

新增订单趋势改善，股份回购彰显管理层信心

买入（维持）

2018 年 08 月 29 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

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）	15.44	13.64	12.35	10.82

投资要点

■ **事件：**1)公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 32.42 亿，同比增长 9.63%；实现归母净利润 2.51 亿，同比增长 11.00%；扣非后归母净利润为 2.12 亿，同比增长 3.33%。2)公司发布回购股份预案，在未来 6 个月内以不超过 11 元/股的价格回购公司股份，回购总额不超过 0.60 亿元。

■ 盈利能力稳中有升，新增订单显露边际改善趋势

根据公司半年报，上半年实现营收 32.42 亿，同比增长 9.63%；实现归母净利润 2.51 亿，同比增长 11.00%；扣非后归母净利润为 2.12 亿，同比增长 3.33%。盈利能力方面，上半年毛利率为 25.42%，与去年同期相比小幅提升 0.53 个百分点；净利率为 7.78%，与去年同期相比小幅提升 0.08 个百分点，综合来看公司盈利能力实现稳中有升。订单方面，上半年公司新增订单 67 亿元（其中电力行业 23 亿、非电行业 44 亿），较去年同期的 52 亿元，增长 28.85%。考虑到 2017 年全年新增订单为 94 亿，同比下降 7.84%，今年上半年以来新增订单呈现出边际改善的有利趋势。

■ 费用管控能力较好，应收账款占比营收有所提升

上半年公司销售费用为 0.86 亿，同比增长 15.22%；管理费用为 4.15 亿，同比增长 14.36%；财务费用为 0.22 亿，同比增长 106.29%，主要是由于上半年利息支出增加较为明显，公司期间费用率为 16.13%，与去年同期相比小幅提升 0.98 个百分点，总体来看费用管控能力较强。上半年公司应收账款合计 24.66 亿，占比营收为 76.06%，同比增长 8.01 个百分点。现金流方面，公司上半年经营性净现金流为-2.76 亿，相比去年同期改善 0.80 亿，主要是由于购买商品、接受劳务支付的现金减少；投资性现金流净额为-16.36 亿，主要是由于今年增加支付股权收购款；筹资性净现金流为 11.74 亿，主要是由于上半年新增银行借款。

■ 大手笔增持+股份回购，充分彰显管理层信心

1) 根据公司发布的回购股份预案，在未来 6 个月内以不超过 11 元/股的价格回购公司股份，回购总额不超过 0.60 亿元，资金来源为自有资金。如果按照回购价格上限 11 元/股计算，则预计回购股份数量为 545.45 万股，约占公司总股本的 0.51%。2) 结合此前大股东承诺通过二级市场增持公司股份不超过 2138 万股，按照公告日收盘价 12.69 元/股计算，增持金额上限为 2.71 亿元，充分彰显对公司未来发展的信心。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 0.77、0.85、0.97 元，对应 PE 14、12、11 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)	10.50
一年最低/最高价	10.30/18.67
市净率(倍)	2.46
流通 A 股市值(百万元)	11225.03

基础数据

每股净资产(元)	4.27
资产负债率(%)	71.44
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)：首钢示范项目落地，非电业务拓展全国可期》2018-07-19
- 2、《龙净环保 (600388)：大股东增持显信心，烟气治理龙头再起航》2018-07-04
- 3、《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：1)公司发布 2018 年半年报，上半年实现营收 32.42 亿，同比增长 9.63%；实现归母净利润 2.51 亿，同比增长 11.00%；扣非后归母净利润为 2.12 亿，同比增长 3.33%。2)公司发布回购股份预案，在未来 6 个月内以不超过 11 元/股的价格回购公司股份，回购总额不超过 0.60 亿元。

