



东兴证券
DONGXING SECURITIES

17年业绩符合预期，非电弹性值得期待

——龙净环保（600388）2017 年年报点评

2018 年 4 月 12 日

强烈推荐/维持

龙净环保

财报点评

姓名

分析师：洪一

执业证书编号：S1480516110001

Email:hongyi@dxzq.net.cn 010-66554046

事件：

公司披露2017年年度报告。2017年公司实现营业总收入81.13亿元，比上年同期增长1.11%；实现归母净利润7.24亿元，比上年同期增长9.10%。实现扣非归母净利润6.58亿，去上年同期增长24.83%。

观点：

1、火电市场需求回落，17年新增订单有所减少。

2017年公司实现营业总收入81.13亿元，比上年同期增长1.11%；实现扣非归母净利润6.58亿，去上年同期增长24.83%。17年公司整体营收增速放缓，除尘环保设备制造业务营收出现下滑，主要是由于电力行业市场需求回落，非电行业低价竞争现象仍存，市场有待回暖，公司新增总订单有所减少，17年新增订单94亿，相对16年新增102亿出现下滑。

扣非净利润增速高于营收增速主要是由于：1) 在除尘设备和脱硫脱硝业务毛利率提升带动下，公司整体毛利率提升2.05%；2) 费用控制良好，销售费用同比减少1.67%。3) 坏账计提减少，资产减值损失同比减少12.56%。

2、半干法领域龙头，享非电蓝海。

目前火电超低排放改造已完成逾70%，大型机组改造将于18年收尾，预计火电超低排放剩余市场空间约为259亿元，年市场规模约为87亿元。相比之下，非电领域清洁改造亟待开展，钢铁行业烧结球团首当其冲，测算仅钢铁烧结环节全国改造市场规模约为636亿元。公司脱硫脱硝业务行业领先，在火电领域，16年新签订单市占率分别为13.25%、17.74%。在非电领域，公司深耕半干法技术，已有梅钢SSC脱硫+COA脱硝超低排放标准下的示范项目落地，预计公司未来将迅速抢占非电市场，非电订单占比将逐年提升。在率先动刀的钢铁行业，公司已拿下三钢、敬业钢铁、梅钢、天柱钢厂等多家钢企的烟气脱硫脱硝订单。

3、阳光集团入主，大环保战略开启，外延预期强烈。

阳光集团以20元/股溢价收购原第一大股东100%股权，并通过其委托设立的信托计划完成对公司股份的增持，目前累计持有公司23.04%的股份，持股成本约18.8元。阳光集团的入主，一方面丰富了公司的融资渠道、拓宽了公司的业务布局，未来公司经营方向将从大气污染治理，向水污染治理、固体废物处理、土壤污染治理与修复服务等环保全产业链拓展和延伸，大环保战略开启。另一方面，依托阳光集团的资源，龙净有望进军环保PPP领域，未来外延预期强烈。

结论：

我们预计公司2018-2020年主营收入分别为87.39亿、99.65亿和114.74亿元，归母净利润分别为8.44亿、10.00亿和12.07亿元，对应EPS分别为0.79元、0.94元和1.13元，对应PE分别为18倍、15倍和13倍，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

钢铁超低排放政策推进不及预期；竞争加剧订单承接不达预期。

公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产合计	12880	12855	14161	16048	18350	营业收入	8024	8113	8739	9965	11474	
货币资金	2549	2031	2622	2990	3442	营业成本	6207	6110	6497	7363	8411	
应收账款	2147	2180	2348	2678	3083	营业税金及附加	75	75	87	100	115	
其他应收款	246	221	238	271	312	营业费用	181	178	184	209	241	
预付款项	409	333	333	333	333	管理费用	835	871	938	1070	1232	
存货	6184	6705	7130	8080	9230	财务费用	16	27	19	22	25	
其他流动资产	22	23	23	23	23	资产减值损失	64.68	56.56	56.56	56.56	56.56	
非流动资产合计	1754	1738	1638	1502	1370	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	5	0	0	0	0	投资净收益	1.12	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	1013.8	1004.1	987.1	889.72	792.25	营业利润	647	874	957	1144	1394	
无形资产	377	388	349	314	283	营业外收入	179.71	2.67	60.00	60.00	60.00	
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	10.17	3.03	0.00	0.00	0.00	
资产总计	14633	14593	15799	17550	19720	利润总额	817	874	1017	1204	1454	
流动负债合计	10121	9583	10297	11634	13308	所得税	145	146	170	201	243	
短期借款	21	18	664	1634	2859	净利润	671	728	847	1003	1211	
应付账款	2934	3000	3146	3565	4073	少数股东损益	8	4	4	4	4	
预收款项	5973	5902	5825	5738	5637	归属母公司净利润	664	724	844	1000	1207	
一年内到期的非流	499	0	0	0	0	EBITDA	1133	1379	1112	1299	1548	
非流动负债合计	448	444	595	605	615	EPS（元）	0.62	0.68	0.79	0.94	1.13	
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率						
应付债券	298	299	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	10569	10027	10892	12239	13923	成长能力						
少数股东权益	61	41	45	48	52	营业收入增长	8.56%	1.11%	7.72%	14.03%	15.14%	
实收资本(或股本)	1069	1069	1069	1069	1069	营业利润增长	3.68%	35.07%	9.48%	19.59%	21.76%	
资本公积	469	469	469	469	469	归属于母公司净利润	16.47%	18.51%	16.47%	18.51%	20.75%	
未分配利润	2212	2668	2629	2583	2527	获利能力						
归属母公司股东权	4004	4525	4866	5266	5749	毛利率(%)	23.82%	24.84%	25.65%	26.11%	26.69%	
负债和所有者权	14633	14593	15799	17550	19720	净利率(%)	8.37%	8.97%	9.69%	10.07%	10.55%	
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.71%	4.54%	4.96%	5.34%	5.70%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	16.58%	16.01%	17.34%	18.98%	21.00%	
经营活动现金流	915	342	583	76	34	偿债能力						
净利润	671	728	847	1003	1211	资产负债率(%)	72%	69%	69%	70%	71%	
折旧摊销	469.78	477.80	0.00	97.47	97.47	流动比率	1.27	1.34	1.38	1.38	1.38	
财务费用	16	27	19	22	25	速动比率	0.66	0.64	0.68	0.68	0.69	
应收账款减少	0	0	-168	-329	-405	营运能力						
预收帐款增加	0	0	-77	-88	-101	总资产周转率	0.57	0.56	0.58	0.60	0.62	
投资活动现金流	-141	-92	-97	-57	-57	应收账款周转率	4	4	4	4	4	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.82	2.73	2.84	2.97	3.00	
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）						
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.68	0.79	0.94	1.13	
筹资活动现金流	-383	-761	104	349	475	每股净现金流(最新	0.37	-0.48	0.55	0.34	0.42	
应付债券增加	0	0	-299	0	0	每股净资产(最新摊	3.74	4.23	4.55	4.93	5.38	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.13	21.09	18.17	15.33	12.70	
资本公积增加	-53	0	0	0	0	P/B	3.83	3.39	3.15	2.91	2.67	
现金净增加额	390	-511	590	368	453	EV/EBITDA	12.01	9.87	12.02	10.76	9.53	

资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师简介

洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，2 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。