

千亿新起点，雨虹迈向综合建材集团

东方雨虹(002271)

► **Q4 发货及毛利率预计环比上行，业绩显著超预期。**公司公告，预计2020年实现归母净利润30.99亿元~37.19亿元，同比增长50%~80%。对应Q4预计实现净利润9.69亿元~15.88亿元，季度调整口径后同比增长67%~174%。公司业绩显著超市场预期。我们估算全年公司发货增速达25%以上，对应Q4发货口径或超30%，反映整体需求旺盛且公司竞争优势扩大；此外，根据Wind数据，2020Q4沥青均价环比Q3降低5%左右，判断Q4公司毛利率环比Q3有所上行，使得Q4利润增速显著超收入增速。

► **应收账款同比继续改善，减值计提减少，进一步增厚利润。**

2020年前三季度公司收现比91.7%，同比提高4个百分点左右，体现现金流改善。我们判断上述趋势2020Q4仍然延续，旧账款的回收冲回以及新增应收账款的控制使得公司2020年计提减值同比显著降低，进一步增厚利润。

► **战略+架构调整，量质双升股价迎双击。**2018Q4公司结束“资金换市场”战略，通过考核、激励机制改变，将现金流提升至与收入同等重要地位，强调“稳增长提质量”；同时，公司将原有的“1+6”事业部制度调整为工程建材集团+民用建材集团，打破渠道壁垒，且精简架构，实现了在现金流明显改善的同时，收入、利润均保持20%以上增速，量质双升成长兑现，并且大股东质押比例也显著下降；历经2年3个月，公司估值由去杠杆结束时的10-12x PE显著低估提升至25-30x PE的合理水平，市值由160亿元上涨至逾千亿元。

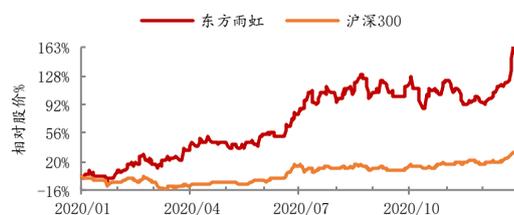
► **集中度提升+竞争生态改善，议价力上升，价格端表现或超预期。**2016年房住不炒逐渐深化后，地产企业对于防水企业产品、施工质量、全国化布局带来的渠道稳定性以及产品品类多样性有了更高要求，行业告别了过往单维度比拼价格和垫资的时代，市场份额逐步向头部企业集中；同时2019年，北新收购三家企业进军防水行业，集采门槛提高，行业生态进一步改善。集中度提升叠加竞争生态改善，使得防水行业议价能力上升，判断未来集采合约机制有望更加互惠，而公司2021年集采销售指导价格同比也将基本保持平稳或小幅小降，此为超市场预期。

► **80亿规模定增预案快马加鞭，有望巩固优势补短板，护城河或进一步扩大。**2020年10月，公司公告80亿定增计划，预计募集资金主要用于生产基地建设、研发中心投入以及流动资金补充，我们认为此次定增对公司主要意义有四：

- A) 在海南、重庆、吉林等地生产基地弥补了当地产能空白，完善全国化布局的同时进一步增强了公司在集采客户中的竞争力。
- B) 在广东、浙江等已布局区域扩建综合生产基地，有助于进一步扩充产品品类，比如建涂，提升当地渠道一站式服务

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	62.40
最新收盘价：	46.1
股票代码：	002271
52周最高价/最低价：	63.32/24.45
总市值(亿)	1,082.31
自由流通市值(亿)	775.27
自由流通股数(百万)	1,681.71



分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-23948865

研究助理：郝暲

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

相关研究

1. 【华西建材】东方雨虹(002271)点评：符合预期，业绩靓丽，量质双升增长延续
2020.10.27
2. 【华西建材】东方雨虹(002271)点评：符合预期大幅增长，利润率现金流齐改善，量质双升成长仍将继续
2020.08.30
3. 业绩超预期，Q2预计需求恢复较快，叠加油价红利释放
2020.04.29

能力。

C) 对于上游无纺布、薄膜产能的扩充，有助于公司降低综合生产成本，并利于公司质量控制。

D) 补充运营资金，进一步降低杠杆率，增强财务稳定性。

公司此次定增规模远超主要竞争对手，体现公司对于发展的信心与决心，十四五期间竞争优势有望进一步扩大。

► **千亿市值新起点，未来是星辰大海。**我们判断公司龙头防水品类集采收入仍有充分提升空间，同时建筑涂料、民用建材等有望大幅度突破，同时，伴随公司全国化渠道铺设、基地建设初步成型，未来公司发展将逐渐轻资产化，规模效应也有望进一步体现，使得公司盈利中枢稳中有升，判断公司十四五期间仍将保持 20% 以上的收入、利润增速。对标瑞士西卡，我们认为公司中长期内 ROE、现金流都有充足提升空间，而公司目前估值倍数仅西卡 50% 左右，估值扩张仍未结束。

投资建议

上调销量假设，因现金流改善下调减值假设等科目，对应上调 2020-2022 年归母净利润预测 10.9%/13.7%/11.6% 至 32.8/39.7/48.9 亿元，给予公司 2022 年盈利预测 30x PE 估值，对应上调目标价至 62.40 元（原：44.40 元）维持“买入”评级。

风险提示

地产系统性风险，渠道拓展慢于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14045.71	18154.34	22251.97	27593.32	33722.70
YoY (%)	36.46%	29.25%	22.57%	24.00%	22.21%
归母净利润(百万元)	1508.22	2065.94	3283.72	3973.91	4894.17
YoY (%)	21.74%	36.98%	58.95%	21.02%	23.16%
毛利率 (%)	34.59%	35.75%	39.26%	38.94%	39.04%
每股收益 (元)	0.64	0.88	1.40	1.69	2.08
ROE	19.09%	21.21%	26.83%	17.05%	18.07%
市盈率	71.76	52.39	32.96	27.24	22.11

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 战略+内部架构调整，量质双升股价获双击.....	4
2. 集中度+话语权提升，量质双升成长仍可延续.....	6
3. 十四五发展再加速，迈向建材集团，未来是星辰大海.....	8
3.1. 雨虹 80 亿定增预案大手笔，竞争优势有望进一步扩大.....	8
3.2. 迈向综合建材集团.....	10
3.3. 千亿市值仅是起步，未来是星辰大海.....	11
4. 盈利预测及估值.....	14
5. 风险提示.....	14

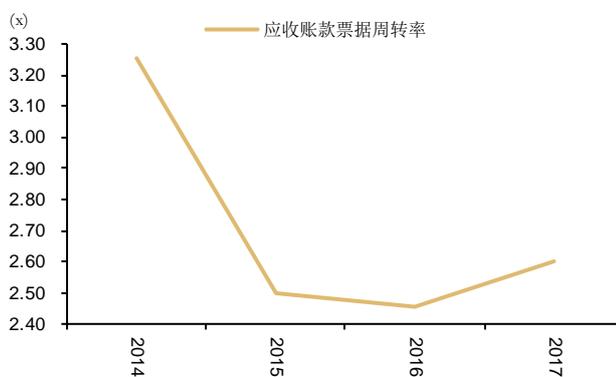
图表目录

图 1 公司 2014-2017 年应收账款票据周转率下降.....	4
图 2 2015-2017 年公司净利润及 CFO 不匹配.....	4
图 3 公司市值及估值 2018 年剧烈下挫.....	4
图 4 公司工程事业部架构.....	5
图 5 2018-2019 年公司应收账款周转加速.....	5
图 6 2018-2019 年公司管理+研发费用率下降.....	5
图 7 大股东质押率逐渐下降（占总股本）.....	6
图 8 2018-2019 年公司人均创收提升明显.....	6
图 9 2018Q4 至今公司市值及估值猛烈上升.....	6
图 10 防水行业集中度提升.....	7
图 11 沥青价格仍低于去年同期.....	8
图 12 公司产能地图.....	10
图 13 防水卷材成本划分.....	10
图 14 防水涂料成本划分.....	10
图 15 德爱威旗下主要涂料品牌.....	11
图 16 土地购置及厂房建设在防水产能投资中占比较高.....	13
图 17 西卡近年来 ROE 回升.....	13
图 18 毛利率保持稳定.....	13
表 1 北新建材收购防水企业汇总.....	7
表 2 公司定增募投项目总结.....	9
表 3 公司主要民用建材材料介绍.....	11
表 4 防水集采空间测算.....	12

1. 战略+内部架构调整，量质双升股价获双击

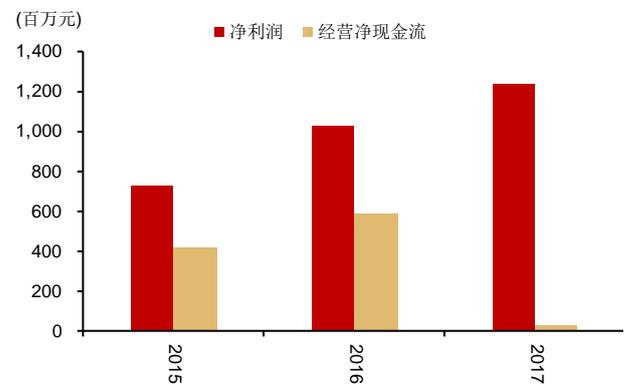
2016-2018H1 采取资金换市场战略（PS 战略），现金流恶化，估值下挫：公司上市之初业务以重点工程为主，2011 年底高铁事故后开始拓展房地产业务，2015 年国家提出地产去库存基调后，公司借助当时防水行业唯一上市企业地位带来的融资渠道优势，采用“资金换市场”策略（同时继续扩张产能），迅速实现重点客户的拓展，收入由 2015 年的 53 亿元迅速增长至 2018 年的 140 亿元，但与此同时现金流出现恶化，履约保证金规模迅速上升至 15 亿元以上，应收账款及票据周转率由 2014 年的 3.25 下降至 2017 年的 2.6，经营净现金流无法匹配利润端表现（其中 2017 年几乎没有经营净现金流）。在 2018 年国家实行去杠杆政策后，市场对于公司流动性的担忧迅速升级，公司估值由过往的 15-20x PE 下降至 10-12x PE，股价 2018 年 10 月下跌至 6.76 元的低点（对应不到 160 亿元的市值）。

图 1 公司 2014-2017 年应收账款票据周转率下降



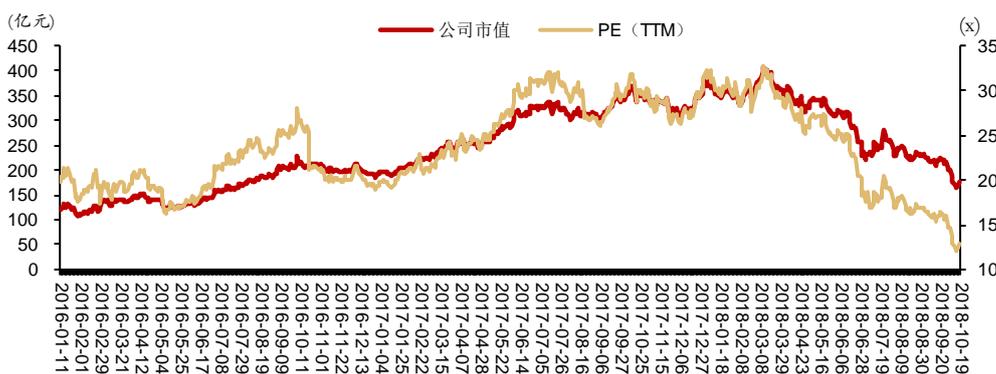
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 2015-2017 年公司净利润及 CFO 不匹配



资料来源：wind，华西证券研究所

图 3 公司市值及估值 2018 年剧烈下挫

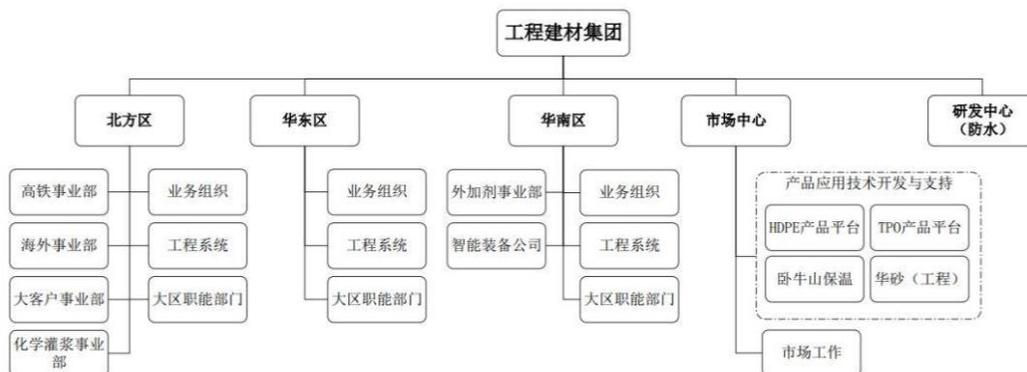


资料来源：wind，华西证券研究所

2018Q4 起深化改革，提出量质双升发展，并成立工程建材集团及推荐内部组织优化：2018Q4 起，公司改变经营策略，通过加强内部应收账款回款考核的方式，将现金流提升至与收入同等重要的位置，使得公司现金流迅速改善，应收账款及票据周转率由 2017 年的 2.6 提升至 2019 年的 2.78，现金流/净利润覆盖率提升至 2019 年

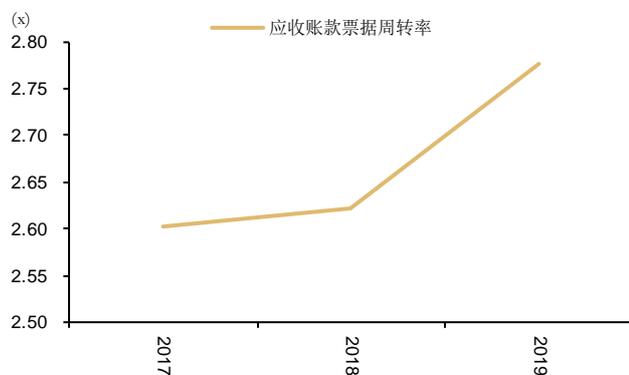
的 77%，并且在 2019 年实现自由现金流转正。此外，2018Q4，公司组织架构由原来的“1+6 事业部”调整为“工程建材集团+民用建材集团”，实现各产品渠道互补的同时精简了人员架构，使得公司人均创收由 2017 年的 147.1 万元提升至 2019 年的 225.9 万元，销售收入在履约保证金规模没有明显增长情况下仍实现 20%以上增速，大股东质押显著下降，管理+研发费用率由 2017 年的 10.2%下降至 2019 年的 7.3%。

图 4 公司工程事业部架构



资料来源：涂界，公司资料，华西证券研究所

图 5 2018-2019 年公司应收账款周转加速



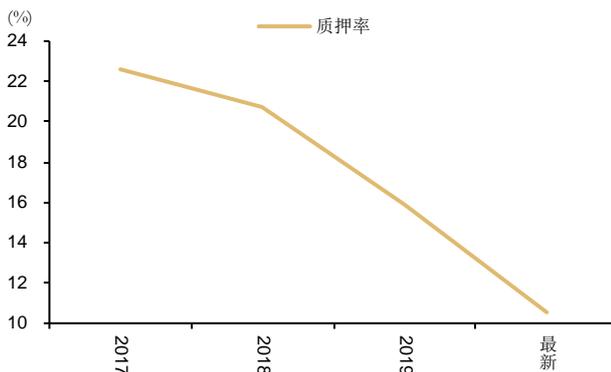
资料来源：wind，华西证券研究所

图 6 2018-2019 年公司管理+研发费用率下降



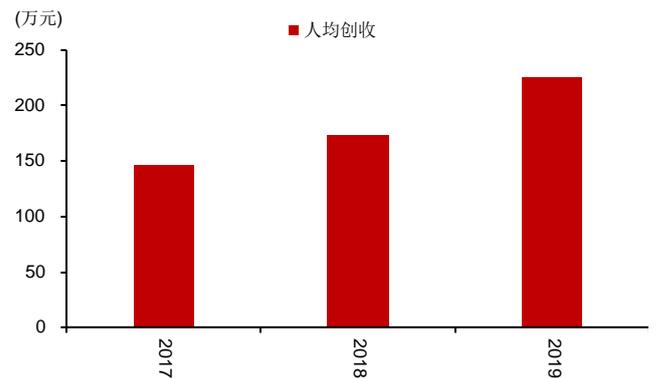
资料来源：wind，华西证券研究所

图 7 大股东质押率逐渐下降（占总股本）



资料来源：公司年报，wind，华西证券研究所

图 8 2018-2019 年公司人均创收提升明显



资料来源：wind，华西证券研究所

公司实现量质双升成长后，股价也迎来业绩+估值戴维斯双击，历时 2 年 3 个月，公司估值回升至 25-30x PE，股价由去杠杆尾声时的 6.76 元上升至目前的 46.9 元，市值由不到 160 亿元上升至目前的 1101 亿元（以 2020 年 1 月 7 日收盘价为基准），涨幅超 550%，并成为建材板块屈指可数的千亿级市值企业。而我们认为，千亿市值仅是公司的新起点，伴随行业竞争生态改善，公司话语权提升以及产品品类拓展，公司中长期仍有广阔发展空间。

图 9 2018Q4 至今公司市值及估值猛烈上升



资料来源：wind，华西证券研究所

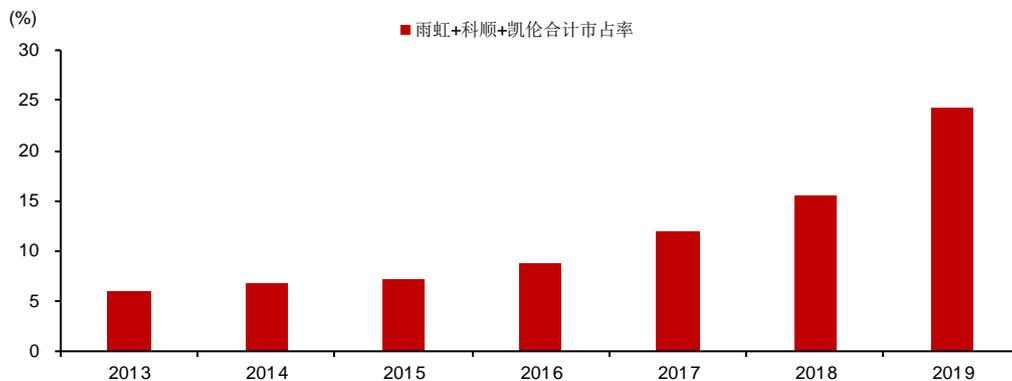
2. 集中度+话语权提升，量质双升成长仍可延续

2020 年 8 月，国家发布地产融资“三条红线”，进一步规范地产融资政策，同时伴随原材料价格上涨，引发投资者对于行业（及头部企业）增速、现金流的担忧。我们认为伴随行业集中度提升及竞争生态的改善，使得行业议价能力天平逐渐向防水企业倾斜（而非过往开发商一边倒），有利于头部企业延续量质双升的成长。

行业集中度提升趋势延续：2016 年国家首提房住不炒后，住宅居住属性逐渐上升，房地产企业对于防水材料及施工的质量要求逐渐提高。同时，由于头部房地产企业全国化扩张，地产企业采购权限上移，集采比例提升，对于战略合作伙伴的全国化布局要求也有所提高，防水行业市场份额向头部企业集中，三家上市公司合计市场份

额由 2013 年的 6.03% 提升至 2019 年的 24.2% (2019 年行业规模以上企业收入口径有所变化, 估算原口径三家企业市占率合计 20% 左右)。考虑到 1) 房地产行业本身集中度的提升, 以及 2) 融资政策收紧后, 成本管控需求上升, 带动集采比例进一步提升, 我们认为上述趋势仍将延续。

图 10 防水行业集中度提升



资料来源: 中国建筑防水协会, wind, 华西证券研究所

行业门槛提升, 行业竞争生态或继续改善: 2019 年, 北新建材收购三家防水企业进军防水行业, 成为防水行业第一家央企; 而根据北新建材半年报数据, 我们估算 2020 年北新防水板块收入达 30 亿元左右, 规模位于行业第三。由于每家地产的战略合作伙伴个数通常不超过 5 家, 因此北新的介入相当于间接提高了防水集采进入的门槛。同时, 北新建材是央企, 内部对于 ROE、现金流等指标都有较为严格的考核, 因此我们判断北新的介入不但不会加剧价格战、垫资战, 相反还会减少上述恶性竞争, 改善行业生态。

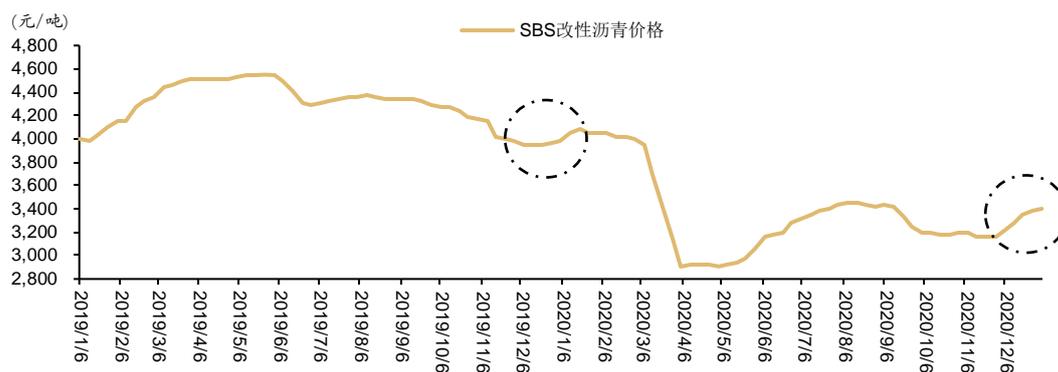
表 1 北新建材收购防水企业汇总

	主要经营区域	2018 收入 (万元)	2018 净利润 (万元)
蜀羊	四川、江西、陕西、上海	61,142	6,911
金拇指	河南、湖南、湖北	57,734	5,957
禹王	辽宁、四川、安徽、湖北、广东	76,000	9,040
合计		194,875	21,908

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

集中度提升、生态改善, 带来的是防水行业整体议价能力的提升。 过往防水行业在与地产企业协商年度指导价格时, 通常简单的根据沥青价格决定, 而由于目前时点沥青价格相较去年同期仍低 10-15% 左右, 所以市场普遍认为 2021 年公司防水材料指导价格将出现类似幅度下降。但我们认为随着公司议价能力提升以及行业竞争生态改善, 地产企业将与防水企业有望重新商讨更加互惠的合约机制, 而非单纯着眼于价格。判断公司 2021 年销售指导价格将总体保持平稳或小幅微降, 此为超市场预期。

图 11 沥青价格仍低于去年同期



资料来源: wind, 华西证券研究所

3. 十四五发展再加速，迈向建材集团，未来是星辰大海

3.1. 雨虹 80 亿定增预案大手笔，竞争优势有望进一步扩大

2020 年 10 月，公司公告拟通过非公开发行方式，募集资金 80 亿元，用于多个生产基地建设、研发总部投入以及补充公司流动资金。

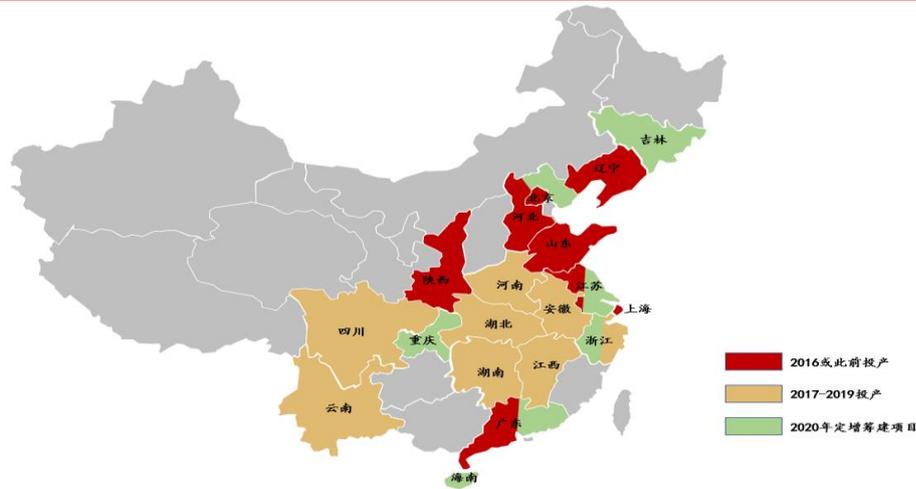
表 2 公司定增募投项目总结

(万元)	项目名称	计划投资总额	拟使用募集资金投资额
1	杭州东方雨虹建筑材料有限公司高分子防水卷材建设项目	10,717.64	6,567.57
2	年产 2·700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料自动化生产线技术改造升级项目	12,457.26	9,028.92
3	年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目	19,389.63	16,307.56
4	广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	136,545.95	116,521.61
5	保定东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	37,417.24	30,815.88
6	东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	39,327.63	32,449.89
7	重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	54,615.71	45,686.33
8	南通东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	32,451.48	27,066.52
9	吉林东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	17,844.72	14,619.98
10	年产 13.5 万吨功能薄膜项目	113,671.06	104,317.09
11	东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	80,000.00	28,342.42
12	年产 15 万吨非织造布项目	160,076.24	128,276.24
13	补充公司流动资金	240,000.00	240,000.00
合计		954,514.56	800,000.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

进一步完善并拓展并深化全国化布局：根据我们统计，目前公司在海南、重庆、吉林三省还未有生产基地，而待此次计划定增募投项目投产后，上述三个省份的产能空白将得到弥补，进一步完善自身全国化布局。同时，公司公告项目还包括广东、保定、南通等已布局省份的综合生产基地，判断上述省份产品品类将进一步得到扩充，一站式服务能力提升，渠道竞争力也将进一步提升。

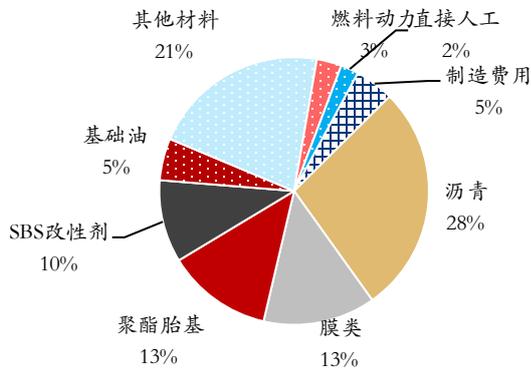
图 12 公司产能地图



资料来源：公司年报，公司公告，wind，华西证券研究所

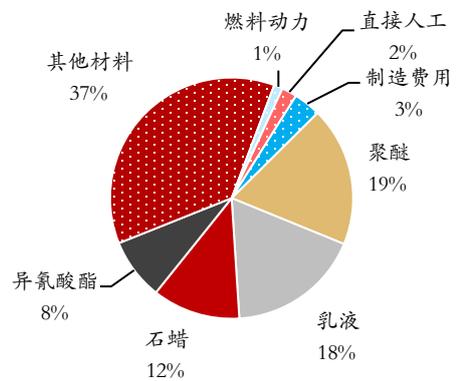
向上游产业延伸，增强主业实力：防水材料生产需要使用无纺布和膜类，两项成本合计大约占防水卷材的 15% 左右。此次定增募投项目，包括 13.5 万吨功能薄膜以及 15 万吨无纺布，判断项目投产后，公司防水卷材综合成本将进一步下降，同时也有利于公司进行质量控制。

图 13 防水卷材成本划分



资料来源：科顺股份招股说明书，华西证券研究所

图 14 防水涂料成本划分



资料来源：科顺股份招股说明书，华西证券研究所

相较于其他三家防水企业，公司此次定增规模远超主要竞争对手，叠加集中度提升、生态改善的行业大背景，公司与其他企业的差距有望进一步拉大，十四五发展有望再加速。

3.2. 迈向综合建材集团

建筑涂料业务为矛，是新业务突破口：2016 年 12 月，公司收购 DAW Asia 90% 股权，正式进军建筑涂料业务，2018Q4 后涂料 B 端业务划归工程建材集团，标志着涂

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

料业务加速，根据年报数据，我们测算，2018年起公司涂料行业每年保持翻倍式增长，2020年收入规模有望达到12亿元；同时2017年，公司收购广州孚达65%股权，进一步拓展保温材料业务。由于在建设过程中如果防水、保温、建筑涂料由一家公司负责，则标准更容易统一，我们认为建筑涂料业务的发展将进一步提升公司一站式服务能力，增强公司在集采客户中的竞争力。

图 15 德爱威旗下主要涂料品牌



资料来源：德爱威官网，华西证券研究所

民建业务为翼，全面发展建材集团：近年来，公司大力发展装饰砂浆、美缝剂、瓷砖胶等民用建材业务。根据公司11月公告，公司民建领域在工程师中积累了良好的口碑，同时2020年公司民建端着力渠道下沉、增加经销商及网点数量，判断2020H2其民用建材发货增速大幅上行。由于多数民建业务本身属于大市场、小公司的分散业务，我们认为公司民建业务未来将保持较快发展，成为公司增长新的一级，同时也将进一步增强公司门面店、经销商的竞争力。

表 3 公司主要民用建材材料介绍

产品名称	主要用途
美缝剂	一种室内瓷砖缝隙、厨卫器具边角、阴角修饰材料，拥有瓷一般的质感，色彩靓丽。它有效解决了室内缝隙、边角环境存在的易积尘、生菌发霉、污染变黑、不易清洁的难题，为室内环境的洁净安全提供便利
瓷砖胶	以优质水泥为胶凝材料，精致砂为骨料，并添加多种多功能型添加剂配制而成的粉状环保型瓷砖胶。适用于室内铺贴吸水率大于3%的瓷砖，具有超强抑尘力，粘结强度高，不空鼓，施工方便，极致环保等特点
加固剂	一款由聚合物乳液、多功能环保助剂组成的新型高渗透性墙面加固材料。具有加固性好、渗透性强、施工便捷、适应性广等特点，适用于批刮腻子前对墙体加固处理
砂浆增强宝	由高分子功能材料与无机活性材料配制而成的砂浆外加剂。具有改善砂浆和易性、增强砂浆粘聚力并减少落地灰的作用。可有效防止砂浆层空鼓、脱落、起壳、开裂等现象的发生

资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.3. 千亿市值仅是起步，未来是星辰大海

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

从利润和估值两个维度而言，我们认为千亿市值仅仅是公司下一轮发展的开始。

收入仍有充足成长空间：在此前的年度策略报告中，我们测算如果按照 1) 70% 的地产集采比例，2) 30% 的龙一第一步的市占率进行保守测算，则公司防水材料集采业务第一个收入瓶颈是 180 亿元左右，相比于公司 2019 年 70-80 亿的估算地产集采规模（直销+大型经销口径）至少仍有翻倍空间，同时重点工程以及民建经销等业务成长空间更大；同时考虑到公司非防水业务的快速发展，我们认为下个五年公司收入仍有充足成长空间。

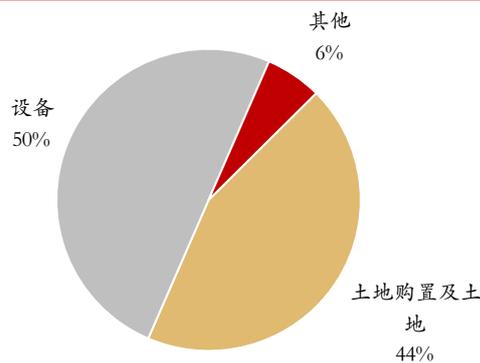
表 4 防水集采空间测算

年开工面积（亿平方米）	20
外墙面积/建筑面积比例	0.65
外墙所需防水材料（亿平方米）	13
地基所需防水材料（亿平方米）	20
开工端所需防水材料（亿平方米）	33
年竣工面积（亿平方米）	9.5
平均楼层数	10
屋顶所需防水材料（亿平方米）	0.95
年新建地产所需防水材料（亿平方米）	33.95
防水卷材及涂料单价（元/平米）	25
年新建地产所需防水材料（亿元）	849

资料来源：统计局·中国建筑防水协会·华西证券研究所

扩张轻资产化，利润率或稳中有升，保障利润增速：地产建筑流程决定了各个产品的渠道具有可协同性，而公司通过防水业务为支点，已经初步完成了全国化渠道的铺设，为其余建材品类拓展奠定坚实基础；此外，2017-2019 年是公司在新省份拓展的高峰，土地购置及厂房建设支出较大（相关投资往往占到总投资 40% 以上），未来相关需求减少后，公司的扩张将转为按需购置设备为主，因此从渠道及产能两个角度来说，公司未来的扩张将逐渐轻资产化。同时考虑到规模效应带来的仓储物流、广告宣传等费用率的下降，我们认为十四五期间公司利润率仍将保持稳中有升，参考前文所述的收入空间，我们认为下个五年公司利润复合增速仍将不低于 20%。

图 16 土地购置及厂房建设在防水产能投资中占比较高

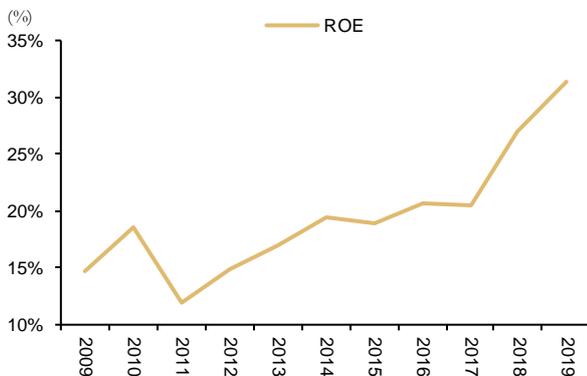


资料来源：各公司招股说明书，华西证券研究所

估值扩张仍远未达终点：2020Q4 以来公司估值区间为 25-30x PE，已经高于 2018 年以前的历史平均 15-20x PE，但我们认为公司的估值扩张仍然远未达到终点。公司估值天花板取决于 ROE 及现金流，而两方面仍有充分提升空间：

首先，轻资产化扩张，以及规模效应的提升，都将在中长期内提升公司的 ROE。以西卡为例，随着品类拓展，金融危机后其 ROE 由 2011 年 11.94% 的低点稳步上升至 2019 年的 31.37%，高出雨虹 10 个百分点左右，同时高客户粘性 & 一站式服务使得西卡毛利率维持 50% 以上（公司多在 35-40% 区间），对标体现十四五期间公司 ROE、利润率提升空间仍然充足。

图 17 西卡近年来 ROE 回升



资料来源：西卡年报，华西证券研究所

图 18 毛利率保持稳定



资料来源：西卡年报，华西证券研究所

其次，即使保守假设公司地产集采账期维持总体不变，公司现金流同样或将稳定改善。如前文所述，公司资本支出将处于下降通道，自由现金流预计增厚。同时民建业务天然 C 端属性强于防水，现金流更加良好，在公司民建、零售业务体量逐渐扩大后，我们预期公司整体现金流将更加好转。

对标国际建材集团西卡 2019 年 584 亿元人民币收入（公司：180 亿元），其成长还远未结束；同时西卡在完善综合建材布局后，其宽广的护城河使其估值达 60x TTM PE 以上，是公司的 2 倍，表明公司估值未来仍有充分提升空间。公司前瞻性的布局、狼性竞争文化，强大的学习纠错能力决定了公司的竞争优势，千亿市值仅是公司大建材集团的起步，未来是星辰大海。

4. 盈利预测及估值

上调销量假设，因现金流改善下调减值假设等科目，对应上调2020-2022年归母净利润预测10.9%/13.7%/11.6%至32.8/39.7/48.9亿元，给予公司2022年盈利预测30x PE估值，对应上调目标价至62.40元（原：44.40元）维持“买入”评级。

5. 风险提示

地产系统下行风险：如果地产调控严于预期，则防水材料总需求及公司销量、售价可能低于我们预期。

渠道拓展慢于预期：如果公司渠道拓展低于预期，则销量增速可能不及我们预期。

系统性风险：贸易摩擦、宏观经济走势可能影响A股整体走势及估值。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18154.34	22251.97	27593.32	33722.70	净利润	2075.26	3298.53	3991.83	4916.24
YoY (%)	29.25%	22.57%	24.00%	22.21%	折旧和摊销	368.69	357.07	382.25	418.01
营业成本	11665.03	13515.74	16847.72	20556.51	营运资金变动	-1320.83	-2253.23	-831.33	-1543.21
营业税金及附加	139.43	170.90	211.92	259.00	经营活动现金流	1588.96	1504.12	3644.52	3892.81
销售费用	2141.65	2447.72	3035.27	3709.50	资本开支	-1301.13	-544.01	-544.01	-544.01
管理费用	965.31	1268.36	1572.82	1922.19	投资	-109.84	0.00	0.00	0.00
财务费用	413.39	319.86	273.13	228.15	投资活动现金流	-1374.36	-539.07	-539.07	-539.07
资产减值损失	8.35	0.00	0.00	0.00	股权募资	328.69	0.00	8000.00	0.00
投资收益	3.00	3.00	3.00	3.00	债务募资	-214.23	0.00	0.00	0.00
营业利润	2621.64	3863.80	4729.72	5884.28	筹资活动现金流	-663.51	-2729.99	6731.45	-1478.33
营业外收支	-29.68	255.99	255.99	255.99	现金净流量	-448.91	-1764.93	9836.90	1875.41
利润总额	2591.96	4119.79	4985.72	6140.28					
所得税	516.70	821.26	993.88	1224.04	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2075.26	3298.53	3991.83	4916.24	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	2065.94	3283.72	3973.91	4894.17	营业收入增长率	29.25%	22.57%	24.00%	22.21%
YoY (%)	36.98%	58.95%	21.02%	23.16%	净利润增长率	36.98%	58.95%	21.02%	23.16%
每股收益	0.88	1.40	1.69	2.08	盈利能力 (%)				
					毛利率	35.75%	39.26%	38.94%	39.04%
					净利率率	11.43%	14.82%	14.47%	14.58%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	9.22%	14.82%	11.59%	12.46%
货币资金	4428.41	2663.48	12500.39	14375.80	净资产收益率 ROE	21.21%	26.83%	17.05%	18.07%
预付款项	540.95	540.95	540.95	540.95	偿债能力 (%)				
存货	2016.45	2336.37	2912.35	3553.46	流动比率	1.53	1.66	2.66	2.79
其他流动资产	8461.06	9203.52	10513.50	12592.72	速动比率	1.28	1.33	2.31	2.42
流动资产合计	15446.88	14744.33	26467.18	31062.93	现金比率	0.44	0.30	1.26	1.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	55.57%	43.69%	31.30%	30.33%
固定资产	4349.01	4339.35	4547.86	4842.31	经营效率 (%)				
无形资产	990.62	956.48	922.33	888.19	总资产周转率	0.86	1.00	0.98	0.92
非流动资产合计	6968.78	7411.72	7829.46	8211.45	每股指标 (元)				
资产合计	22415.66	22156.04	34296.65	39274.38	每股收益	0.88	1.40	1.69	2.08
短期借款	3092.64	3092.64	3092.64	3092.64	每股净资产	4.15	5.21	9.93	11.54
应付账款及票据	3292.09	3814.39	4754.74	5801.43	每股经营现金流	0.68	0.64	1.55	1.66
其他流动负债	3700.87	1987.71	2101.99	2232.43	每股股利	0.30	0.50	0.61	0.75
流动负债合计	10085.60	8894.75	9949.37	11126.50	估值分析				
长期借款	408.00	408.00	408.00	408.00	PE	52.39	32.96	27.24	22.11
其他长期负债	1962.19	377.67	377.67	377.67	PB	6.34	7.44	3.91	3.36
非流动负债合计	2370.19	785.67	785.67	785.67					
负债合计	12455.79	9680.41	10735.04	11912.16					
股本	1487.74	1487.74	1487.74	1487.74					
少数股东权益	219.87	234.67	252.59	274.67					
股东权益合计	9959.87	12475.63	23561.61	27362.21					
负债和股东权益合计	22415.66	22156.04	34296.65	39274.38					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。