

## 业绩全面解读: 高质量的增长带动估值上移

### 投资要点

- **从行业角度看业绩: 雨虹市占率持续提升, 地位更稳固。**公司2019年营收181.5亿元, 同比增长29.3%, 归母净利润20.7亿元, 同比增长37.0%, 扣非后归母净利润18.8亿元, 同比增长41.9%, 业绩持续高增长。公司三大主业防水卷材、防水涂料和防水施工2019年营收分别为99.8、48.8和23.5亿元, 增速为36.4%、22.6%和20.4%。2019年防水材料总产量24.2亿平方米, 同比增长9.4%。其中防水卷材15.4亿平方米, 同比增长11.0%; 防水涂料6.8亿平方米, 同比增长10.6%, 雨虹业绩增速明显高于行业平均水平。此外, 2019年防水规模以上企业数量653家, 同比减少了131家, 在近5年还属首次减少, 而同口径的营收和利润增速均在10%以上, 行业集中度在提升, 公司地位更稳固。
- **从盈利能力看增长质量: 规模效应得到体现。**2019年雨虹毛利率35.8%, 同比增长1.2个百分点; 期间费用率21.4%, 同比下滑0.5个百分点; 净利率11.4%, 同比增长0.7个百分点; 在净利率的带动下, ROA上升2.1个百分点至13.9%, ROE上升2.8个百分点至23.4%, 盈利能力全面提升。其中, 业务毛利率增长原因包括原材料成本降低、产品价格小幅提升和规模优势; 费用率中管理费用率(包含研发费用)2016年以来分别为11.8%、10.2%、8.4%和7.3%, 呈现趋势性下滑, 管理扁平化以及合伙人模式带来的降本增效明显, 规模效应突出。
- **从现金流看增长质量: 现金流全面改善。**雨虹2019年经营性现金流量净额15.9亿元, 同比增长56.7%, 与净利润的配比达到0.77, 大幅优于2018年的0.67, 经营性现金流明显好转, 也显著优于同行业水平。2019年应收账款、票据和其他应收款同比增长16.3%, 远低于营收增速, 回款得到明显改善, 2019年其他应收款金额2.9亿元, 履约保证金按期收回。2019年雨虹资本开支13.5亿元, 同比下滑22.8%, 是上市以来首次减少。目前公司生产基地的全国化布局基本完成, 后续的产能扩张主要通过原有基地中加生产设备来实现, 同等扩产幅度下资本开支将大幅减少, 预计整体现金流将有趋势性改善。
- **我们的观点: 雨虹估值中枢有望持续上移。**1) 雨虹的业绩增长具备持续性和长期性。目前雨虹的市占率约在10%左右, 在当前房地产集中度持续提升以及行业标准不断严格的背景下, 叠加雨虹突出的产品力、市场力和管理能力, 雨虹市占率持续提升将是长期趋势。同时, 雨虹在防水之外, 拓展了建筑修缮、涂料、保温、砂浆等多项协同性业务, 增速较高, 未来充满想象空间。2) 雨虹处在现金流改善的拐点。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, 公司回款向好。同时, 资本支出的趋势性下滑, 整体现金流将持续优化, 增长质量有望上个新台阶。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2020-2022年归母净利润复合增长率30.14%, 公司市占率持续提升, 现金流逐步改善, 长期看好, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产需求低迷风险; 销售扩张不及预期风险; 应收账款坏账风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	18154.34	22878.30	28085.41	34350.06
增长率	29.25%	26.02%	22.76%	22.31%
归属母公司净利润(百万元)	2065.94	2827.73	3591.49	4553.24
增长率	36.98%	36.87%	27.01%	26.78%
每股收益EPS(元)	1.32	1.80	2.29	2.90
净资产收益率ROE	20.84%	23.79%	24.08%	24.28%
PE	29	22	17	13
PB	6.25	5.20	4.13	3.28

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)	15.70
流通A股(亿股)	11.01
52周内股价区间(元)	18.68-39.8
总市值(亿元)	608.92
总资产(亿元)	224.16
每股净资产(元)	6.27

### 相关研究

1. 东方雨虹(002271): 持续高增长, 估值有望提升 (2020-02-13)
2. 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)
3. 东方雨虹(002271): 永续存在的大行业, 势不可挡的领跑者 (2019-08-14)

## 目 录

1 从行业角度看业绩：市占率持续提升，地位更稳固 .....	1
2 从盈利能力看增长质量：规模效应得到体现 .....	3
3 从现金流看增长质量：现金流全面改善 .....	5
4 我们的观点：雨虹估值中枢有望持续上移 .....	8
5 盈利预测和估值 .....	8
6 风险提示 .....	10

## 图 目 录

图 1: 公司 2008 年以来营收情况 .....	1
图 2: 公司 2008 年以来归母净利润情况 .....	1
图 3: 公司 2009 年以来收入结构 (亿元) .....	1
图 4: 公司 2019 年收入结构 .....	1
图 5: 防水行业历年产量情况 (万平方米) .....	2
图 6: 历年防水产品结构 .....	2
图 7: 防水规模以上企业数量及变化情况 .....	2
图 8: 规模以上企业营收同口径增速 (亿元) .....	2
图 9: 防水卷材细分品类占比变化情况 .....	3
图 10: 2019 年防水卷材细分品类占比 .....	3
图 11: 公司盈利能力情况 .....	3
图 12: 公司费用率情况 .....	3
图 13: 公司主要业务毛利率变化 (%) .....	4
图 14: 上市公司防水卷材毛利率对比 .....	4
图 15: 上市公司防水涂料毛利率对比 .....	4
图 16: 管理费用率细分项变化 .....	5
图 17: 经营性现金流净利润比较 (亿元) .....	5
图 18: 经营性现金流净额和净利润的比 .....	5
图 19: 应收账款、票据和其他应收款和总营收比 .....	6

## 表 目 录

表 1: 杭州基地投资额细分情况 .....	6
表 2: 公司各基地情况 .....	6
表 3: 分业务收入及毛利率 .....	9
表 4: 可比公司估值 .....	9
附表: 财务预测与估值 .....	11

## 1 从行业角度看业绩：市占率持续提升，地位更稳固

公司 2019 年营业收入 181.5 亿元，同比增长 29.3%，归母净利润 20.7 亿元，同比增长 37.0%，扣非后归母净利润 18.8 亿元，同比增长 41.9%，业绩持续高增长。

图 1：公司 2008 年以来营收情况



数据来源：Wind，西南证券整理

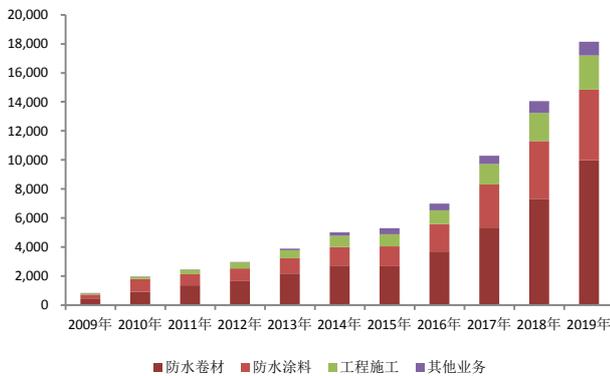
图 2：公司 2008 年以来归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

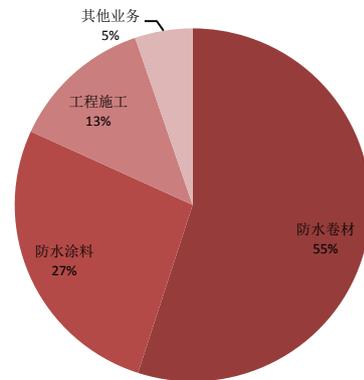
公司三大主业防水卷材、防水涂料和防水施工 2019 年营收分别为 99.8、48.8 和 23.5 亿元，增速为 36.4%、22.6%和 20.4%，业务占比分别为 55%、27%和 13%。

图 3：公司 2009 年以来收入结构（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2019 年收入结构

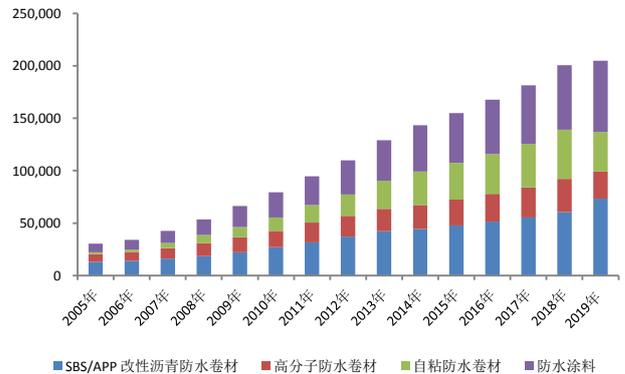


数据来源：Wind，西南证券整理

根据行业协会数据，2019 年防水材料总产量 24.2 亿平方米，同比增长 9.4%。其中防水卷材 15.4 亿平方米，同比增长 11.0%；防水涂料 6.8 亿平方米，同比增长 10.6%。根据统计局数据，规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入 990.4 亿元，同比增长 12.2%，利润总额 65.8 亿元，同比增长 15.4%。雨虹的业绩增速明显高于行业平均水平。

**图 5：防水行业历年产量情况（万平方米）**


数据来源：防水协会，西南证券整理

**图 6：历年防水产品结构**


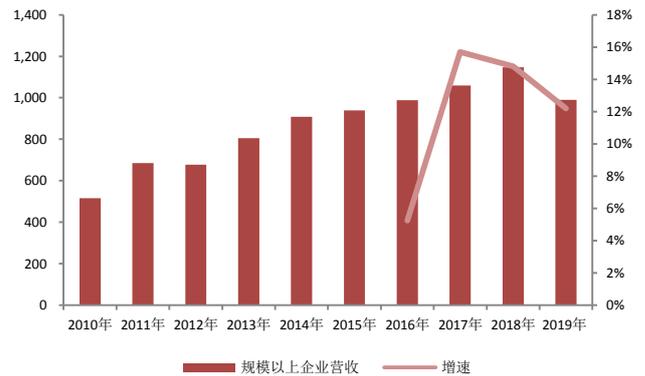
数据来源：防水协会，西南证券整理

根据防水协会和统计局数据还能够看到：

(1) 2019 年防水规模以上企业数量 653 家，同比减少了 131 家，在近 5 年还属首次，而同口径的营收和利润增速均在 10% 以上，说明行业集中度在提升。

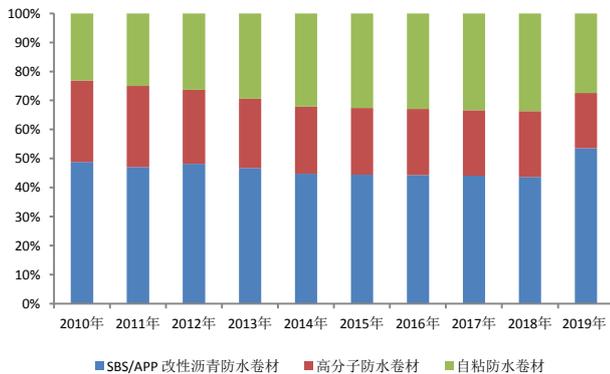
**图 7：防水规模以上企业数量及变化情况**


数据来源：防水协会，西南证券整理

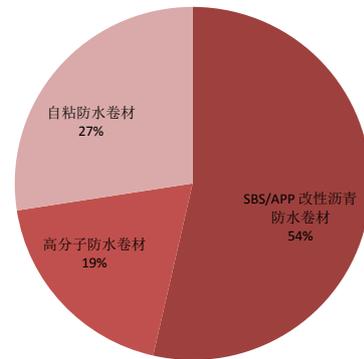
**图 8：规模以上企业营收同口径增速（亿元）**


数据来源：防水协会，西南证券整理

(2) 防水卷材中 SBS/APP 改性沥青防水卷材占比 53.6%，自粘卷材占比 27.5%，高分子卷材占比 19.0%，传统沥青基防水卷材仍占据主导地位，且市场地位短期难以动摇。

**图 9：防水卷材细分品类占比变化情况**


数据来源：防水协会，西南证券整理

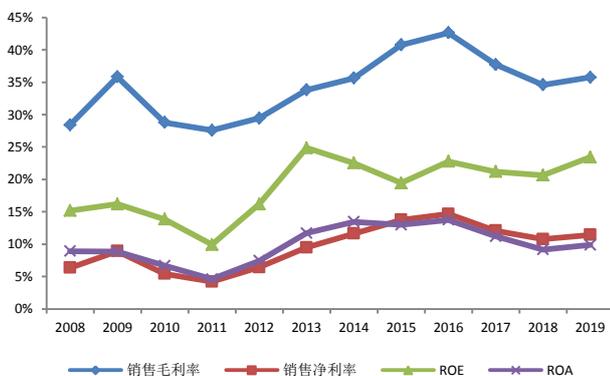
**图 10：2019 年防水卷材细分品类占比**


数据来源：防水协会，西南证券整理

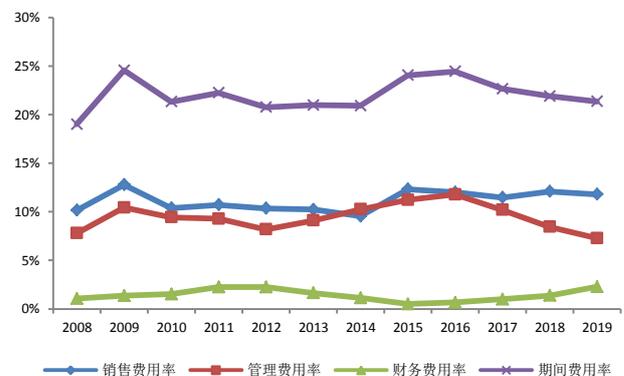
综合来看，雨虹防水主业市占率持续提升，市场地位十分稳固。

## 2 从盈利能力看增长质量：规模效应得到体现

2019 年雨虹毛利率 35.8%，同比增长 1.2 个百分点；资产负债率 55.6%，同比下降 3.3 个百分点；期间费用率 21.4%，同比下滑 0.5 个百分点；净利率 11.4%，同比增长 0.7 个百分点；在净利率的带动下，ROA 上升 2.1 个百分点至 13.9%，ROE 上升 2.8 个百分点至 23.4%，盈利能力全面提升。

**图 11：公司盈利能力情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

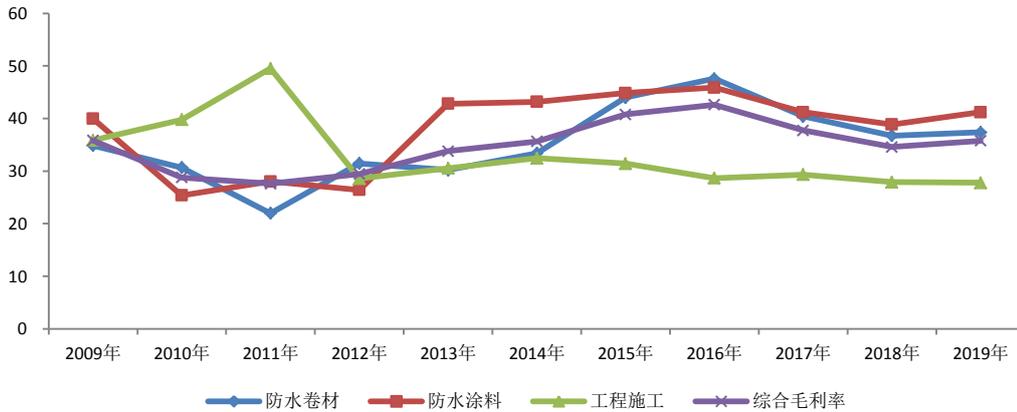
**图 12：公司费用率情况**


数据来源：Wind，西南证券整理

具体细拆来看：

(1) 雨虹 2019 年防水卷材毛利率为 37.4%，同比上升 0.6 个百分点；防水涂料毛利率 41.2%，同比上升 2.3 个百分点；工程施工毛利率 27.8%，与上期基本持平。毛利率的增长来自于售价的小幅增长、成本的降低和规模效应。以毛利率增长较高的防水涂料为例，2019 年营收增速 22.6%，但原材料增速、人工增速、燃料增速、制造费用增速分别为 18.2%、16.6%、15.1%和 13.9%，均小于营收增速。

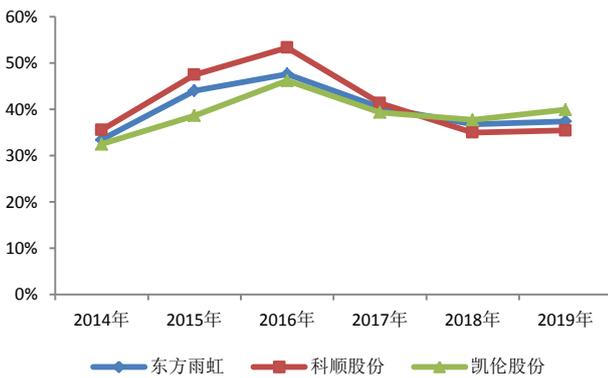
图 13: 公司主要业务毛利率变化 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

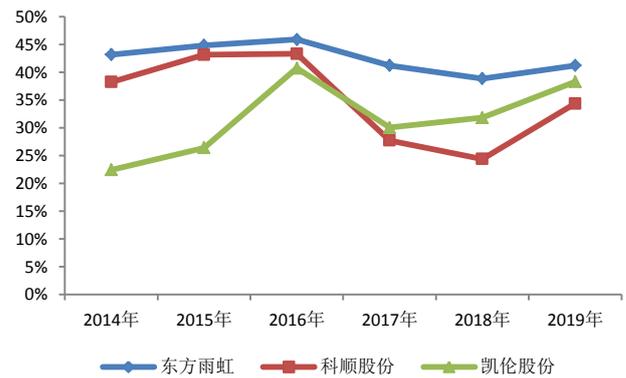
同时, 雨虹卷材和涂料毛利率在同行业中也属于较高水平。

图 14: 上市公司防水卷材毛利率对比



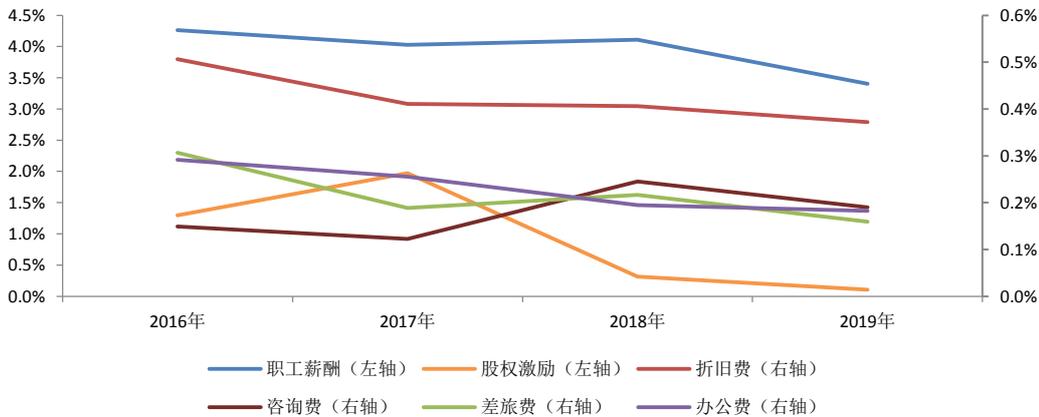
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 上市公司防水涂料毛利率对比



数据来源: Wind, 西南证券整理

(2) 从费用率角度来看, 2016-2019 年期间费用率分别为 24.5%、22.7%、20.0%和 19.4%, 下降趋势明显。其中管理费用率 (包含研发费用) 分别为 11.8%、10.2%、8.4%和 7.3%, 管理扁平化以及合伙人模式带来的降本增效明显, 规模效应突出。

**图 16: 管理费用率细分项变化**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

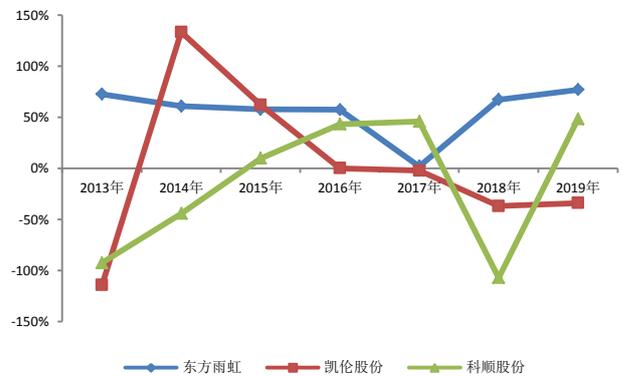
综合来看, 公司盈利能力稳中有增, 在同行业中也处于较高水平, 规模效应持续体现。

### 3 从现金流看增长质量: 现金流全面改善

雨虹 2019 年经营性现金流量净额 15.9 亿元, 同比增长 56.7%, 与净利润的配比达到 0.77, 大幅优于 2018 年的 0.67, 经营性现金流明显好转, 也显著优于同行业水平。

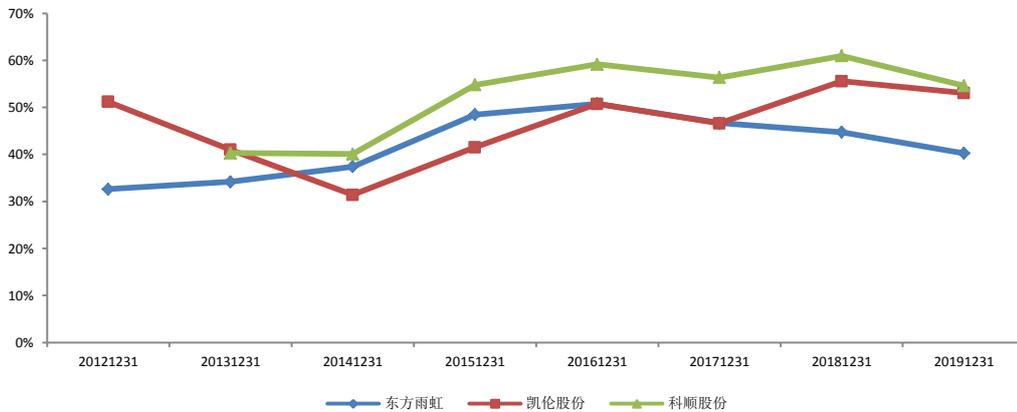
**图 17: 经营性现金流净利润比较 (亿元)**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 18: 经营性现金流净额和净利润的比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

最受关注的应收账款问题来看, 2019 年应收账款、票据和其他应收款总额 73.1 亿元, 同比增长 16.3%, 应收增速远低于营收增速, 应收占总营收的比例为 40.3%, 同比下降了 4.5 个百分点, 回款得到明显改善, 在行业中也处于较好水平。此外, 2019 年其他应收款金额 2.9 亿元, 履约保证金按期收回。

**图 19: 应收账款、票据和其他应收款和总营收比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019 年雨虹资本开支 13.5 亿元, 同比下滑 22.8%, 是上市以来首次减少, 也是近 7 年来首次低于经营性现金流量净额。目前公司生产基地的全国化布局基本完成, 后续的产能扩张主要通过原有基地中加生产设备来实现。以杭州年产 2400 万平方米防水卷材及 2 万吨沥青涂料生产基地为例, 项目总投资 4.2 亿元, 其中生产设备及配套投资 1.1 亿元, 占比 26.7%。在原有基地中加生产设备的扩产方式带来的资本开支远远小于新建生产基地, 这种转变将带动公司资本开支趋势性下滑, 整体现金流将有趋势性改善。

**表 1: 杭州基地投资额细分情况**

项目	投资金额 (万元)	投资比例
土建工程	14544.2	35.03%
土地费及前期费用	4100	9.87%
生产设备及配套	11076	26.67%
土建配套设施	5853	14.10%
工程其他费用	996	2.40%
预备费	748	1.80%
铺底流动资金	4207	10.13%
总投资	41524.3	100%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**表 2: 公司各基地情况**

基地名称	建立地点	产能	状态
北京顺义基地	北京市顺义区杨镇	年产 1 万吨防水涂料	已投产
上海金山基地	上海市金山区金山工业园区	年产量 1500 万平米防水沥青卷材生产线, 年平均产量 2 万吨的水性及砂浆涂料车间	已投产
湖南岳阳基地	岳阳市云溪区绿色化工产业园	年产高分子防水卷材 3500 万平米, 年产改性沥青防水卷材 1500 万平米, 年产水性涂料 5 万吨, 年产外加剂 2 万吨	已投产
辽宁锦州基地	锦州市经济技术开发区	年产 SBS、APP、自粘、高分子等各类防水卷材 2000 万平米, 生产丙烯酸系列、水泥基系列、水泥砂浆等各类涂料 10 万吨, 生产沥	已投产

基地名称	建立地点	产能	状态
		青涂料 4 万吨	
江苏徐州基地	徐州新沂经济开发区	年产 2040 万平米防水卷材生产线、5.5 万吨聚氨酯涂料、10 万吨涂料生产线、40 万吨砂浆生产线、16 万立方米进口石墨改性膨胀聚苯板生产线、1020 万平米无胎卷材等生产线	已投产
广东惠州基地	惠州大亚湾石化区精细化工园	年产 2200 万平米各类型改性沥青防水卷材，年产 10 万吨防水砂浆生产线，4 万吨防水涂料生产线。	已投产
云南昆明基地	云南省昆明市安宁工业园区	年产 2000 万平方米新型防水卷材、2 万吨防水涂料及 3 万吨内外墙装饰涂料	已投产
河北唐山基地	河北省唐山市丰南沿海工业区	一期年产 4000 万平方米防水卷材和 4 万吨防水涂料项目；二期 10 万吨聚氨酯涂料	已投产
陕西咸阳基地	陕西省咸阳市礼泉县 新型材料产业园	一期年产 4 万吨防水涂料生产线，年产 2000 万平米改性沥青防水卷材生产线；二期年产 2040 万平方米防水卷材，2018 年投产	已投产
安徽芜湖基地	安徽省芜湖市三山区经济开发区	年产 3600 万平方米防水卷材、4 万吨防水涂料、20 万吨砂浆	已投产
山东德州非织造布基地	山东省德州市临邑县	年产非织造布 8 万吨	已投产
浙江杭州基地	建德高新园马目区块	一期 2400 万平米改性沥青防水卷材、年产 2 万吨沥青涂料产品，二期建设内容为年产 2400 万平米改性沥青卷材、年产 8 万吨防水涂料、年产 20 万吨砂浆类产品；三期建设年产 80 万立方米石墨聚苯板	一期投产
山东青岛莱西基地	山东省青岛市莱西市	2400 万平方米防水卷材、4 万吨防水涂料、20 万吨砂浆及 1000 万平方米 TPO 生产线	已投产
安徽滁州基地	安徽滁州经济技术开发区	年产 10 万吨非织造布项目（一期）	部分投产
河南濮阳基地	河南省濮阳市	规划年产 4080 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨防水涂料、15 万吨砂浆、3 万吨沥青涂料生产线	部分投产
湖北襄阳基地	湖北省襄阳市	规划年产 3000 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、15 万吨砂浆、1 万吨环氧地坪漆、6 万吨化学灌浆材料生产线及配套办公设施	在建
湖北荆门基地	湖北荆门高新区	一期建设年产 3000 万平方米防水材料生产线；二期项目为无纺布生产项目、DAW 涂料生产项目；特种砂浆项目总投资 4 亿元，一期项目在建	在建
四川工厂	四川德阳市	年产 2040 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨防水涂料、28 万吨砂浆、30 万立方米挤塑板项目	在建

数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

综合来看，公司回款情况逐步改善，资本开支趋势性下滑将带来整体现金流的明显好转，经营风险持续下降，推动公司估值中枢稳步提升。

## 4 我们的观点：雨虹估值中枢有望持续上移

雨虹业绩的逻辑此处不再赘述，可阅读我们的深度报告，此处重点剖析雨虹的估值中枢。我们认为当前阶段雨虹估值水平的变化主要受 2 个方面的影响：(1) 增长的长期性和持续性；(2) 现金流。

### (1) 雨虹的业绩增长具备持续性和长期性

第一，防水产品目前集中度还不高，龙头雨虹的市占率约在 10% 左右，二梯队企业科顺、凯伦等市占率更是不足 5%，且行业中充斥着大量非标品，预计非标品占比不低于 50%。在当前房地产集中度持续提升以及行业标准不断严格的背景下，国标品在逐步取代非标品，叠加雨虹突出的产品力、市场力和管理能力，雨虹市占率持续提升将是长期趋势。第二，目前雨虹在防水之外，拓展了建筑修缮、涂料、保温、砂浆等多项协同性业务，虽然当前业务规模还不小，但市场反馈较好，增速较高，未来充满想象空间。上述两点保证了雨虹业绩增长的持续性和长期性。未来竞争格局的进一步改善、培育业务的崭露头角都会在增长的持续性和长期性上加码，从而推动估值中枢上移。

### (2) 雨虹处在现金流改善的拐点

防水行业应收账款重，由于沥青等原材料的特殊性，也很难实现应收账款向应付账款的全额转化，导致经营性现金流不好，叠加产能扩张带来的大额资本开支，行业整体现金流压力较大。我们认为，当前应收账款问题是大部分防水企业最为关注的痛点，行业诉求一致，应收账款问题不会继续恶化。相反，由于龙头企业加强应收账款管理、北新建材等大型企业并购整合小企业，行业生态在向好的方向发展，雨虹的回款会得到一定改善。此外，目前雨虹全国生产基地布局基本完善，未来的产能扩张由新建基地向加装设备转变，同样的产能扩张，资本开始将大幅度减小，带来整体现金流的优化和经营风险的降低，推动估值中枢上移。

## 5 盈利预测和估值

### 关键假设：

假设 1：预计防水卷材 2020-2022 年销量增速 30%、25%、25%，防水涂料 2019-2021 年销量增速 20%、20%、20%。

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 2020-2022 年为 38.5%、38%、38%，防水涂料毛利率为 41.5%、41%、41%。

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 2020-2022 年增速预计为 30%、30%、30%，保守估计毛利率稳定在 11%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 3: 分业务收入及毛利率**

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>合计</b>					
营业收入	14045.7	18154.3	22878.3	28085.4	34350.1
yoy	36.5%	29.3%	26.0%	22.8%	22.3%
营业成本	9187.1	11665.0	14530.5	17960.3	21964.9
毛利率	34.6%	35.7%	36.5%	36.1%	36.1%
<b>防水卷材</b>					
收入	7318.58	9979.88	12973.8	16217.3	20271.6
yoy	37.2%	36.4%	30.0%	25.0%	25.0%
成本	4629.85	6250.91	7978.9	10054.7	12568.4
毛利率	36.7%	37.4%	38.5%	38.0%	38.0%
<b>防水涂料</b>					
收入	3976.33	4875.45	5850.5	7020.6	8424.8
yoy	33.8%	22.6%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	2431.44	2867.47	3422.6	4142.2	4970.6
毛利率	38.9%	41.2%	41.5%	41.0%	41.0%
<b>防水工程</b>					
收入	1951	2347.99	2817.6	3240.2	3564.2
yoy	37.7%	20.3%	20.0%	15.0%	10.0%
成本	1406.8	1696.24	2028.7	2333.0	2566.3
毛利率	27.9%	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>其他</b>					
收入	799.8	951.0	1236.3	1607.2	2089.4
yoy	40.4%	18.9%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	719.0	850.4	1100.3	1430.4	1859.6
毛利率	10.1%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增长率 30.14%，公司市占率持续提升，现金流逐步改善，长期看好，维持“买入”评级。

**表 4: 可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300737	科顺股份	20.44	0.60	0.92	1.14	1.53	34.07	22.22	17.93	13.36
300715	凯伦股份	34.88	0.79	1.29	2.01	2.91	44.15	27.04	17.35	11.99
603737	三棵树	108.37	2.18	2.97	4.10	5.24	49.71	36.49	26.43	20.68
002372	伟星新材	12.21	0.63	0.70	0.78	0.84	19.38	17.44	15.65	14.54

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 6 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。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154.34	22878.30	28085.41	34350.06	净利润	2075.26	2840.48	3607.69	4573.77
营业成本	11665.03	14530.48	17960.31	21964.86	折旧与摊销	368.69	327.93	399.03	473.58
营业税金及附加	139.43	196.75	238.73	288.54	财务费用	413.39	457.57	421.28	343.50
销售费用	2141.65	2653.88	3145.57	3847.21	资产减值损失	-8.35	80.00	90.00	100.00
管理费用	965.31	1601.48	1965.98	2404.50	经营营运资本变动	-1065.46	-523.14	-944.09	-433.33
财务费用	413.39	457.57	421.28	343.50	其他	-194.57	-76.50	-93.36	-100.10
资产减值损失	-8.35	80.00	90.00	100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1588.96</b>	<b>3106.34</b>	<b>3480.54</b>	<b>4957.43</b>
投资收益	3.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1782.11	-1600.00	-1400.00	-1200.00
公允价值变动损益	1.94	0.97	1.13	1.21	其他	407.75	0.97	1.13	1.21
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1374.36</b>	<b>-1599.03</b>	<b>-1398.87</b>	<b>-1198.79</b>
<b>营业利润</b>	<b>2621.64</b>	<b>3359.11</b>	<b>4264.68</b>	<b>5402.66</b>	短期借款	-620.73	1907.36	3000.00	2000.00
其他非经营损益	-29.68	-17.37	-20.34	-21.75	长期借款	408.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2591.96</b>	<b>3341.74</b>	<b>4244.34</b>	<b>5380.91</b>	股权融资	-31.34	0.00	0.00	0.00
所得税	516.70	501.26	636.65	807.14	支付股利	0.00	-413.19	-565.55	-718.30
净利润	2075.26	2840.48	3607.69	4573.77	其他	-419.45	-906.94	-421.28	-343.50
少数股东损益	9.32	12.75	16.20	20.53	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-663.51</b>	<b>587.23</b>	<b>2013.17</b>	<b>938.20</b>
归属母公司股东净利润	2065.94	2827.73	3591.49	4553.24	<b>现金流量净额</b>	<b>-419.38</b>	<b>2094.53</b>	<b>4094.85</b>	<b>4696.84</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4428.41	6522.95	10617.80	15314.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	7848.76	10851.03	13056.47	15277.20	销售收入增长率	29.25%	26.02%	22.76%	22.31%
存货	2016.45	2507.32	3102.44	3793.56	营业利润增长率	44.24%	28.13%	26.96%	26.68%
其他流动资产	1153.25	447.77	539.91	650.77	净利润增长率	37.35%	36.87%	27.01%	26.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.90%	21.77%	22.69%	22.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4975.53	6281.19	7315.76	8075.78	毛利率	35.75%	36.49%	36.05%	36.06%
无形资产和开发支出	1063.50	1032.13	1000.76	969.39	三费率	19.39%	20.60%	19.70%	19.20%
其他非流动资产	929.75	927.53	925.30	923.08	净利率	11.43%	12.42%	12.85%	13.32%
<b>资产总计</b>	<b>22415.66</b>	<b>28569.91</b>	<b>36558.44</b>	<b>45004.41</b>	ROE	20.84%	23.79%	24.08%	24.28%
短期借款	3092.64	5000.00	8000.00	10000.00	ROA	9.26%	9.94%	9.87%	10.16%
应付和预收款项	5196.48	7024.16	8442.33	10416.11	ROIC	24.00%	25.72%	26.59%	28.54%
长期借款	408.00	408.00	408.00	408.00	EBITDA/销售收入	18.75%	18.12%	18.11%	18.11%
其他负债	3758.67	4199.97	4728.18	5344.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12455.79</b>	<b>16632.13</b>	<b>21578.51</b>	<b>26169.01</b>	总资产周转率	0.86	0.90	0.86	0.84
股本	1487.74	1569.78	1569.78	1569.78	固定资产周转率	4.92	4.81	5.00	5.32
资本公积	1350.94	1268.89	1268.89	1268.89	应收账款周转率	3.58	3.53	3.44	3.44
留存收益	6964.99	9379.53	12405.48	16240.42	存货周转率	5.56	6.42	6.40	6.37
归属母公司股东权益	9740.00	11705.17	14731.12	18566.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.25%	—	—	—
少数股东权益	219.87	232.62	248.81	269.35	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9959.87</b>	<b>11937.79</b>	<b>14979.93</b>	<b>18835.41</b>	资产负债率	55.57%	58.22%	59.02%	58.15%
负债和股东权益合计	22415.66	28569.91	36558.44	45004.41	带息债务/总负债	40.83%	42.04%	46.31%	45.83%
					流动比率	1.53	1.43	1.42	1.47
					速动比率	1.33	1.25	1.26	1.31
					股利支付率	0.00%	14.61%	15.75%	15.78%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	3403.71	4144.61	5084.99	6219.74	每股收益	1.32	1.80	2.29	2.90
PE	29.47	21.53	16.95	13.37	每股净资产	6.20	7.46	9.38	11.83
PB	6.25	5.20	4.13	3.28	每股经营现金	1.01	1.98	2.22	3.16
PS	3.35	2.66	2.17	1.77	每股股利	0.00	0.26	0.36	0.46
EV/EBITDA	16.87	14.58	11.66	9.10					
股息率	0.00%	0.68%	0.93%	1.18%					

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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@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