

短期盈利承压，长期有望受益新规落地、空间打开

2022 年 10 月 26 日

➤ **公司发布 2022 年三季度：**2022 年前三季度实现营收 59.57 亿元，同比+4.82%，归母净利润 2.68 亿元，同比-60.16%，扣非净利 1.78 亿元，同比-71.44%。其中，22Q3 实现营收 18.16 亿元，同比-5.50%，归母净利润 0.24 亿元，同比-88.31%，扣非净利 0.02 亿元，同比-99.01%。22Q3 毛利率 18.98%，环比-1.64pct，同比-10.97pct；净利率 1.30%，环比-4.75pct，同比-9.28pct。

➤ **收入端：Q3 收入环比下滑但优于行业平均，预计防水市占率有所提高**

22Q3 实现营收 18.16 亿元，同比-5.50%，环比-24.5%，主要系①地产拿地、新开工继续下滑，Q3 新开工面积环比下滑 22.53%，同比下滑 45.13%，房企资金紧张，经营环境承压；②在地产企业信用风险持续发酵背景下公司严控风险，控制大 B 业务。

预计防水市占率有所提升，公司战略性发力经销渠道，优化直销渠道客户结构。（1）经销业务逆势扩张，直销重点开拓非房业务：2020 年起公司直销渠道中，地产收入占比持续下降，目标在 3 年内（即 2023 年底）实现非地产业务占比达到 30%。22H1 经销收入同比+62.28%，占比达 51.13%（21H1 占比为 42%）。应对地产下行，公司加大高铁、桥梁、市政等非房领域开拓，直销客户中房建相关领域收入占比较 2021 年下降近 20 个百分点，非房业务如工商建筑、市政基建等项目数量及收入均保持高速增长。（2）持续加大经销商开拓力度：2021 年已签 2000 余家（2020、2019 年分别为 1700 余家、1000 余家），目标 2022 年地级市经销商覆盖率提升至 100%。

➤ **成本费用端：沥青价格高位，毛利率承压，Q3 费用率环比明显提高**

22Q3 齐鲁石化 90#道路沥青出厂均价 5366 元/吨，同比+33.7%，环比+5.8%。沥青价格仍处于高位，公司 22Q3 毛利率 18.98%，环比-1.64pct，同比-10.97pct。22Q3 期间费用率 17.48%，同比+1.36pct，环比+5.13pct。其中，研发费用率同比-0.5pct，销售、管理、财务费用率分别同比+1.09pct、+0.57pct、+0.21pct，销售、管理、研发费用率环比+1.61、+1.48、2.21pct。

➤ **现金流表现：应收压力仍存，环比相对稳健**

22Q3 经营活动产生的现金流量净额为-0.31 亿元，21Q3、22Q2 的净额分别为 0.55、4.2 亿元。22Q3 收现比 0.89（20Q3、21Q3 分别为 1.05、1.00）。季末货币资金 19.85 亿元，较期初减少 2.04 亿元。应收票据环比有所减少，应收账款同比、环比保持增加。季末其他应收款 3.33 亿元，半年末为 4.61 亿。单 3 季度信用减值损失仅 0.01 亿元。

➤ **防水新规要求趋严，拉动市场容量扩张，龙头率先受益**

住建部于 10 月 24 日发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》，防水新规为强制性工程建设规范，全部条文必须严格执行，自 2023 年 4 月 1 日起执行。“新规”大幅提高防水设计年限，带动单位防水材料用量提升+一级防水工程比例提升。**行业标准趋严带来产品品质提高和市场格局优化，单位防水材料用量拉动防水市场扩容，产品品质高要求下，非标产品、非标施工出清带来市场格局优化，龙头率先受益。**

➤ **投资建议：**综合考虑成本变化与疫情、地产的影响，我们调整 2022-2024 年归母净利润预测为 4.53、8.6、9.52 亿元，10 月 25 日股价对应动态 PE 分别为 30X、16X、14X。考虑到①经销前期渠道投入见成效，非房占比持续提升，②防水主业市占率提升，③非防水业务协同成长，维持“推荐”评级。

风险提示：地产政策变化不及预期；原材料价格波动的风险。

➤

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7771	8268	9012	10121
增长率（%）	24.6	6.4	9.0	12.3
归属母公司股东净利润（百万元）	673	453	860	952
增长率（%）	-24.5	-32.6	89.7	10.7
每股收益（元）	0.57	0.38	0.73	0.81
PE	20	30	16	14
PB	2.7	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
11.38 元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1.科顺股份 (300737.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：Q1 收入表现超预期，原材料大涨盈利增速承压-2022/04/28

2.【民生建材】科顺股份深度报告：昂首百亿，行稳致远-2022/01/31

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	8268	9012	10121
营业成本	5555	6452	6690	7581
营业税金及附加	43	41	45	51
销售费用	473	471	505	567
管理费用	290	306	324	354
研发费用	340	347	379	425
EBIT	873	846	1222	1284
财务费用	43	29	28	21
资产减值损失	-26	-30	-25	-25
投资收益	-3	8	9	10
营业利润	811	532	1015	1125
营业外收支	10	6	6	6
利润总额	821	538	1021	1131
所得税	148	85	161	179
净利润	673	453	860	952
归属于母公司净利润	673	453	860	952
EBITDA	1036	1092	1518	1628

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2189	2369	3191	3887
应收账款及票据	4103	4265	4788	4631
预付款项	156	204	222	213
存货	404	977	202	763
其他流动资产	1381	1380	1335	1761
流动资产合计	8233	9194	9739	11255
长期股权投资	24	24	24	24
固定资产	1681	2020	2284	2484
无形资产	144	149	154	159
非流动资产合计	2556	2820	3034	3199
资产合计	10789	12014	12772	14454
短期借款	596	596	596	596
应付账款及票据	3425	3517	3529	4344
其他流动负债	838	1152	1107	1097
流动负债合计	4858	5265	5231	6037
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	6228	6195	7001
股本	1151	1181	1181	1181
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4968	5786	6577	7453
负债和股东权益合计	10789	12014	12772	14454

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	6.40	9.00	12.30
EBIT 增长率	-21.43	-3.09	44.42	5.05
净利润增长率	-24.45	-32.62	89.74	10.72
盈利能力 (%)				
毛利率	28.51	21.96	25.77	25.09
净利率	8.66	5.48	9.54	9.41
总资产收益率 ROA	6.23	3.77	6.73	6.59
净资产收益率 ROE	13.54	7.83	13.07	12.77
偿债能力				
流动比率	1.69	1.75	1.86	1.86
速动比率	1.40	1.37	1.60	1.54
现金比率	0.45	0.45	0.61	0.64
资产负债率 (%)	53.96	51.84	48.50	48.43
经营效率				
应收账款周转天数	134.56	160.00	160.00	145.00
存货周转天数	24.10	39.36	33.20	24.10
总资产周转率	0.82	0.73	0.73	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.38	0.73	0.81
每股净资产	4.21	4.90	5.57	6.31
每股经营现金流	0.52	0.30	1.22	1.11
每股股利	0.00	0.02	0.06	0.06
估值分析				
PE	20	30	16	14
PB	2.7	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.35	11.55	7.77	6.82
股息收益率 (%)	0.00	0.17	0.51	0.57

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	673	453	860	952
折旧和摊销	163	246	296	345
营运资金变动	-559	-536	140	-100
经营活动现金流	611	359	1436	1316
资本开支	-416	-507	-507	-507
投资	-228	0	0	0
投资活动现金流	-642	-499	-498	-497
股权募资	284	388	0	0
债务募资	694	0	0	0
筹资活动现金流	650	319	-115	-123
现金净流量	620	179	823	696

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。	公司评级	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026