

## 业绩高增长符合预期，防水经营质量稳步提升

——2021年中报点评

## 核心观点

- **20H1 低基数叠加需求回暖导致业绩高增长，H2 有望保持稳健。**21H1 收入/归母净利润 101.3/18.4 亿，YOY+46%/103%，业绩符合预期。分业务，石膏板/龙骨/防水收入分别为 65.3/13.5/19.3 亿元，YOY+46%/64%/37%。预计石膏板销量 11.6 亿平，YOY+40%，一方面去年同期基数较低，另一方面也受益于竣工需求的释放；均价 5.63 元/平，同比增加 0.21 元/平；龙骨依然保持较高增速，销量 18.52 万吨，YOY+42%，均价 7268 元/吨，YOY+15%。我们判断由于 20H2 的基数回暖，21H2 同比增速或承压。
- **原材料供应优势下石膏板定价权凸显，龙骨/防水毛利率有望反弹。**整体毛利率 33.81%，同比提升 2.33pct，其中石膏板毛利率同比提升 7.83pct，一方面由于去年同期销量较少而承担较高的固定成本，另一方面今年受益于终端产品的提价以及公司对护面纸供应的主导，龙骨/防水毛利率同比下滑 4.92/10.91pct，主要由于镀锌钢板、沥青等大宗原材料的涨价对下游客户的传导相对滞后，且公司前期做的库存储备较少。Q2 是公司成本压力最大的时段，H2 随着原材料价格趋稳/产品提价到位后毛利率有望低位回升。
- **收入增长摊平费用，现金流大幅改善。**期间费用率同比下降 1.26pct 至 13.33%，其中销售/管理/财务费用率同比下降 0.27/0.72/0.26pct，主要由于收入规模扩大摊薄了费用。经营性净现金流 10.86 亿，同比增加 18.93 亿，一方面由于去年同期支付近 12 亿美国诉讼费、今年无此项，另一方面收入增长带来回款增加，其中防水板块实现经营性净现金流 0.24 亿元，较去年同期-3.38 亿实现转正，在规模增长的同时经营质量也取得了显著改善。
- **H2 石膏板或恢复至平稳增长，防水中长期前景不悲观。**石膏板 20H1/H2 销量 YOY-8.8%/+12%，我们预计 21 年增速大概率前高后低，H2 销量有望保持两位数出头的增长。未来防水领域依托集团平台优势在生产与销售上与兄弟单位有较大的协作空间，内部整合后管理效能有望逐步释放，成本端通过与友商合作开展原材料生产与采购、抵御价格波动风险的能力有望增强。

## 财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 2.32/2.71/3.17 元。参考可比公司平均估值给与公司 21 年 23X PE，对应目标价 53.36 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产宏观调控政策、低端产能出清不及预期、防水整合不及预期

## 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,323	16,803	21,471	24,917	29,090
同比增长(%)	6.0%	26.1%	27.8%	16.1%	16.7%
营业利润(百万元)	2,698	3,303	4,660	5,420	6,328
同比增长(%)	-10.9%	22.4%	41.1%	16.3%	16.8%
归属母公司净利润(百万元)	441	2,860	3,923	4,572	5,353
同比增长(%)	-82.1%	548.3%	37.2%	16.6%	17.1%
每股收益(元)	0.26	1.69	2.32	2.71	3.17
毛利率(%)	31.9%	33.7%	34.9%	34.2%	34.2%
净利率(%)	3.3%	17.0%	18.3%	18.4%	18.4%
净资产收益率(%)	3.1%	18.7%	21.1%	20.2%	19.5%
市盈率	137.0	21.1	15.4	13.2	11.3
市净率	4.3	3.6	3.0	2.4	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。

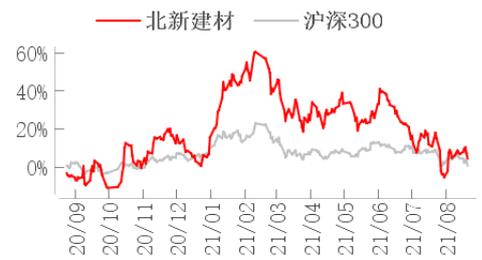
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

**投资评级** 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月20日)	35.76 元
目标价格	53.36 元
52周最高价/最低价	56.33/30.02 元
总股本/流通A股(万股)	168,951/168,951
A股市值(百万元)	60,417
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年08月21日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.3	-9.31	-15.05	4.62
相对表现	3.54	-0.59	-2.37	5.67
沪深300	-5.84	-8.72	-12.68	-1.05



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

Q1 高增长，利润弹性待释放：——2021 年 2021-04-30 一季报点评

多元化布局收成效，21 年石膏板量价齐升： 2021-03-21 ——2020 年报点评

业绩上修，石膏板近期有望提价 2021-01-13

## 投资建议

公司是石膏板行业的绝对龙头，受益于竣工回暖，需求将保持稳定增长；通过外延内生并举，公司在石膏板领域的成本和规模优势将更加稳固，未来有望掌握较强的定价权；由于公司未来在石膏板、防水等业务上仍将持续扩产，资本开支较大，且未来包工包料会产生部分垫资施工，因此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一定的偏差，我们采用相对估值法对公司进行估值。

**参考可比公司平均估值给与公司 21 年 23X PE，对应目标价 53.36 元。**由于石膏板行业中公司一家独大，没有其他主营石膏板的上市公司，因此我们选择与石膏板类似的防水、涂料、管材等消费类建材龙头作为可比公司，2021 年经过调整后可比公司平均 PE 估值为 23X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.32/2.71/3.17 元/股。目前公司股价对应 PE 分别为 15.4/13.2/11.3X，参考可比公司平均估值水平给予公司 2021 年 23X PE，对应目标价为 53.36 元，维持“买入”评级。

表 1：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			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
三棵树	603737	151.32	1.33	2.19	3.64	5.15	113.52	69.06	41.53	29.36
东方雨虹	002271	50.84	1.34	1.73	2.22	2.80	37.86	29.39	22.93	18.19
伟星新材	002372	20.67	0.75	0.86	1.01	1.15	27.59	23.92	20.47	17.91
兔宝宝	002043	10.82	0.54	0.88	1.09	1.33	19.99	12.35	9.90	8.11
科顺股份	300737	18.23	0.78	1.00	1.31	1.71	23.46	18.26	13.87	10.68
凯伦股份	300715	24.16	0.71	1.21	1.73	2.38	33.84	19.96	14.00	10.17
调整后平均							30.69	22.88	17.82	14.24

资料来源：wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 wind 一致预期，最新价格为 2021 年 8 月 20 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

**房地产行业宏观调控政策不确定性：**公司产品主要应用于商业地产和住宅市场，营收与房屋竣工高度相关。国家对房地产行业的政策调控存在不确定性，如未来房地产行业投资出现较大波动，公司的经营业绩存在波动风险。

**新建产能释放不及预期：**公司在十四五期间将在全球展开新一轮石膏板产业布局，扩产过程中若投产进度及产能爬坡不及预期，对当年的经营业绩会造成一定的影响。

**防水业务整合不及预期：**公司以收购的方式进入防水行业，需要时间进行业务整合，企业间整合进度存在不确定性，与石膏板业务的协同效果或不及预期。

**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	623	590	821	5,083	10,052	营业收入	13,323	16,803	21,471	24,917	29,090
应收票据、账款及款项融资	1,408	2,157	2,619	3,040	3,549	营业成本	9,079	11,143	13,980	16,391	19,148
预付账款	312	179	429	498	582	营业税金及附加	157	184	236	274	320
存货	1,612	1,746	2,377	2,622	3,064	营业费用	377	586	751	847	989
其他	2,380	2,183	2,846	2,915	2,998	管理费用及研发费用	1,078	1,528	1,825	1,944	2,269
<b>流动资产合计</b>	<b>6,335</b>	<b>6,856</b>	<b>9,092</b>	<b>14,159</b>	<b>20,244</b>	财务费用	26	75	95	77	40
长期股权投资	182	184	193	203	213	资产、信用减值损失	17	40	43	40	31
固定资产	9,055	10,830	10,950	10,984	10,951	公允价值变动收益	(10)	(18)	10	5	5
在建工程	2,766	1,762	1,584	1,459	1,371	投资净收益	64	28	70	50	20
无形资产	2,034	2,145	2,095	2,045	1,996	其他	54	47	40	20	10
其他	1,091	1,139	719	716	713	<b>营业利润</b>	<b>2,698</b>	<b>3,303</b>	<b>4,660</b>	<b>5,420</b>	<b>6,328</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,129</b>	<b>16,060</b>	<b>15,541</b>	<b>15,407</b>	<b>15,243</b>	营业外收入	50	90	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>21,464</b>	<b>22,915</b>	<b>24,633</b>	<b>29,566</b>	<b>35,488</b>	营业外支出	2,091	52	150	150	150
短期借款	1,580	1,329	1,329	1,462	1,609	<b>利润总额</b>	<b>657</b>	<b>3,341</b>	<b>4,560</b>	<b>5,320</b>	<b>6,228</b>
应付票据及应付账款	1,598	1,589	1,957	2,131	2,489	所得税	200	317	456	532	623
其他	3,029	1,967	(315)	(287)	(254)	<b>净利润</b>	<b>457</b>	<b>3,024</b>	<b>4,104</b>	<b>4,788</b>	<b>5,605</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,207</b>	<b>4,885</b>	<b>2,971</b>	<b>3,306</b>	<b>3,844</b>	少数股东损益	15	164	181	215	252
长期借款	236	120	120	120	120	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>441</b>	<b>2,860</b>	<b>3,923</b>	<b>4,572</b>	<b>5,353</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	1.69	2.32	2.71	3.17
其他	479	455	121	121	121						
<b>非流动负债合计</b>	<b>714</b>	<b>575</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,921</b>	<b>5,461</b>	<b>3,212</b>	<b>3,547</b>	<b>4,085</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	591	788	968	1,184	1,436	成长能力					
实收资本(或股本)	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	营业收入	6.0%	26.1%	27.8%	16.1%	16.7%
资本公积	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141	营业利润	-10.9%	22.4%	41.1%	16.3%	16.8%
留存收益	9,117	11,839	15,623	20,005	25,137	归属于母公司净利润	-82.1%	548.3%	37.2%	16.6%	17.1%
其他	4	(2)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>14,542</b>	<b>17,455</b>	<b>21,421</b>	<b>26,019</b>	<b>31,403</b>	毛利率	31.9%	33.7%	34.9%	34.2%	34.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21,464</b>	<b>22,915</b>	<b>24,633</b>	<b>29,566</b>	<b>35,488</b>	净利率	3.3%	17.0%	18.3%	18.4%	18.4%
						ROE	3.1%	18.7%	21.1%	20.2%	19.5%
						ROIC	11.6%	17.1%	20.3%	19.5%	18.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	32.2%	23.8%	13.0%	12.0%	11.5%
净利润	457	3,024	4,104	4,788	5,605	净负债率	10.3%	6.0%	3.8%	0.0%	0.0%
折旧摊销	448	561	611	644	674	流动比率	1.02	1.40	3.06	4.28	5.27
财务费用	26	75	95	77	40	速动比率	0.76	1.05	2.26	3.49	4.47
投资损失	(64)	(28)	(70)	(50)	(20)	营运能力					
营运资金变动	1,104	(1,218)	(2,347)	(644)	(756)	应收账款周转率	19.7	10.5	9.9	9.5	9.5
其它	14	(576)	143	35	26	存货周转率	6.3	6.6	6.8	6.6	6.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,985</b>	<b>1,839</b>	<b>2,536</b>	<b>4,850</b>	<b>5,569</b>	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
资本支出	(2,832)	(1,377)	(500)	(500)	(500)	每股指标(元)					
长期投资	155	(14)	(9)	(10)	(10)	每股收益	0.26	1.69	2.32	2.71	3.17
其他	1,277	325	(1,548)	55	25	每股经营现金流	1.17	1.09	1.50	2.87	3.30
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,399)</b>	<b>(1,065)</b>	<b>(2,057)</b>	<b>(455)</b>	<b>(486)</b>	每股净资产	8.26	9.87	12.11	14.70	17.74
债权融资	36	(256)	(14)	1	0	估值比率					
股权融资	0	(0)	0	0	0	市盈率	137.0	21.1	15.4	13.2	11.3
其他	(526)	(527)	(234)	(134)	(115)	市净率	4.3	3.6	3.0	2.4	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(490)</b>	<b>(784)</b>	<b>(248)</b>	<b>(133)</b>	<b>(115)</b>	EV/EBITDA	18.8	15.1	11.1	9.7	8.5
汇率变动影响	0	7	-0	-0	-0	EV/EBIT	21.9	17.6	12.5	10.8	9.4
<b>现金净增加额</b>	<b>97</b>	<b>(4)</b>	<b>231</b>	<b>4,262</b>	<b>4,969</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)