

## 2020 年报&2021 一季报点评：一季报大增，运营占比提升结构改善

买入（维持）

2021 年 04 月 28 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

renyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,181	12,357	13,593	14,952
同比（%）	-6.9%	21.4%	10.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	703	1,006	1,109	1,227
同比（%）	-17.4%	43.1%	10.3%	10.6%
每股收益（元/股）	0.66	0.94	1.04	1.15
P/E（倍）	12.88	9.00	8.16	7.38

### 投资要点

- **事件：2020 年公司实现营业收入 101.81 亿元，同比减少 6.9%；归母净利润 7.03 亿元，同比减少 17.42%；扣非归母净利润 4.85 亿元，同比减少 27.71%，符合我们预期；加权平均 ROE 同比降低 3.56pct，至 12.33%。2021 年一季度公司实现营业收入 19.03 亿元，同比增长 26.14%；归母净利润 1.41 亿元，同比增长 108.02%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 187.51%；加权平均 ROE 同比提高 1.07pct，至 2.25%。**
- **疫情影响 2020 年业绩，毛利率保持稳定。**2020 年公司实现营收 101.81 亿元，同减 6.9%；归母净利润 7.03 亿元，同减 17.42%；扣非归母净利润 4.85 亿元，同减 27.71%，符合我们预期，主要系新冠疫情对公司业务开展的影响所致。2020 年整体毛利率 21.62%，同比略降 0.61pct。
- **运营收入大增 123%，收入结构改善质量提升。**分产品来看：1) **环保设备制造**：2020 年实现营收 95.82 亿元，同减 9.06%，毛利率同减 0.88pct 至 21.02%。2) **运营服务**：2020 年实现营收 3.88 亿元，同增 123.09%，毛利率同增 7.91pct 至 35.51%。3) **土壤修复**：2020 年实现营收 0.21 亿，同减 44.59%，毛利率同增 6.58pct 至 27.01%。4) **其他**：2020 年实现营收 1.89 亿，同增 1.87%，毛利率同减 13.77pct 至 23.28%。公司运营收入大增 123%/187%，2020 年运营收入毛利占比 3.81%/3.14%，同比提升 2.22pct/1.66pct。结构改善质量提升。
- **一季报业绩大增，表现亮眼。**2021 年一季度公司实现营收 19.03 亿元，同增 26.14%；归母净利润 1.41 亿元，同增 108.02%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同增 187.51%。不考虑疫情导致低基数影响，公司 2021 年一季度扣非归母净利润较 2019 年一季度基数增幅 60%以上，表现亮眼。
- **经营活动净现金流大幅增长，经营稳健发展质量高。**1) 2020 年公司经营活动现金流净额 20.94 亿元，去年同期仅为 0.16 亿，经营性净现金流大幅增长，经营稳健发展质量高；2) 投资活动现金流净额-24.62 亿元，同减 324.58%；3) 筹资活动现金流净额 6.16 亿元，同增 39.72%。
- **大气龙头内生外拓全方位环保服务，模式转变运营占比持续提升。**公司是大气治理行业龙头，随着中国 2030 年碳达峰、2060 年碳中和目标提出，大气治理有望释放新需求，打开新市场。公司在稳固大气治理行业龙头地位的同时发展固废治理、水污染治理和土壤及生态修复业务，并致力于运营类业务，报告期内，公司烟气治理领域实现模式革新，莱钢 BOO 项目投运成功开启烟气治理运营模式。随着在手项目建设完工，公司运营占比有望进一步提升，业务稳定持续性加强。
- **盈利预测：**考虑大气治理龙头有望受益碳中和，固废项目投产贡献增量，我们将 2021-2022 年归母净利润 9.4/10.5 亿元上调至 10.1/11.1 亿元，预计 2023 年归母净利润 12.3 亿元，我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.94/1.04/1.15 元，对应 9/8/7 倍 PE。公司致力运营转型，成长稳定性增强，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)	8.47
一年最低/最高价	8.08/11.50
市净率(倍)	1.49
流通 A 股市值(百万元)	9054.95

### 基础数据

每股净资产(元)	5.68
资产负债率(%)	73.87
总股本(百万股)	1069.06
流通 A 股(百万股)	1069.06

### 相关研究

- 1、《龙净环保（600388）：业绩增速转正单季度业绩高增 32%，经营活动净现金流大幅回正护航高质量发展》2020-11-01
- 2、《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》2020-08-23

## 事件:

2020 年公司实现营业收入 101.81 亿元, 同比减少 6.9%; 归母净利润 7.03 亿元, 同比减少 17.42%; 扣非归母净利润 4.85 亿元, 同比减少 27.71%, 符合我们预期; 加权平均 ROE 同比降低 3.56pct, 至 12.33%。

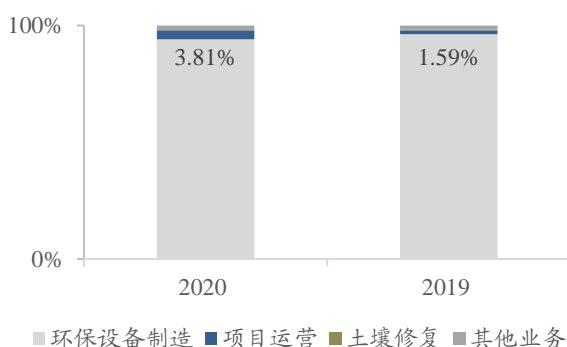
2021 年一季度公司实现营业收入 19.03 亿元, 同比增长 26.14%; 归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 108.02%; 扣非归母净利润 1.44 亿元, 同比增长 187.51%; 加权平均 ROE 同比提高 1.07pct, 至 2.25%。

## 1. 运营收入大增 123% 占比提升, 一季报业绩亮眼

**疫情影响 2020 年业绩, 毛利率保持稳定。**2020 年公司实现营业收入 101.81 亿元, 同比减少 6.9%; 归母净利润 7.03 亿元, 同比减少 17.42%; 扣非归母净利润 4.85 亿元, 同比减少 27.71%, 符合我们预期, 主要系新冠疫情对公司业务开展的影响所致。2020 年, 公司整体毛利率 21.62%, 毛利率稳定略降 0.61pct。

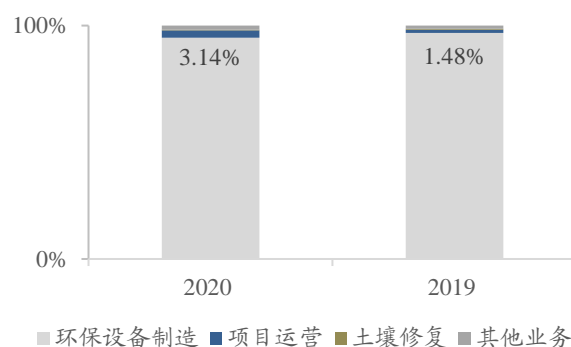
**运营收入大增 123%, 收入结构改善质量提升。**分产品来看: 1) **环保设备制造:** 2020 年实现营业收入 95.82 亿元, 同比减少 9.06%, 毛利率同比减少 0.88pct 至 21.02%。2) **运营服务:** 2020 年实现营业收入 3.88 亿元, 同比增长 123.09%, 毛利率同比上升 7.91pct 至 35.51%。3) **土壤修复:** 2020 年实现营业收入 0.21 亿, 同比下降 44.59%, 毛利率同比上升 6.58pct 至 27.01%。4) **其他:** 2020 年实现营业收入 1.89 亿, 同比上升 1.87%, 毛利率同比下降 13.77pct 至 23.28%。**公司运营收入大增 123%, 运营毛利大增 187%,** 2020 年公司运营收入占比 3.81%, 较 2019 年同比提升 2.22pct, 运营毛利占比 3.14%, 较 2019 年同比提升 1.66pct。公司业务转型运营服务, 结构改善质量提升。

图 1: 公司分产品营业收入占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 公司分产品毛利占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**在手订单充沛，结构优化非电订单占比提升。**2020 年公司新增订单 94.46 亿，其中电力行业订单 32.88 亿，占比 34.81%，非电行业订单 61.58 亿，占比 65.19%。新增订单结构中非电占比 65%以上，保持稳定。受疫情影响公司新增订单节奏有所放缓，公司期末在手订单达 186.02 亿，在手订单充沛，有力支撑公司发展。

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	合计
2020	32.88	61.58	94.46	186.02
占比	34.81%	65.19%	100%	100%
2019	49.03	99.37	148.40	194.80
占比	33.04%	66.96%	100%	100%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**期间费用率上升 1.26pct。**2020 年公司期间费用同比增长 1.94%至 14.76 亿元，期间费用率上升 1.26pct 至 14.5%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 5.87%、减少 2.34%、增加 4.35%、增加 26.97%至 2.54 亿元、5.64 亿元、4.82 亿元、1.76 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.03pct、上升 0.26pct、上升 0.51pct、上升 0.46pct 至 2.5%、5.54%、4.74%、1.73%。

**销售利润率下降致 ROE 有所下滑。**2020 年公司加权平均净资产收益率同比下降 3.56pct 至 12.33%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年公司销售净利率为 6.98%，同比下降 0.89pct，总资产周转率为 0.44 (次)，同比下降 0.1 (次)，权益乘数从 19 年的 3.76 上升至 20 年的 3.92。

**一季报业绩大增，表现亮眼。**2021 年一季度公司实现营业收入 19.03 亿元，同比增长 26.14%；归母净利润 1.41 亿元，同比增长 108.02%；扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 187.51%。不考虑疫情导致低基数影响，公司 2021 年一季度扣非归母净利润较 2019 年一季度基数增幅 60%以上，表现亮眼。

## 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 年公司资产负债率为 74.79%，同比上升 1.57pct。2020 年公司应收账款同比减少 18.23%至 26.66 亿元，应收账款周转天数同比增加 2.24 天至 104.77 天；存货同比增长 18.19%至 92.27 亿元，存货周转天数同比增加 63.28 天至 384.25 天；应付账款同比增长 2.63%至 40.08 亿元，应付账款周转天数同比

增加 27.82 天至 178.51 天，使净营业周期同比增加 37.69 天至 310.5 天。

### 3. 经营活动净现金流大幅增长，经营稳健发展质量高

**经营活动净现金流大幅增长，经营稳健发展质量高。**1) 2020 年公司经营活动现金流净额 20.94 亿元，去年同期仅为 0.16 亿，主要系上期收到的银行承兑汇票本期到期或背书支付，本期项目回款持续向好。公司经营性净现金流大幅增长，经营稳健发展质量高；2) 投资活动现金流净额-24.62 亿元，同比减少 324.58%，主要系本期并购台州德长，中滨、临港能源投资建设等运营资产增加所致；3) 筹资活动现金流净额 6.16 亿元，同比增加 39.72%，主要系本期发行 20 亿元可转债，同时公司减少短期借款所致。

### 4. 大气龙头内生外拓全方位环保服务，模式转变运营占比提升

**大气治理龙头有望受益碳中和，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，是大气治理行业龙头，随着中国 2030 年碳达峰、2060 年碳中和目标提出，大气治理有望释放新需求，打开新市场。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；**2) 水污染治理：**依托龙头优势深挖现有客户需求，工业水处理收获明显；**3) 土壤及生态修复：**业务取得突破，成功实施首个 5000 万以上的污染场地修复项目。

**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，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。报告期内，公司烟气治理领域实现模式革新，莱钢 BOO 项目投运成功开启烟气治理运营模式。随着在手项目建设完工，公司运营占比有望进一步提升，业务稳定持续性加强。

表 2: 公司运营类资产情况

业务类别	项目名称	投运时间（实际或预计）	项目状态
垃圾焚烧发电	临港项目	2020.9	试运营
	乐清项目	2019.6	运营中
	赵县项目	2021.5	建设期
	广南项目	2022.6	建设期
危废处置	陈庄项目	2021.11	建设期
	中滨项目	2021.8	建设期

	台州德长	2020.9	运营中
水处理	吴鑫绿科	2020.8	运营中
	晋开项目	2019.7	运营中
其他	新特 BOT	2013.5	运营中
	乌热电 BOT	2009.12	运营中
	莱钢项目	2020.5	运营中

