

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

主营业务增长平稳, 期待非电领域市场释放

——龙净环保(600388)调研简报

证券研究报告-调研简报

增持(维持)

市场数据(2018-05-18)

发布日期: 2018年05月21日

收盘价(元)	15.39
一年内最高/最低(元)	18.98/13.25
沪深300指数	3903.06
市净率(倍)	3.64
流通市值(亿元)	164.53

基础数据(2018-3-31)

每股净资产(元)	4.32
每股经营现金流(元)	-0.33
毛利率(%)	25.40
净资产收益率-摊薄(%)	2.02
资产负债率(%)	69.31
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)季报点评: 毛利率小幅提升, 业绩符合预期》 2017-10-31
- 2 《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, 我们参加了龙净环保17年度和18年第一季度业绩说明会, 对公司进行了实地调研。

投资要点:

- **主营业务发展平稳, 在手订单仍较为充裕。**17年, 国内火电市场需求下滑, 超净排放改造接近尾声, 行业面临较为严峻的经营环境。公司全年实现营业总收入81.13亿元, 同比增长1.11%; 扣非后归母净利润6.58亿元, 同比增长24.83%。18Q1公司实现营业总收入12.09亿元, 同比增长5.81%; 扣非后归母净利润0.77亿元, 同比增长3.29%。17年公司在国内同行业普遍下滑的情况下取得平稳增长, 充分体现公司在大气治理领域的龙头地位。18年第一季度, 公司新增订单23亿元, 累计在手订单157亿元, 收入订单比近2倍, 对未来业绩的持续兑现起到积极作用。
- **技术储备较为丰富, 非电领域市场拓展可期。**公司作为国内烟气治理行业的龙头企业, 具备较强的技术优势和工程项目管理经验。根据中电联数据, 公司多项烟气治理数据排名行业前列, 如17年签订合同的烟气脱硫机组装机容量排名第二, 签订合同的烟气脱硝机组装机容量排名第一, 17年累计投运的电袋复合除尘装机容量排名第一等。在非电领域的技术储备中, 公司的干法超净工艺能够实现脱硫脱硝除尘除汞等多种污染物一体化治理, 适用于钢铁烧结、焦化、玻璃窑炉、焦炭、氧化铝、碳素、催化裂化等多个领域。公司的COA脱硝工艺运营吨矿成本3.18-3.9元, 显著低于传统的SCR工艺和活性焦工艺, 具备较好的性价比, 已经和干法超净工艺在梅钢3号烧结机上成功运行。另外, 公司在减少物料损耗的圆管带式输送、水泥行业的脱硫、VOCs治理等领域储备相关技术, 有利于公司开拓非电领域新的利润增长点。
- **钢铁市场超净排放改造征求意见稿出台, 非电领域超净排放改造市场释放有望加速。**从传统火电领域的烟气治理逐步向其他非电领域转型是目前行业发展的趋势。17年6月, 环保部发布《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的公告(征求意见稿), 全面提升了非电领域的排放标准。而18年5月, 生态环保部发布的《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》明确了钢铁超低排放改造的时间表, 力争2020年底完成钢铁产能改造4.8亿吨, 2022年底前完成5.8亿吨, 2025年底前完成改造9亿吨。征求意见稿提出, 要采取税收、财政、电价、信贷、技术等多项政策支持。因此, 钢铁行业的改造订单有望加速释放, 对具备相关技术储备和示范项目的公司形成实质利好。

- **维持公司“增持”投资评级。**公司技术储备丰富、经营踏实, 激励充

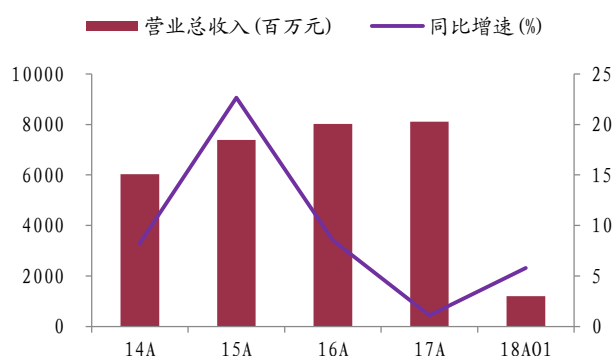
分，对行业认知及战略转型具有前瞻性，并且过往业绩经营稳健，因此，可以认为公司是务实进取的民营环保企业。目前火电超净排放改造市场萎缩已经成为必然，非电领域烟气排放治理市场在政策驱动下有望加速释放，行业重心转移趋势明显。但是，考虑到非电领域烟气治理市场的独特性，工况复杂性、客户的多样性等特征，公司所在行业仍面临着较大的经营压力。预计公司 2018、19 年 EPS 分别为 0.73、0.80 元，按照 5 月 18 日 15.39 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 21.0 和 19.3 倍。目前公司估值相对于行业水平合理，维持公司“增持”投资评级。

- **风险提示：钢铁价格上涨，企业成本增长；非电领域拓展不及预期；在手订单落地不及预期。**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,023.5	8,112.7	9,023.7	9,889.1	11,089.7
增长比率	8.6%	1.1%	11.2%	9.6%	12.1%
净利润(百万元)	663.9	724.3	785.3	851.0	989.8
增长比率	18.5%	9.1%	8.4%	8.4%	16.3%
每股收益(元)	0.62	0.68	0.73	0.80	0.93
市盈率(倍)	24.8	22.7	21.0	19.3	16.6

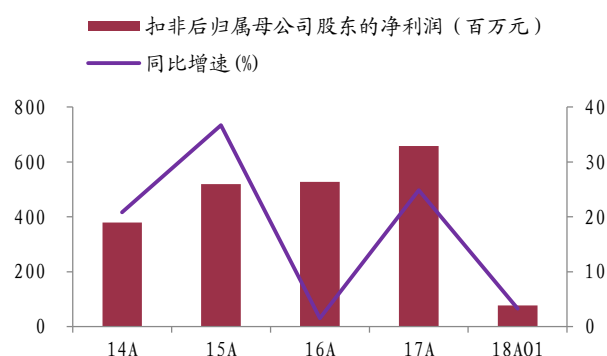
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 14-18 年公司营业总收入及同比增速



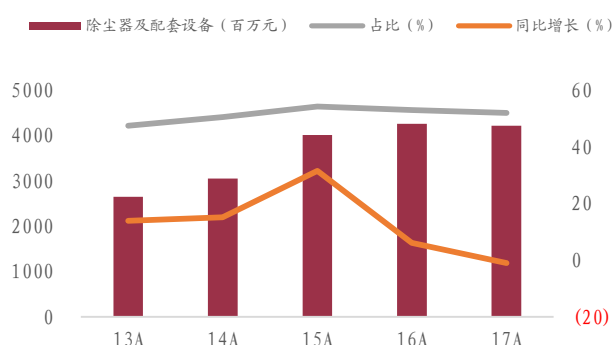
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 14-18 年公司扣非后归母净利润及同比增速



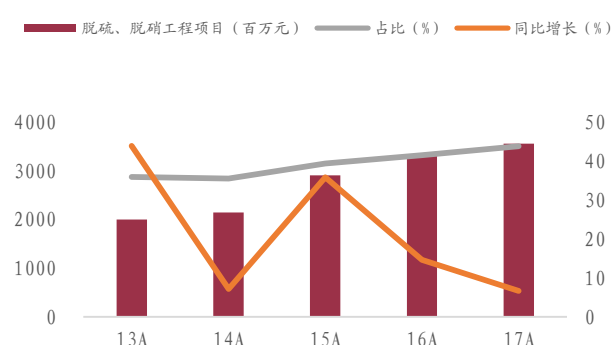
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 13-17 年公司除尘器及配套设备营收、增速及占比



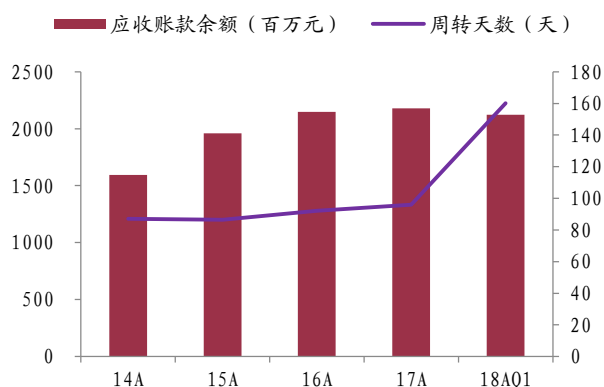
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 13-17 年公司脱硫、脱硝工程营收、增速及占比



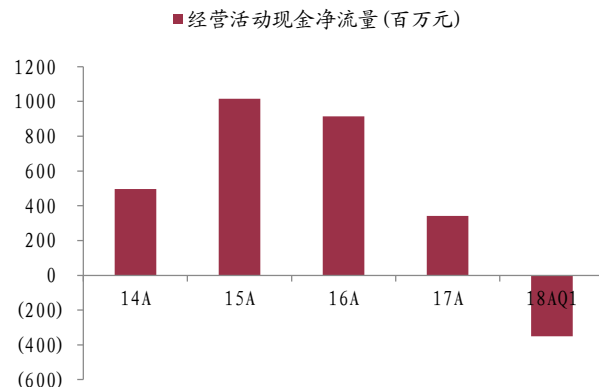
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 14-18 年公司应收账款余额及周转率



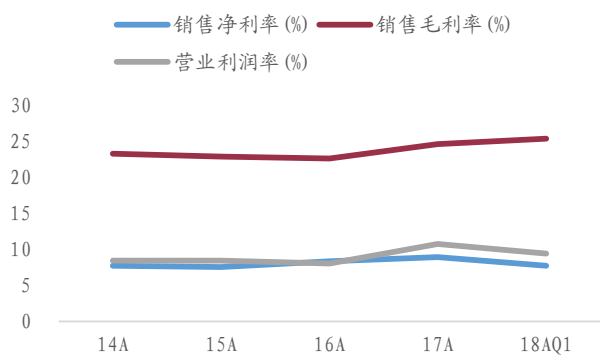
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 14-18 年公司经营活动现金净流量



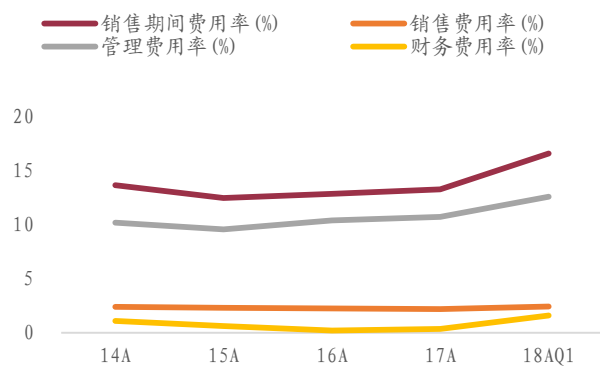
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 14-18 年公司盈利能力变化情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 14-18 年公司期间费用率变化情况



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	2016	2017	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,023.5	8,112.7	9,023.7	9,889.1	11,089.7	成长性					
减: 营业成本	6,206.9	6,110.0	6,758.8	7,416.8	8,319.5	营业收入增长率	8.6%	1.1%	11.2%	9.6%	12.1%
营业税费	74.8	75.1	83.9	92.0	103.1	营业利润增长率	3.7%	35.1%	8.5%	8.4%	16.3%
销售费用	180.6	177.6	198.5	217.6	244.0	净利润增长率	18.5%	9.1%	8.4%	8.4%	16.3%
管理费用	834.9	870.9	958.3	1,050.2	1,177.7	EBITDA 增长率	2.2%	20.2%	17.1%	9.1%	12.0%
财务费用	15.6	27.4	20.8	29.7	-4.9	EBIT 增长率	-0.9%	24.1%	17.8%	9.1%	12.6%
资产减值损失	64.7	56.6	55.0	55.0	55.0	NOPLAT 增长率	-3.4%	37.8%	7.5%	9.1%	12.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.2%	18.8%	9.7%	27.7%	-16.3%
投资和汇兑收益	1.1	-	-	-	-	净资产增长率	10.9%	12.4%	12.0%	11.6%	12.1%
营业利润	647.2	874.1	948.4	1,027.8	1,195.3	利润率					
加: 营业外净收支	169.5	-0.4	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	22.6%	24.7%	25.1%	25.0%	25.0%
利润总额	816.7	873.8	947.4	1,026.8	1,194.3	营业利润率	8.1%	10.8%	10.5%	10.4%	10.8%
减: 所得税	145.3	145.9	158.2	171.5	199.4	净利润率	8.3%	8.9%	8.7%	8.6%	8.9%
净利润	663.9	724.3	785.3	851.0	989.8	EBITDA/营业收入	9.6%	11.5%	12.1%	12.0%	12.0%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	8.3%	10.1%	10.7%	10.7%	10.7%
货币资金	2,548.8	2,031.4	3,221.9	2,476.2	3,425.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	45	41	38	34
应收帐款	2,392.7	2,400.6	2,913.4	3,020.1	3,757.0	流动营业资本周转天数	32	44	56	71	68
应收票据	1,323.0	1,362.7	2,096.4	2,243.8	2,993.0	流动资产周转天数	552	571	604	637	642
预付帐款	408.7	332.8	493.3	413.2	603.6	应收帐款周转天数	104	106	106	108	110
存货	6,184.2	6,704.8	8,652.7	9,436.2	11,131.4	存货周转天数	271	286	306	329	334
其他流动资产	22.4	22.6	23.0	23.0	23.0	总资产周转天数	631	648	672	699	695
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	96	106	108	118	108
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	5.0	-	-	-	-	ROE	16.6%	16.0%	15.5%	15.0%	15.6%
投资性房地产	59.5	168.0	168.0	168.0	168.0	ROA	4.6%	5.0%	4.1%	4.4%	4.2%
固定资产	1,013.8	1,004.2	1,033.9	1,044.4	1,030.7	ROIC	26.1%	34.5%	31.2%	31.1%	27.4%
在建工程	200.5	80.5	48.3	24.1	14.5	费用率					
无形资产	376.9	387.6	369.4	351.3	333.2	销售费用率	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	98.0	98.3	87.7	77.0	66.4	管理费用率	10.4%	10.7%	10.6%	10.6%	10.6%
资产总额	14,633.5	14,593.3	19,107.9	19,277.4	23,546.6	财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.0%
短期债务	21.4	18.4	900.0	337.9	-	三费/营业收入	12.9%	13.3%	13.1%	13.1%	12.8%
应付帐款	2,985.9	3,061.1	4,035.7	4,164.1	5,495.8	偿债能力					
应付票据	271.2	248.8	464.6	483.1	718.6	资产负债率	72.2%	68.7%	73.2%	70.4%	72.8%
其他流动负债	6,842.8	6,254.9	8,146.7	8,136.8	10,485.6	负债权益比	260.1%	219.6%	273.5%	237.8%	268.2%
长期借款	1.1	1.1	-	-	-	流动比率	1.27	1.34	1.28	1.34	1.31
其他非流动负债	447.0	442.8	445.0	448.0	451.0	速动比率	0.66	0.64	0.65	0.62	0.65
负债总额	10,569.3	10,027.0	13,992.0	13,569.9	17,151.0	利息保障倍数	42.42	30.05	46.68	35.56	-243.11
少数股东权益	60.7	41.1	45.1	49.4	54.3	分红指标					
股本	1,069.1	1,069.1	1,069.1	1,069.1	1,069.1	DPS (元)	0.19	0.21	0.23	0.25	0.29
留存收益	2,938.9	3,459.9	4,001.8	4,589.1	5,272.2	分红比率	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
股东权益	4,064.2	4,566.2	5,115.9	5,707.5	6,395.6	股息收益率	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.9%
现金流量表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	671.4	727.8	785.3	851.0	989.8	EPS (元)	0.62	0.68	0.73	0.80	0.93
加: 折旧和摊销	123.1	119.9	120.6	131.7	141.5	BVPS (元)	3.74	4.23	4.74	5.29	5.93
资产减值准备	64.7	56.6	-	-	-	PE (X)	24.8	22.7	21.0	19.3	16.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	4.1	3.6	3.2	2.9	2.6
财务费用	55.7	49.9	20.8	29.7	-4.9	P/FCF	39.9	-88.3	11.6	-33.1	13.3
投资收益	-1.1	-	-	-	-	P/S	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5
少数股东损益	7.5	3.5	3.9	4.3	5.0	EV/EBITDA	18.9	15.6	13.0	12.1	9.9
营运资金的变动	278.8	-651.4	-260.0	-806.9	558.1	CAGR (%)	8.4%	11.0%	12.0%	8.4%	11.0%
经营活动产生现金流量	914.7	342.0	670.6	209.8	1,689.5	PEG	2.9	2.1	1.7	2.3	1.5
投资活动产生现金流量	-141.4	-92.1	-100.0	-100.0	-100.0	ROIC/WACC	2.6	3.4	3.1	3.0	2.7
融资活动产生现金流量	-382.9	-761.0	620.0	-855.5	-639.8	REP	2.6	1.7	1.6	1.3	1.6

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其他决定的唯一信赖依据。