

ST 龙净(600388)

报告日期: 2023 年 04 月 09 日

强力开拓新能源

——龙净环保更新报告

投资要点

□ 龙净环保核心逻辑

大气污染治理设备龙头进入“风光储”行业，大储业务开拓能力有望超预期，驱动业绩超预期。

□ 超预期逻辑

市场预期: 龙净环保作为大气污染治理设备龙头，跨行进入“风光储”行业，与原有业务相距甚远，可能无法产生协同效应。

我们的观点: 1) **风光业务:** 紫金矿业作为国内矿业企业龙头，全球布局多品种、大体量矿山项目，采选冶各环节均需要消耗大量能源，更需要提升自身 ESG 评级，因此对于风电、光伏等绿色能源存在巨大且稳定的需求量。紫金矿业所需 3GW 以上清洁能源项目，交由龙净环保子公司“紫金龙净”建设、运营。我们认为项目建成后，风光项目运营的属性能够为公司带来稳定的利润，提升公司盈利能力。2) **储能业务:** 公司储能业务的开展预计会选择成熟的技术团队及业内知名企业合作，如量道（厦门）及蜂巢能源，龙净与合作方共同协作，发挥自身优势来开拓储能市场。我们认为公司在储能业务的优势有以下几方面：A) 储能电芯最重要的原材料：锂，可以由大股东紫金矿业提供销售，其在建的 5 万吨磷酸铁锂正极材料产能，是公司储能电芯成本占比近 30% 的原材料，可以平抑价格波动风险，减少原材料质量、供应等问题所带来的不确定性，提升公司储能产品竞争力。B) 公司大气污染治理业务覆盖全国 90% 以上的中国电力企业，过往 50 余年经营往来所积累的合作经验、公司口碑和双方信任度等是公司的隐形优势。为打开公司储能电芯、系统的销售渠道，保证公司储能业务顺利放量，提升公司盈利能力提供一定的支持。C) 与成熟技术团队合作，对公司储能电芯、Pack、系统的产品质量有足够保障，并且公司自身拥有电控事业部，与储能业务有重合性，可以提供一定技术支持。

□ 业绩增长驱动因素

1) **环保业务保持在国内存量市场的绝对优势，努力实现两位数增长。** 根据北京大学能源研究院发布《加速推动中国典型五省的煤电转型和优化发展》，统计指出 2022 年 1-11 月，国内新核准煤电装机达 6524 万千瓦，超过 2021 年核准总量的三倍。以每百万千瓦对应 2 亿元大气污染治理设备合同订单计算，将在未来 2-3 年内带来合计近 130 亿元市场扩容。龙净环保作为该领域龙头企业，将充分受益，环保主业未来增长得到保证。

2) **风光项目推进顺利，加速落地；储能电芯和电池项目产线建设稳步推进，静待花开结果。** ① 风光业务：2023 年 1 月初公司举行多宝山 200MW 风光项目、塞尔维亚光伏和圭亚那光伏项目签约，顺利推进风光项目建设。② 储能业务：2022Q4 公司陆续公告 5GWh 磷酸铁锂储能电芯项目、6GWh 储能系统项目及 5GWh 储能模组 Pack 和系统集成项目。三大项目建成投产后，公司将形成从电芯到储能系统的完整产品技术链，从而基本覆盖储能产业链中游业务环节，形成具备行业竞争力的产业链优势，为公司打造第二增长极奠定基础。

□ 检验与催化

- 1、检验指标：储能业务中标情况；风光项目建设进度
- 2、可能催化剂：大储中标订单、风光项目建成投产释放利润

□ 研究价值

(1) **与众不同的认识：市场认为：公司储能业务开拓困难，营收贡献有限。我们认为：公司传统主业的技术和市场积累能够帮助公司打开储能市场。** 公司 50 余年发展历史，长期坚持“技高一筹”战略，以创新驱动作为核心驱动力，具备很强的技术能力。并且公司能在竞争激烈的大气污染治理设备领域突出重围，做到龙头地位，也可见公司业务开拓能力之强。

投资评级：买入(维持)

分析师：施毅

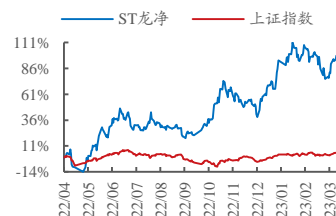
执业证书号：S1230522100002

shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 18.33
总市值(百万元)	19,793.48
总股本(百万股)	1,079.84

股票走势图



相关报告

1 《紫金矿业入主，带来新能源新机会——龙净环保深度报告》 2023.01.04

(2) **与前不同的认识:** 以前认为公司作为新进入储能行业的竞争者, 市场开拓会遇到阻碍。现在认为公司环保主业所积累的客户资源、销售渠道会帮助公司打开销售局面。

□ 盈利预测与估值

环保主业迎来市场扩容, 风光储项目顺利推进, 静待花开结果。 因此我们预计 2023-2025 年公司环保业务营业收入增长率分别为 10%/12%/12%, 毛利率预计为 24.3%/24.3%/24.6%。2023-2025 年新能源业务的营收分别为 6.3/28.8/83.7 亿元。

