

2018年07月04日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 刘博

021-60199793

liub@dwzq.com.cn

大股东增持显信心，烟气治理龙头再起航 买入（维持）

| 盈利预测预估值 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 8,113 | 9,802 | 10,821 | 12,106 |
| 同比 (%) | 1.1% | 20.8% | 10.4% | 11.9% |
| 净利润 (百万元) | 724 | 825 | 913 | 1,033 |
| 同比 (%) | 9.1% | 13.9% | 10.6% | 13.2% |
| 每股收益 (元/股) | 0.68 | 0.77 | 0.85 | 0.97 |
| P/E (倍) | 18.66 | 16.48 | 14.93 | 13.08 |

投资要点

- 大手笔增持股份，充分彰显大股东信心。**根据公司公告，基于对公司的内在价值和未来发展前景的信心，以及积极维护广大中小投资者利益的考虑，第一大股东龙净实业集团及其关联方拟通过其自身证券账户或其成立信托计划等方式自公告之日起，在未来6个月内通过二级市场增持公司股份不超过2138万股，累计增持比例不超过公司总股本的2%。按照公告日收盘价12.69元/股计算，增持上限对应的增持金额约为2.71亿元，增持资金为大股东自有资金及自筹资金。近期受到市场的影响，公司股价波动较大，此次大股东大手笔增持，充分彰显对公司未来发展的信心。
- 内生增长一：超净排放仍有空间，227.87亿/年待释放。**目前我国电力行业脱硫、脱硝、除尘基本实现全覆盖，增量空间主要来自于超净排放，根据我们的测算，到2020年，存量待改造的煤电装机总容量约为2.26亿千瓦，新增装机规模约为1.74亿千瓦，存量+新建市场空间合计683.60亿，折合未来三年227.87亿/年。根据公司年报，2017年新增订单合计94亿（Q1新增27亿、Q2新增25亿、Q3新增26亿、Q4新增16亿），在手订单合计149亿（其中73.15%为传统电力行业），在手订单充足，为业绩稳健增长奠定基础。
- 内生增长二：非电市场空间广阔，政策+盈利双因素驱动。**根据我们的测算，如果2017年6月环保部发布的20项国家污染物排放标准能够落实，则非电工业行业有望释放1828亿提标改造市场空间，带来1066.1亿元/年运维市场空间。自上而下看，环保督查、环境税、排污许可证、第二次全国污染源普查等一系列针对工业企业的环保政策和行动加速落实；自下而上看，得益于供给侧结构性改革的深入推进，企业生产经营环境得到明显改善，工业企业盈利能力显著增强，两因素结合，市场空间有望加速释放。
- 股东变更：新股东资源丰富，打造环境综合治理平台可期。**阳光集团业务涉足地产、教育、环保、金融等多个领域，未来有望在资金、项目、客户等方面对公司形成支持。我们判断，无论是深耕传统电力行业，还是拓展非电领域，均只是公司未来发展规划中的一部分，在大股东的引导和支持下，公司立足工业、进军市政，最终打造成为环境综合治理平台可期。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司2018-2020年归母净利润分别为8.25、9.13、10.33亿，EPS 0.77、0.85、0.97元，对应PE 16、15、13倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**非电领域订单落地和执行不达预期。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 12.69 |
| 一年最低/最高价 | 12.00/18.67 |
| 市净率(倍) | 3.09 |
| 流通A股市值(百万元) | 13566.24 |

基础数据

| | |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元) | 4.11 |
| 资产负债率(%) | 69.31 |
| 总股本(百万股) | 1069.05 |
| 流通A股(百万股) | 1069.05 |

相关研究

1、《龙净环保 (600388)：阳光集团入主，烟气治理龙头再起航》2018-07-01

事件：公司公告，第一大股东龙净实业集团及其关联方将在 6 个月内通过二级市场增持公司股份不超过 2138 万股，累计增持比例不超过公司总股本的 2%。

大手笔增持股份，充分彰显大股东信心

根据公司公告，基于对公司的内在价值和未来发展前景的信心，以及积极维护广大中小投资者利益的考虑，第一大股东龙净实业集团及其关联方拟通过其自身证券账户或其成立信托计划等方式自公告之日起，在未来 6 个月内通过二级市场增持公司股份不超过 2138 万股，累计增持比例不超过公司总股本的 2%。按照公告日收盘价 12.69 元/股计算，增持上限对应的增持金额约为 2.71 亿元，增持资金为大股东自有资金及自筹资金。近期受到市场的影响，公司股价波动较大，此次大股东大手笔增持，充分彰显对公司未来发展的信心。

公司分析：技术+管理+激励+资金，确保行业龙头地位稳固

公司坐拥多项核心竞争优势：深厚的技术积淀、先进的事业部制管理、延续十期的员工持股激励、遍布全球的营销和服务网络、稳健的财务状况，使得行业龙头地位持续稳固和进一步增强。根据中电联的数据，根据中电联的数据，2017 年公司除尘业务领先市场（袋式除尘市占率行业第三，电袋除尘、电除尘、低（低）温电除尘市占率均为行业第一）；脱硫业务优势明显（新签合同行业第二、累计投运机组容量行业第三）；脱硝业务蓄势待发（新签合同行业第一、累计投运机组容量行业第七）。根据年报内容，2017 年公司新签订单为 94 亿，截止 2017 年年末，公司在手订单合计 149 亿元，其中超过 20% 为非电领域订单，未来随着公司在手项目逐步释放，以及非电市场空间逐步打开，预计公司行业龙头地位将进一步稳固和增强。

内生增长一：超净排放仍有空间，227.87 亿/年待释放

1) 存量市场空间为 248.60 亿元，未来三年 82.87 亿元/年。根据中电联在 2017 年 8 月 18 日发布的《中国电力行业年度发展报告》，截至 2016 年底，我国全口径发电装机

总容量为 16.51 亿千瓦，其中煤电装机容量为 9.46 亿千瓦，占比为 57.30%。2018 年 2 月 11 日，环保部部长李干杰在 2018 年全国环境保护工作会议上的讲话中提出，截至 2017 年年底，我国燃煤电厂已完成 7 亿千瓦机组的超低排放改造，占煤电总装机容量的 74%。因此，可以估算出剩余待改造的煤电装机总容量约为 2.26 亿千瓦（ $9.46-7.0-0.2$ ），按照平均改造成本为 110 元/千瓦计算，可推算出到 2020 年存量改造市场空间约为 248.60 亿元，折合未来三年 82.87 亿元/年。

2) 新增市场空间为 435.00 亿元，未来三年 145.00 亿元/年。2017 年 8 月 14 日，发改委、工信部、能源局等 16 部委联合发布《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》，提出到 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。因此可推算出新增煤电装机规模约为 1.74 亿千瓦，按照平均新建投资为 250 元/千瓦计算，可推算出到 2020 年新增市场空间约为 435.00 亿元，折合未来三年 145.00 亿元/年。因此存量+新建，市场空间合计 683.60 亿，未来三年 227.87 亿/年。

内生增长二：非电市场空间广阔，政策+盈利双因素驱动

1) 根据我们的测算，如果 2017 年 6 月环保部发布的 20 项国家污染物排放标准能够落实，则非电工业行业有望释放 1828 亿提标改造市场空间，带来 1066.1 亿元/年运维市场空间（详细测算请见我们的公司深度《龙净环保：阳光集团入主，烟气治理龙头再起航》）。

2) 自上而下看，“十三五”以来，我国环境治理体系迎来重构机遇，环保督查、环境税、排污许可证等一系列针对工业企业的环保政策集中加速落地，意味着我国环境治理思路从总量控制目标逐渐向总量与源头共同管控目标转变。同时，2018 年正式启动第二次全国污染源普查试点工作，一系列针对工业企业的环保政策和行动，将成为加速行业空间释放的重要催化剂之一。

3) 自下而上看，得益于供给侧结构性改革的深入推进，企业生产经营环境得到明显改善，工业企业盈利能力显著增强，2017 年规模以上工业企业实现利润 75187.1 亿元，同比增长 21%，是 2012 年以来增速最高的一年；收入利润率为 6.46%，比 2016 年提高 0.54 个百分点，非电领域工业企业自身盈利能力的提升，有利于其加大环保投入、释放环保需求，将成为加速行业空间释放的重要催化剂之二。

股东变更：新股东资源丰富，打造环境综合治理平台可期

公司作为大股东旗下环保平台，1) 有望充分利用大股东的资金优势，拓展融资渠道、降低融资成本，有效弥补环保行业和自身业务的资金短板。2) 依托大股东在福建、

全国、海外的布局（尤其是地产业务），对接更多项目、客户和政府资源，斩获更多优质订单。3) 将大股东先进的公司治理水平和自身已经形成的事业部管理体制更好融合，有利于经营管理团队主观能动性的充分发挥。我们结合大股东多领域战略布局以及“世界 500 强”的地位格局判断，未来无论是进一步深耕传统电力行业，还是拓展非电领域烟气治理，均只是公司未来发展规划中的一部分，在大股东的引导和支持下，公司立足工业、进军市政，最终打造成为环境综合治理平台值得期待。

盈利预测与估值

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 8.25、9.13、10.33 亿，EPS 0.77、0.85、0.97 元，对应 PE 16、15、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

非电领域订单落地和执行不达预期。

龙净环保三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 12854.8 | 14279.8 | 15348.1 | 16838.2 | 营业收入 | 8112.7 | 9801.8 | 10821.1 | 12105.6 |
| 现金 | 2031.4 | 2974.4 | 2867.2 | 2876.0 | 减:营业成本 | 6110.0 | 7325.8 | 8087.7 | 9047.7 |
| 应收账款 | 3763.3 | 4001.3 | 4417.4 | 4941.7 | 营业税金及附加 | 75.1 | 117.6 | 129.9 | 145.3 |
| 存货 | 6704.8 | 6824.1 | 7533.8 | 8428.0 | 营业费用 | 177.6 | 214.7 | 237.0 | 265.1 |
| 其他流动资产 | 355.4 | 480.0 | 529.7 | 592.4 | 管理费用 | 870.9 | 1041.9 | 1151.4 | 1274.7 |
| 非流动资产 | 1738.5 | 2660.0 | 3466.0 | 4214.4 | 财务费用 | 27.4 | 46.5 | 55.8 | 67.0 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资产减值损失 | -57 | -57 | -57 | -57 |
| 固定资产 | 1084.7 | 1125.6 | 1095.0 | 1048.6 | 加:投资净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 80 | 113 | 133 | 146 | 其他收益 | 22.4 | -56.6 | -56.6 | -56.6 |
| 无形资产 | 387.6 | 1268.2 | 2104.8 | 2899.5 | 营业利润 | 874.1 | 998.6 | 1102.8 | 1249.2 |
| 其他非流动资产 | 266.3 | 266.3 | 266.3 | 266.3 | 加:营业外净收支 | -0.4 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 资产总计 | 14593.3 | 16939.8 | 18814.1 | 21052.6 | 利润总额 | 873.8 | 999.6 | 1103.8 | 1250.2 |
| 流动负债 | 9583.2 | 10801.1 | 11878.5 | 13225.0 | 减:所得税费用 | 145.9 | 165.9 | 182.1 | 206.3 |
| 短期借款 | 18.4 | 450.0 | 450.0 | 450.0 | 少数股东损益 | 3.5 | 8.4 | 9.0 | 10.4 |
| 应付账款 | 3248.3 | 3893.7 | 4298.7 | 4808.9 | 归属母公司净利润 | 724.3 | 825.3 | 912.7 | 1033.5 |
| 其他流动负债 | 6316.5 | 6457.4 | 7129.8 | 7966.1 | EBIT | 879.1 | 1101.7 | 1215.2 | 1372.8 |
| 非流动负债 | 443.9 | 923.9 | 1003.9 | 1083.9 | EBITDA | 987.2 | 1233.2 | 1403.3 | 1616.0 |
| 长期借款 | 1.1 | 401.1 | 401.1 | 401.1 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 442.8 | 522.8 | 602.8 | 682.8 | 重要财务与估值指标 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 负债合计 | 10027.0 | 11725.0 | 12882.4 | 14308.9 | 每股收益(元) | 0.68 | 0.77 | 0.85 | 0.97 |
| 少数股东权益 | 41.1 | 47.7 | 54.7 | 62.8 | 每股净资产(元) | 4.23 | 4.83 | 5.50 | 6.25 |
| 归属母公司股东权益 | 4525.1 | 5167.1 | 5877.0 | 6680.8 | 发行股份(百万股) | 1069.1 | 1069.1 | 1069.1 | 1069.1 |
| 负债和股东权益 | 14593.3 | 16939.8 | 18814.1 | 21052.6 | ROIC(%) | 15.0% | 17.8% | 17.4% | 17.2% |
| | | | | | ROE(%) | 16.0% | 16.0% | 15.5% | 15.5% |
| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 毛利率(%) | 24.7% | 25.3% | 25.3% | 25.3% |
| 经营活动现金流 | 342.0 | 1349.7 | 1146.1 | 1286.5 | 销售净利率(%) | 8.9% | 8.4% | 8.4% | 8.5% |
| 投资活动现金流 | -92.1 | -1055.0 | -1050.6 | -1048.1 | 资产负债率(%) | 68.7% | 69.2% | 68.5% | 68.0% |
| 筹资活动现金流 | -761.0 | 648.4 | -202.7 | -229.5 | 收入增长率(%) | 1.1% | 20.8% | 10.4% | 11.9% |
| 现金净增加额 | -510.3 | 943.0 | -107.2 | 8.9 | 净利润增长率(%) | 9.1% | 13.9% | 10.6% | 13.2% |
| 企业自由现金流 | 432.9 | 1227.1 | 1033.9 | 1186.5 | P/E | 18.66 | 16.48 | 14.93 | 13.08 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

