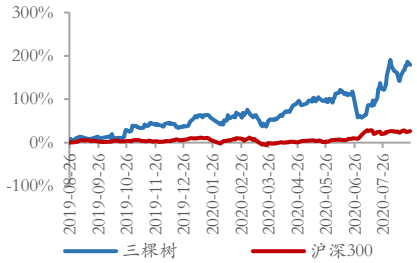
受益销售渠道变革，整体业绩势头向好

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-09-02
收盘价（元）	158.50
近 12 个月最高/最低（元）	42.88/174.68
总股本（百万股）	261
流通股本（百万股）	258
流通股比例（%）	99.09
总市值（亿元）	413
流通市值（亿元）	409

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

事件：公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 25.95 亿元，同比增长 17.81%；实现归母净利润 1.09 亿元，同比减少 7.77%；实现扣非归母净利润 0.68 亿元，同比减少 17.22%。

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

分季度来看，公司 2020Q1 实现营收 4.35 亿元，同比减少 31.10%，归母净利润为亏损 1.26 亿元；2020Q2 实现营收、归母净利润分别为 21.60 亿元、2.35 亿元，同比+37.45%/+96.22%。从经营情况来看，因为疫情影响，2020H1 整体 C 端承压较明显，由于 2020Q1 工程渠道需求也未出现明显复苏，因此一季度公司业绩出现下滑。但从 2020Q2 来看，下游需求复苏后公司业绩明显改善，体现出公司 B 端业务依然具有显著的渠道和竞争优势。

B 端业务拓展顺利，C 端业务量跌价升

从公司的两大主营产品来看，工程墙面漆 2020Q1、2020Q2 分别实现销量 3.75/20.8 万吨，同比-30.04%/+34.54%，体现出二季度地产复工复产带动需求复苏后，公司 B 端业务恢复情况良好，此外基材与辅材 2020H1 销量同比增长 40.5%，也印证了公司 B 端渠道在持续拓展；家装墙面漆 2020Q1、2020Q2 分别实现销量 0.52/3.67 万吨，同比-73.74%/-17.94%，显示疫情仍对装修市场产生较大影响，公司 C 端业务承压明显。此外，公司防水业务继续保持高速增长，2020H1 实现销量 1892 万平米，同比增长 149.61%。

从价格来看，工程墙面漆 2020Q1、2020Q2 单价分别为 5013/4769 元/吨，同比+1.79%/-5.11%，我们认为 Q2 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、2020Q2 单价分别为 7885/7131 元/吨，同比+16.50%/+7.81%，C 端业务量跌价升，公司零售端产品提价和结构优化有序进行。

费用率略增，现金流短期承压

2020H1 公司毛利率为 39.08%，同比略增 0.15 个百分点，主要是由于原材料成本下行。费用率方面，公司 2020H1 销售费用虽然绝对值上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 7600 万元，但销售费用率仍同比下降 0.62 个百分点，体现出公司的规模效应和经营效率有所提升；管理费用率 9.07%，同比提升 0.46 个百分点，主要是管理人员职工薪酬福利、折旧及摊销增加所致；财务费用率 0.78%，同比提升 0.67 个百分点，相对增幅较大，主要是借款利息支出增加所致。总体来看公司 2020H1 公司销售期间费用率同比略增 0.51 个百分点

至 32.71%，我们认为受 Q1 经营承压的影响较大。下半年在 B 端需求保持旺盛，C 端需求积压后集中释放的带动下，预计公司规模效应将逐渐体现，费用率有望边际改善，盈利能力进一步回升。

现金流方面，公司 2020H1 经营性净现金流-6.41 亿元，同比减少 6.07 亿元，但分季度来看，主要是 2020Q1 影响较大（净流出 8.29 亿元），2020Q2 公司实现经营现金流净流入 1.88 亿元，好于 2019 年和 2018 年同期水平，考虑到公司经营现金流的季节性特点（每年 Q1 净流出均较多），且疫情对经营现金流的流入影响远大于流出，预计公司下半年现金流情况将持续改善，目前只是短暂承压。

