

21Q1 业绩超预期，经营质量进一步夯实

——2020 年报&2021 年一季报点评



核心观点

- **多元品类维持高增长，21Q1 业绩超预期。**20 年营收/归母净利润 217.3/33.9 亿元，YOY+20%/64%，防水材料销量 10 亿平，YOY+24%；分业务，卷材/涂料/施工收入增速 13%/23%/41%，我们测算卷材均价 22.5 元/平，与 19 年基本持平，涂料均价 4000 元/吨，YOY-14%，主要由于建筑涂料实行降价促销政策；预计建涂等非防水收入 YOY+60%左右，在渠道协同/品牌效应助力下未来有望继续保持高于防水的增速。21Q1 营收/归母净利润 53.8/3.0 亿元，YOY+118%/126%，盈利接近预告区间上限，预计销量 YOY+100%。
- **20 年实际盈利能力提升，现金流继续改善。**20 年变更会计准则后运输费调整至营业成本，剔除其影响后实际毛利率 40%，同比提升 4.27pct，沥青降价使卷材单位毛利同比增加 1.3 元/平米，涂料单位毛利同比下降 124 元/吨，主要由于低毛利的建涂增长较快。期间费用率同比下降 3.45pct，由于运费调整销售费用率同比下降 3.57pct。实现经营性净现金流 39.52 亿，YOY+149%，收现比提升 7pct 至 115%，且应收账款仅 YOY+8%，低于收入增速。
- **提价滞后/淡季影响 21Q1 毛利率，计提减值释放风险。**剔除运费影响后 Q1 毛利率为 36%，同比提升 3pct，但较 20Q4 下降 4pct，主要由于 1) 沥青涨价后终端提价反映滞后；2) 假期因素下生产成本高于其他季度。期间费用率同比下降 6.1pct，除销售费用率下降 4.5pct 外，财务费用率由于转债利息减少而下降 1.35pct；由于补提坏账 Q1 信用减值损失发生 2.97 亿，YOY+707%。经营性净现金流-23.72 亿，同比多流出 2.79 亿，但 Q1 对全年影响有限。
- **定增结果彰显信心，多元化发展加速。**3 月 4 日完成发行、共募集 80 亿，高瓴等 13 家国内外大机构参与，发行价格为 45.5 元/股，锁定期 6 个月，机构平均认购额度大且基本无折价，彰显对公司中长期发展的信心。资金到位后将推动项目加快建设，未来各业务协同性有望增强，向平台型公司迈进。

财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS1.79/2.26/2.83 元（21-22 年原值 1.81/2.29），调增防水材料价格。行业 21 年平均 PE 29X，由于公司为防水龙头成长更加稳健，业绩超预期，给予 10%溢价至 32 倍 PE，目标价 57.28 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

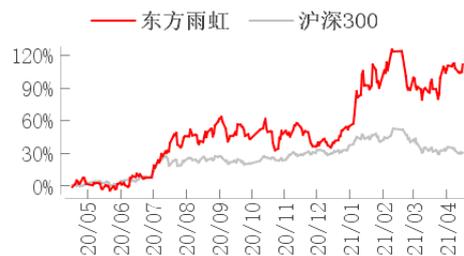
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,154	21,730	28,578	35,332	42,225
同比增长(%)	29.3%	19.7%	31.5%	23.6%	19.5%
营业利润(百万元)	2,622	4,204	5,545	6,977	8,738
同比增长(%)	44.2%	60.3%	31.9%	25.8%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,066	3,389	4,522	5,705	7,149
同比增长(%)	37.0%	64.0%	33.4%	26.2%	25.3%
每股收益(元)	0.82	1.34	1.79	2.26	2.83
毛利率(%)	35.7%	37.0%	35.9%	35.9%	36.1%
净利率(%)	11.4%	15.6%	15.8%	16.1%	16.9%
净资产收益率(%)	23.4%	27.8%	27.9%	28.2%	27.9%
市盈率	64.8	39.5	29.6	23.5	18.7
市净率	13.8	9.2	7.5	5.9	4.7

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04月16日)	53.09 元
目标价格	57.28 元
52周最高价/最低价	57.6/23.74 元
总股本/流通A股(万股)	252,356/174,039
A股市值(百万元)	133,976
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年04月16日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.8	13.93	9.96	111.65
相对表现	1.47	14.74	9.19	91.71
沪深300	0.33	-0.81	0.77	19.94



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

定增落地开启新征程，股权激励彰显信心	2021-03-27
业绩符合预期，多元化发展持续	2021-02-25
业绩超预期，21年价格战影响可控	2021-01-12

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 32X PE 的估值，对应目标价 57.28 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 29 倍，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.79/2.26/2.83 元/股，目前股价对应 PE 分别为 30/24/19X。由于公司为行业龙头、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 32X PE，对应目标价为 57.28 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	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
凯伦股份	300715.SZ	46.90	0.79	1.63	2.54	3.84	59.13	28.75	18.44	12.23
科顺股份	300737.SZ	27.68	0.57	1.34	1.73	2.25	48.40	20.66	16.04	12.33
北新建材	000786.SZ	44.14	0.26	1.69	2.26	2.69	169.05	26.08	19.53	16.39
亚士创能	603378.SH	56.25	0.55	1.56	2.25	3.15	101.57	36.09	25.05	17.85
三棵树	603737.SH	189.28	1.51	1.87	2.92	4.14	125.31	101.25	64.74	45.67
坚朗五金	002791.SZ	166.08	1.37	2.54	3.72	5.14	121.55	65.35	44.59	32.32
坤彩科技	603826.SH	40.43	0.31	0.42	1.14	2.52	130.42	96.26	35.46	16.04
调整后平均							107.60	50.51	28.62	18.99

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 4 月 16 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材料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 45 亿元、56 亿元和 61 亿元，占当期营业收入的比例分别为 32%、31%和 28%。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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,428	6,016	8,349	10,173	13,747	营业收入	18,154	21,730	28,578	35,332	42,225
应收票据、账款及款项融资	7,806	8,963	10,860	13,073	14,779	营业成本	11,665	13,681	18,326	22,660	26,973
预付账款	541	449	572	707	844	营业税金及附加	139	186	244	302	361
存货	2,016	1,199	1,466	1,813	2,158	营业费用	2,142	1,788	2,286	2,756	3,167
其他	655	2,761	3,265	3,917	4,581	管理费用及研发费用	1,322	1,724	2,143	2,615	3,082
流动资产合计	15,447	19,387	24,511	29,682	36,109	财务费用	413	380	135	108	69
长期股权投资	0	166	200	220	230	资产、信用减值损失	142	264	228	235	155
固定资产	4,349	4,755	5,048	5,483	5,982	公允价值变动收益	2	1	0	0	0
在建工程	627	712	1,120	1,443	1,570	投资净收益	3	208	50	40	40
无形资产	991	1,491	1,462	1,432	1,402	其他	286	287	280	280	280
其他	1,003	1,335	82	69	69	营业利润	2,622	4,204	5,545	6,977	8,738
非流动资产合计	6,969	8,459	7,912	8,647	9,253	营业外收入	15	14	10	10	10
资产总计	22,416	27,847	32,423	38,329	45,362	营业外支出	45	62	40	30	30
短期借款	3,093	2,525	2,400	2,300	2,000	利润总额	2,592	4,155	5,515	6,957	8,718
应付票据及应付账款	3,292	3,643	4,765	5,665	6,743	所得税	517	769	993	1,252	1,569
其他	3,701	5,964	6,752	7,057	7,305	净利润	2,075	3,387	4,522	5,705	7,149
流动负债合计	10,086	12,132	13,917	15,022	16,049	少数股东损益	9	(2)	0	0	0
长期借款	408	422	422	422	422	归属于母公司净利润	2,066	3,389	4,522	5,705	7,149
应付债券	1,585	0	0	0	0	每股收益(元)	0.82	1.34	1.79	2.26	2.83
其他	378	461	60	60	60						
非流动负债合计	2,370	883	482	482	482	主要财务比率					
负债合计	12,456	13,016	14,399	15,504	16,530		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	220	217	217	217	217	成长能力					
实收资本(或股本)	1,488	2,349	2,524	2,524	2,524	营业收入	29.3%	19.7%	31.5%	23.6%	19.5%
资本公积	838	2,403	1,617	1,617	1,617	营业利润	44.2%	60.3%	31.9%	25.8%	25.2%
留存收益	6,965	9,849	13,667	18,467	24,475	归属于母公司净利润	37.0%	64.0%	33.4%	26.2%	25.3%
其他	449	13	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,960	14,831	18,024	22,825	28,832	毛利率	35.7%	37.0%	35.9%	35.9%	36.1%
负债和股东权益总计	22,416	27,847	32,423	38,329	45,362	净利率	11.4%	15.6%	15.8%	16.1%	16.9%
						ROE	23.4%	27.8%	27.9%	28.2%	27.9%
						ROIC	17.1%	22.5%	23.6%	24.6%	25.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	55.6%	46.7%	44.4%	40.5%	36.4%
净利润	2,075	3,387	4,522	5,705	7,149	净负债率	6.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	313	441	260	285	305	流动比率	1.53	1.60	1.76	1.98	2.25
财务费用	413	380	135	108	69	速动比率	1.33	1.50	1.66	1.86	2.12
投资损失	(3)	(208)	(50)	(40)	(40)	营运能力					
营运资金变动	(1,082)	135	(1,111)	(2,397)	(1,682)	应收账款周转率	3.6	3.7	4.2	4.2	4.3
其它	(128)	(183)	1,055	235	155	存货周转率	5.5	8.5	13.8	13.8	13.6
经营活动现金流	1,589	3,952	4,811	3,896	5,955	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
资本支出	(1,693)	(1,394)	(918)	(1,001)	(901)	每股指标(元)					
长期投资	250	(166)	(34)	(20)	(10)	每股收益	0.82	1.34	1.79	2.26	2.83
其他	69	(184)	48	41	40	每股经营现金流	1.07	1.68	1.91	1.54	2.36
投资活动现金流	(1,374)	(1,744)	(904)	(980)	(871)	每股净资产	3.86	5.79	7.06	8.96	11.34
债权融资	479	(1,113)	2	20	0	估值比率					
股权融资	172	2,427	(611)	0	0	市盈率	64.8	39.5	29.6	23.5	18.7
其他	(1,315)	(2,132)	(964)	(1,112)	(1,509)	市净率	13.8	9.2	7.5	5.9	4.7
筹资活动现金流	(664)	(818)	(1,573)	(1,092)	(1,509)	EV/EBITDA	37.7	25.1	21.3	17.1	13.9
汇率变动影响	30	(30)	-0	-0	-0	EV/EBIT	41.6	27.6	22.2	17.8	14.3
现金净增加额	(419)	1,360	2,333	1,824	3,574						

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