

# 毛利率回升，非电领域大气治理进度有望提速

## ——龙净环保(600388.SH) 2018年一季报点评

## 季报点评

<b>邱懿峰(分析师)</b> qiuyifeng@xsdzq.cn 证书编号: S0280517080002	<b>黄红卫(联系人)</b> 010-69004537 huanghongwei@xsdzq.cn 证书编号: S0280118010010	<b>赵腾辉(联系人)</b> 010-83561349 zhaotenghui@xsdzq.cn 证书编号: S0280118020015
---	--	---

### ● 事件:

公司发布2018年一季报,公司实现营业收入12.09亿元,同比增长5.81%;实现归母净利润0.93亿元,同比增长11.08%;实现扣非净利润0.77亿元,同比增长3.29%。

### ● 毛利率回升,期间费用率小幅上升:

公司2018年一季度实现归母净利润0.93亿元(+11.08%),主要是由于计入当期损益的政府补助高达0.19亿元所致。公司整体毛利率为25.40%(+2.28pct)。公司期间费用率为16.61%(+1.70pct),其中,销售费用率2.41%(-0.55pct),管理费用率12.6%(+1.56pct),财务费用率1.6%(+1.79pct)。

### ● 在手订单充足,非电领域大气治理进度有望提速:

2018年4月25日,河北省环保厅发布了钢铁、焦化、水泥、平板玻璃、锅炉五个领域的地方排放标准(征求意见稿),标准更严(钢铁标准已向火电超低排放标准看齐)。我们认为,政策推动的力度在逐渐加强,非电领域大气治理进度有望提速。经过我们测算,非电领域市场空间为874.4~1024.7亿元,市场打开后龙头公司有望最先受益。公司2018年第一季度新增订单为23亿元(含税)。截止2018年第一季度末,公司在手订单为157亿元(含税),短期业绩无忧,未来随着非电领域市场打开,公司业绩确定性将更强。

### ● 新股东强势入主,打开未来业务布局想象空间:

2017年6月,阳光集团及一致行动人以36.71亿元,即20元/股溢价收购龙净环保17.17%股份,成为龙净环保实际控制人。截至2018年一季报,阳光集团合计持有公司股份占比为23.04%。

### ● 看好非电领域发展前景,维持“推荐”评级:

我们预计公司2018-2020年净利润分别为7.93、8.59、9.17亿元,对应EPS分别为0.74、0.80和0.86元。当前股价对应18-20年分别为19.1、17.7和16.5倍。我们看好公司未来非电领域的发展前景,维持“推荐”评级。

### ● 风险提示:非电领域大气治理推进不及预期

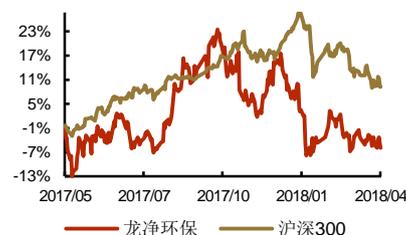
### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8024	8,113	9,353	10,017	10,495
增长率(%)	8.6	1.1	15.3	7.1	4.8
净利润(百万元)	663.9	724	793	859	917
增长率(%)	18.5	9.1	9.5	8.3	6.8
毛利率(%)	22.6	24.7	24.7	24.7	24.7
净利率(%)	8.3	8.9	8.5	8.6	8.7
ROE(%)	16.5	15.9	15.5	14.9	14.2
EPS(摊薄/元)	0.62	0.68	0.74	0.80	0.86
P/E(倍)	22.83	20.9	19.1	17.7	16.5
P/B(倍)	3.79	3.4	3.0	2.6	2.4

## 推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.04.27
收盘价(元):	14.05
一年最低/最高(元):	12.92/18.98
总股本(亿股):	10.69
总市值(亿元):	150.2
流通股本(亿股):	10.69
流通市值(亿元):	150.2
近3月换手率:	40.36%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.93	5.55	-7.64
绝对	-0.07	-8.71	1.36

### 相关报告

《业绩增长稳健,看好非电领域发展前景》2018-04-12

《大股东增持完成,打开未来想象空间》2017-11-24

《大股东继续增持,业绩增长符合预期》2017-10-30

## 1、事件

公司发布 2018 年一季报，公司实现营业收入 12.09 亿元，同比增长 5.81%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 11.08%；实现扣非净利润 0.77 亿元，同比增长 3.29%。

