



加回激励费，利润超预期增长 20%

2022 年 04 月 30 日

推荐

维持评级

当前价格：

45.35 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

1.【民生建材】东方雨虹点评：预计顺利完成激励目标，非房、非防均贡献明显

► **公司发布 2022 年一季报：**Q1 实现营收 63.09 亿元，同比+17.31%，归母净利润 3.17 亿元，同比+7.07%，扣非净利 2.97 亿元，同比+8.52%。销售毛利率、净利率分别为 28.28%、4.93%，同比-4.59、-0.44pct。剔除 6332 万元股权激励摊销费用影响，归母净利润同比+20.83%，Q1 表现超市场预期。

► 行业下行期的逆势增长：

多面承压，1 季度仍逆势增长 17.3%，预计受益防水市场份额提升与多品类外延贡献。报告期内外部环境持续恶劣，1 地产业拿地、新开工继续下滑，1 季度新开工面积同比-17.5%，2 地产企业信用风险仍存，3 沥青、乳液等成本价格大幅上涨，4 3 月以来多地疫情管控升级，发货、运输受限。

继续看好非房+非防拉动：1 直营地产客户向央企、国企及优质民企倾斜；2 一体化公司发挥效力，加速拓展基建、建筑修缮、工商业光伏屋面等非房领域，有效抵御周期影响；3 非防水业务百花齐放，零售板块高速增长，公司继续拓展建涂、保温砂浆、粉料、瓷砖胶、美缝剂等多条业务线。2021 年民建集团营收 37.9 亿，同比+93%，我们预计 22Q1 维持高增长。

► 沥青价格高位，毛利率相对承压：

原材料涨幅大，22Q1 沥青均价同比+22.43%，环比+6.83%，毛利率同比、环比分别下滑 4.59、2.03pct。1 21Q4 沥青价格较 21Q3、22Q1 相对下调，我们预计公司通过沥青冬储平滑压力；2 公司于今年 3 月提价，毛利率改善情况预计于 Q2 体现。

► **费用率稳中有降：**公司期间费用率合计 19.06%，同比-0.8pct。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.94%、7.02%、1.57%、0.53%，同比分别+0.01、-0.03、-0.04、-0.73pct。财务费用同比-50.76%，主因本期利息收入增加。

► **现金流表现合理，符合行业运行规律：**1 季度经营活动产生的现金流量净额为-47.84 亿元，主因本期公司购买商品（原材料价格涨幅大，公司囤货增加，期末公司存货 24.47 亿元，较 2021 年末增加 72.2%）接受劳务支付的现金增加。Q1 收现比 1.09（20Q1、21Q1 分别为 1.27、1.09）。季末货币资金 71.02 亿，期初为 164.46 亿。其他应收款 35.15 亿，上年期末为 31.57 亿，基本稳定。

► **投资建议：**建议继续关注①防水主业市占率持续提升，②非房业务对冲地产下行压力，③非防水业务协同成长，④行业“防水新规”正在路上。我们预计 2022-2024 年归母净利润为 52.67、66.62、82.89 亿，4 月 29 日股价对应动态 PE 分别为 22X、17X、14X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动的风险；稳地产政策不及预期；市政及基建投资不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31934	41514	51893	64866
增长率（%）	47.0	30.0	25.0	25.0
归属母公司股东净利润（百万元）	4205	5267	6662	8289
增长率（%）	24.1	25.3	26.5	24.4
每股收益（元）	1.67	2.09	2.64	3.29
PE	27	22	17	14
PB	4.3	3.7	3.3	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	31934	41514	51893	64866
营业成本	22184	28944	36221	45277
营业税金及附加	213	317	395	473
销售费用	2218	2906	3633	4735
管理费用	1645	2251	2832	3466
研发费用	559	810	1009	1221
EBIT	5372	6287	7803	9694
财务费用	232	332	415	519
资产减值损失	-14	-10	-10	-10
投资收益	21	144	237	188
营业利润	5098	6509	8196	10157
营业外收支	2	-25	-24	-16
利润总额	5100	6484	8172	10142
所得税	887	1206	1503	1838
净利润	4213	5278	6669	8303
归属于母公司净利润	4205	5267	6662	8289
EBITDA	5931	6997	8601	10581

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16446	15941	16705	15121
应收账款及票据	10421	14737	17876	22180
预付款项	1097	1241	1511	2023
存货	1421	3131	3138	3906
其他流动资产	6210	6037	8718	10692
流动资产合计	35595	41087	47948	53923
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	5610	6828	7469	7890
无形资产	1654	1654	1654	1654
非流动资产合计	14138	14728	14929	15043
资产合计	49733	55815	62877	68966
短期借款	6128	5628	4928	4428
应付账款及票据	5943	7877	9736	12207
其他流动负债	9040	9307	11674	12897
流动负债合计	21111	22811	26337	29531
长期借款	1104	1104	1104	1104
其他长期负债	835	835	835	835
非流动负债合计	1939	1939	1939	1939
负债合计	23050	24750	28276	31470
股本	2521	2520	2520	2520
少数股东权益	389	400	407	422
股东权益合计	26684	31065	34601	37496
负债和股东权益合计	49733	55815	62877	68966

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	46.96	30.00	25.00	25.00
EBIT 增长率	21.62	17.03	24.10	24.24
净利润增长率	24.07	25.28	26.47	24.43
盈利能力 (%)				
毛利率	30.53	30.28	30.20	30.20
净利润率	13.19	12.71	12.85	12.80
总资产收益率 ROA	8.45	9.44	10.59	12.02
净资产收益率 ROE	15.99	17.18	19.48	22.36
偿债能力				
流动比率	1.69	1.80	1.82	1.83
速动比率	1.44	1.51	1.49	1.47
现金比率	0.78	0.70	0.63	0.51
资产负债率 (%)	46.35	44.34	44.97	45.63
经营效率				
应收账款周转天数	100.17	105.32	102.66	102.72
存货周转天数	23.37	39.49	31.62	31.49
总资产周转率	0.64	0.74	0.83	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	1.67	2.09	2.64	3.29
每股净资产	10.59	12.33	13.73	14.88
每股经营现金流	1.63	1.42	2.21	2.12
每股股利	0.30	0.36	0.45	0.56
估值分析				
PE	27	22	17	14
PB	4.3	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	17.77	15.06	12.08	9.92
股息收益率 (%)	0.66	0.78	0.99	1.23

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4213	5278	6669	8303
折旧和摊销	559	710	798	887
营运资金变动	-813	-2500	-1871	-3865
经营活动现金流	4115	3580	5575	5343
资本开支	-4502	-1326	-1024	-1016
投资	-1183	0	0	0
投资活动现金流	-5651	-1182	-787	-828
股权募资	7996	-2	0	0
债务募资	3982	-500	-700	-500
筹资活动现金流	10799	-1397	-1833	-1909
现金净流量	9287	1001	2955	2606

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001