

龙净环保 (600388)

证券研究报告

2019年04月26日

非电业务拉动营收增长，期间费用率管控良好

事件：4月25日晚公司发布一季报，一季度实现营收16.29亿元，同比增长34.71%；实现归母净利润1.05亿元，同比增长11.89%。

点评：业绩符合预期，京唐钢铁验收拉动营收增长。2018年7月，公司与首钢京唐钢铁签订《炼铁部烧结脱硫脱硝改造工程总承包合同》，合同金额4.77亿元，此次工程主体为京唐钢铁炼铁部2×500m²烧结烟气脱硫脱硝的深度改造，目前该工程为京津冀最大规格烧结机超低排放升级改造工程。京唐钢铁是兼具国际先进技术和世界影响力的千万吨级大型钢铁企业，此次大型项目的中标也印证龙净环保在烟气治理非电领域的影响力和绝对优势。公司干法脱硫团队结合“干法超净+”技术，**还取得了唐钢集团、中铁装备、文丰钢铁等十几家钢铁烧结超低排放合同。**自主研发的干法脱硫集成气相COA、集成SCR钢铁烧结超低排放工艺技术，实现规模性成功投运。

毛利率略有下滑带动净利率微降1.26pct，财务费用率上升+管理费用率下降，期间费用率下降0.64pct，总体表现良好。2019Q1公司毛利率为23.81%，较去年同期略微下降1.59pct，净利率为6.48%，较去年同期微降1.26pct。2019Q1公司期间费用率为15.96%，其中管理费用（包含研发费用）率为10.24%，同比下降2.36pct，财务费用率为2.99%，同比上升1.39pct。财务费用上升的原因为借款增加带来的利息支出增加，且一季度一般利息收入较少。

资产负债率较去年底维持稳定，在手现金同比增长20%。2019Q1公司资产负债率为73.2%，同比上升3.89pct，而较去年底仅上升0.19pct，维持稳定。预收账款为68.86亿元，占负债比例为48.5%，仍然维持一个比较高的水平。2019Q1公司在手现金28.55亿元，同比增长19.7%，较去年底增长6%，维持充裕的现金水平。

新增订单28.91亿元，同比增长25%，新增非电行业订单金额占比63%。2019Q1公司新增订单总额为28.91亿元，较去年同期23.13亿元增长24.99%，其中非电行业新增18.14亿。在手订单为183.4亿元，较去年同期157亿元增长16.8%，较去年底增长11.4亿元，其中非电订单为83.4亿，电力行业为100亿。我们测算，2019Q1完成的非电订单金额约为9.7亿，超过完成的电力订单金额，拉动一季度营收增长。

盈利预测：我们看好非电市场放量，公司技术领先，拿单能力强，背靠阳光集团+拟发行18亿可转债推动业务发展，我们维持此前对2019-2020年的预测，预计2019-2021年归母净利润为9.05、10.22、11.17亿元，对应PE为14倍、13倍、12倍，维持“买入”评级。

风险提示：非电大气治理推行进度不及预期、获取订单能力下降、下游钢铁企业盈利状况恶化；可转债发行不成功

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,112.69	9,402.30	10,535.10	12,133.92	13,599.58
增长率(%)	1.11	15.90	12.05	15.18	12.08
EBITDA(百万元)	930.61	1,472.82	1,154.36	1,208.97	1,324.96
净利润(百万元)	724.33	801.22	905.19	1,022.37	1,116.85
增长率(%)	9.10	10.62	12.98	12.95	9.24
EPS(元/股)	0.68	0.75	0.85	0.96	1.04
市盈率(P/E)	17.73	16.02	14.18	12.56	11.50
市净率(P/B)	2.84	2.54	2.20	1.92	1.68
市销率(P/S)	1.58	1.37	1.22	1.06	0.94
EV/EBITDA	17.79	6.01	8.28	7.79	6.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.01元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,069.05
流通A股股本(百万股)	1,069.05
A股总市值(百万元)	12,839.29
流通A股市值(百万元)	12,839.29
每股净资产(元)	4.72
资产负债率(%)	73.01
一年内最高/最低(元)	15.95/7.44

作者

于夕蒙 分析师
SAC执业证书编号：S1110518050001
yuximeng@tfzq.com

何文雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110516120002
hewenwen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《龙净环保-年报点评报告:业绩符合预期，非电订单高增，看好大气治理龙头》2019-04-04
- 《龙净环保-首次覆盖报告:非电行业扬帆起航，大环保平台日趋成型》2019-02-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,031.39	2,693.79	3,032.23	2,901.11	4,062.82	营业收入	8,112.69	9,402.30	10,535.10	12,133.92	13,599.58
应收票据及应收账款	3,542.59	4,631.38	4,227.76	5,511.82	5,404.21	营业成本	6,110.00	7,138.15	8,002.46	9,277.60	10,430.88
预付账款	332.80	417.87	533.45	534.73	644.58	营业税金及附加	75.15	64.37	68.48	91.00	102.00
存货	6,704.77	7,355.60	8,709.17	10,114.19	10,870.27	营业费用	177.60	220.06	263.38	307.59	341.12
其他	243.26	255.25	422.11	287.20	485.48	管理费用	870.90	498.81	570.14	661.44	745.26
流动资产合计	12,854.82	15,353.90	16,924.72	19,349.05	21,467.36	研发费用	0.00	436.29	474.08	588.50	659.58
长期股权投资	0.00	9.76	9.76	9.76	9.76	财务费用	27.38	71.57	63.65	(40.61)	(47.66)
固定资产	1,004.19	989.18	995.44	1,006.54	1,007.55	资产减值损失	56.56	144.52	80.00	80.00	80.00
在建工程	80.46	88.61	89.17	101.50	90.90	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	387.56	438.93	415.31	391.69	368.08	投资净收益	0.00	31.77	1.00	1.00	1.00
其他	266.25	1,973.54	900.40	1,064.84	1,286.91	其他	(78.99)	(150.61)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
非流动资产合计	1,738.47	3,500.02	2,410.08	2,574.33	2,763.20	营业利润	874.11	947.37	1,013.92	1,169.39	1,289.41
资产总计	14,593.28	18,853.92	19,334.80	21,923.38	24,230.55	营业外收入	2.67	3.73	62.50	47.00	38.00
短期借款	18.35	1,545.31	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.03	6.18	6.92	6.71	5.55
应付票据及应付账款	3,248.34	3,660.90	4,354.99	5,002.63	5,352.57	利润总额	873.75	944.92	1,069.50	1,209.68	1,321.86
其他	6,316.46	7,765.71	8,758.57	9,880.72	10,898.50	所得税	145.92	139.51	157.86	181.45	198.28
流动负债合计	9,583.16	12,971.92	13,113.56	14,883.35	16,251.06	净利润	727.83	805.40	911.64	1,028.23	1,123.58
长期借款	1.05	646.64	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	3.51	4.19	6.45	5.86	6.73
应付债券	298.67	0.00	198.80	165.82	121.54	归属于母公司净利润	724.33	801.22	905.19	1,022.37	1,116.85
其他	144.16	146.45	146.62	145.75	146.28	每股收益(元)	0.68	0.75	0.85	0.96	1.04
非流动负债合计	443.89	793.09	345.42	311.57	267.82						
负债合计	10,027.05	13,765.01	13,458.98	15,194.92	16,518.88	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	41.14	39.61	46.06	51.92	58.65	成长能力					
股本	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	1,069.05	营业收入	1.11%	15.90%	12.05%	15.18%	12.08%
资本公积	468.83	473.56	473.56	473.56	473.56	营业利润	35.07%	8.38%	7.02%	15.33%	10.26%
留存收益	3,459.90	4,041.34	4,760.70	5,607.48	6,583.97	归属于母公司净利润	9.10%	10.62%	12.98%	12.95%	9.24%
其他	(472.67)	(534.65)	(473.56)	(473.56)	(473.56)	获利能力					
股东权益合计	4,566.24	5,088.91	5,875.81	6,728.46	7,711.67	毛利率	24.69%	24.08%	24.04%	23.54%	23.30%
负债和股东权益总	14,593.28	18,853.92	19,334.80	21,923.38	24,230.55	净利率	8.93%	8.52%	8.59%	8.43%	8.21%
						ROE	16.01%	15.87%	15.53%	15.31%	14.59%
						ROIC	34.49%	33.58%	30.11%	37.69%	32.43%
						偿债能力					
						资产负债率	68.71%	73.01%	69.61%	69.31%	68.17%
						净负债率	-37.52%	-3.97%	-43.69%	-37.85%	-47.85%
						流动比率	1.34	1.18	1.29	1.30	1.32
						速动比率	0.64	0.62	0.63	0.62	0.65
						营运能力					
						应收账款周转率	2.31	2.30	2.38	2.49	2.49
						存货周转率	1.26	1.34	1.31	1.29	1.30
						总资产周转率	0.56	0.56	0.55	0.59	0.59
						每股指标(元)					
						每股收益	0.68	0.75	0.85	0.96	1.04
						每股经营现金流	0.32	0.39	2.44	0.18	1.20
						每股净资产	4.23	4.72	5.45	6.25	7.16
						估值比率					
						市盈率	17.73	16.02	14.18	12.56	11.50
						市净率	2.84	2.54	2.20	1.92	1.68
						EV/EBITDA	17.79	6.01	8.28	7.79	6.08
						EV/EBIT	20.13	6.47	8.87	8.34	6.49

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	727.83	805.40	905.19	1,022.37	1,116.85
折旧摊销	119.94	117.68	76.80	80.18	83.21
财务费用	49.92	80.88	63.65	(40.61)	(47.66)
投资损失	0.00	(31.77)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(635.98)	(2,201.61)	1,561.25	(873.32)	126.68
其它	80.27	1,643.39	6.45	5.86	6.73
经营活动现金流	341.98	413.96	2,612.33	193.49	1,284.81
资本支出	(10.80)	294.10	59.83	80.88	49.47
长期投资	(5.00)	9.76	0.00	0.00	0.00
其他	(76.29)	(1,996.20)	(118.83)	(159.88)	(98.47)
投资活动现金流	(92.09)	(1,692.34)	(59.00)	(79.00)	(49.00)
债权融资	318.08	2,491.65	465.13	354.50	373.11
股权融资	(20.07)	(117.17)	4.37	47.53	54.58
其他	(1,059.00)	(555.80)	(2,684.40)	(647.64)	(501.79)
筹资活动现金流	(760.99)	1,818.68	(2,214.90)	(245.61)	(74.10)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(511.10)	540.30	338.43	(131.12)	1,161.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