## 2、点评

### 2.1、毛利率回升，期间费用率小幅上升

公司 2018 年一季度实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 11.08%，主要是由于计入当期损益的政府补助高达 0.19 亿元所致。公司实现扣非净利润 0.77 亿元，同比增长 3.29%。公司整体毛利率为 25.40%，同比增长 2.28 个百分点。公司期间费用率为 16.61%，同比小幅上升 1.79 个百分点。其中，销售费用率 2.41%，同比下降 0.55 个百分点；管理费用率 12.6%，同比上升 1.56 个百分点；财务费用率 1.6%，同比上升 1.79 个百分点。

### 2.2、在手订单充足，非电领域大气治理进度有望提速

2017 年 6 月，环保部发布了关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单（征求意见稿）意见的函。2018 年 4 月 25 日，河北省环保厅发布了钢铁、焦化、水泥、平板玻璃、锅炉五个领域的地方排放标准（征求意见稿），其中钢铁行业要求烧结（团球）的颗粒物 $<10\text{mg}/\text{m}^3$ 、二氧化硫 $<35\text{mg}/\text{m}^3$ 、氮氧化物 $<50\text{mg}/\text{m}^3$ ，标准已经向火电的超低排放标准看齐了。同时，焦化、水泥、平板玻璃、锅炉的标准也均有提高。我们认为，尽管两项征求意见稿都未正式落地，但从河北省此次的举措来看，政府对非电领域的治理需求还是极为迫切的，随着政府的不断推动，非电领域治理进程有望提速。

经过我们测算，非电领域市场空间为 874.4~1024.7 亿元。我们认为，随着非电领域市场逐渐打开，传统大气治理龙头由于其在技术、品牌、规模等方面的显著优势将最先受益，公司未来的非电领域发展前景值得期待。公司 2018 年第一季度新增订单为 23 亿元（含税）。截止 2018 年第一季度末，公司在手订单为 157 亿元（含税），短期业绩无忧，未来随着非电领域市场打开，公司业绩确定性将更强。

**表1：非电大气污染治理空间测算表**

行业类别	改造范围/工艺流程	市场空间（亿元）	运营空间（亿元/年）	京津冀市场空间（亿元）
钢铁烧结	电除尘+半干法脱硫除尘+中温 SCR 协同净化工艺/电除尘+活性炭协同治理工艺	528.4~644.4	168~180	158~193
平板玻璃	SCR 加装催化剂+脱硫系统改造+加湿电除尘	20-33.3	6.67	4.6~7.7
陶瓷	袋式除尘+湿法脱硫+ 湿电除尘+雾干燥塔脱硝	102	136	30.6
砖瓦	脱硫脱硝除尘	224~245	240	67-74
<b>总计</b>	<b>非电大气污染治理</b>	<b>874.4~1024.7</b>		

资料来源：环保部、发改委、能源局等，新时代证券研究所

### 2.3、新股东强势入主，打开未来业务布局想象空间

2017 年 6 月，阳光集团及一致行动人以 36.71 亿元，即 20 元/股溢价收购龙净环保 17.17% 股份，成为龙净环保实际控制人。截至 2018 年一季度，阳光集团合计

持有公司股份占比为 23.04%。高溢价入主和持续增持体现出阳光集团对龙净环保未来发展的信心。

### 3、看好非电领域发展前景，维持“推荐”评级

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 7.93、8.59、9.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.74、0.80 和 0.86 元。当前股价对应 18-20 年分别为 19.1、17.7 和 16.5 倍。公司目前在手订单充足，且积极拓展非电领域。我们认为非电领域市场空间近年来有望快速释放，公司作为大气治理龙头企业将最先受益，看好公司未来非电领域的发展前景，维持“推荐”评级。

### 4、风险提示

非电领域大气治理推进不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	12880	12855	19758	19526	22029	<b>营业收入</b>	<b>8024</b>	<b>8113</b>	<b>9353</b>	<b>10017</b>	<b>10495</b>
现金	2549	2031	6200	6973	7228	营业成本	6207	6110	7044	7545	7904
应收账款	2147	2180	2809	2534	3063	营业税金及附加	75	75	87	93	97
其他应收款	246	221	317	259	344	营业费用	181	178	205	219	230
预付账款	409	333	522	394	566	管理费用	835	871	954	1002	1050
存货	<b>6184</b>	<b>6705</b>	<b>8154</b>	<b>7761</b>	<b>8913</b>	财务费用	16	27	42	53	35
其他流动资产	1345	1385	1756	1605	1914	资产减值损失	65	57	65	70	73
<b>非流动资产</b>	1754	1738	1856	1855	1814	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	5	0	-5	-10	-15	投资净收益	1	0	0	0	0
固定资产	1014	1004	1149	1185	1175	<b>营业利润</b>	647	874	956	1036	1107
无形资产	377	388	389	381	378	营业外收入	<b>180</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他非流动资产	<b>358</b>	<b>347</b>	<b>324</b>	<b>299</b>	<b>276</b>	营业外支出	10	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>14633</b>	<b>14593</b>	<b>21614</b>	<b>21381</b>	<b>23844</b>	<b>利润总额</b>	817	874	956	1036	1107
<b>流动负债</b>	10121	9583	16054	15250	17097	所得税	<b>145</b>	<b>146</b>	<b>160</b>	<b>173</b>	<b>185</b>
短期借款	21	18	3582	4104	3539	<b>净利润</b>	671	728	797	863	922
应付账款	2934	3000	3841	3486	4191	少数股东损益	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
其他流动负债	<b>7166</b>	<b>6565</b>	<b>8631</b>	<b>7660</b>	<b>9367</b>	<b>归属母公司净利润</b>	664	724	793	859	917
<b>非流动负债</b>	448	444	422	354	273	EBITDA	<b>884</b>	<b>954</b>	<b>1058</b>	<b>1199</b>	<b>1259</b>
长期借款	299	300	278	210	128	EPS(元)	0.62	0.68	0.74	0.80	0.86
其他非流动负债	<b>149</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>144</b>	<b>144</b>						
<b>负债合计</b>	<b>10569</b>	<b>10027</b>	<b>16476</b>	<b>15604</b>	<b>17370</b>						
少数股东权益	61	41	45	49	54	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	1069	1069	1069	1069	1069	<b>成长能力</b>					
资本公积	469	469	469	469	469	营业收入(%)	8.6	1.1	15.3	7.1	4.8
留存收益	2470	2991	3541	4136	4772	营业利润(%)	3.7	35.1	9.4	8.3	6.8
归属母公司股东权益	4004	4525	5093	5728	6420	归属于母公司净利润(%)	18.5	9.1	9.5	8.3	6.8
<b>负债和股东权益</b>	<b>14633</b>	<b>14593</b>	<b>21614</b>	<b>21381</b>	<b>23844</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	22.6	24.7	24.7	24.7	24.7
						净利率(%)	8.3	8.9	8.5	8.6	8.7
						ROE(%)	16.5	15.9	15.5	14.9	14.2
						ROIC(%)	12.6	13.9	8.6	8.8	9.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	72.2	68.7	76.2	73.0	72.8
						净负债比率(%)	-42.6	(37.5)	(44.2)	(44.8)	-53.9
						流动比率	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
						速动比率	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	3.9	3.7	3.7	3.7	3.7
						应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.62	0.68	0.74	0.80	0.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.32	0.98	0.67	1.17
						每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.23	4.76	5.36	6.01
						<b>估值比率</b>					
						P/E	22.83	20.93	19.12	17.65	16.53
						P/B	3.79	3.35	2.98	2.65	2.36
						EV/EBITDA	15.42	14.3	12.4	10.6	9.4

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	915	342	1048	714	1249
净利润	671	728	797	863	922
折旧摊销	123	120	106	120	128
财务费用	16	27	42	53	35
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	121	-603	103	-322	165
其他经营现金流	-16	70	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-141	-92	-224	-119	-87
资本支出	<b>175</b>	<b>101</b>	<b>123</b>	<b>4</b>	<b>-36</b>
长期投资	-100	-2	5	5	5
其他投资现金流	-66	7	-96	-110	-118
<b>筹资活动现金流</b>	-383	-761	-218	-346	-341
短期借款	<b>-69</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	-497	1	-22	-68	(81)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-53	-0	0	0	0
其他筹资现金流	<b>237</b>	<b>-759</b>	<b>-197</b>	<b>-278</b>	<b>-259</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>394</b>	<b>-510</b>	<b>606</b>	<b>250</b>	<b>821</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**邱懿峰**，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>