中泰证券 ZHONGTAI SECURITIES

(002271)/ +

测

S0740518010001

021-20315169

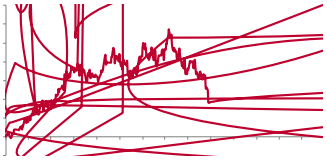
Email zhangyan@r.qlzq.com.cn

Email zhuzk@r.qlzq.com.cn

Email sunying@r.qlzq.com.cn

( )	14.92
( )	9.96
( )	18.68
( )	279
( )	210

测



	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	102.93	140.46	174.01	205.17	235.81
yoy%	47.04%	36.46%	23.89%	17.91%	14.94%
	12.39	15.08	19.42	22.95	26.52
yoy%	20.43%	21.74%	28.76%	18.16%	15.58%
	0.83	1.01	1.30	1.54	1.78
	0.26	2.19	0.56	2.37	0.76
	18.4%	19.1%	19.6%	19.9%	19.9%
P/E	22.50	18.48	14.35	12.15	10.51
PEG	0.99	0.89	0.60	0.53	0.51
P/B	4.15	3.53	2.82	2.42	2.09

事件：4 月 25 日，公司公布了 2019Q1 季报。2019Q1，公司实现营业收入 26.86 亿元，同比提高 41.01%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比提高 28.89%；实现扣非后归母净利润 1.07 亿元，同比提高 40.48%。

“需求强韧性+份额提升”促 2019Q1 营收保持 40%以上增速。2018 年公司在安徽芜湖、青岛莱西、杭州建德、河南濮阳投资建设的生产基地相继投产，2018Q1-Q4 营收为 19.05/37.08/36.88/49.03 亿元，同比增长 27.2%/31.8%/38.6%/47.56%，现逐季加速的态势。受益于新开工增长加速，叠加行业集中度提升趋势，2019Q1 的营业收入继续保持 40%以上的增长。

从现金流情况看，货币资金余额较 2018Q4 减少 35.66 亿元。由于履约保证金提高，导致 2019Q1 的其他应收款的余额为 19.68 亿元，环比 2018Q4 大幅提高；由于储备原材料增加，导致存货增加 4.68 亿元至 26.40 亿元，消耗货币资金；应付票据环比减少 13.88 亿至 18.12 亿元，主要是应付账款期初余额里部分货款系上年已采用承兑汇票背书转让方式偿付，对应的部分承兑汇票于本报告期到期及公司本期偿还货款所致.

2019Q1 单季度毛利率环比改善 3.8 个百分点至 34.5%。我们认为，一方面是由于沥青价格在今年年初位于相对低位，成本端的下降带动毛利率提升。另一方面，去年四季度是工程收入集中结转，而工程端的毛利率较低造成基数较低。

公司的实际所得税率约为 15.8%，环比大幅降低。由于 2018 年公司新投放产能较多，部分工厂暂未拿到高新技术企业资质，因而去年适用的所得税税率有所提升，而伴随着工厂陆续获得高新基数企业资质，2019Q1 公司的缴税税率大幅降低。

公司深度绑定优质下游，产能+品类扩张再发力。

1）公司渠道力、产能规模优势持续增强促市占率提升，成本传导能力增强：公司近年凭借逐渐增强的综合竞争力，持续拓展下游客户，截止 2018 年年底公司在 TOP100 地产商中已有 52 家客户，相较 2017 年的 47 家有明显增长，而防水行业集中度低，未来仍然有持续提升的空间；公司调整渠道布

局，划分北方、华东、华南三大区域中心，更能集中区域优势力量开拓市场，提升经营效率；而随着公司的品牌认可度和综合竞争力的提升，以及客户对产品、综合服务品质的要求持续增长，**公司的议价能力和成本传导能力有望明显增强。**同时，存量市场的逐渐扩大也将成为公司未来重要的赢利点。

2）资金优势+产能扩张共筑壁垒：公司可转债募集资金主要用于于产能扩张，增强全国布局完善度，快速提升产能规模壁垒和综合服务优势，未来在“集采”大趋势下有望更为受益。

3）品牌“一元多极”化发展，新品类扩张增加新市场空间：公司持续扩大产品品类，如家用涂料、保温材料、硅藻泥产品等，充分利用公司的品牌和渠道优势，未来有望通过品类扩张成长为建材巨头公司。

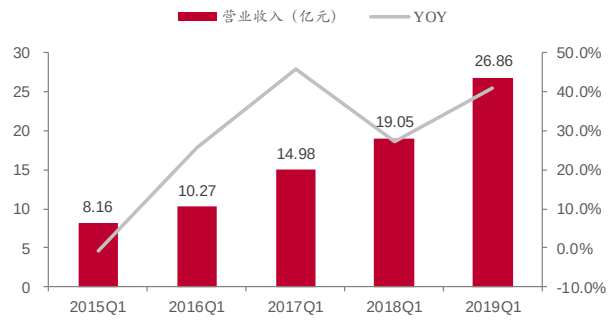
新常态下公司改变经营战略，由相对粗放的“高速”发展向精细的“高质”发展转变，迈入新的增长阶段。从历史上看，公司地产链条快速扩张的过程中，积极拓展市场、快速扩大产能，这一战略取得了重要的成功；然而近年随着行业增速逐渐回落，公司维持过去收入增速的代价是经营质量和盈利能力一定程度上的牺牲。为了适应新常态下的行业发展特性，公司逐渐调整经营战略，在未来发展中将更加重视客户与项目的质量、保证应收账款与账期的安全性。**未来收入增速中枢可能不会有历史上那么高，但是经营的抗风险能力和质量会出现提升。**

我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 19.42 和 22.95 亿，对应 PE 为 14.4 和 12.2 倍，维持 “增持”评级。

风险提示：宏观经济风险、原材料大幅波动、应收账款增加或称为坏账风险

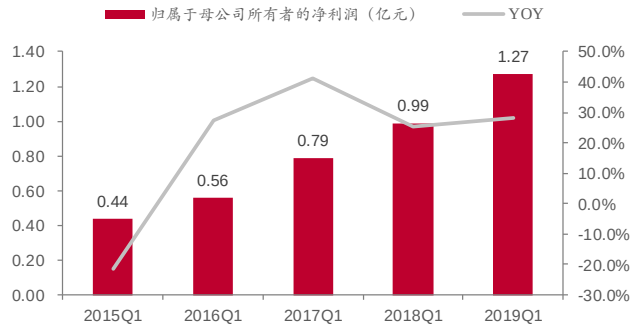
并

1



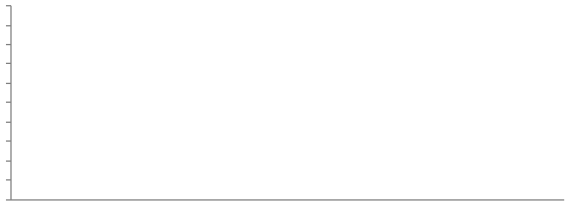
来源：wind，中泰证券研究所

2



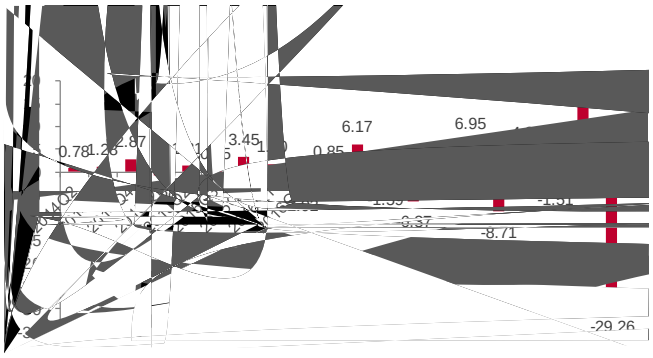
来源：wind，中泰证券研究所

3 %



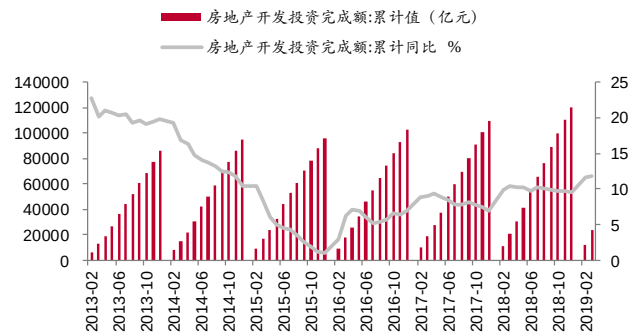
来源：wind，中泰证券研究所

4



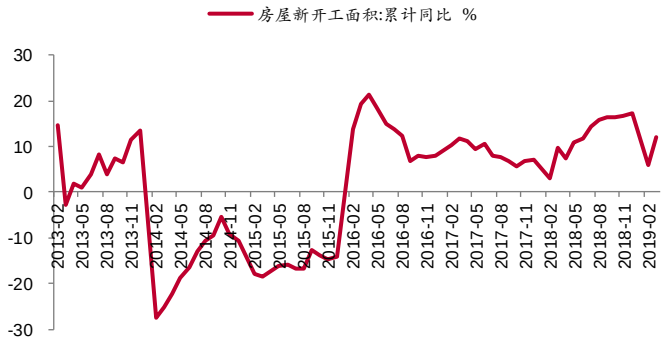
来源：wind，中泰证券研究所

5 发



来源：wind，中泰证券研究所

6 发



来源：wind，中泰证券研究所

并

7

EBITDA/
EBIT/

来源：中泰证券研究所

		6~12 15%
		6~12 5%~15%
		6~12 -10%~+5%
		6~12 10%
		6~12 10%
		6~12 -10%~+10%
		6~12 10%
6~12 测 d A 测 300 测 测 测 500 d		