

## 中报投资收益大增，国企改革已然临近

- 事件:** 7月30日，公司发布2015年上半年度报告，公司上半年实现营业收入2.4亿元，同比减少6.4%，归母净利润1.5亿元，同比大幅增长404.2%，折合EPS为0.87元。同时，公司自1998年以来首次推出股份送转方案，大比例分红每10股送7股转增8股并派现0.8元(含税)。
- 业绩大增源于投资收益，剩余股权择机变现提供想象空间。**上半年业绩大增主要原因是出售北陆药业获得1.24亿元投资收益，公司目前仍持有4000万股北陆药业，以7月30日收盘价计算，公司持有的剩余股权市值为12.67亿元，公司持有北陆药业股权进入投资收获期，后期有望继续减持，兑现收益。
- 主营业务稳步发展，原材料下降导致毛利率明显上升。**报告期内，下游市场需求疲软，公司营业收入同比小幅下滑6.4%。而公司扣非归母净利润为2871万元，同比增长37.9%，主要得益于公司原材料成本下降。公司上半年毛利率率为29.1%，同比上升5个百分点。
- 环保趋严和涂料产品消费税征收促行业洗牌，门槛提高公司有望受益。**目前我国环境友好型涂料使用率不足50%，随着国家对环保的重视，涂料环保成本不断提升，有毒油漆将面临产业整合。公司特别成立了新产品推广部，着重抓水性化、高固体产品的市场推广，新产品销售量创新高。2015年2月我国开征涂料消费税，传统涂料行业平均5%-10%的利润率将缩水，涂料行业的门槛进一步提高，行业面临洗牌。公司绝大多数产品均达到免征条件，有望从中受益。
- 国企改革渐行渐近。**去年12月8日，重庆市集中签约28个国企“混改”项目；今年2月重庆国资委主任廖庆轩提出，重庆年内将编制国企改革2015-2020年实施规划；7月30日，重庆百货发布公告，大股东重庆商社拟将所属的非上市企业注入公司实现整体上市。我们认为重庆市国企改革已经逐步开始，政策红利即将释放，公司具有资产注入预期，也将有望实施股权激励来推动公司改革。
- 业绩预测与估值：**暂不考虑摊薄和16-17年投资收益对净利润影响，仅考虑主业受益行业门槛提高市占率提升的影响，我们预测公司2015、2016、2017年EPS分别为1.02元、0.36元和0.46元，对应动态PE分别为40倍、112倍和88倍。公司国企改革预期较强，有望尽享政策红利，我们维持“增持”评级。
- 风险提示：**原材料价格上升的风险，下游需求持续低迷的风险，国企改革进度低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	552.83	633.53	726.13	832.37
增长率	0.41%	14.60%	14.62%	14.63%
归属母公司净利润(百万元)	44.59	176.91	62.56	80.26
增长率	21.57%	296.78%	-64.64%	28.29%
每股收益EPS(元)	0.26	1.02	0.36	0.46
净资产收益率ROE	6.99%	22.09%	7.61%	9.05%
PE	157.50	39.69	112.26	87.50
PB	11.01	8.77	8.55	7.92

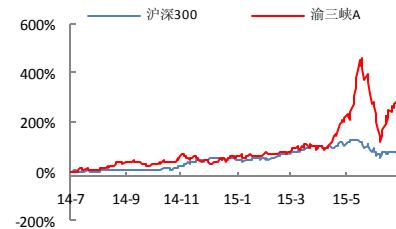
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪  
执业证号: S1250514120001  
电话: 010-57631196  
邮箱: lxd@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	1.73
流通A股(亿股)	1.73
52周内股价区间(元)	9.76-58.2
总市值(亿元)	70.22
总资产(亿元)	10.70
每股净资产(元)	4.48

### 相关研究

1. **渝三峡A(000565):** 业绩增长符合预期  
政策红利有望释放 (2014-11-03)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	552.83	633.53	726.13	832.37	净利润	44.59	176.91	62.56	80.26
营业成本	427.00	458.66	519.01	586.71	折旧与摊销	14.48	30.06	31.87	32.99
营业税金及附加	2.84	6.34	7.26	8.32	财务费用	12.29	4.79	0.90	1.02
销售费用	21.38	24.50	28.08	32.19	资产减值损失	7.06	-9.97	4.28	3.49
管理费用	67.83	87.68	96.82	110.91	经营营运资本变动	-47.39	-0.69	-54.44	-52.12
财务费用	12.29	4.79	0.90	1.02	其他	-0.94	-137.10	0.00	0.00
资产减值损失	7.06	-9.97	4.28	3.49	经营活动现金流净额	30.10	64.00	45.17	65.63
投资收益	29.93	137.10	0.00	0.00	资本支出	-4.75	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	18.52	137.15	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	13.77	132.15	-5.00	-5.00
<b>营业利润</b>	<b>44.36</b>	<b>198.65</b>	<b>69.78</b>	<b>89.73</b>	短期借款	8.00	-120.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.89	0.73	0.72	0.72	长期借款	-15.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>50.25</b>	<b>199.38</b>	<b>70.50</b>	<b>90.45</b>	股权融资	-0.95	0.00	0.00	0.00
所得税	5.66	22.46	7.94	10.19	支付股利	-8.67	-10.54	-41.83	-14.79
<b>净利润</b>	<b>44.59</b>	<b>176.91</b>	<b>62.56</b>	<b>80.26</b>	其他	-37.92	-42.86	-0.90	-1.02
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-55.05	-173.40	-42.73	-15.81
归属母公司股东净利润	44.59	176.91	62.56	80.26	<b>现金流量净额</b>	-11.18	22.75	-2.56	44.82
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	92.84	115.60	113.04	157.85	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
应收和预付款项	276.90	309.39	359.92	410.17	<b>成长能力</b>				
存货	110.91	119.13	134.81	152.39	销售收入增长率	0.41%	14.60%	14.62%	14.63%
其他流动资产	0.09	0.10	0.12	0.13	营业利润增长率	29.49%	347.83%	-64.87%	28.59%
长期股权投资	152.22	152.22	152.22	152.22	净利润增长率	21.60%	296.78%	-64.64%	28.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.40%	228.25%	-56.08%	20.66%
固定资产和在建工程	238.77	216.40	192.21	166.91	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	23.36	20.67	17.99	15.30	毛利率	22.76%	27.60%	28.52%	29.51%
其他非流动资产	58.13	58.08	58.08	58.08	三费率	18.36%	18.46%	17.32%	17.31%
<b>资产总计</b>	<b>953.22</b>	<b>991.59</b>	<b>1028.37</b>	<b>1113.05</b>	净利率	8.07%	27.92%	8.62%	9.64%
短期借款	120.00	0.00	0.00	0.00	ROE	6.99%	22.09%	7.61%	9.05%
应付和预收款项	109.16	138.62	153.53	171.46	ROA	3.78%	4.68%	17.84%	6.08%
长期借款	18.50	18.50	18.50	18.50	ROIC	9.03%	32.23%	10.94%	13.31%
其他负债	67.97	33.57	34.72	36.01	EBITDA/销售收入	12.87%	36.86%	14.12%	14.87%
<b>负债合计</b>	<b>315.63</b>	<b>190.70</b>	<b>206.75</b>	<b>225.97</b>	<b>营运能力</b>				
股本	173.44	173.44	173.44	173.44	总资产周转率	0.58	0.65	0.72	0.78
资本公积	187.50	187.50	187.50	187.50	固定资产周转率	2.37	2.66	3.14	3.87
留存收益	271.59	437.96	458.68	524.15	应收账款周转率	5.26	5.69	5.90	5.77
归属母公司股东权益	635.60	798.90	819.62	885.09	存货周转率	3.61	3.99	4.09	4.09
少数股东权益	2.00	2.00	2.00	2.00	销售商品提供劳务现金营业收入	73.43%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>637.60</b>	<b>800.90</b>	<b>821.62</b>	<b>887.09</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	953.22	991.59	1028.37	1113.05	资产负债率	33.11%	19.23%	20.10%	20.30%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	带息债务/总负债	43.88%	9.70%	8.95%	8.19%
EBITDA	71.13	233.50	102.55	123.74	流动比率	1.77	3.69	3.72	3.95
PE	157.50	39.69	112.26	87.50	速动比率	1.36	2.89	2.90	3.11
PB	11.01	8.77	8.55	7.92	股利支付率	19.45%	5.96%	66.87%	18.43%
PS	12.70	11.08	9.67	8.44	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	99.04	29.41	66.99	55.16	每股收益	0.26	1.02	0.36	0.46
股息率	0.12%	0.15%	0.60%	0.21%	每股净资产	3.68	4.62	4.74	5.11
					每股经营现金	0.17	0.37	0.26	0.38
					每股股利	0.05	0.06	0.24	0.09

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼  
邮编：200120  
邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼  
邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn