

## 凯伦股份

300715

审慎增持 (维持)

细分领先，高速扩张

2020年08月27日

## 市场数据

市场数据日期	2020-08-26
收盘价(元)	62.21
总股本(百万股)	170.91
流通股本(百万股)	77.09
总市值(百万元)	10632.16
流通市值(百万元)	4795.60
净资产(百万元)	1085.84
总资产(百万元)	2060.85
每股净资产	6.35

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1165	1935	3146	4205
同比增长	88.1%	66.1%	62.6%	33.7%
净利润(百万元)	135	266	428	517
同比增长	108.0%	96.7%	60.6%	20.9%
毛利率	39.1%	43.0%	40.2%	38.4%
净利率	11.6%	13.8%	13.6%	12.3%
净资产收益率(%)	12.8%	20.1%	24.9%	23.8%
每股收益(元)	0.79	1.56	2.50	3.03
每股经营现金流(元)	-0.27	-0.29	-0.10	1.04

## 相关报告

《【兴证建材】凯伦股份(300715)2019年年报及2020年一季报点评:收入及业绩增长加速,一季报亮眼》2020-04-23

《【兴业建材】科顺股份(300737.SZ)事件点评:定增补流,助力发展》2020-03-03

《科顺股份(300737.SZ)2019年业绩快报点评:收入高速增长,盈利能力提升》2020-02-28

分析师:

李阳

liyong20@xyzq.com.cn

S0190520070001

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

## 投资要点

- **公司披露 2020 半年报**, 报告期内实现营收 7.7 亿元, 同比增长 82.70%; 归母净利润 0.89 亿元, 同比高幅增长 103.81%, 扣非后归母净利 0.86 亿元, 同比大幅增长 106%。其中, 二季度实现营收 5.25 亿元, 同比增长 102.96%, 归母净利 0.63 亿元, 同比大幅增长 133.89%, 扣非后归母 0.6 亿元, 同比增长 142.22%。上半年销售毛利率 44.6%, 同比提高 4.7 个百分点, 净利率 11.6%, 同比提高 1.2 个百分点。
- **防水卷材毛利率高达 45.8%**, 同比大幅提高 4.63 个百分点, 主因沥青采购价格同比下降, 参考沥青 2012 合约结算价, 上半年最低点为 3.19 仅 1968 元/吨, 比年初低 36%。公司低点备货原材料, **相应预付款项较年初大幅增长**, 期末为 1.22 亿, 期初 1977 万, 上半年 1.59 亿存货中原材料 7016 万元。
- **应收账款&票据 7.68 亿**, 去年同期 4.47 亿, 应收票据&账款/收入为 99.77% (一般年底回款), 去年同期比例 106.12%。因金融资产转移而终止确认的应收账款 4761 万元 (保理业务), 去年同期金额为 1541 万元。其他应收款 1.62 亿, 年初 6258 万元, 其中, 押金保证金 1.12 亿, 期初 705 万元, 去年同期为 4550 万元。
- **销售费用同比增长 114%**, 主因销售规模大幅增长, 销售费用率 14.6%, 同比提高 2.15 个百分点, 其中, 占比 34% 的运输费用提高 136.5%, 占比 20% 的广告宣传费提高 795%, 占比 30% 的职工薪酬提高 45.4%; **管理费用同比增长 41.7%**, 管理费用率 4.32%, 同比下降 1.26 个百分点, 其中, 占比 43% 的职工薪酬提高 71%, 占比 31% 的办公、差旅及业务招待费提高 52%; **财务费用同比增长 73.6%**, 主因利息支出增加 54%, 财务费用率 2.18%, 同比下降 0.12 个百分点。研发费用同比提高 113%, 占比 4.39%, 同比提高 0.62 个百分点。
- 收入与利润规模增速均快于行业, **市场份额提升明显**。上半年行业利润总额/主营业务收入 7.3%, 同期公司比例为 14%, 远高于行业水平。同时, 主营收入在规模企业中占比为 1.7%, 去年同期为 0.9%, 利润总额占比为 3.2%, 去年同期 1.9%。
- **投资建议: 大 B 业务跟随集采趋势继续快速增长**, 公司战略合作房企包括万科、恒大、碧桂园、绿地、新城、中海、融创等。深耕高分子自粘胶膜防水卷材+聚氨酯涂料, 走差异化发展路径。我们看好下半年新开工景气延续, 低点备货原材料红利持续, 长期角度, 公司注重研发, 投放产能, 巩固高分子领先地位, 进一步提升市占率。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 2.66、4.28、5.17 亿元, 对应 PE 分别为 39.9X、24.9X、20.6X, 建议维持“审慎增持”评级。

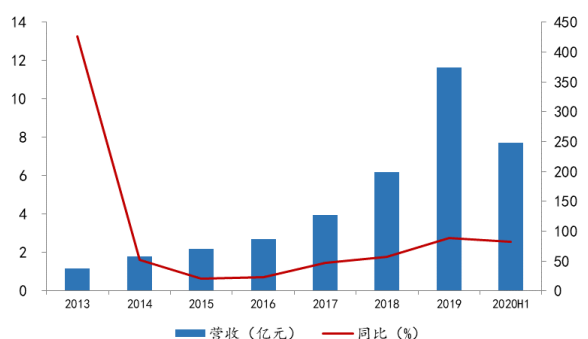
**风险提示: 原材料价格变动不及预期; 房屋新开工不及预期; 防水 B 端客户拓展不及预期。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 事件

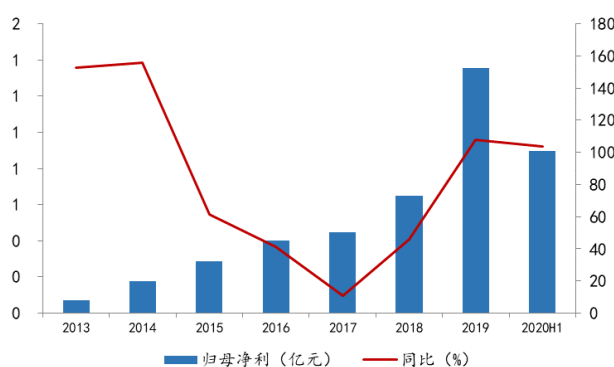
- **公司披露 2020 半年报**，报告期内实现营收 7.7 亿元，同比增长 82.70%；归母净利 0.89 亿元，同比高幅增长 103.81%，扣非后归母净利 0.86 亿元，同比大幅增长 106%。其中，**二季度实现营收 5.25 亿元**，同比增长 102.96%，归母净利 0.63 亿元，同比大幅增长 133.89%，扣非后归母 0.6 亿元，同比增长 142.22%。**上半年销售毛利率 44.62%**，同比提高 4.72 个百分点，净利率 11.62%，同比提高 1.21 个百分点，**二季度毛利率 47.45%**，同比大幅提高 7.45 个百分点，净利率 11.98%，同比提高 1.59 个百分点。

图 1、公司近年来收入变化



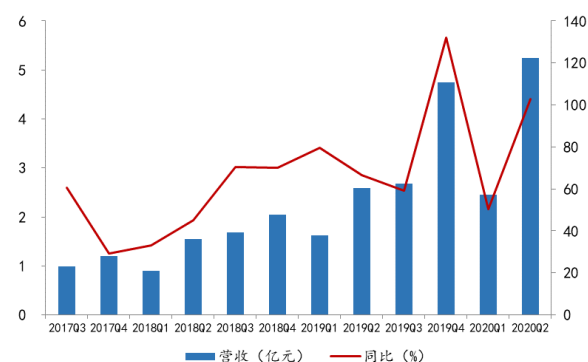
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司近年来归母净利变化



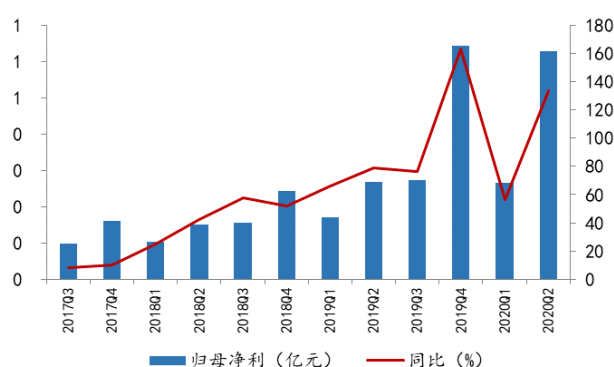
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司近年来单季度收入变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司近年来单季度归母净利变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

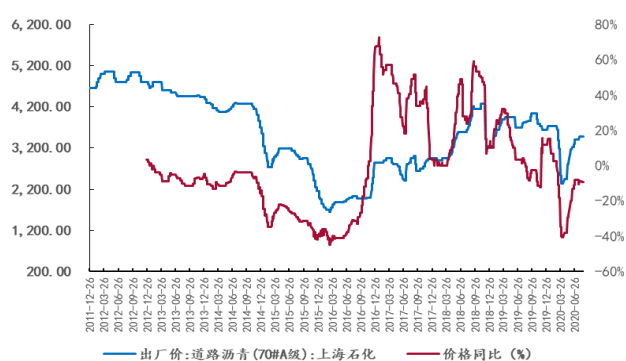
## 点评

公司 2020 上半年防水材料实现销售收入 6.19 亿元，同比提高 66.88%，防水材料销售中占比 82%，比例同比下降 9 个百分点，防水涂料 1.37 亿，同比大幅提高 273.87%，占比 18%，比例同比提高 9 个百分点。

## 半年报关注点包括:

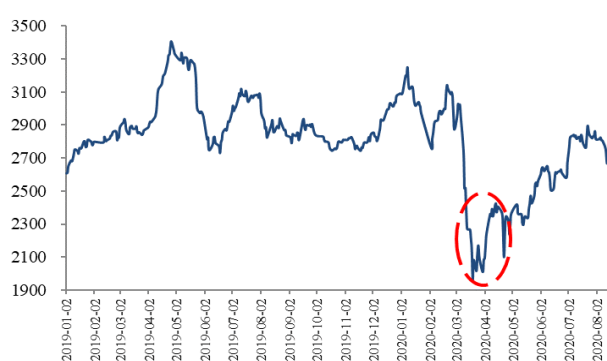
(1) 防水卷材毛利率高达**45.8%**，同比大幅提高 4.63 个百分点，主因沥青采购价格同比下降，参考上海石化道路沥青(70#A 级)，8 月 21 日价格为 3480 元/吨，同比下降 360 元/吨，对应下滑比例为 9%。参考沥青 2012 合约结算价，上半年均价 2613 元/吨，同比下降 11%，最低点为 3 月 19 日仅 1968 元/吨，比年初低 36% (用公开沥青价格数据表示趋势)。**公司低点备货原材料，相应预付款项较年初大幅增长，期末为 1.22 亿，期初 1977 万，上半年 1.59 亿存货中原材料 7016 万元。**上半年净利率 11.62%，同比提高 1.21 个百分点，二季度净利率 11.98%，同比提高 1.59 个百分点。

图 5、道路沥青(7#A 级)价格变动(元/吨)



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、沥青 2012 合约结算价格变动(元/吨)



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 公司应收账款&票据 7.68 亿，去年同期 4.47 亿，**应收票据&账款/收入为 99.77% (一般年底回款，去年底 52.15%)**，去年同期比例 106.12%。上半年应收账款的 38.36% 来源前五名客户，2019 年同期比例为 19.3%。**因金融资产转移而终止确认的应收账款 4761 万元(保理业务)**，去年同期金额为 1541 万元。其他应收款 1.62 亿，年初 6258 万元，主因**保证金增加**，其中，押金保证金 1.12 亿，期初 705 万元，去年同期为 4550 万元(去年期初同样较少，为 628 万元)。

(3) **销售费用同比增长 114%**，主因销售规模大幅增长，销售费用率**14.6%**，同比提高 2.15 个百分点，其中，占比 34% 的运输费用提高 136.5%，占比 20% 的广告宣传费提高 795%，占比 30% 的职工薪酬提高 45.4%；**管理费用同比增长 41.7%**，管理费用率**4.32%**，同比下降 1.26 个百分点，其中，占比 43% 的职工薪酬提高 71%，占比 31% 的办公、差旅及业务招待费提高 52%，占比分别为 9.2%、9.0%、4% 的中介费、折摊、股权激励同比增长 3.4%、41%、下降 22%；**财务费用同比增长 73.6%**，主因**利息支出增加 54%**，财务费用率 2.18%，同比下降 0.12 个百分点，占比 6% 的保理手续费增加 93.58 万。**研发费用同比提高 113%**，占比**4.39%**，同比提高 0.62 个百分点，占比 80% 的直接材料大幅提高 134%，占比 12% 的直接人工提高 36%。

(4) 经营活动产生的现金流量净额-2.69 亿, 同比下降 453.79%, 主因应收款及采购支出增加; 投资活动产生的现金流量净额-3.74 亿, 同比下降 216.76%, 主因支付工程基建款和设备款增加; 筹资活动产生的现金流量净额 1.97 亿, 比上年同期增长 54.81%, 主因本期新增银行贷款, 期末短期借款 6.56 亿, **保证借款、融资性票据贴现均比期初明显增加, 主因规模扩大流动资金需求增加**。今年 3 月发行 1 年期普通债券, 募集 5000 万元, 计入短期应付债券。一年内到期的长期借款 1400 万(期初 500 万), 保证借款 1.06 亿(期初无)。期末货币资金 3.57 亿, 比期初减少 4.65 亿, 主因支付基建款、设备款和原材料款增加, 比去年同期增加 1.17 亿, 主因配股募集+贷款资金到位。

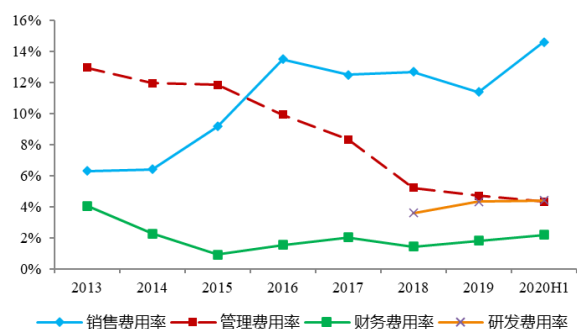
(5) **继续扩大规模, 提高市场份额**。公司已在苏州、唐山、黄冈、南充、贵港、咸阳、泗阳等地布局生产基地, 苏州高分子防水材料产业园建成投产有望进一步巩固高分子领先地位。报告期分别对黄冈凯伦、苏州凯伦高分子进行增资, 报告期新设广西凯伦公司、陕西凯伦公司, 近日在泗阳县建立全资子公司宿迁凯伦新材料。西南防水基地一期土建工程累计投入占预算比例 72.41%, 在安装设备 21.63%, 黄冈基地一期在安装设备 28.19%。根据中国建筑防水协会统计, 今年上半年防水行业主营业务收入 2000 万元以上规模企业达到 721 家, 合计主营达到 456.17 亿元, 同比降低 0.2%, 利润总额达 33.12 亿元, 同比增长 19.06%。**今年上半年行业利润总额/主营收入 7.3%, 同比提高 1.2 个百分点, 同期公司的比例为 14%, 远高于行业水平, 同比同样提高 1.2%。同时, 主营收入在规模企业中占比达到 1.7%, 去年同期为 0.9%, 利润总额占比为 3.2%, 去年同期 1.9%, 公司收入与利润规模增速均快于行业, 市场份额提升明显。**

(6) **积极融资, 低成本补充运营资金, 改善资产负债结构**。上半年公司①完成配股发行, 募集 4.84 亿元; ②完成非公开发行疫情防控创新创业公司债券, 募集 5000 万元; ③发布创业板向特定对象发行 A 股股票预案, 募集不超过 15 亿元, 扣除发行费后全部用于补充流动资金。

**大 B 业务跟随集采趋势继续快速增长**, 公司战略合作房企包括万科、恒大、碧桂园、绿地、新城、中海、融创、龙湖、蓝光、金科、上坤地产、世茂、当代、华夏幸福、中南置地、富力等。**深耕高分子自粘胶膜防水卷材+聚氨酯涂料, 走差异化发展路径**, 公司已掌握 PVC 卷材和 TOP 卷材关键技术, 考虑到欧美高分子为主流材料, 国内技术路径趋势有望对标。公司产品已出口 60 多个国家或地区。

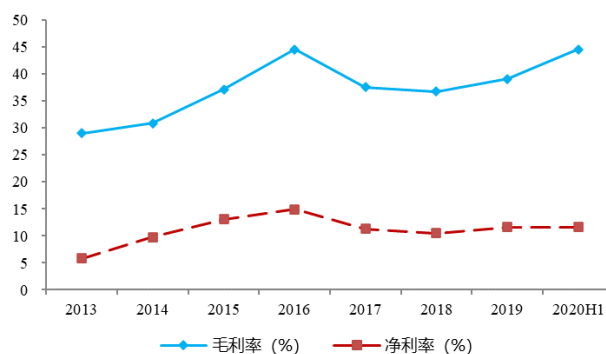
**投资建议:** 我们看好下半年新开工景气延续, 低点备货原材料红利持续, 长期角度, 公司注重研发, 投放产能, 巩固高分子领先地位, 进一步提升市占率。我们预计 2020-2022 年归母净利为 2.66、4.28、5.17 亿元, 对应 PE 分别为 39.9X、24.9X、20.6X, 建议维持“审慎增持”评级。

图 7、公司近年来期间费用率变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司近年来毛利率、净利率变化



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

**风险提示:** 原材料价格变动不及预期; 房屋新开工不及预期; 防水 B 端客户拓展不及预期。



## 附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1622	1940	2694	3425
货币资金	822	660	585	609
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	607	969	1599	2136
其他应收款	11	20	32	42
存货	127	205	351	479
<b>非流动资产</b>	428	536	679	801
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	148	238	330	417
在建工程	146	169	197	212
油气资产	0	0	0	0
无形资产	61	77	96	116
<b>资产总计</b>	2050	2476	3373	4226
<b>流动负债</b>	917	925	1429	1762
短期借款	513	429	617	682
应付票据	102	135	248	339
应付账款	152	231	395	545
其他	150	131	168	196
<b>非流动负债</b>	74	222	228	289
长期借款	72	120	175	228
其他	2	102	52	61
<b>负债合计</b>	991	1147	1657	2051
股本	171	171	171	171
资本公积	613	613	613	613
未分配利润	263	486	832	1242
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	1059	1329	1716	2176
<b>负债及权益合计</b>	2050	2476	3373	4226

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	135	266	428	517
折旧和摊销	18	18	27	37
资产减值准备	35	28	60	51
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	21	29	46	64
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-255	-412	-573	-491

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1165	1935	3146	4205
营业成本	710	1102	1881	2590
营业税金及附加	5	10	13	17
销售费用	133	261	362	484
管理费用	55	81	132	168
财务费用	21	29	46	64
资产减值损失	0	10	16	21
公允价值变动	-1	-1	-1	-1
投资收益	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	159	311	499	603
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	158	310	497	601
所得税	22	43	70	84
净利润	135	266	428	517
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	135	266	428	517
<b>EPS(元)</b>	0.79	1.56	2.50	3.03

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	88.1%	66.1%	62.6%	33.7%
营业利润增长率	108.2%	96.1%	60.4%	20.9%
净利润增长率	108.0%	96.7%	60.6%	20.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	39.1%	43.0%	40.2%	38.4%
净利率	11.6%	13.8%	13.6%	12.3%
ROE	12.8%	20.1%	24.9%	23.8%

资产负债率	48.3%	46.3%	49.1%	48.5%
流动比率	1.77	2.10	1.88	1.94
速动比率	1.63	1.88	1.64	1.67
<b>营运能力</b>				
资产周转率	78.7%	85.5%	107.6%	110.7%
应收帐款周转率	231.9%	224.5%	224.7%	206.2%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.79	1.56	2.50	3.03

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	-46	-49	-17	178	每股经营现金	-0.27	-0.29	-0.10	1.04
投资活动产生现金流量	-201	-148	-166	-159	每股净资产	6.19	7.77	10.04	12.73
融资活动产生现金流量	777	35	109	5					
现金净变动	529	-162	-75	24	估值比率(倍)				
现金的期初余额	239	822	660	585	PE	78.5	39.9	24.9	20.6
现金的期末余额	768	660	585	609	PB	10.0	8.0	6.2	4.9

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn