

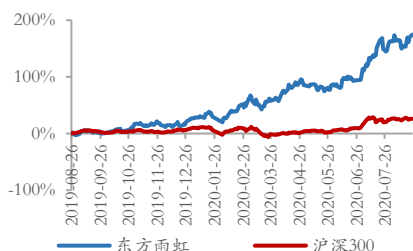
## 业绩增长叠加报表改善，成长空间远未见顶

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-09-01

收盘价（元）	59.94
近 12 个月最高/最低（元）	20.12/61.48
总股本（百万股）	1570
流通股本（百万股）	1101
流通股比例（%）	70.16
总市值（亿元）	941
流通市值（亿元）	660

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

**事件：**公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 87.83 亿元，同比增长 11.07%；实现归母净利润 10.97 亿元，同比增长 31.20%；实现扣非归母净利润 10.38 亿元，同比增长 50.63%。

**主要观点：**

**业绩逆势高增，Q2 改善明显**

分季度来看，公司 2020Q1 实现营收、归母净利润分别为 24.65 亿元、1.31 亿元，同比-8.21%/+2.86%；2020Q2 实现营收、归母净利润分别为 63.18 亿元、9.66 亿元，同比+20.98%/+36.30%。2020Q2 开始公司发货情况显著改善，预计受 Q2 初期基建需求快速复苏及 Q2 中后期地产需求回暖的双重驱动。

分业务来看，公司主业表现亮眼，防水卷材、防水涂料、防水施工营收分别同比增长 3.64%/13.62%/35.79%。而其他收入和材料销售分别同比增长 18.13%/27.27%，我们判断公司新品类继续保持强劲增长势头，增速快于防水主业。

**盈利水平提升，受成本和费用端共同驱动**

2020H1 公司实现毛利率 39.82%，同比提升 3.24 个百分点，其中 Q2 毛利率超过 40%，主要是受益于成本端的原材料价格大幅下行。由于 2020Q2 原油价格有一定回升，但公司拥有较多沥青库存，因此预计下半年公司毛利率将高位企稳。

费用率方面，公司 2020H1 销售费用率 10.55%，同比大幅下降 2.73 个百分点，在运输费、广告费、差旅费等各项费用上均有减少，我们认为公司在发货增长的同时销售费用缩减，体现出经营质量的进一步优化，销售费用率的改善具备可持续性；管理费用率 8.72%，同比增长 0.53 个百分点，主要是由于股权激励费用增加。若剔除股权激励费用增加值（约 0.76 亿元），公司管理费用率实际下降超过 1 个百分点；财务费用率 1.80%，同比减少 0.52 个百分点，主要系可转债转股利息减少所致。

**现金流大幅改善，报表持续优化**

2020H1 公司经营性净现金流-3.59 亿元，同比大幅提升 7.98 亿元；其中经营性现金流入 85.61 亿元，以此口径计算收现比达 97.47%，同比提升 3.24 个百分点。2019 年下半年公司加强回款考核，目前从财务指标来看收效显著。由于公司上半年发货集中在 Q2，我们认为下半年公司账期有进一步改善的空间。

我们认为 2020 年是公司报表显著修复元年，主要受益于四大因素：1) 履约保证金 2020 年后不再新增，且预计未来将逐步退出；2) 规模带来议价能力提升，公司应付账期逐年升高；3) 募投项目土地储备已近尾声，公司将进入轻资产扩张阶段，资本开支下降；4) 预计债务结构将

逐步优化，流动比率回升至 2-3，抗风险能力显著改善。

### 公司防水主业和新业务均具备广阔成长空间

防水行业市场空间为 1500-2000 亿元，公司目前市场份额在 10% 左右，且仅 2015-2018 三年就实现翻倍。防水行业受多因素驱动，龙头份额加速上升，根据我们测算，未来三年公司市场份额将再次翻倍。与此同时，防水修缮服务带来的存量市场预计每年也达千亿规模，公司是该市场最早切入和实力最强的专业防水企业。另外，公司纵向横向不断拓宽自身的业务领域，从成长空间来看，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场，公司在新品类的拓展上具备良好基础，通过自身的渠道优势和综合服务实力有望迅速打开成长空间。

### 投资建议

公司防水主业受益集中度提升，新业务赛道优质且势头迅猛，均具备广阔成长空间。2020 年起公司报表迎来显著改善，从边际上进一步提升估值预期。我们预计公司 2020-2022 年年归母净利润分别为 28.90/36.98/43.73 亿元，对应 EPS 分别为 1.84/2.36/2.79 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

公司产能投放不及预期；房地产及基建需求不及预期。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	22656	27469	33120
收入同比(%)	29.3%	24.8%	21.2%	20.6%
归属母公司净利润	2066	2890	3698	4373
净利润同比(%)	37.0%	39.9%	28.0%	18.3%
毛利率(%)	35.7%	38.3%	36.3%	35.4%
ROE(%)	21.2%	24.0%	24.6%	23.6%
每股收益(元)	1.32	1.84	2.36	2.79
P/E	19.99	31.79	24.85	21.01
P/B	4.24	7.62	6.12	4.96
EV/EBITDA	12.23	21.28	19.40	16.32

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1. 业绩增长符合预期，报表质量同步改善 .....	5
1.1 业绩逆势高增，Q2 改善明显 .....	5
1.2 盈利水平提升，受成本和费用端共同驱动 .....	5
1.3 现金流大幅改善，报表持续优化 .....	6
2. 防水是千亿以上的大行业，格局迎来重塑 .....	6
2.1 增量市场稳健，存量市场接棒 .....	6
2.2 行业集中度加速提升，龙头企业充分受益 .....	8
3. 报表持续优化，成长空间远未见顶 .....	10
3.1 公司 2020 年报表将迎来显著改善 .....	10
3.2 主业和新品类均有较大成长空间 .....	13
4. 盈利预测与投资建议 .....	15
4.1 公司分业务盈利预测 .....	15
4.2 投资建议 .....	16
5. 风险提示 .....	16
财务报表与盈利预测 .....	17

## 图表目录

图表 1 公司分季度营收及增速 .....	5
图表 2 公司分季度归母净利润及增速 .....	5
图表 3 公司毛利率和净利率变化情况 .....	6
图表 4 公司 ROE 变化情况 .....	6
图表 5 公司费用率变化情况 .....	6
图表 6 公司收现比变化情况 .....	6
图表 7 规模以上防水企业营收增速与下游需求指标增速相仿 .....	7
图表 8 过去十年我国年均房屋竣工面积约 10 亿平米 .....	8
图表 9 部分民用建筑工程造价参考指标 .....	8
图表 10 我国房企市场份额情况 (房企销售金额/全国商品房销售金额) .....	9
图表 11 防水集采市场空间测算 .....	9
图表 12 住建部《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见 (征求意见稿)》重要条款 .....	10
图表 13 公司应付账款 2018 年起显著增加 .....	11
图表 14 公司应付账期不断上升 .....	11
图表 15 公司募投项目已基本完成拿地 .....	11
图表 16 公司分季度资本开支情况 .....	12
图表 17 公司 2010-2018 年借款均为短债 .....	12
图表 18 公司短期偿债能力有望逐步回升 .....	13
图表 19 公司营收与新开工面积高度相关, 且增速高出 20-25% .....	14
图表 20 公司非织造布产能情况 .....	14
图表 21 公司旗下新业务拓展情况 (收购或设立) .....	15
图表 22 公司收入历史、预测拆分 .....	16

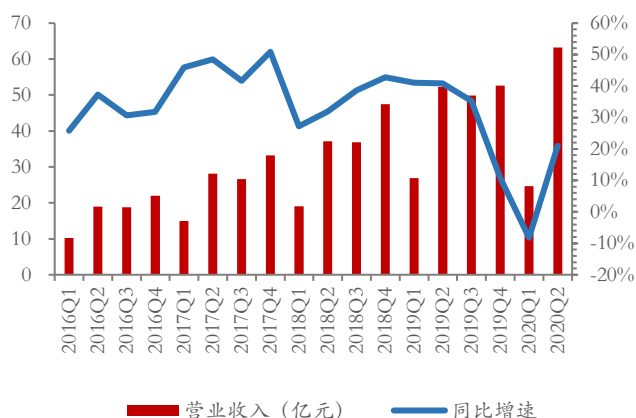
# 1. 业绩增长符合预期，报表质量同步改善

## 1.1 业绩逆势高增，Q2 改善明显

分季度来看，公司 2020Q1 实现营收、归母净利润分别为 24.65 亿元、1.31 亿元，同比-8.21%/+2.86%；2020Q2 实现营收、归母净利润分别为 63.18 亿元、9.66 亿元，同比+20.98%/+36.30%。2020Q2 开始公司发货情况显著改善，预计受 Q2 初期基建需求快速复苏及 Q2 中后期地产需求回暖的双重驱动。

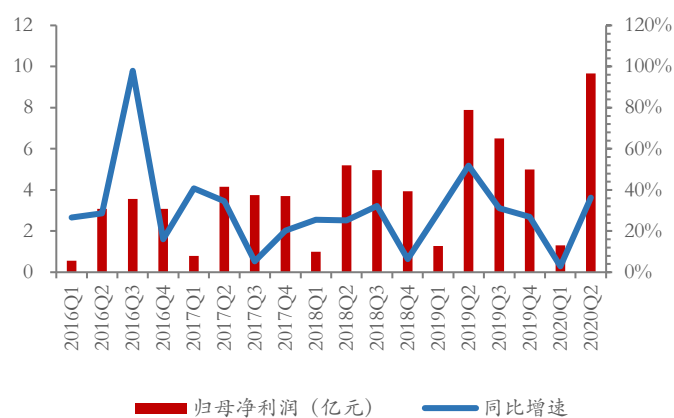
分业务来看，公司主业表现亮眼，防水卷材、防水涂料、防水施工营收分别同比增长 3.64%/13.62%/35.79%。而其他收入和材料销售分别同比增长 18.13%/27.27%，我们判断公司新品类继续保持强劲增长势头，增速快于防水主业。

图表 1 公司分季度营收及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



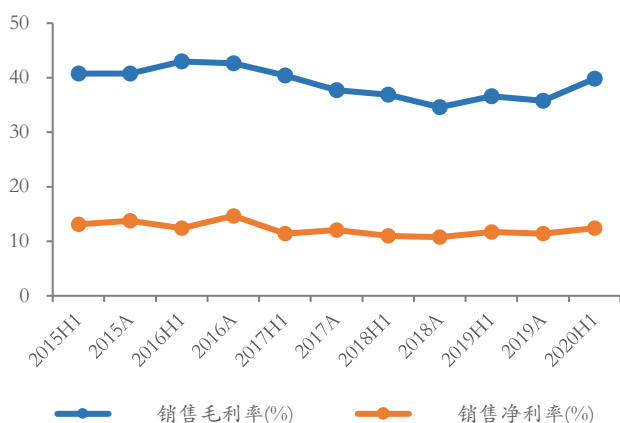
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 1.2 盈利水平提升，受成本和费用端共同驱动

2020H1 公司实现毛利率 39.82%，同比提升 3.24 个百分点，其中 Q2 毛利率超过 40%，主要是受益于成本端的原材料价格大幅下行。由于 2020Q2 原油价格有一定回升，但公司拥有较多沥青库存，因此预计下半年公司毛利率将高位企稳。

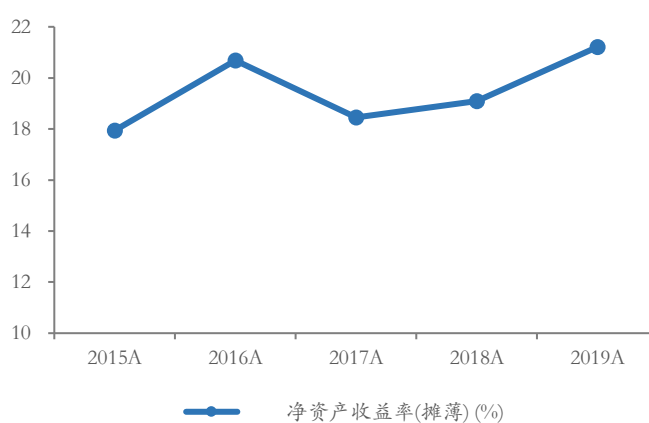
费用率方面，公司 2020H1 销售费用率 10.55%，同比大幅下降 2.73 个百分点，在运输费、广告费、差旅费等各项费用上均有减少，我们认为公司在发货增长的同时销售费用缩减，体现出经营质量的进一步优化，销售费用率的改善具备可持续性；管理费用率 8.72%，同比增长 0.53 个百分点，主要是由于股权激励费用增加。若剔除股权激励费用增加值（约 0.76 亿元），公司管理费用率实际下降超过 1 个百分点；财务费用率 1.80%，同比减少 0.52 个百分点，主要系可转债转股利息减少所致。

图表3 公司毛利率和净利率变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 公司 ROE 变化情况



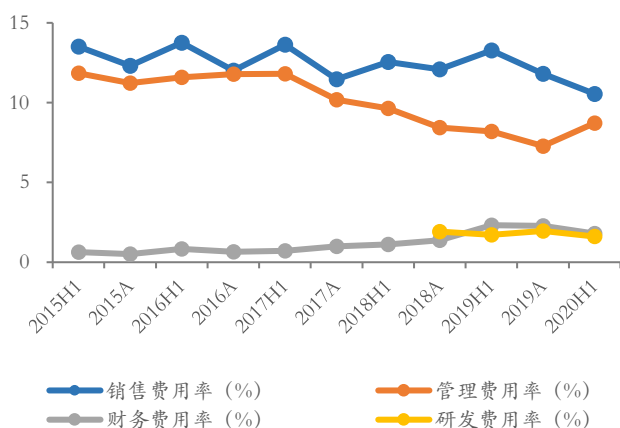
资料来源: wind, 华安证券研究所

### 1.3 现金流大幅改善, 报表持续优化

2020H1 公司经营性净现金流-3.59 亿元, 同比大幅提升 7.98 亿元; 其中经营性现金流入 85.61 亿元, 以此口径计算收现比达 97.47%, 同比提升 3.24 个百分点。2019 年下半年公司加强回款考核, 目前从财务指标来看收效显著。由于公司上半年发货集中在 Q2, 我们认为下半年公司账期有进一步改善的空间。

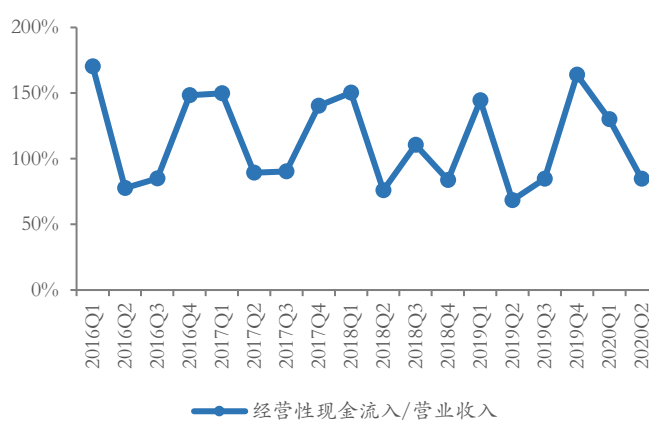
我们认为 2020 年是公司报表显著修复元年, 主要受益于四大因素: 1) 履约保证金 2020 年后不再新增, 且预计未来将逐步退出; 2) 规模带来议价能力提升, 公司应付账期逐年升高; 3) 募投项目土地储备已近尾声, 公司将进入轻资产扩张阶段, 资本开支下降; 4) 预计债务结构将逐步优化, 流动比率回升至 2-3, 抗风险能力显著改善。

图表5 公司费用率变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 公司收现比变化情况



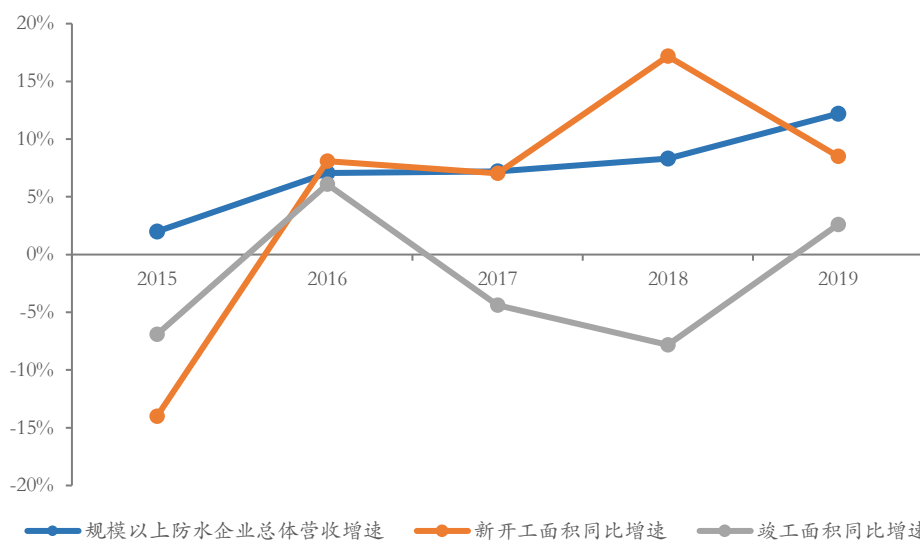
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2. 防水是千亿以上的大行业, 格局迎来重塑

### 2.1 增量市场稳健, 存量市场接棒

我国建筑防水材料已形成了七大门类: SBS/APP 改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、自粘防水卷材、沥青复合胎柔性防水卷材、玻纤沥青和石油沥青纸胎油毡。其中, 应用最广泛的是改性防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料和自粘防水卷材, 预计上述四类防水建筑材料产量占全部防水材料总产量的 80% 以上。

根据国家统计局数据, 2019 年防水行业总计有 653 家规模以上企业(主营业务收入在 2000 万元以上), 主营业务收入同比增速为 12.20%, 增速与需求端增速相仿。

**图表 7 规模以上防水企业营收增速与下游需求指标增速相仿**


资料来源：国家统计局，wind，华安证券研究所

若规模以上企业营收占比为全行业的 50%，则粗略估计防水行业市场空间已超过 2000 亿元。未来以规模以下企业为代表的行业落后产能会加速出清，规模以上企业将抢占市场份额，其营收占比会不断提升，呈现强者恒强的发展格局。

**从增量市场来看**，房屋新开工面积是最主要的指标。从劳动力人口和城镇化率两个维度考虑，对标日本和韩国的发展历程，我们认为我国房屋新开工面积大概率会在 5-10 年后自高位逐渐下行。

**从存量市场来看**，根据发达国家经验，房屋翻修已成为防水材料主要市场。2017 年美国公用建筑对防水材料需求中翻新占比约为 75%，住宅建筑中翻新占比约为 82%。而我国需翻新的住宅、老旧小区基数大，根据住建部 2018 年的初步统计，全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米；在 5 月份两会发布的政府工作报告中，国家进一步明确了 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个的目标，这将进一步打开防水材料的需求空间。

而事实上，旧改政策涉及的也仅是存量市场中的一小部分。若以竣工面积作为存量市场的主要指标，以防水材料普遍 10 年的翻新周期来看，2010 年以来的竣工房屋将进入翻新周期，累计新增的存量市场近百亿平米，每年将创造约 10 亿平米的修缮需求。



图表 8 过去十年我国年均房屋竣工面积约 10 亿平米



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

另外，我们预计修缮业务中所涉及的防水客单价将高于新做防水的客单价。根据我国建筑造价指标，假设防水（材料+施工）在总造价中占比为 5%，则新做防水的客单价约为 40-100 元/平方米。而根据市场数据，目前防水维修的客单价约为 100 元/平方米，实际应普遍高于新做防水。我们认为主要原因是维修时普遍会存在产品升级，并且有配套施工服务，因此也会有明显溢价。对防水企业来讲，修缮业务拥有更高的毛利率。若按照新做防水客单价平均 70 元/平方米计算，防水维修客单价平均 100 元/平方米计算，当未来增量市场全部转化为存量市场时，**仅从单价来看市场空间也将提升 43%左右。**

图表 9 部分民用建筑工程造价参考指标

房屋类型	总造价 (元/平方米)	对应防水客单价 (元/平方米)
住宅低层-高标准	1300-1800	65-90
住宅多层-一般标准	800-1100	40-55
住宅多层高标准	1400-1700	70-85
住宅高层一般标准	1300-1500	65-75
住宅高层高标准	1500-2000	75-100

资料来源：广联达服务新干线，华安证券研究所

## 2.2 行业集中度加速提升，龙头企业充分受益

我国防水行业随着城镇化建设的不断推进，市场空间获得了充分扩张，但当下已进入由“量”到“质”的转型期。行业存在的整体产能过剩、非标产品泛滥、集中度低的问题都将在未来逐步得到解决。伴随行业格局的改变，集中度加速提升将成为确定性趋势以及最终结果。从驱动因素来看，我们认为防水行业集中度提升主要受益于三大趋势：

### 1) 行业标准趋严下，非标产品和落后产能将被淘汰

2014 年国家质检总局将建筑防水产品作为质量提升工作的 10 类重点产品之一，更将建筑防水卷材列为 8 大质量提升重点产品之一，当年的市场调研结果显示，部分



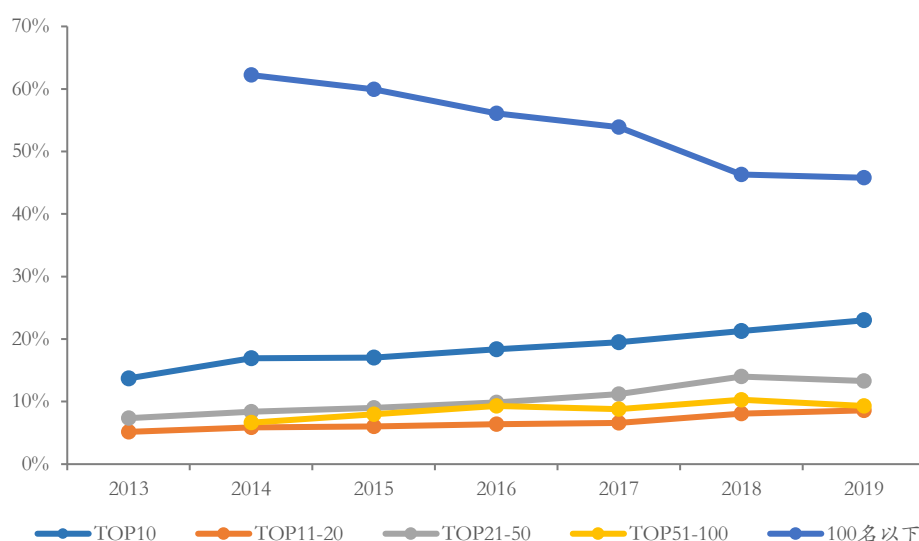
地区非标防水产品的市场占有率甚至达到 80%。近年来国家发布多项政策，主要从三个方面规范行业标准，第一是提高准入条件，从根源上杜绝新的非标厂商进入行业；第二是增加防水工程质保年限，对产品质量、施工提出更高要求；第三是增大监督力度，查处不规范产品，压缩不合格小企业生存空间。

## 2) 地产商集中度提升，集采趋势利好龙头

地产市场作为防水行业最重要的下游之一，其竞争格局变化也将深刻影响防水行业。2019 年房地产继续加速洗牌，宣告破产的房地产相关企业数量多达 525 家，平均每天有 1.5 家，只有千亿以上规模的房企数量略微增加。预计受融资困难、调控持续、部分城市转向买方市场等因素影响，房企淘汰率将不断提升。

从统计数据可见，TOP10 房企市场份额的斜率明显高于 10 名以后房企，而 100 名以后房企的总体市占率呈不断下降趋势。

图表 10 我国房企市场份额情况 (房企销售金额/全国商品房销售金额)



资料来源：CRIC，华安证券研究所

随着房企集中度提升而带来的另一个趋势是大地产商实行的战略集采。近年来万科等国内知名房企已全面推行“战略集采”合作模式，从而能够有效降低采购成本，并通过与供应商建立起的战略合作关系获得更加完善周到的服务。我们测算，防水集采的市场空间 2019 年已超过 600 亿元，且在未来将不断提升。

图表 11 防水集采市场空间测算

### 关键假设：

- 1、假设 2020 年、2021 年、2022 年房地产开发投资增速分别为 8%、6%、5%；
- 2、战略集采方多为大型开发商，因此按前十大房企市占率估计；
- 3、对标发达市场，防水材料在建筑工程造价中的占比、集采项目的占比均将不断提升。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
房地产开发投资额 (亿元)	95979	102581	109799	120264	132194	142770	151336	159659
前十大房企市占率	17.05%	18.35%	19.50%	21.30%	23.00%	25.00%	27.00%	30%
防水造价占比	3%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	6%
集采项目占比	30%	35%	35%	40%	40%	45%	45%	50%
防水集采市场空间 (亿元)	147	198	300	410	608	803	1103	1437

资料来源：中国建筑防水协会，国家统计局，华安证券研究所预测

集采趋势下，防水企业对 B 端大客户的获客门槛将大幅增加，一方面对防水产品的性能和综合服务能力提出更高要求，另一方面由垫资带来的资金压力也是很多中小企业无法承受的。

### 3) 精装房渗透率提升，防水涂料是主要受益品种之一

2017 年 4 月，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》，要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。事实上目前一二线城市精装房已经成为主流，2019 年全国精装房整体占比业内预计已超过 30%，精装房的推进速度是超出预期的。

对于防水企业来说，精装房趋势影响的主要是防水涂料这一后端品类，具体来说会将相当一部分 C 端需求移至 B 端。因此，拓展精装房市场首先要求防水企业有优秀的 B 端渠道能力，并且在产品质量、配套服务、工程团队方面具有比较优势。因此本质上精装房渗透率提升将推动防水企业进入龙头公司最擅长的赛道，会进一步加速落后企业的淘汰。

## 3. 报表持续优化，成长空间远未见顶

### 3.1 公司 2020 年报表将迎来显著改善

#### 1) 履约保证金预计将逐步退出

履约保证金一般是施工方对建设单位抵押的流动资金，待工程全部完工并且全部履行合同条款时由建设单位将此款退还。对于防水企业来说，履约保证金一般表现为年初的一笔大额资金占用，实质上是通过为地产企业变相融资的方式来确保订单。2018、2019 年，公司履约保证金占用的现金流规模达每年 10-15 亿元，产生了较大的资金压力。

我们认为，履约保证金模式会在未来改变，并逐步退出。国家住建部已于 2018 年发布重要文件，要求在住宅工程中推行工程保函替代保证金，履约保证金等各种形式的保证金可以保函的方式缴纳。

图表 12 住建部《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见（征求意见稿）》重要条款

涉及项目	主要规定
1、投标担保	投标保函金额不得超过招标项目估算价的 2%，最高不超过 80 万元。
2、履约担保	采用最低价中标的工程应当推行高保额履约保函，且金额应在招标文件中确定。
3、工程款支付担保	对建设单位将开展诚信评价，评价结果作为支付担保的重要依据，规范建设单位行为。发现工程款拖欠的工程依法予以停工。
4、质量保证担保	保函金额不得超过工程价款结算总额的 3%，建设单位到期未退还保证金的，应作为不良行为记入信用记录。
5、对于银行保函，建设单位和有关部门不得拒绝；工程保函的保费应计入工程造价。	
6、到 2020 年，各类保证金的保函替代率提升 30%	

资料来源：住建部，华安证券研究所

另外一方面，相对于大型地产商每年千亿元以上规模的销售额，十亿级别的履约保证金可谓杯水车薪，改善现金流作用有限，但对于包括防水企业在内的施工方来说却会形成很大压力。这种极不平衡的机制难以使双方实现共赢，因此很难长久维持。从市场推动的角度来看，防水企业和地厂商之间也预计会在未来找到更为合理的替代模式。

#### 2) 对上游议价能力提升，进一步改善现金流

近年来公司应付账款周转天数逐年升高，自 2018 年起更是显著增加，显示公司对上游供应商的议价能力提升了一个台阶。2019 年公司应付账款周转天数同比继续增加 10 天，达到 88 天，超过科顺股份与凯伦股份；应付票据及账款 2018 年总计增长 190%，

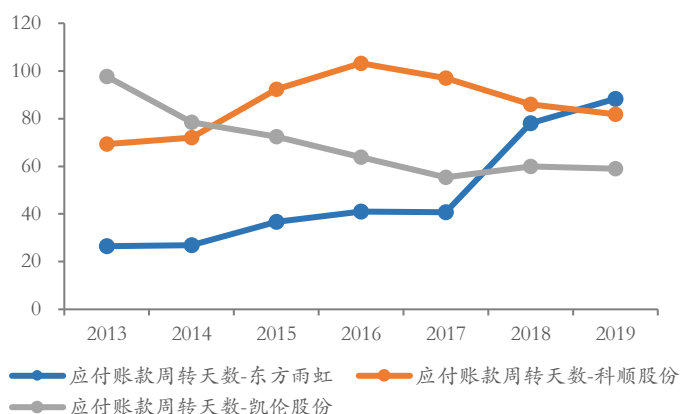
达到 32 亿元，2019 年继续增长至近 33 亿元。

图表 13 公司应付账款 2018 年起显著增加



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司应付账期不断上升



资料来源: wind, 华安证券研究所

我们认为此前公司应付账期短于科顺的原因主要是公司大多与上游供应商总部签订战略合作协议，因此能以较低的价格进货，但账期会较紧。相对来说，竞争对手多数是与供应商的经销商签订供货协议，因此账期相对较长但成本也较高。另外从趋势来看，科顺的应付账期在逐渐缩短，而公司是稳步增加，2019Q3 账期已超过科顺。

### 3) 未来资本开支将大幅减少，进入轻资产扩张阶段

伴随产能扩张，公司自 2013 年以来进入新一轮拿地高峰。防水行业属于轻资产行业，拿地支出是固定资产投资中占比最大的项目。自 2017 年以来，公司厂房和设备支出开始显著增加，并高于拿地支出，显示公司土地储备已近尾声，开始进入产线实际建设阶段。

从公司披露的拿地情况来看，2014 年和 2017 年两次再融资的募投项目也在有序进行中。截至 2019H1 的公开数据显示，两次再融资相关的全国基地大体已全部完成土地购置或摘牌，在下一轮产能扩充之前，土地储备需求已不大。