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**盈利预测与投资评级：**考虑大气治理龙头有望受益碳中和，固废项目投产贡献增量，我们将 2021-2022 年归母净利润 9.4/10.5 亿元上调至 10.1/11.1 亿元，预计 2023 年归母净利润 12.3 亿元，我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.94/1.04/1.15 元，对应 9/8/7 倍 PE。公司致力运营转型，成长稳定性增强，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>19,392</b>	<b>23,608</b>	<b>24,954</b>	<b>29,836</b>	<b>营业收入</b>	<b>10,181</b>	<b>12,357</b>	<b>13,593</b>	<b>14,952</b>
现金	2,737	4,688	5,311	7,629	减:营业成本	7,979	9,515	10,466	11,513
应收账款	3,566	3,396	4,262	4,162	营业税金及附加	80	93	105	115
存货	9,227	11,085	11,258	13,319	营业费用	254	301	335	369
其他流动资产	3,862	4,440	4,123	4,727	管理费用	564	664	734	813
<b>非流动资产</b>	<b>5,739</b>	<b>6,009</b>	<b>6,144</b>	<b>6,309</b>	研发费用	482	560	611	686
长期股权投资	109	106	102	99	财务费用	176	141	170	119
固定资产	1,456	1,646	1,697	1,739	资产减值损失	37	62	59	70
在建工程	272	260	231	214	加:投资净收益	27	27	27	27
无形资产	1,202	1,311	1,440	1,596	其他收益	123	109	116	116
其他非流动资产	2,700	2,687	2,673	2,661	资产处置收益	88	43	65	54
<b>资产总计</b>	<b>25,130</b>	<b>29,617</b>	<b>31,098</b>	<b>36,145</b>	<b>营业利润</b>	<b>843</b>	<b>1,200</b>	<b>1,320</b>	<b>1,464</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,514</b>	<b>18,721</b>	<b>18,770</b>	<b>22,221</b>	加:营业外净收支	14	3	4	5
短期借款	1,179	1,179	1,179	1,179	<b>利润总额</b>	<b>857</b>	<b>1,203</b>	<b>1,324</b>	<b>1,469</b>
应付账款	4,008	5,428	4,952	6,466	减:所得税费用	146	189	205	230
其他流动负债	10,327	12,114	12,638	14,576	少数股东损益	8	8	10	12
<b>非流动负债</b>	<b>3,280</b>	<b>3,738</b>	<b>4,255</b>	<b>4,808</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>703</b>	<b>1,006</b>	<b>1,109</b>	<b>1,227</b>
长期借款	2,740	3,198	3,715	4,269	EBIT	1,027	1,359	1,473	1,610
其他非流动负债	539	539	539	539	EBITDA	1,228	1,559	1,702	1,865
<b>负债合计</b>	<b>18,794</b>	<b>22,459</b>	<b>23,024</b>	<b>27,029</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	139	148	158	170	每股收益(元)	0.66	0.94	1.04	1.15
归属母公司股东权益	6,197	7,010	7,916	8,946	每股净资产(元)	5.54	6.30	7.15	8.11
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,130</b>	<b>29,617</b>	<b>31,098</b>	<b>36,145</b>	发行在外股份(百万股)	1069	1069	1069	1069
					ROIC(%)	14.0%	20.5%	19.2%	23.2%
					ROE(%)	11.2%	14.2%	13.9%	13.6%
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	21.6%	23.0%	23.0%	23.0%
经营活动现金流	2,094	2,059	655	2,308	销售净利率(%)	6.9%	8.1%	8.2%	8.2%
投资活动现金流	-2,462	-399	-272	-339	资产负债率(%)	74.8%	75.8%	74.0%	74.8%
筹资活动现金流	616	292	241	349	收入增长率(%)	-6.9%	21.4%	10.0%	10.0%
现金净增加额	236	1,951	623	2,318	净利润增长率(%)	-17.4%	42.7%	10.3%	10.7%
折旧和摊销	200	200	229	256	P/E	12.88	9.00	8.16	7.38
资本开支	786	274	139	168	P/B	1.53	1.34	1.18	1.04
营运资本变动	1,083	775	-771	775	EV/EBITDA	8.97	6.22	5.69	4.32

注: 2021-2023 年发行在外股本以 14.76 亿可转债全部转股计算

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>