

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 唐俊男

tangjn@ccnew.com 021-50588666-8016

毛利率小幅提升, 业绩符合预期

——龙净环保(600388)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(维持)

市场数据(2017-10-30)

发布日期: 2017年10月31日

收盘价(元)	17.50
一年内最高/最低(元)	18.98/11.81
沪深300指数	4009.72
市净率(倍)	4.67
流通市值(亿元)	187.08

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	4.00
每股经营现金流(元)	-0.26
毛利率(%)	26.10
净资产收益率-摊薄(%)	11.02
资产负债率(%)	70.24
总股本/流通股(万股)	106905/106905
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《龙净环保(600388)中报点评: 降本增效促增长, 股东更迭有望带来更大价值》
2017-09-04

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件: 近期, 公司发布17年三季报, 前三季度公司实现营业收入49.71亿元, 同比增长0.86%; 实现归属于上市公司股东的净利润4.71亿元, 同比增长9.59%; 基本每股收益0.44元。

点评:

- **季度营收、利润增速继续放缓, 基本符合预期。** 公司主营业务为除尘器及配套设备、脱硫脱硝工程建设, 下游包括火电厂、钢铁、焦化、碳素、催化剂及工业尾气等领域, 其中火电领域占主要部分。目前下游火电产能过剩、在建机组增量减少, 超净排放改造接近尾声。在行业需求放缓的背景下, 公司17年三个季度分别实现营业收入11.43、18.15、20.14亿元, 分别同比增长0.25%、1.40%、0.73%, 营收增速基本符合预期。而三个季度净利润分别为1.84、1.42、2.45亿元, 分别同比增长9.92%、17.66%、5.30%。利润增速稍高于收入增速原因在于营业总成本的下降。公司第三季度新增订单26亿元, 与前两个季度基本持平, 期末在手订单181亿元, 呈现缓慢增长趋势。目前在建设生态文明奠定政策基础、环保督查常态化、供给侧改革改善下游的支付能力的背景下, 预计公司脱硫脱硝除尘业务在非电领域扩张加快, 预计17年全年营收同比小幅增长。

- **降本增效, 毛利率小幅度提升, 盈利能力有所增强。** 公司17年前三季度毛利率26.1%、销售净利率9.56%, 分别同比提高1.81、0.80个百分点, 盈利能力有所增强。前三季度公司营业成本36.74亿元, 同比下降1.55个百分点。公司作为国内烟气治理设备行业的龙头企业, 在钢材原材料价格上升的背景下降低生产成本, 体现出较强的产品竞争力及成本控制力。考虑到行业竞争激烈, 钢材价格上升等因素, 预计四季度毛利率基本稳定。

- **财务费用增长迅速, 期间费用率小幅上升。** 公司17年前三季度三项费用合计7.17亿元, 同比增长7.37%; 期间费用率14.41%, 同比提升0.87个百分点。分项费用来看, 销售费用、管理费用、财务费用分别为1.17、5.76、0.24亿元, 分别同比增长-2.2%、6.91%、161.50%。财务费用率快速增长主要原因为汇兑损益增加和利息收入减少。预计17年全年公司期间费用率小幅度上行。

- **维持公司“增持”投资评级。** 公司作为国内除尘设备、脱硫脱硝工程建设的龙头, 在行业面临趋势性下行过程中仍稳健增长。公司于17年6月份完成控股权转让, 作为阳光集团的环保上市平台, 有望得到集团的支持。预计公司2017、18年全面摊薄EPS分别为0.60、0.69元, 按照10月30日17.50元/股收盘价计算, 对应PE分别为29.0和25.5

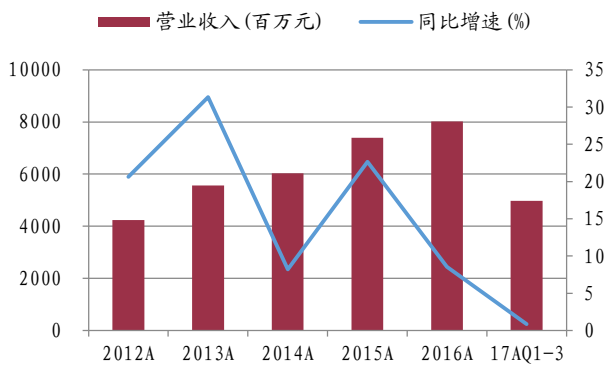
倍。目前估值相对行业水平基本合理，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：非电领域市场拓展不及预期；在手订单落地不及预期。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,391.0	8,023.5	9,063.4	10,025.0	10,903.2
增长比率	22.6%	8.6%	13.0%	10.6%	8.8%
净利润(百万元)	560.1	663.9	645.6	732.5	827.4
增长比率	20.9%	18.5%	-2.8%	13.5%	13.0%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.60	0.69	0.77
市盈率(倍)	33.4	28.2	29.0	25.5	22.6

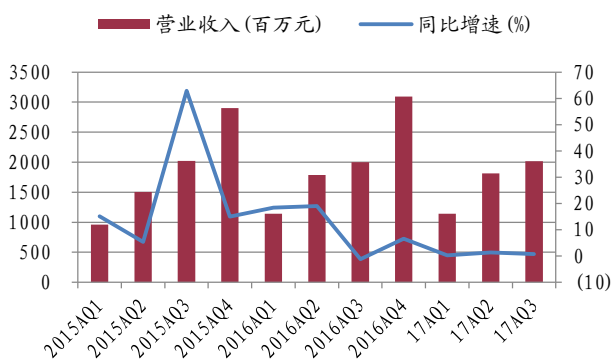
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2012-17 年公司营业收入及同比增速



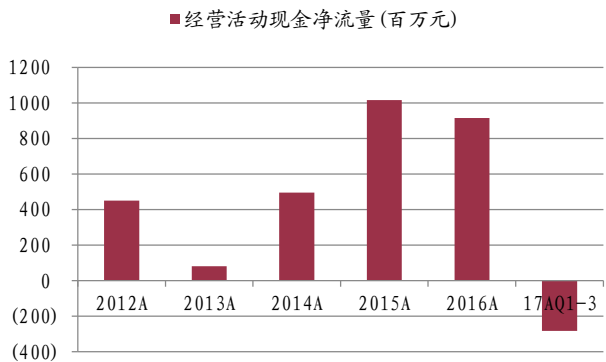
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 2015-17 年公司分季度营业收入及同比增速



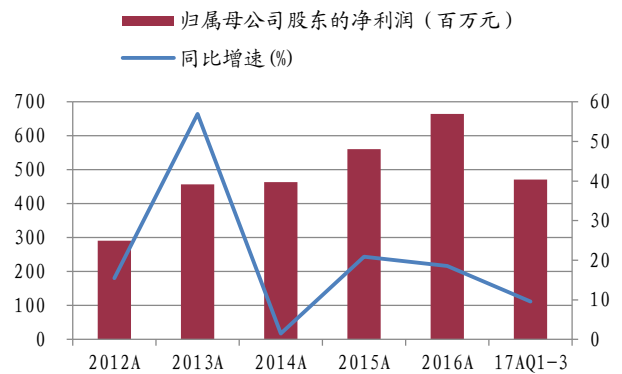
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 2012-17 年公司经营活动现金净流量



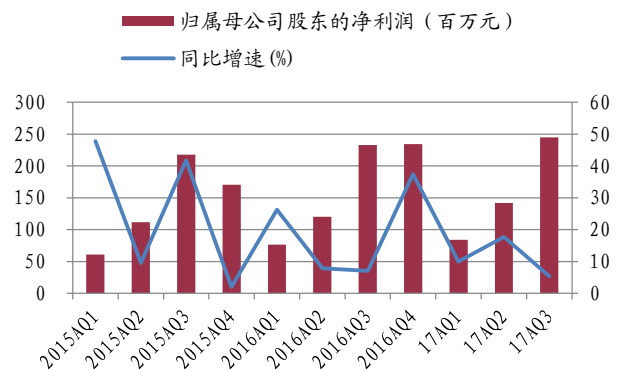
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 2012-17 年公司归母净利润及同比增速



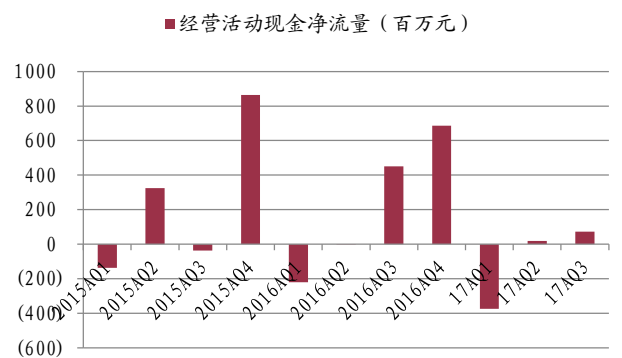
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 2015-17 年公司分季度归母净利润及同比增速



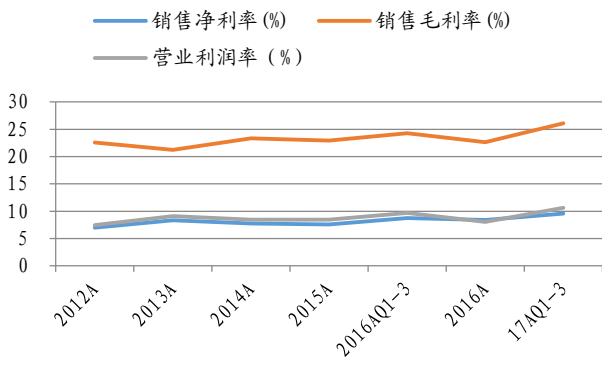
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 2015-17 年公司分季度经营活动现金净流量



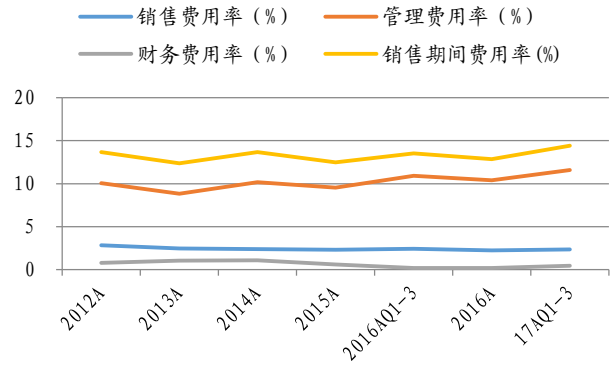
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 2012-17 年公司盈利能力



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 2012-17 年公司三项费用率



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,391.0	8,023.5	9,063.4	10,025.0	10,903.2	成长性					
减: 营业成本	5,697.4	6,206.9	7,091.2	7,834.6	8,514.3	营业收入增长率	22.6%	8.6%	13.0%	10.6%	8.8%
营业税费	93.7	74.8	84.3	93.2	101.4	营业利润增长率	22.6%	3.7%	9.3%	13.0%	12.4%
销售费用	170.8	180.6	203.9	225.6	245.3	净利润增长率	20.9%	18.5%	-2.8%	13.5%	13.0%
管理费用	706.0	834.9	943.5	1,043.6	1,135.0	EBITDA 增长率	15.5%	2.2%	4.5%	12.9%	9.0%
财务费用	44.8	15.6	-27.4	-33.8	-53.4	EBIT 增长率	16.4%	-0.9%	2.5%	12.5%	10.4%
资产减值损失	64.1	64.7	60.8	63.2	62.9	NOPLAT 增长率	15.4%	-3.4%	2.5%	12.5%	10.4%
加: 公允价值变动收益	-1.3	-	-	-	-	投资资本增长率	-14.7%	4.2%	24.8%	-9.1%	16.6%
投资和汇兑收益	11.2	1.1	-	-	-	净资产增长率	13.0%	10.9%	11.3%	11.4%	11.5%
营业利润	624.2	647.2	707.1	798.7	897.7	利润率					
加: 营业外净收支	41.3	169.5	83.6	98.2	117.1	毛利率	22.9%	22.6%	21.8%	21.9%	21.9%
利润总额	665.5	816.7	790.7	896.8	1,014.8	营业利润率	8.4%	8.1%	7.8%	8.0%	8.2%
减: 所得税	104.4	145.3	140.7	159.5	180.5	净利润率	7.6%	8.3%	7.1%	7.3%	7.6%
净利润	560.1	663.9	645.6	732.5	827.4	EBITDA/营业收入	10.2%	9.6%	8.9%	9.1%	9.1%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	9.1%	8.3%	7.5%	7.6%	7.7%
货币资金	2,302.6	2,548.8	2,879.4	3,213.5	3,463.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	43	42	43	43	39
应收帐款	2,230.4	2,392.7	2,930.1	2,957.4	3,445.8	流动营业资本周转天数	45	32	38	39	41
应收票据	901.4	1,323.0	1,189.6	1,589.6	1,433.0	流动资产周转天数	523	552	558	559	560
预付帐款	398.8	408.7	474.5	501.3	559.2	应收帐款周转天数	99	104	106	106	106
存货	5,877.0	6,184.2	7,713.8	7,641.1	9,046.0	存货周转天数	262	271	276	276	275
其他流动资产	23.6	22.4	30.1	25.4	26.0	总资产周转天数	608	631	630	626	617
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	111	96	97	93	88
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	13.1	5.0	5.0	5.0	5.0	ROE	15.7%	16.6%	14.5%	14.8%	14.9%
投资性房地产	61.2	59.5	59.5	59.5	59.5	ROA	4.2%	4.6%	3.8%	4.2%	4.3%
固定资产	871.4	1,013.8	1,154.0	1,219.7	1,117.3	ROIC	23.0%	26.1%	25.7%	23.1%	28.1%
在建工程	285.9	200.5	151.8	75.9	45.5	费用率					
无形资产	355.9	376.9	358.0	339.0	320.1	销售费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	193.7	98.0	161.2	131.0	106.9	管理费用率	9.6%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%
资产总额	13,515.1	14,633.5	17,107.0	17,758.4	19,628.3	财务费用率	0.6%	0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.5%
短期债务	90.6	21.4	313.8	-	72.3	三费/营业收入	12.5%	12.9%	12.4%	12.3%	12.2%
应付帐款	2,907.9	2,985.9	3,814.6	3,761.1	4,321.1	偿债能力					
应付票据	121.7	271.2	177.6	318.2	220.6	资产负债率	72.9%	72.2%	73.6%	71.6%	71.4%
其他流动负债	5,783.7	6,842.8	7,363.7	7,926.2	8,756.2	负债权益比	268.9%	260.1%	278.3%	252.7%	249.5%
长期借款	1.1	1.1	155.6	-	-	流动比率	1.32	1.27	1.30	1.33	1.34
其他非流动负债	946.2	447.0	760.2	717.8	641.7	速动比率	0.66	0.66	0.64	0.69	0.67
负债总额	9,851.0	10,569.3	12,585.4	12,723.3	14,011.9	利息保障倍数	14.94	42.42	-24.83	-22.64	-15.81
少数股东权益	98.9	60.7	65.1	69.9	76.8	分红指标					
股本	1,069.1	1,069.1	1,069.1	1,069.1	1,069.1	DPS(元)	0.16	0.19	0.18	0.21	0.24
留存收益	2,499.5	2,938.9	3,387.4	3,896.1	4,470.6	分红比率	30.5%	30.6%	30.5%	30.6%	30.6%
股东权益	3,664.1	4,064.2	4,521.6	5,035.1	5,616.5	股息收益率	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	561.0	671.4	645.6	732.5	827.4	EPS(元)	0.52	0.62	0.60	0.69	0.77
加: 折旧和摊销	100.0	123.1	129.5	148.7	151.7	BVPS(元)	3.33	3.74	4.17	4.64	5.18
资产减值准备	64.1	64.7	-	-	-	PE(X)	33.4	28.2	29.0	25.5	22.6
公允价值变动损失	1.3	-	-	-	-	PB(X)	5.2	4.7	4.2	3.8	3.4
财务费用	58.7	55.7	-27.4	-33.8	-53.4	P/FCF	24.6	45.3	32.1	35.8	39.6
投资收益	-11.2	-1.1	-	-	-	P/S	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
少数股东损益	0.9	7.5	4.4	4.8	6.8	EV/EBITDA	22.7	21.8	21.0	17.7	16.1
营运资金的变动	411.5	278.8	-528.5	248.8	-537.8	CAGR(%)	9.5%	7.5%	11.7%	9.5%	7.5%
经营活动产生现金流量	1,014.8	914.7	223.6	1,101.0	394.8	PEG	3.5	3.8	2.5	2.7	3.0
投资活动产生现金流量	-87.4	-141.4	-202.0	-119.6	-	ROIC/WACC	2.3	2.6	2.5	2.3	2.8
融资活动产生现金流量	-371.3	-382.9	309.1	-647.3	-144.3	REP	3.7	3.0	2.5	2.9	2.0

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。