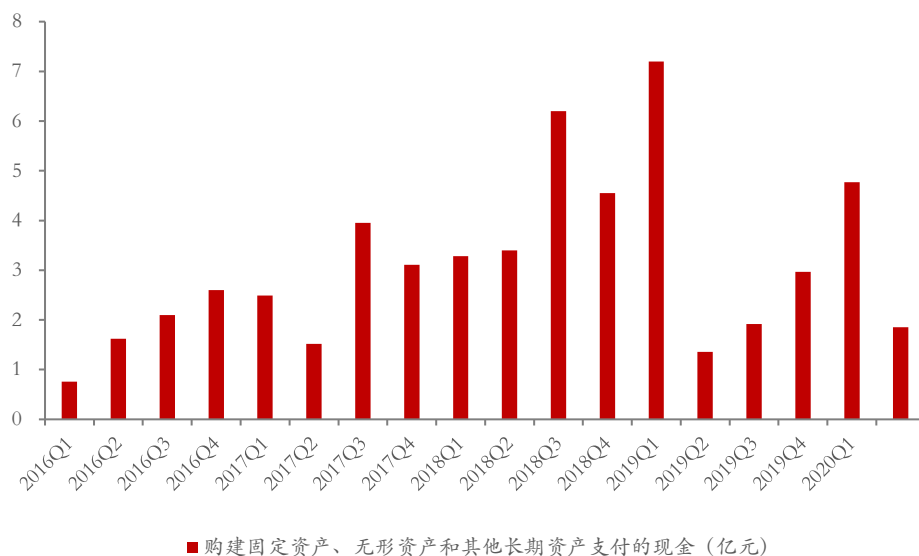
图表 15 公司募投项目已基本完成拿地

报告期	拿地情况
2015	芜湖基地土地摘牌
	惠州基地购买土地
	徐州基地购买土地
	唐山基地购买土地
2016	青岛莱西基地取得土地使用权证
	亦庄总部基地购买土地
2017	滁州 (天鼎丰) 购买土地
2018	唐山 (华北区域总部) 土地摘牌
2019H1	岳阳 (中南区域总部) 取得土地使用权证

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

我们预计随着公司全国产能布局基本完成，土地购置支出已到达阶段性高点，资本开支将很快开始下降。在更远的未来，公司进行大规模“从无到有”扩张的需求也很难再有，而是会在现有布局的基础上提升经营效率和产能利用率，并据需要进行设备方面的投资。因此从长期来看，预计公司资本开支都将维持较低水平，进入轻资产扩张的新阶段。

图表 16 公司分季度资本开支情况

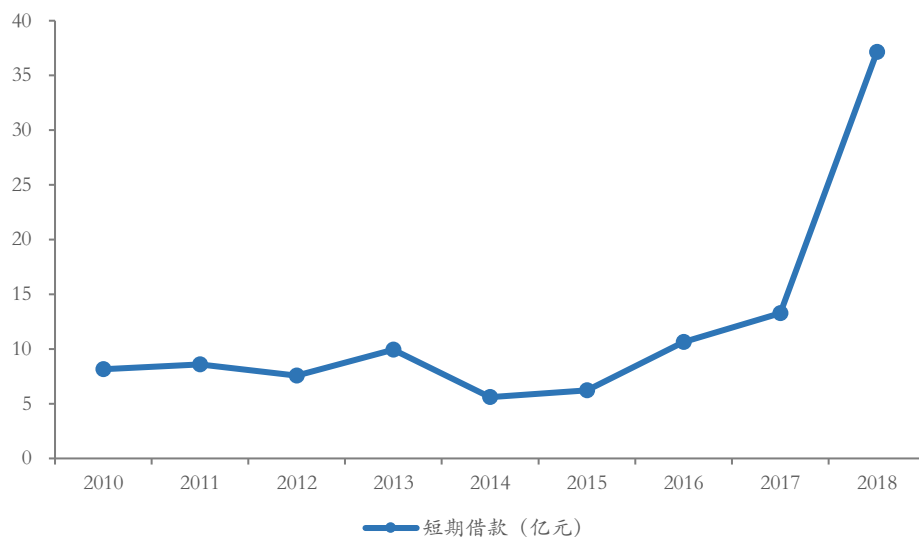


资料来源: wind, 华安证券研究所

#### 4) 债务结构有望改善, 降低财务风险

一直以来公司比较偏好短债, 甚至在过去十年间未有过长期借款。一方面因为公司的行业特性和经营模式决定了其经常会面临流动资金压力, 而另一方面, 公司也有将部分短债用于长期资本开支的情况。

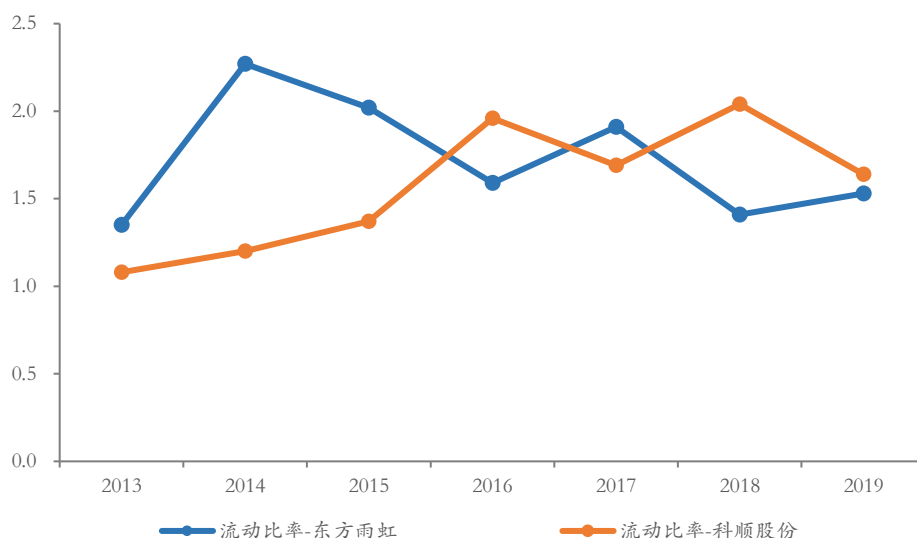
图表 17 公司 2010-2018 年借款均为短债



资料来源: wind, 华安证券研究所

短债的优点是利率相对较低且更灵活, 但若长期维持大量短期借款, 一旦宏观经济环境发生波动或信用环境收紧, 导致短债难以续借甚至被提前收回, 则企业将会面临较大的财务风险。我们认为, 随着公司资本开支减少、现金流逐步改善, 未来对短债的需求会相应降低, “短债长用”的情况也会减少。参考同为行业龙头的科顺股份, 我们认为公司的债务结构会逐步优化, 流动比率也将回升至 2 以上, 抗风险能力显著改善。

图表 18 公司短期偿债能力有望逐步回升



资料来源：wind，华安证券研究所

### 3.2 主业和新品类均有较大成长空间

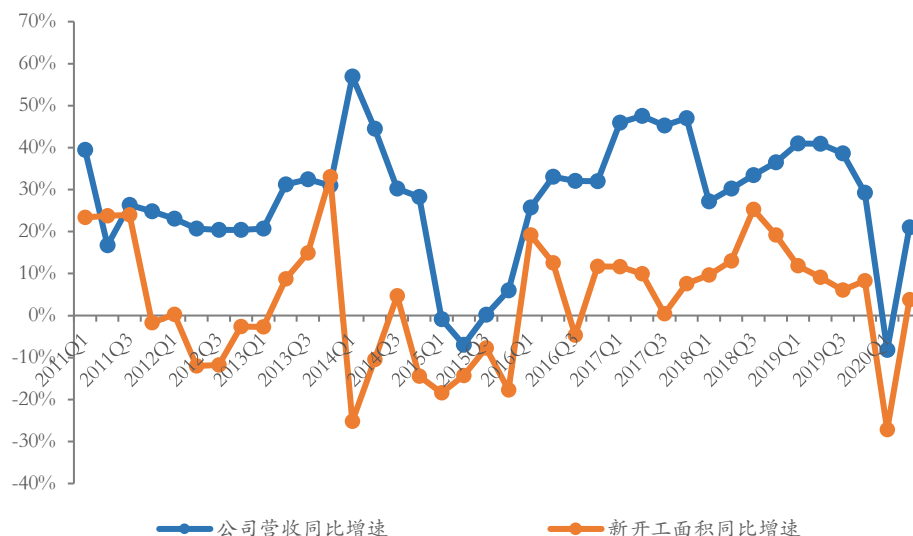
我们认为，公司虽然在国内防水行业的竞争地位已独一无二，但由于行业所处阶段及公司内生潜力等驱动因素，防水主业和新拓展业务在未来仍具备极大的成长性。

#### 1) 防水主业：行业变革的最大受益者

**公司的集采开发能力全面领先竞争对手。**目前防水行业的发展趋势已经较为明确，概括来说就是B端大客户非常重要，而集采项目又是重中之重。开发商集采不仅会从开工端影响到防水行业的收入大头防水卷材，在精装房渗透率不断提升的背景下，也会从竣工端影响到另一产品门类，即防水涂料。可以说，在集采的覆盖面涉及防水产品全品类后，B端渠道的开发能力已经成为防水企业的核心竞争力。

将公司营收增速与新开工面积增速进行对比，可以看出两者呈高度相关，公司营收增速的变化滞后新开工面积一个季度左右。并且，公司营收增速曲线整体上移，比新开工面积增速高出 20-25%。我们认为，这体现出了公司大客户占比高带来的红利，公司通过大型地产开发商的头部效应，获得了远超行业平均的收入增速。

图表 19 公司营收与新开工面积高度相关，且增速高出 20-25%



资料来源: wind, 华安证券研究所

**存量市场规模大，公司是最早的进入者。**以 10 年的翻新周期来看，2010 年以来累计新增的存量市场近百亿平米，每年将创造约 10 亿平米的修缮需求。若以 100 元/平米的客单价计算，每年的防水存量市场空间就有千亿。目前存量市场对于专业防水企业来说还是一片蓝海，而公司作为最早和实力最强的进入者，有望实现不低于在增量市场中的竞争地位和市场份额。

**2) 新品类：纵向延伸，横向拓展**

在聚焦防水主业的同时，公司纵向横向不断拓宽自身的业务领域。公司 2011 年成立天鼎丰，纵向延伸产业链，开始生产防水卷材原材料非织造布，并已将非织造布与建工集团、民建集团等并列为四大核心业务板块之一。

非织造布主要用于改性沥青防水卷材和合成高分子防水卷材两类防水材料，能够给予改性沥青防水卷材更好的柔性和适应热胀冷缩的性能，大大降低漏水的可能性，从而延长防水卷材的使用寿命，同时也用在高分子防水卷材中作为增强材料。公司目前拥有 12 万吨非织造布产能，规划产能总计为 18 万吨。若以 100 克/平方米的重量计算，公司的非织造布产能已达 12 亿平方米，可完全覆盖公司防水卷材产能，带来永久性的成本优势。

图表 20 公司非织造布产能情况

地点	产能情况
德州	年产非织造布 8 万吨，2017 年 6 月 12 条生产线建设完毕。现已发展成集防水卷材用聚酯胎基布、聚酯长丝纺粘针刺土工布、高性能滤料滤袋、高强粗旦聚丙烯纺粘针刺土工布、医疗卫生材料等各类非织造的研发、生产、深加工、销售、贸易等于一体的综合性非织造布企业。
滁州	已建设 4 万吨非织造布一期产能，目前规划非织造布产能为 10 万吨。2017 年 3 月 12 日正式开工建设。产品主要有聚酯长丝油毡基布、高强粗旦聚丙烯纺粘针刺土工布、环保过滤材料及其他特种非织造布等

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

横向拓展上，公司已经布局了节能保温、建筑涂料和特种砂浆等多种产品，目前新品类的营收占比总计近 10%，并已在细分行业内具备一定的竞争优势。



图表 21 公司旗下新业务拓展情况 (收购或设立)

时间	相关公司	主营业务
2010	昆明风行防水材料有限公司	防水材料
2011	徐州卧牛山新型防水材料有限公司	防水材料
	山东天鼎丰非纺织布有限公司	非织造布
2015	华砂砂浆有限公司	特种砂浆
	长沙洛迪环保科技有限公司	硅藻泥
2016	DAW Asia Limited	建筑涂料
2017	广州孚达保温隔热材料有限公司	节能保温
2018	上海煊和新材料科技有限公司	节能材料
	德爱威云 (中国) 建材管理有限公司	建筑涂料

资料来源：公司公告，华安证券研究所

从成长空间来看，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场（非织造布以自用为主）。

建筑涂料市场与防水类似，具有足够大的市场空间且集中度较低。根据中国涂料工业协会数据，2018 年，全国纳入统计的 1,336 家规模以上企业涂料总产量为 1,759.79 万吨，建筑涂料约占总产量的 30%。《中国涂料行业“十三五”规划》提出，到 2020 年，涂料行业总产值预计增长到 5600 亿元左右；以 30% 的比例计算，届时建筑涂料的市场空间将超过 1600 亿元，与防水市场相仿。目前我国建筑涂料行业格局比较分散，企业数量众多，第一梯队有立邦、多乐士，第二梯队有三棵树、华润、晨阳、紫荆花、亚士漆等。公司 2016 年开展战略合作的德国 DAW 涂料，是欧洲前三大建筑涂料企业之一，拥有全球化产能布局。公司有望借助渠道优势充分进行本土化，成为建筑涂料行业龙头的有力竞争者。

砂浆是另一个目前国内市场空间较大的市场。根据公司披露的数据，砂浆业务适用于民用建筑装饰装修用铺贴砂浆，主要用于找平、粘结、抗渗工程。目前市场容量区间在 900-1100 亿元左右浮动。公司凭借在防水经营领域的良好口碑，在市场中已经占有了一定份额。砂浆由于技术门槛较低，产品同质化程度高，对渠道更为看重。事实上很多开发商在进行防水或其他大件材料集采时，如果供应商拥有一定规模的砂浆业务，也可以一起纳入。因此公司的砂浆业务可以较为充分地利用现有 B 端渠道，迅速打开市场。

总体来看，我们认为公司在新品类的拓展上具备良好基础，通过自身的渠道优势和综合服务实力，中短期有望加速新品类的业绩释放；长期来看，由于相关品类的庞大市场，公司在新业务上拥有广阔的成长空间。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 公司分业务盈利预测

图表 22 公司收入历史、预测拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>防水卷材</b>					
营收 (亿元)	73.19	99.8	124.08	143	163.8
毛利率	36.74%	37.36%	43.38%	40.20%	39.63%
<b>防水涂料</b>					
营收 (亿元)	39.76	48.75	59.59	75.94	94.92
毛利率	38.86%	41.19%	41.19%	41.15%	39.98%
<b>工程施工</b>					
营收 (亿元)	19.51	23.48	30.52	39.68	51.58
毛利率	27.89%	27.76%	27.83%	27.79%	27.81%
<b>其他业务</b>					
营收 (亿元)	7.99	9.51	12.36	16.07	20.89
毛利率	9.89%	10.53%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>总计</b>					
营收 (亿元)	140.45	181.54	226.56	274.69	331.20
同比增速	10.46%	11.07%	24.80%	21.24%	20.57%
归母净利润 (亿元)	15.08	20.66	28.90	36.98	43.73
同比增速	21.75%	36.98%	39.90%	27.95%	18.25%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

## 4.2 投资建议

公司防水主业受益集中度提升，新业务赛道优质且势头迅猛，均具备广阔成长空间。2020年起公司报表迎来显著改善，从边际上进一步提升估值预期。我们预计公司2020-2022年年归母净利润分别为28.90/36.98/43.73亿元，对应EPS分别为1.84/2.36/2.79元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

公司产能投放不及预期；房地产及基建需求不及预期。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	15447	18267	22824	27734	
现金	4428	3501	5364	7235	
应收账款	5636	7912	8981	10892	
其他应收款	291	347	433	520	
预付账款	541	620	768	960	
存货	2016	3002	3640	4250	
其他流动资产	2534	2886	3639	3877	
<b>非流动资产</b>	6969	8615	10097	11587	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	4349	5456	6698	7890	
无形资产	991	1321	1552	1749	
其他非流动资产	1629	1838	1846	1948	
<b>资产总计</b>	22416	26882	32921	39321	
<b>流动负债</b>	10086	12308	15471	18434	
短期借款	3093	3711	4453	5344	
应付账款	2642	3271	4641	5178	
其他流动负债	4351	5326	6377	7912	
<b>非流动负债</b>	2370	2293	2200	2125	
长期借款	408	490	539	592	
其他非流动负	1962	1804	1661	1533	
<b>负债合计</b>	12456	14601	17671	20559	
少数股东权益	220	229	240	253	
股本	1488	1488	1488	1488	
资本公积	1351	1351	1351	1351	
留存收益	6901	9214	12172	15671	
归属母公司股	9740	12052	15011	18509	
<b>负债和股东权</b>	22416	26882	32921	39321	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金</b>	1589	1360	3943	3947	
净利润	2066	2890	3698	4373	
折旧摊销	369	390	312	334	
财务费用	367	199	194	194	
投资损失	-3	0	0	0	
营运资金变动	-1321	-2145	-272	-967	
其他经营现金	3498	5061	3981	5353	
<b>投资活动现金</b>	-1374	-2054	-1793	-1824	
资本支出	-1301	-2054	-1793	-1824	
长期投资	-110	0	0	0	
其他投资现金	37	1	0	0	
<b>筹资活动现金</b>	-664	-235	-285	-252	
短期借款	-621	619	742	891	
长期借款	408	82	49	54	
普通股增加	-4	0	0	0	
资本公积增加	-27	0	0	0	
其他筹资现金	-419	-935	-1077	-1197	
<b>现金净增加额</b>	-419	-928	1864	1871	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	18154	22656	27469	33120	
营业成本	11665	13970	17492	21400	
营业税金及附加	139	227	275	306	
销售费用	2142	2719	3296	3952	
管理费用	965	1495	1648	1822	
财务费用	413	-23	-23	-23	
资产减值损失	-8	0	1	0	
公允价值变动收	-2	-1	0	0	
投资净收益	3	0	0	0	
<b>营业利润</b>	2622	3553	4523	5349	
营业外收入	15	2	0	0	
营业外支出	45	20	0	0	
<b>利润总额</b>	2592	3535	4523	5349	
所得税	517	636	814	963	
<b>净利润</b>	2075	2899	3709	4386	
少数股东损益	9	9	11	13	
<b>归属母公司净利润</b>	2066	2890	3698	4373	
EBITDA	3255	4193	4537	5329	
EPS (元)	1.32	1.84	2.36	2.79	

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.3%	24.8%	21.2%	20.6%
营业利润	44.2%	35.5%	27.3%	18.3%
归属于母公司净利	37.0%	39.9%	28.0%	18.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.7%	38.3%	36.3%	35.4%
净利率(%)	10.72%	11.4%	12.8%	13.5%
ROE(%)	21.2%	24.0%	24.6%	23.6%
ROIC(%)	15.4%	17.4%	16.1%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	55.6%	54.3%	53.7%	52.3%
净负债比率(%)	125.1%	118.9%	115.9%	109.6%
流动比率	1.53	1.48	1.48	1.50
速动比率	1.28	1.19	1.19	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.81	0.84	0.83	0.84
应收账款周转率	3.22	2.86	3.06	3.04
应付账款周转率	4.42	4.27	3.77	4.13
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊	1.32	1.84	2.36	2.79
每股经营现金流	1.01	0.87	2.51	2.51
每股净资产(最新	6.20	7.68	9.56	11.79
<b>估值比率</b>				
P/E	19.99	31.79	24.85	21.01
P/B	4.24	7.62	6.12	4.96
EV/EBITDA	12.23	21.28	19.40	16.32

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

## 重要声明

### 分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 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。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。