

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

单季度新增订单回升, 关注非电领域业务拓展

——龙净环保(600388)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)
市场数据(2018-08-31)

发布日期: 2018年09月3日

收盘价(元)	10.40
一年内最高/最低(元)	18.98/10.13
沪深300指数	3334.5
市净率(倍)	2.46
流通市值(亿元)	111.18

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	4.27
每股经营现金流(元)	-0.26
毛利率(%)	25.42
净资产收益率_摊薄(%)	5.49
资产负债率(%)	71.44
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)调研简报: 主营业务增长平稳, 期待非电领域市场释放》 2018-05-21
- 2 《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
- 3 《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

事件:

公司发布18年中报, 上半年公司实现营业总收入32.42亿元, 同比增长9.63%; 归属于上市公司股东的净利润2.51亿元, 同比增长11%; 基本每股收益0.23元。同时, 公司公告, 拟使用不超过6000万元回购公司股票, 用于实施员工持股计划, 回购价格不超过11元/股。

点评:

- **非电领域拓展加速, 业绩增速符合预期。**18H1公司面临较为严峻的外部经营环境, 火电市场需求持续萎缩, 非电行业市场是否能够弥补火电市场需求尚存不确定。公司实现营业总收入32.42亿元, 同比增长9.63%, 增速较17Q3触底回升; 营收增长的主要原因为前期获取的火电厂超低排放改造及非电领域订单落地。值得注意的是, Q1、Q2公司新增订单23亿元、44亿元, 呈现逐步回升迹象, 二季度末公司在手订单178亿元, 重回近年来的高位。公司作为传统火电烟气治理领先企业, 上半年中标火电新建以及改造项目, 抓住钢铁行业和中小热电厂的超低排放改造市场机遇, 并拓展建材、冶金行业超低排放改造, 布局工业废水处理、土壤修复等领域。整体看, 公司在不利的市场环境中, 仍能保持稳健增长, 充分体现公司产品竞争力及管理水平。
- **经营活动现金流小幅改善。**18H1公司经营活动产生的现金流量净额-2.76亿元, 较同期有小幅改善。其中, 销售商品、提供劳务收到的现金28.29亿元, 购买商品、接受劳务支付的现金21.58亿元, 现金支出减少是现金流改善的主因。逐季度来看, 17Q4-18Q2公司预收款项分别为59.02亿元、61.85亿元、63.31亿元, 预付款项同期为3.33亿元、5.06亿元、4.95亿元, 体现为对上游的占款能力提升; 四季度为集中回款期, 预计下半年经营活动现金流持续好转。
- **毛利率小幅提升, 预计下半年有望维持。**18H1公司销售毛利率25.42%, 同比提升0.53个百分点, 盈利能力体现出一定的提升。主要的原因可能为钢铁、石化、水泥、有色、工业锅炉等非电领域较火电领域更为分散, 工况更为复杂, 公司相对议价能力相对较强。随着18年6月《打赢蓝天保卫战三年行动计划》印发, 深化污染源治理、推进非电领域的超低排放改造、实施VOCs专项治理方案等逐步落实, 对公司非电领域大气治理业务的持续拓展形成利好。预计公司销售毛利率维持稳中有升的趋势。
- **期间费用稳定增长, 未来是否持续尚待观察。**18H1三项费用合计5.23亿元, 同比增长16.66%, 高于收入增速7.03个百分点。其中, 销售费用0.86亿元, 同比增长15.22%; 管理费用4.15亿元, 同比增长14.36%;

财务费用 0.22 亿元，同比增长 106.29%。三项费用均稳定增长与业务规模扩张有关。值得关注的是财务费用同比增加较快，主要原因是公司短期借款相对于期初增加 7.58 亿元，长期借款增加 6 亿元。这主要受公司股权收购，对外投资增长影响。

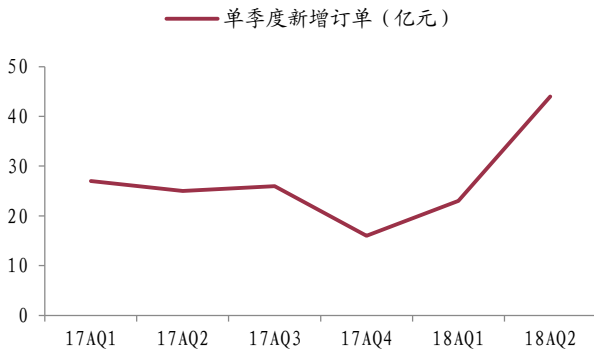
- **大股东拟增持、公司拟回购股票提振市场信心。**公司通过二级市场员工持股计划及大股东增持来提振投资者信心。其中，18 年 6 月 5 日，公司第五期员工持股计划通过二级市场购买 516.07 万股公司股票，购买均价 14.03 元/股；18 年 7 月 3 日，公司第一大股东龙净实业集团及关联方拟在 6 个月内通过二级市场增持不高于 2138 万股股票；18 年 8 月 28 日，公司拟在股东大会通过 6 个月内，通过集中竞价方式回购不超过 6000 万股股票，回购价格不超过 11 元/股，用于实施员工持股计划。公司通过回购股票、大股东增持等行动，一方面能够绑定管理层与公司利益一致、激发公司管理层的积极性；另一方面，有利于稳定市场预期，提振投资者信心。
- **维持公司“增持”投资评级。**预计公司 2018、19 年全面摊薄 EPS 分别为 0.74、0.84 元，按照 8 月 31 日 10.40 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 14.0 和 12.4 倍。目前公司估值水平较低，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：钢铁超净排放改造接近尾声，低价竞标毛利率下降；钢铁价格上升，生产成本增加；非电领域拓展不及预期；在手订单执行进度不及预期；大股东股权质押比例较高。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,023.5	8,112.7	9,121.1	10,512.1	12,208.7
增长比率	8.6%	1.1%	12.4%	15.3%	16.1%
净利润(百万元)	663.9	724.3	794.3	898.5	1,082.8
增长比率	18.5%	9.1%	9.7%	13.1%	20.5%
每股收益(元)	0.62	0.68	0.74	0.84	1.01
市盈率(倍)	16.7	15.3	14.0	12.4	10.3

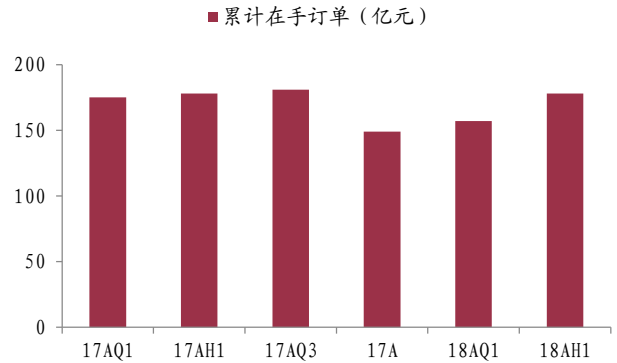
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 18Q2 公司季度新增订单量持续回升



资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 18H1 公司累计在手订单量重回高位



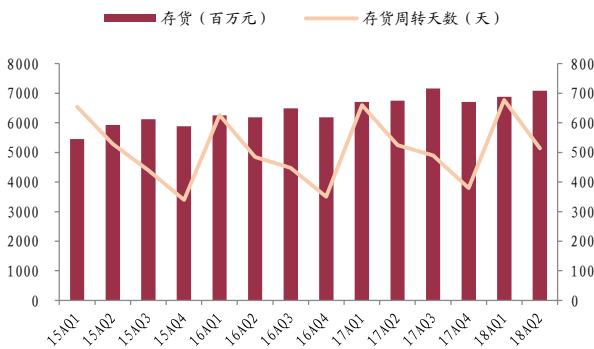
资料来源: 公司公告, 中原证券

表 1: 18H1 新增订单及累计在手订单结构

	18H1 新增订单 (亿元)	18H1 累计在手订单 (亿元)
电力行业	23	105
非电力行业	44	73
合计	67	178

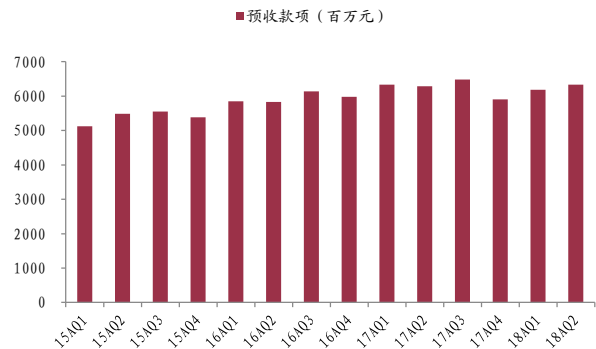
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 15-18 年公司存货余额及周转天数



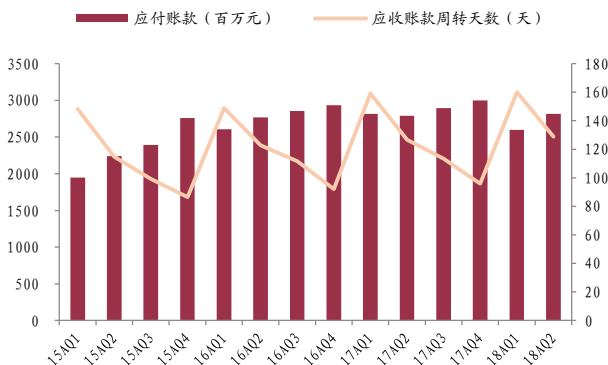
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 15-18 年公司预收账款余额



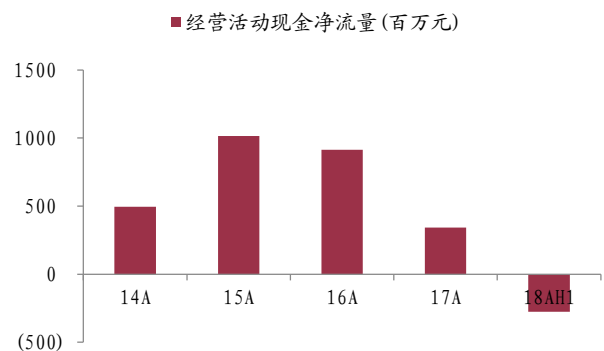
资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 15-18 年公司应付账款及周转天数



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 18H1 公司经营活动产生的现金净流量同比好转



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	9,121.1	10,512.1	12,208.7	成长性					
减: 营业成本	6,206.9	6,110.0	6,831.7	7,884.1	9,159.0	营业收入增长率	8.6%	1.1%	12.4%	15.3%	16.1%
营业税费	74.8	75.1	84.8	97.8	113.5	营业利润增长率	3.7%	35.1%	9.7%	13.1%	20.5%
销售费用	180.6	177.6	200.7	231.3	268.6	净利润增长率	18.5%	9.1%	9.7%	13.1%	20.5%
管理费用	834.9	870.9	968.7	1,116.4	1,296.6	EBITDA 增长率	2.2%	20.2%	18.3%	14.4%	15.7%
财务费用	15.6	27.4	21.0	42.6	8.6	EBIT 增长率	-0.9%	24.1%	19.2%	15.0%	16.7%
资产减值损失	64.7	56.6	55.0	55.0	55.0	NOPLAT 增长率	-3.4%	37.8%	8.7%	15.0%	16.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.2%	18.8%	11.1%	34.8%	-15.5%
投资和汇兑收益	1.1	-	-	-	-	净资产增长率	10.9%	12.4%	12.2%	12.2%	13.1%
营业利润	647.2	874.1	959.3	1,085.0	1,307.4	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	958.3	1,084.0	1,306.4	营业利润率	8.1%	10.8%	10.5%	10.3%	10.7%
减: 所得税	145.3	145.9	160.0	181.0	218.2	净利润率	8.3%	8.9%	8.7%	8.5%	8.9%
净利润	663.9	724.3	794.3	898.5	1,082.8	EBITDA/营业收入	9.6%	11.5%	12.1%	12.0%	11.9%
资产负债表	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	8.3%	10.1%	10.7%	10.7%	10.8%
货币资金	2,548.8	2,031.4	3,190.8	2,632.2	3,289.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	42	45	40	36	31
应收帐款	2,392.7	2,400.6	2,970.7	3,336.5	4,124.4	流动营业资本周转天数	32	44	56	71	69
应收票据	1,323.0	1,362.7	2,133.7	2,479.9	3,285.3	流动资产周转天数	552	571	602	633	633
预付帐款	408.7	332.8	502.2	461.4	658.0	应收帐款周转天数	104	106	106	108	110
存货	6,184.2	6,704.8	8,818.4	10,409.9	12,233.1	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	670	691	682
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	96	106	108	116	105
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%	15.6%	15.8%	16.8%
投资性房地产	59.5	168.0	168.0	168.0	168.0	ROA	4.6%	5.0%	4.1%	4.3%	4.3%
固定资产	1,013.8	1,004.2	1,033.9	1,044.4	1,030.7	ROIC	26.1%	34.5%	31.6%	32.7%	28.3%
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	19,346.1	21,007.8	25,225.7	财务费用率	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.1%
短期债务	21.4	18.4	900.0	705.5	-	三费/营业收入	12.9%	13.3%	13.0%	13.2%	12.9%
应付帐款	2,985.9	3,061.1	4,112.2	4,604.0	6,030.6	偿债能力					
应付票据	271.2	248.8	472.3	535.1	787.9	资产负债率	72.2%	68.7%	73.5%	72.6%	74.2%
其他流动负债	6,842.8	6,254.9	8,294.3	8,968.5	11,456.8	负债权益比	260.1%	219.6%	277.7%	265.6%	288.1%
长期借款	1.1	1.1	-	-	-	流动比率	1.27	1.34	1.28	1.31	1.29
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	0.64	0.60	0.62
负债总额	10,569.3	10,027.0	14,223.9	15,261.1	18,726.2	利息保障倍数	42.42	30.05	46.77	26.49	153.05
少数股东权益	60.7	41.1	45.1	49.6	55.1	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	0.26	0.31
留存收益	2,938.9	3,459.9	4,008.0	4,628.1	5,375.3	分红比率	30.6%	31.0%	31.0%	31.0%	31.0%
股东权益	4,064.2	4,566.2	5,122.2	5,746.8	6,499.5	股息收益率	1.8%	2.0%	2.2%	2.5%	3.0%
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	794.3	898.5	1,082.8	EPS(元)	0.62	0.68	0.74	0.84	1.01
加: 折旧和摊销	123.1	119.9	120.6	131.7	141.5	BVPS(元)	3.74	4.23	4.75	5.33	6.03
资产减值准备	64.7	56.6	-	-	-	PE(X)	16.7	15.3	14.0	12.4	10.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.8	2.5	2.2	2.0	1.7
财务费用	55.7	49.9	21.0	42.6	8.6	P/FCF	26.9	-59.7	8.0	-37.6	11.4
投资收益	-1.1	-	-	-	-	P/S	1.4	1.4	1.2	1.1	0.9
少数股东损益	7.5	3.5	4.0	4.5	5.4	EV/EBITDA	12.0	9.9	8.1	7.4	5.5
营运资金的变动	278.8	-651.4	-297.4	-1,020.4	568.2	CAGR(%)	10.4%	14.3%	12.5%	10.4%	14.3%
经营活动产生现金流量	914.7	342.0	642.5	56.9	1,806.6	PEG	1.6	1.1	1.1	1.2	0.7
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	3.2	2.8
融资活动产生现金流量	-382.9	-761.0	617.0	-515.5	-1,049.6	REP	1.6	1.0	1.0	0.7	0.9

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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者其他决定的唯一信赖依据。