盈利能力稳中有升，新增订单显露边际改善趋势

根据公司半年报，上半年实现营收 32.42 亿，同比增长 9.63%；实现归母净利润 2.51 亿，同比增长 11.00%；扣非后归母净利润为 2.12 亿，同比增长 3.33%。盈利能力方面，上半年毛利率为 25.42%，与去年同期相比小幅提升 0.53 个百分点；净利率为 7.78%，与去年同期相比小幅提升 0.08 个百分点，综合来看公司盈利能力实现稳中有升。订单方面，上半年公司新增订单 67 亿元（其中电力行业 23 亿、非电行业 44 亿），较去年同期的 52 亿元，增长 28.85%。考虑到 2017 年全年新增订单为 94 亿，同比下降 7.84%，今年上半年以来新增订单呈现出边际改善的有利趋势。

费用管控能力较好，应收账款占比营收有所提升

上半年公司销售费用为 0.86 亿，同比增长 15.22%；管理费用为 4.15 亿，同比增长 14.36%；财务费用为 0.22 亿，同比增长 106.29%，主要是由于上半年利息支出增加较为明显，公司期间费用率为 16.13%，与去年同期相比小幅提升 0.98 个百分点，总体来看费用管控能力较强。上半年公司应收账款合计 24.66 亿，占比营收为 76.06%，同比增长 8.01 个百分点。现金流方面，公司上半年经营性净现金流为 -2.76 亿，相比去年同期增加 0.80 亿，主要是由于购买商品、接受劳务支付的现金减少；投资性现金流净额为 -16.36 亿，主要是由于今年增加支付股权收购款；筹资性净现金流为 11.74 亿，主要是由于上半年新增银行借款。

首钢示范项目落地，非电业务巩固河北、拓展全国可期

根据公司公告,与首钢京唐钢铁联合有限责任公司签订《炼铁部烧结脱硫脱硝改造工程总承包合同》,主要负责首钢京唐钢铁公司炼铁部 2×500m² 烧结烟气脱硫脱硝深度改造工程,合同金额合计 4.77 亿,竣工日期为 2018 年 12 月 31 日,排放指标 SO₂、NO_x、粉尘分别为 35、50、10mg/Nm³。首钢项目落地示范效应明显,根据《钢铁工业大气污染物超低排放标准编制说明》,2016 年河北省生铁产量为 19923 万吨,粗钢产量为 19391 万吨,按照单位面积烧结机对应生铁产量约 0.76 万吨/年、粗钢产量约 0.83 万吨/年计算,河北省烧结机面积约为 24788 平方米,根据签订合同中的价格 47.70 万元/平方米计算,则河北省烧结机改造的市场空间约为 118 亿。未来如果将超低排放改造在全国范围内推广,目前全国烧结机面积约为 11.6 万平方米,则对应改造市场空间约为 500-600 亿之间。

传统电力市场：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。

大手笔增持+股份回购，充分彰显管理层信心

1) 根据公司发布的回购股份预案,在未来 6 个月内以不超过 11 元/股的价格回购公司股份,回购总额不超过 0.60 亿元,资金来源为自有资金。如果按照回购价格上限 11 元/股计算,则预计回购股份数量为 545.45 万股,约占公司总股本的 0.51%。2) 结合公司此前已公告,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,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%。按照公告当日收盘价 12.69 元/股计算,增持金额上限为 2.71 亿元,增

持资金为大股东自有资金及自筹资金。大手笔增持+股份回购，充分彰显管理层对公司未来发展的信心。

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 14、12、11 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					
负债合计	10027.0	11725.0	12882.4	14308.9	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	41.1	47.7	54.7	62.8	每股收益(元)	0.68	0.77	0.85	0.97
归属母公司股东权益	4525.1	5167.1	5877.0	6680.8	每股净资产(元)	4.23	4.83	5.50	6.25
负债和股东权益	14593.3	16939.8	18814.1	21052.6	发行股份(百万股)	1069.1	1069.1	1069.1	1069.1
					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	15.44	13.64	12.35	10.82

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>