

投资评级 优于大市 维持

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

股票数据

10月21日收盘价(元)	8.50
52周股价波动(元)	5.03-10.41
总股本/流通A股(百万股)	307/187
总市值/流通市值(百万元)	2607/1590

相关研究

《一季度归母净利润 2879.6 万元，同比增长 304.51%》2019.05.07

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.9	1.3	7.7
相对涨幅(%)	4.3	-1.3	5.8

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

投资要点:

- 2019年1-9月净利润 8328.5 万元，同比增长 256%。**公司公布三季报业绩，2019年前三季度实现营业收入 3.13 亿元，同比增长 49.34%，归属净利润 8328.5 万元，同比增长 256.34%。单三季度实现营业收入 1.05 亿元，同比增长 27.45%，净利润 2324.3 万元，同比增长 198.34%。前三季度销售费用率为 2.4%，同比下滑 0.59 个百分点，管理费用率为 13.05%，同比下滑 9.84 个百分点，财务费用率为 1.26%，同比上升 0.24 个百分点。前三季度毛利率 53.28%，同比提升 3.76 个百分点。
- 传统业务回暖、新业务放量，公司预计全年净利润达 1-1.3 亿元。**公司是国内综合性工业设备防腐抗蚀新材料的龙头企业，主要为电力、钢铁、水泥等企业提供工业系统设备防腐抗蚀的综合防护方案。2019年，公司防腐抗蚀业务企稳回升，同时在国家环保相关政策实施背景下，垃圾焚烧炉防护、声学降噪工程等相关业务新签订单量及项目完工数量保持快速增长。公司预计 2019 年全年净利润为 1-1.3 亿元，同比增长 186.46%-272.4%。
- 环保及效率需求拉动防护业务。**公司 2017 年切入垃圾炉防护业务，客户为康恒环境、光大国际、绿色动力等垃圾焚烧发电的头部企业。垃圾焚烧炉防护业务的增长主要是基于：(1) 环保政策趋严，垃圾焚烧成为未来垃圾处理的主要方式，未来垃圾焚烧炉的建设还有增长空间；(2) 近两年垃圾焚烧补贴降低导致运营商更注重发电效率，因此，越来越多的垃圾焚烧电厂采购的中温次高压、次高温次高压运行炉型增多，这导致了垃圾焚烧炉腐蚀问题的加重，市场对垃圾焚烧炉防护的需求增大。
- 工业降噪业务实现较快增长。**公司降噪业务以工业降噪为主导，协同发展建筑声学与交通降噪等业务，预计整个噪音污染治理的市场规模有望达到 380-400 亿。声学降噪业务的增长主要是基于：(1) 环保税法的出台推动了企业进行工厂降噪改造工程；(2) 公司具有一定的客户基础，原有的电力、水泥、钢铁等客户群体能够对公司声学降噪业务的开展产生协同效应；(3) 2019 年恒大声学新增《环保工程专业承包一级资质》，资质提升使得投标范围更广。恒大声学目前在工业降噪领域的业务增长较为迅速。
- 盈利预测。**我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 1.23 亿元、1.61 亿元、1.98 亿元，EPS 分别为 0.4 元、0.53 元和 0.64 元。我们给予公司 2019 年 22-28PE，对应合理价值区间为 8.8-11.2 元，给予优于大市评级。
- 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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	259.13	335.11	591.14	793.58	985.70
(+/-)YoY(%)	75.59%	29.32%	76.40%	34.25%	24.21%
净利润(百万元)	14.75	34.91	123.27	161.30	197.76
(+/-)YoY(%)	4.42%	136.75%	253.13%	30.85%	22.60%
全面摊薄 EPS(元)	0.05	0.11	0.40	0.53	0.64
毛利率(%)	39.95%	49.65%	45.90%	45.01%	44.61%
净资产收益率(%)	1.14%	2.95%	9.44%	11.00%	11.88%

资料来源：公司年报(2017-2018)，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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603650.SH	新纶科技	6.13	0.26	0.30	0.38	23.58	20.43	16.13
000990.SZ	诚志股份	14.41	0.68	0.32	0.38	21.19	45.03	37.92
300073.SZ	当升科技	22.28	0.72	0.86	1.18	30.94	25.91	18.88
	平均值					25.23	30.45	24.31

资料来源: WIND,海通证券研究所, 股价为 2019 年 10 月 21 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	335.11	591.14	793.58	985.70
每股收益	0.11	0.40	0.53	0.64	营业成本	168.73	319.78	436.35	546.02
每股净资产	3.85	4.25	4.78	5.42	毛利率%	49.65%	45.90%	45.01%	44.61%
每股经营现金流	-0.12	0.29	0.20	0.33	营业税金及附加	6.25	11.02	14.79	18.37
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%
价值评估 (倍)					营业费用	16.11	28.37	38.09	47.31
P/E	74.68	21.15	16.16	13.18	营业费用率%	4.81%	4.80%	4.80%	4.80%
P/B	2.21	2.00	1.78	1.57	管理费用	59.06	88.67	119.04	147.85
P/S	7.78	4.41	3.29	2.64	管理费用率%	17.62%	15.00%	15.00%	15.00%
EV/EBITDA	23.70	15.25	11.66	9.32	EBIT	84.98	143.30	185.31	226.14
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	2.91	-1.39	-3.74	-7.70
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.87%	-0.24%	-0.47%	-0.78%
毛利率	49.65%	45.90%	45.01%	44.61%	资产减值损失	36.01	3.72	1.28	1.22
净利率	9.13%	21.06%	20.53%	20.27%	投资收益	3.19	10.00	10.00	10.00
净资产收益率	2.95%	9.44%	11.00%	11.88%	营业利润	36.58	150.97	197.76	242.62
资产回报率	2.40%	7.81%	8.95%	9.52%	营业外收支	0.71	0.71	0.71	0.71
投资回报率	6.55%	10.75%	12.79%	14.52%	利润总额	37.29	151.68	198.47	243.34
盈利增长 (%)					EBITDA	110.23	165.75	211.04	252.14
营业收入增长率	29.32%	76.40%	34.25%	24.21%	所得税	6.68	27.16	35.54	43.58
EBIT 增长率	10393.95%	68.63%	29.32%	22.04%	有效所得税率%	17.91%	17.91%	17.91%	17.91%
净利润增长率	2264.43%	306.76%	30.85%	22.60%	少数股东损益	-4.30	1.25	1.63	2.00
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	34.91	123.27	161.30	197.76
资产负债率	17.0%	15.4%	16.9%	18.3%					
流动比率	2.35	2.99	3.19	3.35	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.12	2.56	2.73	2.88	货币资金	117.56	95.15	146.89	257.35
现金比率	0.96	6.48	—	—	应收款项	284.11	327.15	439.19	545.51
经营效率指标					存货	27.81	48.55	66.03	82.60
应收帐款周转天数	258.27	200.00	200.00	200.00	其它流动资产	36.54	36.54	36.54	36.54
存货周转天数	54.67	54.67	54.67	54.67	流动资产合计	572.29	713.21	962.48	1260.20
总资产周转率	0.23	0.39	0.47	0.51	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	1.93	3.56	5.35	7.58	固定资产	174.91	179.91	184.91	189.91
					在建工程	3.39	1.89	0.89	0.39
					无形资产	35.62	33.82	29.37	25.28
					非流动资产合计	884.97	864.21	840.67	817.37
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1457.26	1577.42	1803.15	2077.57
净利润	34.91	123.27	161.30	197.76	短期借款	123.00	16.35	0.00	0.00
少数股东损益	-4.30	1.25	1.63	2.00	应付账款	25.80	54.17	73.91	92.49
非现金支出	61.26	26.17	27.01	27.21	预收账款	2.55	4.49	6.03	7.49
非经营收益	-0.04	-7.40	-10.32	-10.71	其它流动负债	1.24	1.24	1.24	1.24
营运资金变动	-129.04	-54.03	-119.65	-113.83	流动负债合计	243.25	238.89	301.69	376.35
经营活动现金流	-37.20	89.26	59.97	102.43	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-10.39	-0.98	-1.48	-1.98	其它长期负债	3.80	3.80	3.80	3.80
投资	71.24	-10.73	0.00	0.00	非流动负债合计	3.80	3.80	3.80	3.80
其他	3.19	-10.00	-10.00	-10.00	负债总计	247.05	242.69	305.49	380.15
投资活动现金流	64.04	-21.71	-11.48	-11.98	实收资本	306.83	306.83	306.83	306.83
债权募资	62.00	-106.65	-16.35	0.00	普通股股东权益	1182.01	1305.28	1466.58	1664.34
股权募资	5.07	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	28.21	29.45	31.08	33.08
其他	-136.06	-3.31	-0.39	0.00	负债和所有者权益合计	1457.26	1577.42	1803.15	2077.57
融资活动现金流	-68.99	-109.96	-16.74	0.00					
现金净流量	-42.14	-42.42	31.75	90.45					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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： 诺普信,茶花股份,联瑞新材,皇马科技,双一科技,利安隆,七彩化学,新洋丰,扬农化工,苏利股份,梅花生物,百傲化学,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,坤彩科技,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,光华科技,利民股份,海利尔,黑猫股份,华峰氨纶,圣达生物,赛轮轮胎,安道麦 A,飞凯材料,先达股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。