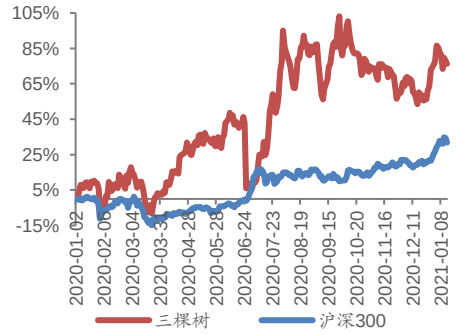
业绩符合预期，B 端 C 端业务共振

投资评级：买入（维持）

报告日期：	2021-01-16
收盘价（元）	153.93
近 12 个月最高/最低（元）	177.00/72.68
总股本（百万股）	268.88
流通股本（百万股）	260.70
流通股比例（%）	96.96
总市值（亿元）	414
流通市值（亿元）	401

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
电话：15652540369
邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1、《三棵树：受益销售渠道变革，整体业绩势头向好》2020-09-02

事件：公司发布 2020 年度业绩快报，实现营业总收入 83.27 亿元，同比增长 39.43%；实现归母净利润 5.01 亿元，同比增长 23.33%；实现扣非归母净利润 4.22 亿元，同比增长 18.36%。

主要观点：

2020Q2 公司 B 端业务显著复苏，带动上半年营收增速转正

根据业绩快报，公司 2020Q4 实现营收 33.31 亿元、归母净利润 1.76 亿元，单季同比增长 56.17%/31.34%。2020Q1-Q3，公司实现营收分别为 4.35/21.60/24.01 亿元，同比-31.10%/+37.45%/+46.69%，营收增速实现逐季抬升；归母净利润分别为-1.26/2.35/2.16 亿元，Q2-Q4 归母净利润增速回升明显。从全年来看，2020Q2 下游需求复苏后公司业绩出现明显改善，体现出公司 B 端业务依然具有显著的渠道和竞争优势。2020Q3 竣工旺季开始，C 端需求恢复较好。我们认为 2021 年竣工面积将保持稳健增长，增速相比 2020 年将有较明显的边际改善；同时公司 C 端业务、B 端外墙涂料、防水业务带来的弹性值得关注。

B 端、C 端共振，防水业务高速增长

从公司主营产品来看，工程墙面漆 2020Q1-Q3 分别实现销量 3.75/20.8/24.0 万吨，同比-30.04%/+34.54%/+54.34%，B 端业务实现强劲恢复，此外基材与辅材 2020Q1-Q3 分别实现销量 3.07/21.55/16.22 万吨，同比-24.24%/+67.58%/+79.09%，也印证了公司 B 端渠道在持续拓展。家装墙面漆 2020Q1-Q3 分别实现销量 0.52/3.67/4.10 万吨，同比-73.74%/-17.94%/+28.84%，预计全年逐季改善，驱动因素包括竣工旺季拉动和前期积压需求释放。此外，公司防水业务保持高速增长，2020Q1-Q3 分别实现销量 458/1434/1455 万平方米，同比+89.66%/+177.61%/+99.01%。

从价格来看，工程墙面漆 2020Q1-Q3 单价分别为 5022/4766/4654 元/吨，同比+1.69%/-5.10%/-7.66%，我们认为 Q2 以来价格的下降主要是集采部分均价相对较低及原材料成本下行带来的影响；家装墙面漆 2020Q1-Q3 单价分别为 7965/7129/6650 元/吨，同比+17.98%/+7.55%/-10.56%。

费用率下行，现金流改善可期

2020Q3 公司销售期间费用率同比下降 0.65pct 至 28.86%，毛利率同比略增 0.2pct 至 39.29%。公司前三季度销售费用受销售人员职工薪酬福利、促销服务费及广告宣传费用影响增加了 1.23 亿元，但销售费用率仍同比下降 0.98pct；管理费用率 4.11%，同比下降 0.87pct，体现出公司的规模效应和经营效率有所提升。同时，2020 年原材料成本的低位运行也提升了公司主业和防水业务的盈利水平。

现金流方面，公司 2020Q3 单季度经营性净现金流同比减少 4.11 亿元至-3.57 亿元，主要系公司拟投资总计约 3.5-5.5 亿元建设新型建材（含涂料）以及防水材料的生产和配套项目。2020Q3 公司非公开发行方案获通过，将补充流动资金近 4 亿元；同时公司 2020 年应付账期的显著提升也将进一步改善现金流。

2020Q3 公司及控股子公司湖北大禹与湖北应城经济开发区管委会签订了投资协议，其中新型建材项目预计总产值约 4 亿元-5 亿元，建设周期为 24 个月；防水材料项目预计总产值约 4-5 亿元，建设周期为 24 个月。我们认为公司的相应投资有助于进一步拓展华中市场，并完善战略布局和产能布局，向“六位一体”转型迈出重要一步。

投资建议

公司是显著受益销售渠道变革的涂料龙头，整体业绩势头向好，且报表也将持续优化。根据公司发布的业绩快报指引，我们小幅调整盈利预期，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.01/8.73/11.12 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/3.25/4.14 元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动；渠道拓展不及预期；下游需求不及预期。

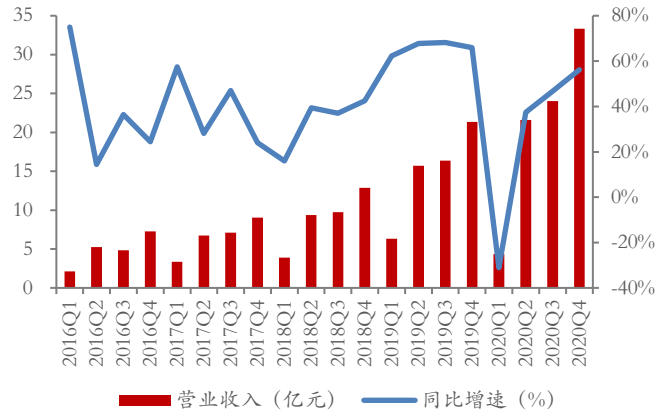
重要财务指标 单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5972	8327	10561	13110
收入同比(%)	66.6%	39.4%	26.8%	24.1%
归属母公司净利润	406	501	873	1112
净利润同比(%)	82.5%	23.4%	74.3%	27.4%
毛利率(%)	38.8%	41.5%	40.6%	39.9%
ROE(%)	23.5%	24.1%	32.5%	32.1%
每股收益(元)	1.51	1.86	3.25	4.14
P/E	53.39	81.28	46.64	36.62
P/B	12.57	19.62	15.16	11.75
EV/EBITDA	22.21	27.88	22.30	18.46

资料来源：wind，华安证券研究所

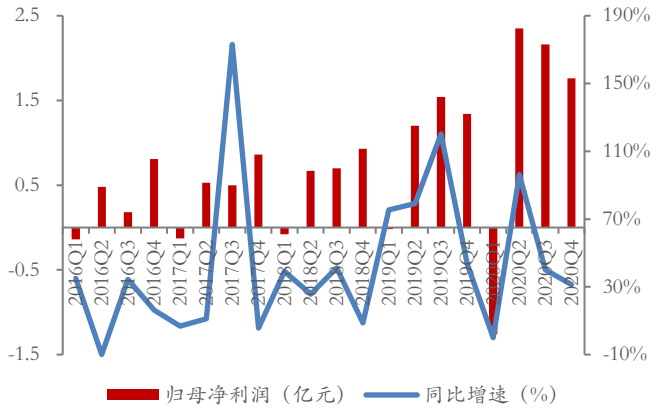
1．公司主要财务和经营数据

图表 1 公司分季度营收及增速



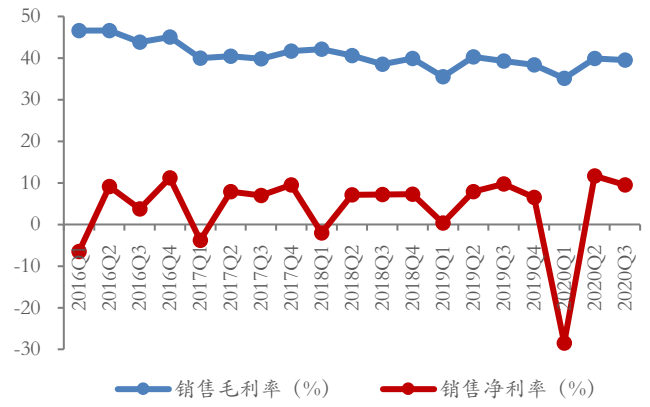
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



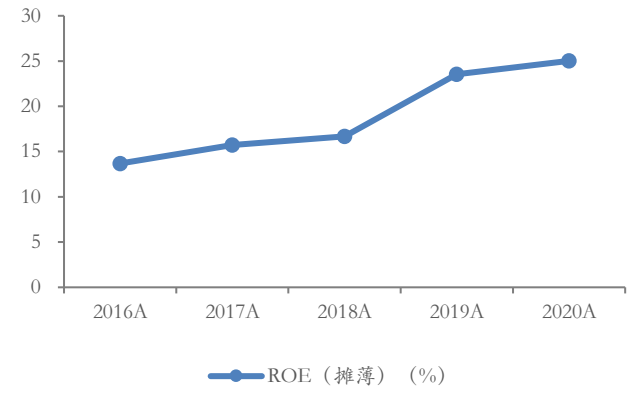
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利率和净利率变化情况



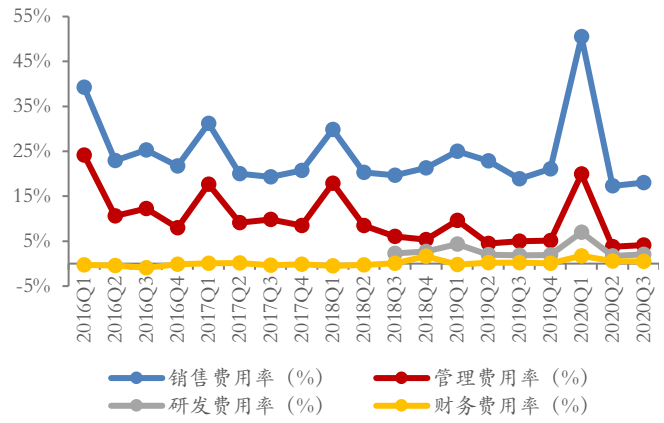
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况



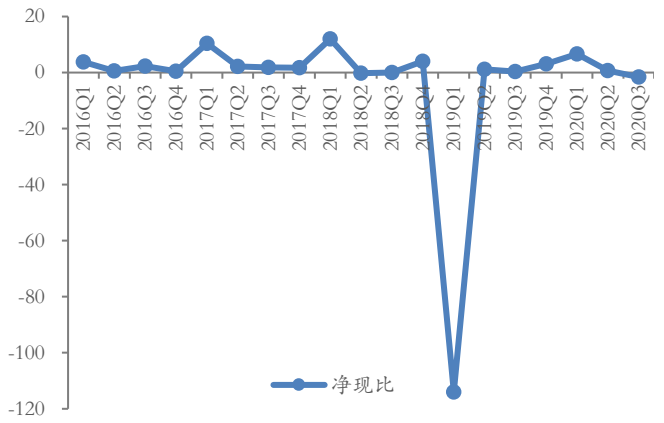
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司费用率变化情况



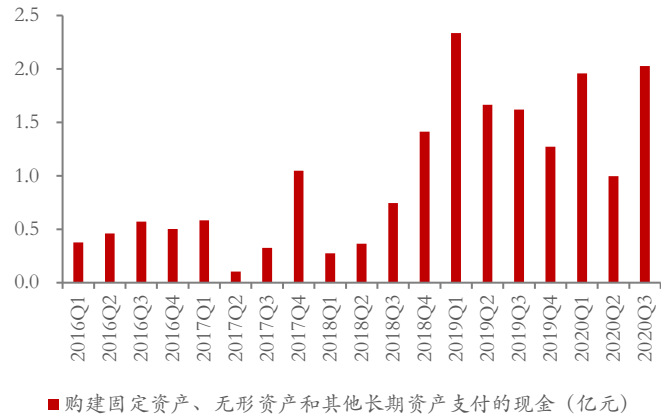
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司净现比变化情况



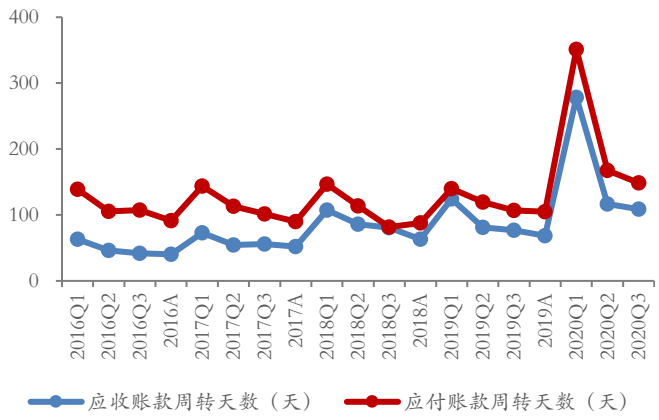
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本支出情况



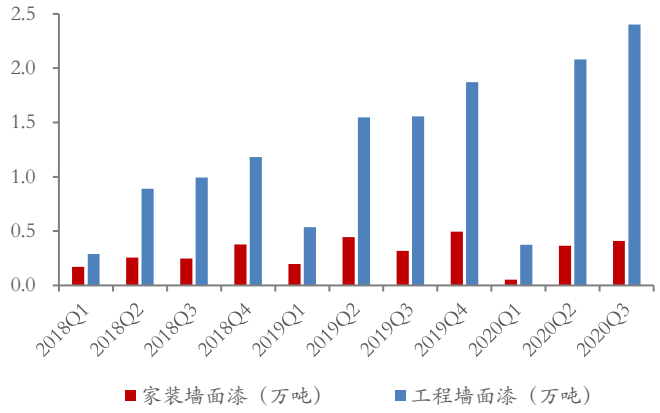
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司应收账期与应付账期变化情况



