

投资评级 优于大市 首次覆盖

# 一季度归母净利润同比增 49.89%，拟发行可转债募资不超 5.2 亿元

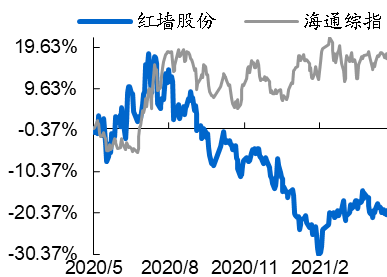
## 股票数据

05月07日收盘价(元)	10.22
52周股价波动(元)	8.69-22.88
总股本/流通A股(百万股)	207/126
总市值/流通市值(百万元)	2112/1291

## 相关研究

《受益市场集中度提升，归母净利润大幅增长》2020.04.22

## 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.8	0.7	3.0
相对涨幅 (%)	-4.4	4.7	7.7

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: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

## 投资要点:

- 一季度归母净利润同比增 49.89%至 2618.38 万元。**公司发布一季报，一季度实现营业收入 2.99 亿元，同比增长 84.05%；归母净利润 2618.4 万元，同比增长 49.89%；归母扣非净利润 1953.1 万元，同比增长 129.78%；基本每股收益 0.13 元。公司 2018 年开始进行的全国销售区域及生产基地布局已基本完成，销售队伍、技术团队、配套生产及管理体系人员已基本搭建完毕，公司从华南市场迈向全国市场拓展的步伐已全面展开，快速增长的效应已开始显现，公司整体销售业绩正逐步提升。
- 拟发行可转债募资不超 5.2 亿元。**公司拟公开发行可转债，募集资金总额不超 5.2 亿元，扣除相关发行费用后，分别将 2.7 亿元用于年产 28 万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目，1 亿元用于安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目(一期)，1.5 亿元用于补充流动资金。我们认为，随着项目陆续投产，公司业绩及市场影响力有望继续提升。
- 投资大亚湾经济技术开发区及安徽天长化工园区，构筑上市公司精细化工产业版图。**2021 年 1 月 9 日，公司公告，拟在广东省惠州市大亚湾经济技术开发区投资 5.443 亿元，建设年产 12 万吨环氧乙烷衍生物及 5 万吨聚羧酸减水剂项目。此项目进一步丰满公司现有混凝土外加剂产业链条，从而实现公司外加剂产业链向上游的延展，同时公司可利用中海壳牌石油化工的环氧乙烷、环氧丙烷资源，以及惠州大亚湾石化产业园丰富的石化资源，为公司进军精细化工领域打好基础。2 月 2 日，公司公告与天长市铜城镇人民政府签订协议，拟在安徽省天长市化工集中区投资 3.5 亿元，投资建设混凝土外加剂及其他精细化工等项目，从而在为公司开拓华东市场混凝土外加剂主业提供生产基地的同时，为未来精细化工华东区域市场的开拓提供基地与产能保障。
- 加大对销售及技术人才的引进力度。**截止 2020 年末，公司员工总数达 983 人，较 2019 年末增长 59.32%。其中销售人员 2018 年为 45 人，2019 年增加到 103 人，至 2020 年末销售人员达到 186 人，同比增长 80.58%；技术人员从 2018 年的 111 人，2019 年增加到 133 人，2020 年进一步扩大到 194 人，有力保障了公司的产品研发水平与服务客户的广度与深度。
- 盈利预测。**我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 0.78 元、0.97 元、1.16 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值区间为 2021 年 16-18 倍 PE，对应合理价值区间为 12.48-14.04 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格波动、下游需求放缓、宏观经济下行。

## 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1158	1337	1645	1865	2118
(+/-)YoY(%)	24.3%	15.4%	23.1%	13.4%	13.5%
净利润(百万元)	128	142	162	200	239
(+/-)YoY(%)	87.6%	10.6%	14.1%	23.7%	19.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	0.69	0.78	0.97	1.16
毛利率(%)	33.5%	31.9%	33.5%	34.2%	34.9%
净资产收益率(%)	11.0%	10.8%	11.0%	12.0%	12.5%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 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

**盈利假设:**

关键产品销量假设: 我们认为减水剂销量将持续向好, a. 聚羧酸系减水剂: 我们预计 2021-23 年聚羧酸系减水剂销量分别为 113.7 万吨、130.8 万吨、150.4 万吨; b. 萘系减水剂: 我们预计 2021-23 年萘系减水剂销量分别为 11.84 万吨、13.02 万吨、14.32 万吨。

毛利率假设: 随着公司在外加剂主业和精细化工领域的持续加码, 产品毛利率有望稳定上升。a. 聚羧酸系减水剂: 我们预计 2021-23 年聚羧酸系减水剂毛利率分别为 36%、36.5%、37%; b. 萘系减水剂: 预计 2021-23 年萘系减水剂毛利率保持于 34%。

**表 1 红墙股份分业务盈利预测**

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	1336.56	1644.89	1865.18	2117.71
总成本 (百万元)	910.59	1093.83	1227.24	1378.97
总毛利 (百万元)	425.97	551.06	637.94	738.74
总毛利率	31.87%	33.50%	34.20%	34.88%
<b>聚羧酸系减水剂</b>				
收入 (百万元)	1074.64	1364.69	1569.39	1804.80
成本 (百万元)	699.26	873.40	996.56	1137.02
毛利 (百万元)	375.39	491.29	572.83	667.78
毛利率	34.93%	36.00%	36.50%	37.00%
<b>萘系减水剂</b>				
收入 (百万元)	136.79	151.50	166.65	183.32
成本 (百万元)	93.07	99.99	109.99	120.99
毛利 (百万元)	43.71	51.51	56.66	62.33
毛利率	31.96%	34.00%	34.00%	34.00%
<b>水泥</b>				
收入 (百万元)	116.84	120.00	120.00	120.00
成本 (百万元)	113.27	115.20	115.20	115.20
毛利 (百万元)	3.58	4.80	4.80	4.80
毛利率	3.06%	4.00%	4.00%	4.00%
<b>其他收入</b>				
收入 (百万元)	8.29	8.70	9.14	9.60
成本 (百万元)	4.99	5.24	5.48	5.76
毛利 (百万元)	3.30	3.46	3.66	3.84
毛利率	39.77%	39.80%	40.00%	40.00%

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

**表 2 可比上市公司估值比较**

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300082.SZ	奥克股份	9.30	0.59	0.78	0.96	17.60	11.94	9.71
002398.SZ	垒知集团	7.18	0.52	0.66	0.82	14.83	10.94	8.81
600299.SH	安迪苏	12.26	0.50	0.64	0.75	22.84	19.14	16.28
	均值					18.42	14.01	11.60

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 5 月 7 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1337</b>	<b>1645</b>	<b>1865</b>	<b>2118</b>
每股收益	0.69	0.78	0.97	1.16	营业成本	911	1094	1227	1379
每股净资产	6.33	7.11	8.08	9.24	毛利率%	31.9%	33.5%	34.2%	34.9%
每股经营现金流	-0.29	0.33	0.59	0.83	营业税金及附加	7	9	10	11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	145	178	202	230
P/E	14.90	13.06	10.56	8.83	营业费用率%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
P/B	1.61	1.44	1.26	1.11	管理费用	90	125	134	152
P/S	1.58	1.28	1.13	1.00	管理费用率%	6.7%	7.6%	7.2%	7.2%
EV/EBITDA	13.02	9.55	8.12	6.39	EBIT	141	187	233	279
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-2	2	2	2
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	31.9%	33.5%	34.2%	34.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	10.6%	9.8%	10.7%	11.3%	投资收益	0	4	1	2
净资产收益率	10.8%	11.0%	12.0%	12.5%	<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>283</b>
资产回报率	7.2%	7.9%	8.5%	8.9%	营业外收支	27	0	0	0
投资回报率	8.9%	10.7%	11.9%	12.4%	<b>利润总额</b>	<b>165</b>	<b>192</b>	<b>235</b>	<b>283</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	165	215	245	292
营业收入增长率	15.4%	23.1%	13.4%	13.5%	所得税	23	31	35	44
EBIT 增长率	-2.8%	32.6%	24.3%	20.0%	有效所得税率%	13.9%	15.9%	14.9%	15.4%
净利润增长率	10.6%	14.1%	23.7%	19.6%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>142</b>	<b>162</b>	<b>200</b>	<b>239</b>
资产负债率	33.4%	28.1%	28.7%	29.4%					
流动比率	2.63	3.05	2.98	2.92	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	2.47	2.85	2.78	2.73	货币资金	135	60	126	243
现金比率	0.21	0.11	0.19	0.31	应收账款及应收票据	886	967	1135	1313
<b>经营效率指标</b>					存货	70	80	90	103
应收账款周转天数	236.17	209.00	216.46	220.54	其它流动资产	636	639	650	659
存货周转天数	28.14	26.74	26.82	27.23	流动资产合计	1727	1747	2001	2317
总资产周转率	0.68	0.80	0.80	0.78	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.87	6.81	6.78	7.02	固定资产	194	241	275	302
					在建工程	1	6	16	31
					无形资产	19	26	28	31
					非流动资产合计	238	296	342	386
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1964</b>	<b>2043</b>	<b>2343</b>	<b>2703</b>
净利润	142	162	200	239	短期借款	60	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	538	505	593	706
非现金支出	32	28	12	13	预收账款	0	4	4	3
非经营收益	-2	-2	-1	-2	其它流动负债	57	64	76	84
营运资金变动	-232	-118	-88	-78	流动负债合计	656	573	673	793
<b>经营活动现金流</b>	<b>-60</b>	<b>69</b>	<b>122</b>	<b>172</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-79	-86	-58	-58	其它长期负债	0	0	0	0
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	0	0	0	0
其他	84	4	1	2	<b>负债总计</b>	<b>656</b>	<b>573</b>	<b>673</b>	<b>794</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>5</b>	<b>-82</b>	<b>-56</b>	<b>-56</b>	实收资本	207	207	207	207
债权募资	126	-60	0	0	归属于母公司所有者权益	1309	1470	1670	1910
股权募资	26	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-280	-2	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1964</b>	<b>2043</b>	<b>2343</b>	<b>2703</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-128</b>	<b>-62</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-183</b>	<b>-75</b>	<b>66</b>	<b>116</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业  
李智 基础化工行业

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: 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,雅本化学,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,东华能源,鼎龙股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。