收入结构与费用改善，减隔震协同进行时

——科顺股份 2022 年中报点评

核心观点

- **外部冲击业绩下滑，费用与现金流初现改善。** 22H1 公司收入/归母净利 41.4/2.4 亿，YoY+10.1/-48.0%；其中 22Q2 收入/归母净利为 24.1/1.5 亿，YoY+4.6/-52.0%。公司业绩出现较为明显下滑，主要还是地产/疫情/成本/坏账等外部因素的冲击导致。22H1 销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.8/3.7/1.0/3.5%，YoY-0.1/-0.3/-0.2/+0.5pct，四项费用率合计 YoY-0.2pct。公司经营层面积极缩减费用，财务费用增加主要是利息支出增加所致。22H1 信用减值损失计提 1.0 亿元，环比 21H2 下降 36.1%，公司仍持续计提信用减值，但额度减小，信用风险逐步出清。22Q2 经营现金流 4.2 亿，YoY+204.6%，经营现金流初现改善，主要是销售商品流入增加所致。
- **主要业务收入增速下滑，减隔震开始贡献收入。** 22H1 公司防水卷材/防水涂料/施工贡献收入 23.9/8.9/7.1 亿元，YoY+6.0/+8.1/+4.7%；毛利率为 21.8/24.5/24.4%，YoY-9.7/-4.0/-9.6pct。公司各项业务收入增速均有下滑，但仍保持个位数增速；原料价格上涨下各项业务毛利率均有不同程度下滑。随着丰泽股份 3 月份并表，减隔震产品 22H1 贡献收入 0.95 亿元，未来减隔震产品将成为公司重要的收入增长点。
- **原料成本冲击有望缓解，销售增长有赖非房业务。**当前原油价格逐步回落，预计中短期内原料成本对公司利润空间压制将有所缓解。但地产开工等属于依然疲软，相当一段时间内公司销售增长仍需更多以来非房渠道拓展。
- **收入结构改善并购资源整合，产能稳步扩张进行中。**公司积极提升非房业务占比，22H1 公司经销渠道收入 21.2 亿，YoY+62.3%；收入占比 51.1%，YoY+16.4pct。其中零售端业务收入增长接近 50%，地产直销业务占比下滑 20pct，收入结构优化。随着公司完成对丰泽股份并购，未来将迅速实现资源整合，开拓桥隧、公路减隔震市场，提升基建领域竞争力。公司拟发行可转债融资不超过 22 亿元，计划用于安徽、福建、重庆基地改扩建以及原有工厂技改。预计项目将于 2025 年全部达产，预计 2022-2025 年公司将维持 10-15%的产能增速，运输半径将缩短区域竞争力提升。

盈利预测与投资建议

- 我们预计 2022-2024 年公司 EPS 为 0.48/0.62/0.80 元，（原先预测 2022-2023 年 EPS 为 1.38/1.86 元）。2022 年可比公司平均 PE 为 31X，我们认同给予公司 2022 年 31X PE，对应目标价 14.81 元，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨，地产需求大幅下滑风险，应收账款坏账

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,238	7,771	8,883	10,101	11,516
同比增长(%)	*34.1%*	*24.6%*	*14.3%*	*13.7%*	*14.0%*
营业利润(百万元)	1,033	811	658	858	1,102
同比增长(%)	*141.8%*	*-21.5%*	*-18.8%*	*30.4%*	*28.4%*
归属母公司净利润(百万元)	890	673	564	735	944
同比增长(%)	*145.0%*	*-24.5%*	*-16.2%*	*30.4%*	*28.4%*
每股收益（元）	0.75	0.57	0.48	0.62	0.80
毛利率(%)	36.9%	28.5%	24.4%	25.2%	26.1%
净利率(%)	14.3%	8.7%	6.3%	7.3%	8.2%
净资产收益率(%)	24.4%	14.7%	10.2%	11.4%	12.9%
市盈率	14.5	19.2	23.0	17.6	13.7
市净率	3.1	2.6	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据. 东方证券研究所预测. 每股收益使用最新股本全面摊薄计算.

投资评级	买入 （维持）
股价（2022年09月09日）	10.96 元
目标价格	14.81 元
52 周最高价/最低价	19.93/9.49 元
总股本/流通 A 股（万股）	118,088/88,836
A 股市值（百万元）	12,942
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2022 年 09 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.88	2.25	5.99	-40.44
相对表现	6.34	5.46	17.45	-15.73
沪深 300	-0.46	-3.21	-11.46	-24.71

证券分析师

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001
证券分析师 余斯杰
yusijie@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521120002

相关报告

毛利率/现金流阶段性承压，新品类拓展助力成长：——2021 年中报点评	2021-09-01
产能释放带来高增长，抗风险能力不断提高：——2020 年年报&2021 年一季报点评	2021-04-23
拟收购丰泽股份，多元化经营跨出第一步：——公告点评	2021-03-18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

相比较上篇点评报告，我们对 2022-2024 年盈利预测进行如下调整

1、 **调整公司主要业务收入预期**：考虑地产需求下滑，参考上半年防水卷材和涂料收入情况，调整 2022-2024 年防水卷材收入为 50.4、56.0、62.4 亿（原预测 2022-2023 年收入为 74.9、101.2 亿）；调整 2022-2024 年防水涂料收入为 19.7、22.0、24.7 亿（原预测 2022-2023 年收入为 20.1、25.9 亿）。参考 2021 年和 22H1 工程施工收入情况，调整 2022-2024 年工程施工收入为 16.8、20.2、24.2 亿（原预测 2022-2023 年收入为 14.8、17.8 亿）。考虑 2022 年丰泽股份并表，其他收入主要为减隔震收入，参考上半年贡献收入情况，调整 2022-2024 年其他收入为 2.0、2.8、3.9 亿（原预测 2022-2023 年收入为 0.4、0.5 亿）。

2、 **调整公司主要业务毛利率预期**：考虑主要原材料价格上涨，参考上半年防水卷材和涂料毛利率水平，调整 2022-2024 年防水卷材毛利率为 23.5%、24.9%、26.2%（原预测 2022-2023 年毛利率为 37.5%、36.9%）；调整 2022-2024 年防水涂料毛利率为 27.5%、28.0%、29.0%（原预测 2022-2023 年毛利率为 34.6%、33.9%）。参考 2021 年和 22H1 工程施工毛利率水平，调整 2022-2024 年工程施工毛利率为 24%（原预测 2022-2023 年毛利率为 22%）。参考上半年减隔震毛利率水平，调整 2022-2024 年其他业务毛利率为 20%（原预测 2022-2023 年毛利率为 10%）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

	调整前		调整后		
人民币百万元(标注除外)	**2022E**	**2023E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
分产品盈利预测					
防水卷材					
销售收入	7,494.8	10,117.9	5,035.6	5,601.9	6,237.9
变动幅度			***-32.8%***	***-44.6%***	
毛利率	37.5%	36.9%	23.5%	24.9%	26.2%
变动幅度			***-14.0%***	***-12.0%***	
防水涂料					
销售收入	2,014.4	2,592.0	1,965.9	2,201.3	2,465.4
变动幅度			***-2.4%***	***-15.1%***	
毛利率	34.6%	33.9%	27.5%	28.0%	29.0%
变动幅度			***-7.1%***	***-5.9%***	
工程施工					
销售收入	1,484.7	1,781.6	1,681.1	2,017.3	2,420.8
变动幅度			***13.2%***	***13.2%***	
毛利率	22.0%	22.0%	24.0%	24.0%	24.0%
变动幅度			***2.0%***	***2.0%***	
其他					
销售收入	43.2	47.5	200.0	280.0	392.0
变动幅度			***362.9%***	***489.1%***	
毛利率	10.0%	10.0%	20.0%	20.0%	20.0%
变动幅度			***10.0%***	***10.0%***	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

合计					
销售收入合计	**11,037.0**	**14,539.1**	**8,882.6**	**10,100.5**	**11,516.1**
变动幅度			***-19.5%***	***-30.5%***	
综合毛利率	**34.8%**	**34.5%**	**24.4%**	**25.2%**	**26.1%**
变动幅度			***-10.4%***	***-9.2%***	

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	**调整前**		**调整后**		
	2022E	**2023E**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
营业收入	11,037.0	14,539.1	8,882.6	10,100.5	11,516.1
变动幅度			***-19.5%***	***-30.5%***	
营业利润	1,839.7	2,486.5	657.9	858.1	1,102.0
变动幅度			***-64.2%***	***-65.5%***	
归母净利润	1,576.6	2,130.9	563.8	735.4	944.5
变动幅度			***-64.2%***	***-65.5%***	
每股收益（元/股）（考虑股本调整）	1.38	1.86	0.48	0.62	0.80
变动幅度			***-65.3%***	***-66.5%***	
毛利率(%)	34.8%	34.5%	24.4%	25.2%	26.1%
变动幅度			***-10.4%***	***-9.2%***	
净利率(%)	14.3%	14.7%	6.3%	7.3%	8.2%
变动幅度			***-7.9%***	***-7.4%***	

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

我们选用相对估值法。由于公司所处的建筑建材存在重资产，垫资施工的特点，大部分情况下报表的现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生较大偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

预计 2022-2024 年公司 EPS 为 0.48/0.62/0.80 元，参考可比公司估值给予公司 2022 年 31X PE，对应目标价 14.81 元。我们选取东方雨虹、凯伦股份等 5 家公司作为可比公司，其中三棵树、亚士创能虽然主营业务不是防水，但都属于消费建材细分领域龙头，商业模式有一定的相似之处。2022 年行业可比公司调整后平均 PE 为 31 倍，我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.48/0.62/0.80 元（原先预测 2022-2023 年 EPS 为 1.38/1.86 元），我们认同给予公司 2022 年 31X PE，对应目标价 14.81 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（截止 2022 年 9 月 9 日）

			EPS(元/股)				PE			
简称	代码	股价(元/股)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
东方雨虹	002271.SZ	30.25	1.67	1.57	2.10	2.70	18.1	19.2	14.4	11.2
凯伦股份	300715.SZ	13.55	0.19	0.27	0.54	0.73	72.5	49.3	25.1	18.6
北新建材	000786.SZ	27.60	2.08	2.23	2.67	3.09	13.3	12.4	10.3	8.9
三棵树	603737.SH	91.61	(1.11)	1.97	3.16	4.40	(82.7)	46.6	29.0	20.8
亚士创能	603378.SH	9.34	(1.26)	0.36	0.63	0.91	(7.4)	26.2	14.8	10.2
调整后平均估值							8.0	30.7	18.1	13.3

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所
注：可比公司盈利预测均为朝阳永续数据，最新价格为 2022 年 9 月 9 日收盘价

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

原材料价格大幅上涨。公司生产的建筑防水产品所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、乳液和 SBS 改性剂等。原材料成本占生产成本绝大部分，属于石油化工产品，受国际原油市场的影响较大，如果上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将对本公司的盈利水平产生一定影响。

下游需求大幅下滑风险。建筑防水材料主要应用于工业民用建筑，公共设施和其他基础设施建设工程。因此，建筑防水行业受对房地产业和基础设施建设的影响较大。受国家宏观调控和经济运行周期的影响，全社会固定资产投资增速回落，房地产投资规模增速呈下行趋势。如果国家队房地产行业的宏观调控力度进一步加大，将对建筑防水行业的市场规模产生不利影响。

应收账款规模较大的风险。由于建筑施工行业的工程款结算周期相对较长，导致建筑防水行业的应收账款周转率较低。如果未来公司客户的经营状况发生重大不利变化，可能导致一定的应收账款回收风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,420	2,189	4,085	4,786	5,821
应收票据、账款及款项融资	3,223	4,332	3,997	4,141	4,146
预付账款	151	156	178	202	230
存货	340	404	537	453	511
其他	956	1,151	1,059	1,088	1,221
流动资产合计	**6,090**	**8,233**	**9,857**	**10,670**	**11,929**
长期股权投资	0	24	0	0	0
固定资产	1,310	1,681	1,930	2,250	2,348
在建工程	369	266	275	167	141
无形资产	147	144	141	137	134
其他	231	440	20	20	20
非流动资产合计	**2,058**	**2,556**	**2,365**	**2,573**	**2,642**
资产总计	**8,148**	**10,789**	**12,222**	**13,244**	**14,571**
短期借款	659	596	700	730	760
应付票据及应付账款	2,011	3,425	3,358	3,549	3,829
其他	1,071	838	1,199	1,263	1,336
流动负债合计	**3,741**	**4,858**	**5,256**	**5,543**	**5,925**
长期借款	211	857	857	857	857
应付债券	0	0	0	0	0
其他	43	107	10	10	10
非流动负债合计	**255**	**964**	**867**	**867**	**867**
负债合计	**3,996**	**5,822**	**6,123**	**6,409**	**6,792**
少数股东权益	0	0	0	0	0
实收资本（或股本）	612	1,151	1,181	1,181	1,181
资本公积	1,830	1,547	2,033	2,033	2,033
留存收益	1,745	2,322	2,885	3,621	4,565
其他	(35)	(52)	0	0	0
股东权益合计	**4,152**	**4,968**	**6,099**	**6,834**	**7,779**
负债和股东权益总计	**8,148**	**10,789**	**12,222**	**13,244**	**14,571**

现金流量表

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	890	673	564	735	944
折旧摊销	94	147	162	199	234
财务费用	27	43	55	45	39
投资损失	28	3	10	8	0
营运资金变动	(222)	(462)	436	17	(13)
其它	(265)	208	345	116	131
经营活动现金流	**552**	**611**	**1,572**	**1,121**	**1,335**
资本支出	(548)	(404)	(412)	(407)	(303)
长期投资	0	(172)	172	0	0
其他	(334)	(66)	(10)	(8)	0
投资活动现金流	**(882)**	**(642)**	**(251)**	**(415)**	**(303)**
债权融资	143	709	9	10	11
股权融资	116	256	516	0	0
其他	389	(315)	50	(15)	(9)
筹资活动现金流	**648**	**650**	**575**	**(5)**	**2**
汇率变动影响	(0)	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**318**	**620**	**1,896**	**701**	**1,035**

利润表

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	**6,238**	**7,771**	**8,883**	**10,101**	**11,516**
营业成本	3,934	5,555	6,716	7,552	8,510
营业税金及附加	42	43	50	57	64
营业费用	389	473	542	616	702
管理费用及研发费用	525	630	746	848	967
财务费用	27	43	55	45	39
资产、信用减值损失	278	275	119	116	131
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(28)	(3)	(10)	(8)	0
其他	18	62	12	0	(0)
营业利润	**1,033**	**811**	**658**	**858**	**1,102**
营业外收入	8	12	0	0	0
营业外支出	3	3	0	0	0
利润总额	**1,039**	**821**	**658**	**858**	**1,102**
所得税	149	148	94	123	158
净利润	**890**	**673**	**564**	**735**	**944**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**890**	**673**	**564**	**735**	**944**
每股收益（元）	0.75	0.57	0.48	0.62	0.80

主要财务比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	34.1%	24.6%	14.3%	13.7%	14.0%
营业利润	141.8%	-21.5%	-18.8%	30.4%	28.4%
归属于母公司净利润	145.0%	-24.5%	-16.2%	30.4%	28.4%
获利能力					
毛利率	36.9%	28.5%	24.4%	25.2%	26.1%
净利率	14.3%	8.7%	6.3%	7.3%	8.2%
ROE	24.4%	14.7%	10.2%	11.4%	12.9%
ROIC	20.6%	12.1%	8.6%	9.5%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	49.0%	54.0%	50.1%	48.4%	46.6%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.63	1.69	1.88	1.93	2.01
速动比率	1.53	1.61	1.77	1.84	1.92
营运能力					
应收账款周转率	2.9	2.7	2.7	3.0	3.3
存货周转率	8.3	14.5	13.9	14.6	16.7
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标（元）					
每股收益	0.75	0.57	0.48	0.62	0.80
每股经营现金流	0.90	0.53	1.33	0.95	1.13
每股净资产	3.52	4.21	5.16	5.79	6.59
估值比率					
市盈率	14.5	19.2	23.0	17.6	13.7
市净率	3.1	2.6	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.3	13.0	14.9	11.8	9.5
EV/EBIT	12.3	15.3	18.3	14.4	11.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn