

Q3 经营业绩仍处底部，新标落地利好长期成长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年度三季报。公司 2022 前三季度实现营收 233.8 亿元 (YoY+3.1%)，归母净利润 16.6 亿元 (YoY-38.2%)，扣非归母净利润实现 15.2 亿元 (YoY-38.3%)；单季 Q3 季度，公司实现营收 80.7 亿元 (QoQ-10.3%，YoY-4.5%)，归母净利润实现 6.9 亿元 (QoQ+6.1%，YoY-39.7%)，扣非净利润实现 6.3 亿元 (QoQ+6.4%，YoY-38.2%)。
- **Q3 经营受宏观影响依然承压，费用管控效果显现。** 受宏观地产需求下滑影响，公司经营情况 Q3 依然承压。Q3 单季营收同比-4.5%，为 2020 年 Q1 之后首次，扣非归母净利润同比-38.2%，环比+6.4%，环比有所改善，主要为当季费用管控效果显现。从期间费用率看，前三季度 15.6%，较中报提升 0.8pp，其中销售费用率下降 0.5pp，管理费用率下降 0.4pp，财务费用率上升 0.2pp。
- **现金流压力 Q3 边际减缓，应收规模及周期依然高位。** Q3 单季，公司经营性现金流净额为-9.8 亿，负值较 Q2 单季收窄 12.1 亿，显示回款情况有所好转。截至三季报，公司应收账款及其它应收款总额 204.1 亿，占当期营收的 87.3%；应收周转天数 138.1 天，皆处于高位。考虑到行业回款高峰为 Q4，预计到年底该两项数据会大幅好转。
- **产业标准进一步规范，新标落地加速行业集中。** 2022 年 10 月 24 日，住建部发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》。相较于旧规，新规范对防水材料的使用年限、施工道数提出了明确的要求，并规定了工程防水类别和工程环境使用环境类别。新规的实施预计会大幅提升防水材料市场需求空间，客观上有利于行业龙头长期业绩成长。
- **盈利预测与投资建议。** 公司作为防水建材行业龙头，品牌规模等优势大幅领先其他竞争对手。公司在大 B 端市场占据主导份额后，积极布局下游小 B/C 端及非房市场。随着原材料价格回调，以及地产需求筑底回暖，公司收入业绩预计将逐步复苏。我们预计公司 2022-2024 年营收为 330.3/405.2/500.5 亿元，净利润 25.7/32.6/40.9 亿元，EPS 分别为 1.02 元、1.29 元、1.62 元，对应 PE 估值分别为 24 倍/19 倍/15 倍。在剔除掉 2022 年极端情况后，2023-2024 两年净利润复合增速为 26.2%。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨；行业下行压力大；房地产市场持续低迷。

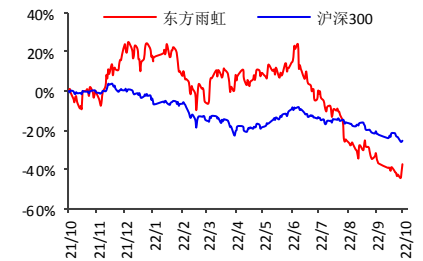
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31934.20	33031.86	40518.31	50053.73
增长率	46.96%	3.44%	22.66%	23.53%
归属母公司净利润(百万元)	4204.70	2567.84	3259.17	4086.53
增长率	24.07%	-38.93%	26.92%	25.39%
每股收益 EPS(元)	1.67	1.02	1.29	1.62
净资产收益率 ROE	15.79%	9.06%	10.49%	11.84%
PE	15	24	19	15
PB	2.35	2.21	2.01	1.81

数据来源: Wind, 西南证券。注: 股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	25.20
流通 A 股(亿股)	19.87
52 周内股价区间(元)	23.25-52.68
总市值(亿元)	664.72
总资产(亿元)	497.33
每股净资产(元)	10.43

相关研究

1. 东方雨虹(002271): 扩张势头不减, 原材料涨价影响短期盈利水平 (2021-10-27)

盈利预测

关键假设：

防水卷材：公司目前营收占比最大的品类，也是建筑防水应用最广泛的材料。2022 年由于地产行业需求大幅收缩以及新冠疫情影响，公司防水卷材业务增速大幅下降。但从长期看，由于防水新规对市场的扩容效应，以及市场集中度仍有大幅提升空间，客观上利好龙头公司业绩成长。我们预计 2022-2024 年，防水卷材产品收入增速为 0.5%、22.0%、20.0%。由于占成本大比例的沥青价格目前处于高位，未来有望回落，提升毛利率水平，故预计三年对应毛利率为 29.0%、30.0%、31.3%。

防水涂料：防水涂料更多应用于室内防水，是民建家装市场的主要防水品类。我国家装防水市场集中度较工建市场更低，公司近年亦在大力铺设渠道，开拓民建零售市场。考虑到新房市场下行以及庞大的存量房市场，我们预计未来公司民建零售端增速将大大超过工建市场增速。基于此，预计 2022-2024 年，防水涂料产品收入增速为 15.0%、25.0%、30.0%。毛利率今年同样由于原材料成本高位而偏低，未来预计会随着疫情结束原材料价格下降而回升；预计 2022-2024 年该项毛利率为 29.0%、30.0%、31.3%。

工程施工：工程施工业务主要为部分需要施工服务的项目和客户提供服务，该部分收入以施工费用为主，主要配合主营防水材料销售。该部分收入占比较小，增速有一定波动性。2022 年由于疫情管控的影响，我们预计该部分收入增长幅度较小。预计 2022-2024 年工程施工收入增速分别为 0.4%、20.0%、20.0%。施工服务基于其业务特性，毛利率通常较稳定，预计三年毛利率为 23.0%、26.0%、27.0%。

材料销售：公司材料销售项收入主要为向合资公司销售相关防水材料和涂料产品。我们预计该项收入增长会较为平稳，预计 2022-2024 年增速分别为-5.0%、10.0%、10.0%。由于该项收入为向关联公司销售，其毛利率会略低于外销，预计三年毛利率分别为 23.0%、27.0%、29.0%。

其它业务：主要包括建筑涂料、防水砂浆、瓷砖胶等相关产品销售。该部分品类使用场景与防水业务协同性较高，长期成长空间较大。我们预计 2022-2024 年其它业务收入增速为-30.0%、30.0%、30.0%。毛利率 2022 年由于原材料成本高位而有所拉低，后续有望回升，预计 2022-2024 年毛利率为 23.0%、27.0%、28.0%。

基于上述假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入及毛利率情况如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
防水卷材	收入	15667.0	15745.3	19209.3	23051.2
	增速	39.5%	0.5%	22.0%	20.0%
	毛利率	31.1%	29.0%	30.0%	31.3%
防水涂料	收入	9820.4	11293.5	14116.9	18351.9
	增速	63.3%	15.0%	25.0%	30.0%
	毛利率	34.1%	29.0%	30.0%	31.3%
工程施工	收入	4028.0	4044.1	4852.9	5823.4
	增速	21.9%	0.4%	20.0%	20.0%

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	28.4%	23.0%	26.0%	27.0%
材料销售	收入	1023.2	972.0	1069.2	1176.2
	增速	30.0%	-5.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	1395.6	23.0%	27.0%	29.0%
其他业务	收入	1395.6	976.9	1270.0	1651.0
	增速	18.3%	-30%	30%	30%
	毛利率	30.0%	23%	27%	28%
合并	收入	31934.2	33031.9	40518.3	50053.7
	增速	47.0%	3.4%	22.7%	23.5%
	毛利率	30.5%	27.9%	29.3%	30.6%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

综合考虑业务范围，选取科顺股份、凯伦股份、三棵树三家可比公司进行估值比较。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300737.SZ	科顺股份	129	10.90	0.58	0.45	0.70	0.95	28	24	15	12
300715.SZ	凯伦股份	52	13.40	0.18	0.18	0.43	0.66	100	74	31	20
688777.SH	三棵树	328	87.11	-	1.89	3.09	4.49	-	45	28	19
平均值								78	48	25	17
603737.SH	东方雨虹	665	26.38	1.67	1.02	1.29	1.58	15	24	19	15

数据来源：Wind，西南证券整理

从PE角度看，公司2023年估值为19倍，行业平均值为25倍，低于行业平均水平。公司作为防水建材行业龙头，品牌规模等优势大幅领先其他竞争对手。公司在大B端市场占据主导份额后，积极布局下游小B/C端及非房市场。随着原材料价格回调，以及地产需求筑底回暖，公司收入业绩预计将逐步复苏。我们充分看好公司未来的成长性，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31934.20	33031.86	40518.31	50053.73	净利润	4213.31	2573.10	3265.85	4094.90
营业成本	22184.43	23812.21	28629.65	34727.11	折旧与摊销	518.24	581.31	722.17	867.60
营业税金及附加	212.50	264.25	328.20	410.44	财务费用	231.84	214.71	303.89	425.46
销售费用	2217.74	3138.03	4051.83	5255.64	资产减值损失	-13.70	10.00	0.00	0.00
管理费用	1644.55	2477.39	3241.46	4254.57	经营营运资本变动	-343.92	-404.46	-2910.33	-2111.43
财务费用	231.84	214.71	303.89	425.46	其他	-491.10	-23.23	24.13	3.05
资产减值损失	-13.70	10.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	4114.68	2951.43	1405.72	3279.58
投资收益	21.32	21.90	21.90	21.90	资本支出	-2833.85	-2500.00	-2500.00	-2500.00
公允价值变动损益	-49.58	0.00	0.00	0.00	其他	-2816.81	-830.10	21.90	21.90
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5650.66	-3330.10	-2478.10	-2478.10
营业利润	5098.24	3137.18	3985.18	5002.41	短期借款	3603.16	-5251.07	4137.77	3136.44
其他非经营损益	1.92	20.00	22.00	22.00	长期借款	682.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	5100.16	3157.18	4007.18	5024.41	股权融资	8174.87	0.00	0.00	0.00
所得税	886.85	584.08	741.33	929.52	支付股利	-757.07	-840.94	-513.57	-651.83
净利润	4213.31	2573.10	3265.85	4094.90	其他	-903.80	-66.07	-305.89	-425.46
少数股东损益	8.61	5.26	6.68	8.37	筹资活动现金流净额	10799.21	-6158.08	3318.32	2059.15
归属母公司股东净利润	4204.70	2567.84	3259.17	4086.53	现金流量净额	9286.67	-6536.75	2245.93	2860.63
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16446.31	9909.56	12155.49	15016.12	成长能力				
应收和预付款项	12396.69	14390.80	16649.51	18968.14	销售收入增长率	46.96%	3.44%	22.66%	23.53%
存货	1420.55	4760.39	2860.91	3470.66	营业利润增长率	21.29%	-38.47%	27.03%	25.53%
其他流动资产	5331.83	435.34	510.20	605.56	净利润增长率	24.40%	-38.93%	26.92%	25.39%
长期股权投资	186.65	186.65	186.65	186.65	EBITDA 增长率	15.37%	-32.75%	27.41%	25.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7703.54	9683.25	11522.10	13215.52	毛利率	30.53%	27.91%	29.34%	30.62%
无形资产和开发支出	1794.48	1736.97	1679.45	1621.94	三费率	12.82%	17.65%	18.75%	19.85%
其他非流动资产	4453.17	5301.66	5298.16	5294.65	净利率	13.19%	7.79%	8.06%	8.18%
资产总计	49733.23	46404.62	50862.48	58379.23	ROE	15.79%	9.06%	10.49%	11.84%
短期借款	6127.83	876.77	5014.54	8150.98	ROA	8.47%	5.54%	6.42%	7.01%
应付和预收款项	7139.03	14182.71	11607.98	12362.31	ROIC	22.33%	11.48%	12.24%	12.53%
长期借款	1103.75	1103.75	1103.75	1103.75	EBITDA/销售收入	18.31%	11.91%	12.37%	12.58%
其他负债	8678.96	1851.36	1993.89	2176.81	营运能力				
负债合计	23049.57	18014.58	19720.16	23793.85	总资产周转率	0.82	0.69	0.83	0.92
股本	2521.20	2519.77	2519.77	2519.77	固定资产周转率	6.16	5.08	4.91	5.03
资本公积	10794.55	10795.98	10795.98	10795.98	应收账款周转率	4.30	3.74	4.17	4.34
留存收益	13296.99	15023.89	17769.50	21204.19	存货周转率	16.88	7.70	7.51	10.96
归属母公司股东权益	26294.40	27995.52	30741.12	34175.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.35%	—	—	—
少数股东权益	389.27	394.53	401.20	409.57	资本结构				
股东权益合计	26683.66	28390.04	31142.32	34585.39	资产负债率	46.35%	38.82%	38.77%	40.76%
负债和股东权益合计	49733.23	46404.62	50862.48	58379.23	带息债务/总负债	31.37%	10.99%	31.03%	38.90%
					流动比率	1.69	1.83	1.81	1.74
					速动比率	1.62	1.54	1.65	1.58
					股利支付率	18.01%	32.75%	15.76%	15.95%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	5848.32	3933.20	5011.24	6295.47	每股收益	1.67	1.02	1.29	1.62
PE	14.71	24.08	18.97	15.13	每股净资产	10.44	11.11	12.20	13.56
PB	2.35	2.21	2.01	1.81	每股经营现金	1.63	1.17	0.56	1.30
PS	1.94	1.87	1.53	1.24	每股股利	0.30	0.33	0.20	0.26
EV/EBITDA	8.25	12.42	10.12	8.10					
股息率	1.22%	1.36%	0.83%	1.05%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn