

产能释放带来高增长，抗风险能力不断提高

——2020 年年报&2021 年一季报点评

核心观点

- **新产能释放助推业绩超预期，高送转提升流动性。**20 年营收/归母净利润 62.38/8.9 亿，YOY+34%/145%，防水材料销量 4.38 亿平，YOY+64%，大幅增长主要由于荆门等新基地投产、产能规模增加且全国布局更完善，同时公司也加大了市场开拓力度；分业务，防水卷材/涂料/施工收入增速 28%/25%/96%，施工增长较快主要由于与中建、华为等战略客户的包工包料订单增加；拟 10 股转 8 股派 1.5 元，股票流动性有望增强。21Q1 营收/归母净利润 14.61/1.65 亿元，YOY+81%/463%，预计销量 YOY+80%左右。
- **沥青价格下降带动盈利能力提升，减值计提释放风险。**将 2.53 亿运输费用从成本中扣除后实际毛利率 41%，同比提升 7.5pct，原料成本下降使卷材单位毛利增加 0.5 元/平米，涂料单位毛利增加 86 元/吨。期间费用率同比下降 6.64pct，运费调整使销售费用率同比下降 6.14pct。计提资产减值准备 2.78 亿，其中针对华夏幸福的债务问题将其应收款的 80%（1.45 亿）计提坏账。经营净现金流 5.52 亿，YOY+215%，净现比提升 14pct 至 62%，其中支付其他经营活动有关的现金减少 1.6 亿，我们判断进一步降低了履约保证金。
- **成本控制保障盈利能力，21 年现金流有望继续改善。**新基地投产后配套的沥青储备能力逐步增强，通过冬储和远期合约可部分缓解沥青上涨的压力。在销售端，21 年公司一方面继续巩固头部集采客户的份额，另一方面将注重经销领域补短板，目标将经销占比提升 7pct 至 45%，现金流可持续改善。
- **上市三年再造 2 个科顺，未来三年更值得期待。**17 年至今以 70%的员工增长，实现了 3 倍的营收增长，人均产值提升 80%。根据百亿发展战略，一方面防水主业提出 21-23 年产能 CAGR+40%的目标，集采和经销商销售渠道将继续扩张，不断缩小与龙头的差距；另一方面多元化经营稳步推进，丰泽收购落地后通过整合资源、实现业务协同，有望开启新的业绩增长点。

财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 1.83/2.47/3.35 元（21-22 年原值 1.71/2.25），调减防水材料成本、管理和销售费用率。21 年可比公司平均 24X PE，公司业绩超预期、取消估值折价，给予 24X PE，目标价 43.92 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

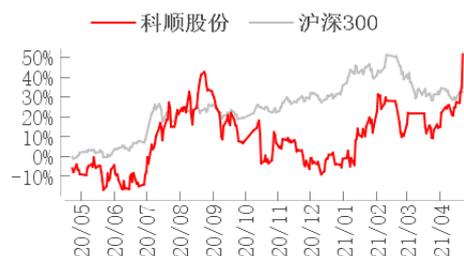
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,652 | 6,238 | 8,365 | 11,037 | 14,539 |
| 同比增长(%) | 50.2% | 34.1% | 34.1% | 31.9% | 31.7% |
| 营业利润(百万元) | 427 | 1,033 | 1,355 | 1,835 | 2,481 |
| 同比增长(%) | 92.9% | 141.8% | 31.1% | 35.4% | 35.3% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 363 | 890 | 1,161 | 1,572 | 2,126 |
| 同比增长(%) | 96.1% | 145.0% | 30.4% | 35.4% | 35.3% |
| 每股收益(元) | 0.57 | 1.40 | 1.83 | 2.47 | 3.35 |
| 毛利率(%) | 33.5% | 36.9% | 34.7% | 34.8% | 34.5% |
| 净利率(%) | 7.8% | 14.3% | 13.9% | 14.2% | 14.6% |
| 净资产收益率(%) | 12.0% | 24.4% | 24.2% | 25.2% | 26.3% |
| 市盈率 | 51.3 | 20.9 | 16.0 | 11.9 | 8.8 |
| 市净率 | 5.9 | 4.5 | 3.4 | 2.7 | 2.0 |

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，


东方证券
ORIENT SECURITIES
投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|-----------------|------------------|
| 股价(2021年04月22日) | 32.95 元 |
| 目标价格 | 43.92 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 34/17.53 元 |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 63,537/46,837 |
| A 股市值(百万元) | 20,935 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 建材 |
| 报告发布日期 | 2021 年 04 月 23 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 绝对表现 | 21.4 | 31.18 | 31.8 | 51.57 |
| 相对表现 | 21.53 | 31.63 | 34.15 | 31.22 |
| 沪深 300 | -0.13 | -0.45 | -2.35 | 20.35 |



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

- 拟收购丰泽股份，多元化经营跨出第一步：2021-03-18
——公告点评
- 保持高增长，21 年继续值得期待：2021-01-19
- 业绩维持高增长，中长期成长确定性强：2020-10-28

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。

参考可比公司估值给与公司 21 年 24X PE，对应目标价 43.92 元。选取东方雨虹、凯伦股份等 7 家公司作为可比公司，其中北新建材、三棵树、亚士创能、蒙娜丽莎、帝欧家居虽然主营业务不是防水，但都属于消费建材细分领域的龙头，商业模式有一定的相似之处。2021 年行业可比公司调整后平均 PE 为 24 倍，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.83/2.47/3.35 元/股，目前股价对应 PE 分别为 16.1/11.9/8.8X。由于公司业绩超预期，盈利能力和现金流持续向好，中长期成长性确定性较强，我们取消估值折价，给予 21 年 24 倍 PE，对应目标价 43.92 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 |
| 东方雨虹 | 002271.SZ | 56.69 | 0.82 | 1.34 | 1.72 | 2.18 | 69.24 | 42.21 | 33.00 | 26.05 |
| 凯伦股份 | 300715.SZ | 49.59 | 0.79 | 1.63 | 2.54 | 3.84 | 62.52 | 30.40 | 19.50 | 12.93 |
| 北新建材 | 000786.SZ | 44.65 | 0.26 | 1.69 | 2.27 | 2.69 | 171.01 | 26.38 | 19.68 | 16.58 |
| 三棵树 | 603737.SH | 192.13 | 1.51 | 1.86 | 3.10 | 4.58 | 127.20 | 103.14 | 61.98 | 41.98 |
| 亚士创能 | 603378.SH | 61.00 | 0.55 | 1.56 | 2.22 | 3.14 | 110.15 | 39.05 | 27.46 | 19.41 |
| 蒙娜丽莎 | 002918.SZ | 36.79 | 1.06 | 1.39 | 1.85 | 2.42 | 34.76 | 26.56 | 19.87 | 15.23 |
| 帝欧家居 | 002798.SZ | 20.30 | 1.46 | 1.46 | 1.97 | 2.41 | 13.95 | 13.93 | 10.32 | 8.41 |
| 调整后平均 | | | | | | | 80.77 | 32.92 | 23.90 | 18.04 |

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 22 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均数

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。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 | 1,101 | 1,420 | 2,207 | 3,270 | 5,015 | 营业收入 | 4,652 | 6,238 | 8,365 | 11,037 | 14,539 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 2,446 | 3,223 | 4,099 | 4,967 | 5,816 | 营业成本 | 3,092 | 3,934 | 5,462 | 7,197 | 9,530 |
| 预付账款 | 88 | 151 | 167 | 221 | 291 | 营业税金及附加 | 33 | 42 | 57 | 75 | 99 |
| 存货 | 585 | 340 | 437 | 432 | 572 | 营业费用 | 576 | 389 | 519 | 673 | 887 |
| 其他 | 279 | 956 | 1,230 | 1,380 | 1,680 | 管理费用及研发费用 | 415 | 525 | 703 | 927 | 1,221 |
| 流动资产合计 | 4,499 | 6,090 | 8,141 | 10,270 | 13,374 | 财务费用 | 20 | 27 | 40 | 33 | 21 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产、信用减值损失 | 119 | 278 | 232 | 289 | 300 |
| 固定资产 | 724 | 1,310 | 1,647 | 2,022 | 2,148 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 504 | 369 | 316 | 176 | 143 | 投资净收益 | 21 | (28) | (10) | (8) | 0 |
| 无形资产 | 139 | 147 | 144 | 140 | 137 | 其他 | 10 | 18 | 12 | 0 | 0 |
| 其他 | 127 | 231 | 1 | 0 | 0 | 营业利润 | 427 | 1,033 | 1,355 | 1,835 | 2,481 |
| 非流动资产合计 | 1,494 | 2,058 | 2,108 | 2,338 | 2,428 | 营业外收入 | 5 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 5,993 | 8,148 | 10,248 | 12,608 | 15,802 | 营业外支出 | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 511 | 659 | 700 | 730 | 760 | 利润总额 | 432 | 1,039 | 1,355 | 1,835 | 2,481 |
| 应付票据及应付账款 | 1,584 | 2,011 | 2,731 | 3,383 | 4,288 | 所得税 | 68 | 149 | 194 | 262 | 355 |
| 其他 | 648 | 1,071 | 1,156 | 1,261 | 1,393 | 净利润 | 363 | 890 | 1,161 | 1,572 | 2,126 |
| 流动负债合计 | 2,742 | 3,741 | 4,586 | 5,374 | 6,442 | 少数股东损益 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 74 | 211 | 211 | 211 | 211 | 归属于母公司净利润 | 363 | 890 | 1,161 | 1,572 | 2,126 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.57 | 1.40 | 1.83 | 2.47 | 3.35 |
| 其他 | 29 | 43 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 102 | 255 | 211 | 211 | 211 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 2,845 | 3,996 | 4,798 | 5,585 | 6,653 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 608 | 612 | 635 | 635 | 635 | 营业收入 | 50.2% | 34.1% | 34.1% | 31.9% | 31.7% |
| 资本公积 | 1,719 | 1,830 | 1,909 | 1,909 | 1,909 | 营业利润 | 92.9% | 141.8% | 31.1% | 35.4% | 35.3% |
| 留存收益 | 873 | 1,745 | 2,906 | 4,478 | 6,605 | 归属于母公司净利润 | 96.1% | 145.0% | 30.4% | 35.4% | 35.3% |
| 其他 | (50) | (35) | 0 | 0 | 0 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 3,149 | 4,152 | 5,451 | 7,023 | 9,149 | 毛利率 | 33.5% | 36.9% | 34.7% | 34.8% | 34.5% |
| 负债和股东权益总计 | 5,993 | 8,148 | 10,248 | 12,608 | 15,802 | 净利率 | 7.8% | 14.3% | 13.9% | 14.2% | 14.6% |
| | | | | | | ROE | 12.0% | 24.4% | 24.2% | 25.2% | 26.3% |
| | | | | | | ROIC | 10.6% | 20.6% | 20.9% | 22.3% | 23.6% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率 | 47.5% | 49.0% | 46.8% | 44.3% | 42.1% |
| 净利润 | 363 | 890 | 1,161 | 1,572 | 2,126 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 折旧摊销 | 60 | 94 | 135 | 175 | 211 | 流动比率 | 1.64 | 1.63 | 1.77 | 1.91 | 2.08 |
| 财务费用 | 20 | 27 | 40 | 33 | 21 | 速动比率 | 1.43 | 1.54 | 1.68 | 1.83 | 1.98 |
| 投资损失 | (21) | 28 | 10 | 8 | 0 | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (258) | (204) | (695) | (600) | (625) | 应收账款周转率 | 2.8 | 2.9 | 3.0 | 3.1 | 3.3 |
| 其它 | 10 | (283) | 451 | 289 | 300 | 存货周转率 | 6.9 | 8.5 | 13.8 | 16.0 | 18.2 |
| 经营活动现金流 | 175 | 552 | 1,102 | 1,476 | 2,034 | 总资产周转率 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 资本支出 | (454) | (548) | (411) | (405) | (301) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 90 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.57 | 1.40 | 1.83 | 2.47 | 3.35 |
| 其他 | 470 | (334) | (10) | (8) | 0 | 每股经营现金流 | 0.29 | 0.90 | 1.73 | 2.32 | 3.20 |
| 投资活动现金流 | 106 | (882) | (421) | (413) | (301) | 每股净资产 | 4.96 | 6.54 | 8.58 | 11.05 | 14.40 |
| 债权融资 | (67) | 143 | 3 | 3 | 3 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (31) | 116 | 102 | 0 | 0 | 市盈率 | 51.3 | 20.9 | 16.0 | 11.9 | 8.8 |
| 其他 | 48 | 389 | 1 | (3) | 9 | 市净率 | 5.9 | 4.5 | 3.4 | 2.7 | 2.0 |
| 筹资活动现金流 | (50) | 648 | 106 | (0) | 12 | EV/EBITDA | 35.7 | 15.7 | 11.8 | 8.9 | 6.7 |
| 汇率变动影响 | (1) | (0) | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 40.5 | 17.1 | 13.0 | 9.7 | 7.2 |
| 现金净增加额 | 230 | 318 | 787 | 1,063 | 1,745 | | | | | | |

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