定增补充流动资金，主业和新品类持续扩产

报告期内公司发布定增预案，拟募集不超过 4 亿元用于补充流动资金，并且定增计划已于 8 月 24 日获证监会通过。考虑到目前公司现金流短期承压，且资产负债率较高，此次定增具有较为重要的意义。募集资金到位后，预计将优化资本结构，降低财务风险，在公司快速发展期提供有力支撑。

此外，公司及控股子公司湖北大禹近期与湖北应城经济开发区管委会签订了投资协议，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。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，下半年 C 端业务改善的确定性高，整体业绩势头向好，且报表也将持续优化。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.93/8.19/10.11 亿元，对应 EPS 分别为 2.27/3.14/3.88 元，首次覆盖给予“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	7749	9932	12344
收入同比(%)	66.6%	29.8%	28.2%	24.3%
归属母公司净利润	406	593	819	1011
净利润同比(%)	82.5%	46.0%	38.2%	23.4%
毛利率(%)	38.8%	40.3%	39.9%	39.2%
ROE(%)	23.5%	27.7%	30.2%	29.5%
每股收益(元)	1.56	2.27	3.14	3.88
P/E	51.77	69.71	50.44	40.88
P/B	12.19	19.31	15.23	12.08
EV/EBITDA	22.21	35.87	29.01	23.64

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

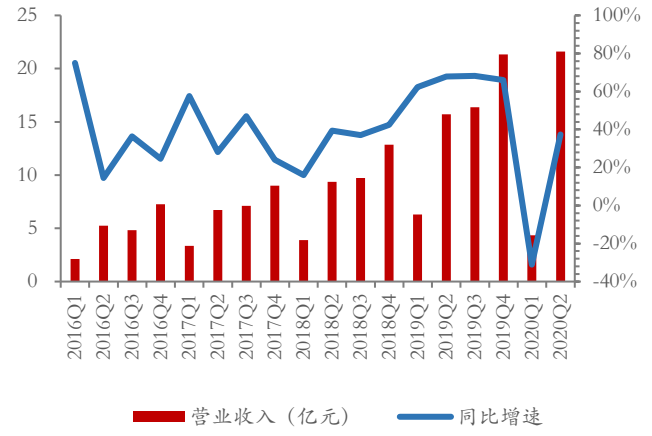
1．公司主要财务和经营数据 5
2．盈利预测与投资建议 6
2.1 公司分业务盈利预测 6
2.2 投资建议 7
3．风险提示 7
财务报表与盈利预测 8

图表目录

图表 1 公司分季度营收及增速 5
图表 2 公司分季度归母净利润及增速 5
图表 3 公司毛利率和净利率变化情况 5
图表 4 公司 ROE 变化情况 5
图表 5 公司费用率变化情况 5
图表 6 公司净现比变化情况 5
图表 7 公司分季度资本支出情况 6
图表 8 公司应收账期与应付账期变化情况 6
图表 9 公司主要产品分季度销量（万吨） 6
图表 10 公司主要产品分季度均价（元/吨） 6
图表 11 公司收入历史、预测拆分 7

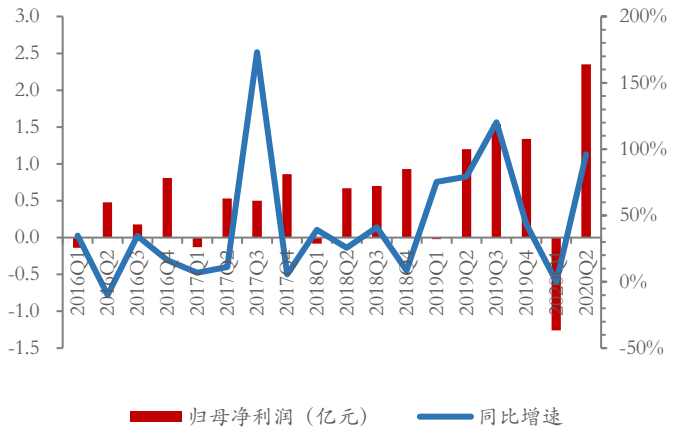
1．公司主要财务和经营数据

图表 1 公司分季度营收及增速



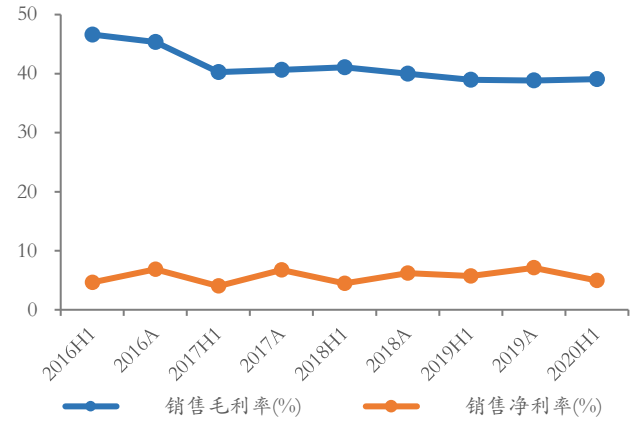
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



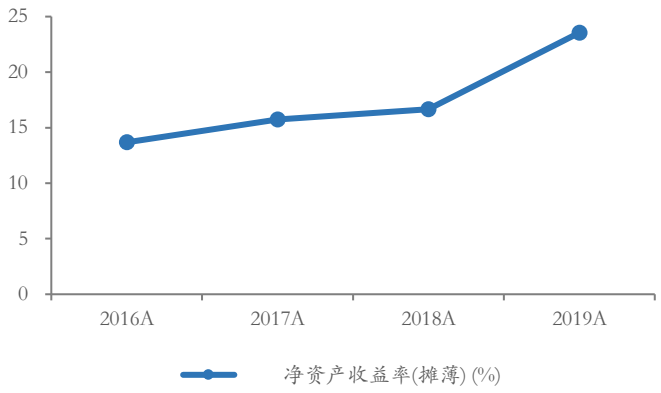
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司毛利率和净利率变化情况



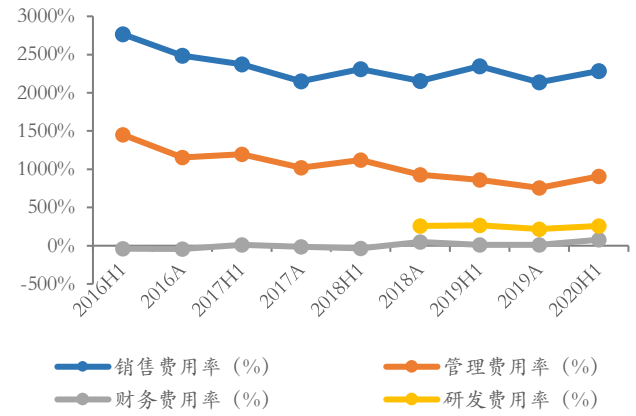
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况



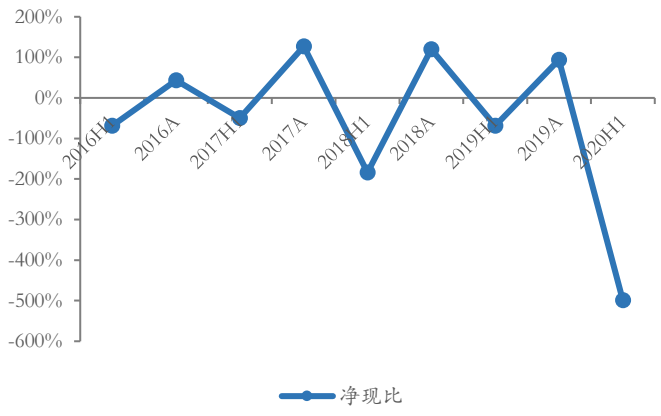
资料来源：wind，华安证券研究所

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



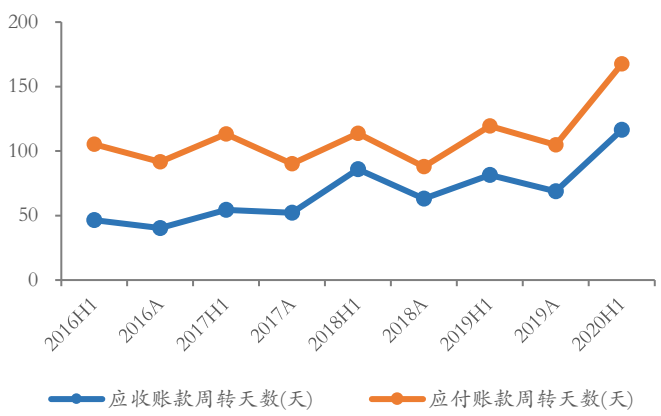
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本支出情况



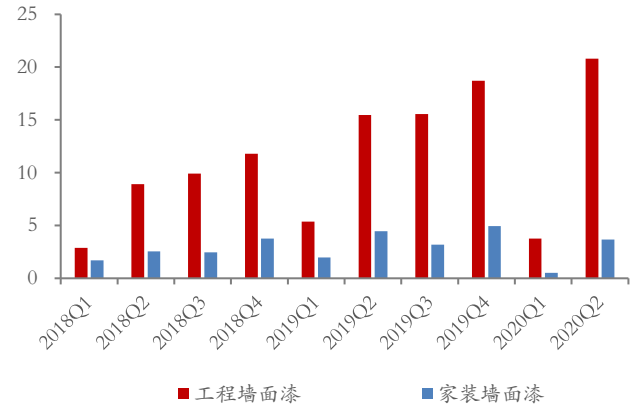
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 公司应收账期与应付账期变化情况



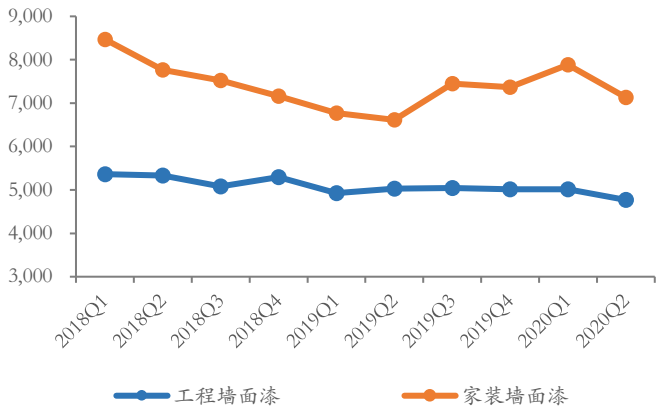
资料来源：wind，华安证券研究所

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. 盈利预测与投资建议

2.1 公司分业务盈利预测

图表 11 公司收入历史、预测拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
工程墙面漆					
营收（亿元）	17.59	27.65	33.75	44.77	55.96
毛利率	40.43%	44.75%	44.55%	44.57%	43.46%
家装墙面漆					
营收（亿元）	7.97	10.30	11.01	13.30	16.07
毛利率	56.73%	54.06%	55.77%	55.19%	54.61%
装饰施工					
营收（亿元）	1.70	6.93	7.97	9.56	11.00
毛利率	5.34%	7.41%	10.00%	10.00%	10.00%
防水卷材					
营收（亿元）		4.18	8.44	12.92	19.76
毛利率		34.74%	41.84%	37.27%	35.43%
其他业务					
营收（亿元）	8.58	14.84	16.32	18.77	20.65
毛利率	35.44%	34.74%	35.00%	35.00%	35.00%
总计					
营收（亿元）	35.84	59.72	77.49	99.32	123.44
同比增速	10.46%	11.07%	29.76%	28.17%	24.28%
毛利率	39.97%	38.83%	40.28%	39.91%	39.23%
归母净利润（亿元）	2.22	4.06	5.93	8.19	10.11
同比增速	26.43%	82.55%	46.01%	38.21%	23.37%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 投资建议

