

投资评级 优于大市 维持

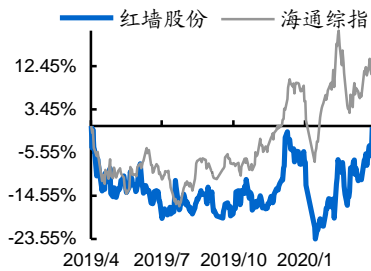
受益市场集中度提升，归母净利润大幅增长

股票数据

04月22日收盘价(元)	22.60
52周股价波动(元)	14.05-23.79
总股本/流通A股(百万股)	120/71
总市值/流通市值(百万元)	2712/1598

相关研究

《产品结构持续优化，1H2019归母净利润同比增长39.53%》2019.09.03

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	25.7	35.3	24.2
相对涨幅(%)	20.6	42.7	31.3

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

分析师:刘海荣

Tel:(021)23154130

Email:lhr10342@htsec.com

证书:S0850517080010

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

投资要点:

- 2019年实现归母净利润1.28亿元，同比增长87.65%。**公司公告2019年实现营收11.58亿元，同比增长24.26%；实现归母净利润1.28亿元，同比增长87.65%；实现EPS1.07元/股。其中，4Q2019实现营收3.83亿元，同比增长234.53%；实现归母净利润0.34亿元，同比增长588.88%。
- 受益市场集中度提升，外加剂销量快速增长。**近年来，外加剂市场呈现市场份额继续向行业内龙头公司集中的趋势。外加剂行业CR3的市场占有率由2016年的5.23%提升到了2018年的10.06%，预计2019年CR3的市场占有率将提高到12%左右。受益集中度提升，报告期内公司聚羧酸外加剂累计销售63.77万吨，同比增长43.63%；萘系外加剂累计销售14.98万吨，同比增长19.55%。
- 积极拓展销售网络，完善全国布局。**报告期内，公司加大了销售人才的引进力度，2019年公司新增销售人员50多人，销售人员较上年同期增加128%。受此影响，2019年公司销售费用率同比显著提高2.74个百分点至10.07%。近几年公司通过设立四川红墙、陕西红墙、贵州红墙、浙江红墙等全资子公司，在西南地区、华北地区、华东地区组建销售团队，布局原有优势地区以外的其他主要混凝土外加剂市场。我们认为随着公司全国布局的逐渐完善，有望充分受益行业集中度提升的趋势，保持销量稳定增长。
- 持续进行研发投入，保持市场领先地位。**报告期内，公司新建的混凝土外加剂研发中心及混凝土工程技术研究中心投入使用，使得公司的研发实力得到进一步提升。2019年公司研发费用占营收比例为3.09%，同比显著提升1.34个百分点。我们认为，随着对研发的持续投入，有利于公司通过新产品开拓提高产品质量、降低生产成本，这是龙头企业与中小企业拉开差距的重要因素，也是市占率提高的必要条件。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2020-2022年，公司EPS分别为1.34、1.68和2.05元/股，结合可比公司估值水平，我们给予公司2020年17-19倍PE，对应的合理价值区间为22.78元-25.46元，维持优于大市评级。
- 风险提示：**原材料价格波动；下游需求放缓。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	932	1158	1479	1790	2103
(+/-)YoY(%)	47.7%	24.3%	27.7%	21.1%	17.5%
净利润(百万元)	68	128	161	202	246
(+/-)YoY(%)	-15.3%	87.6%	25.5%	25.5%	21.7%
全面摊薄EPS(元)	0.57	1.07	1.34	1.68	2.05
毛利率(%)	27.2%	33.5%	34.3%	34.8%	35.1%
净资产收益率(%)	6.6%	11.0%	12.2%	13.3%	13.9%

资料来源：公司年报(2018-2019)，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 红墙股份 2020-2022 年分产品盈利预测

产品	2018	2019	2020E	2021E	2022E
聚羧酸系减水剂					
销售收入 (万元)	60320	85806	116221	145276	174331
销售成本 (万元)	39761	54088	73219	91524	109829
毛利率 (%)	34%	37%	37%	37%	37%
萘系减水剂					
销售收入 (万元)	16276	18640	20598	22657	24923
销售成本 (万元)	12157	12174	13388	14727	16200
毛利率 (%)	25%	35%	35%	35%	35%
水泥					
销售收入 (万元)	16255	10964	10650	10650	10650
销售成本 (万元)	15648	10498	10224	10224	10224
毛利率 (%)	4%	4%	4%	4%	4%
其他					
销售收入 (万元)	324	365	383	402	422
销售成本 (万元)	256	264	276	290	304
毛利率 (%)	21%	28%	28%	28%	28%
总计					
销售收入 (万元)	93174	115775	147851	178986	210327
销售成本 (万元)	67823	77023	97107	116765	136557
毛利率 (%)	27%	33%	34%	35%	35%

资料来源: 公司 2019 年年报, WIND, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300082.SZ	奥克股份	6.1	0.52	0.65	0.76	12	9	8
002398.SZ	垒知集团	11.05	0.58	0.74	0.94	19	15	12
600299.SH	安迪苏	12.29	0.37	0.5	0.56	33	25	22
均值						21	16	14

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2020 年 4 月 22 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期;

注: 可比公司中原建研集团改名为垒知集团, 股票代码未变

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	1158	1479	1790	2103
每股收益	1.07	1.34	1.68	2.05	营业成本	770	971	1168	1366
每股净资产	9.67	11.01	12.69	14.74	毛利率%	33.5%	34.3%	34.8%	35.1%
每股经营现金流	-0.54	1.33	0.59	1.24	营业税金及附加	6	9	10	12
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	117	149	180	212
P/E	20.25	16.14	12.86	10.57	营业费用率%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
P/B	2.24	1.96	1.70	1.47	管理费用	84	114	141	160
P/S	2.24	1.76	1.45	1.23	管理费用率%	7.2%	7.7%	7.9%	7.6%
EV/EBITDA	13.27	10.44	9.22	7.22	EBIT	145	201	241	300
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-12	4	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	0.3%	0.0%	0.0%
毛利率	33.5%	34.3%	34.8%	35.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	11.1%	10.9%	11.3%	11.7%	投资收益	0	4	6	4
净资产收益率	11.0%	12.2%	13.3%	13.9%	营业利润	155	203	250	307
资产回报率	7.6%	8.8%	9.7%	10.1%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	9.0%	12.1%	12.8%	13.6%	利润总额	156	203	250	307
盈利增长 (%)					EBITDA	163	228	257	317
营业收入增长率	24.3%	27.7%	21.1%	17.5%	所得税	28	42	48	61
EBIT 增长率	78.1%	38.0%	20.2%	24.4%	有效所得税率%	18.0%	20.7%	19.3%	20.0%
净利润增长率	87.6%	25.5%	25.5%	21.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	128	161	202	246
资产负债率	31.3%	27.6%	26.9%	27.4%					
流动比率	2.86	3.17	3.24	3.16	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.70	2.97	3.03	2.95	货币资金	302	213	230	307
现金比率	0.57	0.42	0.41	0.46	应收账款及应收票据	659	808	977	1165
经营效率指标					存货	54	74	85	100
应收帐款周转天数	204.20	195.86	195.57	198.54	其它流动资产	494	499	516	531
存货周转天数	25.59	27.98	26.68	26.75	流动资产合计	1509	1595	1809	2103
总资产周转率	0.69	0.81	0.86	0.86	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	8.21	7.86	8.04	7.86	固定资产	141	188	223	268
					在建工程	1	6	16	31
					无形资产	20	17	16	15
					非流动资产合计	180	230	273	332
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	1689	1825	2082	2435
净利润	128	161	202	246	短期借款	170	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	305	381	461	539
非现金支出	21	28	15	17	预收账款	5	6	7	8
非经营收益	-11	1	-6	-3	其它流动负债	48	117	90	119
营运资金变动	-204	-29	-141	-110	流动负债合计	528	504	559	666
经营活动现金流	-65	160	70	149	长期借款	0	0	0	0
资产	-46	-77	-59	-76	其它长期负债	0	0	0	0
投资	23	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	62	4	6	4	负债总计	529	504	559	666
投资活动现金流	39	-74	-53	-72	实收资本	120	120	120	120
债权募资	170	-170	0	0	普通股股东权益	1160	1321	1523	1768
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-92	-4	0	0	负债和所有者权益合计	1689	1825	2082	2435
融资活动现金流	78	-175	0	0					
现金净流量	52	-89	17	77					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 22 日

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
刘海荣 基础化工行业
潘莹练 建筑建材行业

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: 皇马科技,梅花生物,茶花股份,联瑞新材,双一科技,和远气体,诺普信,百傲化学,玲珑轮胎,利安隆,新洋丰,扬农化工,苏博特,浙江龙盛,鲁西化工,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,利民股份,光华科技,海利尔,黑猫股份,飞凯材料,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,先达股份,万顺新材

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。