

## 拟收购兴发凌志，延展密封胶业务

2022年11月08日

► **事件：**公司拟以自有资金出资 2880 万元收购湖北兴发凌志 1980 万元出资额（其中，成都凌志转让 1320 万元出资额，作价 1920 万元；湖北兴瑞转让 660 万元出资额，作价 960 万元）。交易完成后，公司将持有兴发凌志 60% 股权，成都凌志持股 10%，湖北兴瑞（兴发集团全资子公司）持股 20.9%。

► **兴发凌志：地产品牌首选率 6%、排名第 6**

兴发凌志目前拥有密封胶年产能 3 万吨，拟在建年产能 3 万吨，产品涵盖全系列建筑胶和光伏胶为代表的工业胶。公司位于兴发集团硅化工产业园区（宜昌）内，主要产品核心原材料的大部分由集团子公司闭环供应，例如有机硅单体。在 2022 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商名单中，兴发凌志在密封胶类的首选率为 6%。

2021 年兴发凌志收入实现 2.34 亿元，净利润 29 万元，22Q1-Q3 收入 1.65 亿元，净利润 123 万元，2021、2022 年前三季度净利率分别为 0.12%、0.75%，盈利能力偏弱。近两年建筑胶行业净利率受原材料影响明显，21Q2-22Q1 原材料 DMC 单体价格持续高位运行，其中 21Q3 上涨至 6 万元/吨+。22Q2 以来价格持续回落，截至 11 月 4 日，DMC 现货价 17880 元/吨，同比-55%，硅胶企业毛利率也同步回升，例如硅宝科技 22Q3 毛利率环比+5.25pct，回天新材环比+2pct。此外，股东之一湖北兴瑞作为兴发集团的全资子公司，有望给予标的公司原材料采购方面的支持，上游的参股红利，其他同行鲜少具备。

► **看好雨虹的渠道赋能：**

兴发凌志主营产品应用领域包括建筑幕墙、门窗密封和装饰装修、中空玻璃加工、装配式建筑，以及电子电器、光伏及风电等新能源、汽车、城市道桥及轨道等基建。我们预计收购后，有望产品+渠道双向结合。一方面民建集团可以配套装饰胶产品，丰富零售体系；另一方面发挥兴发凌志的地产企业认可度，以及雨虹在公建、厂房等非房领域的渠道力，开拓工程市场。同时，光伏胶产品与光伏屋面防水互为补充，下游组件厂客户具有协同性。

► **投资建议：**继续关注①防水主业市占率持续提升，②非房业务对冲地产下行压力，③非防水业务协同成长，④“防水新规”发布，行业提质扩容可期。我们综合考虑零售与公建类业务的快速拓展，行业下行集中度提升，以及防水新规扩展市场空间，调整 2022-2024 年归母净利为 25.55、42.03、54.14 亿，11 月 7 日股价对应动态 PE 分别为 27X、17X、13X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动的风险；稳地产政策不及预期；市政及基建投资不及预期；收购整合不及预期风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31934	32956	40213	48272
增长率 (%)	47.0	3.2	22.0	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	4205	2555	4203	5414
增长率 (%)	24.1	-39.2	64.5	28.8
每股收益 (元)	1.67	1.01	1.67	2.15
PE	17	27	17	13
PB	2.6	2.4	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.83 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyanyang\_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming\_yj@mszq.com

### 相关研究

1. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年三季报点评：Q3 收入毛利承压，继续深耕渠道+产品结构改善-2022/10/26
2. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年半年报点评：行业寒冬龙头蓄力，C 端民建持续高增-2022/08/23
3. 东方雨虹 (002271.SZ) 2022 年一季报点评：加回激励费，利润超预期增长 20%-2022/04/30
4. 【民生建材】东方雨虹点评：预计顺利完成激励目标，非房、非防均贡献明显-2022/01/15
5. 【民生建材】东方雨虹：推动光伏屋面一体化，龙头领航新趋势-2021/11/29

## 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	31934	32956	40213	48272
营业成本	22184	24503	28979	34514
营业税金及附加	213	251	306	352
销售费用	2218	2274	2895	3379
管理费用	1645	1747	2212	2655
研发费用	559	577	684	794
EBIT	5372	3604	5137	6578
财务费用	232	264	322	386
资产减值损失	-14	-10	-10	-10
投资收益	21	13	20	25
营业利润	5098	3170	5180	6640
营业外收支	2	-25	-24	-16
利润总额	5100	3145	5156	6624
所得税	887	585	948	1201
净利润	4213	2560	4208	5424
归属于母公司净利润	4205	2555	4203	5414
EBITDA	5931	4468	6109	7628

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16446	16245	18089	19530
应收账款及票据	10421	10345	12773	15268
预付款项	1097	1051	1209	1542
存货	1421	2651	2510	2978
其他流动资产	6210	4889	6862	8077
流动资产合计	35595	35181	41442	47395
长期股权投资	187	187	187	187
固定资产	5610	7914	8924	9226
无形资产	1654	1964	2222	2377
非流动资产合计	14138	16124	16952	17101
资产合计	49733	51305	58394	64496
短期借款	6128	5628	4928	4428
应付账款及票据	5943	6668	7789	9305
其他流动负债	9040	7900	9403	9916
流动负债合计	21111	20196	22120	23649
长期借款	1104	1104	1104	1104
其他长期负债	835	835	835	835
非流动负债合计	1939	1939	1939	1939
负债合计	23050	22135	24059	25588
股本	2521	2520	2520	2520
少数股东权益	389	394	399	408
股东权益合计	26684	29170	34335	38909
负债和股东权益合计	49733	51305	58394	64496

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	46.96	3.20	22.02	20.04
EBIT 增长率	21.62	-32.91	42.54	28.05
净利润增长率	24.07	-39.24	64.53	28.81
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	30.53	25.65	27.94	28.50
净利润率	13.19	7.77	10.46	11.24
总资产收益率 ROA	8.45	4.98	7.20	8.39
净资产收益率 ROE	15.99	8.88	12.39	14.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.69	1.74	1.87	2.00
速动比率	1.44	1.47	1.57	1.66
现金比率	0.78	0.80	0.82	0.83
资产负债率 (%)	46.35	43.14	41.20	39.67
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	100.17	105.32	102.66	102.72
存货周转天数	23.37	39.49	31.62	31.49
总资产周转率	0.64	0.64	0.69	0.75
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.67	1.01	1.67	2.15
每股净资产	10.59	11.58	13.63	15.44
每股经营现金流	1.63	0.65	1.35	1.58
每股股利	0.30	0.17	0.28	0.37
<b>估值分析</b>				
PE	17	27	17	13
PB	2.6	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA	10.32	13.64	9.56	7.40
股息收益率 (%)	1.08	0.62	1.02	1.31

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4213	2560	4208	5424
折旧和摊销	559	864	972	1051
营运资金变动	-813	-2500	-2094	-2783
经营活动现金流	4115	1646	3400	3992
资本开支	-4502	-2876	-1824	-1216
投资	-1183	0	0	0
投资活动现金流	-5651	-2863	-1804	-1191
股权募资	7996	-2	0	0
债务募资	3982	-500	-700	-500
筹资活动现金流	10799	-936	-1415	-1420
现金净流量	9287	-2152	181	1381

## 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