

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年10月30日
市场数据

目前股价	10.1
总市值（亿元）	107.97
流通市值（亿元）	107.97
总股本（万股）	106,905
流通股股本（万股）	106,905
12个月最高/最低	11.55/8.11

分析师

分析师：于夕朦 S1070520030003

☎ 010-88366060-8831

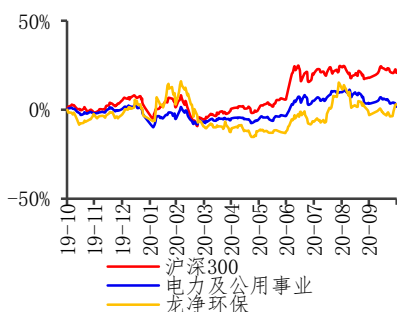
✉ yuximeng@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

疫情影响消退归母净利润实现正增长，固废项目明年进入密集投产期

——龙净环保（600388）公司三季度报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9402	10935	11014	12691	14249
(+/-%)	15.9%	16.3%	0.7%	15.2%	12.3%
净利润（百万元）	801	851	891	1116	1348
(+/-%)	10.6%	6.2%	4.7%	25.3%	20.8%
摊薄 EPS（元/股）	0.75	0.80	0.83	1.04	1.26
PE	13.5	12.7	12.1	9.7	8.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

疫情影响消退归母净利润实现正增长，经营性现金流净额大幅改善

- 公司发布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 69.66 亿元，同比下降 11.43%；实现归母净利润 5.73 亿元，同比增长 2.72%；实现扣非归母净利润 5.04 亿元，同比下降 1.88%；ROE（平均）为 9.73%，较去年同期减少 0.83pct，这是由于公司资产增长导致的。业务毛利率提升 2.2pct 至 23.2%，盈利质量逐渐提升。随着新冠疫情影响逐渐消退，公司业绩持续修复，前三季度单季归母净利润同比增速分别为-35.1%、-21.69%、31.78%，呈稳步增长态势。报告期内公司经营活动产生现金流净额为 5.41 亿元，比去年同期增长了 11.6 亿元，现金流情况大幅改善。

前三季度新增大气订单 72 亿元，充足的在手订单保证核心业务的稳定性

- 前三季度公司新增大气治理订单 72.02 亿元，其中电力行业订单 25.81 亿元，非电行业订单 46.21 亿元，新增非电订单占比达 64.2%。截至 2020 三季度，公司期末在手合同金额为 196.88 亿元，其中电力行业和非电行业占比基本持平。整体看公司大气业务结构布局均衡，市场份额稳定，充足的在手订单金额保障了公司核心业务的稳定性。

内生培育+外延并购快速发展非气业务，预计明年多个项目陆续投运

- 近日公司中标《广南县垃圾焚烧发电厂特许经营项目》并签署协议书，项目采取 BOT 合作模式，合作期限为 30 年，设计产能为 600 吨+600 吨（远期预留）。广南县项目的中标标志着公司在固废领域内生培育上的突破。今年 8 月公司发布公告出资收购台州德长，台州德长设计产能 9 万吨/年，其中 6 万吨在运，3 万吨已于今年 8 月份进入试运营，预计台州德长 2021 年净利润水平不低于 0.5 亿元。公司明年将有 4 个固（危）废项目投运，固废板块业绩增长确定性高。鉴于公司目前正积极开拓非气业务，期待未来将有更多固废项目落地。

- **投资建议：**大气治理龙头，非电治理领域优势明显，积极转型环境综合

服务公司初见成效，维持“推荐”评级。中短期看，非电行业市场广阔，公司依靠着领先的技术有望在非电市场划分到比电力治理时代更大的蛋糕，维持大气业务的增长。公司4个固废项目预计在明年投产，叠加固废行业不断上升的行业景气度，非气环保板块业绩增长确定性高。长期看，公司以大气治理业务为基础，凭借以创新为核的战略以及良好的管理能力，有望成功转型全国性的环境综合服务商，届时非气环保业务规模会有明显增长，并形成协同效应，未来业绩值得期待。我们预计公司2020至2022年实现归母净利润8.9亿元、11.2亿元、13.5元，对应PE 12.1x、9.7x、8.0x，维持推荐评级。

- **风险提示：**新冠疫情出现反复；在建项目投产进度不及预期；政策风险；市场竞争加剧风险；毛利率下滑。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9402.30	10935.03	11014.13	12690.70	14249.38	成长性					
营业成本	7138.15	8503.06	8470.78	9662.87	10800.57	营业收入增长	15.9%	16.3%	0.7%	15.2%	12.3%
销售费用	220.06	269.86	264.34	310.92	341.99	营业成本增长	16.8%	19.1%	-0.4%	14.1%	11.8%
管理费用	498.81	577.34	600.27	710.68	783.72	营业利润增长	8.4%	5.9%	8.1%	25.3%	20.8%
研发费用	436.29	462.09	462.59	533.01	598.47	利润总额增长	8.1%	6.3%	8.1%	25.3%	20.8%
财务费用	71.57	138.61	130.60	162.05	162.04	净利润增长	10.6%	6.2%	4.7%	25.3%	20.8%
其他收益	87.21	116.51	115.20	120.00	135.00	盈利能力					
投资净收益	31.77	87.73	-9.72	15.28	42.28	毛利率	24.1%	22.2%	23.1%	23.9%	24.2%
营业利润	947.37	1003.36	1084.93	1359.61	1642.13	销售净利率	8.6%	7.9%	8.2%	8.9%	9.6%
营业外收支	-2.45	0.90	0.90	0.90	0.90	ROE	15.8%	14.9%	13.9%	15.3%	16.0%
利润总额	944.92	1004.27	1085.83	1360.52	1643.03	ROIC	23.9%	18.3%	16.9%	18.5%	20.9%
所得税	139.51	143.42	184.59	231.29	279.32	营运效率					
少数股东损益	4.19	9.81	10.27	12.87	15.55	销售费用/营业收入	2.3%	2.5%	2.4%	2.5%	2.4%
净利润	801.22	851.03	890.97	1116.36	1348.17	管理费用/营业收入	5.3%	5.3%	5.5%	5.6%	5.5%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.6%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
					(百万)	财务费用/营业收入	0.8%	1.3%	1.2%	1.3%	1.1%
流动资产	15353.90	17011.75	17858.76	22580.46	23390.13	投资收益/营业利润	3.4%	8.7%	-0.9%	1.1%	2.6%
货币资金	2693.79	2719.99	3304.24	3148.74	3832.64	所得税/利润总额	14.8%	14.3%	17.0%	17.0%	17.0%
应收票据及应收账款合计	4631.38	3769.34	3114.49	3745.35	3562.03	应收账款周转率	2.30	2.60	3.20	3.70	3.90
其他应收款	196.42	252.97	297.74	336.80	375.67	存货周转率	1.02	1.12	1.05	1.10	1.16
存货	7355.60	7806.55	8328.27	9240.58	9381.08	流动资产周转率	0.67	0.68	0.63	0.63	0.62
非流动资产	3500.02	4571.26	4460.50	4491.93	4448.88	总资产周转率	0.56	0.54	0.50	0.51	0.52
固定资产	989.18	929.12	1075.02	1186.56	1251.71	偿债能力					
资产总计	18853.92	21583.01	22319.26	27072.40	27839.01	资产负债率	73.0%	73.2%	71.0%	72.7%	69.3%
流动负债	12971.92	14183.03	14415.88	18570.08	18309.74	流动比率	1.18	1.20	1.24	1.22	1.28
短期借款	1545.31	2041.93	2678.14	2678.14	2678.14	速动比率	0.58	0.61	0.47	0.39	0.42
应付款项	3660.90	4412.73	3630.25	5544.61	4710.49	每股指标 (元)					
非流动负债	793.09	1618.96	1434.92	1118.45	995.49	EPS	0.75	0.80	0.83	1.04	1.26
长期借款	646.64	1169.67	1028.86	920.13	791.84	每股净资产	4.72	5.34	5.97	6.82	7.88
负债合计	13765.01	15801.99	15850.80	19688.52	19305.23	每股经营现金流	0.63	0.31	0.43	0.66	1.19
股东权益	5088.91	5781.02	6468.45	7383.87	8533.78	每股经营现金/EPS	0.84	0.39	0.52	0.63	0.94
股本	1069.05	1069.05	1069.05	1069.05	1069.05	估值					
留存收益	3567.79	4159.31	4834.12	5679.65	6700.75	PE	13.48	12.69	12.12	9.67	8.01
少数股东权益	39.61	71.60	81.87	94.74	110.29	PEG	1.05	1.47	1.64	0.81	0.48
负债和权益总计	18853.92	21583.01	22319.26	27072.40	27839.01	PB	2.14	1.89	1.69	1.48	1.28
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	10.01	9.88	9.26	7.43	5.85
经营活动现金流	413.96	16.52	460.63	705.45	1269.15	EV/SALES	1.15	1.08	1.07	0.92	0.76
其中营运资本减少	-274.57	-720.53	-680.02	-723.93	-386.11	EV/IC	1.40	1.26	1.11	1.04	0.89
投资活动现金流	-1692.34	-579.76	-42.50	-165.26	-81.11	ROIC/WACC	4.10	3.14	2.90	3.09	3.41
其中资本支出	123.07	330.08	-42.90	48.89	-45.67	REP	0.34	0.40	0.38	0.34	0.26
融资活动现金流	1818.68	440.85	166.13	-695.69	-504.14						
净现金总变化	550.89	-118.82	584.25	-155.50	683.90						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>