

加快向非电领域转型，经营业绩符合预期 买入（维持）

2019 年 04 月 06 日

证券分析师 袁理

执业证号：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9,402	11,283	13,539	15,570
同比（%）	15.9%	20.0%	20.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	801	1,070	1,371	1,583
同比（%）	10.6%	33.5%	28.2%	15.4%
每股收益（元/股）	0.75	1.00	1.28	1.48
P/E（倍）	17.75	13.29	10.37	8.98

投资要点

- **事件：**18 年公司实现营收 94.02 亿元，同比增长 15.9%，主要系除尘器、配套设备及安装业务营收增长较快；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 10.62%；扣非归母净利润 7.03 亿元，同比增长 6.83%；加权平均 ROE 为 16.66%，同比减少 0.26pct，另公告拟每 10 股派发现金股利 1.7 元。
- **非电大气治理业绩增长，新兴业务取得突破。**2018 年煤电大气治理市场困难、非电大气治理市场持续向好，公司积极推动战略重心向非电行业转移，非电烟气治理业务异军突起，其他新兴业务取得突破，营收净利稳健增长，报告期内公司实现营业收入 94.02 亿元，同比增长 15.9%，归母净利润 8.01 亿元，同比增长 10.62%。主营业务合同也大幅增加，2018 年公司新增订单 130 亿元，较上年同期的 94 亿元增加 38.30%，订单结构也向非电领域转型，其中非电行业订单新增 83 亿元，占新增订单总额的 63.85%，电力行业订单 47 亿元。同时，公司积极拓展非气环保领域业务的新兴业务，130 亿元新增订单中新签 VOCS 合同 1.37 亿元，土壤修复合同 0.17 亿元，管带输送合同 3.04 亿元，工业污水处理合同 1.81 亿元。截至 2018 年末公司在手订单 172 亿元，是全年营收 94 亿元的 1.83 倍。
- **毛利率基本持平，财务费用增加较多。**2018 年公司毛利率为 24.08%，同比微降 0.61 个百分点。期间费用（加回研发费用）同比增长 14.02% 至 12.27 亿元，期间费用率下降 0.21 个百分点至 13.05%。其中，财务费用增加较多主要系报告期内外部融资增加，利息支出增加所致。
- **资产减值损失增加较多，ROE 减少 0.26 个百分点。**因往来款坏账和存货跌价损失增加，2018 年公司计提了 1.45 亿元资产减值损失，同比增加 155.54%。另外，销售净利率同比减少 0.4 个百分点至 8.57%，使得 ROE 减少 0.26 个百分点至 16.66%。
- **经营性现金流增长高于收入增速，投资性现金流净流出较快。**2018 年公司经营性现金净流入 4.14 亿元，同比增加 21.05%，高于收入增速 15.9%。投资性现金流方面，公司因对外投资增加，包括支付华泰保险股权投资首期款 14.12 亿元，投资性现金流净流出 16.92 亿元，去年同期数为净流出 9209 万元。
- **烟气治理领域优势明显，迎来非电治理红利可期。**公司作为大气治理行业的绝对龙头，在传统烟气治理领域优势明显。同时，非电治理领域里，龙头的马太效应不断增加。2018 年公司订单超预期增长 30% 以上，扭转了 2017 年的下滑，在成功度过火电治理低谷期后，迎来非电治理红利可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.00、1.28、1.48 元，对应 PE 为 13、10、9 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、原材料成本上升风险、行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.30
一年最低/最高价	7.44/15.69
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	14218.37

基础数据

每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	73.01
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)：业绩增长符合预期，非电行业订单加速落地》2018-10-25
- 2、《龙净环保 (600388)：新增订单趋势改善，股份回购彰显管理层信心》2018-08-30
- 3、《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

事件：

2018 年公司实现营业收入 94.02 亿元，同比增长 15.9%；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 10.62%；扣非归母净利润为 7.03 亿元，同比增长 6.83%；加权平均 ROE 为 16.66%，同比减少 0.26 个百分点，同时公告拟每 10 股派发现金股利 1.7 元。

点评：

非电大气治理业绩增长，新兴业务取得突破。在 2018 年煤电大气治理市场困难、非电大气治理市场持续向好的背景下，公司积极推动战略重心向非电转移，非电烟气治理业务异军突起，其他新兴业务取得突破，使得主营业务合同大幅增加，营收净利稳健增长。2018 年公司实现营业收入 94.02 亿元，同比增长 15.9%；归母净利润 8.01 亿元，同比增长 10.62%；毛利率基本持平，为 24.08%，同比微降 0.61 个百分点。其中四季度单季实现营业收入 37.45 亿元，同比增长 19.21%；归母净利润 2.71 亿元，同比增长 7.01%。

2018 年公司期间费用（加回研发费用）同比增长 14.02%至 12.27 亿元，期间费用率下降 0.21 个百分点至 13.05%。其中，销售、管理（加回研发费用）、财务费用同比分别增加 23.91%、增加 7.35%、增加 161.43%至 2.2 亿元、9.35 亿元、0.72 亿元；费用率分别上升 0.15、下降 0.79、上升 0.42 个百分点至 2.34%、9.95%、0.76%。其中，财务费用增加较多主要系报告期内外部融资增加，利息支出增加所致。

报告期内公司计提了 1.45 亿元资产减值损失，同比增加 155.54%。主要是往来款坏账及存货跌价损失增加所致，包含存货跌价损失 3892 万元，同比增加 68%，坏账损失 1.06 亿元，同比大幅增加 216%，其中，曲寨热电因无法继续履行和解协议计提坏账损失 3154 万元。

净利率略降，致加权平均 ROE 减少 0.26 个百分点至 16.66%。对 ROE 采用杜邦分析，2018 年公司销售净利率为 8.57%，同比减少 0.4 个百分点，总资产周转率为 0.56 保持不变，资产负债率为 73.01%，同比提高 4.3 个百分点。

分板块来看，除尘器、配套设备及安装营收占比最大，为 61.07%，2018 年该板块实现营收 57.42 亿元，同比增长 25.11%，毛利率 24.63%，同比减少 0.65 个百分点。脱硫、脱硝工程项目营收占比 41.54%，2018 年实现营收 29.82 亿元，毛利率 22.8%，同比减少 0.71 个百分点，两项业务营收占比合计 94.71%。

应收账款收入比上升，存货周转速度加快。2018 年公司应收款项为 46.31 亿元，同比增加 30.73%。其中，应收账款 29.69 亿元，同比增加 36.18%，应收账款周转天数上升 2.56 天至 98.57 天，应收账款/营业收入比为 31.58%，同比提高 4.71 个百分点。应收票据 16.63 亿元，同比增加 22.02%。存货 73.56 亿元，同比增长 9.71%，存货周转天数下降 25.17 天至 354.54 天。

贷款融资增长较快，货币资金充裕。为满足日益增长的日常经营需求和对外投资需求，2018 年公司外部贷款增加较多。截至 18 年底，公司长期借款余额 6.47 亿元，去年同期数为 105 万元；短期借款余额 15.45 亿元，去年同期余额为 1835 万元。货币资金余额 26.94 亿元，同比增加 32.61%，主要系合同量增加、抓紧执行订单导致销售回款增加和报告期外部融资增加所致。

经营性现金流增长高于收入高速。2018 年公司经营性现金净流入 4.14 亿元，同比增加 21.05%，主要系报告期内合同量增加导致预收款增加，税收返还增加，同时公司持续加强回款催收，贷款回笼增加。现金及等价物净增加 5.51 亿元，同比增长 207.94%。

对外投资增加，投资性现金流净流出较快。报告期内公司投资性现金流净流出 16.92 亿元，去年同期数为净流出 9209 万元，大幅增加的原因在于对外投资增加，包括提前建设可转债募投项目、预付华泰保险股权投资首期款 14.12 亿元及非同一控制下收购新大陆环保股权。

大气治理行业龙头，成功度过火电治理低谷期。2018 年全国火电投资规模大幅下降，为近十年来的最低水平，发电设备利用小时数处于较低水平。而同期的钢铁、水泥行业在供给侧改革的背景下，产品价格大幅回升，行业整体盈利较好。在此背景下，公司积极调整战略重心，电除尘与脱硝事业部最大限度抢抓传统电力市场，加大力度开拓国际市场和“一带一路”市场。干法脱硫团队紧抓钢铁烧结超低排放市场机遇，发挥“干法超净+”的技术优势，取得首钢京唐、唐钢集团等十几家钢铁烧结超低排放合同，并在石油催化裂化、玻璃窑炉、焦化脱硫脱硝等非电领域实现了新的突破。此外，公司在工业废水治理、VOCs 治理、烟气消白等新领域业务也逐渐打开局面。

订单结构向非电大气治理、非气环保领域转型。2018 年公司新增订单 130 亿元，较上年同期的 94 亿元增加 38.30%，订单结构也向非电领域转型，其中非电行业订单新增 83 亿元，占新增订单总额的 63.85%，电力行业订单 47 亿元。截至 2018 年末公司在手订单 172 亿元，是全年营收 94 亿元的 1.83 倍。同时，公司积极拓展非气环保领域业务的新兴业务，取得实质突破。全年新签 VOCS 合同 1.37 亿元，土壤修复合同 0.17 亿元，管带输送合同 3.04 亿元，工业污水处理合同 1.81 亿元（不含 2018 年收购的新大陆环保在本年新增的水处理合同）。

表 1：公司产品销售订单情况：亿元

年度新增订单（含税）			年末在手订单（含税）		
电力行业	非电行业	合计	电力行业	非电行业	合计
47	83	130	97	75	172

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

“守正拓新”巩固传统主业，拓展新业务成长。公司把“守正拓新”作为 2019 年发展的年度主题。首先，坚守环保主业，集中精力巩固大气治理的传统优势，最大限度获取市场份额；其次，整合资源，大力开拓非电烟气治理市场，争取全方位覆盖非电领域；最后，加快进入水治理、固废、土壤修复、生态保护等非气环保领域，为后续持续发展奠定基础。

烟气治理领域优势明显，迎来非电治理红利可期。公司作为大气治理行业的绝对龙头，在传统烟气治理领域优势明显。同时，非电治理领域里，龙头的马太效应不断增加。2018 年公司订单超预期增长 30% 以上，扭转了 2017 年的下滑，在成功度过火电治理低谷期后迎来非电治理红利可期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.00、1.28、1.48 元，对应 PE 为 13、10、9 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、原材料成本上升风险、行业竞争加剧

龙净环保三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,354	18,753	21,343	25,051	营业收入	9,402	11,283	13,539	15,570
现金	2,694	2,816	3,173	4,074	减:营业成本	7,138	8,688	10,371	11,927
应收账款	2,969	3,210	4,204	4,322	营业税金及附加	64	91	101	121
存货	7,356	9,757	10,671	12,821	营业费用	220	258	312	358
其他流动资产	2,336	2,971	3,295	3,834	管理费用	499	803	955	1,098
非流动资产	3,500	3,710	3,939	4,105	财务费用	72	75	64	52
长期股权投资	10	20	29	39	资产减值损失	145	108	132	155
固定资产	989	1,170	1,372	1,529	加:投资净收益	32	16	24	20
在建工程	89	121	149	159	其他收益	0	0	0	0
无形资产	439	435	436	437	营业利润	947	1,275	1,628	1,880
其他非流动资产	1,974	1,964	1,952	1,941	加:营业外净收支	-2	-4	-3	-2
资产总计	18,854	22,463	25,282	29,156	利润总额	945	1,271	1,625	1,877
流动负债	12,972	15,761	17,491	20,090	减:所得税费用	140	196	247	287
短期借款	1,545	1,545	1,545	1,545	少数股东损益	4	5	7	8
应付账款	3,213	4,348	4,678	5,702	归属母公司净利润	801	1,070	1,371	1,583
其他流动负债	8,213	9,867	11,267	12,842	EBIT	1,000	1,302	1,646	1,876
非流动负债	793	719	627	502	EBITDA	1,118	1,416	1,783	2,036
长期借款	647	573	480	355					
其他非流动负债	146	146	146	146	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	13,765	16,480	18,117	20,592	每股收益(元)	0.75	1.00	1.28	1.48
少数股东权益	40	45	52	60	每股净资产(元)	4.72	5.55	6.65	7.95
					发行在外股份(百万股)	1069	1069	1069	1069
归属母公司股东权益	5,049	5,938	7,113	8,504	ROIC(%)	11.1%	13.2%	14.8%	14.8%
负债和股东权益	18,854	22,463	25,282	29,156	ROE(%)	15.8%	18.0%	19.2%	18.6%
					毛利率(%)	24.1%	23.0%	23.4%	23.4%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	8.5%	9.5%	10.1%	10.2%
经营活动现金流	414	917	1,039	1,568	资产负债率(%)	73.0%	73.4%	71.7%	70.6%
投资活动现金流	-1,692	-308	-341	-306	收入增长率(%)	15.9%	20.0%	20.0%	15.0%
筹资活动现金流	1,819	-487	-340	-361	净利润增长率(%)	10.6%	33.5%	28.2%	15.4%
现金净增加额	551	122	357	901	P/E	17.75	13.29	10.37	8.98
折旧和摊销	118	114	136	159	P/B	2.82	2.39	2.00	1.67
资本开支	123	200	219	157	EV/EBITDA	12.70	9.78	7.53	6.10
营运资本变动	-683	-332	-516	-215					

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>