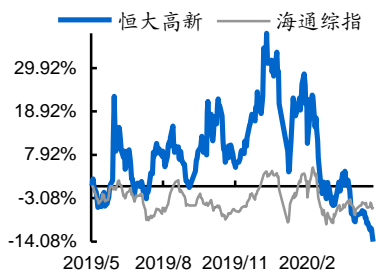


**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

|               |            |
|---------------|------------|
| 05月26日收盘价(元)  | 6.88       |
| 52周股价波动(元)    | 6.62-11.30 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 307/189    |
| 总市值/流通市值(百万元) | 2110/1298  |

**相关研究**

《前三季度净利润增长256%，传统业务企稳回升，防护及降噪业务放量增长》2019.10.21

**市场表现**


| 沪深300对比 | 1M   | 2M    | 3M    |
|---------|------|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -4.4 | -10.4 | -26.4 |
| 相对涨幅(%) | -6.4 | -15.1 | -21.5 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

# 19年净利润增长强劲，节能环保板块稳步提升，垃圾炉防护市场空间大

**投资要点:**

- 19年实现归母净利润8456万元，同比增长142%，主要系互联网业务增长及费用管控得力。**2019年，公司实现营业收入3.78亿元，同比增加12.85%，主要原因是节能环保收入增长2819.3万元，互联网营销收入增长1605.79万元。2019年综合毛利率51.48%，同比增加1.83个百分点，主要系互联网营销业务毛利增加导致；实现归母净利润8455.61万元，同比增长142.22%，主要系武汉飞游、长沙聚丰两家互联网公司利润增长，以及管理费用、资产减值损失下降导致。
- 节能环保板块稳步提升，垃圾炉防护市场空间大。**2019年公司节能环保业务稳中向好，其中垃圾炉防护业务实现营业收入5553.11万元，较2018年增长了108.54%；隔音降噪工程业务2019年实现营业收入4138.85万元，较2018年增长了2.74%；防腐抗蚀业务保持较平稳的发展，2019年实现营业收入7366.42万元，较2018年减少2.40%。全国垃圾焚烧发电产业发展势头良好，垃圾焚烧炉是垃圾焚烧发电厂的核心设备，我们判断随着垃圾焚烧行业的市场空间加速释放以及为适应更高焚烧标准导致的现有垃圾焚烧炉的升级改造，未来针对垃圾焚烧炉的防腐工程需求将有很大的市场空间。
- 互联网营销业务保持较快增长，媒体资源优势明显。**公司通过外延式扩张已形成节能环保加互联网营销的双主业格局。2019年互联网营销业务收入1.74亿元，同比增长10.19%，毛利率72.85%，同比增加10.45个百分点，盈利能力大幅提升。武汉飞游、长沙聚丰从事互联网行业近十年，逐步形成了自有的优质互联网媒体资源。其中武汉飞游自有的腾牛网、西西软件园和长沙聚丰自有的PC6下载站、东东手游助手都是行业内细分领域排名靠前的网站和资源。经过在行业内多年的耕耘，武汉飞游、长沙聚丰积累了大量的优质客户资源，包含百度、日月同行、腾讯等公司。
- 盈利预测。**我们预计公司2020-2022年净利润分别为0.97亿元、1.21亿元、1.39亿元，EPS分别为0.32元、0.39元和0.45元。我们给予公司2020年22-28PE，对应合理价值区间为7.04-8.96元，维持优于大市评级。
- 风险提示。**订单不达预期；下游需求放缓。

**主要财务数据及预测**

|             | 2018   | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 335    | 378    | 439   | 513   | 594   |
| (+/-)YoY(%) | 29.3%  | 12.8%  | 16.0% | 16.8% | 15.8% |
| 净利润(百万元)    | 35     | 85     | 97    | 121   | 139   |
| (+/-)YoY(%) | 136.7% | 142.2% | 15.3% | 23.9% | 15.0% |
| 全面摊薄EPS(元)  | 0.11   | 0.28   | 0.32  | 0.39  | 0.45  |
| 毛利率(%)      | 49.7%  | 51.5%  | 48.8% | 48.3% | 47.1% |
| 净资产收益率(%)   | 3.0%   | 6.6%   | 7.1%  | 8.1%  | 8.5%  |

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 公司主要产品盈利预测**

| 项目           | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>互联网营销</b> |       |       |       |       |       |
| 销售收入 (百万元)   | 15349 | 16033 | 16835 | 18182 | 19637 |
| 销售成本 (百万元)   | 5923  | 4683  | 5219  | 5273  | 5695  |
| 毛利率%         | 61%   | 71%   | 69%   | 71%   | 71%   |
| <b>防磨抗蚀</b>  |       |       |       |       |       |
| 销售收入 (百万元)   | 7548  | 7366  | 7735  | 8121  | 8528  |
| 销售成本 (百万元)   | 4735  | 4363  | 4563  | 4792  | 5031  |
| 毛利率%         | 37%   | 41%   | 41%   | 41%   | 41%   |
| <b>降噪工程</b>  |       |       |       |       |       |
| 销售收入 (百万元)   | 4028  | 4139  | 4760  | 5712  | 6854  |
| 销售成本 (百万元)   | 2721  | 3238  | 3665  | 4284  | 5140  |
| 毛利率%         | 32%   | 22%   | 23%   | 25%   | 25%   |
| <b>垃圾炉防护</b> |       |       |       |       |       |
| 销售收入 (百万元)   | 2663  | 5553  | 8885  | 12439 | 16171 |
| 销售成本 (百万元)   | 2032  | 4217  | 6753  | 9454  | 12290 |
| 毛利率%         | 24%   | 24%   | 24%   | 24%   | 24%   |
| <b>其他</b>    |       |       |       |       |       |
| 销售收入 (百万元)   | 3923  | 4726  | 5671  | 6805  | 8166  |
| 销售成本 (百万元)   | 1461  | 1849  | 2268  | 2722  | 3266  |
| 毛利率%         | 63%   | 61%   | 60%   | 60%   | 60%   |

资料来源: WIND, 海通证券研究所

**表 2 同行业市盈率相对估值比较**

| 股票代码      | 公司名称 | 股价 (元) | 每股收益 (元/股) |       |       | 市盈率 (倍) |       |       |
|-----------|------|--------|------------|-------|-------|---------|-------|-------|
|           |      |        | 2019       | 2020E | 2021E | 2019    | 2020E | 2021E |
| 000990.SZ | 诚志股份 | 11.19  | 0.35       | 0.17  | 0.45  | 31.7    | 64.9  | 25.0  |
| 300073.SZ | 当升科技 | 25.80  | -0.48      | 0.75  | 1.04  | -53.9   | 34.2  | 24.9  |
|           | 平均值  |        |            |       |       |         | 49.6  | 24.9  |

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 05 月 26 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

注: 新纶科技缺少 wind 一致预期, 故从可比公司中删除

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表 (百万元)          | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>378</b>  | <b>439</b>   | <b>513</b>   | <b>594</b>   |
| 每股收益               | 0.28        | 0.32         | 0.39         | 0.45         | 营业成本               | 183         | 225          | 265          | 314          |
| 每股净资产              | 4.16        | 4.48         | 4.88         | 5.33         | 毛利率%               | 51.5%       | 48.8%        | 48.3%        | 47.1%        |
| 每股经营现金流            | 0.25        | 0.21         | 0.22         | 0.32         | 营业税金及附加            | 5           | 5            | 6            | 7            |
| 每股股利               | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 1.2%        | 1.2%         | 1.2%         | 1.2%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 16          | 19           | 21           | 23           |
| P/E                | 24.95       | 21.65        | 17.47        | 15.19        | 营业费用率%             | 4.2%        | 4.2%         | 4.1%         | 3.9%         |
| P/B                | 1.65        | 1.54         | 1.41         | 1.29         | 管理费用               | 48          | 55           | 63           | 71           |
| P/S                | 5.58        | 4.81         | 4.12         | 3.55         | 管理费用率%             | 12.6%       | 12.6%        | 12.3%        | 11.9%        |
| EV/EBITDA          | 20.89       | 14.84        | 12.62        | 10.77        | EBIT               | 107         | 113          | 131          | 149          |
| 股息率%               | <b>0.0%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | 财务费用               | 3           | -1           | -4           | -6           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 0.9%        | -0.2%        | -0.7%        | -1.0%        |
| 毛利率                | 51.5%       | 48.8%        | 48.3%        | 47.1%        | 资产减值损失             | 0           | -5           | 0            | 0            |
| 净利润率               | 22.4%       | 22.2%        | 23.6%        | 23.4%        | 投资收益               | 2           | 2            | 2            | 3            |
| 净资产收益率             | 6.6%        | 7.1%         | 8.1%         | 8.5%         | <b>营业利润</b>        | <b>96</b>   | <b>113</b>   | <b>140</b>   | <b>161</b>   |
| 资产回报率              | 5.5%        | 6.4%         | 7.3%         | 7.6%         | 营业外收支              | 2           | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 6.1%        | 6.6%         | 7.2%         | 7.5%         | <b>利润总额</b>        | <b>98</b>   | <b>113</b>   | <b>140</b>   | <b>161</b>   |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 133         | 136          | 155          | 173          |
| 营业收入增长率            | 12.8%       | 16.0%        | 16.8%        | 15.8%        | 所得税                | 17          | 20           | 25           | 29           |
| EBIT 增长率           | 52.4%       | 5.1%         | 16.7%        | 13.6%        | 有效所得税率%            | 17.8%       | 17.8%        | 17.8%        | 17.8%        |
| 净利润增长率             | 142.2%      | 15.3%        | 23.9%        | 15.0%        | 少数股东损益             | -4          | -5           | -6           | -7           |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>85</b>   | <b>97</b>    | <b>121</b>   | <b>139</b>   |
| 资产负债率              | 15.0%       | 9.1%         | 9.0%         | 10.0%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 2.87        | 4.91         | 5.58         | 5.53         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 速动比率               | 2.49        | 4.25         | 4.80         | 4.81         | 货币资金               | 163         | 85           | 149          | 245          |
| 现金比率               | 0.72        | 0.63         | 1.03         | 1.36         | 应收账款及应收票据          | 288         | 361          | 414          | 474          |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 66          | 59           | 83           | 90           |
| 应收账款周转天数           | 278.16      | 278.16       | 278.16       | 278.16       | 其它流动资产             | 129         | 159          | 162          | 184          |
| 存货周转天数             | 131.36      | 95.77        | 113.56       | 104.67       | 流动资产合计             | 646         | 664          | 808          | 992          |
| 总资产周转率             | 0.25        | 0.29         | 0.31         | 0.33         | 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产周转率            | 2.24        | 2.70         | 3.33         | 4.05         | 固定资产               | 169         | 163          | 154          | 147          |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 6           | 8            | 5            | 4            |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 36          | 35           | 34           | 33           |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 884         | 869          | 850          | 832          |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>1530</b> | <b>1533</b>  | <b>1658</b>  | <b>1825</b>  |
| 净利润                | 85          | 97           | 121          | 139          | 短期借款               | 134         | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | -4          | -5           | -6           | -7           | 应付票据及应付账款          | 37          | 40           | 50           | 58           |
| 非现金支出              | 37          | 29           | 24           | 24           | 预收账款               | 8           | 6            | 9            | 10           |
| 非经营收益              | 4           | 1            | -2           | -3           | 其它流动负债             | 47          | 89           | 85           | 112          |
| 营运资金变动             | -44         | -57          | -70          | -54          | 流动负债合计             | 225         | 135          | 145          | 179          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>78</b>   | <b>65</b>    | <b>66</b>    | <b>100</b>   | 长期借款               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 资产                 | -7          | -9           | -4           | -7           | 其它长期负债             | 4           | 4            | 4            | 4            |
| 投资                 | -16         | 0            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 4           | 4            | 4            | 4            |
| 其他                 | 2           | 2            | 2            | 3            | <b>负债总计</b>        | <b>229</b>  | <b>139</b>   | <b>149</b>   | <b>183</b>   |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-21</b>  | <b>-7</b>    | <b>-2</b>    | <b>-4</b>    | 实收资本               | 307         | 307          | 307          | 307          |
| 债权募资               | 149         | -134         | 0            | 0            | 普通股股东权益            | 1277        | 1374         | 1495         | 1634         |
| 股权募资               | 0           | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 24          | 20           | 14           | 7            |
| 其他                 | -157        | -3           | 0            | 0            | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>1530</b> | <b>1533</b>  | <b>1658</b>  | <b>1825</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-8</b>   | <b>-137</b>  | <b>0</b>     | <b>0</b>     |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>48</b>   | <b>-78</b>   | <b>64</b>    | <b>96</b>    |                    |             |              |              |              |

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技,梅花生物,联瑞新材,东岳硅材,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,三角轮胎,鲁西化工,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份,万顺新材

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;         |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。                 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。