

持续高增长, 估值有望提升

投资要点

- **事件:**公司发布2019年业绩快报,全年营收181.4亿元,较上年同期增长29.1%,实现归属于上市公司股东的净利润20.9亿元,同比增长38.3%。
- **高基数下的高增长,利润水平大幅提高。**公司2019年全年营收增量40.9亿元,增速29.1%,主要增量来自工程建材集团。2019年净利润增速远超营收增速,净利率11.5%,同比提升0.7个百分点。其中毛利率提升约1.3个百分点,原因主要是1)公司2019年冬储沥青成本较低,原材料成本降低;2)产品价格小幅提升;3)公司技改+规模优势,单位产品生产成本有所降低。此外公司实行部门扁平化管理,叠加合伙人机制的更高效激励,管理费用率有所降低,共同带动公司以高质量增长。
- **防水主业竞争格局持续优化,公司增长持续性强。**公司防水主业目前市占率约10%,遥遥领先。公司凭借产品质量领先、服务优质,产品具备强性价比;凭借17个生产物流研发基地,遍布全国,产能持续加码支撑销售端快速扩张;凭借合伙人机制,打通原直销和渠道的地域壁垒,发力拓展渠道的优质创收作用,防水主业能够持续增长,市占率持续提升。北新整合众多中小防水企业也使得防水行业格局持续优化。此外,公司纵向拓展无纺布业务,延伸防水产业链,增强成本优势,持续加深护城河,横向培育保温、涂料、修缮等高协同性业务,进行品类扩张打开更大发展空间。综上,公司高增长的持续性强。
- **公司现金流有改善预期,发展质量提高。**市场地位的增强、加强应收账款管控以及防水市场竞争格局的优化,公司应收账款回款有向好的趋势,带动经营性现金流向好。同时,公司全国生产基地布局基本完善,后续产能扩张主要靠原有基地扩建产能,同等的新增产能扩产成本远远小于新建成本,后续的资金支出将呈现趋势性下滑,总现金流将持续优化,增长质量有望上个新台阶。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别1.40、1.83、2.37元,考虑到公司增长持续性强、现金流有改善预期,给予公司2020年20倍PE,目标价36.6元,维持“买入”评级。
- **风险提示:**房地产新开工大幅下滑风险,销售扩张不及预期风险,应收账款坏账风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	14045.71	18140.87	23533.33	30533.21
增长率	36.46%	29.16%	29.73%	29.74%
归属母公司净利润(百万元)	1508.22	2085.99	2717.48	3525.24
增长率	21.74%	38.31%	30.27%	29.72%
每股收益EPS(元)	1.01	1.40	1.83	2.37
净资产收益率ROE	18.68%	22.05%	23.10%	23.91%
PE	29	21	16	12
PB	5.49	4.67	3.74	2.98

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@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)	14.88
流通A股(亿股)	9.91
52周内股价区间(元)	15.86-29.15
总市值(亿元)	433.67
总资产(亿元)	209.47
每股净资产(元)	5.89

相关研究

1. 东方雨虹(002271): 高增长持续领跑行业, 现金流存压但整体可控 (2019-10-29)
2. 东方雨虹(002271): 永续存在的大行业, 势不可挡的领跑者 (2019-08-14)

关键假设：

假设 1：预计防水卷材 2019-2021 年销量增速 30%、30%、30%，防水涂料 2019-2021 年销量增速 28%、28%、28%。

假设 2：防水行业竞争格局持续改善，沥青等原材料价格受油价影响，价格低迷，假设防水卷材毛利率 2019-2021 年为 38%、38%、38%，防水涂料毛利率为 39%、39%、39%。

假设 3：保温、砂浆、涂料、修缮等培育业务逐步走向成熟，假设业务体量借助现有营销网络优势加速扩张，销售规模 2019-2021 年增速预计为 30%、35%、35%，毛利率因业务逐步成熟而有所提升，2019-2021 年预计为 12%、13%和 15%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计				
营业收入	14045.7	18140.9	23533.3	30533.2
yoy	36.5%	29.2%	29.7%	29.7%
营业成本	9187.1	11716.5	15201.1	19705.1
毛利率	34.6%	35.4%	35.4%	35.5%
防水卷材				
收入	7318.58	9514.2	12368.4	16078.9
yoy	37.2%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	4629.85	5898.8	7668.4	9968.9
毛利率	36.7%	38.0%	38.0%	38.0%
防水涂料				
收入	3976.33	5089.7	6514.8	8339.0
yoy	33.8%	28.0%	28.0%	28.0%
成本	2431.44	3104.7	3974.0	5086.8
毛利率	38.9%	39.0%	39.0%	39.0%
防水工程				
收入	1951	2497.3	3246.5	4220.4
yoy	37.7%	28.0%	30.0%	30.0%
成本	1406.8	1798.0	2337.5	3038.7
毛利率	27.9%	28.0%	28.0%	28.0%
其他				
收入	799.8	1039.7	1403.6	1894.9
yoy	40.4%	30.0%	35.0%	35.0%
成本	719.0	915.0	1221.2	1610.7
毛利率	10.1%	12.0%	13.0%	15.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	14045.71	18140.87	23533.33	30533.21	净利润	1510.93	2089.74	2722.37	3531.59
营业成本	9187.09	11716.50	15201.07	19705.08	折旧与摊销	275.48	297.66	366.80	440.36
营业税金及附加	121.64	156.01	200.03	256.48	财务费用	192.79	323.65	415.53	485.34
销售费用	1698.64	1995.50	2588.67	3419.72	资产减值损失	62.44	80.00	90.00	100.00
管理费用	916.98	1411.36	1835.60	2412.12	经营营运资本变动	439.11	-1610.50	-780.64	-1116.37
财务费用	192.79	323.65	415.53	485.34	其他	-1466.80	-79.43	-90.29	-99.86
资产减值损失	62.44	80.00	90.00	100.00	经营活动现金流净额	1013.95	1101.12	2723.76	3341.07
投资收益	2.82	0.00	0.00	0.00	资本支出	-923.27	-1600.00	-1400.00	-1200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-661.76	0.00	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	-1585.03	-1600.00	-1400.00	-1200.00
营业利润	1817.58	2457.85	3202.43	4154.47	短期借款	2386.72	2786.63	1500.00	2000.00
其他非经营损益	4.19	0.67	0.35	0.34	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1821.77	2458.52	3202.78	4154.81	股权融资	21.89	0.00	0.00	0.00
所得税	310.84	368.78	480.42	623.22	支付股利	-131.76	-301.64	-417.20	-543.50
净利润	1510.93	2089.74	2722.37	3531.59	其他	634.65	-722.47	-415.53	-485.34
少数股东损益	2.71	3.75	4.89	6.34	筹资活动现金流净额	2911.50	1762.52	667.28	971.16
归属母公司股东净利润	1508.22	2085.99	2717.48	3525.24	现金流量净额	2337.81	1263.64	1991.03	3112.23
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4854.92	6118.56	8109.60	11221.83	成长能力				
应收和预付款项	6658.12	8576.32	10887.34	13515.65	销售收入增长率	36.46%	29.16%	29.73%	29.74%
存货	2172.29	2772.25	3599.85	4669.06	营业利润增长率	26.92%	35.23%	30.29%	29.73%
其他流动资产	266.98	344.82	447.32	580.37	净利润增长率	21.64%	38.31%	30.27%	29.72%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	32.72%	34.70%	29.41%	27.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3571.40	4909.33	5978.12	6773.34	毛利率	34.59%	35.41%	35.41%	35.46%
无形资产和开发支出	1013.40	980.81	948.22	915.63	三费率	19.99%	20.56%	20.57%	20.69%
其他非流动资产	1114.60	1111.60	1108.60	1105.61	净利率	10.76%	11.52%	11.57%	11.57%
资产总计	19651.71	24813.69	31079.06	38781.49	ROE	18.68%	22.05%	23.10%	23.91%
短期借款	3713.37	6500.00	8000.00	10000.00	ROA	7.69%	8.42%	8.76%	9.11%
应付和预收款项	4404.26	4896.78	6677.04	8512.54	ROIC	20.25%	22.66%	23.17%	25.05%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.27%	16.97%	16.93%	16.64%
其他负债	3445.58	3939.13	4619.07	5497.92	营运能力				
负债合计	11563.21	15335.91	19296.10	24010.45	总资产周转率	0.85	0.82	0.84	0.87
股本	1492.08	1487.74	1487.74	1487.74	固定资产周转率	5.68	5.28	5.48	5.93
资本公积	1377.92	1382.27	1382.27	1382.27	应收账款周转率	3.19	3.52	3.53	3.53
留存收益	5348.55	7132.89	9433.17	12414.92	存货周转率	4.97	4.72	4.76	4.76
归属母公司股东权益	7900.75	9286.28	11586.56	14568.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.48%	—	—	—
少数股东权益	187.75	191.50	196.39	202.73	资本结构				
股东权益合计	8088.50	9477.78	11782.95	14771.04	资产负债率	58.84%	61.80%	62.09%	61.91%
负债和股东权益合计	19651.71	24813.69	31079.06	38781.49	带息债务/总负债	45.12%	52.19%	49.25%	47.91%
					流动比率	1.41	1.30	1.31	1.34
					速动比率	1.19	1.10	1.10	1.13
					股利支付率	8.74%	14.46%	15.35%	15.42%
					每股指标				
					每股收益	1.01	1.40	1.83	2.37
					每股净资产	5.31	6.24	7.79	9.79
					每股经营现金	0.68	0.74	1.83	2.25
					每股股利	0.09	0.20	0.28	0.37
业绩和估值指标									
EBITDA	2285.85	3079.16	3984.75	5080.18					
PE	28.75	20.79	15.96	12.30					
PB	5.49	4.67	3.74	2.98					
PS	3.09	2.39	1.84	1.42					
EV/EBITDA	18.71	14.34	10.96	8.38					
股息率	0.30%	0.70%	0.96%	1.25%					

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

《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
	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	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn