

龙净环保 (600388)

业绩降幅收窄订单环比改善，运营业务占比提升业务稳定性加强

买入 (维持)

2020 年 08 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 任逸轩

021-60199782

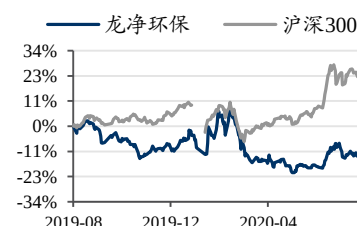
renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,935	10,935	12,357	13,592
同比 (%)	16.3%	0.0%	13.0%	10.0%
归母净利润 (百万元)	851	856	942	1,048
同比 (%)	6.2%	0.6%	10.0%	11.2%
每股收益 (元/股)	0.80	0.80	0.88	0.98
P/E (倍)	13.25	13.17	11.97	10.76

投资要点

- **事件:** 2020 年上半年公司实现营业收入 36.01 亿元, 同比下降 18.85%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比下降 26.75%; 扣非归母净利润 1.82 亿元, 同比下降 25.60%; 加权平均 ROE 同比下降 1.81pct, 至 3.52%。
- **业绩下滑幅度收窄, 20Q2 新增订单环比大幅改善。** 1) 业绩下滑幅度收窄: 20H1 实现营业收入 36.01 亿元, 同减 18.85%, 20Q2 实现营业收入 20.92 亿元, 同减 25.50%; 20H1 实现归母净利润 2.03 亿元, 同减 26.75%, 20Q2 实现归母净利润 1.35 亿元, 同减 21.69%; 20H1 实现扣非归母净利润 1.82 亿元, 同减 25.60%, 20Q2 实现扣非归母净利润 1.31 亿元, 同减 16.02%。业绩下滑幅度明显收窄。2) 20Q2 新增订单环比大幅改善: 20H1 新增订单 49.98 亿元, 同减 31.63%, 20Q2 新增订单 33.6 亿元, 环比大幅增长 105.31%。20H1 期末在手订单达到 208.63 亿元, 比上年末增加 6.99%, 同比增长 7.54%。在手订单充沛, 期待后疫情阶段公司新增订单持续恢复增长。
- **毛利率提升 1.65pct, 期间费用率上升 2.18pct。** 20H1 公司整体毛利率同比提升 1.65pct 至 23.20%, 主要系新增合同的毛利率积极攀升所致。20H1 公司期间费用率上升 2.18pct 至 16.25%, 销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.20pct、上升 1.49pct、上升 0.57pct、下降 0.08pct 至 2.63%、7.35%、4.56%、1.70%。
- **强化资金收支管理, 经营活动净现金流大幅回正。** 1) 公司各事业部采用更为谨慎的合同和收入确认制度, 加强应收账款的催收与管理。2020 年上半年公司经营活动现金流净额 0.25 亿元, 较去年同期-6.61 亿元大幅回正, 同比增加 103.78%; 2) 投资活动现金流净额-3.66 亿元, 同比下降 96.37%; 3) 筹资活动现金流净额 18.4 亿元, 同比增加 286.43%。
- **大气治理龙头, 内生外拓全方位环保服务。** 公司稳固大气治理龙头地位的同时, 积极开拓: 1) 固废治理: 垃圾焚烧发电及处置的能源子公司与工业危废的危废事业部, 目前已投资 5 个项目, 投资额近 40 亿; 2) 水污染治理: 依托龙头优势深挖现有客户需求, 电厂脱硫废水市场收获明显; 3) 土壤及生态修复: 工业场地污染修复和矿山修复两大重点方向均有收获。
- **收入结构改善运营占比提升, 业务稳定性持续性加强。** 随着公司垃圾焚烧发电项目和水处理业务投运, 20H1 公司运营类业务实现销售收入 1.5 亿元, 同比提升近 300%, 占公司业务收入/毛利比例已达 6%/9%。运营类业务占比提升进一步加强公司业务的稳定性与持续性, 公司已逐步形成“设备产品制造+工程建设服务+资产持续运营”并存的格局。
- **盈利预测:** 根据公司 20 年中报披露的经营情况, 预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.80/0.88/0.98 元, 对应 PE 为 13/12/11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.55
一年最低/最高价	8.11/11.55
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	11278.48

基础数据

每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	76.47
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): 营收大幅增长, 持续拓展新增订单》2019-11-02
- 2、《龙净环保 (600388): 营收业绩符合预期, 新增订单持续增长》2019-08-07

事件:

2020 年上半年公司实现营业收入 36.01 亿元, 同比下降 18.85%; 归母净利润 2.03 亿元, 同比下降 26.75%; 扣非归母净利润 1.82 亿元, 同比下降 25.60%; 加权平均 ROE 同比下降 1.81pct, 至 3.52%。

