

**投资评级：增持（维持）**
**报告日期：2022年09月02日**
**市场数据**

目前股价	7.63
总市值（亿元）	15.85
流通市值（亿元）	15.67
总股本（万股）	20,777
流通股本（万股）	20,535
12个月最高/最低	9.23/5.65

**分析师**

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

✉ yiw@cgws.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ huajiangyue@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;饰面材料需求向好，收购鹰牌、瑞欣延伸泛家居产业链&gt;&gt; 2021-08-12

# 盈利有望逐步改善，整装平台协同发展可期

## ——天安新材（603725）公司动态点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	869	2065	2599	3377	4429
(+/-%)	0.1%	137.5%	25.9%	29.9%	31.1%
归母净利润（百万元）	38	-58	84	109	138
(+/-%)	489.1%	-250.7%	245.7%	29.1%	27.1%
摊薄 EPS（元/股）	0.19	-0.28	0.40	0.52	0.66
PE	40	-27	19	15	12

资料来源：长城证券研究院

**核心观点**

**事件：**公司披露 2022 年中报，上半年实现营业收入 12.36 亿元，同比增长 97.55%。归母净利润 1583.88 万元，同比减少 46.68%。扣非净利润 1179.69 万元，同比减少 51.97%。对此点评如下：

上半年业绩阶段性承压，下半年有望逐步改善。Q2 实现营业收入 7.40 亿元，同比增长 93.60%。归母净利润 0.14 亿元，同比减少 17.61%。1) 鹰牌并表使得收入高增，瑞欣持续贡献业绩增量。上半年多地疫情反复，物流、销售等环节受到一定影响，公司家居饰面材料/汽车饰面材料/薄膜/人造革同比变动 -13%/23%/-5%/-21% 至 1.14 亿元/1.95 亿元/1.94 亿元/0.46 亿元，其中汽车饰面材料增长良好；实现已并表防火材料/建筑陶瓷收入 1.34 亿元/5.52 亿元；上半年瑞欣建材延续较好盈利，实现净利润 1373.67 万元，净利润率约 10%；上半年鹰牌陶瓷共计实现净利润约 972.51 万元，净利润率仍有较大的提升空间。2) Q2 毛利率环比改善，下半年有望继续提升。受原燃材料价格高企、计提减值等影响，上半年公司毛利率/净利率同比变动 -2.89pct/-3.73pct 至 20.46%/1.37%，单二季度环比改善 1.58pct/2.27pct 至 21.10%/2.29%。上半年公司主要原材料树脂粉/增塑剂/表处剂等价格同比变动 1.31%/0.11%/11.28%，下半年原材料价格有望回落并带来毛利率的持续改善。公司处于谨慎性原则，上半年计提减值 1,006.20 万元，并对深圳恒大材料提起涉案金额 1.58 亿元的民事诉讼，截至 8 月 12 日已立案受理，尚未开庭审理。公司已对本次重大诉讼案件所涉的应收款项计提信用减值损失，若后续有望冲回，将有利于公司盈利能力的恢复。

公司持有瑞欣股权由 60% 增加到 90%，有利于盈利能力进一步提升。2022 年 5 月，公司支付完毕第二次收购瑞欣建材的股权转让价款；2022 年 8 月 8 日，瑞欣建材完成了第二次收购的工商变更登记手续，公司持有瑞欣建材的股权由 60% 增加到 90%。瑞欣建材专注于高端耐火板、不燃高压树脂板等装饰材料的研发和制造，是国内耐火板材第一梯队企业，产品广泛应用于医院、净化室、酒店、高铁动车、大型船只（游轮）等公共设施室内及外墙等领域。公司继续收购瑞欣建材少数股东 30% 股权，有利于公司进一步整合资源，加

强对瑞欣装材的管理和资源利用，提升公司的盈利能力。

**整合鹰牌、饰面材料及天安成等控股子公司，打造整装平台创造新增长点、打开二次成长空间。**上半年，公司通过整合高分子复合饰面材料、建筑陶瓷以及控股子公司天安集成，打造环保墙体、室内门、地板、柜体、软体家居、窗帘等产品线供应链，通过鹰牌陶瓷的终端品牌展厅向市场推出打造了以沉浸式场景化模式为主的鹰牌生活馆、鹰牌墙地专家、鹰牌改造家三大店态，引流终端消费市场，多品类经营，为客户提供产品系统性输出的一站式整装解决方案。鹰牌陶瓷采用“直销+经销”相结合的销售模式，具备良好的渠道优势，公司拟将鹰牌陶瓷从建材品牌打造为泛家居领域的消费者品牌。截至 2022 年 6 月 30 日，鹰牌陶瓷拥有 1248 家经销商、1213 家门店，店面面积达到 30 万平方米。

**拟增发 4904-7969 万元以补充流动资金、大股东认购本次发行股份，彰显对公司长期发展信心。**2022 年 4 月，公司 2022 年度非公开发行股票预案出台，拟募集资金总额不低于 4904 万元（含本数）且不超过 7969 万元（含本数），扣除发行费用后将全部用于补充流动资金。2019-2021 年，公司资产负债率分别为 34.75%、44.15%和 72.83%，呈现上升趋势，本次发行将保障公司日常运营所需资金充足，并有效地改善公司资产负债结构，降低财务风险，为公司持续稳定发展奠定良好基础。公司控股股东、实际控制人吴启超先生计划认购公司本次发行的股份，体现对公司支持的决心及对未来发展的信心，有利于保障公司的稳定持续发展。

**投资建议：盈利有望逐步改善，整装平台协同发展可期，维持增持评级。**预计公司 2022~2024 年的归母净利润分别为 0.8、1.1、1.4 亿元，同比增长 246%、29%、27%，对应 PE 市盈率分别为 19、15、12 倍。汽车装饰饰面行业下游需求向好；公司整合鹰牌、饰面材料及天安成等控股子公司，打造整装平台打造业务协同，创造业绩新增长点。

**风险提示：原材料价格上涨或超预期；房地产下游需求或低于预期；汽车内饰饰面材料产品价格下降；行业竞争加剧；减值计提及并购整合风险等。**

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	869.21	2,064.56	2,599.45	3,377.20	4,428.53	成长性					
营业成本	669.08	1,610.28	1,988.48	2,583.43	3,387.65	营业收入增长	0.13%	137.52%	25.91%	29.92%	31.13%
销售费用	56.42	134.94	158.29	205.65	269.66	营业成本增长	-7.52%	140.67%	23.49%	29.92%	31.13%
管理费用	60.69	152.44	159.13	206.74	271.10	营业利润增长	5057.62%	-398.84%	189.65%	43.46%	36.43%
研发费用	35.81	93.46	106.47	138.33	181.39	利润总额增长	1042.44%	-395.06%	191.39%	42.63%	36.28%
财务费用	17.80	39.01	48.48	65.32	83.97	归母净利润增长	489.11%	-250.72%	245.71%	29.06%	27.12%
其他收益	15.28	10.88	12.08	12.75	11.91	盈利能力					
投资净收益	6.29	7.46	5.42	6.39	6.42	毛利率	23.02%	22.00%	23.50%	23.50%	23.50%
营业利润	38.61	-115.37	103.43	148.38	202.44	销售净利率	4.44%	-5.59%	3.98%	4.39%	4.57%
营业外收支	0.24	0.74	1.32	1.03	1.18	ROE	4.49%	-11.65%	3.19%	4.44%	5.15%
利润总额	38.85	-114.63	104.75	149.41	203.62	ROIC	57.39%	-7.09%	9.04%	9.76%	10.40%
所得税	1.87	-18.01	16.46	23.47	31.99	营运效率					
少数股东损益	-1.31	-38.91	4.22	17.43	33.69	销售费用/营业收入	6.49%	6.54%	6.09%	6.09%	6.09%
归母净利润	38.29	-57.71	84.08	108.51	137.94	管理费用/营业收入	6.98%	7.38%	6.12%	6.12%	6.12%
资产负债表						研发费用/营业收入	4.12%	4.53%	4.10%	4.10%	4.10%
流动资产	843.75	1,686.79	1,451.37	2,168.27	2,398.78	财务费用/营业收入	2.05%	1.89%	1.87%	1.93%	1.90%
货币资金	275.89	343.62	160.39	208.37	273.24	投资收益/营业利润	16.30%	-6.47%	5.24%	4.31%	3.17%
应收票据及应收账款	282.32	709.89	766.32	1,073.48	1,278.43	所得税/利润总额	4.81%	15.71%	15.71%	15.71%	15.71%
其他应收款	5.20	55.48	30.34	42.91	36.63	应收账款周转率	3.56	4.78	4.04	4.07	4.27
存货	160.98	461.16	396.07	712.14	695.34	存货周转率	5.53	6.64	6.06	6.09	6.29
非流动资产	630.52	1,366.22	5,074.54	3,292.52	4,307.36	流动资产周转率	1.18	1.63	1.66	1.87	1.94
固定资产	500.00	673.67	697.91	716.64	755.03	总资产周转率	0.64	0.91	0.54	0.56	0.73
资产总计	1,474.27	3,053.01	6,525.91	5,460.79	6,706.15	偿债能力					
流动负债	602.41	1,782.65	3,348.80	2,436.84	3,194.72	资产负债率	44.15%	72.83%	57.52%	48.02%	50.27%
短期借款	433.70	715.52	2,717.84	1,552.01	2,121.25	流动比率	1.40	0.95	0.43	0.89	0.75
应付款项	126.11	479.60	342.57	458.43	658.77	速动比率	1.13	0.69	0.32	0.60	0.53
非流动负债	48.51	440.81	404.98	185.25	176.29	每股指标 (元)					
长期借款	-	320.65	320.65	83.00	83.00	EPS	0.19	-0.28	0.40	0.52	0.66
负债合计	650.92	2,223.45	3,753.79	2,622.09	3,371.01	每股净资产	3.95	3.20	12.43	12.66	14.87
股东权益	823.34	829.55	2,772.12	2,838.70	3,335.13	每股经营现金流	0.32	1.41	-18.51	8.16	-2.61
股本	205.35	209.44	209.44	209.44	209.44	每股经营现金/EPS	1.67	-5.03	-46.12	15.74	-3.96
留存收益	616.29	469.87	2,392.92	2,442.08	2,904.81	估值					
少数股东权益	1.70	165.54	169.76	187.19	220.88	PE	40.16	-27.25	19.01	14.73	11.59
负债和权益总计	1,474.27	3,053.01	6,525.91	5,460.79	6,706.15	PEG	0.80	0.12	0.12	0.29	-0.05
现金流量表						PB	1.93	2.39	0.61	0.60	0.51
经营活动现金流	66.00	292.58	-3,846.41	1,694.54	-541.56	EV/EBITDA	14.10	19.97	3.30	3.98	2.22
其中营运资本减少	-27.20	428.50	-4,047.47	1,428.12	-887.16	EV/SALES	1.79	1.19	0.32	0.38	0.20
投资活动现金流	-30.99	-584.81	-106.77	-137.49	-194.09	EV/IC	1.71	1.74	0.46	0.55	0.37
其中资本支出	-13.37	207.14	101.17	143.14	207.93	ROIC/WACC	0.66	-0.80	1.02	1.10	1.18
融资活动现金流	153.67	304.54	3,769.94	-1,509.07	800.51	REP	2.60	-2.16	0.45	0.49	0.31
净现金总变化	188.68	12.31	-183.23	47.99	64.87						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>