

## 营收高增速，利润小步跟上，18年业绩弹性可期

公司简报

### ◆公司 2017 年业绩增速 14.2%，EPS0.55 元

报告期，公司营收约 20.0 亿元，同增 44%；归母净利润 1.9 亿元，同增 14%，略低于我们预期约 6ppts。单四季度，公司营收 6.6 亿元，同增 47%，环增 29%；实现归母净利润 5882 万元，同增 47%，环增 9%，EPS0.17 元。**18Q1 业绩预告：预计业绩增速区间为 40%-70%，对应 EPS 区间为 0.12 元-0.15 元。分红：2017 年拟每 10 股派现金红利 2 元（含税），并以资本公积每 10 股转增 10 股。**

报告期，公司综合毛利率 26%，同减 6.8ppts；期间费用率 14.7%，同减 3.5 ppts。单四季度，公司综合毛利率 26.3%，同减 4.5 ppts，环比约持平；期间费用率 15.6%，同减 2.7 ppts，环增 1.4 ppts。分业务，报告期公司减水剂毛利率 21.9%，同减 8 ppts；检测等技术服务 46.2%，同减 3.5 ppts。

### ◆收入高增速，利润率弹性空间较大，外延拓展有力：

公司区域扩张有力，下游需求改善，公司减水剂销量同增约 40%。均价滞后原材料上涨约 11%，但由于原材料环氧乙烷价格上涨较快波动较大，减水剂提价滞后，导致其毛利率为近 5 年最低水平。历史上，公司减水剂毛利率在 30%-40%之间。今年以来，环氧乙烷价格松动，判断其减水剂利润弹性有望快速释放。

技术服务拓展有力，彰显管理层布局决心。2012-2016 年此项业务规模收入基本维持在 2.5 亿规模左右，17 年此业务同增 34%，为上市以来最高增速；其中，LED 检测、消防检测、建筑工业化检测已成为公司新的盈利增长点。报告期落地多个并购项目（17 年尚未全部并表），预期技术服务业务将贡献较大增长边际。

### ◆营收高增速，预计 18 年业绩弹性显现，维持“买入”评级：

减水剂区域扩张有力，检测等技术服务稳定增长；原材料环氧乙烷价格已有松动，减水剂利润弹性逐步显现；外延并购持续推进，并表增厚部分利润。上调 2018-19 年 EPS 预测至 0.77 元，1.08 元，前值 0.76 元、0.96 元；新增 2020 年 EPS 预测 1.41 元。**维持“买入”评级。**

### ◆风险提示：原材料价格大幅上涨，外延进度不及预期

#### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2016    | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 1,385   | 1,998  | 2,499  | 3,065  | 3,629  |
| 营业收入增长率        | 2.94%   | 44.24% | 25.10% | 22.66% | 18.40% |
| 净利润（百万元）       | 167     | 191    | 267    | 374    | 488    |
| 净利润增长率         | -17.21% | 14.23% | 39.77% | 40.02% | 30.37% |
| EPS（元）         | 0.48    | 0.55   | 0.77   | 1.08   | 1.41   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 7.85%   | 8.38%  | 10.64% | 13.42% | 15.53% |
| P/E            | 27      | 24     | 17     | 12     | 9      |
| P/B            | 2       | 2      | 2      | 2      | 1      |

资料来源：光大证券研究所预测、Wind

### 买入（维持）

当前价/目标价：13.11 元

目标期限：6 个月

#### 分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）  
021-22169050  
[chenhaowu@ebsec.com](mailto:chenhaowu@ebsec.com)

孙伟凤（执业证书编号：S0930516110003）  
021-22169329  
[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)

#### 市场数据

总股本(亿股)：3.46

总市值(亿元)：45.38

一年最低/最高(元)：10.89/15.82

近 3 月换手率：21.97%

#### 股价表现(一年)



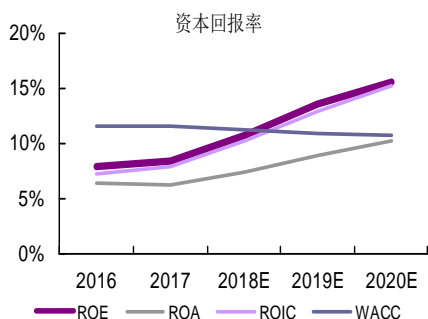
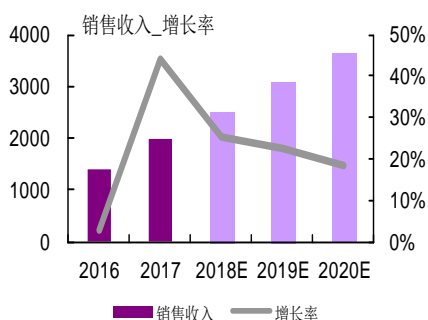
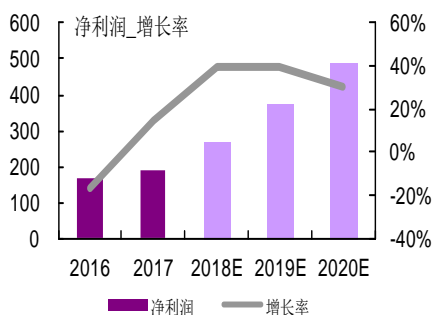
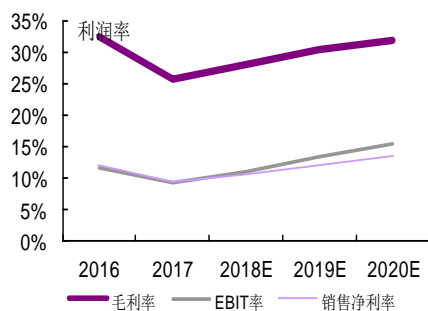
#### 收益表现

| %  | 一个月    | 三个月    | 十二个月   |
|----|--------|--------|--------|
| 相对 | -10.20 | -8.52  | -21.07 |
| 绝对 | -13.42 | -13.42 | -8.60  |

资料来源：Wind

#### 相关研报

单三季度业绩改善显著，业务拓展有亮点  
.....2017-10-22  
营收为增长之本，利润将迎改善  
.....2017-08-14  
外延落地，底部向上.....2017-07-26



| 利润表 (百万元)       | 2016          | 2017          | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>1,385</b>  | <b>1,998</b>  | <b>2,499</b>  | <b>3,065</b>  | <b>3,629</b>  |
| 营业成本            | 932           | 1,479         | 1,793         | 2,131         | 2,463         |
| 折旧和摊销           | 58            | 56            | 93            | 94            | 95            |
| 营业税费            | 12            | 15            | 19            | 23            | 27            |
| 销售费用            | 127           | 159           | 199           | 244           | 289           |
| 管理费用            | 125           | 135           | 169           | 208           | 246           |
| 财务费用            | 0             | 0             | 4             | 12            | 18            |
| 公允价值变动损益        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资收益            | 18            | 30            | 41            | 41            | 41            |
| <b>营业利润</b>     | <b>183</b>    | <b>228</b>    | <b>318</b>    | <b>445</b>    | <b>583</b>    |
| <b>利润总额</b>     | <b>204</b>    | <b>229</b>    | <b>319</b>    | <b>446</b>    | <b>585</b>    |
| 少数股东损益          | 3             | 2             | 2             | 2             | 5             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>167.28</b> | <b>191.09</b> | <b>267.08</b> | <b>373.98</b> | <b>487.57</b> |

| 资产负债表 (百万元) | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>总资产</b>  | <b>2,657</b> | <b>3,145</b> | <b>3,663</b> | <b>4,252</b> | <b>4,839</b> |
| 流动资产        | 1,721        | 2,152        | 2,704        | 3,325        | 3,944        |
| 货币资金        | 67           | 115          | 144          | 176          | 209          |
| 交易型金融资产     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收帐款        | 891          | 1,148        | 1,437        | 1,762        | 2,086        |
| 应收票据        | 176          | 320          | 401          | 491          | 582          |
| 其他应收款       | 14           | 36           | 45           | 55           | 65           |
| 存货          | 55           | 72           | 88           | 104          | 121          |
| 可供出售投资      | 202          | 210          | 231          | 254          | 279          |
| 持有到期金融资产    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资        | 65           | 116          | 116          | 116          | 116          |
| 固定资产        | 397          | 394          | 334          | 273          | 214          |
| 无形资产        | 106          | 103          | 98           | 95           | 91           |
| <b>总负债</b>  | <b>480</b>   | <b>820</b>   | <b>1,106</b> | <b>1,416</b> | <b>1,646</b> |
| 无息负债        | 480          | 820          | 971          | 1,144        | 1,313        |
| 有息负债        | 1            | 0            | 135          | 273          | 333          |
| <b>股东权益</b> | <b>2,177</b> | <b>2,325</b> | <b>2,557</b> | <b>2,836</b> | <b>3,193</b> |
| 股本          | 343          | 346          | 346          | 346          | 346          |
| 公积金         | 627          | 649          | 676          | 713          | 762          |
| 未分配利润       | 1,161        | 1,317        | 1,488        | 1,728        | 2,032        |
| 少数股东权益      | 46           | 45           | 47           | 48           | 53           |

| 现金流量表 (百万元)      | 2016        | 2017       | 2018E      | 2019E      | 2020E      |
|------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>288</b>  | <b>75</b>  | <b>-50</b> | <b>20</b>  | <b>144</b> |
| 净利润              | 167         | 191        | 267        | 374        | 488        |
| 折旧摊销             | 58          | 56         | 93         | 94         | 95         |
| 净营运资金增加          | 152         | 83         | 404        | 454        | 454        |
| 其他               | -89         | -255       | -815       | -902       | -893       |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-310</b> | <b>-26</b> | <b>-18</b> | <b>-20</b> | <b>-23</b> |
| 净资本支出            | 10          | 28         | 36         | 36         | 36         |
| 长期投资变化           | 65          | 116        | 0          | 0          | 0          |
| 其他资产变化           | -385        | -171       | -54        | -56        | -59        |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>-36</b>  | <b>-55</b> | <b>97</b>  | <b>33</b>  | <b>-89</b> |
| 股本变化             | 0           | 3          | 0          | 0          | 0          |
| 债务净变化            | -15         | -1         | 135        | 138        | 61         |
| 无息负债变化           | 58          | 341        | 151        | 172        | 169        |
| <b>净现金流</b>      | <b>-58</b>  | <b>-6</b>  | <b>29</b>  | <b>33</b>  | <b>32</b>  |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                         | 2016    | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |         |        |        |        |        |
| 收入增长率                        | 2.94%   | 44.24% | 25.10% | 22.66% | 18.40% |
| 净利润增长率                       | -17.21% | 14.23% | 39.77% | 40.02% | 30.37% |
| EBITDA 增长率                   | -24.36% | 8.52%  | 55.05% | 36.50% | 28.59% |
| EBIT 增长率                     | -29.67% | 12.51% | 51.92% | 48.13% | 34.73% |
| <b>估值指标</b>                  |         |        |        |        |        |
| PE                           | 27      | 24     | 17     | 12     | 9      |
| PB                           | 2       | 2      | 2      | 2      | 1      |
| EV/EBITDA                    | 19      | 18     | 12     | 9      | 7      |
| EV/EBIT                      | 26      | 23     | 16     | 11     | 8      |
| EV/NOPLAT                    | 31      | 28     | 19     | 13     | 10     |
| EV/Sales                     | 3       | 2      | 2      | 1      | 1      |
| EV/IC                        | 2       | 2      | 2      | 2      | 1      |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |         |        |        |        |        |
| 毛利率                          | 32.73%  | 25.96% | 28.27% | 30.48% | 32.13% |
| EBITDA 率                     | 16.08%  | 12.10% | 14.96% | 16.65% | 18.08% |
| EBIT 率                       | 11.90%  | 9.29%  | 11.25% | 13.58% | 15.46% |
| 税前净利润率                       | 14.75%  | 11.47% | 12.78% | 14.56% | 16.12% |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 12.08%  | 9.57%  | 10.69% | 12.20% | 13.43% |
| ROA                          | 6.41%   | 6.13%  | 7.34%  | 8.84%  | 10.18% |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 7.85%   | 8.38%  | 10.64% | 13.42% | 15.53% |
| 经营性 ROIC                     | 7.24%   | 7.83%  | 10.14% | 12.85% | 15.13% |
| <b>偿债能力</b>                  |         |        |        |        |        |
| 流动比率                         | 3.76    | 2.71   | 2.51   | 2.41   | 2.45   |
| 速动比率                         | 3.64    | 2.62   | 2.43   | 2.33   | 2.38   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | 4260.54 | -      | 18.62  | 10.23  | 9.42   |
| 有形资产/有息债务                    | 4818.42 | -      | 25.31  | 14.69  | 13.78  |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |         |        |        |        |        |
| EPS                          | 0.48    | 0.55   | 0.77   | 1.08   | 1.41   |
| 每股红利                         | 0.10    | 0.20   | 0.28   | 0.39   | 0.51   |
| 每股经营现金流                      | 0.83    | 0.22   | -0.15  | 0.06   | 0.42   |
| 每股自由现金流(FCFF)                | 0.17    | 0.36   | -0.21  | -0.01  | 0.35   |
| 每股净资产                        | 6.15    | 6.59   | 7.25   | 8.05   | 9.07   |
| 每股销售收入                       | 4.00    | 5.77   | 7.22   | 8.86   | 10.49  |

