

## 业绩符合预期，多元化发展持续



### 核心观点

- **Q4 业绩提速，销量/成本/费用端均表现亮眼。**2月24日公司发布业绩快报，预计20年营收/归母净利润为217.75/33.98亿元，YOY+19.95%/64.45%；20Q4实现营收/净利润67.69/12.68亿，YOY+29.24%/153.60%，环比Q3提速5.02/94.64pct。业绩符合预期，Q4加速增长，我们认为1)疫情后地产和基建新开工需求快速恢复，且通过经销渠道和B端客户的拓展，在防水和施工/涂料等业务均实现了较快增长，我们预计防水/涂料销量YOY+30%/100%；2)20年90#及200#沥青均价YOY-22%，成本下降带动利润端大幅改善；3)规模效益和成本费用管控使期间费用率有所下降。
- **净利率持续提升，储备低价沥青有望平抑21年成本上涨压力。**20年整体净利率15.61%，同比提升4.18pct，其中Q4单季度净利率18.73%，创下16Q4以来新高，鉴于公司成本采用历史平均法，Q4的沥青价格上涨相对被平滑了。沥青存在季节性淡季，公司通常会在价格相对低位储备，由于预判沥青将趋势性涨价，适时的储备预计将成为控制成本重要手段。由于具备近40万吨的储备能力，较同行而言，所面临的沥青价格上涨压力会稍小。
- **成本上涨有望向下游传导，定增获批，涂料/保温业务发展加速。**一方面经销端的价格调整较灵活，成本上涨后可对经销商提价；另一方面在直销端，和地产商的集采合同中存在调价机制，在成本大幅上涨的情况下，不排除集采价格上调。近期公司80亿定增获证监会核准，全国各地的募投项目（包括新型防水材料、节能保温材料、特种砂浆等）也在加快推进，项目建成后将扩大传统防水业务的区域市场布局、提升规模效应，同时进一步拓宽赛道，利用公司平台资源协同性，未来有望实现建材系统一体化服务。

### 财务预测与投资建议

- 预计20-22年EPS 1.45/1.75/2.19元（原值1.40/1.80/2.25元），小幅调增防水卷材销量、调减防水卷材成本和期间费用率。行业21年平均PE 27X，由于公司为防水龙头，且非防水业务占比不断提升，成长更加稳健，给予21年10%溢价至30倍PE，对应目标价52.50元，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格大幅上涨、地产需求大幅下滑风险、应收账款坏账风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,046	18,154	21,775	28,402	35,366
同比增长(%)	36.5%	29.3%	19.9%	30.4%	24.5%
营业利润(百万元)	1,818	2,622	4,266	5,171	6,473
同比增长(%)	26.9%	44.2%	62.7%	21.2%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,508	2,066	3,396	4,111	5,151
同比增长(%)	21.7%	37.0%	64.4%	21.0%	25.3%
每股收益(元)	0.64	0.88	1.45	1.75	2.19
毛利率(%)	34.6%	35.7%	39.9%	38.5%	38.5%
净利率(%)	10.7%	11.4%	15.6%	14.5%	14.6%
净资产收益率(%)	20.6%	23.4%	28.6%	25.6%	24.9%
市盈率	73.6	53.8	32.7	27.0	21.6
市净率	14.1	11.4	7.9	6.1	4.8

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(2021年02月24日)	47.3元
目标价格	52.5元
52周最高价/最低价	57.6/19.13元
总股本/流通A股(万股)	234,774/168,171
A股市值(百万元)	111,048
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年02月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-15.63	-10.81	30.45	125.81
相对表现	-11.23	-11.73	18.68	115.01
沪深300	-4.4	0.92	11.77	10.8



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

业绩超预期，21年价格战影响可控	2021-01-12
Q3业绩提速，继续保持高质量增长	2020-10-27
Q2扣非高增长，经营质量持续提升	2020-08-29

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

由于公司所处的建筑建材行业存在重资产、垫资施工的特点，大部分情况下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较大偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

**参考可比公司给与公司 21 年 30X PE 的估值，对应目标价 52.50 元。**选取科顺股份、凯伦股份等防水公司以及北新建材、坚朗五金等其他消费建材细分龙头公司作为可比公司，2021 年可比公司的调整后平均 PE 为 27 倍，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.45/1.75/2.19 元/股，目前股价对应 PE 分别为 33/27/22X。由于公司为行业龙头且 20 年业绩超预期、新业务潜力较大，我们参考可比公司平均估值给予 10% 的估值溢价，即 2021 年 30X PE，对应目标价为 52.50 元，维持“买入”评级。

表 1: A 股可比公司估值

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
凯伦股份	300715.SZ	39.30	0.79	1.61	2.35	4.25	49.59	24.49	16.72	9.25
科顺股份	300737.SZ	23.89	0.57	1.32	1.66	2.11	41.77	18.11	14.39	11.34
北新建材	000786.SZ	47.94	0.26	1.71	2.23	2.66	183.61	28.00	21.54	18.04
亚士创能	603378.SH	53.90	0.55	1.56	2.31	3.25	97.33	34.52	23.37	16.59
三棵树	603737.SH	161.25	1.51	1.87	2.84	3.84	106.75	86.10	56.77	41.99
坚朗五金	002791.SZ	160.47	1.37	2.47	3.53	4.81	117.45	64.92	45.44	33.39
调整后平均							92.78	37.98	26.77	19.84
东方雨虹	002271.SZ	47.30	0.88	1.45	1.75	2.19	53.80	32.70	27.00	21.60

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 2 月 24 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

**原材料价格大幅上涨。**公司生产的建筑防水产品所需的原材料主要包括沥青、聚酯、聚酯胎基、乳液和 SBS 改性剂等。原材料成本占生产成本绝大部分，属于石油化工产品，受国际原油市场的影响较大，如果上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将对本公司的盈利水平产生一定影响。

**下游需求大幅下滑风险。**筑防水材料主要应用于工业民用建筑、公共设施和其它基础设施建设工程。因此，建筑防水行业受房地产业和基础设施建设的影响较大。受国家宏观调控和经济运行周期影响，全社会固定资产投资增速回落，房地产投资规模增速呈下行趋势。如果国家对房地产行业的宏观调控力度进一步加大，将对建筑防水行业的市场规模产生不利影响。

**应收账款规模较大的风险。**由于建筑施工行业的工程款结算周期相对较长，导致建筑防水行业的应收账款周转率较低。最近三年，公司应收账款分别为 29 亿元、43 亿元和 45 亿元，占当期营业收入

入的比例分别为 41%、42%和 32%。如果未来公司客户的经营状况发生重大不利变化，可能导致一定的应收账款回收风险。

**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	4,855	4,428	5,988	8,185	9,515	营业收入	14,046	18,154	21,775	28,402	35,366
应收票据及应收账款	6,058	7,017	9,781	12,126	15,167	营业成本	9,187	11,665	13,085	17,459	21,745
预付账款	376	541	616	825	1,014	营业税金及附加	122	139	185	235	288
存货	2,172	2,016	2,678	3,295	4,277	营业费用	1,699	2,142	2,504	3,238	4,032
其他	490	1,444	1,473	1,594	1,698	管理费用及研发费用	1,185	1,322	1,546	1,960	2,440
<b>流动资产合计</b>	<b>13,952</b>	<b>15,447</b>	<b>20,537</b>	<b>26,025</b>	<b>31,671</b>	财务费用	193	413	356	403	363
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	62	142	110	90	130
固定资产	3,032	4,349	4,918	5,445	6,024	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
在建工程	540	627	1,569	1,709	1,843	投资净收益	3	3	0	0	0
无形资产	962	991	970	950	930	其他	217	286	277	153	105
其他	1,166	1,003	1,188	1,072	1,126	<b>营业利润</b>	<b>1,818</b>	<b>2,622</b>	<b>4,266</b>	<b>5,171</b>	<b>6,473</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,699</b>	<b>6,969</b>	<b>8,645</b>	<b>9,176</b>	<b>9,923</b>	营业外收入	15	15	16	16	16
<b>资产总计</b>	<b>19,652</b>	<b>22,416</b>	<b>29,182</b>	<b>35,201</b>	<b>41,594</b>	营业外支出	10	45	28	36	32
短期借款	3,713	3,093	5,535	5,116	4,800	<b>利润总额</b>	<b>1,822</b>	<b>2,592</b>	<b>4,255</b>	<b>5,150</b>	<b>6,457</b>
应付票据及应付账款	3,200	3,292	3,501	5,226	6,155	所得税	311	517	848	1,027	1,287
其他	2,997	3,701	3,627	4,147	4,768	<b>净利润</b>	<b>1,511</b>	<b>2,075</b>	<b>3,407</b>	<b>4,124</b>	<b>5,170</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9,910</b>	<b>10,086</b>	<b>12,663</b>	<b>14,489</b>	<b>15,723</b>	少数股东损益	3	9	10	13	18
长期借款	0	408	437	452	469	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,508</b>	<b>2,066</b>	<b>3,396</b>	<b>4,111</b>	<b>5,151</b>
应付债券	1,504	1,585	1,600	1,600	1,600	每股收益(元)	0.64	0.88	1.45	1.75	2.19
其他	149	378	256	310	283						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,653</b>	<b>2,370</b>	<b>2,292</b>	<b>2,362</b>	<b>2,351</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>11,563</b>	<b>12,456</b>	<b>14,956</b>	<b>16,851</b>	<b>18,074</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	188	220	230	243	261	成长能力					
股本	1,492	1,488	2,348	2,348	2,348	营业收入	36.5%	29.3%	19.9%	30.4%	24.5%
资本公积	661	838	838	838	838	营业利润	26.9%	44.2%	62.7%	21.2%	25.2%
留存收益	5,349	6,965	10,361	14,472	19,624	归属于母公司净利润	21.7%	37.0%	64.4%	21.0%	25.3%
其他	399	449	449	449	449	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,088</b>	<b>9,960</b>	<b>14,226</b>	<b>18,350</b>	<b>23,520</b>	毛利率	34.6%	35.7%	39.9%	38.5%	38.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,652</b>	<b>22,416</b>	<b>29,182</b>	<b>35,201</b>	<b>41,594</b>	净利率	10.7%	11.4%	15.6%	14.5%	14.6%
						ROE	20.6%	23.4%	28.6%	25.6%	24.9%
						ROIC	14.5%	17.1%	20.1%	18.9%	19.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	58.8%	55.6%	51.2%	47.9%	43.5%
净利润	1,511	2,075	3,407	4,124	5,170	净负债率	4.5%	6.6%	11.1%	0.0%	0.0%
折旧摊销	257	314	250	280	309	流动比率	1.41	1.53	1.62	1.80	2.01
财务费用	193	413	356	403	363	速动比率	1.19	1.33	1.41	1.57	1.74
投资损失	(3)	(3)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	436	(275)	(3,395)	(1,047)	(2,767)	应收账款周转率	3.2	3.6	3.3	3.4	3.4
其它	(1,380)	(936)	(209)	105	(53)	存货周转率	5.0	5.6	5.6	5.8	5.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,014</b>	<b>1,589</b>	<b>408</b>	<b>3,864</b>	<b>3,022</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
资本支出	(1,409)	(1,693)	(1,725)	(918)	(1,002)	每股指标(元)					
长期投资	(10)	250	(125)	62	(31)	每股收益	0.64	0.88	1.45	1.75	2.19
其他	(165)	69	11	(5)	3	每股经营现金流	0.68	1.07	0.17	1.65	1.29
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,585)</b>	<b>(1,374)</b>	<b>(1,839)</b>	<b>(861)</b>	<b>(1,030)</b>	每股净资产	3.37	4.15	5.96	7.71	9.91
债权融资	77	479	44	15	17	估值比率					
股权融资	(177)	172	860	0	0	市盈率	73.6	53.8	32.7	27.0	21.6
其他	3,011	(1,315)	2,086	(822)	(679)	市净率	14.1	11.4	7.9	6.1	4.8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,912</b>	<b>(664)</b>	<b>2,991</b>	<b>(806)</b>	<b>(662)</b>	EV/EBITDA	49.2	33.3	22.9	19.1	15.6
汇率变动影响	(3)	30	-0	-0	-0	EV/EBIT	55.5	36.8	24.2	20.0	16.3
<b>现金净增加额</b>	<b>2,338</b>	<b>(419)</b>	<b>1,560</b>	<b>2,197</b>	<b>1,330</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)