

凯伦股份 (300715)

2022 年半年报点评：经营承压，推动光伏与建筑防水融合

增持（维持）

2022 年 09 月 02 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

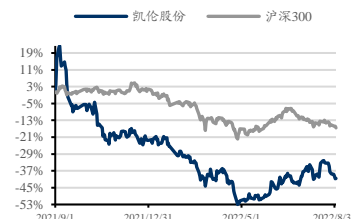
renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,586	2,234	2,903	3,686
同比	29%	-14%	30%	27%
归属母公司净利润（百万元）	72	69	200	314
同比	-74%	-4%	188%	57%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.19	0.18	0.52	0.82
P/E（现价&最新股本摊薄）	72.03	74.67	25.92	16.49

投资要点

- **事件：公司发布 2022 年半年报。**22H1 公司实现营收 9.21 亿元，同比下滑 24.46%，归母净利润 2152 万元，同比下滑 84.48%。其中，Q2 实现营收 5.95 亿元，同比下滑 23.08%，归母净利润 1293 万元，同比下滑 84.69%。
- **下游需求及疫情影响营收增速。**22Q1-Q2 公司营收增速分别为-26.85%/-23.08%，疫情反复及地产需求下行影响公司营收。分产品看，防水卷材实现营收 8.39 亿元，同比下滑 26.96%；防水涂料实现营收 2.28 亿元，同比下滑 4.29%。
- **受成本压力上半年毛利率承压，22Q2 毛利率环比改善。**22Q1-Q2 毛利率分别为 20.54%/25.17%。分产品看，22H1 防水卷材毛利率 28.05%，同比下滑 10.80 个百分点，主要系沥青等原材料价格大幅上涨；防水涂料毛利率 19.47%，同比下滑 1.64 个百分点。期间费用率方面，22H1 销售费用率 6.50%，同比下降 1.23 个百分点，主要系 22H1 职工薪酬，广告宣传减少所致；管理费用率 9.11%，同比增加 5.41 个百分点，主要系股权激励注销加速计提所致；研发费用率 5.43%，同比增加 0.72 个百分点；财务费用率-0.29%，主要系期内利息费用减少、利息收入和汇兑收益增加。
- **经营性现金流承压。**22H1 公司经营活动现金净流量-3.29 亿元，同比增加 11.15%。1) 收现比情况：22H1 公司收现比 101.01%，同比提升 45.92pct，22H1 末公司应收账款及应收票据余额 20.43 亿元，同比增长 5.25%。2) 付现比情况：22H1 公司付现比 136.49%，同比提升 43.00pct，22H1 末公司应付账款及应付票据余额 8.08 亿元，同比下降 0.61%。
- **加强高分子研发和投入，推动光伏与建筑防水融合。**公司推出可匹配光伏电站 25 年全生命周期的融合光伏屋顶系统，通过“TMP 融合瓦系统”，拓展工业屋面蓝海市场；通过与固德威联合研发，推出光伏建筑一体化产品——“银河轻质光电建材”，推动光伏与建筑防水跨界融合。
- **盈利预测与投资评级：**公司在高分子防水卷材上差异化竞争，不断加大研发投入提升技术实力，随着防水标准提高，高分子防水卷材持续渗透，产品需求占比有较大提升空间。考虑到疫情反复及下游房地产需求影响，我们下调公司 2022-2024 年归母净利为 0.69/2.00/3.14 亿元（前值为 2.47/3.33/4.39 亿元），对应 PE 分别为 75X/26X/16X，维持公司评级为“增持”评级。
- **风险提示：**下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险；股权质押风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.46
一年最低/最高价	10.97/30.26
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	3,741.02
总市值(百万元)	5,180.88

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.66
资产负债率(% ,LF)	58.74
总股本(百万股)	384.91
流通 A 股(百万股)	277.94

相关研究

《凯伦股份(300715)：短期业绩承压，全年预计前低后高》

2022-04-21

凯伦股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,328	3,937	4,333	4,927	营业总收入	2,586	2,234	2,903	3,686
货币资金及交易性金融资产	1,532	1,186	1,008	977	营业成本(含金融类)	1,801	1,660	2,078	2,625
经营性应收款项	2,149	2,165	2,605	3,055	税金及附加	12	11	15	18
存货	229	218	273	345	销售费用	197	147	203	243
合同资产	87	67	87	111	管理费用	117	148	139	162
其他流动资产	332	300	359	439	研发费用	139	116	151	177
非流动资产	1,300	1,602	1,799	1,965	财务费用	18	61	70	76
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	19	15	18
固定资产及使用权资产	841	1,059	1,202	1,320	投资净收益	-4	-8	-6	-7
在建工程	139	191	217	237	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	154	186	214	241	减值损失	-256	-15	-20	-25
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	78	87	236	371
其他非流动资产	166	166	166	166	营业外净收支	-2	-2	-2	-2
资产总计	5,628	5,539	6,132	6,892	利润总额	76	85	235	369
流动负债	2,142	1,923	2,264	2,647	减:所得税	5	15	33	52
短期借款及一年内到期的非流动负债	781	781	781	781	净利润	71	70	202	317
经营性应付款项	955	750	997	1,259	减:少数股东损益	-1	1	2	3
合同负债	88	83	104	131	归属母公司净利润	72	69	200	314
其他流动负债	317	309	382	475	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.19	0.18	0.52	0.82
非流动负债	669	729	779	839	EBIT	105	152	317	460
长期借款	604	664	714	774	EBITDA	165	284	480	654
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	30.34	25.72	28.43	28.79
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	2.78	3.11	6.88	8.52
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	28.80	-13.60	29.92	26.99
负债合计	2,811	2,652	3,042	3,486	归母净利润增长率(%)	-74.18	-3.54	188.04	57.21
归属母公司股东权益	2,815	2,884	3,084	3,398					
少数股东权益	2	3	5	8					
所有者权益合计	2,817	2,887	3,089	3,407					
负债和股东权益	5,628	5,539	6,132	6,892					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-384	123	227	369	每股净资产(元)	7.22	7.40	7.91	8.72
投资活动现金流	-1,368	-445	-367	-369	最新发行在外股份(百万股)	385	385	385	385
筹资活动现金流	1,630	-24	-37	-31	ROIC(%)	3.04	2.91	6.11	8.29
现金净增加额	-123	-345	-178	-31	ROE-摊薄(%)	2.56	2.41	6.48	9.25
折旧和摊销	60	133	163	194	资产负债率(%)	49.94	47.87	49.62	50.57
资本开支	-346	-437	-362	-362	P/E (现价&最新股本摊薄)	72.03	74.67	25.92	16.49
营运资本变动	-797	-211	-267	-281	P/B (现价)	1.86	1.82	1.70	1.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

