

证券研究报告—动态报告

基础化工

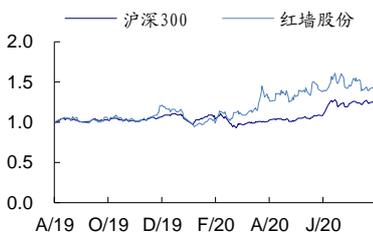
化学原料

红墙股份(002809)
买入

2020 年中报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	206/131
总市值/流通(百万元)	2,786/1,774
上证综指/深圳成指	3,404/13,851
12 个月最高/最低(元)	23.79/12.05

相关研究报告:

《红墙股份-002809-2019 年财报点评: 业绩实现高速增长, 积极推进全国布局》——
 2020-04-21

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业绩增长稳健, 市场开拓顺利进行
● 二季度业绩快速回升, 中期现金分红 2050 万

2020 H1 公司实现营收 5.23 亿元, 同比增长 8.92%, 归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 16.63%, EPS 为 0.35 元/股, 基本符合预期; 随着 Q2 疫情影响减弱, 公司业绩快速回升, Q2 实现营收 3.61 亿元, 同比增长 20.9%, 归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 21.4%, 主因 Q2 疫情影响减弱, 下游工地逐渐复工。上半年公司现金分红 2050 万, 分红率为 29.02%。

● 聚羧酸产品收入稳步增长, 回款风险总体可控

上半年, 混凝土外加剂实现营收 4.62 亿元, 同比增长 7.35%, 其中聚羧酸外加剂实现收入 3.98 亿元, 同比增长 13.31%, 主要受益于 Q2 核心市场保持恢复, 以及新开拓市场贡献明显, 收入占比提升 2.95pct 至 76.1%。受成本端价格上升影响, 上半年综合毛利率小幅下降 1.3 个百分点。净利率同比提高 0.9 个百分点, 主要由于精细化管理下, 期间费用率小幅下降 0.17pct 至 17.99%, 以及获得来自股权溢价款的投资收益 1415 万。回款方面, 上半年应收账款周转率为 0.78 次, 同比小幅下降 0.19 次, 主要由于公司规模扩张, 以及客户季节性回款所致, 从账龄结构看, 1 年内应收账款占比 95.6%, 总体风险可控。

● 全国布局稳步推进, 积极拓展销售网络

公司继续稳步推进全国布局, 上半年在长沙设立全资子公司, 开拓华中市场, 同时积极配套和完善销售网络, 加大人才引进力度, 上半年销售人员较去年末大幅增长 42.72%。受益于销售网络铺设和人才激励制度, 西南地区上半年实现营收 8969 万元, 同比增长 52%, 收入占比同比提升 5.8 个百分点至 17.2%, 新开拓市场业绩贡献正逐步显现。

● 需求有望持续回升, 维持“买入”评级

公司系全国前三、两广地区第一的减水剂龙头, 在产能规模、销售渠道、技术服务等方面具有明显优势。随着疫情影响减弱, 宏观政策持续发力, 下半年投资端有望向好, 进一步拉动公司产品需求, 预计 20-22 年 EPS 为 1.4/1.6/1.9 元, 对应 PE 为 10/8.3/7x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 经济下行超预期; 房地产投资低于预期; 成本上涨超预期。
盈利预测和财务指标

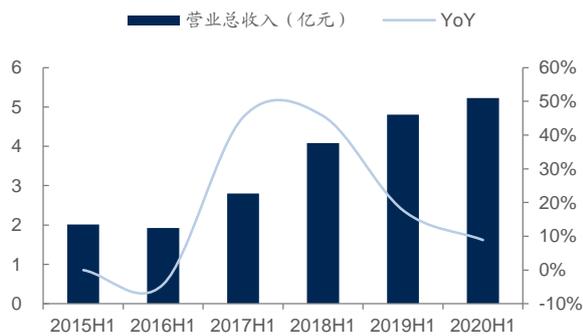
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	932	1,158	1,416	1,674	1,918
(+/-%)	47.7%	24.3%	22.3%	18.2%	14.6%
净利润(百万元)	68	128	162	197	231
(+/-%)	-15.3%	87.6%	26.2%	21.5%	17.5%
摊薄每股收益(元)	0.54	1.07	1.35	1.64	1.93
EBIT Margin	10.5%	15.7%	16.9%	17.2%	17.5%
净资产收益率(ROE)	6.6%	11.0%	13.6%	16.0%	18.2%
市盈率(PE)	25.0	12.7	10.0	8.3	7.0
EV/EBITDA	18.6	10.8	9.6	8.8	8.3
市净率(PB)	1.65	1.40	1.36	1.32	1.28