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 136.4/174.9/246.6 亿元, 分别同比增长 14.9%/28.2%/41%; 归母净利分别为 11.7/16.6/22.9 亿元, 分别同比增长 46.0%/41.7%/37.8%。根据我们以上假设所得到的公司盈利预测, 当前公司市值对应 2023-2025 年 PE 估值为 16.9/11.9/8.6 倍 (截至 2023 年 4 月 7 日收盘)。

□ 风险提示

ST 摘帽进度或受到不可控因素影响, 而导致延期, 影响公司后续发展; 疫情反复, 影响公司生产及工程进度, 进而导致公司营收增长不及预期; 公司储能产品市场开拓不及预期, 进而导致公司未来成长性不及预期; 公司风电、光伏资源开发、建设不及预期, 进而导致公司未来成长性不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,880	13,644	17,485	24,655
(+/-) (%)	5.16%	14.85%	28.15%	41.01%
归母净利润	804	1,174	1,663	2,292
(+/-) (%)	-35.09%	45.97%	41.69%	37.80%
每股收益(元)	0.74	1.09	1.54	2.12
P/E	24.61	16.86	11.90	8.63

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,492	19,199	22,179	26,274
现金	1,970	2,362	2,237	2,257
交易性金融资产	417	139	186	247
应收账款	3,732	3,606	5,010	6,063
其它应收款	1,518	819	437	616
预付账款	386	460	585	818
存货	7,422	8,461	10,504	13,067
其他	3,045	3,351	3,219	3,205
非流动资产	7,927	9,096	10,200	11,306
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	40	86	78	68
固定资产	2,202	2,700	3,178	3,616
无形资产	2,645	3,102	3,665	4,157
在建工程	1,005	927	1,142	1,313
其他	2,035	2,280	2,138	2,151
资产总计	26,418	28,294	32,379	37,580
流动负债	14,434	15,224	17,618	20,491
短期借款	723	1,070	1,194	907
应付款项	5,253	5,871	7,464	10,650
预收账款	89	102	133	185
其他	8,370	8,181	8,826	8,748
非流动负债	4,407	4,305	4,323	4,345
长期借款	1,864	1,864	1,864	1,864
其他	2,543	2,441	2,459	2,481
负债合计	18,841	19,529	21,941	24,836
少数股东权益	187	193	202	215
归属母公司股东权益	7,390	8,573	10,236	12,528
负债和股东权益	26,418	28,294	32,379	37,580

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	835	1,324	1,577	1,956
净利润	809	1,181	1,673	2,305
折旧摊销	361	263	315	357
财务费用	175	264	264	255
投资损失	(61)	(50)	(55)	(56)
营运资金变动	(424)	942	1,198	1,663
其它	(25)	(1,276)	(1,817)	(2,568)
投资活动现金流	(47)	(745)	(1,634)	(1,439)
资本支出	(546)	(579)	(890)	(847)
长期投资	67	(26)	(5)	12
其他	433	(140)	(739)	(604)
筹资活动现金流	(1,037)	(187)	(67)	(497)
短期借款	(449)	347	124	(287)
长期借款	(42)	0	0	0
其他	(546)	(534)	(191)	(210)
现金净增加额	(249)	392	(125)	20

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,880	13,644	17,485	24,655
营业成本	9,101	10,374	13,130	18,668
营业税金及附加	79	97	123	171
营业费用	263	307	402	567
管理费用	651	744	962	1,282
研发费用	529	669	892	1,233
财务费用	175	264	264	255
资产减值损失	313	41	26	37
公允价值变动损益	2	2	1	0
投资净收益	61	50	55	56
其他经营收益	108	148	149	139
营业利润	941	1,350	1,891	2,637
营业外收支	(3)	(2)	(5)	(3)
利润总额	938	1,348	1,886	2,634
所得税	129	167	214	329
净利润	809	1,180	1,672	2,305
少数股东损益	4	7	9	13
归属母公司净利润	804	1,174	1,663	2,292
EBITDA	1,417	1,868	2,468	3,256
EPS (最新摊薄)	0.74	1.09	1.54	2.12

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	5.16%	14.85%	28.15%	41.01%
营业利润	-30.75%	43.51%	40.08%	39.45%
归属母公司净利润	-35.09%	45.97%	41.69%	37.80%
获利能力				
毛利率	23.40%	23.97%	24.91%	24.29%
净利率	6.81%	8.65%	9.57%	9.35%
ROE	11.02%	14.37%	17.32%	19.78%
ROIC	8.39%	11.63%	13.70%	15.85%
偿债能力				
资产负债率	71.32%	69.02%	67.76%	66.09%
净负债比率	17.32%	17.11%	16.13%	13.26%
流动比率	1.28	1.26	1.26	1.28
速动比率	0.77	0.71	0.66	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.50	0.58	0.70
应收账款周转率	4.08	4.55	4.85	5.12
应付账款周转率	1.97	2.07	2.16	2.27
每股指标(元)				
每股收益	0.74	1.09	1.54	2.12
每股经营现金	0.77	1.23	1.46	1.81
每股净资产	6.90	7.94	9.48	11.60
估值比率				
P/E	24.61	16.86	11.90	8.63
P/B	2.66	2.31	1.93	1.58
EV/EBITDA	11.94	11.24	8.62	6.44

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>