资料来源：光大证券、上市公司

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明   |
|-----|--|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 机构业务总部 | 姓名        | 办公电话          | 手机                      | 电子邮件                   |                     |
|--------|-----------|---------------|-------------------------|------------------------|---------------------|
| 上海     | 徐硕        |               | 13817283600             | shuoxu@ebscn.com       |                     |
|        | 李文渊       |               | 18217788607             | liwenyuan@ebscn.com    |                     |
|        | 李强        | 021-22169131  | 18621590998             | liqiang88@ebscn.com    |                     |
|        | 罗德锦       | 021-22169146  | 13661875949/13609618940 | luodj@ebscn.com        |                     |
|        | 张弓        | 021-22169083  | 13918550549             | zhanggong@ebscn.com    |                     |
|        | 黄素青       | 021-22169130  | 13162521110             | huangsuqing@ebscn.com  |                     |
|        | 邢可        | 021-22167108  | 15618296961             | xingk@ebscn.com        |                     |
|        | 李晓琳       |               | 13918461216             | lixiaolin@ebscn.com    |                     |
|        | 丁点        | 021-22169458  | 18221129383             | dingdian@ebscn.com     |                     |
|        | 郎珈艺       |               | 18801762801             | dingdian@ebscn.com     |                     |
|        | 北京        | 郝辉            | 010-58452028            | 13511017986            | haohui@ebscn.com    |
|        |           | 梁晨            | 010-58452025            | 13901184256            | liangchen@ebscn.com |
| 吕凌     |           | 010-58452035  | 15811398181             | lvling@ebscn.com       |                     |
| 郭晓远    |           | 010-58452029  | 15120072716             | guoxiaoyuan@ebscn.com  |                     |
| 张彦斌    |           | 010-58452026  | 15135130865             | zhangyanbin@ebscn.com  |                     |
| 庞舒然    |           | 010-58452040  | 18810659385             | pangsr@ebscn.com       |                     |
| 高菲     |           | 010-58452023  | 18611138411             | gaofei@ebscn.com       |                     |
| 深圳     |           | 黎晓宇           | 0755-83553559           | 13823771340            | lix1@ebscn.com      |
|        |           | 李潇            | 0755-83559378           | 13631517757            | lixiao1@ebscn.com   |
|        |           | 张亦潇           | 0755-23996409           | 13725559855            | zhangyx@ebscn.com   |
|        | 王渊锋       | 0755-83551458 | 18576778603             | wangyuanfeng@ebscn.com |                     |
|        | 张靖雯       | 0755-83553249 | 18589058561             | zhangjingwen@ebscn.com |                     |
|        | 牟俊宇       | 0755-83552459 | 13827421872             | moujy@ebscn.com        |                     |
|        | 陈婕        | 0755-25310400 | 13823320604             | szchenjie@ebscn.com    |                     |
| 国际业务   | 陶奕        | 021-22169091  | 18018609199             | taoyi@ebscn.com        |                     |
|        | 梁超        |               | 15158266108             | liangc@ebscn.com       |                     |
|        | 金英光       | 021-22169085  | 13311088991             | jinyg@ebscn.com        |                     |
|        | 王佳        | 021-22169095  | 13761696184             | wangjia1@ebscn.com     |                     |
|        | 郑锐        | 021-22169080  | 18616663030             | zh Rui@ebscn.com       |                     |
|        | 凌贺鹏       | 021-22169093  | 13003155285             | linghp@ebscn.com       |                     |
|        | 金融同业与战略客户 | 黄怡            | 010-58452027            | 13699271001            | huangyi@ebscn.com   |
|        |           | 丁梅            | 021-22169416            | 13381965696            | dingmei@ebscn.com   |
|        |           | 徐又丰           | 021-22169082            | 13917191862            | xuyf@ebscn.com      |
|        |           | 王通            | 021-22169501            | 15821042881            | wangtong@ebscn.com  |
| 私募业务部  | 赵纪青       | 021-22167052  | 18818210886             | zhaojq@ebscn.com       |                     |
|        | 谭锦        | 021-22169259  | 15601695005             | tanjin@ebscn.com       |                     |
|        | 曲奇瑶       | 021-22167073  | 18516529958             | quqy@ebscn.com         |                     |
|        | 王舒        | 021-22169134  | 15869111599             | wangshu@ebscn.com      |                     |
|        | 安玲娴       | 021-22169479  | 15821276905             | anlx@ebscn.com         |                     |
|        | 戚德文       | 021-22167111  | 18101889111             | qidw@ebscn.com         |                     |
|        | 吴冕        |               | 18682306302             | wumian@ebscn.com       |                     |
|        | 吕程        | 021-22169482  | 18616981623             | lvch@ebscn.com         |                     |
|        | 李经夏       | 021-22167371  | 15221010698             | lijxia@ebscn.com       |                     |
|        | 高霆        | 021-22169148  | 15821648575             | gaoting@ebscn.com      |                     |
|        | 左贺元       | 021-22169345  | 18616732618             | zuohy@ebscn.com        |                     |
|        | 任真        | 021-22167470  | 15955114285             | renzhen@ebscn.com      |                     |
|        | 俞灵杰       | 021-22169373  | 18717705991             | yulingjie@ebscn.com    |                     |