

2017年10月31日

龙净环保 (600388.SH)

动态分析

业绩平稳增长，阳光集团增持凸显信心

投资要点

事件：公司发布 2017 年第三季度报告，前三季度公司实现营业收入 49.71 亿元，归母净利润 4.71 亿元，分别同比增长 0.86%、9.59%。

◆ **盈利水平提升，业绩平稳增长：**分单季度看，2017 年第三季度公司实现营业收入 20.14 亿元，归母净利润 2.45 亿元，分别同比增长 0.73%、5.39%，毛利率提升使得公司利润增速高于收入增速，业绩平稳增长。前三季度公司毛利率 26.10%，较上年同期增长 1.81 个百分点，净利率 9.56%，较上年同期略有上浮。

◆ **以除尘为核心的烟气综合治理技术领先，订单充足：**公司主营除尘、脱硫、脱硝、电控装置、物料输送等五大系列产品，在国内率先提出并承揽首个烟气治理岛项目，烟气综合治理技术领先，尤其是除尘方面，公司除尘器设备包括余热利用低低温电除尘器、湿式电除尘器、电袋复合除尘器、袋式除尘器等，技术产品齐全，从 2016 年末在手订单看，除尘业务占比 50% 以上。火电领域，与同业相比，截至 2016 年底公司累计投运的火电厂除尘器机组（包括袋式除尘器、电袋复合式除尘器及其他电除尘技术）在行业中排名一、二，除尘技术核心优势凸显；非电领域，公司项目涵盖钢铁、焦化、碳素、催化裂化等领域，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，市场拓展取得成效。从订单总金额看，公司 2017 年前三季度新增订单为 78 亿元（含税），截至 2017 年第三季度末，公司在手订单为 181 亿元（含税），公司业绩增长基础扎实。

◆ **阳光集团溢价入股凸显信心，员工持股计划激励持续：**2017 年 6 月阳光集团以 36.71 亿元收购价款受让公司控股股东东正投资 100% 股权（以 20 元/股计算东正投资持有的龙净环保全部股份价款），同时阳光集团及其实际控制人拟继续增持公司股份 5-10 亿元，截至 2017 年 9 月 30 日，阳光集团已通过成立信托计划的方式增持公司股票 5,225.27 万股，按照 6 月 1 日至 9 月 29 日交易均价 15.35 元估算，增持总金额约 8.02 亿元，预计仍有一定增持空间。公司员工持股计划自 2014 年开始实施十年，每年以上一会计年度实现的净利润为基数，提取 10% 的奖励基金作为员工持股计划的资金来源，截至目前已顺利实施四期员工持股计划，长期绑定高管及骨干员工利益，激励充足可持续。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.69、0.75 和 0.82 元，给予公司增持-A 建议，6 个月目标价为 20.7 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**政策不及预期、竞争加剧

电力及公用事业 | 环保 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

6 个月目标价 20.7 元

股价(2017-10-30) 17.50 元

交易数据

总市值(百万元) 18,708.38

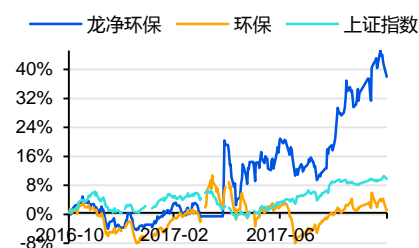
流通市值(百万元) 18,708.38

总股本(百万股) 1,069.05

流通股本(百万股) 1,069.05

12 个月价格区间 11.81/18.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.19	18.08	28.5
绝对收益	3.43	22.29	37.71

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

宋怡萱
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7,391.0	8,023.5	8,676.9	9,554.4	10,408.5
同比增长(%)	22.6%	8.6%	8.1%	10.1%	8.9%
营业利润(百万元)	624.2	647.2	849.6	889.6	970.9
同比增长(%)	22.6%	3.7%	31.3%	4.7%	9.1%
净利润(百万元)	560.1	663.9	740.1	806.7	881.2
同比增长(%)	20.9%	18.5%	11.5%	9.0%	9.2%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.69	0.75	0.82
PE	33.4	28.2	25.3	23.2	21.2
PB	5.2	4.7	4.1	3.7	3.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、盈利水平提升，业绩平稳增长.....	4
二、以除尘为核心的烟气综合治理技术领先，订单充足.....	4
三、阳光集团溢价入股凸显信心，员工持股计划激励持续.....	5
四、投资建议.....	6
五、风险提示.....	6

