

业绩上修，石膏板近期有望提价



核心观点

- **20 年业绩上修，H2 石膏板销售改善以及防水并表增厚业绩。**1月13日公司发布 2020 年度业绩预告修正公告，从之前的 24.6-27 亿上修至 27-30 亿，YOY+512%-580%，剔除 19 年诉讼的影响，预计扣非净利润 YoY+13.83%-26.48%。推算 Q4 单季度实现净利润 6.94-9.94 亿元，YOY+53.54%-119.91%，继续保持三季度的高速增长（YoY+62%），我们认为主要由于 1）下游进入赶工旺季拉动石膏板需求持续改善，销售情况好于预期；2）防水业务 19Q4 由于刚并表，并未贡献正常净利润，基数较低。
- **护面纸进入涨价通道，石膏板有望提价。**1月7日强伟纸业、华润纸业对护面纸提价 300 元/吨（8%左右），其上游的废纸价格在海外进口的限制下连续上涨。1月8日国废价格较 20 年 4 月的低点涨幅超过 30%。按护面纸单耗 0.345kg/平米计，这一轮提价将石膏板成本增加约 0.1 元/平米（考虑到公司 40 万吨新建护面纸近期投产，实际成本提升应小于 0.1 元/平米），我们认为未来大概率公司石膏板将涨价。假设 20/21 年石膏板均价 5.45/5.75 元/平米，即 21 年提价 0.3 元/平米，剔除销量上的影响，提价将增厚净利润 4-5 亿元。公开信息显示，泰山石膏板 20 年销量 15.49 亿平米，YoY+1.02%，我们预计 20 年公司石膏板总销量接近 21 亿平，21 年有望继续个位数增长。
- **防水竞争力有望逐步增强，龙骨成长空间大。**通过集团重组后苏州防水研究院将成为公司的全资子公司，作为防水行业唯一的国家级研究院和标准制定单位，苏州院将增强公司产品研发实力、防水产业链进一步完善，未来有望获得更强的市场竞争力。龙骨业务与石膏板共享销售渠道，由于配套率较低，依然有较大发展空间，按照公司 80%的配套率长期目标，我们预计 20/21 年配套率达到 9.9%/12.9%，对应销量 35.36/52.17 万吨，YOY+44%/48%。

财务预测与投资建议

- 预计 20/21/22 年 EPS 为 1.67/2.10/2.47 元（原 EPS 为 1.65/2.03/2.40 元），主要调增石膏板销量及价格。可比公司 21 年平均 PE 27X，给予公司 27X PE，对应目标价 56.70 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

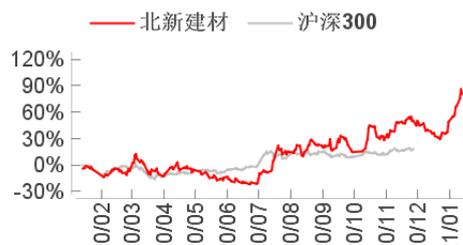
公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,565	13,323	17,562	21,549	25,534
同比增长(%)	12.5%	6.0%	31.8%	22.7%	18.5%
营业利润(百万元)	3,030	2,698	3,452	4,371	5,144
同比增长(%)	10.5%	-10.9%	27.9%	26.6%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	2,466	441	2,820	3,543	4,173
同比增长(%)	5.2%	-82.1%	539.2%	25.6%	17.8%
每股收益(元)	1.46	0.26	1.67	2.10	2.47
毛利率(%)	35.3%	31.9%	31.8%	32.5%	32.1%
净利率(%)	19.6%	3.3%	16.1%	16.4%	16.3%
净资产收益率(%)	18.5%	3.1%	18.4%	19.1%	18.6%
市盈率	33.3	186.1	30.0	23.8	20.2
市净率	5.7	5.9	5.0	4.2	3.4

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(2021年01月13日)	48.6元
目标价格	56.7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13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

巩固石膏板龙头地位，完善防水布局：	2021-01-03
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

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。

图 1：2016-2021 年国废价格


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

表 1：公司各业务净利润贡献拆分

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税金及附加	1.43%	1.17%	1.17%	1.17%	1.17%
期间费用率(含研发)	10.90%	11.12%	11.58%	11.61%	11.10%
所得税率	11.90%	9.00%	12.00%	12.00%	12.00%
扣非净利润(亿元)	25.49	23.72	29.50	37.59	44.39
其中：少数股东损益	0.15	0.15	1.30	2.16	2.66
石膏板					
收入(亿元)	109.33	110.05	114.88	137.16	150.95
毛利率	37.30%	33.70%	33.26%	35.10%	34.74%
净利润(亿元)	24.05	21.44	22.89	27.15	29.84
龙骨					
收入(亿元)	11.30	15.51	22.98	33.91	50.11
毛利率	23.00%	23.80%	23.00%	23.00%	24.00%
净利润(亿元)	1.06	1.62	2.07	3.05	5.17
防水					
收入(亿元)		2.05	31.86	38.23	47.79
毛利率		31.00%	35.00%	34.00%	34.00%
净利润(亿元)	0.00	0.35	4.16	7.00	8.93
其他					

收入（亿元）	5.01	5.61	5.89	6.18	6.49
毛利率	20.10%	18.40%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润（亿元）	0.34	0.31	0.38	0.39	0.44

资料来源：Wind，东方证券研究所

注：假设 2020-2022 年少数股东损益全部来源于收购的防水公司

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 27X PE，对应目标价 56.70 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 27X。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.67/2.10/2.47 元/股。目前公司股价对应 PE 分别为 30.0/23.8/20.2X，参考可比公司平均估值水平给予公司 2021 年 27X PE，对应目标价为 56.70 元，维持“买入”评级。

表 2：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	153.31	1.51	2.17	3.31	4.49	101.50	70.53	46.32	34.18
东方雨虹	002271	51.55	0.88	1.34	1.64	2.01	58.58	38.55	31.47	25.66
伟星新材	002372	18.39	0.62	0.66	0.75	0.86	29.78	27.72	24.50	21.41
兔宝宝	002043	9.50	0.51	0.55	0.76	0.98	18.67	17.30	12.50	9.69
科顺股份	300737	23.69	0.59	1.30	1.60	2.05	39.85	18.24	14.85	11.56
凯伦股份	300715	37.71	0.79	1.62	2.43	3.43	47.58	23.33	15.51	10.98
坚朗五金	002791	178.30	1.37	2.50	3.63	5.03	130.50	71.28	49.18	35.46
调整后平均							55.46	35.68	26.53	20.76

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 2021 年 1 月 13 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	702	2,799	5,944	营业收入	12,565	13,323	17,562	21,549	25,534
应收票据及应收账款	218	1,278	1,581	1,832	2,043	营业成本	8,128	9,079	11,979	14,551	17,334
预付账款	145	312	439	539	638	营业税金及附加	180	157	205	252	299
存货	1,279	1,612	2,096	2,546	3,033	营业费用	380	377	509	621	715
其他	3,521	2,510	2,497	2,527	2,549	管理费用及研发费用	953	1,078	1,387	1,692	1,992
流动资产合计	5,652	6,335	7,315	10,243	14,208	财务费用	36	26	138	138	116
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	50	50
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	3,452	4,371	5,144
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	23,321	27,457	32,521	营业外支出	268	2,091	150	150	150
短期借款	891	1,580	1,951	1,912	2,103	利润总额	2,815	657	3,352	4,271	5,044
应付票据及应付账款	812	1,598	2,132	2,517	2,912	所得税	335	200	402	513	605
其他	610	3,029	1,410	1,442	1,481	净利润	2,481	457	2,950	3,759	4,439
流动负债合计	2,313	6,207	5,494	5,871	6,496	少数股东损益	15	15	130	216	266
长期借款	534	236	236	236	236	归属于母公司净利润	2,466	441	2,820	3,543	4,173
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.46	0.26	1.67	2.10	2.47
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	5,829	6,207	6,831		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	156	591	721	937	1,203	成长能力					
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	营业收入	12.5%	6.0%	31.8%	22.7%	18.5%
资本公积	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141	营业利润	10.5%	-10.9%	27.9%	26.6%	17.7%
留存收益	9,449	9,117	11,937	15,480	19,652	归属于母公司净利润	5.2%	-82.1%	539.2%	25.6%	17.8%
其他	3	4	4	4	4	获利能力					
股东权益合计	14,439	14,542	17,492	21,251	25,690	毛利率	35.3%	31.9%	31.8%	32.5%	32.1%
负债和股东权益总计	17,908	21,464	23,321	27,457	32,521	净利率	19.6%	3.3%	16.1%	16.4%	16.3%
						ROE	18.5%	3.1%	18.4%	19.1%	18.6%
						ROIC	18.0%	11.6%	17.2%	18.2%	17.8%
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%	21.0%
净利润	2,481	457	2,950	3,759	4,439	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	1.74	2.19
财务费用	36	26	138	138	116	速动比率	1.89	0.76	0.95	1.31	1.72
投资损失	(83)	(64)	(70)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	980	1,321	(1,941)	(414)	(387)	应收账款周转率	142.1	19.9	12.4	12.6	13.2
其它	(1,111)	(203)	58	(5)	(5)	存货周转率	6.4	6.3	6.5	6.3	6.2
经营活动现金流	2,783	1,985	1,835	4,229	5,026	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
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	1.67	2.10	2.47
其他	(48)	1,240	80	55	55	每股经营现金流	1.65	1.17	1.09	2.50	2.97
投资活动现金流	(2,059)	(1,436)	(1,930)	(1,955)	(1,956)	每股净资产	8.45	8.26	9.93	12.02	14.49
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	33.3	186.1	30.0	23.8	20.2
其他	(428)	(488)	233	(177)	75	市净率	5.7	5.9	5.0	4.2	3.4
筹资活动现金流	(773)	(452)	174	(177)	75	EV/EBITDA	23.1	25.9	19.7	15.9	13.7
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.8	30.1	23.5	18.7	16.0
现金净增加额	(48)	97	79	2,096	3,145						

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