

Q3 业绩承压，渠道优化增添动力

华泰研究

2022年10月27日 | 中国内地

季报点评

其他建材

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

14.03

研究员

SAC No. S0570517080007
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com
+(86) 755 2266 0892

研究员

SAC No. S0570520070002

张艺露

zhangyilu@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570522030002
SFC No. BSH293

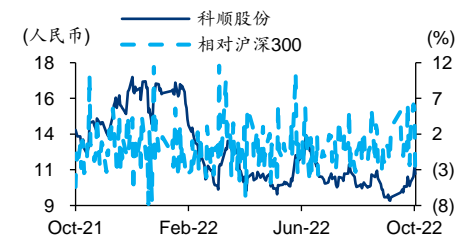
黄颖

huangying018854@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	14.03
收盘价(人民币 截至10月26日)	10.99
市值(人民币百万)	12,978
6个月平均日成交额(人民币百万)	183.14
52周价格范围(人民币)	9.30-17.10
BVPS(人民币)	4.83

股价走势图



资料来源: Wind

22Q3 业绩同比下滑，维持“买入”评级

10月25日晚公司发布2022年三季报: 22年前三季度实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 60/2.7/1.8 亿元, 同比+5%/-60%/-71%; 22Q3 分别为 18/0.2/0.02 亿元, 同比-5.5%/-88%/-99%。我们认为当前地产承压及原料涨价背景下, 公司盈利或继续承压, 我们下调收入及毛利率预测, 预计公司 22-24 年归母净利 4.5/7.2/9.3 亿元(前值 8.1/10.1/12.0 亿元), 可比公司 23 年 Wind 一致预期 PE 均值 23x, 给予公司 23 年 23xPE, 目标价 14.03 元(前值 12.98 元), 维持“买入”评级。

22Q3 沥青大幅涨价拖累毛利率，需求继续承压

22Q3 公司毛利率 19.0%，同/环比-11.0/-1.6pct，主要系原材料上涨所致。据 Wind, 22Q3 消费建材中防水/石膏板/涂料/五金/管材/减水剂原料价格同比+39%/-13%/-13%/-12%/-25%/-8%，其中防水原材料沥青均价同比涨幅较大。需求端, 据 Wind, 1-9 月地产新开工与竣工面积同比-38%/-20%，对防水需求冲击较大。公司积极拓展非房领域业务并进行渠道变革, 提高非房和经销收入占比。

22 年前三季度期间费用率同比提升，经营性净现金流小幅流出

22 年前三季度公司期间费用率 15.1%，同比+0.14pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 6.0%/3.9%/4.3%/1.0%，同比+0.1/+0.04/-0.4/+0.4pct。22 年前三季度公司归母净利率/扣非归母净利率为 5%/3%，同比-7/-8pct; 22Q3 为 1.3%/0.1%，同比-9.3/-9.8pct。22Q3 末资产负债率/有息负债率 57%/17%，同比+4/-5pct。22Q3 经营性净现金流-0.3 亿元, 同比-0.9 亿元。22Q3 收现比/付现比 0.89/0.97, 同比-0.10/-0.03, 环比持平/+0.24。

加大经销及国企央企开发力度，有望提高非房项目比例

据中报, 公司上半年不断提高经销比例, C 端业务高增长, 同时加大对高铁、市政和桥隧等非房项目的开拓, 且加强与国企央企合作, 化解地产应收风险, 渠道变革初现成效。我们认为防水行业供需均有望出现逐步的好转, 供给方面, 随着原料成本高位震荡、头部企业挤占份额, 小企业或加速退出; 需求方面, 防水提标, 对于室内防水设计年限、耐久性要求、卷材搭缝不透水性等要求更为严格, 有利于推动建筑防水市场扩容、供给格局优胜劣汰, 建筑防水进入提质增效的关键阶段, 有利于头部防水公司加速扩张。

风险提示: 下游地产风险加剧; 原材料价格大幅上涨; 效益提升不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	6,238	7,771	7,400	9,041	10,762
+/-%	34.09	24.57	(4.78)	22.18	19.04
归属母公司净利润(人民币百万)	890.33	672.62	451.23	720.17	933.48
+/-%	145.03	(24.45)	(32.91)	59.60	29.62
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.75	0.57	0.38	0.61	0.79
ROE(%)	21.44	13.54	8.33	11.73	13.20
PE(倍)	14.58	19.29	28.76	18.02	13.90
PB(倍)	3.13	2.61	2.39	2.11	1.83
EV EBITDA(倍)	10.52	12.10	16.53	11.68	7.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 可比公司估值表 (2022/10/26)

公司名称	公司代码	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)				PE (倍)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
东方雨虹	002271 CH	26.22	661	1.67	1.44	2.08	2.66	15.71	18.18	12.60	9.84
凯伦股份	300715 CH	13.80	53	0.19	0.20	0.48	0.73	73.85	69.66	28.87	18.85
三棵树	603737 CH	88.46	333	-1.11	1.87	3.05	4.44	-79.88	47.34	28.99	19.92
平均值								3.23	45.06	23.49	16.20
科顺股份	300737 CH	10.99	130	0.57	0.38	0.61	0.79	19.29	28.76	18.02	13.90

注: 除科顺股份外, 其余公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

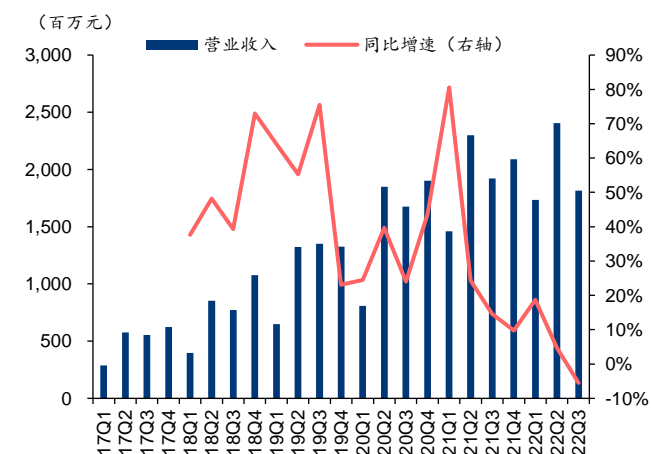
考虑到地产需求下滑, 故下调 22-24 年收入增速预测; 同时从控制风险的角度, 公司可能收缩地产客户的收入规模, 因此相关支出或减少, 故下调 22-24 年费用率预测。此外, 沥青价格仍在高位, 成本端压力依然较大, 故下调 22-24 年毛利率预测。

图表2: 盈利预测前后对比表

	现预测 (调整后)			原预测 (调整前)			变化幅度 (pct) /%		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,400	9,041	10,762	9,173	10,919	12,996	-19.34%	-17.20%	-17.19%
毛利率 (%)	22.52%	25.09%	26.00%	26.08%	26.79%	26.79%	-3.56pct	-1.70pct	-0.79pct
期间费用率 (%)	13.34%	13.24%	13.17%	13.54%	13.37%	13.24%	-0.20pct	-0.14pct	-0.07pct
归母净利润 (百万元)	451	720	933	807	1,006	1,201	-44.08%	-28.40%	-22.26%

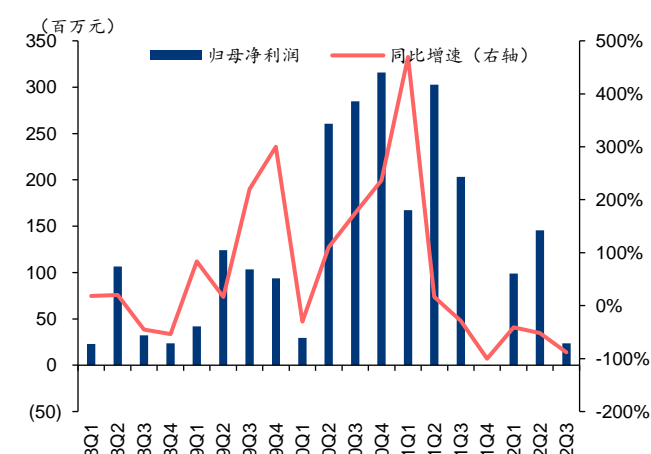
资料来源: 华泰研究预测

图表3: 科顺股份分季度营业收入及同比增速



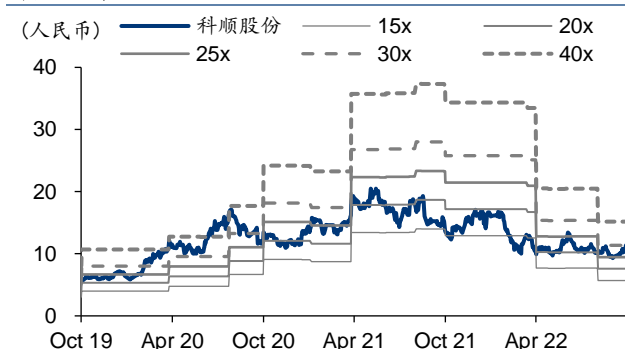
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 科顺股份分季度归母净利润及同比增速



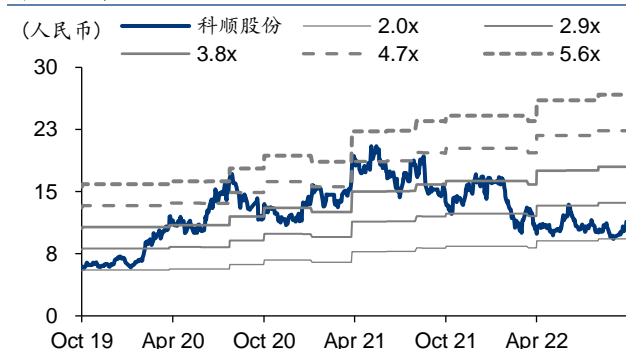
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 科顺股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 科顺股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

风险提示

地产需求超预期下行风险。地产政策虽有持续改善趋势，但销售端仍未有明显起色，若地产实物量继续下行，可能会导致公司收入超预期下行。

原料成本超预期上行风险。沥青价格若持续超预期上涨，可能会继续拖累公司毛利率，导致业绩下行。

防水国标执行效果不佳风险。防水提标后若政策执行力度低于预期，市场扩容幅度低于预期，可能导致头部公司收入增长不及预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,090	8,233	7,449	10,200	9,552
现金	1,420	2,189	3,738	2,885	4,398
应收账款	2,388	3,421	1,512	3,967	2,183
其他应收账款	135.12	279.69	115.31	367.32	207.20
预付账款	150.91	156.06	136.25	220.90	204.25
存货	339.79	403.83	363.65	542.99	523.10
其他流动资产	1,656	1,783	1,583	2,216	2,037
非流动资产	2,058	2,556	2,380	2,723	3,051
长期投资	0.00	24.48	30.60	38.26	47.82
固定投资	1,310	1,681	1,553	1,803	2,059
无形资产	147.33	144.34	156.05	160.74	165.63
其他非流动资产	600.67	706.25	641.03	721.05	778.58
资产总计	8,148	10,789	9,829	12,923	12,603
流动负债	3,741	4,858	3,635	6,138	5,023
短期借款	659.19	595.52	595.52	595.52	595.52
应付账款	1,087	1,442	1,168	1,915	1,710
其他流动负债	1,995	2,821	1,872	3,627	2,717
非流动负债	254.79	963.51	774.26	645.66	507.49
长期借款	211.38	856.59	667.34	538.74	400.57
其他非流动负债	43.42	106.92	106.92	106.92	106.92
负债合计	3,996	5,822	4,410	6,783	5,530
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	611.77	1,151	1,181	1,181	1,181
资本公积	1,909	1,681	1,681	1,681	1,681
留存公积	1,745	2,322	2,773	3,493	4,427
归属母公司股东权益	4,152	4,968	5,419	6,139	7,073
负债和股东权益	8,148	10,789	9,829	12,923	12,603

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	552.18	611.13	1,593	(279.81)	2,099
净利润	890.33	672.62	451.23	720.17	933.48
折旧摊销	101.37	163.44	119.02	136.65	167.66
财务费用	27.23	42.60	(18.27)	(31.72)	(44.85)
投资损失	27.98	2.95	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(757.95)	(602.74)	1,146	(975.77)	1,197
其他经营现金	263.22	332.27	(104.51)	(129.13)	(154.95)
投资活动现金	(882.08)	(641.57)	50.71	(485.86)	(502.20)
资本支出	(607.06)	(421.96)	67.18	(466.94)	(480.20)
长期投资	(275.24)	(228.00)	(6.12)	(7.65)	(9.56)
其他投资现金	0.21	8.39	(10.35)	(11.26)	(12.44)
筹资活动现金	648.02	649.93	(94.83)	(87.31)	(83.77)
短期借款	148.43	(63.67)	0.00	0.00	0.00
长期借款	137.67	645.21	(189.25)	(128.60)	(138.17)
普通股增加	4.05	539.41	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	78.32	(228.01)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	279.56	(243.01)	94.42	41.28	54.40
现金净增加额	317.79	619.77	1,549	(852.98)	1,513

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,238	7,771	7,400	9,041	10,762
营业成本	3,934	5,555	5,733	6,773	7,964
营业税金及附加	42.40	43.49	41.41	50.60	60.23
营业费用	389.23	473.00	450.40	550.32	655.09
管理费用	243.37	289.53	236.78	289.31	344.40
财务费用	27.23	42.60	(18.27)	(31.72)	(44.85)
资产减值损失	(34.92)	(26.01)	(24.77)	(30.26)	(36.02)
公允价值变动收益	0.20	0.01	0.01	0.01	0.01
投资净收益	(27.98)	(2.95)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,033	810.68	540.61	868.68	1,129
营业外收入	8.34	12.45	12.45	12.45	12.45
营业外支出	2.61	2.62	2.62	2.62	2.62
利润总额	1,039	820.51	550.44	878.51	1,139
所得税	148.52	147.89	99.21	158.34	205.24
净利润	890.33	672.62	451.23	720.17	933.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	890.33	672.62	451.23	720.17	933.48
EBITDA	1,163	1,022	647.49	978.91	1,256
EPS (人民币, 基本)	1.48	0.60	0.38	0.61	0.79

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	34.09	24.57	(4.78)	22.18	19.04
营业利润	141.80	(21.53)	(33.31)	60.68	29.96
归属母公司净利润	145.03	(24.45)	(32.91)	59.60	29.62
获利能力 (%)					
毛利率	36.94	28.51	22.52	25.09	26.00
净利率	14.27	8.66	6.10	7.97	8.67
ROE	21.44	13.54	8.33	11.73	13.20
ROIC	26.77	16.55	14.27	15.41	23.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.04	53.96	44.87	52.49	43.88
净负债比率 (%)	(12.52)	(12.37)	(42.01)	(25.13)	(45.02)
流动比率	1.63	1.69	2.05	1.66	1.90
速动比率	1.43	1.48	1.78	1.46	1.66
营运能力					
总资产周转率	0.88	0.82	0.72	0.79	0.84
应收账款周转率	2.92	2.68	3.00	3.30	3.50
应付账款周转率	4.13	4.39	4.39	4.39	4.39
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.57	0.38	0.61	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.52	1.35	(0.24)	1.78
每股净资产(最新摊薄)	3.52	4.21	4.59	5.20	5.99
估值比率					
PE (倍)	14.58	19.29	28.76	18.02	13.90
PB (倍)	3.13	2.61	2.39	2.11	1.83
EV EBITDA (倍)	10.52	12.10	16.53	11.68	7.80

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、张艺露、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司