

非电业务拓展成效初显，新增非电订单超火电

——龙净环保（600388）2018 半年报点评

2018 年 08 月 29 日

强烈推荐/维持

龙净环保

财报点评

洪一

分析师

执业证书编号：S1480516110001

hongyi@dzxq.net.cn

010-66554046

事件：

2018 年上半年，公司实现营业收入 32.42 亿元，同比增长 9.63%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 11.00%；实现扣非归母净利润 2.12 亿元，同比增长 3.33%。

表 1：财务指标预测

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	3094.64	1143.07	1814.59	2013.77	3141.26	1209.48	2032.98
增长率（%）	6.65%	0.25%	1.40%	0.73%	1.51%	5.81%	12.04%
毛利率（%）	20.02%	23.12%	26.00%	27.89%	22.44%	25.40%	25.43%
期间费用率（%）	11.76%	14.82%	15.37%	13.32%	11.44%	16.60%	15.84%
营业利润率（%）	9.00%	7.97%	8.85%	13.76%	10.99%	9.45%	9.54%
净利润（百万元）	239.95	84.68	143.17	247.29	252.70	93.64	158.49
增长率（%）	37.64%	12.45%	17.79%	05.39%	05.31%	10.58%	10.71%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.08	0.13	0.23	0.24	0.09	0.15
总资产收益率（%）	1.64%	0.57%	1.01%	1.70%	1.73%	0.62%	0.98%

点评：

➤ 半年报业绩增长符合预期，非电订单迅猛增长。

2018 年上半年，公司实现营业收入 32.42 亿元，同比增长 9.63%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 11.00%；实现扣非归母净利润 2.12 亿元，同比增长 3.33%。上半年公司业绩平稳增长，符合预期。从订单情况看，火电订单继续下滑，主要是由于电力行业超低排放接近尾声，市场需求回落，而非电行业订单迅猛增长，非电增长的部分已超过火电下滑部分。从今年订单情况来看，公司 2018 年上半年新增订单为 67 亿元，较上年同期的 52 亿元，增长 28.85%，非电新增订单占比已达 66%，截止 6 月 30 日，公司在手订单达 178 亿元，非电占 41%。扣非净利润增速慢于营收增速主要是由于财务费用增加，导致期间费用率较去年提升 0.98% 至 16.13%。

➤ 半干法领域龙头，享非电蓝海。

目前火电超低排放改造已近尾声，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超过800亿元**。公司在半干法脱硫与脱硝业务领域处于行业绝对领先地位，在火电领域，17年新签订单市占率分别为13.75%、18.20%。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，新中标4.77亿首钢京唐钢铁公司烧结烟气脱硫脱硝深度改造项目，首钢项目的落地将为公司钢铁烟气治理全国市场的开拓带来绝佳的示范效应，随着河北地区钢铁超低排放推进提速，预计公司未来将迅速抢占非电市场。

➤ **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，龙净有望进军环保市政领域，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 89.68 亿、102.22 亿和 114.48 亿元，归母净利润分别为 8.05 亿、9.25 亿和 10.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.75 元、0.87 元和 0.98 元，对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 11 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						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	12880	12855	14533	16506	18428	营业收入	8024	8113	8968	10222	11448
货币资金	2549	2031	2690	3067	3434	营业成本	6207	6110	6677	7602	8500
应收账款	2147	2180	2410	2747	3076	营业税金及附加	75	75	90	102	114
其他应收款	246	221	244	278	311	营业费用	181	178	197	225	252
预付款项	409	333	333	333	333	管理费用	835	871	986	1124	1259
存货	6184	6705	7327	8342	9328	财务费用	16	27	45	52	60
其他流动资产	22	23	23	23	23	资产减值损失	64.68	56.56	62.21	62.21	62.21
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	910	1055	1201
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	16171	18008	19798	利润总额	817	874	970	1115	1261
流动负债合计	10121	9583	10684	12138	13496	所得税	145	146	162	186	211
短期借款	21	18	959	2017	3004	净利润	671	728	808	929	1050
应付账款	2934	3000	3233	3681	4116	少数股东损益	8	4	4	4	4
预收款项	5973	5902	5823	5733	5633	归属母公司净利润	664	724	805	925	1047
一年内到期的非流	499	0	0	0	0	EBITDA	1133	1379	1092	1239	1389
非流动负债合计	448	444	595	605	615	EPS (元)	0.62	0.68	0.75	0.87	0.98
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率					
应付债券	298	299	0	0	0						
负债合计	10569	10027	11279	12743	14111	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%	10.54%	13.99%	11.99%
实收资本(或股本)	1069	1069	1069	1069	1069	营业利润增长	3.68%	35.07%	4.15%	15.91%	13.79%
资本公积	469	469	469	469	469	归属于母公司净利润	11.11%	14.99%	11.11%	14.99%	13.09%
未分配利润	2212	2668	2631	2588	2540	获利能力					
归属母公司股东权	4004	4525	4851	5221	5640	毛利率(%)	23.82%	24.84%	25.55%	25.64%	25.75%
负债和所有者权益	14633	14593	16171	18008	19798	净利率(%)	8.37%	8.97%	9.01%	9.09%	9.17%
现金流量表						单位:百万元					
						总资产净利润(%)	4.54%	4.96%	4.98%	5.14%	5.29%
						ROE(%)	16.58%	16.01%	16.59%	17.73%	18.56%
经营活动现金流	915	342	365	-12	130	偿债能力					
净利润	671	728	808	929	1050	资产负债率(%)	72%	69%	70%	71%	71%
折旧摊销	469.78	477.80	0.00	97.47	97.47	流动比率	1.27	1.34	1.36	1.36	1.37
财务费用	16	27	45	52	60	速动比率	0.66	0.64	0.67	0.67	0.67
应收账款减少	0	0	-230	-337	-329	营运能力					
预收账款增加	0	0	-79	-90	-101	总资产周转率	0.57	0.56	0.58	0.60	0.61
投资活动现金流	-141	-92	-102	-62	-62	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	2.88	2.96	2.94
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	0.75	0.87	0.98
筹资活动现金流	-383	-761	397	451	300	每股净现金流(最新)	0.37	-0.48	0.62	0.35	0.34
应付债券增加	0	0	-299	0	0	每股净资产(最新摊)	3.74	4.23	4.54	4.88	5.28
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	17.23	15.71	14.19	12.34	10.91
资本公积增加	-53	0	0	0	0	P/B	2.85	2.52	2.35	2.19	2.02
现金净增加额	390	-511	659	376	368	EV/EBITDA	8.55	7.04	8.87	8.37	7.91

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

洪一

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

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。