

投资评级 优于大市 维持

Q3 收入净利润持续高增

股票数据

10月21日收盘价(元)	48.11
52周股价波动(元)	17.82-74.58
总股本/流通A股(百万股)	171/77
总市值/流通市值(百万元)	8222/3709

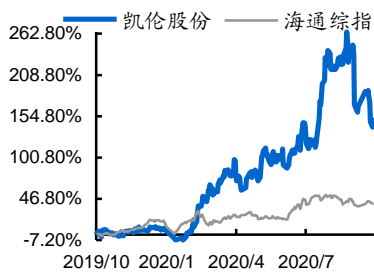
相关研究

《高分子防水材料佼佼者, 19 和 20Q1 收入均快速增长》2020.04.24

《归母净利润表现靓丽, 存货大幅增长》2019.10.27

《收入利润高增长, 毛利率逆势上涨》2019.08.20

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-26.4	-28.2	1.5
相对涨幅 (%)	-28.6	-29.7	-0.7

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 潘莹练

Tel: (021) 23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

分析师: 冯晨阳

Tel: (021) 23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021) 23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

投资要点:

- **公告。**公司 20Q3 实现营业收入、归属母公司股东净利润和扣非后归属母公司股东净利润分别为 5.28 亿元、0.82 亿元和 0.79 亿元, 分别同比增长 96.65%、201.99%和 205.24%。20Q1-3 公司实现营业收入、归属母公司股东净利润和扣非后归属母公司股东净利润分别为 12.98 亿元、1.72 亿元和 1.64 亿元, 分别同比增长 88.13%、141.44%和 144.00%。
- **受收入快速扩张和备货影响, 经营活动产生的现金流量净额减少。**公司 20Q3 和 20Q1-3 经营活动产生的现金流量净额分别为-1.26 亿元和-3.95 亿元, 分别同比下降-85.51%和-239.12%。我们认为, 受公司收入快速扩张影响, 应收票据及应收账款项目大幅增加, 同时公司为保证未来产品供应, 加大了原材料备货, 使得经营性现金流减少。
- **单三季度公司销售费用率和管理费用率同比和环比均下降。**公司 20Q3 销售费用率和管理费用率分别为 9.33%和 2.88%, 比 20Q2 的 15.70%和 3.83% 分别下降 6.37 个百分点和 0.95 个百分点, 比 19Q3 的 10.91%和 4.47% 分别同比下降 1.58 个百分点和 1.59 个百分点。我们认为, 公司销售费用率和管理费用率下降体现了公司规模不断扩大之后的效率提升。
- **实际控制人定增增持, 彰显对未来发展信心。**公司 8 月公告定增预案, 向凯伦控股及钱林弟两名对象发行股票募资不超过人民币 15 亿元。截至预案公告日, 钱林弟通过凯伦控股、绿融投资及一致行动关系合计支配控制公司 45.79%股权, 系公司实际控制人。本次定增发行价格 35.29 元/股。实际控制人大比例增持公司股票, 彰显对公司未来发展强烈信心。
- **防水行业将强者恒强, 高分子是公司亮点。**我国防水材料生产企业总体上集中度不高, 行业前 50 家企业的市占率不足 30%; 在质保期延长和地产集采的背景下, 头部企业仍有成长空间。作为我国高分子防水材料佼佼者, MBP 高分子防水卷材产品在国内大型基建项目应用广泛, 实现中国该产品在美的零突破; 已掌握欧美国普遍使用的 PVC 卷材和 TPO 防水卷材关键技术, 获得欧盟 CE 认证和英国 BBA 认证。
- **盈利与估值。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.68、2.49、3.29 元/股, 可比上市公司 2020 年预测 PE 的平均数为 40.3 倍, 给予公司 2020 年 28-35 倍预测 PE, 对应合理价值区间 47.04-58.80 元/股, “优于大市”评级。
- **风险提示。**下游地产客户资金风险, 竞争加剧价格下跌风险, 沥青价格大幅波动风险。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	619	1165	2055	3277	4824
(+/-)YoY(%)	57.1%	88.1%	76.4%	59.5%	47.2%
净利润(百万元)	65	135	288	425	562
(+/-)YoY(%)	46.1%	108.0%	112.5%	47.6%	32.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.79	1.68	2.49	3.29
毛利率(%)	36.8%	39.1%	45.3%	42.7%	40.3%
净资产收益率(%)	15.0%	12.8%	21.4%	24.0%	24.1%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2020.10.21)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300737.SZ	科顺股份	21.16	1.10	1.37	1.78	19.3	15.4	11.9
603737.SH	三棵树	156.45	2.15	3.05	3.87	72.7	51.4	40.4
002271.SZ	东方雨虹	52.50	1.82	2.23	2.73	28.9	23.5	19.2
平均数						40.3	30.1	23.8

资料来源: wind, 海通证券研究所

(注: 可比公司预测取 wind 一致预期)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业收入	1165	2055	3277	4824
每股收益	0.79	1.68	2.49	3.29	营业成本	710	1125	1877	2881
每股净资产	6.19	7.88	10.36	13.65	毛利率%	39.1%	45.3%	42.7%	40.3%
每股经营现金流	-0.27	0.51	1.09	1.71	营业税金及附加	5	7	11	17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	133	267	419	618
P/E	59.58	28.04	18.99	14.36	营业费用率%	11.4%	13.0%	12.8%	12.8%
P/B	7.62	5.99	4.56	3.46	管理费用	55	84	128	183
P/S	6.93	3.93	2.46	1.67	管理费用率%	4.7%	4.1%	3.9%	3.8%
EV/EBITDA	14.43	16.40	11.45	8.80	EBIT	212	479	694	909
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	21	44	67	91
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.8%	2.1%	2.1%	1.9%
毛利率	39.1%	45.3%	42.7%	40.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	11.6%	14.0%	13.0%	11.6%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	12.8%	21.4%	24.0%	24.1%	营业利润	159	347	509	673
资产回报率	6.6%	10.3%	10.7%	10.4%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	11.1%	18.5%	19.9%	19.9%	利润总额	158	347	509	673
盈利增长 (%)					EBITDA	230	518	753	986
营业收入增长率	88.1%	76.4%	59.5%	47.2%	所得税	22	59	84	111
EBIT 增长率	134.7%	125.6%	44.9%	30.9%	有效所得税率%	14.0%	17.0%	16.5%	16.5%
净利润增长率	108.0%	112.5%	47.6%	32.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	135	288	425	562
资产负债率	48.3%	51.6%	55.2%	56.9%					
流动比率	1.77	1.32	1.38	1.43	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.61	1.14	1.18	1.22	货币资金	822	370	590	868
现金比率	0.90	0.27	0.28	0.29	应收账款及应收票据	607	1013	1616	2379
经营效率指标					存货	127	216	360	553
应收帐款周转天数	190.33	180.00	180.00	180.00	其它流动资产	66	200	340	484
存货周转天数	65.21	70.00	70.00	70.00	流动资产合计	1622	1799	2906	4284
总资产周转率	0.57	0.74	0.83	0.89	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	7.88	4.98	5.38	6.12	固定资产	148	412	609	789
					在建工程	146	376	196	46
					无形资产	61	123	174	220
					非流动资产合计	428	983	1051	1126
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	2050	2782	3957	5411
净利润	135	288	425	562	短期借款	513	721	1056	1397
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	254	393	656	1007
非现金支出	54	39	59	78	预收账款	31	55	87	128
非经营收益	15	53	75	102	其它流动负债	119	192	312	471
营运资金变动	-251	-293	-372	-450	流动负债合计	917	1361	2112	3003
经营活动现金流	-46	87	187	292	长期借款	72	72	72	72
资产	-205	-595	-127	-153	其它长期负债	2	2	2	2
投资	0	-100	-100	-100	非流动负债合计	74	74	74	74
其他	4	0	0	0	负债总计	991	1435	2186	3077
投资活动现金流	-201	-695	-227	-253	实收资本	171	171	171	171
债权募资	709	208	335	342	归属于母公司所有者权益	1059	1347	1771	2333
股权募资	486	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-419	-52	-74	-102	负债和所有者权益合计	2050	2782	3957	5411
融资活动现金流	777	156	260	240					
现金净流量	529	-452	220	279					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

潘莹练 建筑建材行业
冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：帝欧家居,中国巨石,天山股份,坚朗五金,华新水泥,三棵树,祁连山,伟星新材,科顺股份,兔宝宝,惠达卫浴,再升科技,海螺水泥,东方雨虹,长海股份,凯伦股份,东宏股份,北新建材,上峰水泥,永高股份,蒙娜丽莎,红墙股份,旗滨集团,塔牌集团,山东药玻

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。