应 PE 为 26、24、22 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**

- 大气治理政策风险，非电领域应收账款回收风险，大股东更替协同效应不佳。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,027	7,391	8,024	8,588	9,206	9,885	货币资金	1,650	2,303	2,549	2,841	3,660	4,031
增长率		22.6%	8.6%	7.0%	7.2%	7.4%	应收账款	2,494	2,860	3,470	3,305	3,958	3,841
主营业务成本	-4,621	-5,697	-6,207	-6,543	-7,013	-7,528	存货	4,880	5,877	6,184	5,898	7,052	6,849
%销售收入	76.7%	77.1%	77.4%	76.2%	76.2%	76.2%	其他流动资产	387	278	206	303	307	414
毛利	1,405	1,694	1,817	2,044	2,193	2,357	流动资产	9,411	11,318	12,409	12,347	14,977	15,135
%销售收入	23.3%	22.9%	22.6%	23.8%	23.8%	23.8%	%总资产	84.8%	86.7%	87.9%	89.0%	91.9%	92.9%
营业税金及附加	-76	-94	-75	-80	-86	-92	长期投资	4	13	5	6	7	9
%销售收入	1.3%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,080	1,157	1,214	1,109	993	871
营业费用	-144	-171	-181	-193	-207	-223	%总资产	9.7%	8.9%	8.6%	8.0%	6.1%	5.4%
%销售收入	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	无形资产	343	356	377	327	276	226
管理费用	-614	-706	-835	-894	-958	-1,029	非流动资产	1,683	1,744	1,705	1,521	1,327	1,149
%销售收入	10.2%	9.6%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	%总资产	15.2%	13.3%	12.1%	11.0%	8.1%	7.1%
息税前利润 (EBIT)	572	723	726	877	942	1,013	资产总计	11,095	13,061	14,114	13,868	16,304	16,284
%销售收入	9.5%	9.8%	9.1%	10.2%	10.2%	10.3%	短期借款	204	91	21	0	0	0
财务费用	-66	-45	-16	35	49	62	应付款项	6,708	8,415	9,230	8,556	10,502	9,952
%销售收入	1.1%	0.6%	0.2%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	252	398	869	499	499	499
资产减值损失	-54	-64	-65	-72	-76	-82	流动负债	7,163	8,904	10,121	9,055	11,002	10,451
公允价值变动收益	-4	-1	0	0	0	0	长期贷款	939	796	299	299	299	299
投资收益	61	11	1	1	1	1	其他长期负债	6,912	8,601	9,751	9,055	11,002	10,451
%税前利润	11.0%	1.7%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	7,851	9,397	10,050	9,354	11,300	10,750
营业利润	509	624	647	842	916	995	普通股股东权益	3,146	3,565	4,004	4,445	4,925	5,446
营业利润率	8.4%	8.4%	8.1%	9.8%	10.0%	10.1%	少数股东权益	98	99	61	69	78	88
营业外收支	40	41	170	43	47	50	负债股东权益合计	11,095	13,061	14,114	13,868	16,304	16,284
税前利润	549	665	817	886	963	1,045							
利润率	9.1%	9.0%	10.2%	10.3%	10.5%	10.6%							
所得税	-82	-104	-145	-143	-155	-169							
所得税率	14.9%	15.7%	17.8%	16.1%	16.1%	16.2%							
净利润	467	561	671	743	807	876							
少数股东损益	4	1	8	8	9	10							
归属于母公司的净利润	463	560	664	734	798	867							
净利率	7.7%	7.6%	8.3%	8.6%	8.7%	8.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	467	561	671	743	807	876	每股指标						
少数股东损益	4	1	8	8	9	10	每股收益	1.084	0.524	0.621	0.687	0.747	0.811
非现金支出	135	153	176	142	164	188	每股净资产	7.356	3.335	3.745	4.158	4.607	5.095
非经营收益	8	42	-66	58	27	3	每股经营现金净流	1.180	0.954	0.853	0.532	1.016	0.610
营运资金变动	-118	258	125	-382	79	-425	每股股利	0.330	0.332	0.160	0.274	0.298	0.323
经营活动现金净流	495	1,015	915	569	1,086	652	回报率						
资本开支	-228	-134	-156	-39	-42	-45	净资产收益率	14.73%	15.71%	16.58%	16.52%	16.21%	15.91%
投资	0	0	-100	0	0	0	总资产收益率	6.24%	5.84%	6.15%	6.10%	6.08%	6.05%
其他	336	46	114	44	47	51	投入资本收益率	17.21%	18.03%	19.83%	28.49%	28.91%	35.66%
投资活动现金净流	108	-87	-141	5	5	6	增长率						
股权募资	19	0	8	0	0	0	主营业务收入增长率	8.23%	22.64%	8.56%	7.03%	7.20%	7.38%
债权募资	217	-168	-165	11	45	59	EBIT增长率	0.90%	16.51%	18.43%	2.17%	7.50%	7.55%
其他	-174	-203	-225	-293	-318	-345	净利润增长率	0.79%	20.14%	19.68%	10.62%	8.68%	8.57%
筹资活动现金净流	61	-371	-383	-282	-273	-287	总资产增长率	33.43%	17.73%	8.06%	-1.74%	17.56%	-0.12%
现金净流量	662	562	394	292	819	372	资产管理能力						
							应收账款周转天数	151.0	141.3	157.9	140.5	156.9	141.8
							存货周转天数	385.4	376.5	363.7	329.0	367.0	332.0
							应付账款周转天数	150.9	159.8	179.0	179.0	179.0	179.0
							固定资产周转天数	53.9	43.0	46.1	37.0	36.2	29.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-5.93%	-27.29%	-43.26%	-45.90%	-57.78%	-58.95%
							EBIT利息保障倍数	9.2	15.7	53.5	-24.1	-18.9	-15.8
							资产负债率	70.76%	71.95%	71.20%	67.45%	69.31%	66.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	15	16	17
增持	0	1	7	9	10
中性	0	0	2	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.46	1.54	1.53

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-11-02	增持	17.02	20.00~20.00
2	2017-09-06	买入	16.25	20.00~22.00

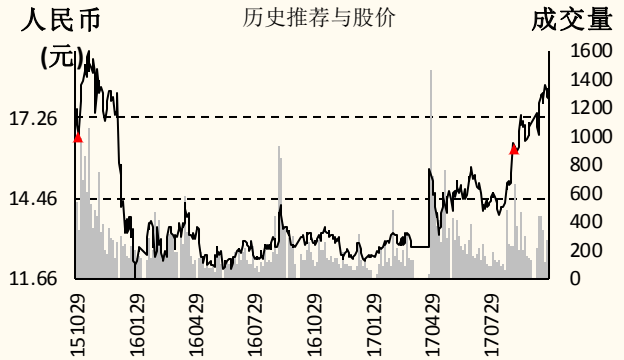
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH