

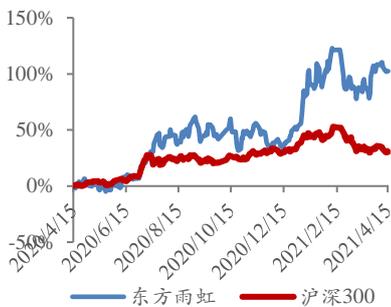
高质量增长持续，新一轮扩张周期开启

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-16

收盘价(元)	51.31
近12个月最高/最低(元)	57.60/38.43
总股本(百万股)	2524
流通股本(百万股)	1740
流通股比例(%)	68.94%
总市值(亿元)	1295
流通市值(亿元)	893

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：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1. 激励计划彰显信心，定增落地加速成长 2021-03-29
2. 防水龙头开启新征程 2021-03-24
3. 2020年业绩超出预期，经营质量显著优化 2021-01-12

主要观点：

事件：1) 公司发布2020年年度报告，实现营业收入217.30亿元，同比增长19.70%；实现归母净利润33.89亿元，同比增长64.03%；实现扣非归母净利润30.91亿元，同比增长64.61%。

2) 公司发布2021年第一季度报告，实现营业收入53.77亿元，同比增长118.13%；实现归母净利润2.96亿元，同比增长126.08%；实现扣非归母净利润2.73亿元，同比增长151.74%。

● 业绩加速增长，涨价有望增厚毛利

公司2020年和2021Q1业绩均落在预告区间中位。分季度来看，2020Q1-Q4公司实现营收24.65/63.18/61.94/67.53亿元，同比-8.21%/+20.98%/+24.22%/+28.39%；实现归母净利润1.31/9.66/10.33/12.59亿元，同比+2.86%/+36.30%/+58.96%/+117.07%。2021Q1实现营收53.77亿元，同比增长118.13%；实现归母净利润2.96亿元，同比增长126.08%，业绩增速逐季抬升。

我们认为公司2020Q4公司业绩高增主要受益以下因素：1) 需求复苏后公司发货增速明显提升，新品类继续保持强劲增长势头；2) 公司加强回款考核成效显著，减值准备被部分冲回；3) 公司进一步加强成本费用管控，原材料成本和期间费用均有下降。同时，2021年春节后，防水材料价格出现普涨，公司各类防水卷材和涂料价格上调10%-20%不等。我们认为该因素对公司2021Q1营收增速也有较大贡献。

● 经营质量持续优化，回款力度增强

公司2020年实现销售毛利率37.04%，同比提升1.29pct；如剔除运费影响，毛利率达40.02%，同比提升4.27%，主要由于报告期内以沥青为代表的部分原材料价格有所下降。2021Q1原材料涨价预计对公司毛利影响有限，剔除运费影响，实际毛利应高于2020Q1。若此轮原材料涨价持续时间较短或幅度减小，头部企业产品涨价甚至能够增厚毛利。公司2020年销售费用率8.23%，同比减少3.57pct，主要是由于运费调整至营业成本；管理费用率7.93%，同比增长0.65pct，主要受人工费用和股权激励摊销费用增加影响；财务费用率1.75%，同比减少0.53pct，主要由于报告期内可转债转股利息减少。同时2021Q1公司费用率继续优化，销售费用率（考虑运费）、管理费用率、财务费用率均低于2020Q1。

公司2020年实现经营净现金流39.52亿元，同比大幅增长23.63亿元，主要由于报告期内公司销售回款增加。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。测算公司2020年报与2020年中报应收账款坏账准备余额的差值为1.18亿元，占归母净利润比例约为3.5%。

此外，2020年公司报表已出现显著改善，未来预计将持续优化，主要

基于：1) 履约保证金规模预计下降；2) 规模带来议价能力提升，公司应付账期逐年升高；3) 公司将进入轻资产扩张阶段，资本开支下降；4) 2019年起债务结构已逐步优化，2020年短期借款规模继续下降，长期借款规模上升，债务结构进一步优化；5) 回款对业绩的提振将持续。我们认为当前消费建材龙头增长已进入重“质”的阶段，在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对未来的存量市场博弈。公司在业绩增长的同时实现报表改善，在增量转存量的大环境下再次占据了先发优势，竞争壁垒进一步提升。

● **激励计划和定增落地，成长逻辑加速兑现**

2021Q1 公司发布历史最大的激励计划，包括股权激励和员工持股计划两部分。激励计划 2021-2024 年年均扣非净利润复合增速 25% 的考核目标有利于进一步调动员工的积极性，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。此外，2021Q1 公司公告显示此前定增正式落地，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。从激励计划和定增募投计划两个角度分析，公司未来 3-5 年实现业绩规模翻倍可期。

● **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 2021-2023 年归母净利润分别为 42.71/54.17/68.22 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21730	30798	36634	45391
收入同比 (%)	19.7%	41.7%	18.9%	23.9%
归属母公司净利润	3389	4271	5417	6822
净利润同比 (%)	64.0%	26.0%	26.8%	25.9%
毛利率 (%)	37.0%	37.3%	36.7%	36.0%
ROE (%)	23.2%	23.7%	24.2%	24.5%
每股收益 (元)	1.34	1.69	2.15	2.70
P/E	28.89	30.32	23.90	18.98
P/B	6.70	7.18	5.79	4.65
EV/EBITDA	18.29	18.88	16.25	12.53

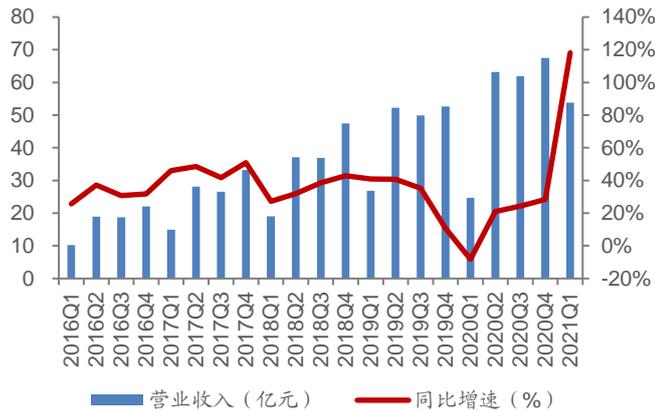
资料来源：wind，华安证券研究所

1 业绩加速增长，涨价有望增厚毛利

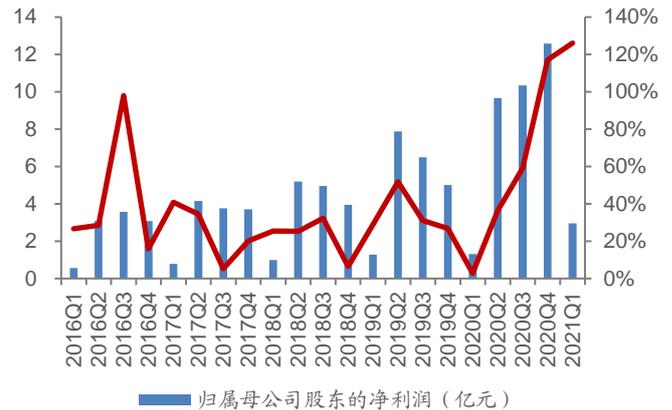
公司 2020 年和 2021Q1 业绩均落在预告区间中位。分季度来看，2020Q1-Q4 公司实现营收 24.65 / 63.18 / 61.94 / 67.53 亿元，同比-8.21% / +20.98% / +24.22% / +28.39%；实现归母净利润 1.31 / 9.66 / 10.33 / 12.59 亿元，同比+2.86% / +36.30% / +58.96% / +117.07%。

2021Q1 实现营收 53.77 亿元，同比增长 118.13%；实现归母净利润 2.96 亿元，同比增长 126.08%，业绩增速逐季抬升。

图表 1 公司分季度营收及增速



图表 2 公司分季度归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

我们认为公司 2020Q4 公司业绩高增主要受益以下因素：1) 需求复苏后公司发货增速明显提升，新品类继续保持强劲增长势头；2) 公司加强回款考核成效显著，减值准备被部分冲回；3) 公司进一步加强成本费用管控，原材料成本和期间费用均有下降。同时，2021 年春节后，防水材料价格出现普涨，公司各类防水卷材和涂料价格上调 10%-20% 不等。我们认为该因素对公司 2021Q1 营收增速也有较大贡献。

图表 3 主要上市企业防水材料 2021Q1 调价方案

公司	调价方案
东方雨虹	沥青类卷材上调 10%-15%、高分子卷材上调 10%、聚氨酯涂料上调 10%、水性涂料上调 15%-20%、沥青涂料上调 10%
科顺股份	沥青类卷材上调 10%-15%、高分子类卷材上调 10%-20%、防水涂料上调 10%-20%
凯伦股份	上调全线产品价格，预计上调幅度为 10%-20% 之间
北新防水	3 月 15 日起，对防水产品进行调价，预计调涨幅度在 10-20%
三棵树防水	沥青类防水卷材上调 10%-15%、高分子类防水卷材上调 5%-10%、防水涂料价格上调 10%-20%

资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

2 经营质量持续优化，回款力度增强

公司 2020 年实现销售毛利率 37.04%，同比提升 1.29pct；如剔除运费影响，毛利率达 40.02%，同比提升 4.27%，主要由于报告期内以沥青为代表的部分原材料价格有所下降。2021Q1 原材料涨价预计对公司毛利影响有限，剔除运费影响，实际毛利应高于 2020Q1。若此轮原材料涨价持续时间较短或幅度减小，头部企业产品涨价甚至能够增厚毛利。公司 2020 年销售费用率 8.23%，同比减少 3.57pct，主要是由于运费调整至营业成本；管理费用率 7.93%，同比增长 0.65pct，主要受

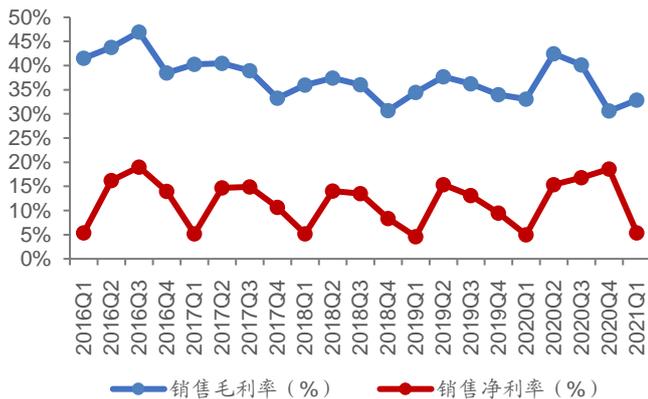
人工费用和股权激励摊销费用增加影响; 财务费用率 1.75%, 同比减少 0.53 pct, 主要由于报告期内可转债转股利息减少。同时 2021Q1 公司费用率继续优化, 销售费用率 (考虑运费)、管理费用率、财务费用率均低于 2020Q1。

公司 2020 年实现经营净现金流 39.52 亿元, 同比大幅增长 23.63 亿元, 主要由于报告期内公司销售回款增加。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。测算公司 2020 年报与 2020 年中报应收账款坏账准备余额的差值为 1.18 亿元, 占归母净利润比例约为 3.5%。

此外, 2020 年公司报表已出现显著改善, 未来预计将持续优化, 主要基于: 1) 履约保证金规模预计下降; 2) 规模带来议价能力提升, 公司应付账期逐年升高; 3) 公司将进入轻资产扩张阶段, 资本开支下降; 4) 2019 年起债务结构已逐步优化, 2020 年短期借款规模继续下降, 长期借款规模上升, 债务结构进一步优化; 5) 回款对业绩的提振将持续。

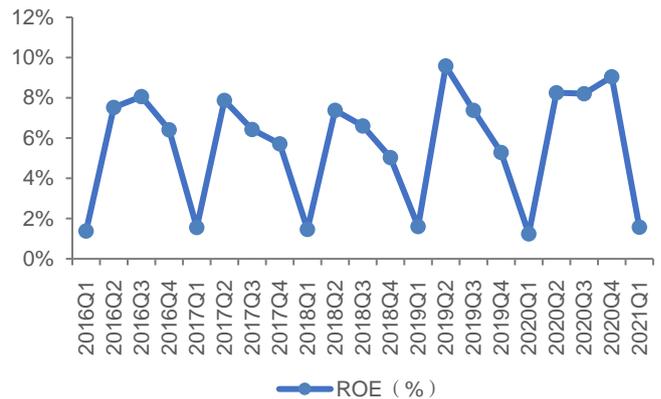
我们认为当前消费建材龙头增长已进入重“质”的阶段, 在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期, 更好地面对未来的存量市场博弈。公司在业绩增长的同时实现报表改善, 在增量转存量的大环境下再次占据了先发优势, 竞争壁垒进一步提升。

图表 4 公司分季度毛利率和净利率变化情况



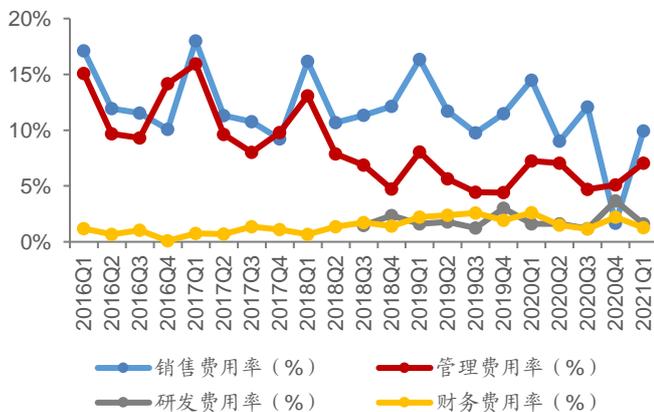
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司分季度 ROE 变化情况



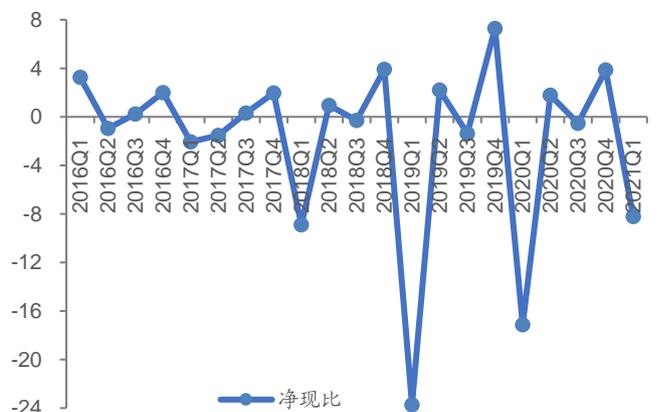
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度费用率变化情况



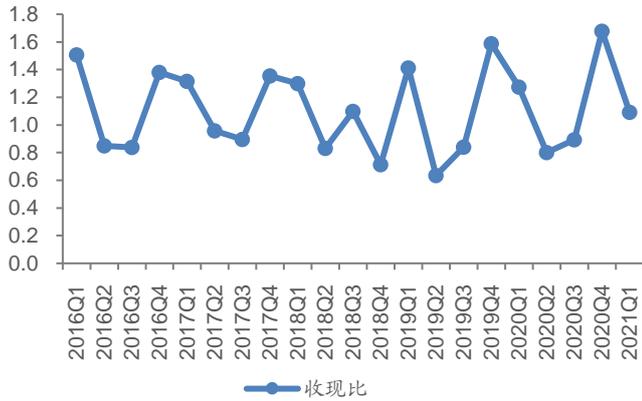
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司分季度净现比变化情况



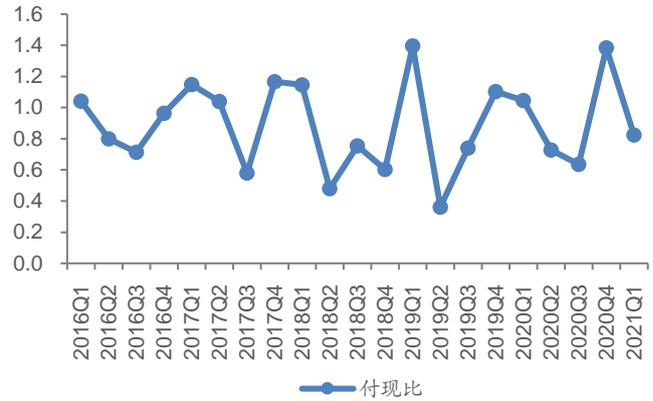
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度收现比情况



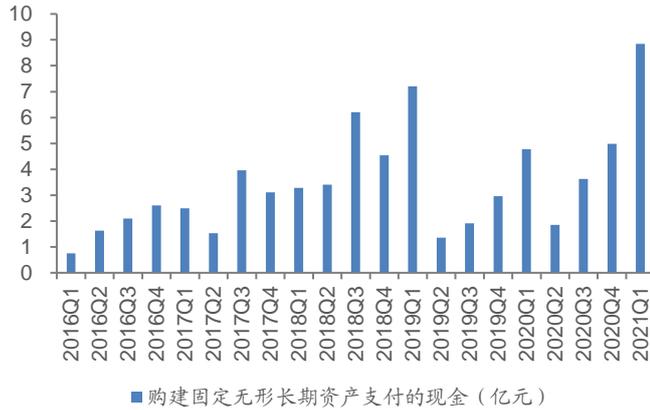
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司分季度净现比情况



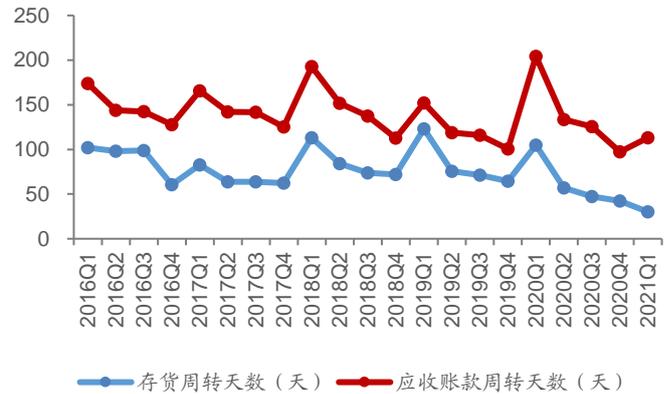
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度资本支出情况



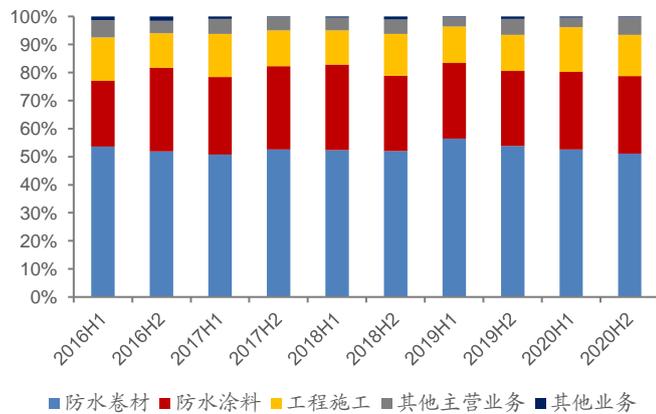
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司存货周转率与应收账款周转率情况



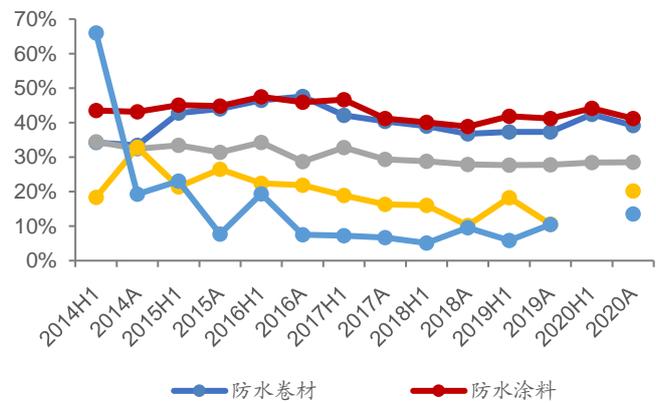
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司半年度各业务营业收入占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司半年度各业务毛利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 激励计划和定增落地，成长逻辑加速兑现

2021Q1 公司发布历史最大的激励计划，包括股权激励和员工持股计划两部分。激励计划 2021-2024 年年均扣非净利润复合增速 25% 的考核目标有利于进一步调动员工的积极性，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。

此外，2021Q1 公司公告显示此前定增正式落地，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。从激励计划和定增募投计划两个角度分析，公司未来 3-5 年实现业绩规模翻倍可期。

图表 14 公司历年股票激励计划对比

	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 15 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

4 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 2021-2023 年归母净利润分别为 42.71/54.17/68.22 亿元，维持“买入”评级。

5 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。

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	19387	28573	39403	52336	营业收入	21730	30798	36634	45391
现金	6016	9317	17470	25495	营业成本	13681	19309	23174	29044
应收账款	6101	9367	10934	13366	营业税金及附加	186	308	366	432
其他应收款	327	483	571	701	销售费用	1788	2772	3297	3858
预付账款	449	773	921	1090	管理费用	1261	1848	2198	2723
存货	1199	3199	3292	3828	财务费用	380	249	196	74
其他流动资产	5295	5435	6216	7857	资产减值损失	-46	-100	0	1
非流动资产	8459	6779	3194	563	公允价值变动收益	-1	-1	0	0
长期投资	166	166	166	166	投资净收益	208	0	0	0
固定资产	4755	2838	-563	-2910	营业利润	4204	5251	6719	8428
无形资产	1491	1491	1171	734	营业外收入	14	0	0	0
其他非流动资产	2047	2284	2420	2573	营业外支出	62	0	0	0
资产总计	27847	35353	42598	52899	利润总额	4155	5251	6719	8428
流动负债	12132	16129	18963	23717	所得税	769	971	1275	1572
短期借款	2525	3030	3636	4363	净利润	3387	4279	5444	6856
应付账款	3115	5082	5541	7067	少数股东损益	-2	8	27	34
其他流动负债	6493	8018	9786	12288	归属母公司净利润	3389	4271	5417	6822
非流动负债	883	968	1018	1074	EBITDA	4838	6099	6626	8015
长期借款	422	506	557	612	EPS (元)	1.34	1.69	2.15	2.70
其他非流动负债	461	461	461	461					
负债合计	13016	17097	19981	24791					
少数股东权益	217	225	252	286					
股本	2349	2349	2349	2349					
资本公积	2792	2792	2792	2792					
留存收益	9473	12890	17224	22681					
归属母公司股东权益	14614	18031	22365	27822					
负债和股东权益	27847	35353	42598	52899					

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	
经营活动现金流	3952	2145	4931	5592	成长能力				
净利润	3389	4271	5417	6822	营业收入	19.7%	41.7%	18.9%	23.9%
折旧摊销	486	0	-289	-486	营业利润	60.3%	24.9%	28.0%	25.4%
财务费用	261	259	226	104	归属于母公司净利	64.0%	26.0%	26.8%	25.9%
投资损失	-208	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-211	-2493	-449	-881	毛利率 (%)	37.0%	37.3%	36.7%	36.0%
其他经营现金流	3836	6871	5893	7736	净利率 (%)	15.6%	13.9%	14.8%	15.0%
投资活动现金流	-1744	1681	3875	3118	ROE (%)	23.2%	23.7%	24.2%	24.5%
资本支出	-1520	1680	3875	3118	ROIC (%)	19.5%	22.4%	20.6%	20.7%
长期投资	-263	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	39	1	0	0	资产负债率 (%)	46.7%	48.4%	46.9%	46.9%
筹资活动现金流	-818	-524	-653	-686	净负债比率 (%)	87.8%	93.6%	88.3%	88.2%
短期借款	-568	505	606	727	流动比率	1.60	1.77	2.08	2.21
长期借款	14	84	51	56	速动比率	1.31	1.47	1.78	1.90
普通股增加	861	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1441	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.87	0.86	0.86
其他筹资现金流	-2566	-1114	-1310	-1468	应收账款周转率	3.56	3.29	3.35	3.40
现金净增加额	1360	3301	8153	8025	应付账款周转率	4.39	3.80	4.18	4.11

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。