

公司发布公告，拟与保利资本签署框架合作协议：合作期限为5年，自本协议签署生效之日（2022.11.1）起算，本次协议不涉及具体交易金额及关联交易。保利资本及其关联方与公司拟在**产业业务、多元化发展、新能源开发建设、股权投融资、资本运作等方面开展全面合作**，合作方式包括但不限于：（1）依托于国有资本实现进一步产业整合，**拟与国有资本平台筹划股权转让，引进国有背景投资者**；（2）通过共同设立产业并购基金等合作方式，对产业链上下游进行投资整合，**对防水相关行业领域的国内外优质品牌企业进行投资**，在为公司储备优质并购标的的同时，保障保利资本关联公司供应链的完整、高效和安全；（3）保利资本管理的私募基金相关投资标的退出时，在公司产业链上下游相关业务范围内，同等条件下，公司有优先选择并购权利；（4）为公司提供多元化发展关注的优质项目资源，双方将在新能源开发建设、更新改造、新材料研发等板块业务建立全面合作关系，公司将依托保利资本旗下广州保碧新能源科技有限公司项目渠道、供应链、专业技术等领域的资源沉淀和技术支持，拓宽公司业务范围、提升公司产品创新、完善供应链体系。**双方将就新能源光伏电站开发建设、光伏防水材料产品推广、新材料研发等领域达成业务合作**；（5）在条件允许的前提下，**保利资本或其管理的私募基金参与公司及其关联方投融资等方面的股权和资本合作**，协助公司提升治理结构和企业管理水平，协助提高公司业绩，共同努力将公司打造成在防水行业的全球化领先企业。

突破优质央国企地产商，兼顾增速与风控

地产企业信用风险扩张以来，公司出于风控考虑、适当控制规模，直销端坚持与优质地产客户合作，保持对国央企客户的开发力度。前三季度公司信用减值损失1亿，继续得到有效控制。保利资本系保利集团旗下资本管理平台，公司与保利资本的关联方保利发展签署《保利发展控股集团防水工程总部集中采购合作协议》，优质央国企地产商提供直销地产端“从0到1”边际增量。此外，今年以来，公司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，本次合作或有利于公司非房业务加速拓展。

防水市占率有望提升，经销渠道成效明显、直销渠道优化结构

（1）本轮下行期我们观测到防水行业的重要特征是，**部分腰部及以上防水企业体量不增反缩，甚至出现经营风险**，22Q1-Q3公司收入实现逆势增长，预计市场份额提高。（2）直销重点开拓非房业务，应对地产下行，公司加大高铁、桥隧、市政等业务开发。（3）战略性发力经销渠道，22H1经销收入同比+62.28%，占比达51.13%（21H1占比为42%），目标2022年地级市经销商覆盖率提升至100%。

防水新规要求趋严，拉动市场容量扩张，龙头率先受益

住建部近期发布《建筑与市政工程防水通用规范》，自2023年4月1日起执行。“新规”大幅提高设计工作年限，有望带动单位防水材料用量提升+一级防水工程比例提升，**推动防水市场扩容**，非标产品、非标施工出清有望加快，龙头率先受益。

投资建议：我们预计公司2022-2024年归母净利润为4.53、8.6、9.52亿元，现价对应动态PE分别为25X、13X、12X。考虑到①经销渠道投入见成效、非房占比持续提升，②防水市占率提升、突破优质央国企地产商，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	17	25	13	12
PB	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年10月31日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
9.58元

分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

- 科顺股份(300737.SZ)2022年三季度点评：短期盈利承压，长期有望受益新规落地、空间打开-2022/10/26
- 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
- 【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
净利润率	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	17	25	13	12
PB	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.30	9.61	6.37	5.51
股息收益率 (%)	0.00	0.20	0.61	0.67

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。	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