

受益原材料价格下行及人民币贬值, 盈利能力大幅提升

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年半年报, 上半年实现营业收入 15.8 亿元, 同比增长 23.2%, 实现归母净利润 1.5 亿元, 同比增长 294.5%, 实现扣非后净利润约为 1.4 亿元, 同比增 149%; Q2 单季度实现营收 7.9 亿元, 同比增长 18%; 实现归母净利润 7508.2 万元, 同比增长 127.8%, 实现扣非后归母净利润 8840.9 万元, 同比增长 56.9%。其中利润端大幅增长主要受益于原材料价格下行以及人民币贬值带来的业绩弹性。
- **人民币贬值和原材料价格下跌至盈利能力大幅提升。** 由于公司核心原材料 TDI/MDI 价格从 18 年 3 季度起显著下行, 2019 年上半年 TDI 均价同比下降幅度超过 50%, MDI 均价同下降 25% 左右, 另外人民币上半年平均汇率较 18 年同期贬值 6.4%, 公司整体毛利率 19 年上半年显著提升, 上半年实现毛利率 37.4%, 同比大幅提升近 9pp, 其中 Q2 单季度毛利率达到 40.7%。当前 TDI 和 MDI 价格虽有回升, 但考虑到 19 年有较多新增产能投放, 上行空间不大, 预计 19 年公司毛利率同比仍将大幅提升。但是上半年汇率环比的波动幅度变小, 因此, 上半年的汇兑收益环比收窄, 上半年实现汇兑收益 89 万元, 18 年同期因处升值周期录得汇兑损失 338 万元。从期间费用看, 上半年费用端有所上升, 四项费用率总和为 24.8%, 同比上升了 3.3pp, 其中销售费率因运杂费、渠道费用以及人员薪酬的大幅增加上升了 1.1pp 至 13.8%, 管理和研发费率因职工薪酬和咨询费的增加而上升了 0.9pp 达到 9.1%, 财务费率因可转债项目的利息支出上升了 1.3pp 至 1.7%。综合之下, 公司上半年实现归母净利率 9.8%, 同比上升 6.5pp, 盈利能力显著提升。
- **海外产能建设支撑公司业绩快速增长, 内销渠道扩张持续推进。** 上半年公司外销实现收入 13.2 亿元, 占比达到 83.5%, 同比增长 26.5%, 北美是公司主要的海外销售区域, 公司正加力推进海外产能建设对冲美国关税的影响, 目前公司在塞尔维亚的工厂已经投产, 西班牙和泰国工厂也已经具备全球供货能力, 另外美国生产基地也正在积极的建设中, 海外产能布局的逐步完善将有力保障公司海外业务持续的快速增长。上半年内销实现收入 2.5 亿元, 同比增长 7.5%, 公司正处于内销战略重置阶段, 增速平稳, 但公司计划会加力国内门店的拓展, 18 年末公司内销总门店数不到 240 家, 随着公司“三年千店”的战略落地, 以及酒店渠道持续拓展, 预计公司内销增速将会得到提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别约为 3.7/5/6.8 亿元, 对应 PE 分别为 15 倍、11 倍和 8 倍, 考虑到公司未来几年或处于规模和利润快速发展期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅上涨; 人民币或大幅升值; 海外生产基地投产或晚于预期; 中美贸易战或进一步持续的风险。

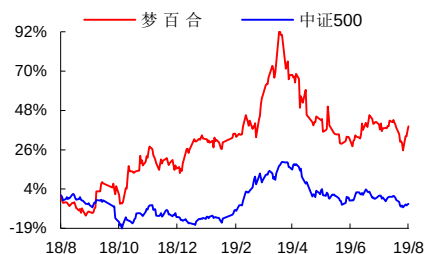
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3049.47	3780.76	4671.03	5706.91
增长率	30.39%	23.98%	23.55%	22.18%
归属母公司净利润(百万元)	186.07	368.71	497.42	684.56
增长率	19.39%	98.15%	34.91%	37.62%
每股收益 EPS(元)	0.58	1.15	1.55	2.14
净资产收益率 ROE	10.43%	18.00%	21.51%	25.13%
PE	30	15	11	8
PB	2.98	2.68	2.37	2.00

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
 执业证号: S1250517080002
 电话: 023-67511807
 邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.20
流通 A 股(亿股)	1.13
52 周内股价区间(元)	14.8-32.12
总市值(亿元)	56.12
总资产(亿元)	38.63
每股净资产(元)	5.82

相关研究

1. 梦百合(603313): 盈利能力显著回升, 内销业务或将放量 (2019-04-01)
2. 梦百合(603313): 原材料价格回落, 盈利弹性大幅体现 (2018-10-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3049.47	3780.76	4671.03	5706.91	净利润	196.65	376.30	510.37	704.56
营业成本	2071.12	2541.28	3093.53	3718.53	折旧与摊销	58.63	52.42	54.57	56.95
营业税金及附加	12.70	17.85	21.19	26.24	财务费用	3.50	18.90	23.36	28.53
销售费用	401.06	404.54	499.80	599.23	资产减值损失	20.01	10.00	10.00	10.00
管理费用	160.42	294.90	364.34	428.02	经营营运资本变动	-149.90	-120.10	-181.35	-194.92
财务费用	3.50	18.90	23.36	28.53	其他	46.14	27.60	26.47	28.11
资产减值损失	20.01	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	175.04	365.11	443.42	633.23
投资收益	-32.49	-30.86	-29.32	-27.86	资本支出	-338.06	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	-28.36	-6.54	-7.25	-10.20	其他	-166.04	-15.42	-42.46	-41.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-504.09	-55.42	-82.46	-86.46
营业利润	241.75	455.88	622.25	858.30	短期借款	336.05	34.16	157.54	66.53
其他非经营损益	-0.04	2.22	1.06	1.24	长期借款	-2.73	0.00	0.00	0.00
利润总额	241.71	458.10	623.30	859.54	股权融资	-0.06	1.69	0.00	0.00
所得税	45.05	81.80	112.93	154.98	支付股利	0.00	-116.24	-228.07	-274.00
净利润	196.65	376.30	510.37	704.56	其他	434.67	-156.27	-23.36	-28.53
少数股东损益	10.58	7.58	12.96	19.99	筹资活动现金流净额	767.93	-236.66	-93.88	-236.01
归属母公司股东净利润	186.07	368.71	497.42	684.56	现金流量净额	436.51	73.03	267.08	310.76
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1061.20	1134.23	1401.31	1712.07	成长能力				
应收和预付款项	664.59	802.05	998.05	1214.97	销售收入增长率	30.39%	23.98%	23.55%	22.18%
存货	368.10	451.46	549.72	660.75	营业利润增长率	31.46%	88.57%	36.49%	37.94%
其他流动资产	8.51	11.99	13.93	17.56	净利润增长率	28.17%	91.35%	35.63%	38.05%
长期股权投资	50.25	50.25	50.25	50.25	EBITDA 增长率	13.49%	77.29%	32.10%	34.23%
投资性房地产	39.63	17.66	23.54	26.94	获利能力				
固定资产和在建工程	863.00	827.86	791.51	753.97	毛利率	32.08%	32.78%	33.77%	34.84%
无形资产和开发支出	190.09	202.40	213.76	228.93	三费率	18.53%	19.00%	19.00%	18.50%
其他非流动资产	130.49	129.33	128.18	127.03	净利率	6.45%	9.95%	10.93%	12.35%
资产总计	3375.85	3627.23	4170.25	4792.47	ROE	10.43%	18.00%	21.51%	25.13%
短期借款	673.66	617.79	763.76	818.72	ROA	5.83%	10.37%	12.24%	14.70%
应付和预收款项	396.79	492.23	596.45	721.25	ROIC	8.92%	14.30%	17.07%	20.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.97%	14.25%	15.24%	16.74%
其他负债	420.28	426.87	437.39	449.30	营运能力				
负债合计	1490.72	1536.89	1797.60	1989.27	总资产周转率	1.07	1.08	1.20	1.27
股本	240.00	320.15	320.15	320.15	固定资产周转率	4.97	5.34	6.94	8.98
资本公积	890.27	890.27	890.27	890.27	应收账款周转率	6.39	6.08	6.13	6.08
留存收益	589.23	841.70	1111.06	1521.62	存货周转率	5.97	6.20	6.18	6.14
归属母公司股东权益	1854.50	2052.13	2321.48	2732.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.66%	—	—	—
少数股东权益	30.63	38.21	51.17	71.16	资本结构				
股东权益合计	1885.13	2090.34	2372.64	2803.20	资产负债率	44.16%	42.37%	43.11%	41.51%
负债和股东权益合计	3375.85	3627.23	4170.25	4792.47	带息债务/总负债	69.51%	63.79%	62.66%	59.38%
					流动比率	1.89	2.07	2.09	2.24
					速动比率	1.56	1.68	1.70	1.83
					股利支付率	0.00%	31.53%	45.85%	40.03%
					每股指标				
					每股收益	0.58	1.15	1.55	2.14
					每股净资产	5.89	6.53	7.41	8.76
					每股经营现金	0.55	1.18	1.42	2.01
					每股股利	0.00	0.36	0.71	0.86
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	303.88	538.77	711.74	955.36					
PE	30.16	15.22	11.28	8.20					
PB	2.98	2.68	2.37	2.00					
PS	1.84	1.48	1.20	0.98					
EV/EBITDA	12.99	9.81	7.23	5.11					
股息率	0.00%	2.07%	4.06%	4.88%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn