

首席分析师

盛昌盛

执业证书编号: S1220520050001

E-mail: shengchangsheng@foundersec.com

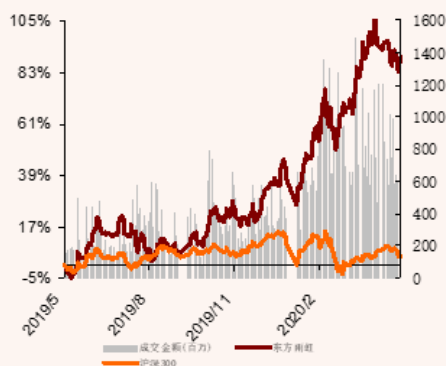
分析师

侯星辰

执业证书编号: S1220520050002

E-mail: houxingchen@foundersec.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

防水行业格局正在重构

我们认为防水行业格局正在发生较大变化, 首先行业整体将进入平稳增长阶段, 但与此同时防水行业内部分层将愈发明显, 头部企业增速维持较快增长, 规模以上企业增速相对稳定, 部分中小企业及小作坊将会逐步退出市场; 与上述趋势相伴随的是行业格局的深刻变化, 环保和监管趋严、下游客户集中度提升等因素将会倒逼行业提升规范化程度, 同时行业集中度有望伴随着头部企业的快速发展和行业整合与淘汰节奏的加快而进一步提升。

兼顾发展速度, 公司经营质量稳步提升

从房地产行业的发展情况来看, 房地产行业近年来呈现出行业集中度不断提升的趋势, 同时伴随着精装房比例的不不断提升, 房地产企业的防水材料集采需求也在不断提升。同时, 2020年防水行业同样有望受益于基建投资提振和“旧改”需求释放带来的潜在需求提升, 公司收入增速有望维持在较快水平。同时公司经营质量正在逐步改善。

全年利润弹性大, 新业务增长势头强劲

我们认为, 东方雨虹全年有望受益于沥青成本大幅下降、价格相对稳定带来的盈利提升, 同时公司销售端仍将继续在行业集中度提升的背景下保持稳定增长。预计东方雨虹2020年防水卷材毛利率有望显著提升, 防水涂料毛利率也会有阶段性上行。我们预计公司2020年整体毛利率有望有所提升。

盈利预测及估值

我们预计公司2020年、2021年归母净利润分别为30.57亿、34.07亿, EPS分别为2.1、2.3元, 对应PE分别为18.4、16.5倍。我们选取防水行业上市公司科顺股份、凯伦股份作为可比样本, 2020年可比样本平均PE估值为24.6倍, 我们认为公司估值仍有一定的提升空间, 首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示: 房地产需求大幅下滑, 基建需求不及预期, 市场竞争格局恶化, 原材料成本大幅上升。

盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18154.34	22157.00	26920.00	32304.00
(+/-) (%)	29.25	22.05	21.50	20.00
净利润	2065.94	3057.27	3406.75	4198.25
(+/-) (%)	36.98	47.98	11.43	23.23
EPS(元)	1.32	2.05	2.29	2.82
P/E	28.65	18.35	16.46	13.36

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	防水行业格局正在重构.....	4
1.1	行业进入平稳增长阶段.....	4
1.2	行业集中度快速提升.....	5
2	兼顾发展速度，公司经营质量有望稳步提升.....	6
2.1	地产集采需求依然是增量收入来源.....	6
2.2	经营质量有望逐步改善.....	8
3	全年利润弹性大，新业务增长势头强劲.....	9
3.1	全年成本压力有望显著降低.....	9
3.2	建筑涂料业务发展潜力较大.....	11
4	分项收入预测和估值模型.....	12
5	风险提示.....	13

图表目录

图表 1:	水对建筑物的危害示意图	4
图表 2:	防水材料产量及同比	5
图表 3:	地产新开工面积及同比	5
图表 4:	防水固定资产投资完成额及同比	5
图表 5:	建安工程防水固定资产投资完成额及同比	5
图表 6:	规模以上防水企业营收及同比	6
图表 7:	规模以上防水企业数目及同比	6
图表 8:	上市防水企业营收同比增速情况	6
图表 9:	上市企业与规模以上企业营收同比情况	6
图表 10:	防水行业下游需求结构	7
图表 11:	住宅精装修率快速提升	7
图表 12:	房企销售额集中度稳步提升	7
图表 13:	2019 年雨虹前五客户情况	7
图表 14:	雨虹近年前五客户集中度情况	7
图表 15:	防水上市公司近年应收/营业收入	8
图表 16:	防水行业平均及部分公司近年应收/营收对比	8
图表 17:	防水上市公司近年收现/营业收入	8
图表 18:	防水上市公司近年预付/营业收入	8
图表 19:	东方雨虹近年成本结构	9
图表 20:	2018 年东方雨虹前五大供应商情况	9
图表 21:	沥青行业 2018 年行业产能格局	10
图表 22:	沥青下游需求结构	10
图表 23:	防水上市公司毛利率同沥青价格关系	10
图表 24:	沥青期货结算价 (元/吨)	10
图表 25:	沥青价格与东方雨虹毛利率敏感性分析	11
图表 26:	国内涂料产业划分和对应公司情况	11
图表 27:	涂料行业产量及同比增速	12
图表 28:	涂料行业集中度情况	12
图表 29:	东方雨虹分业务预测表	13
图表 30:	东方雨虹可比公司估值对比情况	13

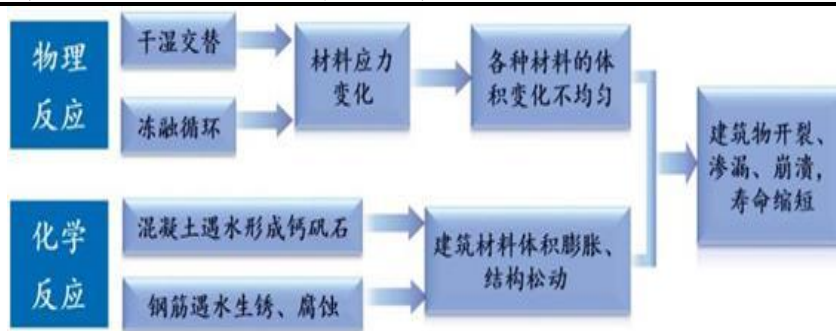
1 防水行业格局正在重构

我们认为防水行业格局正在发生较大变化，首先行业整体将进入平稳增长阶段，但与此同时防水行业内部分层将愈发明显，头部企业增速维持较快增长，规模以上企业增速相对稳定，部分中小企业及小作坊将会逐步退出市场；与上述趋势相伴随的是行业格局的深刻变化，环保和监管趋严、下游客户集中度提升等因素将会倒逼行业提升规范化程度，同时行业集中度有望伴随着头部企业的快速发展和行业整合与淘汰节奏的加快而进一步提升。

1.1 行业进入平稳增长阶段

不同的自然环境下，建筑物各部件因遇水发生物理或化学反应，导致建筑物渗漏或断裂，缩短了建筑物的寿命。随着世界建筑水平的提高，建筑防水也日益受到建筑界的重视。

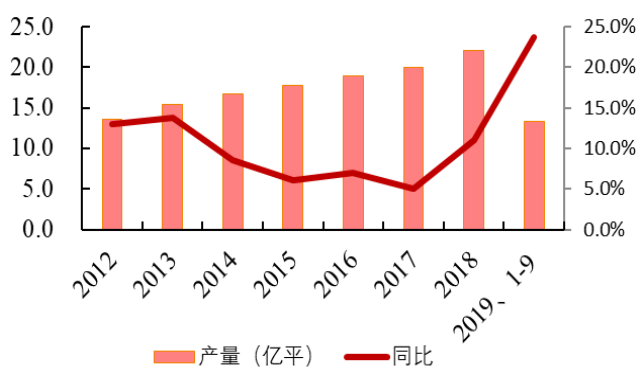
图表1：水对建筑物的危害示意图



资料来源：公司公告，方正证券研究所

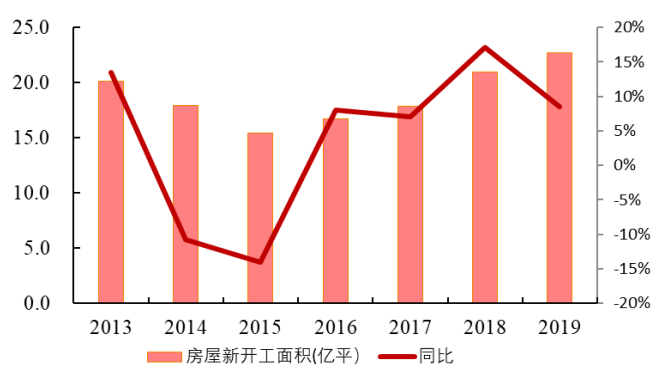
从行业来看，防水材料增长进入平稳增长阶段，2018年，规模以上企业的沥青和改性沥青防水卷材累计产量达到11.73亿平方米，同比增长11%，2019年1-9月防水材料产量增速更是高达23.7%。作为在房地产施工前段主要耗用的防水材料，其需求理应同房地产开工面积增速变化的数据保持一致。虽然2019年房地产投资端和开工端依然保持着较好的数据，但是从绝对增速来看新开工增速已经出现了边际下滑，防水材料产量却出现了加速提升的态势，并且从防水上市公司的销售数据来看，这种提升的态势表现的更为明显。我们判断主要原因还是统计口径的问题，行业整体需求增速并未呈现加速增长的态势，而是出现了企业分层、行业集中度提升的现象。

图表2: 防水材料产量及同比



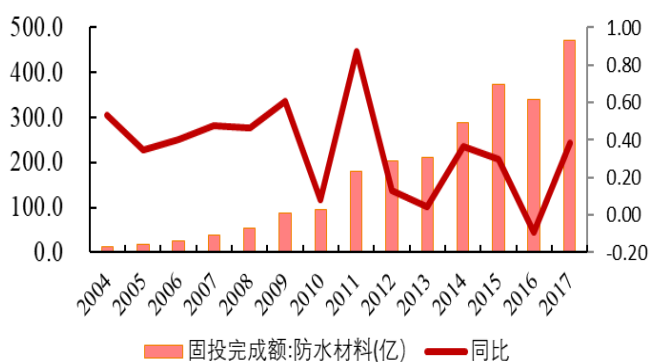
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表3: 地产新开工面积及同比



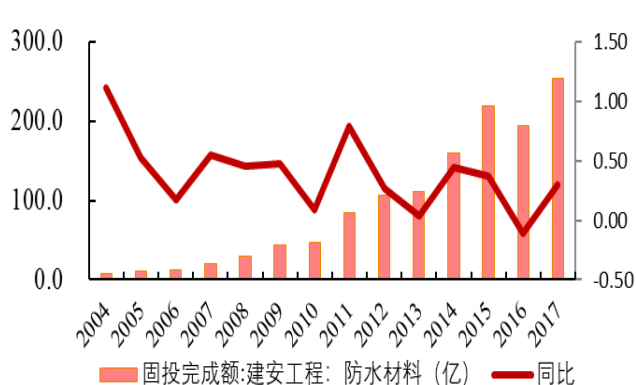
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表4: 防水固定投资完成额及同比



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表5: 建安工程防水固定投资完成额及同比



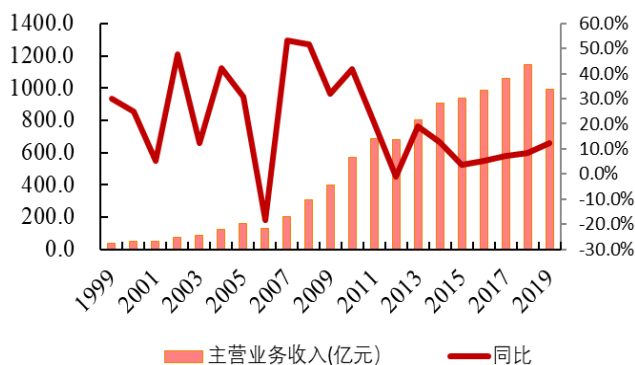
资料来源: wind, 方正证券研究所

1.2 行业集中度快速提升

我国防水行业当前仍处于一个低端产能过剩、产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段,呈现“大行业、小企业”的格局。目前拥有生产许可证的防水材料生产企业 1,500 余家。

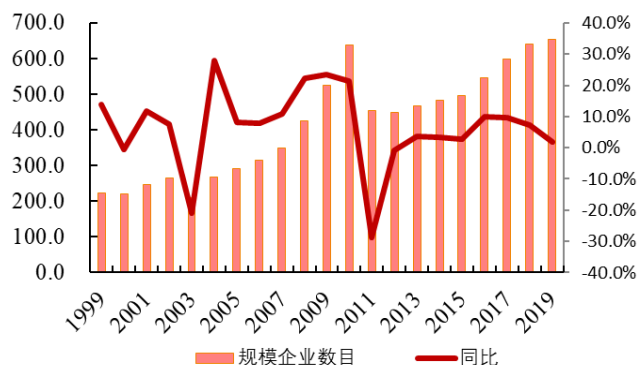
而根据防水协会的统计,截止 2019 年年末,防水行业规模以上企业数目为 653 家,占拥有防水材料生产企业数目的不足一半,多数合法生产的防水企业的年营收不足 2000 万,属于规模较小的防水企业。并且,由于目前防水行业发展仍然有待规范,即便是正在经历行业的规范化,当前尚存在部分无证及生产低质非标产品的企业,占据着部分细分行业市场。我们预计无证非标企业同正规企业的发展将会明显分化,前者逐步弱化市场地位并逐步退出市场,后者将会保持稳定的增长。即便观察行业内规模以上企业,也可以观察到较为明显的企业分层现象,其中防水上市公司的营收增速明显快于行业规模以上企业的增速,引发行业竞争格局的变化,头部集中的趋势正在快速推进。

图表6: 规模以上防水企业营收及同比



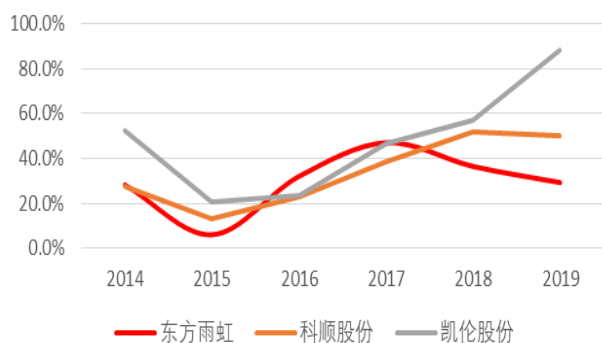
资料来源: 防水协会, 方正证券研究所

图表7: 规模以上防水企业数目及同比



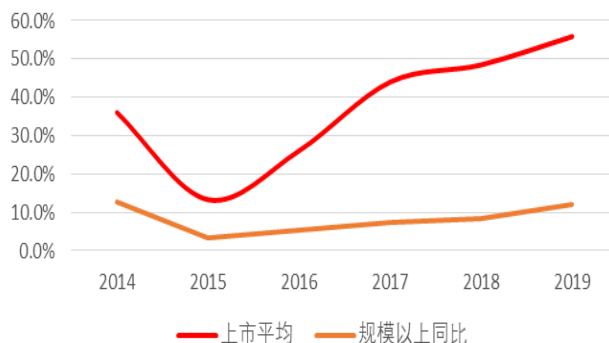
资料来源: 防水协会, 方正证券研究所

图表8: 上市防水企业营收同比增速情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表9: 上市企业与规模以上企业营收同比情况



资料来源: wind, 方正证券研究所

根据 2016 年防水协会推出的建筑防水行业“十三五”发展规划, 其中提出未来行业将“涌现出若干家年销售收入超过 100 亿元的企业, 年销售收入超过 20 亿元的企业达到 20 家以上; 行业前 50 位的企业市场占有率达到 50%的目标”。

而从目前的情况来看, 目前防水行业中年收入超过 100 亿元的企业只有龙头东方雨虹, 而年收入超过 20 亿元的防水企业预期也远未达到 20 家以上。从整体的市场结构来看, 我国的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%, 70%的产能分布于中小型企业, 前 50 位的企业市占率也尚未达到 50%的目标。

2 兼顾发展速度, 公司经营质量稳步提升

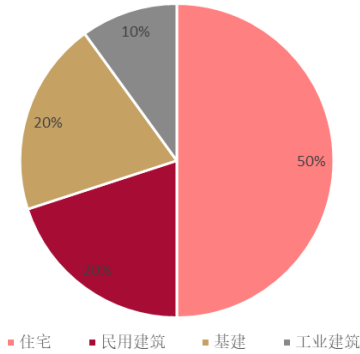
2.1 地产集采需求依然是增量收入来源

防水企业下游对应的主要是房地产和基建行业, 根据东方雨虹公告, 防水行业需求结构主要为住宅、民用建筑、基建和工业建筑, 其中房地产行业为防水需求的中坚力量, 并且伴随着一定的基建和工业需求。从房地产行业的发展情况来看, 房地产行业近年来呈现出行业集中度不断提升的趋势, 同时伴随着精装房比例不断提升, 房地产企业的防水材料集采需求也在不断提升。

同时, 2020 年防水行业同样有望受益于基建投资提振和“旧改”需求

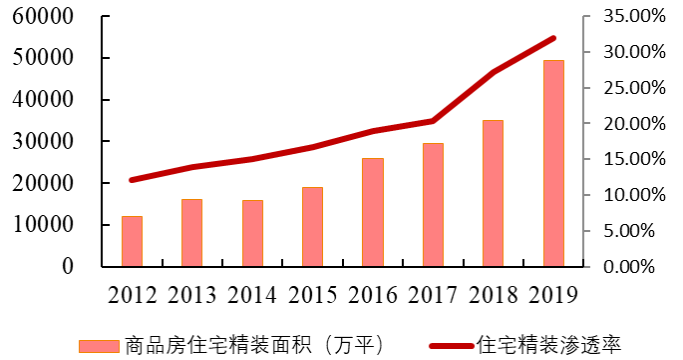
释放带来的潜在需求提升。

图表10: 防水行业下游需求结构



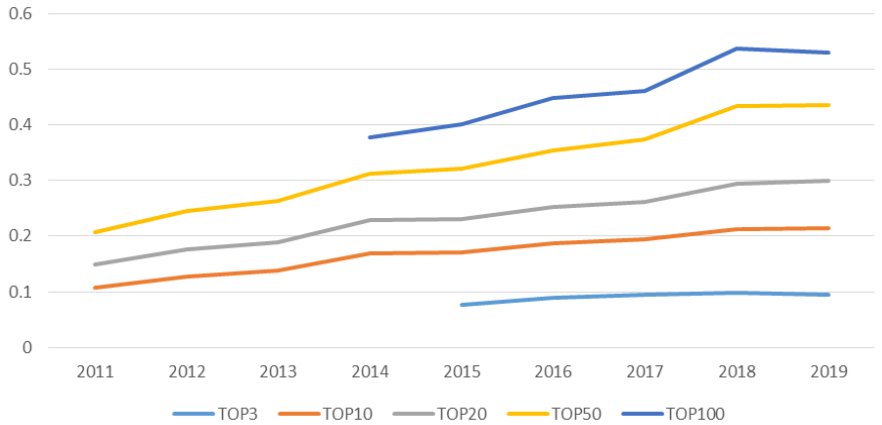
资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表11: 住宅精装修率快速提升



资料来源: 产业信息网, 方正证券研究所

图表12: 房企销售额集中度稳步提升



资料来源: 克尔瑞, 方正证券研究所

对于防水企业来说, 地产商精装房防水材料集采需求的增长给头部企业带来较为可观的订单增长, 是防水企业的重要收入来源。根据**公司定期报告**, 公司**2019年**销售额前五名的客户收入合计为**40.31亿元**, 前五客户推测均为地产客户, 收入占比为**22%**。此外, 从雨虹近年前五客户集中度情况的变化来看, **2016年**以来也整体维持小幅上升的趋势。

图表13: 2019年雨虹前五客户情况

序号	客户名称	收入(万)	占总收入比例
1	客户一	100466	5.5%
2	客户二	95790	5.3%
3	客户三	87217	4.8%
4	客户四	73392	4.0%
5	客户五	46232	2.6%
合计	--	403097	22.2%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表14: 雨虹近年前五客户集中度情况

	前五收入(万)	收入占比(%)
2014	94437	18.87
2015	102680	19.36
2016	103260	14.75
2017	157300	15.28
2018	256200	18.24
2019	403097	22.2

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

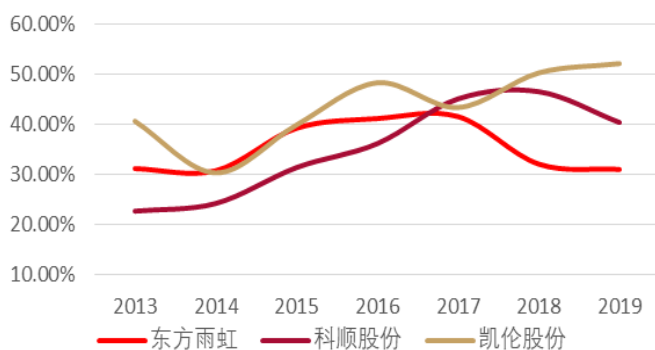
2.2 经营质量有望逐步改善

然而由于房地产客户所处的强势地位，防水企业销售产品议价权十分薄弱，不仅无法保证现款发货，存在大量应收账款，甚至还一度产生了数额较多的其他应收款，这其中有相当部分是防水企业给房企客户的履约保证金，实质是类似“垫资”的行为，阶段性对部分防水企业产生了非常明显的现金流不利影响。

如下图所示，三家防水上市公司近年来应收账款/营业收入整体呈现上升趋势，地产集采为防水龙头带来的销售红利也同时也带来了回款情况的边际弱化，我们再将防水上市公司此数据的平均数同建材中其他几个细分行业的龙头公司做了对标，防水行业应收账款占营收的比例明显高于其他行业细分龙头。

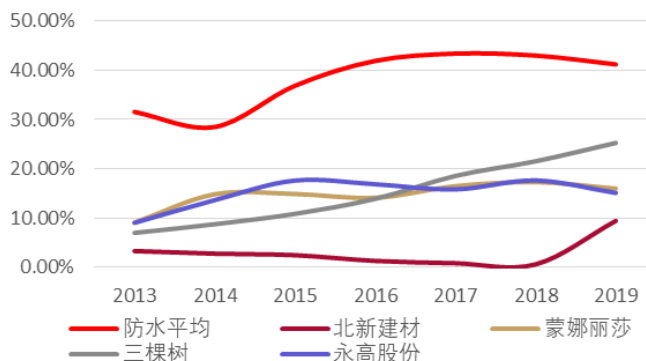
反过来从另一个角度来看，营运期间对于大量资金的占用也将大量的中小防水企业拒之门外，无法分享到房地产企业防水集采需求的蛋糕，动辄数亿、数十亿的应收账款资金占用也是众多企业无法承受之重。而展望我国房地产市场的未来，头部企业的集中以及住宅精装修占比的提升正是大势所趋，间接促成了防水行业集中度的提升，即使这样的提升伴随着企业资金压力增加的阵痛。

图表15： 防水上市公司近年应收/营业收入



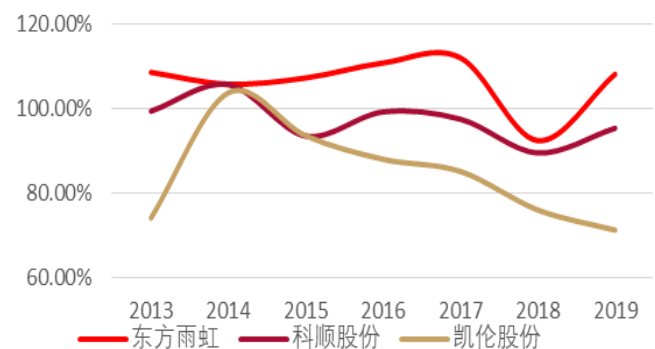
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表16： 防水行业平均及部分公司近年应收/营收



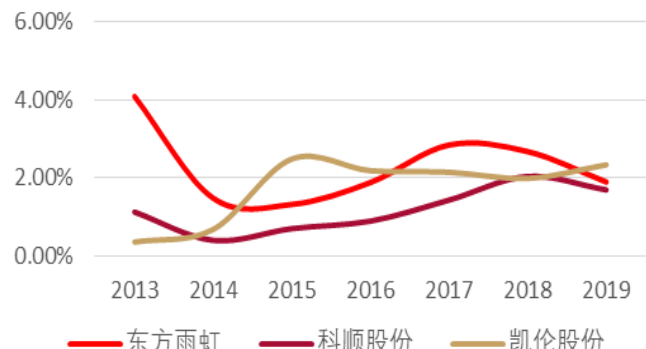
资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表17： 防水上市公司近年收现/营业收入



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表18： 防水上市公司近年预付/营业收入



资料来源：公司公告，方正证券研究所

然而我们可以看到的是，2019年东方雨虹、科顺股份应收账款占比情

况稍有好转，未来伴随着行业对销售回款重视程度的提升，应收账款周转速度有望逐步加快。

另外，从收现现金与营业收入的对比来看，东方雨虹 2019 年收现情况已经出现明显改善，另外，公司的预付账款和营业收入的比例也有所下滑，上游的资金占有情况也在出现好转。经营质量逐步改善。

3 全年利润弹性大，新业务增长势头强劲

3.1 全年成本压力有望显著降低

东方雨虹防水材料的成本构成中，原材料占比最大，而原材料中沥青又是占据主导地位。

图表19： 东方雨虹近年成本结构

项目	2016年		2017年		2018年		2019年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
原材料	26.84	90.69	44.71	90.76	64.28	91.02	83.47	91.54
人工费	0.85	2.87	1.42	2.88	1.97	2.79	2.39	2.62
燃料动力	0.53	1.77	0.86	1.74	1.19	1.69	1.47	1.62
制造费用	1.38	4.66	2.28	4.62	3.17	4.49	3.85	4.23
合计	29.59	100	49.27	100	70.61	100	91.18	100

资料来源：wind，方正证券研究所

图表20： 2018年东方雨虹前五大供应商情况

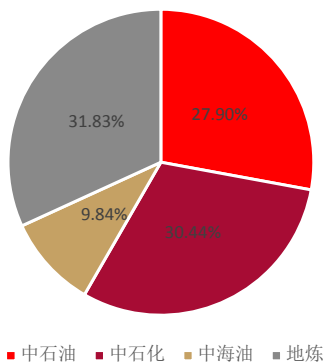
供应商	产品名称	采购金额(万)	占比(%)
供应商一	沥青	149284.79	17.43
供应商二	沥青	98440.19	11.5
供应商三	沥青	28042.16	3.27
供应商四	沥青	26997.42	3.15
供应商五	沥青	19622.45	2.29
合计	--	322387	37.65

资料来源：公司公告，方正证券研究所

而观察沥青行业，集中度较高，话语权强势。根据卓创资讯统计，2018年中石油、中石化、中海油三家企业占据了沥青接近70%的产能比重，集中度非常高，从下游需求来看，沥青的最主要需求来源于道路施工，防水行业需求占比仅为6%左右，再加上防水行业目前集中度依然不高，防水企业对于沥青企业的话语权难免相对弱势。

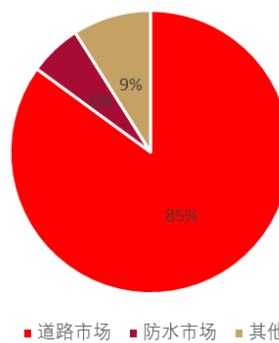
也正是因为沥青是防水企业最主要的原材料，并且企业对于沥青采购缺乏议价权，因而即便考虑到沥青采购与实际计入生产成本的时间差异和用量差异，防水企业的盈利情况同沥青价格的波动有较强的相关性，整体来看沥青价格同防水企业盈利会呈现出反向变动的关系，如下图所示，三家防水上市公司的年度毛利率同沥青价格基本呈现负相关的关系。

图表21: 沥青行业 2018 年行业产能格局



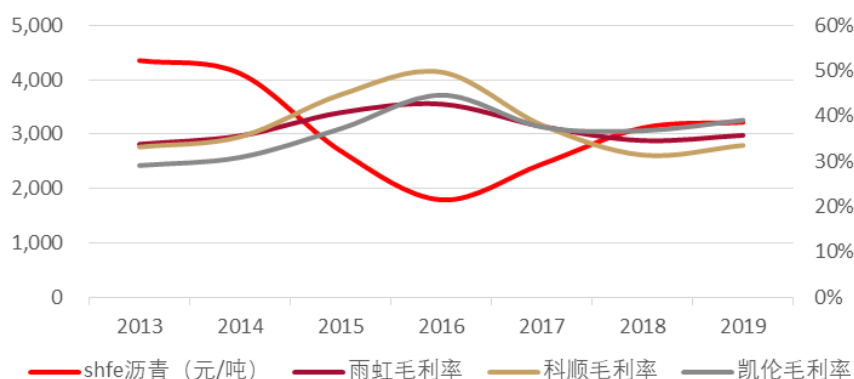
资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

图表22: 沥青下游需求结构



资料来源: 卓创资讯, 方正证券研究所

图表23: 防水上市公司毛利率同沥青价格关系



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

进入 2020 年以来, 受到石油价格大幅下跌的影响, 石油的下游沥青产品的价格也出现了大幅下跌, 期货主力合约结算价一度下降到 2000 元/吨以下, 接近 2016 年的低点。以 2018 年的数据进行成本分析, 其他条件不变, 2000 元的沥青价格对应 38% 以上的毛利率, 并且防水材料的其他原材料成本中枢预计 2020 年也将出现下降, 毛利率有望更高。我们认为, 东方雨虹全年有望受益于沥青成本大幅下降、价格相对稳定带来的盈利提升, 同时公司销售端仍将继续在行业集中度提升的背景下保持稳定增长。

图表24: 沥青期货结算价 (元/吨)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表25: 沥青价格与东方雨虹毛利率敏感性分析

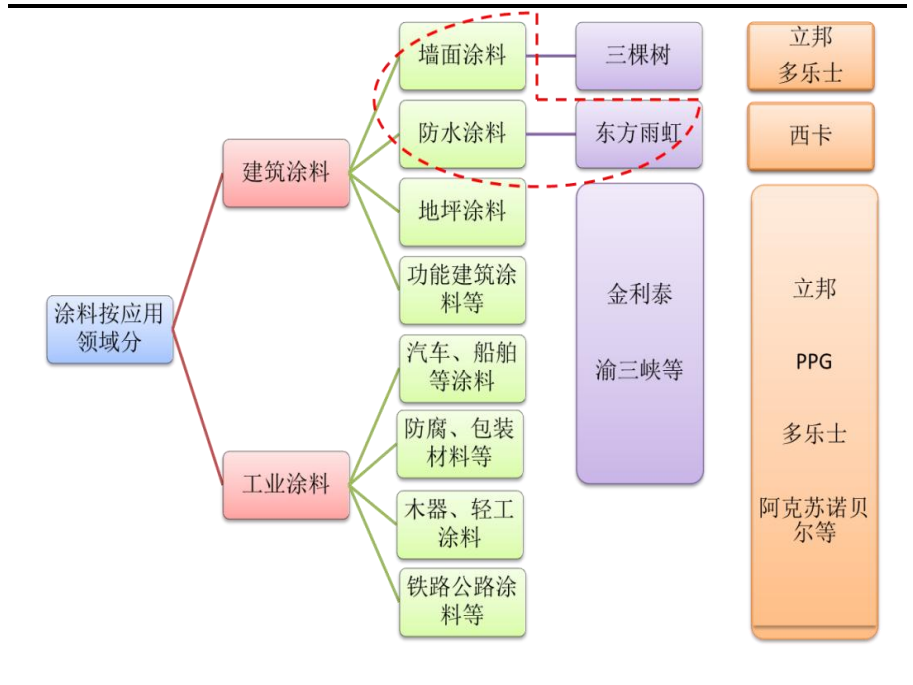
沥青价格变动	-900	-600	-300	0	300	600	900
假定价格和其他成本不变	销量	34046	基准价格	3000	单位用量	1.60	
沥青价格变动后(元/吨)	2100	2400	2700	3000	3300	3600	3900
单位沥青成本变动(元/平)	-1.4	-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.4
变动后总生产成本(万)	869683	886025	902367	918709	935051	951393	967735
营业收入(万)	1404571	1404571	1404571	1404571	1404571	1404571	1404571
毛利率	38.08%	36.92%	35.75%	34.59%	33.43%	32.26%	31.10%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