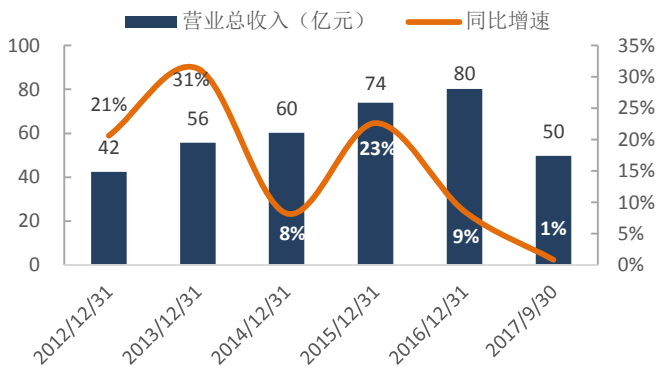
图表目录

图 1：公司营业收入变动情况.....	4
图 2：公司归母净利润变动情况.....	4
图 3：公司盈利水平变动情况.....	4
图 4：公司期间费用率变动情况.....	4
图 5：公司控股股东及实际控制人（截至 2017 年三季度末）.....	5
表 1：公司前四期员工持股计划实施情况.....	5

一、盈利水平提升，业绩平稳增长

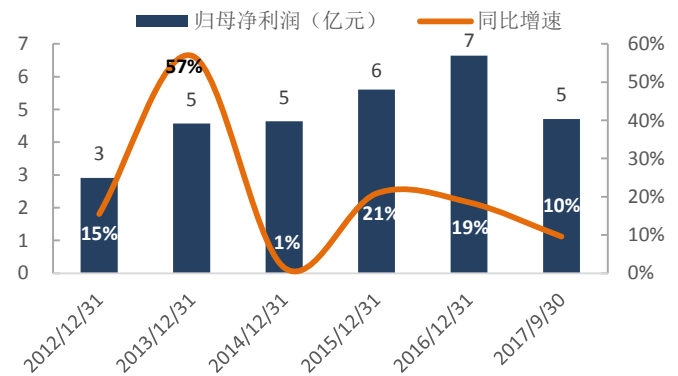
2017年前三季度公司实现营业收入49.71亿元，归母净利润4.71亿元，分别同比增长0.86%、9.59%；单季度看，2017年第三季度公司实现营业收入20.14亿元，归母净利润2.45亿元，分别同比增长0.73%、5.39%，毛利率提升使得公司利润增速高于收入增速，业绩平稳增长。前三季度公司毛利率26.10%，较上年同期增长1.81个百分点，净利率9.56%，较上年同期略有上浮。

图1：公司营业收入变动情况



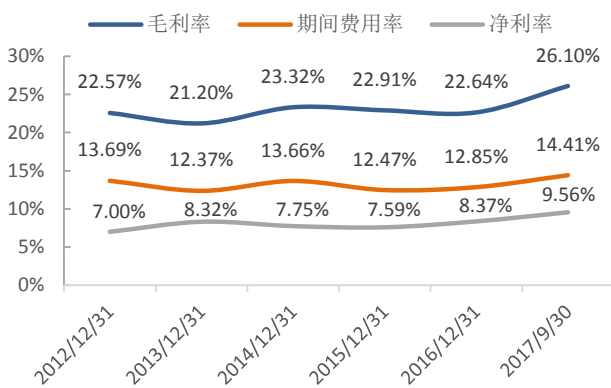
资料来源：wind，华金证券研究所

图2：公司归母净利润变动情况



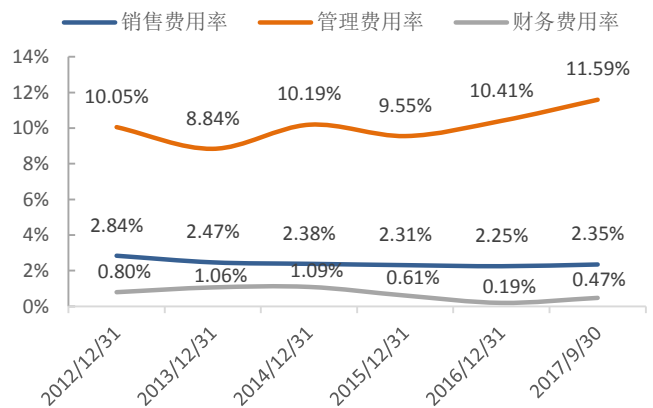
资料来源：wind，华金证券研究所

图3：公司盈利水平变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图4：公司期间费用率变动情况



资料来源：wind，华金证券研究所

二、以除尘为核心的烟气综合治理技术领先，订单充足

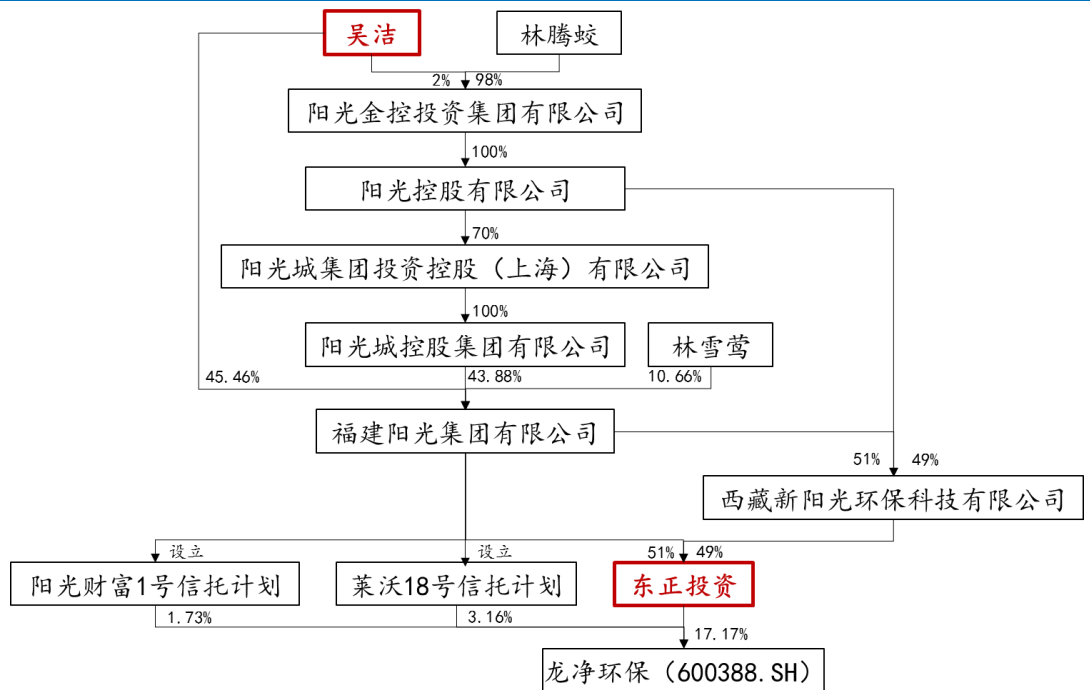
公司主营除尘、脱硫、脱硝、电控装置、物料输送等五大系列产品，在国内率先提出并承揽首个烟气治理岛项目，烟气综合治理技术领先，尤其是除尘方面，公司除尘器设备包括余热利用低低温电除尘器、湿式电除尘器、电袋复合除尘器、袋式除尘器等，技术产品齐全，从2016年末在手订单看，除尘业务占比50%以上。火电领域，与同业相比，截至2016年底公司累计投运的火电厂除尘器机组(包括袋式除尘器、电袋复合式除尘器及电除尘其他技术)在行业中排名第一、

二，除尘技术核心优势凸显；非电领域，公司项目涵盖钢铁、焦化、碳素、催化裂化等领域，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，市场拓展取得成效。从订单总金额看，公司 2017 年前三季度新增订单为 78 亿元（含税），截至 2017 年第三季度末，公司在手订单为 181 亿元（含税），公司业绩增长基础扎实。

三、阳光集团溢价入股凸显信心，员工持股计划激励持续

2017 年 6 月阳光集团以 36.71 亿元收购价款受让公司控股股东东正投资 100% 股权（以 20 元/股计算东正投资持有的龙净环保全部股份价款），交易完成后公司实际控制人变更为吴洁女士，同时阳光集团及其实际控制人拟继续增持公司股份 5-10 亿元，截至 2017 年 9 月 30 日，阳光集团已通过成立信托计划的方式增持公司股票 5,225.27 万股，按照 6 月 1 日至 9 月 29 日交易均价 15.35 元估算，增持总金额约 8.02 亿元，预计仍有一定增持空间。

图 5：公司控股股东及实际控制人（截至 2017 年三季度末）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司员工持股计划自 2014 年开始实施十年，每年以上一会计年度实现的净利润为基数，提取 10% 的奖励基金作为员工持股计划的资金来源，截至目前已顺利实施四期员工持股计划，长期绑定高管及骨干员工利益，激励充足可持续。

表 1：公司前四期员工持股计划实施情况

期数	上一年度净利润 (万元)	员工持股计划资金总额 (万元)	公司股票购买数量 (股)	购买均价 (元/股)
第一期	46,331.94	3,429.28	919,912	37.08
第二期	46,698.77	3,777.98	2,478,600	15.19
第三期	56,103.89	4,502.90	3,660,700	12.23
第四期	67,143.99	6,639.07	4,508,300	14.68

资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.69、0.75 和 0.82 元，给予公司增持-A 建议，6 个月目标价为 20.7 元，相当于 2017 年 30 倍的动态市盈率。

五、风险提示

政策不及预期、竞争加剧

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,391.0	8,023.5	8,676.9	9,554.4	10,408.5
减:营业成本	5,697.4	6,206.9	6,606.8	7,343.8	7,992.4
营业税费	93.7	74.8	74.1	68.6	86.9
销售费用	170.8	180.6	200.9	219.0	238.0
管理费用	706.0	834.9	871.9	955.6	1,056.7
财务费用	44.8	15.6	25.4	22.5	28.9
资产减值损失	64.1	64.7	60.8	63.2	41.9
加:公允价值变动收益	-1.3	-	0.4	-0.3	0.0
投资和汇兑收益	11.2	1.1	12.2	8.2	7.1
营业利润	624.2	647.2	849.6	889.6	970.9
加:营业外净收支	41.3	169.5	39.1	83.3	97.3
利润总额	665.5	816.7	888.7	972.9	1,068.2
减:所得税	104.4	145.3	143.4	160.9	179.7
净利润	560.1	663.9	740.1	806.7	881.2

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,302.6	2,548.8	1,930.4	3,035.1	4,298.2
交易性金融资产	-	-	0.4	0.1	0.2
应收帐款	2,230.4	2,392.7	2,484.8	2,629.2	3,177.2
应收票据	901.4	1,323.0	1,395.1	1,261.9	1,751.6
预付帐款	398.8	408.7	606.9	436.0	698.5
存货	5,877.0	6,184.2	6,964.4	7,286.0	8,362.7
其他流动资产	23.6	22.4	23.1	23.1	22.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	13.1	5.0	-	-	-
投资性房地产	61.2	59.5	64.5	69.5	74.5
固定资产	871.4	1,013.8	998.4	994.9	969.3
在建工程	285.9	200.5	252.4	282.6	326.3
无形资产	355.9	376.9	405.5	412.5	437.0
其他非流动资产	193.7	98.0	177.3	154.1	133.2
资产总额	13,515.1	14,633.5	15,303.3	16,584.9	20,251.6
短期债务	90.6	21.4	-	291.2	717.4
应付帐款	2,907.9	2,985.9	3,222.5	3,152.8	4,193.2
应付票据	121.7	271.2	134.3	193.1	202.6
其他流动负债	5,783.7	6,842.8	6,598.3	7,025.2	8,506.4
长期借款	1.1	1.1	-	51.4	217.7
其他非流动负债	946.2	447.0	760.2	717.8	641.7
负债总额	9,851.0	10,569.3	10,715.4	11,431.5	14,479.0
少数股东权益	98.9	60.7	65.8	71.1	78.4
股本	1,069.1	1,069.1	1,069.1	1,069.1	1,069.1
留存收益	2,499.5	2,938.9	3,453.1	4,013.3	4,625.2
股东权益	3,664.1	4,064.2	4,587.9	5,153.4	5,772.7

