

东方雨虹 (002271.SZ)

继续飞奔的防水龙头

核心观点:

- 公司发布 2020 年报及 2021 年 1 季报。2020 年公司实现收入 217.3 亿元, 同比+19.7%; 归母净利润 33.89 亿元, 同比+64.03%。2021 年一季度实现收入 53.77 亿元, 同比+118.13%; 归母净利润 2.96 亿元, 同比+126.08%。
- 防水份额持续提升, 多品类扩张放量。2020 年公司收入同比+19.7%, 2021Q1 收入同比+118.13%, 超出市场预期, 主要来自: 一是行业需求景气较好; 二是公司充分发挥双包竞争优势持续提升防水份额; 三是新业务明显放量, 综合性建材龙头品类扩张成效显著。
- 2020 年原材料跌价下毛利率弹性显著, 期间费用率继续下行, 净利率创上市以来新高。2020 年可比口径下毛利率为 40.02%, 同比上升 4.27pct, 毛利率上升主要来自原材料价格下降。期间费用率同比下降 0.5pct, 全年净利率 15.59%, 同比提升 4.15pct, 创上市以来新高。
- 高增速和高质量兼备, 现金流大幅改善。2020 年经营现金流净额 39.5 亿元, 同比+149%; 经营现金流净额/净利润为 117%, 同比提升 40pct, 经营现金流净额首次超过净利润, 2020 年现金流大幅好转。
- 投资建议。公司在产品和服务、渠道、规模、资金、机制和执行力多维度构筑起综合竞争力, 防水材料份额提升、装饰涂料砂浆粉料保温节能新品类扩张的中线成长逻辑清晰, 定增 80 亿元和持续强化股权激励, 接力新一轮增长动能。公司毛利率、应收、应付表现, 反映公司在产业链里地位在提升。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.78、2.32、2.89 元/股, 按最新股价对应 PE 估值分别为 29.8、22.9、18.3 倍, 参考可比公司估值和公司未来增速, 我们给予公司 2021 年 35x PE 估值判断, 对应合理价值 62.37 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。上游原材料价格持续上涨, 下游需求大幅下滑。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	18,154	21,730	30,502	39,756	49,703
增长率 (%)	29.3	19.7	40.4	30.3	25.0
EBITDA (百万元)	3,255	4,838	6,172	7,966	9,981
归母净利润 (百万元)	2,066	3,389	4,497	5,862	7,304
增长率 (%)	37.0	64.0	32.7	30.3	24.6
EPS (元/股)	1.39	1.44	1.78	2.32	2.89
市盈率 (P/E)	18.95	26.90	29.79	22.86	18.34
ROE (%)	21.2	23.2	17.2	19.0	19.9
EV/EBITDA	12.23	18.29	20.49	15.84	12.51

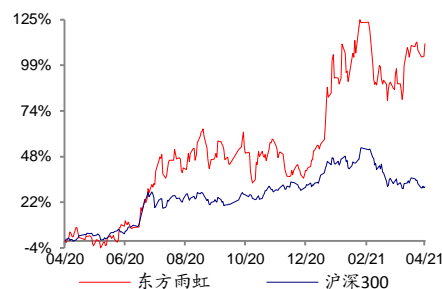
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	53.09 元
合理价值	62.37 元
前次评级	买入
报告日期	2021-04-19

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xie.lu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

东方雨虹 (002271.SZ): 持续 2021-03-28

强化长期激励, 为公司高质量增长接续充足动能

东方雨虹 (002271.SZ): 高 2020-10-27

基数上继续较快增长, 定增为长期发展蓄力

东方雨虹 (002271.SZ): 毛 2020-09-10

利率弹性凸显, 产业链中地位在提升

联系人: 张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

目录索引

一、公司发布 2020 年报及 2021 年 1 季报	4
二、东方雨虹：继续飞奔的防水龙头	4
（一）行业景气较好，公司充分发挥竞争优势继续提升防水份额，多品类扩张放量	4
（二）2020 年原材料跌价下毛利率弹性显著，2021 年原材料涨价下毛利率压力可控	6
（三）受益于毛利率上升和期间费用率下行，2020 年净利率创上市以来新高	7
（四）高增速和高质量兼备，现金流大幅改善，好于同行	7
（五）定增 80 亿元+持续强化长期激励，接力新一轮增长动能	8
三、投资建议：维持“买入”评级	11
四、风险提示	11

图表索引

图 1: 2020 年营业收入同比+19.7%.....	5
图 2: 2020 年归属净利润同比+64%.....	5
图 3: 2021 年 Q1 营业收入同比+118.13%.....	5
图 4: 2021 年 Q1 归属净利润同比+126.08%.....	5
图 5: 公司主营业务收入构成.....	6
图 6: 分产品收入增速 (%).....	6
图 7: 历史上看公司毛利率与沥青价格呈负相关关系.....	6
图 8: 华南改性沥青价格.....	6
图 9: 期间费用率分项情况.....	7
图 10: 2020 年净利率 15.59%, 创上市以来新高.....	7
图 11: 公司应收账款及票据+合同资产+预付账款.....	8
图 12: 公司应付账款及票据+预收账款.....	8
图 13: 公司经营现金流净额/归母净利润.....	8
图 14: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入.....	8
 表 1: 公司 2020 年主要财务指标.....	 4
表 2: 公司历次股权激励计划和员工持股计划.....	9

一、公司发布 2020 年报及 2021 年 1 季报

(1) 东方雨虹公布 2020 年年报: 2020 年公司实现营业收入 217.3 亿元, 同比+19.7%; 归母净利润 33.89 亿元, 同比+64.03%; 扣非净利润 30.91 亿元, 同比+64.61%。拟每 10 股派发现金红利 3.00 元 (含税)。

(2) 东方雨虹公布 2021 年一季报: 2021 年一季度实现收入 53.77 亿元, 同比+118.13%; 归母净利润 2.96 亿元, 同比+126.08%; 扣非净利润 2.73 亿元, 同比+151.74%。

表 1: 公司 2020 年主要财务指标

	2020 年末	2019 年末	增减变动
总资产 (万元)	2,784,665	2,241,566	24.23%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	1,461,438	974,000	50.04%
归属上市公司股东的每股净资产 (元/股)	6.22	6.27	-0.75%
	2020 年	2019 年	增减变动
营业总收入 (万元)	2,173,037	1,815,434	19.70%
毛利率 (%)	40.02	35.75	4.27
营业利润 (万元)	420,351	262,164	60.34%
利润总额 (万元)	415,532	259,196	60.32%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	338,887	206,594	64.03%
基本每股收益 (元/股)	1.51	1.44	0.07
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	395,170	158,896	148.70%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	1.68	1.07	0.61

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 2020 年因执行新会计准则, 原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本核算, 2020 年毛利率剔除了运输装卸费影响

二、东方雨虹: 继续飞奔的防水龙头

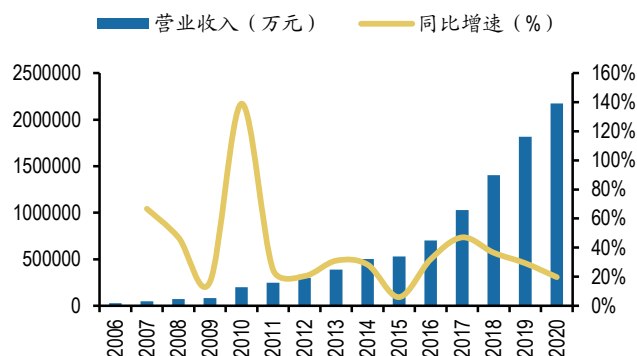
(一) 行业景气较好, 公司充分发挥竞争优势持续提升防水份额, 多品类扩张放量

2020 年公司实现营业收入 217.3 亿元, 同比+19.7%, 其中 Q1-Q4 增速分别为 -8.2%、21%、24.2%、28.4%, 前低后高逐季改善。分业务来看, 2020 年防水卷材收入同增+12.6% (占比 52%)、防水涂料收入同增+23.4% (占比 28%)、防水工程施工收入同增+40.7% (占比 15%), 其他业务收入同增+32.7% (占比 5%), 均保持较好增长态势, 其中防水工程施工和其他业务 (新产品) 增速靓丽。2021 年一季度实现收入 53.77 亿元, 同比+118.1%, 超出市场预期。

公司收入继续保持快速增长主要有几方面原因: (1) 行业需求景气较好: 根据中国建筑防水协会统计, 2020 年建筑防水材料总产量预计为 25.15 亿平方米, 同比增长 3.6%; 规模以上防水企业的主营业务收入 1087 亿元, 同比增长 4.6%, 利润总额达

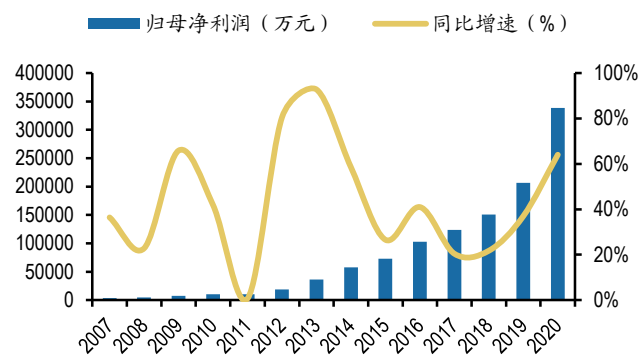
73.97亿元，同比增长12.07%。防水行业景气的原因，一是下游房地产和基建需求依然较好，根据国家统计局，2020年房地产新开工面积同比增速-1.2%，广义基建增速达3.4%，2021年1季度房地产新开工面积同比增速28.2%，广义基建增速达26.8%；二是行业标准提高带来单位用量的提升。（2）公司充分发挥竞争优势，防水主业市占率进一步提升：按照行业规模以上防水企业营收1087亿元计算，公司2020年市占率达20%（较2019年提升2pct）；从报表来看，防水工程施工（双包的施工服务部分）收入增速最快（40.7%），占比也达到15%，基本为过去10年里最高水平，材料加施工双包业务带领公司继续飞奔，双包运营模式也是公司最具竞争力的点，公司在产品和服务、渠道、资金、规模、机制和执行力多维度构筑起综合竞争力。（3）新品类在放量：依托防水主业所积累的品牌优势、客户资源及销售渠道，旗下多个品类（建筑涂料、砂浆粉料、保温节能等业务）在放量，在2020年500强房企首选供应商服务商品牌中，东方雨虹有7个品类（东方雨虹防水+德爱威+卧牛山+华砂砂浆+东方雨虹建筑修缮+孚达+洛迪科技）入选前十，预计2020年涂料+保温+砂浆粉料收入达到30亿元，2021年一季度涂料+保温+砂浆粉料收入超过6亿元，增速超过200%，2020年以来新业务明显放量，综合性建材龙头品类拓展成效显著。

图 1：2020 年营业收入同比+19.7%



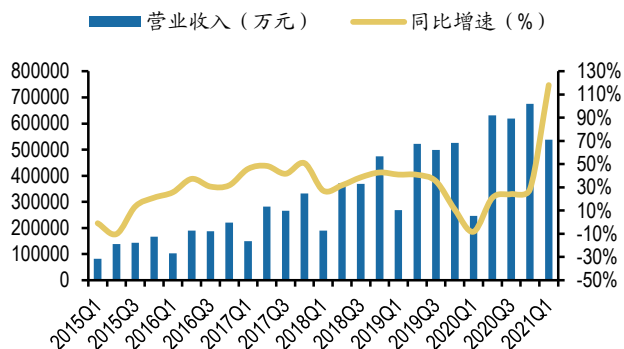
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：2020 年归属净利润同比+64%



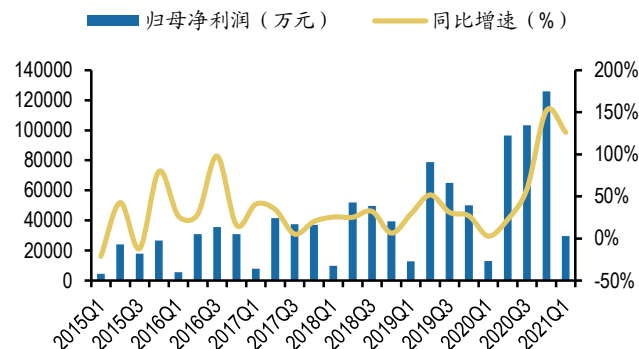
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：2021 年 Q1 营业收入同比+118.13%



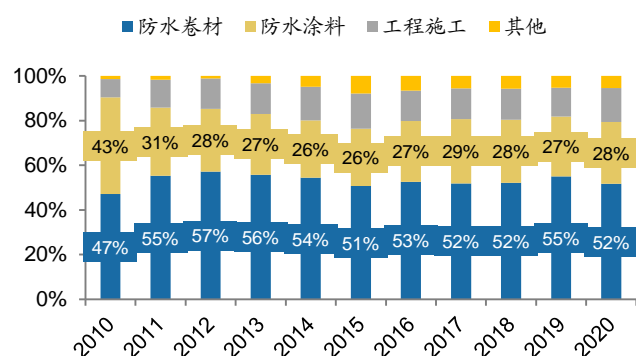
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：2021 年 Q1 归属净利润同比+126.08%



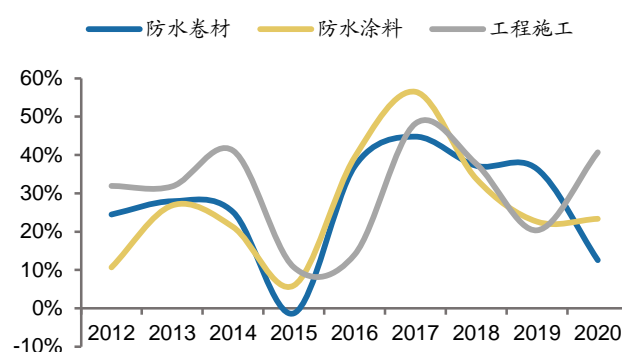
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5：公司主营业务收入构成



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图6：分产品收入增速 (%)



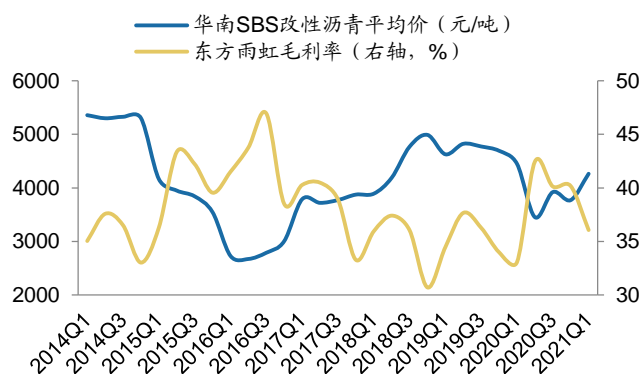
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（二）2020 年原材料跌价下毛利率弹性显著，2021 年原材料涨价下毛利率压力可控

公司2020年毛利率37.04%，同比提升1.3pct，因执行新会计准则，原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本核算，剔除该影响后，可比口径下毛利率为40.02%，较上年同期上升4.27pct，毛利率上升主要来自原材料价格下降。从历史上来看，公司毛利率与沥青价格整体呈现负相关关系；根据百川资讯，2020年华南改性沥青均价同比2019年下降18%，沥青价格走低带来公司毛利率弹性（公司产品成本构成中直接材料占90%以上，主要以改性沥青为主）。

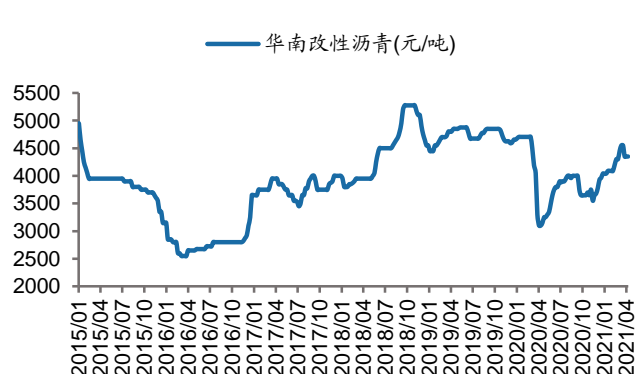
2021年一季度公司毛利率32.87%，较上年同期下降0.21pct，因执行新会计准则，原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本核算，剔除该影响后，可比口径下毛利率为36.07%，较上年同期上升3.0pct，虽然一季度沥青价格一直在上涨，但公司毛利率仍显著提升：原因一是虽然沥青价格持续上涨，但一季度均价仍不比去年同期高；二是公司强大的冬储能力；三是公司3月份初开始对不同订单产品逐步进行提价。近期沥青价格跟随油价有所下行，考虑到今年油价同比去年上涨的普遍预期，全年原材料成本同比仍会保持上涨态势，但在公司各项管控下，全年毛利率下行压力不大。

图7：历史上看公司毛利率与沥青价格呈负相关关系



数据来源：公司财报，百川资讯，广发证券发展研究中心

图8：华南改性沥青价格



数据来源：百川资讯，广发证券发展研究中心

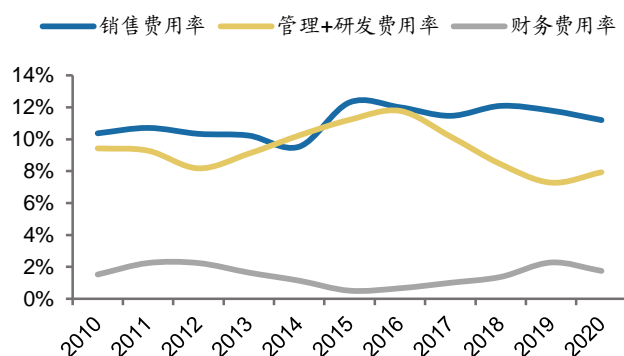
（三）受益于毛利率上升和期间费用率下行，2020 年净利率创上市以来新高

从2020年费用端来看，可比口径下（将2020年运费加回销售费用），公司2020年期间费用率为20.9%，同比下降0.5pct。分项来看：（1）销售费用率11.2%，同比下滑0.6pct，主要来自规模增加后的摊薄效应，工资薪酬、广告宣传推广费、运输装卸费增速均低于收入增速。（2）财务费用率1.7%，同比下降0.5pct，主要来自利息费用同比下降29%，系本期可转债转股利息减少所致。（3）管理费用率5.8%，同比上升0.5pct，主要系股权激励费用和摊销费用大幅增加所致，股权激励费用从2019年的1902万元上升至16006万元，同比增加742%，折旧摊销费用同比增加34%，均高于收入增速；根据公司第三期限制性股权激励计划费用摊销测算，2021-2023年摊销费用分别为8836、4664、1841万元，对利润的影响将逐年下降；此外，2021年股票期权激励计划产生的股权激励成本也将在管理费用列示。（4）研发费用率2.1%，同比上升0.2pct，主要系公司加大研发投入所致，有利于稳固公司产品领先的竞争力。

2020年由于毛利率大幅上升和费用率小幅下降，2020年公司净利率15.59%，同比提升4.15pct，创上市以来新高，显示公司强大的盈利弹性。

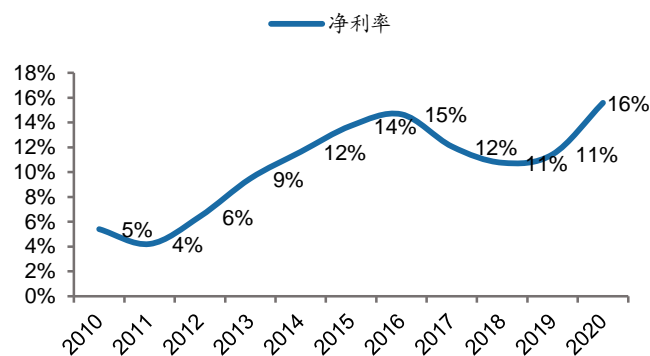
2021年一季度可比口径下（将2020年运费加回销售费用）的期间费用23.1%，同比下降2.9pct，各个分项费用率均有下滑，尤其是销售费用率和财务费用率，原因如上所述。

图9：期间费用率分项情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图10：2020 年净利率 15.59%，创上市以来新高



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（四）高增速和高质量兼备，现金流大幅改善，好于同行

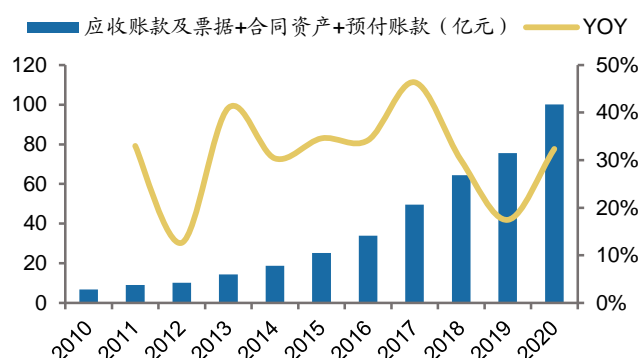
对下游的议价能力来看，2020年应收账款及票据76.5亿元，同比去年+9%，低于收入增速，若加上2020年合同资产19亿元（2019年合同资产为0），则2020年应收账款及票据+合同资产为95.5亿元，同比+36%，高于收入增速，判断和防水工程施工已完工未结算规模增加、销售卷材和涂料等商品及提供防水工程施工服务相关的质保金增加有关。2020年预付款项4.5亿元，2019年为5.4亿元，同比有所较少。综合应收和预付来看，公司对下游议价能力有些许减弱，原因主要是“三道红线”融资政

策收紧下地产商资金紧张使得供应链回款周期拉长。尽管公司应收+合同资产同比有所增加，但相较于同行已属较好水平。

对上游的议价能力来看，2020年应付账款及票据36.4亿元，同比+10.7%；2020年合同负债为20.8亿元，2019年预收账款为15.1亿元；综合应付和预收来看，公司对上游议价能力在增强。

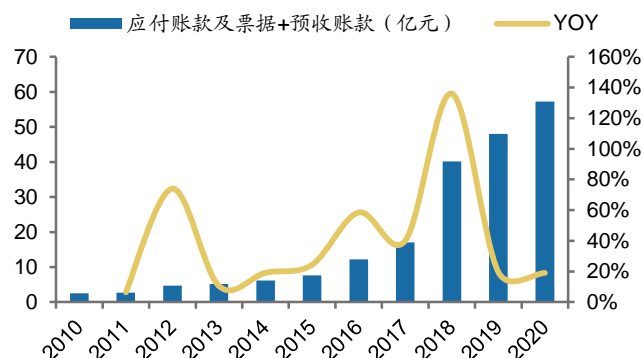
从现金流角度来看，2020年经营现金流净额39.5亿元（2019年为15.9亿元），同比+149%；经营现金流净额/净利润为117%（2019年为77%），同比提升40pct，经营现金流净额首次超过净利润，2020年现金流大幅好转，好于可比公司。2020年销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为115%，同比提升7.1pct。

图11：公司应收账款及票据+合同资产+预付账款



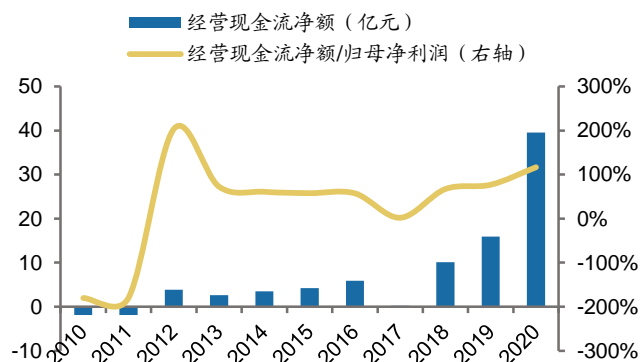
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图12：公司应付账款及票据+预收账款



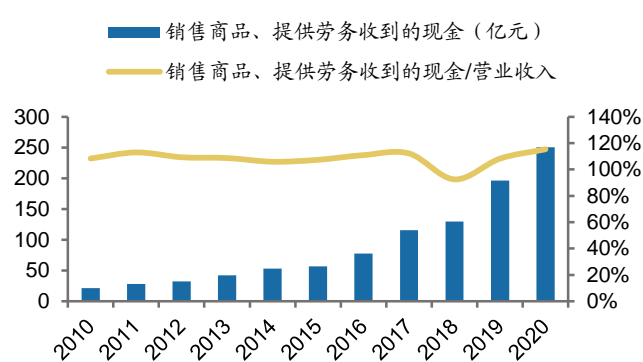
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图13：公司经营现金流净额/归母净利润



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图14：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（五）定增 80 亿元+持续强化长期激励，接力新一轮增长动能

80亿元定增落地，将增强公司长期竞争力。2020年公司公告拟非公开发行股票，总募资不超过80亿元，用于多产品的生产基地建设、补充流动资金等13个项目，计划投资总额高达95.5亿元。2021年4月8日新增股份上市，发行数量1.76亿股，发行价格45.5元/股，募集资金80亿元。公司通过使用募集资金加大生产基地布局，能够进

进一步加强在全国范围内的保供能力与响应速度，同时补充流动资金也有助于公司改善资本结构，提升营运能力。

2021年3月26日，公司发布2021年股票期权激励计划和2021年员工持股计划：（1）2021年股票期权激励计划拟授予激励对象4160人，包括中层管理人员及核心业务（技术）骨干，拟授予5200.45万份股票期权，占总股本2.22%，股票来源为向激励对象定向发行A股普通股股票，行权价格为48.99元/份，业绩考核目标为2021/2022/2023/2024年归母扣非净利润较2020年增速不低于25%/56%/95%/144%（历年复合增速25%），应收账款增长率不高于营业收入增长率。**（2）公司发布2021年员工持股计划**参与对象1611人，拟筹集资金总额17亿元，股票来源为通过二级市场购买（包括但不限于竞价交易、大宗交易）、协议转让等方式购买的标的股票，本员工持股计划锁定期1年，存续期5年，实控人李卫国先生为参与本次员工持股计划的员工资金提供8%收益率托底保证，公司设定了针对持有人层面的绩效考核指标。

持续强化长期激励效果，实现公司与员工的共创共享，为公司高质量增长接续充足动能。自上市以来公司累计实施过三期股权激励计划，分别授予311人、1197人、1752人，此次股票期权激励计划授予人数达到4160人，占公司总人数52%（按2019年底公司员工总人数计算），基本覆盖了各业务线员工，和前三期相比，此次股票期权激励计划覆盖面更广、激励人数更多，给予公司管理层和骨干员工充足的激励动力，整体看历次股权激励均超额完成解锁条件，此次股权激励计划将利润和应收账款增速同时纳入考核条件，也将为公司继续高质量增长接续充足动能。公司实控人对员工持股计划兜底8%的资金年化收益率，一方面体现了管理层对公司长期内在价值的坚定信心，提升员工对公司的投资信心；另一方面有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，共同关注公司的长远发展，实现公司与员工的共创共享。

表2：公司历次股权激励计划和员工持股计划

	第一期 限制性股票激励	第二期 限制性股票激励	第三期 限制性股票激励	2021 年股票期权激励和员工持股计划	
				2021 年股票期权激励	2021 年员工持股计划
预案公告日	2012/10/11	2016/7/1	2019/9/21	2021/3/27	2021/3/27
授予完成公告日	首次授予：2013/9/3 预留授予：2014/8/5	首次授予：2016/9/29 预留授予：2017/8/29	2019/12/11	/	/
人数/占比	首次授予：311（占比 10%） 预留授予：19	首次授予：1197（占比 22%） 预留授予：24	1752（占比 22%）	4160（占 2019 年总人数 52%）	1611（占 2019 年总人数 20%）
授予数量（万股）	1701.4（占总股本 4.95%） 首次授予：1631.6 预留授予：69.8	6398（占总股本 7.7%） 首次授予：6312.6 预留授予：85.4	2736.25（占总股本 1.84%）	5200.45（占总股本 2.22%）	按 2021/3/26 收盘价计算不超过 6800 万股（占总股本 2.90%）
股票来源	定向发行新股	定向发行新股 5400 万股+ 回购 998 万股	定向发行新股 382 万股+回购 2354 万股	定向发行新股	通过二级市场购买（包括但不限于竞价

					交易、大宗交易)、协议转让等方式
授予价格/折价	首次授予: 6.83 (50%) 预留授予: 12.80	首次授予: 8.24 (50%) 预留授予: 18.31	10.77 (50%)	48.99 (0%)	/
解锁比例	4 年各解锁 25%	4 年各解锁 25%	4 年各解锁 25%	4 年各解锁 25%	锁定期 1 年, 存续期 5 年
解锁条件	首次授予: 以 2012 年净利润为基数, 2013-2016 年净利润增长率不低于 25%/55%/95%/145%, 期间加权 ROE 不低于 13%	首次授予: 以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 2017-2020 年净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%, 期间加权 ROE 不低于 13.5%	2020-2021 年净利润不低于 19.13/23.91 亿元; 以 2019 年净利润值为基数, 2022-2023 年公司净利润增长率不低于 73%/107%, 期间应收账款余额增速低于当年营业收入增速	以 2020 年净利润为基数, 2021-2024 年净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%, 期间应收账款增长率不高于营业收入增长率。	针对持有人层面的绩效考核指标, 对持有人个人在员工持股计划存续期的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价
	预留授予: 以 2012 年净利润为基数, 2014-2017 年净利润增长率不低于 55%/95%/145%/205%, 期间加权 ROE 不低于 13%	预留授予: 以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 2018-2021 年净利润增长率不低于 56%/95%/144%/205%, 期间加权 ROE 不低于 13.5%			
实际业绩表现	以 2012 年净利润为基数, 2013-2017 年净利润增长率为 108%/236%/281%/482%/594%, 期间 ROE 在 16%-25%之间	以 2015 年净利润的 1.25 倍为基数, 2017-2019 年净利润增长率为 46%/69%/140%, 期间加权 ROE 在 18%-20%之间	/	/	/
其他	/	/	/	/	实控人李卫国先生为参与本次员工持股计划的员工资金提供托底保证, 员工自有(自筹)资金年化收益率如低于 8%, 则由李卫国先生对员工自有资金本金兜底补足, 且为员工自有(自筹)资金提供年化利率 8% (单利) 的补偿。

数据来源: 公司限制性股票激励计划公告, 公司股票期权激励计划公告, 公司员工持股计划公告, 广发证券发展研究中心

注 1: “净利润”指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润

注 2: 第一期、第二期、第三期限限制性股票激励实际情况较预案公告有调整, 此处为实际情况

三、投资建议：维持“买入”评级

公司在产品和服务、渠道、规模、资金、机制和执行力多维度构筑起综合竞争力，防水材料份额提升、装饰涂料砂浆粉料保温节能等新品类扩张的中线成长逻辑清晰，定增80亿元和持续强化股权激励，接力新一轮增长动能。公司毛利率、应收、应付表现，反映公司在产业链里地位在提升。我们预计2021-2023年EPS分别为1.78、2.32、2.89元/股，按最新股价对应PE估值分别为29.8、22.9、18.3倍，参考可比公司估值和公司未来增速，我们给予公司2021年35x PE估值判断，对应合理价值62.37元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

上游原材料价格持续上涨：公司产品主要原材料是沥青等石油化工产品，若未来原油价格大幅上升，可能存在影响公司的风险；

下游需求大幅下滑：防水材料下游重要需求来自房地产，若房地产景气度大幅下滑，可能存在影响公司的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	15,447	19,387	27,580	32,044	37,122	经营活动现金流	1,589	3,952	2,177	4,905	6,230
货币资金	4,428	6,016	9,000	9,300	10,500	净利润	2,075	3,387	4,502	5,868	7,312
应收及预付	7,558	8,100	11,385	13,380	15,251	折旧摊销	369	486	539	593	652
存货	2,016	1,199	1,634	2,130	2,683	营运资金变动	-1,321	-211	-2,741	-1,395	-1,615
其他流动资产	1,444	4,072	5,561	7,234	8,688	其它	466	290	-123	-159	-118
非流动资产	6,969	8,459	12,295	15,086	17,825	投资活动现金流	-1,374	-1,744	-4,247	-3,246	-3,280
长期股权投资	0	166	166	166	166	资本支出	-1,301	-1,520	-4,321	-3,325	-3,328
固定资产	4,349	4,755	8,338	10,880	13,377	投资变动	-110	-263	-200	-200	-200
在建工程	627	712	812	912	1,012	其他	37	39	275	278	249
无形资产	991	1,491	1,635	1,773	1,905	筹资活动现金流	-664	-818	5,054	-1,359	-1,750
其他长期资产	1,003	1,335	1,345	1,355	1,365	银行借款	4,073	3,549	-1,834	5	-88
资产总计	22,416	27,847	39,875	47,130	54,946	股权融资	329	8	174	0	0
流动负债	10,086	12,132	12,556	15,120	17,084	其他	-5,065	-4,375	6,714	-1,364	-1,663
短期借款	3,093	2,525	680	676	578	现金净增加额	-419	1,360	2,984	300	1,200
应付及预收	4,806	3,643	4,853	5,972	6,627	期初现金余额	4,631	4,212	6,016	9,000	9,300
其他流动负债	2,187	5,964	7,022	8,472	9,879	期末现金余额	4,212	5,572	9,000	9,300	10,500
非流动负债	2,370	883	893	903	913						
长期借款	408	422	432	442	452						
应付债券	1,585	0	0	0	0						
其他非流动负债	378	461	461	461	461						
负债合计	12,456	13,016	13,449	16,023	17,997						
股本	1,488	2,349	2,524	2,524	2,524						
资本公积	1,351	2,792	10,616	10,616	10,616						
留存收益	6,965	9,849	13,442	18,116	23,951						
归属母公司股东权益	9,740	14,614	26,205	30,880	36,715						
少数股东权益	220	217	221	227	234						
负债和股东权益	22,416	27,847	39,875	47,130	54,946						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,154	21,730	30,502	39,756	49,703	成长能力					
营业成本	11,665	13,681	19,880	25,920	32,642	营业收入增长	29.3%	19.7%	40.4%	30.3%	25.0%
营业税金及附加	139	186	261	340	425	营业利润增长	44.2%	60.3%	31.7%	30.3%	24.6%
销售费用	2,142	1,788	2,440	3,021	3,579	归母净利润增长	37.0%	64.0%	32.7%	30.3%	24.6%
管理费用	965	1,261	1,678	2,306	2,734	获利能力					
研发费用	357	464	610	795	994	毛利率	35.7%	37.0%	34.8%	34.8%	34.3%
财务费用	413	380	450	537	713	净利率	11.4%	15.6%	14.8%	14.8%	14.7%
资产减值损失	-8	-46	-31	-40	-50	ROE	21.2%	23.2%	17.2%	19.0%	19.9%
公允价值变动收益	2	1	0	0	0	ROIC	15.4%	19.5%	16.4%	18.4%	19.8%
投资净收益	3	208	275	278	249	偿债能力					
营业利润	2,622	4,204	5,534	7,214	8,989	资产负债率	55.6%	46.7%	33.7%	34.0%	32.8%
营业外收支	-30	-48	-11	-15	-18	净负债比率	125.1%	87.8%	50.9%	51.5%	48.7%
利润总额	2,592	4,155	5,523	7,199	8,971	流动比率	1.53	1.60	2.20	2.12	2.17
所得税	517	769	1,021	1,331	1,659	速动比率	1.28	1.31	1.78	1.64	1.65
净利润	2,075	3,387	4,502	5,868	7,312	营运能力					
少数股东损益	9	-2	5	6	7	总资产周转率	0.81	0.78	0.76	0.84	0.90
归属母公司净利润	2,066	3,389	4,497	5,862	7,304	应收账款周转率	3.22	3.56	3.56	4.06	4.56
EBITDA	3,255	4,838	6,172	7,966	9,981	存货周转率	9.00	18.12	18.67	18.66	18.53
EPS (元)	1.39	1.44	1.78	2.32	2.89	每股指标 (元)					
						每股收益	1.39	1.44	1.78	2.32	2.89
						每股经营现金流	1.07	1.68	0.86	1.94	2.47
						每股净资产	6.55	6.22	10.38	12.24	14.55
						估值比率					
						P/E	18.95	26.90	29.79	22.86	18.34
						P/B	4.02	6.24	5.11	4.34	3.65
						EV/EBITDA	12.23	18.29	20.49	15.84	12.51

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。