

300715.SZ
增持
原评级:买入
市场价格:人民币 13.46
板块评级:强于大市

股价表现



	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(23.8)	(6.7)	15.2	(41.0)
相对深证成指	(3.0)	(1.0)	13.9	(22.9)
发行股数(百万)	385			
流通股(%)	72			
总市值(人民币 百万)	5,181			
3个月日均交易额(人民币 百万)	49			
净负债比率%(2022E)	49			
主要股东(%)				
凯伦控股投资有限公司	44			

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2022年9月1日收市价为标准

相关研究报告

《凯伦股份：充分计提减值拖累利润，高研发巩固核心优势》20220421

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：装修建材

证券分析师：陈浩武
(8621)20328592
haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

凯伦股份

公司业绩承压，持续深耕高分子防水领域

公司发布2022年中报。上半年公司营收9.21亿元，同减24.46%；归母净利润0.22亿元，同减84.48%；EPS0.06元/股。公司持续聚焦高分子防水领域，上半年受到需求下滑、原料价格上涨的双重影响，公司业绩有较明显下滑，我们将公司评级下调至增持。

支撑评级的要点

- **公司毛利率、净利率降幅较大：**Q2公司营收为5.95亿元，同减23.08%；归母净利0.13亿元，同减84.69%。上半年公司经营活动现金流量净额为-3.29亿元，同增11.15%；二季度经营现金流净额也同增4.11%。2022H1公司综合毛利率为23.53%，同减11.27pct；归母净利率为2.24%，同减9.13pct；期间费用率为20.77%，同增2.80pct。
- **需求下滑、原料价格持续上涨导致公司业绩受挫：**上半年原材料价格明显上涨，沥青期货结算平均价同增33.3%，公司成本压力较大。疫情影响下需求减少也是公司业绩受挫的重要原因。上半年防水卷材、防水涂料业务毛利率均有不同程度下滑，拖累公司整体毛利率。
- **公司聚焦高分子防水领域，产能布局日趋完善：**公司持续聚焦高分子防水领域，为屋顶分布式光伏二十五年长寿命周期保驾护航。公司在江苏、河北、湖北、四川、高分子产业园五个基地已陆续投产，辐射绝大部分市场区域，提高对周边区域的客户服务能力。

估值

- 上半年公司业绩承压，我们认为下半年环比会有改善，但仍受制于需求疲软和原材料价格高企影响，因此下调业绩预期。预计2022-2024年公司营收为24.4、30.2、37.1亿元；归母净利润为0.6、1.4、2.3亿元；EPS为0.17、0.37、0.60元，将公司评级下调至增持。

评级面临的主要风险

- 原材料价格大幅上涨，产能投放不及预期，应收账款周转困难。

投资摘要

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	2,008	2,586	2,441	3,018	3,706
变动(%)	72	29	(6)	24	23
净利润(人民币 百万)	279	72	64	142	231
全面摊薄每股收益(人民币)	0.724	0.187	0.166	0.369	0.599
变动(%)	75.3	(74.2)	(10.9)	122.0	62.2
市场预期每股收益(人民币)			0.660	0.900	1.150
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.815	1.014	1.325
调整幅度(%)			(79.6)	(63.6)	(54.8)
全面摊薄市盈率(倍)	18.3	71.0	79.7	35.9	22.1
价格/每股账面价值(倍)	(9.4)	(6.6)	(3.0)	(4.8)	(6.6)
每股现金流量(人民币)	(1.41)	(1.99)	(4.39)	(2.75)	(2.02)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	34.4	24.5	13.3	9.2
每股股息(人民币)	0.04	0.27	0.60	0.60	0.60
股息率(%)	0.3	2.0	4.5	4.5	4.5

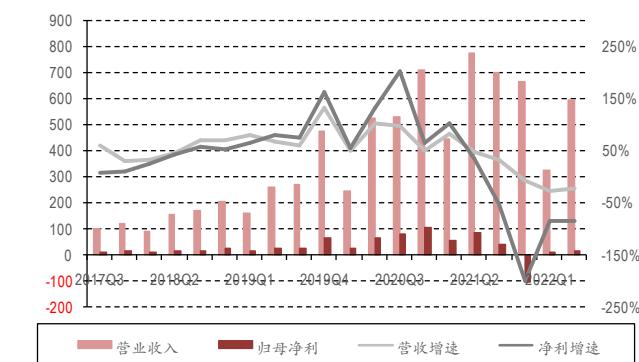
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、归母净利同比大幅下降，毛利率、净利率均有下滑

事件：公司发布 2022 年中报，上半年公司营业收入 9.21 亿元，同减 24.46%；归母净利 0.22 亿元，同减 84.48%；EPS0.06 元/股，同减 86.36%。二季度公司营业收入 5.95 亿元，同减 23.08%；归母净利 0.13 亿元，同减 84.69%。上半年公司经营活动现金流量净额为 -3.29 亿元，相比上年小幅增长 11.15%；二季度公司经营活动现金流量净额为 -1.18 亿元，同比小幅增加 4.11%。

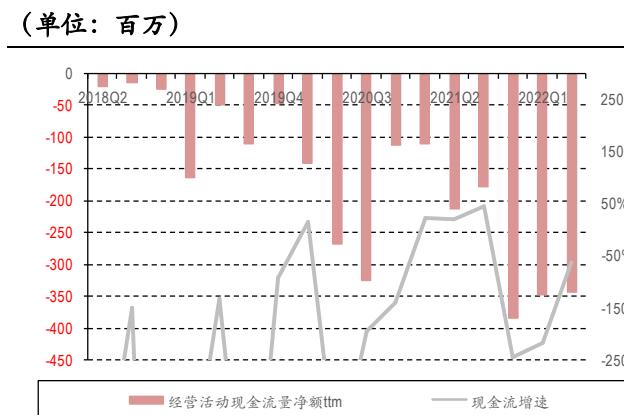
毛利率、净利率均有下滑，费用率稳中有降：2022H1 公司综合毛利率为 23.53%，同减 11.27pct；归母净利率为 2.24%，同减 9.13pct；期间费用率为 20.77%，同增 2.80pct。二季度公司综合毛利率为 25.17%，同减 10.74pct；归母净利率为 2.14%，同减 8.76pct；期间费用率为 20.80%，同增 1.94pct。上半年公司毛利率和归母净利率均出现较明显下滑，同时期间费用率有所增加。

图表 1. 2022H1 年公司归母净利降幅较大（单位：百万）



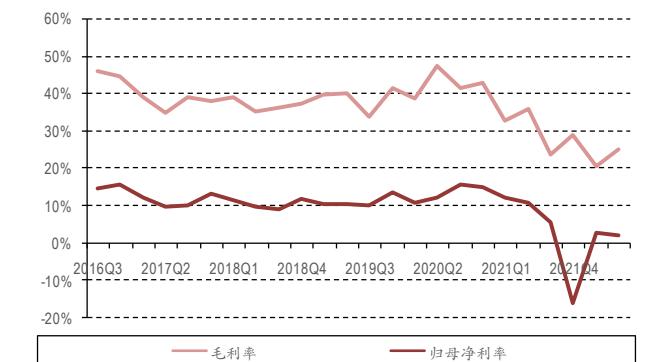
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. 上半年公司经营活动现金净流量同比有所提升



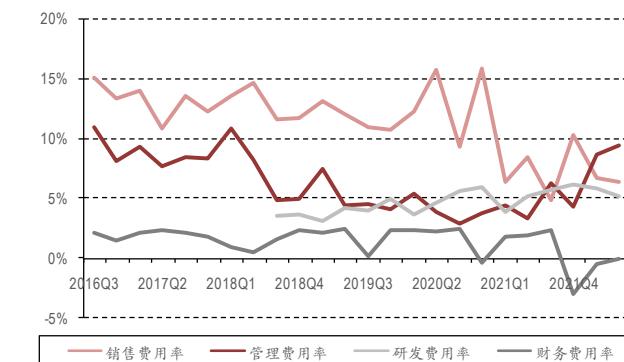
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 2022H1 年公司毛利率、净利率均有下滑



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 2022H1 年公司期间费用率有所提升

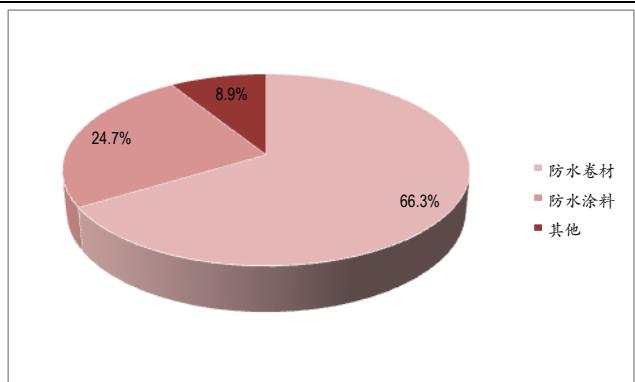


资料来源：公司财报，中银证券

二、需求放缓、原料价格上涨或为业绩承压主要原因

公司防水卷材、防水涂料等主要产品毛利率均下滑，拖累公司整体毛利率。分产品来看，上半年防水卷材和防水涂料的毛利率分别为 28.05%、19.47%，相比上年同期分别下滑了 10.80、1.64pct。我们认为公司产品毛利率下滑的主要原因是上半年受国际原油市场剧变及国内供需失衡影响，上游原材料价格大幅增长，压缩公司利润空间。以沥青为例，2022H1 沥青期货结算平均价为 3923.7 元/吨，同比上涨了 33.3%，给公司带来了较大的成本压力。

图表 5. 2022H1 公司各业务营收占比



资料来源：公司财报，中银证券

图表 6. 2022H1 沥青价格持续上涨（单位：元/吨）



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2022H1 主要产品毛利率与上年同期水平对比

(%)	2022H1	2021H1	毛利率比上年同期增减
防水卷材	28.05	28.05	(10.80pct)
防水涂料	19.47	19.47	(1.64pct)

资料来源：公司公告，中银证券

三、公司聚焦高分子防水领域，产能布局持续完善

公司持续聚焦高分子防水领域，已掌握 TPO 和 PVC 防水卷材的关键技术，并获得欧盟 CE、英国 BBA 和美国 FM 认证。公司结合国内工业企业彩钢瓦屋面为主的现状，全力打造具有适用性更好、性价比更高、耐久性更长的“TMP 融合瓦体系”，能够匹配绝大多数工业光伏屋顶使用场景，为屋顶分布式光伏二十五年长寿命周期保驾护航。公司在江苏、河北、湖北、四川、高分子产业园五个基地已陆续投产，辐射绝大部分市场区域，提高对周边区域的客户服务能力。

四、风险揭示

原材料价格大幅上涨，产能投放不及预期，应收账款周转困难。



图表 8. 2022Q2 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021Q2	2022Q2	同比增长(%)
营业收入	774.13	595.47	(23.08)
营业税及附加	2.03	3.14	54.34
净营业收入	772.10	592.33	(23.28)
营业成本	496.15	445.60	(10.19)
销售费用	65.63	37.86	(42.32)
管理费用	65.95	86.75	31.54
财务费用	14.45	(0.76)	(105.29)
资产减值损失	(45.13)	(5.10)	88.70
营业利润	90.16	20.26	(77.54)
营业外收入	0.01	0.06	813.35
营业外支出	0.43	(0.00)	(100.09)
利润总额	89.75	20.31	(77.36)
所得税	5.29	7.54	42.50
少数股东损益	(0.00)	(0.16)	(149,661.70)
归属母公司股东净利润	84.45	12.93	(84.69)
扣除非经常性损益的净利润	73.11	30.85	(57.80)
每股收益(元)	0.22	0.03	(86.36)
扣非后每股收益(元)	0.55	0.23	(58.18)
毛利率(%)	35.91	25.17	减少 10.74 个百分点
净利率(%)	10.91	2.14	减少 8.76 个百分点
销售费用率(%)	8.48	6.36	减少 2.12 个百分点
管理费用率(%)	8.52	14.57	增加 6.05 个百分点
财务费用率(%)	1.87	(0.13)	减少 2.00 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2022H1 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
营业收入	1,219.27	921.07	(24.46)
营业税及附加	4.13	7.01	69.75
净营业收入	1,215.14	914.06	(24.78)
营业成本	794.94	704.32	(11.40)
销售费用	94.20	59.83	(36.48)
管理费用	102.85	134.10	30.38
财务费用	22.10	(2.65)	(111.97)
资产减值损失	17.45	256.39	1,369.62
营业利润	162.33	31.89	(80.35)
营业外收入	0.12	0.35	195.83
营业外支出	1.93	1.58	(17.82)
利润总额	160.52	30.66	(80.90)
所得税	21.91	10.05	(54.14)
少数股东损益	(0.00)	(0.91)	(848,085.92)
归属母公司股东净利润	138.61	21.52	(84.48)
扣除非经常性损益的净利润	120.94	32.76	(72.91)
每股收益(元)	0.36	0.06	(83.33)
扣非后每股收益(元)	0.92	0.25	(72.83)
毛利率(%)	34.80	23.53	减少 11.27 个百分点
净利率(%)	11.37	2.24	减少 9.13 个百分点
销售费用率(%)	7.73	6.50	减少 1.23 个百分点
管理费用率(%)	8.44	14.56	增加 6.12 个百分点
财务费用率(%)	1.81	(0.29)	减少 2.10 个百分点

资料来源：万得，中银证券



损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	2,008	2,586	2,441	3,018	3,706
销售成本	1,140	1,801	1,851	2,147	2,538
经营费用	359	326	314	388	476
息税折旧前利润	374	150	208	383	552
折旧及摊销	32	55	94	114	140
经营利润(息税前利润)	342	95	115	269	412
净利润收入/(费用)	(26)	(18)	(46)	(116)	(164)
其他收益/(损失)	(2)	(6)	(2)	(2)	(2)
税前利润	316	77	69	153	248
所得税	37	5	5	11	17
少数股东权益	0	(1)	0	0	0
净利润	279	72	64	142	231
核心净利润	280	78	66	144	233
每股收益(人民币)	0.724	0.187	0.166	0.369	0.599
核心每股收益(人民币)	0.728	0.202	0.172	0.375	0.604
每股股息(人民币)	0.044	0.266	0.600	0.600	0.600
收入增长(%)	72	29	(6)	24	23
息税前利润增长(%)	92	(72)	21	135	53
息税折旧前利润增长(%)	90	(60)	39	84	44
每股收益增长(%)	75	(74)	(11)	122	62
核心每股收益增长(%)	115	(72)	(15)	118	61

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	316	77	69	153	248
折旧与摊销	32	55	94	114	140
净利息费用	26	18	46	116	164
运营资本变动	176	599	(423)	(6)	267
税金	96	97	94	111	128
其他经营现金流	(405)	(32)	(937)	(532)	(316)
经营活动产生的现金流	(111)	(384)	(211)	(31)	97
购买固定资产净值	383	346	202	302	402
投资减少/增加	0	12	0	0	0
其他投资现金流	(49)	(1,009)	(1,278)	(726)	(472)
投资活动产生的现金流	(432)	(1,368)	(1,480)	(1,028)	(875)
净增权益	(79)	1,274	900	500	300
净增债务	358	414	600	500	400
支付股息	17	234	231	231	231
其他融资现金流	(27)	175	(70)	(138)	(188)
融资活动产生的现金流	235	1,630	1,199	631	281
现金变动	(312)	(123)	(492)	(427)	(496)
期初现金	842	596	1,564	1,418	1,805
公司自由现金流	(544)	(1,752)	(1,691)	(1,058)	(777)
权益自由现金流	(212)	(1,162)	(1,161)	(696)	(565)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	596	1,564	1,418	1,805	1,881
应收帐款	1,622	2,254	2,692	3,151	3,700
库存	165	229	204	250	305
其他流动资产	94	211	211	211	211
流动资产总计	2,477	4,257	4,525	5,417	6,097
固定资产	478	834	983	1,157	1,388
无形资产	128	154	149	144	139
其他长期资产	319	292	256	275	311
长期资产总计	925	1,280	1,388	1,576	1,838
总资产	3,402	5,537	5,913	6,993	7,935
应付帐款	770	955	973	1,074	1,208
短期债务	688	696	1,596	2,096	2,396
其他流动负债	383	403	322	232	135
流动负债总计	1,841	2,054	2,890	3,402	3,739
长期借款	210	604	1,204	1,704	2,104
其他长期负债	14	61	67	74	83
股本	171	390	385	385	385
储备	1,166	2,427	1,367	1,427	1,624
股东权益	1,336	2,817	1,751	1,812	2,009
少数股东权益	0	2	2	2	2
总负债及权益	3,402	5,537	5,913	6,993	7,935
每股帐面价值(人民币)	3.47	7.31	4.54	4.70	5.21
每股有形资产(人民币)	8.44	6.06	14.81	17.63	20.09
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	(0.23)	3.76	5.38	7.02

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.6	5.8	8.5	12.7	14.9
息税前利润率(%)	17.0	3.7	4.7	8.9	11.1
税前利润率(%)	15.7	3.0	2.8	5.1	6.7
净利率(%)	13.9	2.8	2.6	4.7	6.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	2.1	1.6	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	14.2	8.2	4.5	3.3	3.4
净权益负债率(%)	23.7	(7.2)	82.7	114.2	134.4
速动比率(倍)	1.3	2.0	1.5	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	18.3	71.0	79.7	35.9	22.1
核心业务市盈率(倍)	18.2	65.5	77.3	35.4	21.9
市净率(倍)	3.8	1.8	2.9	2.8	2.5
价格/现金流(倍)	(9.4)	(6.6)	(3.0)	(4.8)	(6.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	34.4	24.5	13.3	9.2
周转率					
存货周转天数	30.0	32.3	30.5	30.3	30.1
应收帐款周转天数	295.0	318.2	402.4	381.1	364.3
应付帐款周转天数	246.6	193.6	191.8	182.6	173.7
回报率					
股息支付率(%)	6.1	142.6	360.5	162.4	100.2
净资产收益率(%)	20.8	2.5	3.7	7.8	11.5
资产收益率(%)	8.2	1.3	1.1	2.0	2.9
已运用资本收益率(%)	13.4	2.1	2.3	4.4	5.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371