

业绩阶段性承压，坚定掘金高分子

2022 年 04 月 23 日

推荐

维持评级

当前价格：

12.4 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

➤ **事件：**2021 年公司实现营收 25.86 亿元，同比+28.8%，归母净利 7192.35 万元，同比-74.2%，扣非后归母净利 3032.5 万元，同比-88.3%。其中，单四季度营收 6.64 亿元，同比-6.4%，归母净利-1.07 亿元，扣非净利-1.17 亿元，同比大幅下滑。**全年销售毛利率、净利率分别为 30.34%、2.76%**，同比-9.2（已剔除运输费影响）-11.1pct；Q4 毛利率 29.06%，同比-13.86pct。**收入结构上**，防水卷材占比 69.1%（同比-9.7pct），防水涂料占比 22.3%（同比+5.2pct），防水施工占比近 7%（同比+4.5pct）。

2022 年一季度：实现营收 3.26 亿元，同比-26.9%，归母净利 858.6 万元，同比-84.1%，扣非后归母净利 190.9 万元，同比-96%，**2022Q1 毛利率为 20.54%**。

➤ **Q4 以来适当控制规模，坚定掘金高分子：**2021Q4、2022Q1 营收下滑，一方面经营环境承压，2021 年房屋新开工面积同比-11.4%，今年一季度下滑幅度扩大至 17.5%，以及一季度苏州基地发货、运输受到疫情干扰。另一方面地产企业信用风险扩张，**出于风控公司主动、适当控制规模。收入端建议继续关注：渠道方面，1）直销端：**严格控制应收、加强回款，稳步推进万科、新城、中海、保利等战略合作，继续合作渗透百强优质房企；**2）经销端：**2021 年末共合作经销商 700 多家（同比+200 多家），未来 3 年数量计划扩大到 1500 家。**产品结构方面，**确立高分子防水为主的核心战略，重点推进在工商业屋面分布式光伏产业链应用，高分子产业园已于报告期内正式投产，采用进口意大利和德国全套生产线，全力打造 TPO 和 PVC 防水卷材产品体系，高分子收入占比提升，一是强化差异化竞争策略，二是高毛利产品增厚业绩。

➤ **成本上行、大 B 压价导致毛利承压，计提减少利润：**原材料价格大涨，例如 2021 年沥青、丙烯酸、VAE 均值同比上涨 19.8%、55.7%、84.4%，同时下游地产可能出于控本压价，带来毛利率明显下滑。此外，2021 年计提信用减值准备 2.52 亿（2020 年 0.67 亿），其中坏账损失 1.82 亿。公司单项计提应收账款坏账准备 1.49 亿，其中，恒大计提 0.8 亿（计提比例 50%）、荣盛 0.3 亿（30%）、蓝光 0.08 亿（30%）；单项计提应收票据坏账准备 0.35 亿，其中恒大计提 0.27 亿（计提比例 44.8%）、荣盛 0.08 亿（29.9%）。实控人及多位高管承诺，如果在 2022 年 12 月 31 日前，无法足额收回公司对恒大及成员企业的 1.88 亿应收（截至 2021 年 10 月 22 日），承担由此造成的损失。

➤ **现金流表现：**2021 年期末公司应收账款&票据/收入为 78.06%，期初为 77.29%，其中应收账款增加 8.18 亿。其他应收款 2.35 亿（22Q1 为 2.13 亿），期初为 0.71 亿，押金保证金 2.41 亿，上年同期 0.71 亿。2021 年经营活动产生的现金流量净额-3.84 亿（22Q1 为-2.11 亿），2020 年为-1.11 亿。

➤ **投资建议：**继续关注①优质直销客户开拓进展，经销队伍巩固、新增，②光伏屋面防水业务放量，高分子材料占比提升。我们预计 2022-24 年归母净利为 2.4、3.26、3.97 亿，4 月 22 日股价对应动态 PE 分别为 20X、15X、12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格变动不及预期；地产需求持续下滑；应收账款风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2586	2979	3587	4329
增长率（%）	28.8	15.2	20.4	20.7
归属母公司股东净利润（百万元）	72	240	326	397
增长率（%）	-74.2	233.7	36.0	21.7
每股收益（元）	0.19	0.62	0.85	1.03
PE	66	20	15	12
PB	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 22 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2586	2979	3587	4329
营业成本	1801	2145	2547	3074
营业税金及附加	12	14	17	20
销售费用	197	223	287	351
管理费用	117	129	150	188
研发费用	139	149	187	225
EBIT	105	319	399	472
财务费用	18	24	29	35
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	-4	-2	-3	-4
营业利润	78	260	358	435
营业外收支	-2	1	1	1
利润总额	76	261	359	436
所得税	5	21	32	39
净利润	71	240	326	397
归属于母公司净利润	72	240	326	397
EBITDA	165	462	590	681

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1532	1865	1480	1383
应收账款及票据	2019	2061	2684	3205
预付款项	114	104	140	171
存货	229	322	358	428
其他流动资产	435	312	410	516
流动资产合计	4328	4663	5072	5702
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	834	1095	1296	1393
无形资产	154	196	241	279
非流动资产合计	1300	1603	1847	1948
资产合计	5628	6265	6920	7651
短期借款	696	696	696	696
应付账款及票据	955	1118	1466	1667
其他流动负债	491	579	689	780
流动负债合计	2142	2392	2851	3143
长期借款	604	604	604	604
其他长期负债	64	64	64	64
非流动负债合计	669	669	669	669
负债合计	2811	3061	3519	3812
股本	390	385	385	385
少数股东权益	2	2	2	2
股东权益合计	2817	3205	3400	3839
负债和股东权益合计	5628	6265	6920	7651

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.80	15.21	20.40	20.70
EBIT 增长率	-69.50	204.55	24.89	18.26
净利润增长率	-74.18	233.74	36.00	21.65
盈利能力 (%)				
毛利率	30.34	28.00	29.00	29.00
净利润率	2.76	8.06	9.10	9.17
总资产收益率 ROA	1.28	3.83	4.72	5.19
净资产收益率 ROE	2.56	7.50	9.61	10.35
偿债能力				
流动比率	2.02	1.95	1.78	1.81
速动比率	1.82	1.75	1.58	1.59
现金比率	0.72	0.78	0.52	0.44
资产负债率 (%)	49.94	48.85	50.86	49.83
经营效率				
应收账款周转天数	237.26	194.85	196.36	209.49
存货周转天数	46.34	54.76	51.28	50.80
总资产周转率	0.46	0.48	0.52	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.19	0.62	0.85	1.03
每股净资产	7.32	8.33	8.83	9.97
每股经营现金流	-1.00	0.91	1.07	1.07
每股股利	0.60	0.25	0.34	0.41
估值分析				
PE	66	20	15	12
PB	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	28.14	9.29	7.93	7.02
股息收益率 (%)	4.84	2.01	2.74	3.33

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	71	240	326	397
折旧和摊销	60	143	192	209
营运资金变动	-785	-90	-250	-340
经营活动现金流	-384	349	410	410
资本开支	-346	-200	-250	-155
投资	-12	0	0	0
投资活动现金流	-1368	-202	-253	-159
股权募资	1548	0	0	0
债务募资	414	0	0	0
筹资活动现金流	1630	-96	-131	-159
现金净流量	-123	51	27	92

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

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