

投资评级 优于大市 维持

## 成本需求利好频现，减值风险仍需关注

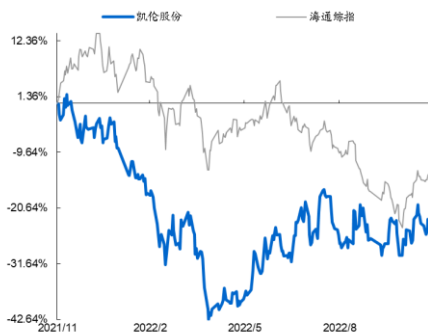
### 股票数据

11月29日收盘价(元)	15.20
52周股价波动(元)	10.97-20.01
总股本/流通A股(百万股)	385/278
总市值/流通市值(百万元)	5851/4225

### 相关研究

《三季度收入和归母净利润继续承压》 2022.10.25
《去风险优先，定位光伏产业链系统服务商》 2022.09.27
《MBP 专利案原告撤诉，地产链有望修复》 2021.12.08

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.4	4.9	1.7
相对涨幅(%)	4.0	7.4	10.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

### 投资要点:

- 需求端地产利好频出，利好上游防水行业需求。**据中国银行间交易商协会官网11月8日消息，交易商协会将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，“第二支箭”延期并扩容。11月14号，中国银保监会、住房和城乡建设部、人民银行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，《通知》主要为支持优质房地产企业合理使用预售监管资金，防范化解房地产企业流动性风险，促进房地产市场平稳健康发展。金融机构加大对房地产企业流动性支持，根据上海证券报11月24日报道，交通银行向万科集团、美的置业提供授信意向额度超千亿元；中国银行为万科集团提供不超过1000亿元授信额度；农业银行与5家房企签署银企战略合作协议，围绕商品房、保障房、城市更新等重点领域加深合作。同时，根据央广网11月24日消息，工商银行与万科集团、金地集团、绿城中国、龙湖集团、碧桂园集团、美的置业、金辉集团等12家全国性房地产企业，以总对总方式签订战略合作协议，提供意向性融资总额达6550亿元。11月28日，证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问。回答中提到，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行。5项措施具体包括：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用和积极发挥私募股权投资基金作用。
- 成本端：沥青价格回调，预计成本压力将缓解。**石油产品价格上涨影响，防水企业21年和22Q1-3毛利润均承压。SHFE沥青期货结算价月平均值从9月开始同比增幅有收窄趋势，我们预计公司原材料成本压力减小趋势将逐渐体现。
- 截至22年年中，公司应收账款和其他应收款坏账计提比例不高，仍存在计提减值增加风险。**截至22年6月底，公司对恒大集团、蓝光集团的应收账款余额分别为1.92亿元和0.29亿元，单项计提比例分别为50%和30%。此外，公司22H1其他应收款坏账计提比例低于同行业公司东方雨虹和科顺股份，因此我们认为，公司计提坏账有增加的风险。
- 盈利与估值。**我们预计公司2022-2024年EPS分别为0.18、0.46、0.69元/股。可比上市公司2022年预测PB的平均数为7.8倍，给予公司2.3-2.6倍预测PB，对应2022年合理价值区间16.81-19.01元/股，“优于大市”评级。
- 风险提示。**下游地产客户资金风险，沥青价格大幅提升风险。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2008	2586	2459	3001	3664
(+/-)YoY(%)	72.3%	28.8%	-4.9%	22.0%	22.1%
净利润(百万元)	279	72	68	178	264
(+/-)YoY(%)	105.7%	-74.2%	-5.3%	161.3%	48.4%
全面摊薄EPS(元)	0.72	0.19	0.18	0.46	0.69
毛利率(%)	43.2%	30.3%	26.1%	30.7%	32.2%
净资产收益率(%)	20.8%	2.6%	2.4%	6.0%	8.4%

资料来源：公司年报(2020-2021)，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 2022.11.29)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E
300737.SZ	科顺股份	14.07	0.36	0.61	0.81	39.1	23.1	17.3	3.0
603737.SH	三棵树	124.77	1.61	2.61	3.89	77.6	47.8	32.1	17.5
002271.SZ	东方雨虹	34.08	1.15	1.68	2.15	29.6	20.3	15.8	3.0
平均数						48.8	30.4	21.8	7.8

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	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2586</b>	<b>2459</b>	<b>3001</b>	<b>3664</b>
每股收益	0.19	0.18	0.46	0.69	营业成本	1801	1817	2079	2484
每股净资产	7.22	7.31	7.65	8.15	毛利率%	30.3%	26.1%	30.7%	32.2%
每股经营现金流	-0.98	0.67	0.34	0.69	营业税金及附加	12	12	15	18
每股股利	0.60	0.05	0.14	0.21	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	197	172	210	257
P/E	81.35	85.93	32.88	22.16	营业费用率%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%
P/B	2.11	2.08	1.99	1.87	管理费用	117	123	150	183
P/S	2.29	2.38	1.95	1.60	管理费用率%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	43.03	18.21	12.07	9.41	EBIT	105	212	396	539
股息率%	<b>3.9%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>	财务费用	18	24	48	62
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.7%	1.0%	1.6%	1.7%
毛利率	30.3%	26.1%	30.7%	32.2%	资产减值损失	-4	-6	-7	-7
净利润率	2.8%	2.8%	5.9%	7.2%	投资收益	-4	-2	0	0
净资产收益率	2.6%	2.4%	6.0%	8.4%	<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>210</b>	<b>311</b>
资产回报率	1.3%	1.2%	2.8%	3.7%	营业外收支	-2	-1	-2	-2
投资回报率	2.3%	4.6%	7.3%	9.1%	<b>利润总额</b>	<b>76</b>	<b>79</b>	<b>209</b>	<b>309</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	165	343	551	709
营业收入增长率	28.8%	-4.9%	22.0%	22.1%	所得税	5	11	29	43
EBIT 增长率	-69.5%	102.1%	87.0%	36.0%	有效所得税率%	6.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	-74.2%	-5.3%	161.3%	48.4%	少数股东损益	-1	-1	1	2
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>72</b>	<b>68</b>	<b>178</b>	<b>264</b>
资产负债率	49.9%	48.9%	53.8%	55.9%					
流动比率	2.02	2.34	2.09	2.12	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.82	2.01	1.81	1.83	货币资金	1532	762	930	1136
现金比率	0.72	0.48	0.45	0.47	应收账款及应收票据	2019	2164	2545	3009
<b>经营效率指标</b>					存货	229	289	330	395
应收账款周转天数	237.26	290.00	280.00	270.00	其它流动资产	549	463	508	570
存货周转天数	46.34	58.00	58.00	58.00	流动资产合计	4328	3678	4313	5110
总资产周转率	0.46	0.45	0.47	0.51	长期股权投资	0	9	9	9
固定资产周转率	3.10	2.22	2.48	3.01	固定资产	834	1108	1211	1219
					在建工程	139	339	439	349
					无形资产	154	198	230	257
					非流动资产合计	1300	1827	2063	2008
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5628</b>	<b>5505</b>	<b>6376</b>	<b>7119</b>
净利润	72	68	178	264	短期借款	696	23	332	366
少数股东损益	-1	-1	1	2	应付票据及应付账款	955	1045	1168	1395
非现金支出	315	265	329	381	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	14	70	78	99	其它流动负债	491	504	562	648
营运资金变动	-785	-143	-456	-481	流动负债合计	2142	1572	2061	2410
<b>经营活动现金流</b>	<b>-384</b>	<b>259</b>	<b>132</b>	<b>265</b>	长期借款	604	1054	1304	1504
资产	-346	-653	-391	-116	其它长期负债	64	64	63	63
投资	-12	-9	0	0	非流动负债合计	669	1118	1367	1567
其他	-1009	-3	0	0	<b>负债总计</b>	<b>2811</b>	<b>2690</b>	<b>3429</b>	<b>3977</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1368</b>	<b>-665</b>	<b>-391</b>	<b>-116</b>	实收资本	390	385	385	385
债权募资	414	-224	559	234	归属于母公司所有者权益	2815	2813	2945	3137
股权募资	1548	-55	0	0	少数股东权益	2	2	3	5
其他	-333	-85	-131	-177	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5628</b>	<b>5505</b>	<b>6376</b>	<b>7119</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1630</b>	<b>-364</b>	<b>427</b>	<b>56</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-123</b>	<b>-769</b>	<b>168</b>	<b>206</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 29 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业  
潘莹练 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： 鲁阳节能,天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,坚朗五金,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,华达新材,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。