公司是显著受益销售渠道变革的涂料龙头，下半年 C 端业务改善的确定性高，整体业绩势头向好，且报表也将持续优化。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.93/8.19/10.11 亿元，对应 EPS 分别为 2.27/3.14/3.88 元，首次覆盖给予“买入”评级。

3. 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	4135	5370	6830
现金	628	873	1084	1511
应收账款	1509	1689	2271	2877
其他应收款	71	76	87	125
预付账款	34	62	74	87
存货	504	589	773	987
其他流动资产	791	847	1081	1241
非流动资产	2139	2628	3236	3807
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1098	1354	1747	2079
无形资产	324	432	526	643
其他非流动资	717	841	962	1084
资产总计	5675	6763	8606	10637
流动负债	3530	4108	5317	6570
短期借款	800	961	1153	1383
应付账款	1495	1499	2045	2690
其他流动负债	1234	1648	2120	2496
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	4460	5695	6976
少数股东权益	112	163	197	239
股本	186	186	186	186
资本公积	373	373	373	373
留存收益	1166	1581	2154	2862
归属母公司股	1725	2140	2713	3421
负债和股东权	5675	6763	8606	10637

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	861	967	1173
净利润	406	593	819	1011
折旧摊销	159	130	94	104
财务费用	33	23	25	26
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-176	63	-6	-11
其他经营现金	562	581	859	1064
投资活动现金	-675	-618	-702	-676
资本支出	-689	-618	-702	-676
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	2	-53	-70
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	-201	-271	-329
现金净增加额	347	245	211	427

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5972	7749	9932	12344
营业成本	3653	4628	5969	7501
营业税金及附加	52	77	99	118
销售费用	1276	1627	2086	2592
管理费用	321	511	596	679
财务费用	8	7	11	12
资产减值损失	-2	0	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	776	1028	1269
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	19	0	0	0
利润总额	502	776	1028	1269
所得税	78	132	175	216
净利润	424	644	853	1053
少数股东损益	18	52	34	42
归属母公司净利润	406	593	819	1011
EBITDA	699	836	1034	1261
EPS（元）	1.56	2.27	3.14	3.88

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	66.6%	29.8%	28.2%	24.3%
营业利润	83.2%	49.3%	32.5%	23.4%
归属于母公司净利	82.5%	46.0%	38.2%	23.4%
获利能力				
毛利率(%)	38.8%	40.3%	39.9%	39.2%
净利率(%)	10.72%	6.8%	7.6%	8.2%
ROE(%)	23.5%	27.7%	30.2%	29.5%
ROIC(%)	15.4%	16.2%	17.5%	17.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.6%	65.9%	66.2%	65.6%
净负债比率(%)	209.0%	193.7%	195.7%	190.6%
流动比率	1.00	1.01	1.01	1.04
速动比率	0.85	0.85	0.85	0.88
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.15	1.15	1.16
应收账款周转率	3.96	4.59	4.37	4.29
应付账款周转率	2.44	3.09	2.92	2.79
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	1.56	2.27	3.14	3.88
每股经营现金流	1.53	3.30	3.71	4.50
每股净资产(最新	6.62	8.21	10.41	13.12
估值比率				
P/E	51.77	69.71	50.44	40.88
P/B	12.19	19.31	15.23	12.08
EV/EBITDA	22.21	35.87	29.01	23.64

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。