3.2 建筑涂料业务发展潜力较大

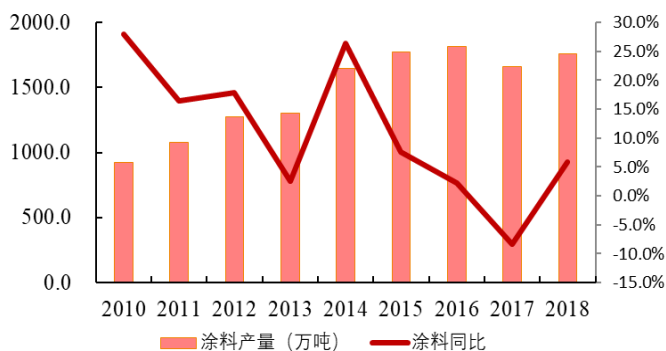
涂料按照应用领域划分可以分为建筑涂料和工业涂料两大类, 其中东方雨虹自身拥有防水涂料业务, 而墙面涂料业务的市场空间同样较为广阔。根据国家统计局数据, 2018 年我国涂料产量为 1760 万吨, 同比增长 6%。根据涂界的统计, 2019 年我们涂料企业分层情况较为明显, 行业竞争格局较为分散, 其中收入前 100 名的企业收入占比仅为 42%。未来涂料行业集中度提升仍有较大空间, 同时未来伴随国内存量市场空间的不断扩大, 重涂的市场也有较大的提升空间。

图表26: 国内涂料产业划分和对应公司情况



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表27: 涂料行业产量及同比增速



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表28: 涂料行业集中度情况

年份	占比	年份	占比	年份	占比
2017	48.45%	2018	48.91%	2019	42.00%
1-100		1-100		1-100	
101-200	12.92%	101-200	13.50%	101-200	15.00%
201-500	18.97%	201-500	18.60%	201-500	21.00%
574-1000	11.71%	598-1000	12.11%	501-1000	14.00%
1000以后	7.65%	1000以后	6.89%	1000以后	8.00%

资料来源: 涂界, 方正证券研究所

2016年12月,公司发布公告拟以自有资金出资1.8亿元获取DAW ASIA公司90%的股权,DAW ASIA 母公司德国 DAW 集团是欧洲领先的颜料、涂料、建筑保护和建筑保温系统、混凝土创新产品、地板及屋顶油漆及相关产品的供应商之一。本次股权收购标志着雨虹正式进入建筑涂料领域。

目前公司建筑涂料零售业务由德爱威公司负责,加大渠道业务及合伙人的开拓力度;工程销售由工建集团三大区负责,三大区按涂料公司建制配置资源,系统开展销售与施工业务;进一步提升产品质量,降低配方、生产、包装、物流等各项成本,完善配套支持体系。凭借东方雨虹工建集团强大的“带货”渠道,公司建筑涂料业务有望实现快速发展。未来德爱威杭州、岳阳等生产基地逐步投产之后,公司的建筑涂料业务有望快速增长,同时成本也有望逐步降低,未来或将成为东方雨虹新的重要增长点。

4 分项收入预测和估值模型

我们预计东方雨虹防水卷材、防水涂料业务收入保持稳健增长的态势,其中2020年防水卷材毛利率受益于沥青等原材料价格的中枢下降有望显著提升,防水涂料毛利率也会有阶段性上行。我们预计公司2020年整体毛利率有望有所提升。

我们预计公司2020年、2021年归母净利润分别为30.57亿、34.07亿, EPS分别为2.1、2.3元,对应PE分别为18.4、16.5倍。我们选取防水行业上市公司科顺股份、凯伦股份作为可比样本,2020年可比样本平均PE估值为24.6倍,我们认为公司估值仍有一定的提升空间,首次覆盖给予“推荐”评级。

图表29： 东方雨虹分业务预测表

	2018	2019	2020E	2021E
防水卷材				
营业收入(万元)	731857.80	997,988.19	1226508.95	1478500.79
营业成本(万元)	462984.80	625,091.17	723640.28	901885.48
毛利率	36.7%	37.4%	41.00%	39.00%
防水涂料				
营业收入(万元)	397632.51	487,545.33	586281.96	703538.35
营业成本(万元)	243144.01	286,747.10	340043.54	415087.63
毛利润(万元)	38.9%	41.2%	42.00%	41.00%
工程业务				
营业收入(万元)	140686.40	169,623.66	270018.45	310521.21
营业成本(万元)	54413.31	65,175.00	197113.47	226680.49
毛利率	28%	27.8%	27.0%	27.0%
其他业务				
营业收入(万元)	79980.81	83,095.48	132952.77	199429.15
营业成本(万元)	71893.79	74,292.26	115668.91	171509.07
毛利率	10.1%	10.6%	13.0%	14.0%
合计				
营业收入(万元)	1404570.83	1815434.42	2215762.13	2691989.51
营业成本(万元)	918709.00	1166503.47	1376466.19	1715162.67
毛利率	34.59%	35.75%	37.88%	36.29%

资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表30： 东方雨虹可比公司估值对比情况

代码	证券简称	总市值(亿)	EPS			市盈率PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002271.SZ	东方雨虹	591.8	1.3	2.1	2.3	28.6	18.4	16.5
300737.SZ	科顺股份	120.6	0.6	1.0	1.2	33.2	20.7	16.5
300715.SZ	凯伦股份	64.7	0.8	1.3	2.1	47.8	28.6	18.4
	平均值	92.7				40.5	24.6	17.5

资料来源：估值对应5月26日收盘价，方正证券研究所

5 风险提示

房地产需求大幅下滑，基建需求不及预期，市场竞争格局恶化，原材料成本大幅上升。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15446.88	23564.19	27801.16	33617.56	营业总收入	18154.34	22157.00	26920.00	32304.00
现金	4428.41	9867.78	11668.40	14275.26	营业成本	11665.03	13765.00	17152.00	20582.00
应收账款	5636.06	6473.74	7642.72	9304.86	营业税金及附加	139.43	181.03	213.35	259.98
其它应收款	290.87	298.16	369.39	438.99	营业费用	2141.65	2592.37	3068.88	3682.66
预付账款	540.95	601.18	772.25	912.80	管理费用	965.31	1107.85	1372.92	1679.81
存货	2016.45	2583.37	3131.30	3808.44	财务费用	413.39	373.07	403.41	314.78
其他	2534.14	3739.96	4217.10	4877.22	资产减值损失	-8.35	0.00	0.00	0.00
非流动资产	6968.78	7764.29	8220.42	8436.30	公允价值变动收益	1.94	0.00	0.00	0.00
长期投资	276.64	279.55	282.50	285.43	投资净收益	3.00	2.91	2.95	2.93
固定资产	4975.53	5624.94	6006.75	6116.47	营业利润	2621.64	3697.45	4174.00	5141.63
无形资产	1085.75	1228.94	1300.31	1403.53	营业外收入	15.09	15.00	15.00	15.00
其他	630.86	630.86	630.86	630.86	营业外支出	44.77	45.00	45.00	45.00
资产总计	22415.66	31328.48	36021.58	42053.85	利润总额	2591.96	3697.45	4174.00	5141.63
流动负债	10085.60	14929.53	15699.96	17016.09	所得税	516.70	628.57	751.32	925.49
短期借款	3092.64	6092.64	5092.64	4092.64	净利润	2075.26	3068.89	3422.68	4216.14
应付账款	2641.86	3136.22	4028.79	4761.93	少数股东损益	9.32	11.62	15.93	17.89
其他	4351.10	5700.67	6578.53	8161.52	归属母公司净利润	2065.94	3057.27	3406.75	4198.25
非流动负债	2370.19	3370.19	3870.19	4370.19	EBITDA	3254.90	4550.32	5130.12	6082.61
长期借款	408.00	908.00	1408.00	1908.00	EPS (元)	1.32	2.05	2.29	2.82
其他	1962.19	2462.19	2462.19	2462.19					
负债合计	12455.79	18299.72	19570.15	21386.28	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	219.87	231.49	247.41	265.30	成长能力				
股本	1487.74	1487.74	1487.74	1487.74	营业收入	0.29	0.22	0.21	0.20
资本公积	1350.94	1350.94	1350.94	1350.94	营业利润	0.44	0.41	0.13	0.23
留存收益	6964.99	10022.26	13429.01	17627.26	归属母公司净利润	0.37	0.48	0.11	0.23
归属母公司股东权益	9740.00	12797.27	16204.02	20402.27	获利能力				
负债和股东权益	22415.66	31328.48	36021.58	42053.85	毛利率	0.36	0.38	0.36	0.36
					净利率	0.11	0.14	0.13	0.13
					ROE	0.21	0.24	0.21	0.21
					ROIC	0.22	0.28	0.29	0.32
					偿债能力				
					资产负债率	0.56	0.58	0.54	0.51
					净负债比率	0.52	0.71	0.53	0.40
					流动比率	1.53	1.58	1.77	1.98
					速动比率	1.33	1.41	1.57	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.82	0.80	0.83
					应收账款周转率	3.58	3.66	3.81	3.81
					应付账款周转率	6.34	7.67	7.51	7.35
					每股指标(元)				
					每股收益	1.32	2.05	2.29	2.82
					每股经营现金	1.01	2.02	2.49	2.86
					每股净资产	6.20	8.15	10.32	13.00
					估值比率				
					P/E	28.65	18.35	16.46	13.36
					P/B	6.08	4.62	3.65	2.90
					EV/EBITDA	17.43	-0.17	-0.60	-1.02

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的执业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com