

证券研究报告

公司研究——中报点评

龙净环保 (600388.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.4.13

吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003

联系电话: +86 10 83326720

邮箱: wuyi@cindasc.com

唐伊辰 研究助理

联系电话: +86 10 83326717

邮箱: tangyichen@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

电厂客户回款难度增加, 非电领域布局初见成效

2018年8月31日

事件: 8月29日, 龙净环保发布2018年半年报。2018年1-6月, 公司实现营业收入32.42亿元, 同比增加9.63%; 实现归母净利润2.51亿元, 同比增加11.00%; 实现基本每股收益0.23元。

点评:

- **电厂客户回款难度增加。**2018年上半年公司新增电力订单23亿元(含税), 期末在手非电订单为105亿元(含税)。公司中报披露, 随着电力行业新建机组和大机组的投标项目减少, 行业内低价中标盛行, 对公司未来的盈利和生存发展带来新的压力; 受发电量下降、煤价上涨等因素影响, 电厂用户资金紧张, 造成回款投入和资金成本上升, 公司将继续加强货款回笼管理, 以保证盈利质量。截止2018年6月末公司应收账款24.66亿元, 较去年同期增加4.53亿元。
- **钢铁超低排放来临, 非电领域布局初见成效。**公司中报披露, 2018年上半年, 干法脱硫事业部取得十多套钢铁企业超低排放项目以及二十多台套中小热电厂超低排放项目, 合同金额大幅增长; 冶金事业部中标一批冶金除尘项目, 取得了烧结机头SCR脱硝的突破, 新增合同创历史新高; 电控事业部重点推进非电市场营销工作, 中标一批非电行业电控改造项目。2018年上半年公司新增非电订单44亿元(含税), 期末在手非电订单为73亿元(含税)。
- **收购新大陆环保, 通过外延扩张开展大环保业务。**公司之全资子公司厦门龙净环保投资有限公司以现金方式分期收购福建新大陆环保科技有限公司100%股权, 首期92.5%的股权作价为21,275万元。新大陆环保主要从事紫外消毒设备等产品的生产、服务。股权转让过户手续已于2018年3月31日办理完毕。新大陆环保股权出让方承诺, 2017年净利润不低于2,000万元; 优蓝(平潭)股权投资合伙企业(有限合伙)承诺, 新大陆环保在2017、2018、2019年度净利润分别不低于2,000万元、2,500万元、3,000万元, 且回款率分别不低于75%、80%、83%。新大陆环保2017年经审计净利润为2,059.95万元, 股权出让方关于2017年度业绩的相关承诺已达到。2018年上半年新大陆环保净利润为1,183.96万元。
- **盈利预测及评级:** 基于公司最新股本, 我们预计公司2018-2020年EPS为0.71元、0.75元、0.80元。按照2018-08-30收盘价, 对应PE分别为15、14和13倍。由于公司应收账款增加较快, 控股股东质押率高, 下调至“持有”评级。
- **风险因素:** 非电领域政策不达预期; 电力客户回款难度加大; 公司负债率偏高; 控股股东质押公司股份比例高的风险。

公司报告首页财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,023.54	8,112.69	8,621.51	9,454.18	10,118.00
增长率 YoY %	8.56%	1.11%	6.27%	9.66%	7.02%
归属母公司净利润(百万元)	663.91	724.33	762.90	802.43	857.93
增长率 YoY%	18.52%	9.10%	5.32%	5.18%	6.92%
毛利率%	22.64%	24.69%	25.15%	25.08%	25.00%
净资产收益率 ROE%	17.54%	16.99%	15.91%	14.98%	14.36%
每股收益 EPS(元)	0.62	0.68	0.71	0.75	0.80
市盈率 P/E(倍)	17	16	15	14	13
市净率 P/B(倍)	2.81	2.49	2.22	1.99	1.79

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 8 月 30 日收盘价 10.52 元

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	12,879.71	12,854.82	13,746.08	14,577.14	15,738.70
货币资金	2,548.75	2,031.39	2,305.51	2,046.66	2,336.76
应收票据	1,323.00	1,362.68	1,448.15	1,588.01	1,699.51
应收账款	2,147.13	2,179.91	2,316.63	2,540.38	2,718.74
预付账款	408.73	332.80	351.48	385.82	413.33
存货	6,184.18	6,704.77	7,081.06	7,773.00	8,327.10
其他	267.93	243.26	243.26	243.26	243.26
非流动资产	1,753.74	1,738.47	3,404.50	3,327.79	3,282.49
长期投资	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,013.83	1,004.19	1,183.91	2,685.48	2,638.18
无形资产	376.93	387.56	368.34	349.12	329.90
其他	357.99	346.71	1,852.25	293.19	314.41
资产总计	14,633.45	14,593.28	17,150.57	17,904.93	19,021.19
流动负债	10,121.22	9,583.16	10,898.36	11,460.21	11,928.20
短期借款	21.38	18.35	768.35	368.35	68.35
应付账款	2,934.30	2,999.54	3,167.88	3,477.44	3,725.33
其他	7,165.55	6,565.26	6,962.12	7,614.42	8,134.52
非流动负债	448.03	443.89	1,143.89	743.89	743.89
长期借款	1.05	1.05	601.05	601.05	601.05
其他	446.98	442.84	542.84	142.84	142.84
负债合计	10,569.26	10,027.05	12,042.25	12,204.10	12,672.09
少数股东权益	60.69	41.14	44.83	48.72	52.87
归属母公司股东权益	4,003.51	4,525.10	5,063.50	5,652.11	6,296.24
负债和股东权益	14,633.45	14,593.28	17,150.57	17,904.93	19,021.19

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,023.54	8,112.69	8,621.51	9,454.18	10,118.00
同比	8.56%	1.11%	6.27%	9.66%	7.02%
归属母公司净利润	663.91	724.33	762.90	802.43	857.93
同比	18.52%	9.10%	5.32%	5.18%	6.92%
毛利率	22.64%	24.69%	25.15%	25.08%	25.00%
ROE	17.54%	16.99%	15.91%	14.98%	14.36%
每股收益(元)	0.62	0.68	0.71	0.75	0.80
P/E	17	16	15	14	13
P/B	2.81	2.49	2.22	1.99	1.79
EV/EBITDA	12.12	11.08	11.87	9.91	8.95

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,023.54	8,112.69	8,621.51	9,454.18	10,118.00
营业成本	6,206.88	6,110.00	6,452.90	7,083.47	7,588.40
营业税金及附加	74.80	75.15	79.86	87.57	93.72
营业费用	180.62	177.60	188.73	206.96	221.49
管理费用	834.88	870.90	956.99	1,049.41	1,123.10
财务费用	15.62	27.38	32.54	62.57	42.62
资产减值损失	64.68	56.56	66.66	73.54	90.84
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.12	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	647.17	874.11	922.15	968.99	1,036.16
营业外收入	179.71	2.67	2.60	2.60	2.60
营业外支出	10.17	3.03	4.19	3.32	3.51
利润总额	816.71	873.75	920.57	968.27	1,035.24
所得税	145.27	145.92	153.98	161.95	173.16
净利润	671.44	727.83	766.59	806.31	862.09
少数股东损益	7.53	3.51	3.69	3.88	4.15
归属母公司净利润	663.91	724.33	762.90	802.43	857.93
EBITDA	995.54	1,043.61	1,096.62	1,232.92	1,331.47
EPS (摊薄)	0.62	0.68	0.71	0.75	0.80

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	914.66	341.98	880.40	931.38	1,040.59
净利润	671.44	727.83	766.59	806.31	862.09
折旧摊销	123.11	119.94	119.15	176.87	231.20
财务费用	55.72	49.92	56.91	87.78	65.03
投资损失	-1.12	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	121.17	-603.30	-118.61	-201.59	-194.32
其它	-55.66	47.59	56.37	62.00	76.60
投资活动现金流	-141.36	-92.09	-1,774.88	-88.63	-171.65
资本支出	-156.14	-95.00	-1,774.88	-88.63	-171.65
长期投资	9.18	5.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.61	-2.10	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-382.86	-760.99	1,180.36	-1,089.82	-567.07
吸收投资	7.50	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-165.29	-503.00	1,450.00	-800.00	-300.00
支付利息或股息	225.07	256.61	269.64	289.82	267.07
现金净增加额	393.96	-510.34	274.11	-258.84	290.10

研究小组简介

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究，对于大固废、烟气治理、水务领域相关上市公司有较为深入的研究。

唐伊辰，研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属和环保行业研究。

环保行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
瀚蓝环境	600117.SH	东江环保	600139.SH	迪森股份	600311.SH	龙净环保	600362.SH	清新环境	600489.SH	中电环保	600516.SH
高能环境	600547.SH	先河环保	600549.SH	首创股份	600687.SH	格林美	600711.SH	雪迪龙	600988.SH	伟明环保	601600.SH

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。