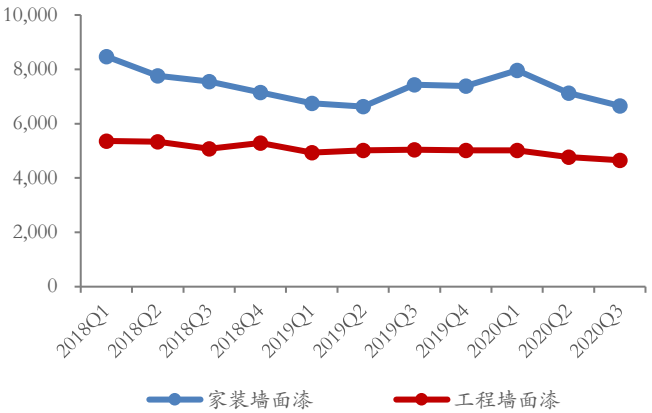
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司主要产品分季度销量（万吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 公司主要产品分季度均价（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

2. 风险提示

原材料价格波动；渠道拓展不及预期；下游需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3536	5414	6704	8247
现金	628	1954	2188	2641
应收账款	1509	1815	2415	3056
其他应收款	71	82	92	133
预付账款	34	65	78	92
存货	504	620	813	1037
其他流动资产	791	878	1119	1289
非流动资产	2139	2628	3572	4538
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1098	1354	1904	2454
无形资产	324	432	526	643
其他非流动资	717	841	1141	1441
资产总计	5675	8041	10276	12786
流动负债	3530	5481	7042	8698
短期借款	800	961	1153	1383
应付账款	1495	2792	3668	4699
其他流动负债	1234	1728	2221	2616
非流动负债	309	352	378	407
长期借款	216	259	285	314
其他非流动负	93	93	93	93
负债合计	3839	5833	7420	9105
少数股东权益	112	132	169	215
股本	186	186	186	186
资本公积	373	373	373	373
留存收益	1166	1517	2128	2907
归属母公司股	1725	2076	2687	3466
负债和股东权	5675	8041	10276	12786

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	400	1914	1414	1689
净利润	406	501	873	1112
折旧摊销	159	130	166	168
财务费用	33	23	25	26
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-176	1088	312	336
其他经营现金	562	-415	598	823
投资活动现金	-675	-618	-1110	-1135
资本支出	-689	-618	-1110	-1135
长期投资	12	0	0	0
其他投资现金	2	0	0	0
筹资活动现金	622	30	-69	-101
短期借款	434	160	192	231
长期借款	216	43	26	29
普通股增加	53	0	0	0
资本公积增加	-25	0	0	0
其他筹资现金	-57	-173	-287	-360
现金净增加额	347	1326	234	453

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5972	8327	10561	13110
营业成本	3653	4871	6275	7881
营业税金及附加	52	83	106	126
销售费用	1276	1749	2218	2753
管理费用	321	550	634	721
财务费用	8	80	80	50
资产减值损失	-2	-151	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	520	629	1096	1396
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	502	629	1096	1396
所得税	78	107	186	237
净利润	424	522	910	1159
少数股东损益	18	21	36	46
归属母公司净利润	406	501	873	1112
EBITDA	699	990	1237	1483
EPS（元）	1.51	1.86	3.25	4.14

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	66.6%	39.4%	26.8%	24.1%
营业利润	83.2%	21.0%	74.3%	27.4%
归属于母公司净利	82.5%	23.4%	74.3%	27.4%
获利能力				
毛利率(%)	38.8%	41.5%	40.6%	39.9%
净利率(%)	10.72%	6.8%	6.0%	8.3%
ROE(%)	23.5%	24.1%	32.5%	32.1%
ROIC(%)	15.4%	20.3%	20.2%	19.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.6%	72.5%	72.2%	71.2%
净负债比率(%)	209.0%	264.2%	259.8%	247.3%
流动比率	1.00	0.99	0.95	0.95
速动比率	0.85	0.86	0.83	0.82
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.04	1.03	1.03
应收账款周转率	3.96	4.59	4.37	4.29
应付账款周转率	2.44	1.74	1.71	1.68
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	1.51	1.86	3.25	4.14
每股经营现金流	1.49	7.12	5.26	6.28
每股净资产(最新	6.42	7.72	9.99	12.89
估值比率				
P/E	53.39	81.28	46.64	36.62
P/B	12.57	19.62	15.16	11.75
EV/EBITDA	22.21	27.88	22.30	18.46

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020 年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。