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	561.0	671.4	740.1	806.7	881.2
加:折旧和摊销	100.0	123.1	115.0	126.3	137.3
资产减值准备	64.1	64.7	-	-	-
公允价值变动损失	1.3	-	0.4	-0.3	0.0
财务费用	58.7	55.7	25.4	22.5	28.9
投资损失	-11.2	-1.1	-12.2	-8.2	-7.1
少数股东损益	0.9	7.5	5.1	5.3	7.3
营运资金的变动	411.5	278.8	-1,076.6	222.9	116.3
经营活动产生现金流量	1,014.8	914.7	-202.7	1,175.3	1,163.9
投资活动产生现金流量	-87.4	-141.4	-173.7	-156.3	-177.9
融资活动产生现金流量	-371.3	-382.9	-242.0	85.6	277.2

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	22.6%	8.6%	8.1%	10.1%	8.9%
营业利润增长率	22.6%	3.7%	31.3%	4.7%	9.1%
净利润增长率	20.9%	18.5%	11.5%	9.0%	9.2%
EBITDA 增长率	15.5%	2.2%	27.9%	4.9%	9.5%
EBIT 增长率	16.4%	-0.9%	32.0%	4.2%	9.6%
NOPLAT 增长率	15.4%	-3.4%	34.7%	3.7%	9.2%
投资资本增长率	-14.7%	4.2%	49.1%	-5.1%	-1.7%
净资产增长率	13.0%	10.9%	12.9%	12.3%	12.0%
盈利能力					
毛利率	22.9%	22.6%	23.9%	23.1%	23.2%
营业利润率	8.4%	8.1%	9.8%	9.3%	9.3%
净利润率	7.6%	8.3%	8.5%	8.4%	8.5%
EBITDA/营业收入	10.2%	9.6%	11.4%	10.9%	10.9%
EBIT/营业收入	9.1%	8.3%	10.1%	9.5%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	72.9%	72.2%	70.0%	68.9%	71.5%
负债权益比	268.9%	260.1%	233.6%	221.8%	250.8%
流动比率	1.32	1.27	1.35	1.38	1.34
速动比率	0.66	0.66	0.65	0.69	0.73
利息保障倍数	14.94	42.42	34.44	40.55	34.57
营运能力					
固定资产周转天数	43	42	42	38	34
流动营业资本周转天数	45	32	51	61	51
流动资产周转天数	523	552	545	529	570
应收帐款周转天数	99	104	101	96	100
存货周转天数	262	271	273	268	271
总资产周转天数	608	631	621	601	637
投资资本周转天数	111	96	113	119	106
费用率					
销售费用率	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用率	9.6%	10.4%	10.0%	10.0%	10.2%
财务费用率	0.6%	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%
三费/营业收入	12.5%	12.9%	12.7%	12.5%	12.7%
投资回报率					
ROE	15.7%	16.6%	16.4%	15.9%	15.5%
ROA	4.2%	4.6%	4.9%	4.9%	4.4%
ROIC	23.0%	26.1%	33.7%	23.4%	27.0%
分红指标					
DPS(元)	0.16	0.19	0.21	0.23	0.25
分红比率	30.5%	30.6%	30.5%	30.6%	30.6%
股息收益率	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.52	0.62	0.69	0.75	0.82
BVPS(元)	3.33	3.74	4.23	4.75	5.33
PE(X)	33.4	28.2	25.3	23.2	21.2
PB(X)	5.2	4.7	4.1	3.7	3.3
P/FCF	24.6	45.3	-58.1	14.1	12.4
P/S	2.5	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	22.7	21.8	17.6	16.1	14.1
CAGR(%)	13.1%	9.8%	16.9%	13.1%	9.8%
PEG	2.5	2.9	1.5	1.8	2.2
ROIC/WACC	2.2	2.5	3.3	2.3	2.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn