

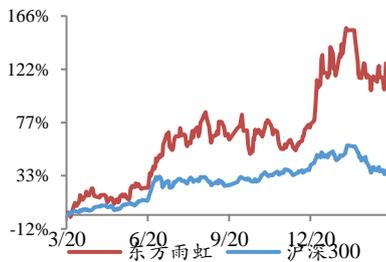
激励计划彰显信心，定增落地加速成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-29

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 50.00 |
| 近12个月最高/最低(元) | 41.00/21.69 |
| 总股本(百万股) | 2,348 |
| 流通股本(百万股) | 1,682 |
| 流通股比例(%) | 71.63 |
| 总市值(亿元) | 1,174 |
| 流通市值(亿元) | 841 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1. 防水龙头开启新征程 2021-03-24
2. 2020年业绩超出预期，经营质量显著优化 2021-01-12
3. Q3业绩大幅增长，定增扩产巩固龙头地位 2020-10-28

主要观点：

事件：1) 公司发布2021年员工持股计划(草案)。参与对象共计1611人；员工持股计划设立时计划筹集资金总额不超过17亿元，以2021年3月26日收盘价50.00元/股测算，员工持股计划股票总数量不超过6800万股，不超过公司总股本的2.90%；公司董监高8人拟认购份额为3.84%，中层管理人员及其他核心骨干员工1603人拟认购份额为96.16%。此外，实控人李卫国先生为参与此次员工持股计划的员工资金提供托底保证，员工自有（自筹）资金年化收益率如低于8%，则由李卫国先生对员工自有资金本金兜底补足，且为员工自有（自筹）资金提供年化利率8%（单利）的补偿。

2) 公司发布2021年股票期权激励计划(草案)。授予的激励对象共计4160人；拟向激励对象授予5200.45万份股票期权，所涉及的标的股票约占公司总股本的2.22%；激励计划授予的股票期权的行权价格为48.99元/份；行权期为授予日起12-24/24-36/36-48/48-60个月内行权25%/25%/25%/25%，四个行权期的业绩考核目标分别为2021/2022/2023/2024年扣非归母净利润以2020年为基数的增速不低于25%/56%/95%/144%，且2021/2022/2023/2024年应收账款增长率不高于营业收入增长率。

3) 3月24日公司发布《关于签署募集资金三方监管协议的公告》，经证监会核准，公司于2021年3月4日向特定对象非公开发行人民币普通股（A股）1.76亿股，发行价格为45.50元/股，扣除相关费用后实际募集资金净额为人民币79.93亿元。

● 激励规模历史最大，公司与员工共创共享

公司在本次激励计划之前共实施过三次股权激励，从涉及人数、覆盖广度来看，此次股权激励计划规模为历次最大。此次股权激励计划共涉及4160人，占公司员工总数一半以上，将核心骨干员工与公司利益绑定，有助于公司上下团结一心、共同奋斗。激励计划2021-2024年年均扣非净利润复合增速25%的考核目标也有利于进一步调动员工的积极性。与此同时，实控人对员工持股计划8%年化收益率的托底保证更加彰显管理层对公司长期发展的信心，也引导持股员工着眼于公司的长期价值，真正实现公司与员工的共创共享。

● 加强回款考核，有效提升盈利质量

公司在本次股权激励计划中继续提出“应收账款增速低于营业收入增速”的考核指标，体现公司对回款的重视。随着2018年底公司对回款实施强力考核，我们注意到，公司其他应收款的减值准备自2018年起已有比较明显的冲回。2020年Q4公司业绩超出市场预期，我们判断因素之一便是应收账款减值准备的冲回，由于应收账款的规模显著大于其他应收款，因此其回款对净利润的影响也较大。我们认为2020年回款对业绩的提振是一个值得注意的信号，这说明公司加强回款考核开始出现显著成效，该因素的影响在今后预计将持续甚至增强。

● **定增落地，成长逻辑加速兑现**

公司3月24日的公告显示，公司2021年3月4日向特定对象非公开发行1.76亿股，发行价格45.5元/股，扣除费用后募集资金总额79.93亿元。此次定增公司将在华南、西南、华北、东北进一步扩大产能和区域辐射范围，并有多达11个项目涉及到产能扩建，范围基本涵盖了公司目前所有品类，同时还有部分新业务的布局将得到重点推进。我们统计公司主业将新增高分子和沥青防水卷材产能共2.89亿平米，占现有产能超过50%，新增防水涂料产能（不计砂浆）近50%；新品类建筑涂料、非织造布、减水剂新增产能规模均超过100%。公司通过前两轮再融资助力下的扩张，已经率先在布局广度上占据先发优势，此轮定增对公司系统化服务能力、供货能力是又一次加强，市场份额提升有望加速。

● **投资建议**

公司防水主业受益集中度提升，新业务赛道优质且势头迅猛，成长空间远未见顶。基于公司报表改善和竞争优势带来的增长确定性，我们认为公司应享有估值溢价。考虑到公司2020年业绩超出预期，同时2021Q1防水材料普遍涨价，我们上调公司盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为33.98/42.63/52.61亿元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

回款情况不及预期；产能投放不及预期；下游需求不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 18154 | 21775 | 28908 | 34524 |
| 收入同比 (%) | 29.3% | 19.9% | 32.8% | 19.4% |
| 归属母公司净利润 | 2066 | 3398 | 4263 | 5261 |
| 净利润同比 (%) | 37.0% | 64.5% | 25.4% | 23.4% |
| 毛利率 (%) | 35.7% | 35.0% | 38.8% | 35.5% |
| ROE (%) | 21.2% | 27.3% | 26.9% | 26.2% |
| 每股收益 (元) | 0.88 | 1.45 | 1.82 | 2.24 |
| P/E | 29.90 | 26.81 | 21.37 | 17.32 |
| P/B | 6.34 | 7.31 | 5.74 | 4.54 |
| EV/EBITDA | 12.23 | 16.27 | 10.85 | 10.36 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

附：公司历次激励计划梳理

图表 1 公司历次股票激励计划对比

| | 2021 年股票期权激励计划 | 限制性股票激励计划 | | |
|-----------|--|--|---|---|
| | 第四期 | 第三期 | 第二期 | 第一期 |
| 公告日期 | 2021/3/27 | 2019/9/28 | 2016/7/28 | 2013/7/6 |
| 激励对象 | 公司中层管理人员、子公司主要管理人员、核心业务(技术)骨干及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工 | 公司高级管理人员、中层管理人员、子公司主要管理人员、核心业务(技术)骨干及董事会认为对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工 | 董事、公司高级管理人员；公司中层管理人员；公司核心技术(业务)人员；子公司主要管理人员；董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员 | |
| 激励对象人数 | 4160 | 2189 | 1263 | 344 |
| 股票数量(万股) | 5200.45 | 3296.61 | 6500 | 1800 |
| 占公司总股本(%) | 2.22% | 2.21% | 7.82% | 5.24% |
| 业绩考核目标 | 以 2020 年净利润为基数，2021-2024 年公司净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%，且 2021-2024 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。 | 2020/2021 年公司净利润不低于 19.13/23.91 亿元，2022/2023 年公司净利润增长率不低于 72.80%/107.36%，且 2020-2023 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。 | 以 2015 年净利润的 1.25 倍为固定基数，2017-2020 年公司净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%，且 2017-2020 年加权平均净资产收益率不低于 13.5% | 以 2012 年净利润为固定基数，2014-2017 年公司净利润增长率不低于 25%/55%/95%/145%，且 2014-2017 年加权平均净资产收益率不低于 13% |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司 2021 年员工持股计划

| 2021 年员工持股计划 | |
|--------------|--|
| 参与对象 | 公司董事、监事、高级管理人员、中层管理人员、子公司主要管理人员及其他核心骨干员工 |
| 人数 | 1611 |
| 计划筹集资金总额(万元) | 170000 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 15447 | 18682 | 23927 | 29858 | 营业收入 | 18154 | 21775 | 28908 | 34524 |
| 现金 | 4428 | 4254 | 5797 | 8556 | 营业成本 | 11665 | 14155 | 17701 | 22254 |
| 应收账款 | 5636 | 7604 | 9451 | 11354 | 营业税金及附加 | 139 | 218 | 289 | 319 |
| 其他应收款 | 291 | 334 | 456 | 542 | 销售费用 | 2142 | 2395 | 3469 | 4004 |
| 预付账款 | 541 | 628 | 777 | 999 | 管理费用 | 965 | 1437 | 1879 | 2244 |
| 存货 | 2016 | 3042 | 3683 | 4420 | 财务费用 | 413 | -23 | -23 | -23 |
| 其他流动资产 | 2534 | 2821 | 3764 | 3988 | 资产减值损失 | -8 | 897 | 1 | 1000 |
| 非流动资产 | 6969 | 8615 | 10097 | 11587 | 公允价值变动收益 | -2 | -1 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4349 | 5456 | 6698 | 7890 | 营业利润 | 2622 | 4099 | 5221 | 6467 |
| 无形资产 | 991 | 1321 | 1552 | 1749 | 营业外收入 | 15 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 1629 | 1838 | 1846 | 1948 | 营业外支出 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 22416 | 27297 | 34024 | 41445 | 利润总额 | 2592 | 4099 | 5221 | 6467 |
| 流动负债 | 10086 | 12315 | 15704 | 18964 | 所得税 | 517 | 691 | 937 | 1180 |
| 短期借款 | 3093 | 3711 | 4453 | 5344 | 净利润 | 2075 | 3408 | 4284 | 5287 |
| 应付账款 | 2642 | 3314 | 4696 | 5385 | 少数股东损益 | 9 | 10 | 21 | 26 |
| 其他流动负债 | 4351 | 5290 | 6554 | 8235 | 归属母公司净利润 | 2066 | 3398 | 4263 | 5261 |
| 非流动负债 | 2370 | 2293 | 2200 | 2125 | EBITDA | 3255 | 3633 | 5365 | 5433 |
| 长期借款 | 408 | 490 | 539 | 592 | EPS (元) | 0.88 | 1.45 | 1.82 | 2.24 |
| 其他非流动负债 | 1962 | 1804 | 1661 | 1533 | | | | | |
| 负债合计 | 12456 | 14608 | 17904 | 21089 | | | | | |
| 少数股东权益 | 220 | 230 | 251 | 278 | | | | | |
| 股本 | 1488 | 1488 | 1488 | 1488 | | | | | |
| 资本公积 | 1351 | 1351 | 1351 | 1351 | | | | | |
| 留存收益 | 6901 | 9620 | 13030 | 17239 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 9740 | 12459 | 15869 | 20078 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 22416 | 27297 | 34024 | 41445 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 1589 | 2198 | 3734 | 5014 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 2066 | 3398 | 4263 | 5261 | 营业收入 | 29.3% | 19.9% | 32.8% | 19.4% |
| 折旧摊销 | 369 | 390 | 312 | 334 | 营业利润 | 44.2% | 56.4% | 27.4% | 23.9% |
| 财务费用 | 367 | 199 | 194 | 194 | 归属于母公司净利 | 37.0% | 64.5% | 25.4% | 23.4% |
| 投资损失 | -3 | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -1321 | -902 | -1056 | 198 | 毛利率 (%) | 35.7% | 35.0% | 38.8% | 35.5% |
| 其他经营现金流 | 3498 | 3413 | 5339 | 4089 | 净利率 (%) | 11.4% | 15.6% | 14.7% | 15.2% |
| 投资活动现金流 | -1374 | -2036 | -1793 | -1824 | ROE (%) | 21.2% | 27.3% | 26.9% | 26.2% |
| 资本支出 | -1301 | -2036 | -1793 | -1824 | ROIC (%) | 15.4% | 14.7% | 18.5% | 15.2% |
| 长期投资 | -110 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 37 | 1 | 0 | 0 | 资产负债率 (%) | 55.6% | 53.5% | 52.6% | 50.9% |
| 筹资活动现金流 | -664 | -336 | -398 | -430 | 净负债比率 (%) | 125.1% | 115.1% | 111.1% | 103.6% |
| 短期借款 | -621 | 619 | 742 | 891 | 流动比率 | 1.53 | 1.52 | 1.52 | 1.57 |
| 长期借款 | 408 | 82 | 49 | 54 | 速动比率 | 1.28 | 1.22 | 1.24 | 1.29 |
| 普通股增加 | -4 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | -27 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.81 | 0.80 | 0.85 | 0.83 |
| 其他筹资现金流 | -419 | -1037 | -1190 | -1375 | 应收账款周转率 | 3.22 | 2.86 | 3.06 | 3.04 |
| 现金净增加额 | -419 | -174 | 1543 | 2759 | 应付账款周转率 | 4.42 | 4.27 | 3.77 | 4.13 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。