点评:

1. 业绩下滑幅度收窄, 20Q2 新增订单环比大幅改善

业绩下滑幅度收窄, 整体毛利率提升 1.65pct。2020 年上半年公司实现营业收入 36.01 亿元, 同比下降 18.85%, 主要系疫情影响上半年各项工作进度放缓所致, 其中 Q2 单季度实现营业收入 20.92 亿元, 同比下降 25.50%; 实现归母净利润 2.03 亿元, 同比下降 26.75%, 其中 Q2 单季度实现归母净利润 1.35 亿元, 同比下滑 21.69%; 实现扣非归母净利润 1.82 亿元, 同比下降 25.60%, 其中 Q2 单季度实现扣非归母净利润 1.31 亿元, 同比下降 16.02%。业绩下滑幅度收窄明显。整体毛利率同比提升 1.65pct 至 23.20%, 主要系新增合同的毛利率积极攀升所致。

在手订单充沛, 20Q2 新增订单环比大幅改善。2020 年上半年公司新增订单 49.98 亿元, 同比下滑 31.63%, 其中电力行业订单 16.91 亿元, 占比 33.83%, 同比下滑 28.86%, 非电行业订单 33.07 亿元, 占比 66.17%, 同比下滑 32.96%。公司在手订单充沛, 2020 年上半年期末在手订单达到 208.63 亿元, 比上年末增加 6.99%, 同比增长 7.54%, 其中电力行业订单 101.45 亿元, 占比 48.63%, 非电行业订单 107.18 亿元, 占比 51.37%, 单季度来看, 2020 年第二季度公司新增订单 33.6 亿元, 同比下滑 23.94%, 环比增长 105.31%。公司 20Q2 新增订单环比大幅改善, 期待后疫情阶段公司新增订单持续恢复增长。

表 1: 公司订单情况整理 (亿元)

报告期	本期新增订单 (含税)			期末在手订单 (含税)		
	电力行业	非电行业	合计	电力行业	非电行业	合计
2020H1	16.91	33.07	49.98	101.45	107.18	208.63
占比	33.83%	66.17%	100.00%	48.63%	51.37%	100.00%
同比	-28.86%	-32.96%	-31.63%	11.62%	3.95%	7.54%
2020Q2	11.18	22.43	33.61	101.45	107.18	208.63
占比	33.26%	66.74%	100%	48.63%	51.37%	100%
同比	-14.00%	-28.09%	-23.94%	11.62%	3.95%	7.54%
环比	95.11%	110.81%	105.31%	5.40%	6.75%	6.09%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

期间费用率上升 2.18pct。2020 年上半年公司期间费用同比减少 6.31%至 5.85 亿元，期间费用率上升 2.18pct 至 16.25%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 12.32%、增加 1.76%、减少 7.21%、减少 22.64%至 0.95 亿元、2.65 亿元、1.64 亿元、0.61 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.20pct、上升 1.49pct、上升 0.57pct、下降 0.08pct 至 2.63%、7.35%、4.56%、1.70%。

销售利润率下降使 ROE 同比降低 1.81pct。2020 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.81pct 至 3.52%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年上半年公司销售净利率为 5.68%，同比下降 0.69pct，总资产周转率为 0.16（次），同比下降 0.08（次），权益乘数从 19 年上半年的 3.70 上升至 20 年上半年的 4.06。

2. 资产负债率略有上升，净营业周期增加

资产负债率略升，净营业周期增加。2020 年上半年公司资产负债率为 76.47%，同比上升 3.90pct，较年初上升 3.25pct。2020 年上半年公司应收账款同比减少 7.90%至 28.36 亿元，应收账款周转天数同比增加 29.71 天至 152.35 天；存货同比增长 19.18%至 89.43 亿元，存货周转天数同比增加 161 天至 545.12 天；应付账款同比增长 8.3%至 36.2 亿元，应付账款周转天数同比增加 75.42 天至 244.91 天，使净营业周期同比增加 115.29 天至 452.57 天。

3. 强化资金收支管理，经营活动净现金流大幅回正

强化资金收支管理，经营活动净现金流大幅回正。1) 报告期间，公司各事业部采用更为谨慎的合同和收入确认制度，加强应收账款的催收与管理。2020 年上半年公司经营活动现金流净额 0.25 亿元，较去年同期-6.61 亿元大幅回正，同比增加 103.78%；2) 投资活动现金流净额-3.66 亿元，同比下降 96.37%，主要系本期购建长期资产支付的现金增加所致；3) 筹资活动现金流净额 18.4 亿元，同比增加 286.43%，主要系本期发行可转债收到现金增加所致。

4. 内生外拓全方位环保服务，运营占比提升业务稳定性加强

大气治理龙头，内生外拓全方位环保服务。公司是全球最大的大气除尘设备研发制造公司，大气治理相关产品产销量连续十余年位居行业第一，是大气治理绝对龙头。公

司在稳固大气治理行业龙头地位的同时，内生外拓积极发展固废治理、水污染治理和土壤及生态修复业务，并取得较好成效。**1) 固废治理：**独立成立的能源子公司负责垃圾焚烧发电及处置和独立建制危废事业部负责工业危废处置，目前已投资 5 个项目，投资额近 40 亿；**2) 水污染治理：**依托龙头优势深挖现有客户需求，电厂脱硫废水市场收获明显；**3) 土壤及生态修复：**确定工业场地污染修复和矿山修复两大重点方向均有收获。

收入结构改善运营占比提升，业务稳定性持续性加强。公司致力运营类业务投入和发展。随着公司垃圾焚烧发电项目和水处理业务投运，20H1 公司运营类业务实现销售收入 1.5 亿元，同比提升近 300%，占公司业务收入/毛利比例已达 6%/9%。运营类业务占比提升进一步加强公司业务的稳定性与持续性，提供稳定优质的现金流，为公司持续发展筑牢基石。公司已逐步形成“设备产品制造+工程建设服务+资产持续运营”并存的格局。

盈利预测与投资评级：根据公司 20 年中报披露的经营情况，我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.80/0.88/0.98 元，对应 PE 为 13/12/11 倍，维持“买入”评级

风险提示：工程项目建设进度不达预期、融资改善不达预期

龙净环保三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,012	16,573	20,763	19,741	营业收入	10,935	10,935	12,357	13,592
现金	2,720	1,932	3,144	2,293	减:营业成本	8,503	8,584	9,762	10,738
应收账款	3,260	2,969	4,070	3,672	营业税金及附加	85	80	93	101
存货	7,807	7,500	9,907	9,241	营业费用	270	263	301	329
其他流动资产	3,225	4,173	3,643	4,536	管理费用	577	877	991	1,090
非流动资产	4,571	4,699	5,012	5,289	财务费用	139	108	97	87
长期股权投资	111	211	310	410	资产减值损失	-71	71	75	77
固定资产	929	967	1,137	1,252	加:投资净收益	88	60	74	67
在建工程	542	461	419	375	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,006	1,090	1,190	1,308	营业利润	1,003	1,012	1,111	1,237
其他非流动资产	1,983	1,969	1,956	1,943	加:营业外净收支	1	-1	0	-1
资产总计	21,583	21,271	25,775	25,030	利润总额	1,004	1,010	1,111	1,236
流动负债	14,183	13,448	17,399	16,015	减:所得税费用	143	146	160	178
短期借款	2,042	2,042	2,042	2,042	少数股东损益	10	8	10	10
应付账款	3,905	3,281	4,891	4,098	归属母公司净利润	851	856	942	1,048
其他流动负债	8,236	8,125	10,466	9,875	EBIT	1,124	1,099	1,187	1,300
非流动负债	1,619	1,391	1,195	984	EBITDA	1,259	1,236	1,345	1,485
长期借款	1,170	942	746	535	重要财务与估值指标				
其他非流动负债	449	449	449	449		2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	15,802	14,839	18,595	16,999	每股收益(元)	0.80	0.80	0.88	0.98
少数股东权益	72	80	89	100	每股净资产(元)	5.34	5.94	6.63	7.42
归属母公司股东权益	5,709	6,352	7,091	7,932	发行在外股份(百万 股)	1069	1069	1069	1069
负债和股东权益	21,583	21,271	25,775	25,030	ROIC(%)	10.3%	9.5%	9.7%	10.0%
					ROE(%)	14.9%	13.4%	13.3%	13.2%
现金流量表 (百万 元)					毛利率(%)	22.2%	21.5%	21.0%	21.0%
	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.8%	7.8%	7.6%	7.7%
经营活动现金流	17	-167	2,096	41	资产负债率(%)	73.2%	69.8%	72.1%	67.9%
投资活动现金流	-580	-204	-398	-396	收入增长率(%)	16.3%	0.0%	13.0%	10.0%
筹资活动现金流	441	-417	-486	-496	净利润增长率(%)	6.2%	0.6%	10.0%	11.2%
现金净增加额	-119	-788	1,212	-851	P/E	13.25	13.17	11.97	10.76
折旧和摊销	135	137	158	185	P/B	1.98	1.78	1.59	1.42
资本开支	330	27	214	178	EV/EBITDA	9.78	10.53	8.64	8.27
营运资本变动	-1,119	-1,216	963	-1,223					

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>