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

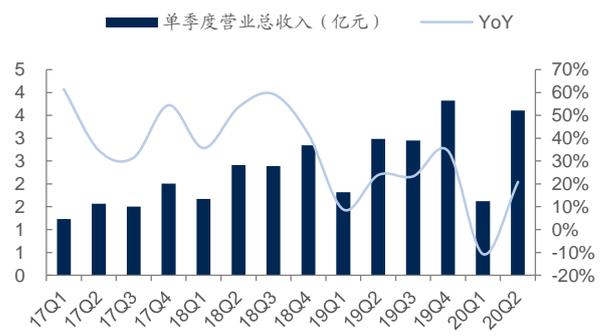
二季度业绩快速回升，分红彰显企业信心。2020 H1 公司实现营收 5.23 亿元，同比增长 8.92%，归母净利润 0.71 亿元，同比增长 16.63%，EPS 为 0.35 元/股，基本符合预期；随着 Q2 疫情影响减弱，公司业绩快速回升，Q2 实现营收 3.61 亿元，同比增长 20.9%，归母净利润 0.54 亿元，同比增长 21.4%，主因 Q2 疫情影响减弱，下游工地逐渐复工。上半年公司现金分红 2050 万，分红率为 29.02%，充分彰显公司信心。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



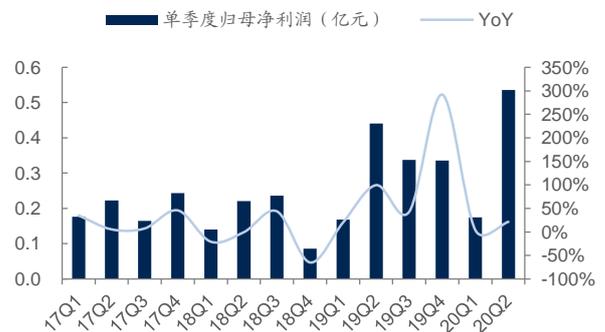
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

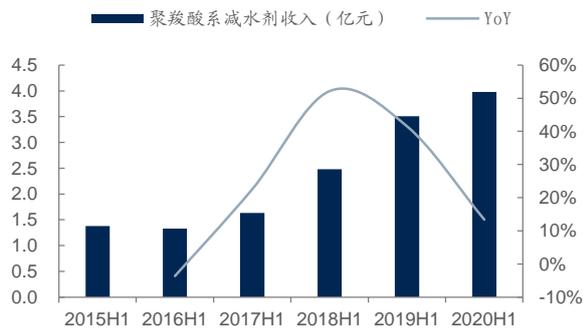
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

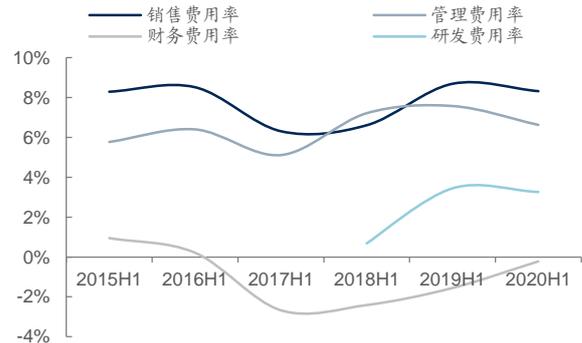
聚羧酸产品收入稳步增长，回款风险总体可控。上半年，混凝土外加剂实现营收 4.62 亿元，同比增长 7.35%，其中聚羧酸外加剂实现收入 3.98 亿元，同比增长 13.31%，主要受益于 Q2 核心市场保持恢复，以及新开拓市场贡献明显，收入占比提升 2.95pct 至 76.1%。受成本端价格上升影响，上半年综合毛利率小幅下降 1.3 个百分点。净利率同比提高 0.9 个百分点，主要由于精细化管理下，期间费用率小幅下降 0.17pct 至 17.99%，以及获得来自股权溢价款的投资收益 1415 万。回款方面，上半年应收账款周转率为 0.78 次，同比小幅下降 0.19 次，主要由于公司规模扩张，以及客户季节性回款所致，从账龄结构看，1 年内应收账款占比 95.6%，总体风险可控。

图 5：公司聚羧酸系减水剂收入及同比增速



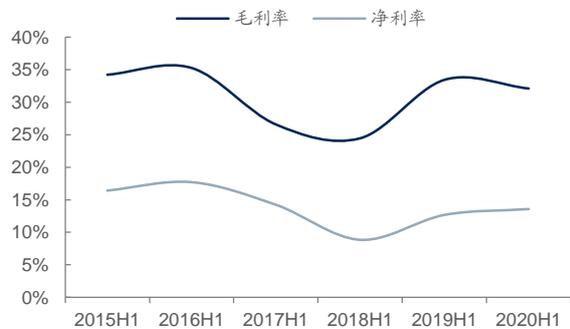
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司毛利率、净利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司资产负债率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

全国布局稳步推进，积极拓展销售网络。公司继续稳步推进全国布局，上半年在长沙设立全资子公司，开拓华中市场，同时积极配套和完善销售网络，加大人才引进力度，上半年销售人员较去年末大幅增长 42.72%。受益于销售网络铺设和人才激励制度，西南地区上半年实现营收 8969 万元，同比增长 52%，收入占比同比提升 5.8 个百分点至 17.2%，新开拓市场业绩贡献正逐步显现。

需求有望持续回升，维持“买入”评级。公司系全国前三、两广地区第一的减水剂龙头，在产能规模、销售渠道、技术服务等方面具有明显优势。随着疫情影响减弱，宏观政策持续发力，下半年投资端有望向好，进一步拉动公司产品需求，预计 20-22 年 EPS 为 1.4/1.6/1.9 元，对应 PE 为 10/8.3/7x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	302	330	340	350	营业收入	1158	1416	1674	1918
应收款项	689	1115	1157	1418	营业成本	770	933	1101	1262
存货净额	54	67	78	90	营业税金及附加	6	7	9	10
其他流动资产	464	299	512	496	销售费用	117	136	159	180
流动资产合计	1509	1811	2087	2354	管理费用	84	100	116	129
固定资产	142	175	206	233	财务费用	(12)	(3)	1	5
无形资产及其他	20	19	18	17	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	18	18	18	18	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(39)	(40)	(41)	(42)
资产总计	1689	2023	2329	2623	营业利润	155	203	247	290
短期借款及交易性金融负债	170	404	592	770	营业外净收支	2	1	1	1
应付款项	305	372	438	502	利润总额	156	204	248	291
其他流动负债	53	57	71	78	所得税费用	28	42	51	60
流动负债合计	528	832	1101	1351	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	128	162	197	231
其他长期负债	0	0	0	(0)					
长期负债合计	0	0	0	(0)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	529	832	1101	1351	净利润	128	162	197	231
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(9)	1	1	1
股东权益	1160	1191	1228	1272	折旧摊销	17	17	20	23
负债和股东权益总计	1689	2023	2329	2623	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	(12)	(3)	1	5
					营运资本变动	(157)	(203)	(185)	(185)
					其它	9	(1)	(1)	(1)
					经营活动现金流	(12)	(24)	31	69
					资本开支	(40)	(50)	(50)	(50)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(40)	(50)	(50)	(50)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(30)	(131)	(159)	(187)
					其它融资现金流	146	234	188	178
					融资活动现金流	86	103	28	(9)
					现金净变动	34	28	10	10
					货币资金的期初余额	268	302	330	340
					货币资金的期末余额	302	330	340	350
					企业自由现金流	(32)	(46)	14	55
					权益自由现金流	114	190	201	230

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.07	1.35	1.64	1.93
每股红利	0.25	1.09	1.33	1.56
每股净资产	9.67	9.92	10.23	10.60
ROIC	12%	13%	13%	14%
ROE	11%	14%	16%	18%
毛利率	33%	34%	34%	34%
EBIT Margin	16%	17%	17%	18%
EBITDA Margin	17%	18%	18%	19%
收入增长	24%	22%	18%	15%
净利润增长率	88%	26%	22%	18%
资产负债率	31%	41%	47%	52%
息率	1.8%	8.1%	9.8%	11.5%
P/E	12.7	10.0	8.3	7.0
P/B	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	10.8	9.6	8.8	8.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032