民生证券 MINSHENG SECURITIES

凯伦股份(300715)

公司研究/点评报告

产品销量快速增长，19 年净利同比增 108%

—凯伦股份 2019 年报点评

点评报告/建材行业　　2020 年 4 月 23 日

一、事件概述

公司发布 2019 年年报，2019 年营收 11.6 亿元，同比增长 88%，归母净利 1.4 亿元，同比增长 108%，归母扣非净利 1.3 亿，同比增 119%。

二、分析与判断

➢ 受益产品销量快速增长，公司 19 年净利同比增长 108%

据公司公告，2019 年防水材料销量 5496 万平米，同比增长 68%。2019 年营收 11.6 亿元，同比增长 88%，归母净利 1.4 亿元，同比增长 108%，归母扣非净利 1.3 亿，同比增 119%。营收和净利的快速增长主要是防水材料销量增加所致。财务费用 0.2 亿，同比增 137%，主要是报告期内公司银行贷款利息支出增加所致。研发费用 0.5 亿，主要是报告期内公司研发投入增加所致。经营活动产生的现金流量净额同比下降 93%，主要是报告期内公司应收账款增加及采购付款支出增加等所致。投资活动产生的现金流量净额同比下降 258%，主要是报告期内公司支付工程基建款和设备款增加所致。

➢ 品牌、技术壁垒打造公司牢固护城河

公司主要产品为新型建筑防水材料，下游应用于高铁、地铁、隧道、人防、地下管廊、机场、核电、水利、粮库等公共设施与基础设施建设工程和工业民用建筑。

品牌方面，公司获得了 2020 中国房地产 500 强开发企业首选供应商品牌（防水材料类）首选率前三甲，2019 年房地产开发企业 500 强首选防水材料类供应商等。

技术方面，公司推出“融合防水”理念，创造性地提出了适合我国建筑现状的防水方案，该方案包括 MBP 高分子自粘胶膜防水卷材、MPU 白色聚氨酯防水涂料等核心产品及配套的施工机具等核心产品，也包括“预铺防水”、“湿铺防水”等独特的施工工法。MBP 防水材料获得中国建筑防水行业技术进步二等奖，被列为国家科学技术部下达的 2015 年度国家火炬计划产业化示范项目，实现了中国该类产品在美国市场的零突破。

➢ 领军企业持续受益防水行业快速增长和行业集中度提升

防水行业是建材中快速增长的优质赛道。据公司公告，根据中国建筑防水协会数据，2019 年 1-12 月份，653 家规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入累计为 990 亿元，比去年同期增长 12.2%。据公司公告，我国防水行业当前低端产能过剩、产业集中度低、市场竞争不规范，呈现“大行业、小企业”的格局。国家统计局公布的数据显示，2018 年我国规模以上（主营收入在 2000 万元以上）的防水材料生产企业共有 784 家，行业前 50 家企业的市占率不足 30%。2019 年国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，鼓励发展“改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、水性或高固含量防水涂料等新型建筑防水材料”。国家住房和城乡建设部开展推动《建筑与市政工程防水通用规范》的意见征集，将对工程防水设计工作年限作出明确规定。我们判断未来随着国家对防水材料产品质量及生产企业环境污染的监管措施趋于更加严格，防水行业的产能集中度有望持续提升，公司作为国内防水领军企业有望持续受益。

三、投资建议

预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 1.08 元、1.64 元、1.92 元，对应 PE 分别为 36 倍、24 倍、20 倍。当前建材行业可比公司平均估值 28 倍，考虑到高增速，给予推荐评级。

四、风险提示：

基建和地产增速下滑；防水产能集中速度放缓。

推 荐　首次评级

当前价格： 38.75

交易数据	2020-4-22
近 12 个月最高/最低(元)	38.75/16.05
总股本（百万股）	170.91
流通股本（百万股）	78.36
流通股比例（%）	46%
总市值（亿元）	66.23
流通市值（亿元）	30.36

该股与沪深 300 走势比较

资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,165	1,401	2,068	2,603
增长率（%）	88.1%	20.2%	47.6%	25.9%
归属母公司股东净利润（百万元）	135	184	280	328
增长率（%）	108.0%	35.7%	52.2%	17.3%
每股收益（元）	0.93	1.08	1.64	1.92
PE（现价）	41.7	36.0	23.7	20.2
PB	6.3	5.6	4.8	4.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,165	1,401	2,068	2,603
营业成本	710	900	1,309	1,672
营业税金及附加	5	6	10	12
销售费用	133	171	250	309
管理费用	55	66	97	122
研发费用	50	61	89	112
EBIT	212	198	314	375
财务费用	21	(13)	(8)	(3)
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	(0)	0	0	(0)
营业利润	159	215	327	383
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	158	214	326	382
所得税	22	30	46	53
净利润	135	184	280	328
归属于母公司净利润	135	184	280	328
EBITDA	230	215	335	399

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	822	321	147	222
应收账款及票据	607	711	1085	1348
预付款项	20	28	40	50
存货	127	139	253	241
其他流动资产	15	15	15	15
流动资产合计	1622	1215	1589	1896
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	148	180	193	212
无形资产	61	71	83	101
非流动资产合计	428	491	559	655
资产合计	2050	1705	2148	2550
短期借款	513	0	0	0
应付账款及票据	254	279	441	560
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	917	449	704	887
长期借款	72	72	72	72
其他长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	74	74	74	74
负债合计	991	523	778	961
股本	171	171	171	171
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1059	1182	1370	1590
负债和股东权益合计	2050	1705	2148	2550

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	88.1%	20.2%	47.6%	25.9%
EBIT 增长率	134.7%	-6.9%	58.7%	19.6%
净利润增长率	108.0%	35.9%	52.1%	17.2%
盈利能力				
毛利率	39.1%	35.8%	36.7%	35.8%
净利润率	11.6%	13.1%	13.5%	12.6%
总资产收益率 ROA	6.6%	10.8%	13.0%	12.9%
净资产收益率 ROE	12.8%	15.6%	20.4%	20.6%
偿债能力				
流动比率	1.8	2.7	2.3	2.1
速动比率	1.6	2.4	1.9	1.9
现金比率	0.9	0.7	0.2	0.3
资产负债率	0.5	0.3	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	142.0	140.0	140.8	140.9
存货周转天数	52.6	52.8	53.8	53.1
总资产周转率	0.8	0.7	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.9	1.1	1.6	1.9
每股净资产	6.2	6.9	8.0	9.3
每股经营现金流	(0.3)	1.0	0.1	1.8
每股股利	0.1	0.4	0.5	0.6
估值分析				
PE	41.7	36.0	23.7	20.2
PB	6.3	5.6	4.8	4.2
EV/EBITDA	22.8	23.1	15.4	12.7
股息收益率	0.3%	0.9%	1.4%	1.6%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	135	184	280	328
折旧和摊销	54	18	21	24
营运资金变动	(251)	(49)	(293)	(49)
经营活动现金流	(46)	170	13	308
资本开支	205	82	90	121
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(201)	(82)	(90)	(121)
股权募资	486	0	0	0
债务募资	338	1	0	0
筹资活动现金流	777	(589)	(96)	(112)
现金净流量	529	(501)	(173)	75

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

杨　侃：南京大学地科院与美国Rutgers大学化工系联合培养博士（地球探测与信息技术专业，计算化学与油气资源方向），本科专业为地球化学。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材方向的行业研究，2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；　100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；　200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；　518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。