

巩固石膏板龙头地位，完善防水布局



核心观点

- **联合重组苏州防水院，进一步完善防水布局。**公告将以 6921.32 万元的价格收购母公司中建材持有的苏州防水研究院 100% 股权，作为防水行业唯一的国家级研究院和标准制定单位，未来苏州院将定位为公司防水产业的中央研究院；本次重组将进一步完善公司的防水业务产业链，加强产研结合，从技术研发和装备方面提升公司防水业务竞争力。同时，在目前已有的 10 大防水产业基地基础上，规划十四五期间新建 30 个防水材料产业基地，依托公司的市场资源和资金实力，防水业务有望取得高质量发展。
- **收购新疆 3 家石膏板企业，进一步提升市占率。**公告将以总价 1.4 亿收购中新贸易持有的新疆佰昌建材/北建建材/北泰建材三家石膏板企业 70% 股权，收购完成后，公司石膏板产能将增加 5700 万平方米（占公司总产能 2%）。由于石膏板销售存在运输半径限制，新疆地域辽阔且市场较为封闭，而三家标的分别地处乌鲁木齐、和田和阿克苏，基本覆盖北疆和南疆，公司通过技术、渠道和管理的整合优化，有望快速在该地区获得较高的市场份额。
- **山东新建 1.6 亿平米石膏板生产线，开启十四五 50 亿平米产业布局。**公司及子公司泰山石膏将在山东惠民县/邹平市分别新建 1 条年产 6000 万平米/2 条年产 5000 万平米石膏板生产线，预计项目到 22 年 Q3 投产，届时产能将达 29.67 亿平米。公司同时与全球最大的电解铝产业集团魏桥集团签订战略合作协议，依托魏桥集团所属火电厂进行工业副产石膏资源综合利用，采用电厂蒸汽作为能源并利用魏桥集团转型升级腾出的闲置厂房资源，未来有望进一步降低生产成本，并继续丰富产品线，实现从高端到中低端的全覆盖。

财务预测与投资建议

- 通过外延内生并举，石膏板领域的成本和规模优势将更加稳固，未来有望掌握较强的定价权；收购苏州院后防水研发实力增强，看好未来的产品综合竞争力。预计 20/21/22 年 EPS 1.65/2.03/2.40 元（原 EPS 1.56/1.84/2.09 元），主要调增石膏板销量及防水收入、调减石膏板成本。可比公司 21 年平均 PE 25X，给予公司 25X PE，对应目标价 50.75 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产宏观调控政策、新建产能释放不及预期、防水整合不及预期

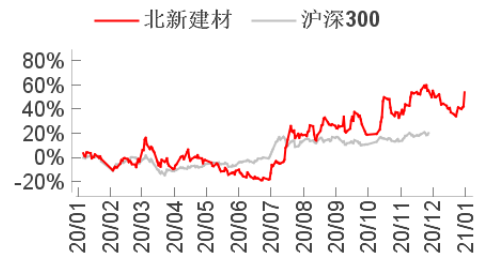
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,565	13,323	17,461	21,075	24,876
同比增长(%)	12.5%	6.0%	31.1%	20.7%	18.0%
营业利润(百万元)	3,030	2,698	3,432	4,212	4,962
同比增长(%)	10.5%	-10.9%	27.2%	22.7%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,466	441	2,786	3,432	4,047
同比增长(%)	5.2%	-82.1%	531.6%	23.2%	17.9%
每股收益(元)	1.46	0.26	1.65	2.03	2.40
毛利率(%)	35.3%	31.9%	31.8%	32.1%	31.9%
净利率(%)	19.6%	3.3%	16.0%	16.3%	16.3%
净资产收益率(%)	18.5%	3.1%	18.2%	18.6%	18.2%
市盈率	27.4	153.4	24.3	19.7	16.7
市净率	4.7	4.8	4.0	3.4	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年12月31日)	40.05元
目标价格	50.75元
52周最高价/最低价	41.58/21.09元
总股本/流通A股(万股)	168,951/168,951
A股市值(百万元)	68,341
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年01月03日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.25	13.12	22.76	75.72
相对表现	-1.01	7.13	17.49	47.20
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

相关报告

石膏板稳定增长，防水贡献业绩增量：	2020-10-30
业绩环比改善，石膏板业务拐点临近：	2020-08-20
石膏板优势明显，龙骨/防水发展可期：	2020-04-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

公司是石膏板行业的绝对龙头，受益于竣工回暖，需求将保持稳定增长；通过外延内生并举，公司在石膏板领域的成本和规模优势将更加稳固，未来有望掌握较强的定价权；收购苏州院后防水研发实力增强，看好未来的产品综合竞争力。由于公司未来在石膏板、防水等业务上仍将持续扩产，资本开支较大，且未来包工包料会产生部分垫资施工，因此报表的现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 21 年 25X PE，对应目标价 50.75 元。由于石膏板行业中公司一家独大，没有其他主营石膏板的上市公司，因此我们选择与石膏板类似的防水、涂料、管材等消费类建材龙头作为可比公司，2021 年经过调整后可比公司平均 PE 估值为 25X。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.65/2.03/2.40 元/股（原 EPS 1.56/1.84/2.09 元），主要调整假设及原因为 1）调增石膏板销量，主要由于收购的新疆石膏板企业以及山东新建生产线将会逐步释放产能；2）调增防水收入，主要由于收购苏州防水院后防水业务综合实力增强，且今年公司的防水板块业绩也超出市场预期；3）调减石膏板成本，主要由于新建石膏板生产线利用了魏桥集团低成本的脱硫石膏、蒸汽和厂房，未来整体的生产成本有望下降。目前公司股价对应 PE 分别为 24.3/19.7/16.7X，参考可比公司平均估值水平给予公司 2021 年 25X PE，对应目标价为 50.75 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
三棵树	603737	151.50	1.51	2.15	2.96	4.13	100.30	70.47	51.20	36.70
东方雨虹	002271	38.80	0.88	1.25	1.53	1.87	44.12	31.04	25.39	20.79
伟星新材	002372	18.70	0.62	0.66	0.74	0.86	30.28	28.35	25.14	21.68
兔宝宝	002043	8.97	0.51	0.54	0.74	0.95	17.63	16.65	12.18	9.49
科顺股份	300737	21.46	0.59	1.30	1.60	2.05	36.10	16.56	13.42	10.47
凯伦股份	300715	39.70	0.79	1.59	2.21	3.19	50.09	24.92	17.98	12.45
坚朗五金	002791	144.00	1.37	2.37	3.42	4.65	105.39	60.88	42.13	30.97
调整后平均							52.18	32.37	24.81	19.27

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2020 年 12 月 31 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

风险提示

房地产行业宏观调控政策不确定性：公司产品主要应用于商业地产和住宅市场，营收与房屋竣工高度相关。国家对房地产行业的政策调控存在不确定性，如未来房地产行业投资出现较大波动，公司的经营业绩存在波动风险。

新建产能释放不及预期：公司在十四五期间将在全球展开新一轮石膏板产业布局，扩产过程中若投产进度及产能爬坡不及预期，对当年的经营业绩会造成一定的影响。

防水业务整合不及预期：公司以收购的方式进入防水行业，需要进行业务整合，企业间整合进度存在不确定性，与石膏板业务的协同效果或不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	490	623	698	2,700	5,705	营业收入	12,565	13,323	17,461	21,075	24,876
应收票据及应收账款	218	1,278	1,572	1,791	1,990	营业成本	8,128	9,079	11,911	14,312	16,951
预付账款	145	312	437	527	622	营业税金及附加	180	157	204	247	291
存货	1,279	1,612	2,084	2,505	2,966	营业费用	380	377	506	607	704
其他	3,521	2,510	2,496	2,522	2,542	管理费用及研发费用	953	1,078	1,379	1,654	1,940
流动资产合计	5,652	6,335	7,286	10,044	13,825	财务费用	36	26	138	138	118
长期股权投资	171	182	191	201	211	资产、信用减值损失	5	17	(0)	0	0
固定资产	7,590	9,055	9,834	10,683	11,541	公允价值变动收益	3	(10)	10	5	5
在建工程	2,066	2,766	3,336	3,736	4,016	投资净收益	83	64	70	70	75
无形资产	1,689	2,034	1,988	1,942	1,896	其他	61	54	30	20	10
其他	741	1,091	656	653	650	营业利润	3,030	2,698	3,432	4,212	4,962
非流动资产合计	12,256	15,129	16,006	17,215	18,313	营业外收入	53	50	50	50	50
资产总计	17,908	21,464	23,292	27,259	32,139	营业外支出	268	2,091	150	150	150
短期借款	891	1,580	1,952	1,912	2,103	利润总额	2,815	657	3,332	4,112	4,862
应付票据及应付账款	812	1,598	2,120	2,476	2,848	所得税	335	200	400	493	583
其他	610	3,029	1,410	1,442	1,481	净利润	2,481	457	2,932	3,618	4,279
流动负债合计	2,313	6,207	5,482	5,830	6,431	少数股东损益	15	15	146	186	232
长期借款	534	236	236	236	236	归属于母公司净利润	2,466	441	2,786	3,432	4,047
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.46	0.26	1.65	2.03	2.40
其他	621	479	100	100	100						
非流动负债合计	1,156	714	335	335	335	主要财务比率					
负债合计	3,469	6,921	5,817	6,165	6,767		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	156	591	737	923	1,155	成长能力					
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	营业收入	12.5%	6.0%	31.1%	20.7%	18.0%
资本公积	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141	营业利润	10.5%	-10.9%	27.2%	22.7%	17.8%
留存收益	9,449	9,117	11,903	15,336	19,383	归属于母公司净利润	5.2%	-82.1%	531.6%	23.2%	17.9%
其他	3	4	4	4	4	获利能力					
股东权益合计	14,439	14,542	17,475	21,093	25,372	毛利率	35.3%	31.9%	31.8%	32.1%	31.9%
负债和股东权益总计	17,908	21,464	23,292	27,259	32,139	净利率	19.6%	3.3%	16.0%	16.3%	16.3%
						ROE	18.5%	3.1%	18.2%	18.6%	18.2%
						ROIC	18.0%	11.6%	17.2%	17.6%	17.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	19.4%	32.2%	25.0%	22.6%	21.1%
净利润	2,481	457	2,932	3,618	4,279	净负债率	6.7%	10.3%	10.2%	0.0%	0.0%
折旧摊销	480	448	701	802	912	流动比率	2.44	1.02	1.33	1.72	2.15
财务费用	36	26	138	138	118	速动比率	1.89	0.76	0.95	1.29	1.69
投资损失	(83)	(64)	(70)	(70)	(75)	营运能力					
营运资金变动	980	1,321	(1,929)	(369)	(366)	应收账款周转率	142.1	19.9	12.3	12.5	13.2
其它	(1,111)	(203)	58	(5)	(5)	存货周转率	6.4	6.3	6.4	6.2	6.2
经营活动现金流	2,783	1,985	1,831	4,114	4,863	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,960)	(2,832)	(2,001)	(2,001)	(2,001)	每股指标(元)					
长期投资	(51)	155	(9)	(10)	(10)	每股收益	1.46	0.26	1.65	2.03	2.40
其他	(48)	1,240	80	75	80	每股经营现金流	1.65	1.17	1.08	2.44	2.88
投资活动现金流	(2,059)	(1,436)	(1,930)	(1,935)	(1,931)	每股净资产	8.45	8.26	9.91	11.94	14.33
债权融资	(345)	36	(59)	0	0	估值比率					
股权融资	(0)	0	0	0	0	市盈率	27.4	153.4	24.3	19.7	16.7
其他	(428)	(488)	234	(178)	73	市净率	4.7	4.8	4.0	3.4	2.8
筹资活动现金流	(773)	(452)	175	(178)	73	EV/EBITDA	19.1	21.3	15.8	13.1	11.3
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.0	24.8	18.9	15.5	13.3
现金净增加额	(48)	97	75	2,001	3,005						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn