

Q1 收入表现超预期，原材料大涨盈利增速承压

2022 年 04 月 28 日

➤ **公司发布年报、一季报、可转债预案**：①2021 年实现营收 77.71 亿元，同比+24.57%，归母净利润 6.73 亿元，同比-24.45%，扣非净利 5.72 亿，同比-35.42%。其中，单四季度营收 20.88 亿元，同比+9.78%，归母净利润-0.01 亿，扣非净利-0.52 亿元。**毛利率、净利率为 28.51%、8.66%**，同比-8.4、-5.6pct；Q4 毛利率 22.16%，同比-8.65pct。②**2022 年一季度**实现营收 17.35 亿元，同比+18.71%，归母净利润 0.99 亿元，同比-40.82%，扣非净利 0.82 亿元，同比-49.2%。单季毛利率为 25.74%，同比-6.39pct。③**拟发行可转债总额≤22 亿元**：将投资于安徽滁州防水材料扩产项目、福建三明防水材料扩产项目、重庆长寿防水材料扩产项目、智能化升级改造项目及补充。

➤ **收入端：21Q4 主动控制规模，22Q1 表现超预期**：2021 年公司实现营收近 25% 的增长，表现远超行业（防水企业主营收入增速 13.2%），21Q4 增速收窄至 9.8%，主因经营环境承压+地产企业信用风险扩张、公司出于风控适当控制规模。但**22Q1 在疫情干扰下，营收同比仍实现 18.7%，预计经销业务、非房业务贡献明显**。收入结构方面，2021 年防水卷材占比 58.6%，比例下降-6.5pct，防水涂料 21.7%，占比提升 3.2pct，防水施工 19.7%，占比提升 3.8pct，卷材、涂料、施工业务增速为 12.2%、46.2%、54.4%。**收入端建议关注：1）直销端**：坚持优质地产客户开发，继续保持对央企、国企客户的开发力度；同时，非房直销增设减隔震、光伏屋面、雨水管理、抹灰石膏事业部等，会同时原有高铁、核电、桥隧、城建等事业部，共同深度开拓公共建筑、工业厂房、轨道交通、城市建设等非房项目；**2）经销端**：加大专项经销商开发，继续增加经销商数量，持续提升比例（2021H1 为 42%），2021 年已签 2000 余家（2020、2019 年分别为 1700 余家、1000 余家），公司增加授信额度，目标 2022 年地级市经销商覆盖率提升至 100%。此外，2021 年民用建材完善渠道网络，实现 62% 的高增长。

➤ **成本费用端：成本大幅上涨毛利率连续承压，Q1 费用率略有提升**：2021 年沥青、乳液价格大幅上涨，同时下游地产客户可能出于控本压价，导致毛利率同比-8.4pct，22Q1 原材料压力延续，因此毛利率继续同比-6.39pct，但幅度环比收窄。22Q1 年费用率同比提升，销售、管理、研发、财务费用率分别同比增加 0.5、0.4、0.2、0.5pct。

➤ **谨慎应对外部风险**：一方面，公司计提应收款项坏账准备影响报表利润，2021 年计提信用减值损失 2.5 亿元，以及资产减值损失 2600 万元（存货跌价损失和合同资产减值损失），加回后预计实现扣非利润 8.5 亿，同比微降 4.3%。另一方面，**现金流继续承压**，2021 年收现比 88.4%（同比下降 1pct），经营活动现金流净额 6.11 亿元（上年同期 5.52 亿），Q1 收现比同比下降较多，经营活动现金流净额为-11 亿元（去年同期为-2.73 亿元），主因应收增长、原材料购买影响（备货+涨价）。

➤ **收购丰泽延展减隔震，第二曲线积极开拓**：2021 年发行股份收购丰泽过审并在 2022 年收到 93.5049% 的股权，未来有望充分受益公共建筑减隔震市场放量。此外，公司与圣戈班成立合资公司，与国际接轨深耕高分子光伏屋面防水，同时内部增设光伏屋面事业部深度运营。

➤ **投资建议**：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 11.98、15.64 和 18.77 亿元，对应 4 月 27 日动态 PE 分别为 10x、8x、7x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：原材料价格大幅波动；应收账款周转不及预期；地产政策变动不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7771	10455	12599	15156
增长率（%）	24.6	34.5	20.5	20.3
归属母公司股东净利润（百万元）	673	1198	1564	1877
增长率（%）	-24.5	78.1	30.6	20.0
每股收益（元）	0.57	1.01	1.32	1.59
PE	18	10	8	7
PB	2.5	2.0	1.6	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

10.39 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

1.【民生建材】科顺股份深度报告：昂首百亿，行稳致远

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	7771	10455	12599	15156
营业成本	5555	7270	8686	10458
营业税金及附加	43	63	77	90
销售费用	473	596	718	864
管理费用	290	408	491	591
研发费用	340	450	542	652
EBIT	1070	1670	2085	2502
财务费用	43	84	126	182
资产减值损失	-26	-20	-20	-20
投资收益	-3	-1	-21	-11
营业利润	811	1410	1832	2227
营业外收支	10	7	7	8
利润总额	821	1417	1839	2235
所得税	148	219	275	358
净利润	673	1198	1564	1877
归属于母公司净利润	673	1198	1564	1877
EBITDA	1233	1929	2404	2867

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2189	2278	3048	4110
应收账款及票据	4103	5300	6364	7781
预付款项	156	230	284	322
存货	404	844	797	978
其他流动资产	1381	1453	1846	2084
流动资产合计	8233	10105	12339	15275
长期股权投资	24	33	44	58
固定资产	1681	2079	2364	2546
无形资产	144	152	157	160
非流动资产合计	2556	2824	3015	3147
资产合计	10789	12929	15354	18423
短期借款	596	596	596	596
应付账款及票据	3425	3974	4848	6000
其他流动负债	838	1320	1463	1690
流动负债合计	4858	5889	6907	8286
长期借款	857	857	857	857
其他长期负债	107	107	107	107
非流动负债合计	964	964	964	964
负债合计	5822	6853	7870	9250
股本	1151	1182	1182	1182
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4968	6076	7484	9173
负债和股东权益合计	10789	12929	15354	18423

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	24.57	34.55	20.50	20.30
EBIT 增长率	-20.61	56.08	24.85	20.03
净利润增长率	-24.45	78.07	30.59	19.98
盈利能力 (%)				
毛利率	28.51	30.47	31.06	31.00
净利润率	8.66	11.46	12.41	12.38
总资产收益率 ROA	6.23	9.26	10.19	10.19
净资产收益率 ROE	13.54	19.71	20.90	20.46
偿债能力				
流动比率	1.69	1.72	1.79	1.84
速动比率	1.50	1.47	1.54	1.60
现金比率	0.45	0.39	0.44	0.50
资产负债率 (%)	53.96	53.00	51.26	50.21
经营效率				
应收账款周转天数	160.67	149.31	149.91	153.30
存货周转天数	26.53	42.36	33.47	34.12
总资产周转率	0.72	0.81	0.82	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	1.01	1.32	1.59
每股净资产	4.20	5.14	6.33	7.76
每股经营现金流	0.52	0.79	1.38	1.64
每股股利	0.00	0.10	0.13	0.16
估值分析				
PE	18	10	8	7
PB	2.5	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.44	5.99	4.49	3.39
股息收益率 (%)	0.00	0.98	1.27	1.53

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	673	1198	1564	1877
折旧和摊销	163	259	319	365
营运资金变动	-559	-752	-447	-494
经营活动现金流	611	928	1632	1933
资本开支	-416	-519	-504	-488
投资	-228	-8	-11	-15
投资活动现金流	-642	-529	-536	-513
股权募资	284	30	0	0
债务募资	694	2200	0	0
筹资活动现金流	650	2111	-156	-188
现金净流量	620	2509	939	1232

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
公司评级	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
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