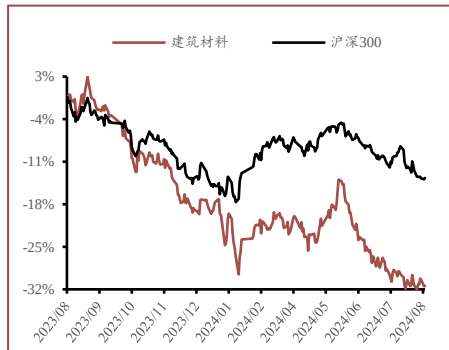


B 端消费建材减值计提专题研究之防水行业

■ 证券研究报告

投资评级:看好(维持)

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

1. 《建材行业策略周报》 2024-08-12
2. 《建材行业策略周报》 2024-08-06
3. 《建材行业策略周报》 2024-07-29

企业情况各异，地产余波仍存在

核心观点

- ❖ **背景：地产开启下行周期，B 端企业计提压力大。**2020 年 7 月开始，为了调整房企高杠杆、高周转、高负债现象以及一二线城市高房价的情况，政府开始明确“房住不炒”以及出台“三条红线”等政策限制地产企业进一步提高经营风险。此背景下，地产企业融资困难，在现金流压力不断加大下，民营地产企业出清加速，加之人口老龄化、负增长等因素，居民对于房价以及购房预期改变，地产开启下行周期。对于 B 端消费建材来看，2020 年“三条红线”以后出现应收账款及票据规模短期大幅上涨，且随着地产企业现金流的持续收紧，建材企业对应的收款压力加大，计提比例不断提高。
- ❖ **企业情况各异，计提压力依存。****东方雨虹方面**，减值计提比例相对较低，回款及工抵房处理是关键。拆分看，影响信用减值的应收科目，其中单项计提 2023 年公司比例为 24%；组合计提 2021 年地产出险后 1 年期内与 3 至 4 年期边际增加最多，对应到 2023 年则体现在 2-3 年期与 5 年期以上增加较多，而 2-3 年期的应收后续将持续产生影响；影响资产减值的科目看，代表地产工抵房的其他非流动资产近几年增长较快，未来若无法处理或折价出售将影响企业减值。**科顺股份方面**，已计提坏账比例相对较高，拆借款回收值得关注。拆分看，影响信用减值的应收科目，其中单项计提 2023 年公司比例为 58%；组合计提中 2021 年民营地产企业开始出险，公司一年期应收账款边际增加最多，后续有坏账下沉的风险；其他应收款近几年规模整体可控；影响资产减值的科目看，代表地产工抵房的其他非流动资产近几年增长较快，需要后续处理。**凯伦股份方面**，单项计提比例较高，应收账款回收是关键。拆分看，影响信用减值的应收科目，其中单项计提 2023 年公司比例为 63%，较为充分；组合计提中地产企业出险后公司一年期应收账款边际增加最多，此部分应收后续将持续产生影响；其他应收款近几年规模有序下降；影响资产减值的科目看，代表地产工抵房的其他非流动资产规模较小，影响有限。
- ❖ **展望：销售是地产核心造血指标，销售数据尚待企稳下，地产链 B 端企业仍存计提压力。**在地产周期中销售是地产各项指标的领先指标，也是地产商对于行业信心的基础和对于未来投资决策的判断依据。2014 年地产在“9.30”政策销售数据未见明显好转，在经历 6 月后，地产销售增速触底，到 2015 年 4 月转正。而目前，虽政策端不断发力，但地产销售数据未见大幅好转。综合来看，在地产销售数据未企稳的情况下，部分地产企业依旧存在出险的风险，对于上游 B 端建材企业来说，应收账款或进一步增加单项计提，对应信用减值增加。因而，建材企业一方面需要调整销售结构，提高现金流相对较好的 C 端业务，缩减账期较长的 B 端业务规模，另一方面加快与地产相关的应收账款、保证金和工抵房等资产的处理。

- ❖ **风险提示：**地产超预期下滑风险；行业竞争加剧风险；宏观经济下行风险。

内容目录

1	周期下行加速出清，资产负债表待改善.....	4
1.1	行业周期下行，格局加速优化.....	4
1.2	地产带动行业下行，防水企业仍存计提压力.....	5
2	企业情况各异，计提压力依存.....	7
2.1	东方雨虹：减值计提比例相对较低，回款及工抵房处理是关键.....	8
2.2	科顺股份：已计提坏账比例相对较高，拆借款回收值得关注.....	17
2.3	凯伦股份：单项计提比例较高，应收账款回收是关键.....	26
2.4	总结.....	35
3	风险提示.....	36

图表目录

图 1. 龙头企业市占率稳步提升.....	4
图 2. 规模以上防水行业企业数量.....	5
图 3. 规模以上防水行业企业主营业务收入.....	5
图 4. 减值计提分析.....	7
图 5. 全国地产销售数据.....	36
表 1. B 端消费建材应收账款及票据（亿元）.....	6
表 2. B 端消费建材信用减值情况（亿元）.....	6
表 3. B 端消费建材资产减值情况（亿元）.....	6
表 4. B 端消费建材经营性现金流净额（亿元）.....	7
表 5. B 端消费建材收现比.....	7
表 6. 东方雨虹公司应收账款情况.....	9
表 7. 东方雨虹单项计提具体名录.....	10
表 8. 东方雨虹应收账款龄结构.....	11
表 9. 东方雨虹应收票据情况.....	12
表 10. 东方雨虹其他应收款款项性质拆分.....	13
表 11. 东方雨虹其他应收账款计提情况.....	14
表 12. 东方雨虹合同资产情况.....	15

表 13. 东方雨虹其他非流动资产情况.....	16
表 14. 东方雨虹资产减值详情.....	17
表 15. 科顺股份公司应收账款情况.....	18
表 16. 科顺股份公司单项计提具体名录.....	19
表 17. 科顺股份公司应收账款情况.....	20
表 18. 科顺股份应收票据情况.....	21
表 19. 科顺股份其他应收款按款项性质分类情况.....	22
表 20. 科顺股份其他应收款计提情况.....	23
表 21. 科顺股份合同资产情况.....	24
表 22. 科顺股份其他非流动资产情况.....	25
表 23. 科顺股份资产减值情况.....	26
表 24. 凯伦股份公司应收账款情况.....	27
表 25. 凯伦股份公司单项计提具体名录.....	28
表 26. 凯伦股份公司应收账款情况.....	29
表 27. 凯伦股份应收票据情况.....	31
表 28. 凯伦股份其他应收款按款项性质分类情况.....	32
表 29. 凯伦股份其他应收款计提情况.....	32
表 30. 凯伦股份合同资产情况.....	33
表 31. 凯伦股份其他非流动资产情况.....	34
表 32. 凯伦股份合同资产减值情况.....	35

1 周期下行加速出清，资产负债表待改善

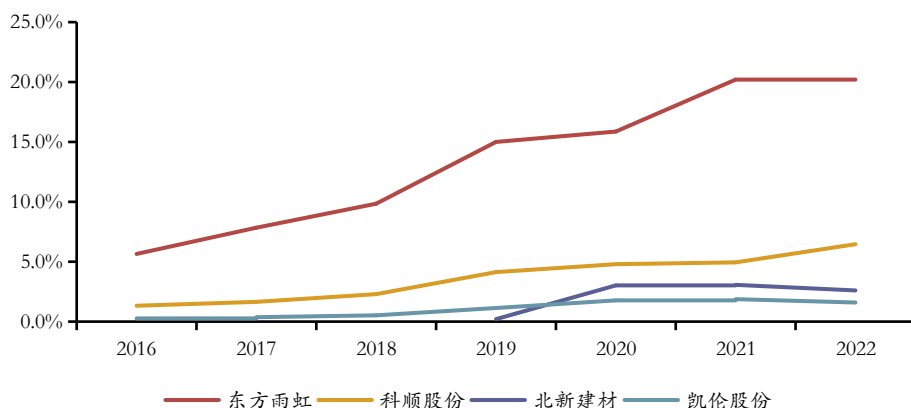
1.1 行业周期下行，格局加速优化

背景：政策叠加长期预期改变，地产开启下行周期。2020年7月开始，为了调整房企高杠杆、高周转、高负债现象以及一二线城市高房价的情况，政府开始明确“房住不炒”以及出台“三条红线”等政策限制地产企业进一步提高经营风险。此背景下，地产企业融资困难，在现金流压力不断加大下，民营地产企业出清加速，加之人口老龄化、负增长等因素，居民对于房价以及购房预期改变，地产开启下行周期。

下行周期，龙头市占率加速提升，一超多强格局进一步巩固。在地产周期下行背景下，龙头优势更为显著，防水行业集中度加速提升。具体看，龙头东方雨虹的市占率从2016年的6%逐年提升到2022年的20%，龙头优势显著。

从规模以上企业营收口径来看，行业参与者按营收规模划分可分为4个梯队：第一梯队为东方雨虹，营收规模达300亿元以上，远超其他企业，2022年市场份额（规模以上企业营收口径）为20%，龙头地位稳固；第二梯队为科顺股份、北新建材、凯伦股份等，市占率分别为7%/3%/2%，营收规模在20-100亿元；第三梯队的企业营收较低，为拥有生产许可证的中小型企业；其余为工艺较为落后的小作坊，数量较多。

图1.龙头企业市占率稳步提升



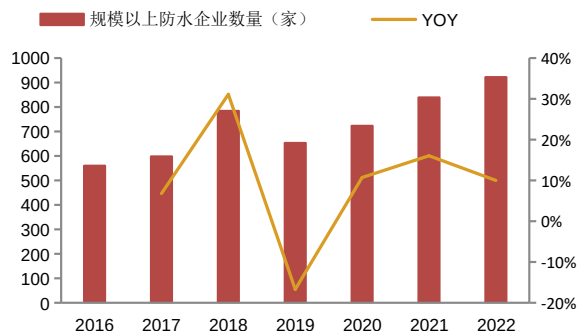
数据来源：wind，各公司公告，财通证券研究所

注：规模以上企业为主营业务收入2000万元以上的防水企业

千亿元市场，供给端加速出清。我国防水行业是一个参与者众多、竞争较为激烈的市场，但企业之间存在较大规模差异。东方雨虹招股书显示，截至2008年我国建筑防水企业共有3000多家；而截至2022年规模以上企业（主营业务收入2000万元以上）数量仅922家。2022年，规模以上企业实现主营业务收入1192亿元，

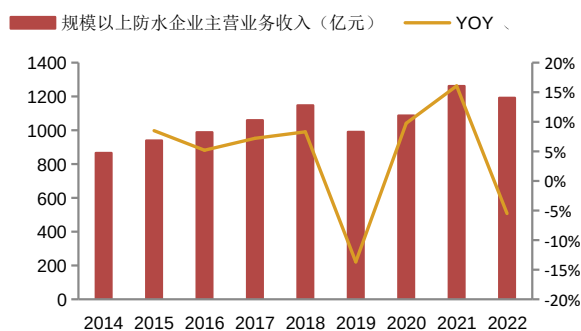
同比-5.50%。整体来看，行业在地产需求下滑下，行业规模有所下降且小企业加速出清。

图2.规模以上防水行业企业数量



数据来源：中国建筑防水协会，财通证券研究所

图3.规模以上防水行业企业主营业务收入



数据来源：中国建筑防水协会，财通证券研究所

需求萎缩，工程业务收款难，行业承压下行。近几年，无论是前端的地产投资、销售数据和新开工，还是后端的是施工与竣工数据都承压下滑，2020-2023 年地产投资增速分别为 7.0%/4.4%/-16.9%/-9.6%，销售增速分别为 2.6%/1.9%/-31.9%/-8.5%，新开工面积增速分别为-1.2%/-11.4%/-39.8%/-20.4%，施工面积增速分别为 3.7%/5.2%/-7.4%/-7.2%，竣工面积增速为-4.9%/11.2%/-15.9%/17.0%。需求端的不足，加之行业竞争的加剧也带来中小的企业的经营困难，从而加速退出市场。

以河南锋禾防水建材为例，公司主要从事防水卷材的生产和销售，防水防腐保温工程施工，以及货物及技术进出口业务，在行业下行背景下，公司经营持续恶化，同时账款难以回收，账务无法偿还，因而在 2024 年 5 月 23 日，新密市人民法院作出裁定，宣告河南锋禾防水建材有限公司破产。

1.2 地产带动行业下行，防水企业仍存计提压力

地产企业相继出险下，防水企业收款压力增大。2020 年后，在政策收紧的背景下，地产企业融资困难加之地产销售持续下滑，企业现金流困难，相应供应商的贷款支付账期不断变长。从防水企业来看，2020 年“三条红线”以后出现应收账款及票据规模短期大幅上涨，且随着地产企业现金流的持续收紧，企业对应的收款压力加大，计提比例不断提高。

分公司看，应收规模大幅提升的节点基本在 2021 年，其中东方雨虹当年同比增加 27.70 亿元，科顺股份当年同比增加 11.06 亿元，凯伦股份则在 2020 年提升较大为 9.45 亿元。

表1.B 端消费建材应收账款及票据（亿元）

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	32.51	46.59	60.58	70.17	76.51	104.21	113.87	101.85
科顺股份	8.52	11.19	17.40	23.84	29.97	41.03	48.78	41.62
凯伦股份	1.33	1.80	3.37	6.07	15.52	20.19	19.50	20.53

数据来源：wind、财通证券研究所

防水建材企业应收规模增加下，企业信用减值规模快速提升。从会计准则计算来看，企业当期的信用减值=期末的坏账准备-期初的坏账准备。从此看，企业的信用减值计提一方面来自于应收账款规模的提升，另一方面受计提比例提升所影响。B 端建材企业信用减值大幅提升有两个阶段，第一阶段为地产企业出险初期，企业进行对应的单项计提处理所导致，第二阶段为地产企业出险后期，B 端建材企业无法确认后续能否回收应收账款，进一步加大单项计提比例所导致。

分公司看，防水行业信用减值损失大幅提升集中在 2020 年与 2023 年。其中，东方雨虹 2020-2023 年信用减值情况分别为-2.18/-2.51/-3.15/-7.53 亿元，资产减值情分别为-0.46/-0.14/-0.78/-2.86 亿元。科顺股份 2020-2023 年信用减值情分别为-2.43/-2.49/-2.24/-7.62 亿元，资产减值情分别为-0.35/-0.26/-0.38/-0.61 亿元。凯伦股份 2020-2023 年信用减值情分别为-0.67/-2.52/-1.27/-1.41 亿元，资产减值情分别为 0/-0.04/-0.30/-0.06 亿元。

表2.B 端消费建材信用减值情况（亿元）

公司	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	-1.33	-2.18	-2.51	-3.15	-7.53
科顺股份	-1.04	-2.43	-2.49	-2.24	-7.62
凯伦股份	-0.35	-0.67	-2.52	-1.27	-1.41

数据来源：wind、财通证券研究所

表3.B 端消费建材资产减值情况（亿元）

公司	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	-0.08	-0.46	-0.14	-0.78	-2.86
科顺股份	-0.15	-0.35	-0.26	-0.38	-0.61
凯伦股份	0	0	-0.04	-0.30	-0.06

数据来源：wind、财通证券研究所

地产出险防水企业应收压力下，企业经营性现金流净额阶段性转差。在地产出险和防水企业应收账款规模增加的背景下，2020-2021 年前后企业现金流边际承压。随着防水建材企业收入结构的调整，大 B 业务大幅缩减，C 端和小 B 端业务快速提升，企业现金流开始改善。

分公司看，防水行业经营性现金流净额大幅减少集中在 2022 年。2022 年，东方雨虹 2022 年度经营性现金流净额为 6.54 亿元，单年度同比减少 34.61 亿元；科顺股份年度经营性现金流净额为 2.35 亿元，单年度同比减少 3.76 亿元；凯伦股份则在 2021 年大幅下滑，该年度经营性现金流净额为-3.84 亿元，单年度同比减少 2.73 亿元。

表4.B 端消费建材经营性现金流净额（亿元）

公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	5.90	0.24	10.14	15.89	39.52	41.15	6.54	21.03
科顺股份	1.14	1.00	-1.98	1.75	5.52	6.11	2.35	1.92
凯伦股份	0.00	-0.01	-0.24	-0.46	-1.11	-3.84	0.46	1.92

数据来源：wind、财通证券研究所

表5.B 端消费建材收现比

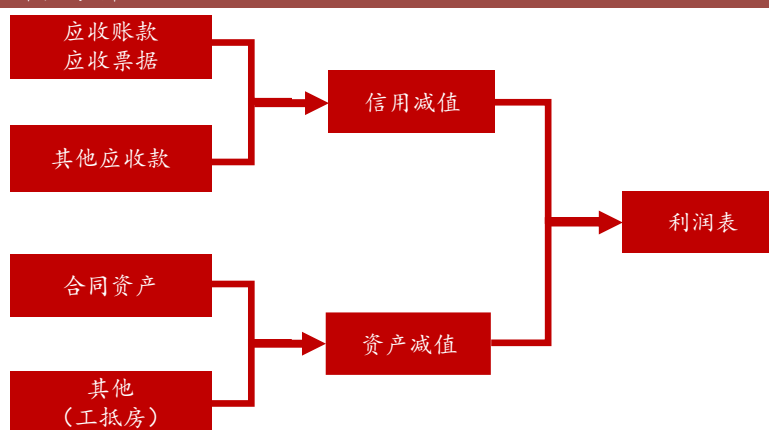
公司	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东方雨虹	110.91	112.16	92.48	108.25	115.34	111.35	104.50	101.58
科顺股份	99.29	97.57	89.56	95.42	89.32	88.36	99.13	104.01
凯伦股份	88.04	85.17	76.01	71.21	65.34	61.65	105.22	101.08

数据来源：wind、财通证券研究所

2 企业情况各异，计提压力依存

地产企业出险后对于建材企业的影响，体现为信用减值和资产减值当年计提的增加从而会影响企业利润，进一步穿透到资产负债表，信用减值对应应收账款、应收票据及其他应收款坏账准备边际增加额，资产减值则对应合同资产坏账准备边际增加和其他（与地产企业相关为建材企业所拿到工抵房资产）价值变动所产生的金额。因而，下文分析各家建材企业在此轮地产商大规模出险后的影响，主要分析上述几个指标。

图4.减值计提分析



数据来源：wind、财通证券研究所

2.1 东方雨虹：减值计提比例相对较低，回款及工抵房处理是关键

应收账款：应收规模控制得当，单项计提较同业水平偏低。分年份拆分应收账款结构，2020 年地产“三条红线”刚颁布，房企还未受到明显的影响，东方雨虹应收账款的单项计提规模仅 0.05 亿元。2021 年下半年，恒大等企业的出险后公司单项计提规模提升，合计账目余额为 4.81 亿元；对中国恒大、华夏幸福和广州实地计提比例分别为 5.31%、80%和 4.11%，合计坏账计提为 0.80 亿元，合计计提比例为 16.53%。后续更多的地产企业经营出现困难，公司应收账款单项计提也相应增加，截至最新 2023 年财报，公司单项计提账目余额为 24.49 亿元，坏账准备 5.87 亿元，计提比例 23.96%；前三家的账面余额分别为 6.32、5.36 和 3.63 亿元，计提比例为 12.89%、32.42%和 30.00%。综合来看，东方雨虹应收账款的单项计提处于行业较低水平。

表6. 东方雨虹公司应收账款情况

类别	2020 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	517.41	0.08%	517.41	100.00%	0
按组合计提坏账准备的应收账款	679,443.32	99.92%	69,294.85	10.20%	610,148.47
合计	679,960.73	100.00%	69,812.26	10.27%	610,148.47
类别	2021 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	48,097.97	4.96%	7,952.00	16.53%	40,145.97
按组合计提坏账准备的应收账款	922,182.82	95.04%	85,932.47	9.32%	836,250.35
合计	970,280.80	100.00%	93,884.48	9.68%	876,396.32
类别	2022 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	244455.05	20.30%	36224.02	14.82%	208,231.03
按组合计提坏账准备的应收账款	959676.92	79.70%	80051.28	8.34%	879,625.64
合计	1204131.98	100.00%	116275.30	9.66%	1,087,856.68
类别	2023 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	244,894.66	21.68%	58,667.73	23.96%	186,226.92
按组合计提坏账准备的应收账款	884,929.14	78.32%	114,352.47	12.92%	7,705,776.67
合计	1,129,823.80	100.00%	173,020.21	15.31%	956,803.59

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

表7.东方雨虹单项计提具体名录

名称	2020 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
无法收回的款项	5,174,102.25	5,174,102.25	100.00%
名称	2021 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
中国恒大(03333.HK)旗下采购平台	35,320.97	1876.30	5.31%
华夏幸福(600340.SH)旗下采购平台	7018.52	5614.82	80.00%
广州实地房地产开发有限公司及其附属公司	5,524.66	227.06	4.11%
名称	2022 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
客户 1	71,078.40	4,070.47	5.73%
客户 2	51,927.72	6,918.36	13.32%
客户 3	40,481.21	4,287.18	10.59%
客户 4	32,863.08	9,858.92	30.00%
客户 5	6,591.16	5,272.93	80.00%
名称	2023 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
客户 1	63,228.09	8,148.26	12.89%
客户 2	53,620.15	17,385.99	32.42%
客户 3	36,324.40	10,897.32	30.00%
客户 4	34,197.53	8,311.07	24.30%
客户 5	13,516.95	1,131.11	8.37%

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

应收账款：再看应收账款的组合计提，2020 年公司应收账款组合计提账面余额 67.94 亿元，坏账准备 6.93 亿元，计提比例为 10.20%，公司此阶段还未受地产影响，账龄和计提比例相对健康。2021 年民营地产企业开始出险，公司应收账款规模随之大幅提升，达 92.22 亿元，坏账准备 8.59 亿元，对应计提比例 9.32%。后续，公司加大应收账款管理，整体应收规模未出现大幅增长，2023 年公司应收账款账面余额 88.49 亿元，但高账龄应收规模的增加使总体坏账准备以及计提比例提升，2023 年应收账款组合计提中，坏账准备 11.44 亿元，计提比例 12.92%。

分账龄看，2020 年在地产企业大规模出险前，公司一年期应收占比接近八成，其他年份依旧递减。2021 年民营地产企业开始出险，公司一年期应收账款大幅增加，从 2020 年的 54 亿元提升至 77 亿元，占比从 79%提升至 84%。同时，与 2020 年相比，2021 年 1 年期内与 3 至 4 年期边际增加最多，对应到 2023 年则体现在 2-

3 年期与 5 年期以上增加较多，其中 5 年期已经在 2023 年计提完，而 2-3 年期的应收后续将持续产生影响，若未来无法回款则预计每年坏账准备边际增加超 1 亿元。

表8.东方雨虹应收账款龄结构

名称	2020 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	538,627.29	26,500.46	4.92%
1 至 2 年	80,223.64	9,330.01	11.63%
2 至 3 年	30,476.93	8,899.26	29.20%
3 至 4 年	8,658.66	4,493.85	51.90%
4 至 5 年	6,994.07	5,608.55	80.19%
5 年以上	14,462.72	144.63	100.00%
合计	679,443.32	69,294.85	10.20%
名称	2021 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	773,704.05	31,799.24	4.11%
1 至 2 年	75,362.49	11,440.03	15.18%
2 至 3 年	30,093.62	9,804.50	32.58%
3 至 4 年	20,810.34	11,795.30	56.68%
4 至 5 年	5,600.16	4,481.25	80.02%
5 年以上	16,612.17	16,612.17	100.00%
合计	922,182.83	85,932.48	9.32%
名称	2022 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	719,876.36	20,147.55	2.80%
1 至 2 年	170,712.67	20,878.16	12.23%
2 至 3 年	24,986.88	7,516.05	30.08%
3 至 4 年	17,894.25	9,007.96	50.34%
4 至 5 年	13,356.97	9,651.74	72.26%
5 年以上	12,849.81	12,849.81	100.00%
合计	959,676.92	80,051.28	8.34%
名称	2023 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	582,062.22	2,013,935.30	3.46%
1 至 2 年	154,692.85	24,317.72	15.72%
2 至 3 年	97,114.11	31,193.05	32.12%
3 至 4 年	19,751.58	9,982.45	50.54%
4 至 5 年	10,573.85	7,985.37	75.52%
5 年以上	20,734.54	20,734.54	100.00%
合计	884,929.15	114,352.47	12.92%

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

应收票据：规模有限，坏账影响较小。从规模看，在整体应收款中应收票据占比较小，对利润表影响有限。具体看，东方雨虹在 2020 年应收票据为 15.66 亿元，坏账准备 1566 万元，计提比例仅 1%；2021 年地产企业陆续出险，但公司应收规模控制得当未有明显增加，坏账准备则有所增加到 2834 万元，计提比例为 1.68%；2023 年公司继续加强管控，应收票据规模下降至 2023 年 6.39 亿元，坏账准备 2211 万元，计提比例 3.46%。

表9.东方雨虹应收票据情况

2020 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按组合计提坏账准备的应收票据	156561.12	100.00%	1565.61	1.00%	154995.51
其中:商业承兑汇票	156561.12	100.00%	1565.61	1.00%	154995.51
合计	156561.12	100.00%	1565.61	1.00%	154995.51
2021 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收票据	19,055.54	11.30%	1,338.50	7.02%	17,717.03
其中:商业承兑汇票	19,055.54	11.30%	1,338.50	7.02%	17,717.03
按组合计提坏账准备的应收票据	149,521.58	88.70%	1,495.22	1.00%	148,026.36
其中:商业承兑汇票	149,521.58	88.70%	1,495.22	1.00%	148,026.36
合计	168,577.11	100.00%	2,833.72	1.68%	165,743.39
2022 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收票据	13,929.33	26.64%	392.74	2.82%	13,536.59
其中:商业承兑汇票	13,929.33	26.64%	392.74	2.82%	13,536.59
按组合计提坏账准备的应收票据	38,361.37	73.36%	1,074.12	2.80%	37,287.25
其中:商业承兑汇票	38,361.37	73.36%	1,074.12	2.80%	37,287.25
合计	52,290.71	100.00%	1,466.86	2.81%	50,823.85
2023 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收票据	3,665.48	5.74%	126.83	3.46%	3,538.65
其中:商业承兑汇票	3,665.48	5.74%	126.83	3.46%	3,538.65
按组合计提坏账准备的应收票据	60,224.78	94.26%	2,083.78	3.46%	58,141.01
其中:商业承兑汇票	53,589.46	83.88%	1,854.20	3.46%	51,735.26
其中:银行承兑汇票	6,635.33	10.38%	229.58	3.46%	6,405.75
合计	63,890.26	100.00%	2,210.60	3.46%	61,679.66

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

其他应收款：规模持续增加，计提拖累利润。东方雨虹其他应收款包括押金、保证金、往来款、项目借款、备用金和其他，通过地产出险前后几年的前五大客户计提看，主要发生减值的科目为押金、保证金及往来款。

2020 年公司其他应收款规模仅 4.30 亿元，其中押金、保证金 1.93 亿元，往来款 1.03 亿元；2021 年后其他应收款余额大幅增加，2021-2023 年分别为 9.93/23.49/44.47 亿元，整体规模增长明显。拆分看，押金、保证金与往来款均出现大幅增长，其中押金、保证金 2021-2023 年分别为 6.77/18.56/19.90 亿元，往来款分别为 1.43/3.01/22.72 亿元。其中，2023 年往来款的大幅增加为工抵房处理。

表10.东方雨虹其他应收款项性质拆分

2020 年其他应收账款	
款项性质	期末账面余额（万元）
押金、保证金	19274.98
往来款	10318.42
项目借款	8386.94
备用金	4208.39
其他	776.83
合计	42965.55
2021 年其他应收账款	
押金、保证金	67746.24
往来款	14255.48
项目借款	11417.13
备用金	5026.62
其他	810.60
合计	99256.07
2022 年其他应收账款	
押金、保证金	185576.28
往来款	30052.27
项目借款	12822.61
备用金	5168.81
其他	1268.53
合计	234888.50
2023 年其他应收账款	
押金、保证金	198959.70
往来款	227179.52
项目借款	12483.91
备用金	4649.35
其他	1425.43
合计	444697.91

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

表11. 东方雨虹其他应收账款计提情况

类别	2023 年期末余额（万元）			
	账面余额		坏账准备	
	金额	比例	金额	计提比例
保证金、押金	198959.70	44.74%	21561.81	10.84%
其他组合	245738.21	55.26%	15577.36	6.34%
合计	444697.91	100.00%	37139.17	8.35%

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

合同资产：规模边际减小，风险相对可控。公司合同资产在 2020 年为 20.43 亿元，2021 年地产企业大规模出险后增加至 28.56 亿元，后续公司加大管控到 2023 年下降到 26.48 亿元。拆分看，

- **质保金：**变化不大，2020-2023 年账面余额分别为 1.36/0.96/1.12/1.01 亿元，坏账准备分别为 0.45/0.40/0.41/0.34 亿元；
- **已完工未结算资产：**在 2021 年后规模增加较快 2020-2023 年账面余额分别为 19.07/27.60/31.55/25.47 亿元，且伴随着地产企业出险部分款项未能收回，对应的坏账准备也相应增加 2020-2023 年分别为 0.94/1.13/1.87/2.83 亿元。

未来看，合同资产产生的资产减值受已完工未结算资产影响较大，此项目与行业景气以及下游企业经营相关，在地产需求刺激政策不断出台的背景下，此科目边际坏账增量或有限。

表12. 东方雨虹合同资产情况

2020 年合同资产 (万元)			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	190655.17	9437.43	181217.74
质保金	13615.40	4511.30	9104.10
合计	204270.57	13948.73	190321.84
2021 年合同资产 (万元)			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	275961.92	11342.03	264619.88
质保金	9590.54	3972.81	5617.74
合计	285552.46	15314.84	270237.62
2022 年合同资产 (万元)			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	315509.67	18719.02	296790.64
质保金	11221.00	4075.46	7145.54
合计	326730.67	22794.48	303936.18
2023 年合同资产 (万元)			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	254718.46	28332.79	226385.67
质保金	10078.08	3381.24	6696.84
合计	264796.54	31714.03	233082.50

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

其他非流动资产：工抵房房价走势对资产价值影响较为关键。东方雨虹其他非流动资产主要包括购房款、预付土地出让金、预付工程款及其他，其中影响计提和利润的为购房款科目。2021 年-2023 年其他非流动资产分别为 31.75/21.18/25.36 亿元。拆分看，购房款因地产商工抵房增加明显，2021-2023 年购房款账面余额分别为 13.10/12.88/20.60 亿元，同时受到房价下滑影响，该科目出现一定的减值准备，2023 年减值准备为 1.96 亿元。未来看，该科目变化或主要受房价走势及公司工抵房处理节奏的影响。

表13.东方雨虹其他非流动资产情况

2020 年其他非流动资产情况

项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
预付土地出让金	7,966.80		7,966.80
预付工程款	13,648.25		13,648.25
其他	15,470.20		15,470.20
合计	37,085.26		37,085.26

2021 年其他非流动资产情况

项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
预付土地出让金	8,146.89		8,146.89
预付工程款	39,849.09		39,849.09
购房款	130,974.45		130,974.45
投资款	100,000.00		100,000.00
其他	38,579.40		38,579.40
合计	317,549.83		317,549.83

2022 年其他非流动资产情况

项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
预付投资款			
预付购房款	128,768.26		128,768.26
预付工程款	24,317.60		24,317.60
预付土地出让金	1,148.00		1,148.00
预付设备款及其他	57,607.89		57,607.89
合计	211,841.75		211,841.75

2023 年其他非流动资产情况

项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
购房款	206,040.10	19,635.62	186,404.48
购置长期资产款	46,946.38		46,946.38
土地出让金	642.78		642.78
合计	253,629.26	19,635.62	233,993.64

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

表14. 东方雨虹资产减值详情

2020 年资产减值损失（万元）

项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-364.88	-835.21
二、合同资产减值损失	-4198.08	
合计	-4562.96	-835.21

2021 年资产减值损失（万元）

项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-3.78	-364.88
二、合同资产减值损失	-1366.11	-4198.08
合计	-1369.89	-4562.96

2022 年资产减值损失（万元）

项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-296.87	-3.78
二、合同资产减值损失	-7479.64	-1366.11
合计	-7776.51	-1369.89

2023 年资产减值损失（万元）

项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-22.44	-296.87
二、合同资产减值损失	-8952.23	-7479.64
三、其他	-19635.62	
合计	-28610.30	-7776.51

数据来源：东方雨虹公司公告、财通证券研究所

总结：应收账款及其他应收尚有计提风险，其他科目影响有限。通过前文分析来看，公司应收账款中单项计提比例在行业中偏低，组合计提中以 2023 年看 2-3 年期账龄的应收款偏高，此部分系未过户的工抵房，需看后续处置，有一定的不确定性。同时，其他应收款规模近几年上升快，主要变动项来自于押金、保证金及往来款，其中 2023 年往来款的大幅增加为工抵房处理，押金、保证金则需看公司是否能以抵房形式处置，同样存在一定的不确定性。

2.2 科顺股份：已计提坏账比例相对较高，拆借款回收值得关注

应收账款：规模逐渐得到控制，单项计提比例相对较高，回款仍是关键。拆分应收账款结构看，先看单项计提，2020 年小部分地产企业出险下，公司单项计提规模为 1.89 亿元。而 2021 年下半年随着恒大等企业出险，公司单项计提规模大幅提升，合计账目余额为 6.49 亿元，其中对前三大客户进行计提，计提比例分别为 80%、50%和 30%，合计坏账计提为 2.98 亿元，合计计提比例为 45.90%。

后续若地产企业基本面未有效改善，公司应收单项计提也相应增加，截至最新 2023 年财报，公司单项计提账目余额为 13.55 亿元，坏账准备 7.83 亿元，计提比

例 57.76%；前三家的账面余额分别为 2.00、1.52 和 0.54 亿元，计提比例为 50%、80%和 50%。综合来看，科顺股份应收账款的单项计提较其他同业高。

表15.科顺股份公司应收账款情况

类别	2020 年应收账款期末余额（万元）				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	18,946.75	6.89%	16,670.88	87.99%	2,275.87
按组合计提坏账准备的应收账款	255,924.37	93.11%	19,363.10	7.57%	236,561.27
合计	274,871.12	100.00%	36,033.99	13.11%	238,837.14
类别	2021 年应收账款期末余额（万元）				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	64,930.48	16.22%	29,801.58	45.90%	35,128.90
按组合计提坏账准备的应收账款	335,484.46	83.78%	28,544.12	8.51%	306,940.34
合计	400,414.94	100.00%	58,345.70	14.57%	342,069.24
类别	2022 年应收账款期末余额（万元）				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	70,882.66	12.76%	33,179.63	46.81%	37,703.03
按组合计提坏账准备的应收账款	484,478.25	87.24%	55,336.86	11.42%	429,141.39
合计	555,360.91	100%	88,516.50	15.94%	466,844.41
类别	2023 年应收账款期末余额（万元）				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	135,505.83	24.63%	78,274.69	57.76%	57,231.13
按组合计提坏账准备的应收账款	414,745.08	75.37%	60,102.35	14.49%	354,642.72
合计	550,250.91	100.00%	138,377.05	25.15%	411,873.86

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

表16.科顺股份公司单项计提具体名录

名称	2020 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
149 家零星单位	7,567.41	7,567.41	100.00%
华夏幸福基业股份有限公司(包含关联公司)	11,379.34	9,103.47	80.00%
名称	2021 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
客户一	15,283.20	12,226.56	80.00%
客户二	2,223.99	1,111.99	50.00%
客户三	13,273.88	3,982.16	30.00%
客户四	7,401.34	2,220.40	30.00%
客户五	5,342.70	1,602.81	30.00%
名称	2022 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
客户一	17,791.42	5,337.43	30.00%
客户二	15,853.52	12,682.82	80.00%
客户三	12,140.43	3,642.13	30.00%
客户四	7,769.85	2,330.96	30.00%
客户五	5,313.03	1,593.91	30.00%
名称	2023 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
客户一	20,043.60	10,021.80	50.00%
客户二	15,163.90	12,131.12	80.00%
客户三	5,438.71	2,719.35	50.00%
客户四	6,594.60	3,297.30	50.00%
客户五	5,269.99	4,215.99	80.00%

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

再看应收账款的组合计提，2020 年公司应收账款组合计提账面余额 25.59 亿元，坏账准备 1.94 亿元，计提比例为 7.57%，公司此阶段还未受地产影响。2021 年民营地产企业开始出险，公司应收账款规模随之大幅提升达到 33.55 亿元，坏账准备 2.85 亿元，计提比例 8.51%。2023 年，公司应收账款末账面余额 41.47 亿元，坏账准备 6.01 亿元，对应计提比例 14.49%。

分账龄看，2020 年公司一年期应收接近八成，其他年份依次递减。2021 年一年期应收账款边际增加最多，1-2 年期应收同样也增加较多。对应到 2023 年则体现在 2-3 年期增加较多，2-3 年期的应收后续将持续产生影响，预计每年坏账准备边际增加在 1 亿元左右；3-4 年期同样也会持续产生影响，预计每年坏账准备边际增加在 0.4 亿元左右。

表17.科顺股份公司应收账款情况

名称	2020 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	219,776.93	/	/
1 至 2 年	34,999.82	/	/
2 至 3 年	12,524.97	/	/
3 年以上	7,569.40	/	/
3 至 4 年	4,217.77	/	/
4 至 5 年	1,773.19	/	/
5 年以上	1,578.44	/	/
合计	274,871.12	/	/
名称	2021 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	259,012.07	12,950.60	5.00%
1 至 2 年	51,432.47	5,143.25	10.00%
2 至 3 年	16,938.23	5,081.47	30.00%
3 至 4 年	4,504.15	2,252.07	50.00%
4 至 5 年	2,404.07	1,923.26	80.00%
5 年以上	1,193.47	1,193.47	100.00%
合计	335,484.46	28,544.12	8.51%
名称	2022 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	274,121.93	/	/
1 至 2 年	179,910.24	/	/
2 至 3 年	69,336.33	/	/
3 年以上	31,992.41	/	/
3 至 4 年	18,988.65	/	/
4 至 5 年	6,319.71	/	/
5 年以上	6,684.05	/	/
合计	555,360.91	/	/
名称	2023 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	220,361.59	11,018.08	5.00%
1 至 2 年	96,650.02	9,665.00	10.00%
2 至 3 年	64,606.99	19,382.10	30.00%
3 至 4 年	23,882.22	11,941.11	50.00%
4 至 5 年	5,741.01	4,592.81	80.00%
5 年以上	3,503.26	3,503.26	100.00%
合计	414,745.09	60,102.36	14.49%

注：2020 与 2022 年为合计口径，2021 与 2023 年组合计提账龄
 数据来源：科顺股份、财通证券研究所

应收票据：票据规模有序缩减，坏账影响小。从规模看，科顺股份应收票据规模逐年减少到 2023 年已经不到 1 个亿元，所产生的计提对利润表影响有限。具体看，2020-2021 年在地产直销业务相对占比较高下，公司应收票据处于较高水平，应收票据账面余额 2020-2021 年分别为 7.06 亿元和 7.76 亿元，坏账准备分别为 9776.05 万元与 9374.50 万元。后续，公司继续加强管控，降低地产直销业务收入占比，应收票据规模下降，至 2023 年为 4589.45 万元。坏账准备 275.15 万元，计提比例 6.00%。未来看，应收票据产生的信用减值对公司的利润影响有限。

表18.科顺股份应收票据情况

2020 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	计提比例(%)	
按单项计提坏账准备的应收票据	6696.77	9.49%	5357.42	80.00%	1339.35
其中：商业承兑汇票	6696.77	9.49%	5357.42	80.00%	1339.35
按组合计提坏账准备的应收票据	63905.67	90.51%	4418.63	6.91%	59487.04
其中：商业承兑汇票	63905.67	90.51%	4418.63	6.91%	59487.04
合计	70602.45	100.00%	9776.05	13.85%	60826.40
2021 年应收票据情况（万元）					
种类	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	计提比例(%)	
单项计提坏账准备	11645.54	0.15	4736.68	40.67%	6908.85
其中：商业承兑汇票	11645.54	0.15	4736.68	40.67%	6908.85
按组合计提坏账准备	65969.21	0.85	4637.82	7.03%	61331.39
其中：商业承兑汇票	65969.21	0.85	4637.82	7.03%	61331.39
合计	77614.75	1.00	9374.50	12.08%	68240.25
2022 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	计提比例(%)	
按单项计提坏账准备的应收票据	13,230.07	5.74%	534.57	40.41%	788.43
其中：商业承兑汇票	13,230.07	5.74%	534.57	40.41%	788.43
按组合计提坏账准备的应收票据	21721.12	94.26%	1585.68	7.30%	20135.44
其中：商业承兑汇票	21721.12	94.26%	1585.68	7.30%	20135.44
合计	23044.13	100.00%	2120.25	9.20%	20923.87
2023 年应收票据情况（万元）					
类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例(%)	金额	计提比例(%)	
按组合计提坏账准备的应收票据	4589.45	100.00%	275.15	6.00%	4314.30
其中：商业承兑汇票	4589.45	100.00%	275.15	6.00%	4314.30
合计	4589.45	100.00%	275.15	6.00%	4314.30

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

其他应收款：整体可控，拆借款需看丰泽经营情况。科顺股份其他应收款包括押金保证金、备用金、应收暂付款、备用金和拆借款，通过地产出险前后几年的前五大客户计提看，主要发生问题的项目为押金保证金，同时 2023 年新增的丰泽股份的拆借款也是关注点。

2020 年公司其他应收款规模仅 1.52 亿元，2021-2023 年分别为 3.15/3.35/5.23 亿元，整体规模增长明显。拆分看，押金保证金 2020-2023 年分别为 1.48/3.11/2.71/2.39 亿元，拆借款 2023 年为 2.35 亿元。未来看，公司持续控制直销地产比例，押金和保证金或持续下降，但与丰泽的拆借款需看其经营情况，存在一定的不确定性。

表19.科顺股份其他应收款按款项性质分类情况

2020 年其他应收款	
款项性质	期末账面余额（万元）
押金保证金	14773.20
备用金	372.67
应收暂付款	84.46
合计	15230.33
2021 年其他应收款	
押金保证金	31051.55
应收暂付款	208.85
备用金	200.64
合计	31461.04
2022 年其他应收款	
押金保证金	27073.91
应收暂付款	5327.80
备用金	1142.90
合计	33544.62
2023 年其他应收款	
押金保证金	23926.64
拆借款	23525.85
应收暂付款	4333.35
备用金	505.64
合计	52291.48

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

表20.科顺股份其他应收款计提情况

类别	2023 年期末余额（万元）				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备	16225.00	31.03%	8118.50	50.04%	8106.50
按组合计提坏账准备	36066.48	68.97%	3806.04	10.55%	32260.44
合计	52291.48	100.00%	11924.54	22.80%	40366.94

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

合同资产：规模有所增长，计提影响有限。公司合同资产在地产未出险时的 2020 年账面余额为 4.03 亿元，2021 年地产企业大规模出险后合同资产规模呈现上升趋势，2021-2023 年账面余额分别为 4.42/4.71/5.08 亿元。拆分看，

- **已完工未结算资产：**在 2021 年后规模持续增长，2021-2023 年账面余额分别为 4.35/4.49/5.01 亿元，且伴随着地产企业出险部分款项未能收回，对应的坏账准备也相应增加 2021-2023 年分别为 0.49/0.59/0.80 亿元。
- **质保金：**变化不大，2021-2023 年账面余额分别为 0.07/0.22/0.07 亿元，坏账准备分别为 0/0.02/0.01 亿元。

未来看，合同资产产生的资产减值受已完工未结算资产影响较大，此项目与行业景气以及下游企业经营相关，此科目边际坏账增量有限，对公司利润影响有限。

表21.科顺股份合同资产情况

2020 年合同资产（万元）

项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	39,852.26	3,835.68	36,016.59
质保金	441.96	0.00	441.96
合计	40,294.22	3,835.68	36,458.55

2021 年合同资产（万元）

项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	43,539.04	4,864.68	38,674.37
质保金	652.50	0.00	652.50
合计	44,191.55	4,864.68	39,326.87

2022 年合同资产（万元）

项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	44,933.71	5,938.43	38,995.28
质保金	2,163.00	199.01	1,963.99
合计	47,096.71	6,137.44	40,959.27

2023 年合同资产（万元）

项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	50,050.71	7,952.60	42,098.11
质保金	704.67	123.60	581.07
合计	50,755.38	8,076.20	42,679.18

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

其他非流动资产：规模有所增加，房产减值影响利润。科顺股份其他非流动资产主要包括合同资产、预付车辆购置款、预付设备款、抵债房产、预付购房款、预付设备款和预付软件款，其中影响最大的为抵债房产科目。

2021 年-2023 年其他非流动资产分别为 0.77/1.08/3.68 亿元。拆分看，抵债房产科目变动较为明显，2021-2023 年分别为 0.54/0.35/2.66 亿元，其中 2023 年因房价出现一定下滑故计提减值准备 923 万元。未来看，若房价持续下跌且公司未处理完此批工抵房，相关的减值准备或会有所增加。

资产减值-其他：规模较小，整体可控。该科目部分对应着公司资产负债表的其他非流动资产的减值变动。这一项主要包含地产企业因自身现金流问题未能偿还账款而选择工抵房的模式，由于近几年各地房价下跌明显，因而工抵房的资产价格也随之下降从而产生相关的减值。2023 年，科顺股份资产减值损失中其他科目为 1804.51 万元，2020-2022 年其他科目均为 0。未来看，目前房价在地产政策推动下逐步企稳，因而该科目未来影响较小。

表22.科顺股份其他非流动资产情况

2020 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额 (万元)		
	账面余额	减值准备	账面价值
合同资产	1,288.29		1,288.29
预付车辆购置款	236.02		236.02
合计	1,524.31		1,524.31
2021 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额 (万元)		
	账面余额	减值准备	账面价值
合同资产	1,861.36		1,861.36
预付设备款	124.60		124.60
预付车辆购置款			
抵债房产	5,368.63		5,368.63
预付购房款	306.06		306.06
合计	7,660.65		7,660.65
2022 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额 (万元)		
	账面余额	减值准备	账面价值
应收质保金	6513.85	118.99	6,394.87
抵债房产	3,499.22		3,499.22
预付购房款	499.42		499.42
预付设备款	243.87		243.87
合计	10,756.37	118.99	10,637.38
2023 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额 (万元)		
	账面余额	减值准备	账面价值
抵债房产	26,566.14	922.99	25,643.15
合同资产	6,133.69	851.73	5,281.96
预付购房款	3,098.38		3,098.38
预付设备款	738.36		738.36
预付软件款	247.39		247.39
合计	36,783.96	1,774.72	35,009.24

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

表23.科顺股份资产减值情况

2020 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-1963.01	-1515.29
二、合同资产减值损失	-1529.46	
合计	-3492.47	-1515.29
2021 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-1571.88	-1963.01
二、合同资产减值损失	-1029.00	-1529.46
合计	-2600.88	-3492.47
2022 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-1065.75	-1571.88
二、商誉减值损失	-1504.82	
三、合同资产减值损失	-1190.92	-1029.00
四、其他非流动资产减值损失	-45.38	
合计	-3806.87	-2600.88
2023 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-1230.08	-1065.75
二、固定资产减值损失	-780.33	
三、商誉减值损失	-185.00	-1504.82
四、合同资产减值损失	-2141.17	-1190.92
五、其他	-1804.51	-45.38
合计	-6141.09	-3806.87

数据来源：科顺股份公司公告、财通证券研究所

总结：应收计提较为充分，合同资产和其他应收款或存计提。通过前文分析来看，公司应收账款中单项计提比例在行业中相对充分，组合计提中 2023 年的 2-4 年期账期与此前正常年份比规模较大，未来或存在持续的坏账边际增加。同时，合同资产中已完工未结算资产受下游行业景气度影响，规模持续增长，同样也产生了一定的坏账计提；其他应收款，整体可控，但其中有关丰泽的拆借款未来需看其经营，或存在不确定性。

2.3 凯伦股份：单项计提比例较高，应收账款回收是关键

应收账款：总规模仍在增加，单项计提比例较高。先看应收账款单项计提，2020 年公司单项计提规模不大仅为 0.34 亿元。而 2021 年年底公司单项计提规模大幅提升，对前三大客户计提比例为 50%、30%、30%，合计坏账计提为 1.50 亿元，占比单项计提准备应收账款总额的 46.74%。后续若地产企业基本面未有效改善，公司应收单项计提也相应增加，截至最新 2023 年财报，公司单项计提账目余额为

3.57 亿元,坏账准备 2.27 亿元,计提比例 63.40%;前三家的账面余额分别为 2.14、0.46 和 0.43 亿元,计提比例为 70%、40%和 30%。综合来看,凯伦股份应收账款的单项计提在行业中较为充分。

表24.凯伦股份公司应收账款情况

类别	2020 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	3,375.01	3.55%	3,375.01	100.00%	—
按组合计提坏账准备的应收账款	91,665.72	96.45%	5,330.85	5.82%	86,334.86
合计	95,040.73	100.00%	8,705.86	9.16%	86,334.86
类别	2021 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	31,997.98	16.61%	14,955.38	46.74%	17,042.61
按组合计提坏账准备的应收账款	160,635.26	83.39%	9,592.86	5.97%	151,042.40
合计	192,633.25	100.00%	24,548.24	12.74%	168,085.01
类别	2022 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	34,166.70	16.48%	21,596.98	63.21%	12,569.72
按组合计提坏账准备的应收账款	173,179.80	83.52%	15,999.44	9.24%	157,180.37
合计	207,346.51	100.00%	37,596.42	18.13%	169,750.09
类别	2023 年应收账款期末余额 (万元)				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收账款	35,724.90	13.97%	22,650.37	63.40%	13,074.53
按组合计提坏账准备的应收账款	219,937.13	86.03%	30,483.82	13.86%	189,453.31
合计	255,662.03	100.00%	53,134.19	20.78%	202,527.84

数据来源:凯伦股份公司公告、财通证券研究所

表25.凯伦股份公司单项计提具体名录

名称	2020 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
35 家零星单位	3,375.01	3,375.01	100.00%
名称	2021 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
恒大集团	16,081.56	8,040.78	50.00%
蓝光集团	2,824.33	847.30	30.00%
荣盛地产	10,035.42	3,010.63	30.00%
3 家零星单位	3,056.67	3,056.67	100.00%
合计	31,997.98	14,955.38	--
名称	2022 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
恒大集团	20,481.60	14,337.12	70.00%
蓝光集团	2,920.01	2,044.01	70.00%
荣盛地产	7,927.48	2,378.25	30.00%
37 家零星单位	2,837.61	2,837.61	100.00%
合计	34,166.70	21,596.98	
名称	2023 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
单位一	21,440.92	15,008.64	70.00%
单位二	2,909.11	2,036.38	70.00%
单位三	4,267.17	1,280.15	30.00%
单位四	4,637.50	1,855.00	40.00%
合计	33,254.71	20,180.18	

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

再看应收账款的组合计提，2020 年公司应收账款组合计提账面余额 9.17 亿元，坏账准备 0.53 亿元，计提比例为 5.82%。2021 年民营地产企业陆续出险后，公司应收账款组合计提规模随之大幅提升，达到 16.06 亿元，坏账准备 0.96 亿元，计提比例 5.97%。截至最新年报 2023 年，公司应收账款末账面余额 21.99 亿元，坏账准备 3.05 亿元，对应计提比例 13.86%。

分账龄看，2020 年在地产企业大规模出险前，公司一年期应收账款占比九成，其他年份依次递减。2021 年民营地产企业开始出险，公司一年期应收账款边际增加最多，从 2020 年的 8.60 亿元提升至 14.85 亿元，同时后续年份的 1 年以内账期同样也较多，对应到 2023 年即为 1-4 年期账期，若考虑此部分预计坏账准备边际增加在 1.0-1.5 亿元。

表26.凯伦股份公司应收账款情况

名称	2020 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	86,040.52	/	/
1 至 2 年	5,619.25	/	/
2 至 3 年	1,320.25	/	/
3 至 4 年	1,439.32	/	/
4 至 5 年	421.05	/	/
5 年以上	200.34	/	/
合计	95,040.73	/	/
名称	2021 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	148,541.36	/	/
1 至 2 年	37,036.12	/	/
2 至 3 年	4,130.40	/	/
3 至 4 年	943.83	/	/
4 至 5 年	1,371.48	/	/
5 年以上	610.04	/	/
合计	192,633.24	/	/
名称	2022 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	116,392.48	/	/
1 至 2 年	54,505.50	/	/
2 至 3 年	31,159.75	/	/
3 至 4 年	2,847.78	/	/
4 至 5 年	717.33	/	/
5 年以上	1,723.67	/	/
合计	207,346.51	/	/
名称	2023 年应收账款账龄详情 (万元)		
	期末余额		
	账面余额	坏账准备	计提比例
1 年以内	136,283.91	/	5%
1 至 2 年	41,029.38	/	10%
2 至 3 年	44,262.30	/	50%
3 至 4 年	30,476.94	/	80%
4 至 5 年	1,268.81	/	80%
5 年以上	2,340.67	/	100%
合计	255,662.03	/	/

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

注：此分账龄包含单项和组合计提

应收票据：规模大幅缩减，坏账影响有限。从规模看，凯伦股份在 2020 年应收票据规模较大，占总体应收款比例较高，但后续公司缩减规模，目前仅 4589 万元，其产生的计提对利润表影响有限。

2020 年公司应收票据为 7.24 亿元，坏账准备 3623 万元，计提比例 5%；2021 年公司相应的加大应收票据管理，应收规模下降为 3.88 亿元，坏账准备则有所增加到 5042 万元，计提比例为 13%。2023 年公司实控人承诺承担恒大在 2022 年 12 月 31 日前无法足额兑付的相关应收账款和应收票据产生的资产减值，计划在 2023-2025 年分期支付，每年支付比例为实际损失金额 20%、30%和 50%，公司本期已收到承诺人相关补偿款共计 3766.54 万元。受此影响，至 2023 年公司应收票据为 0.46 亿元，坏账准备 275 万元，计提比例 6%。未来看，目前规模的应收票据产生的信用减值对公司的利润影响有限，加之实控人的保底，应收票据基本没有风险。

表27.凯伦股份应收票据情况

2020 年应收票据情况 (万元)

类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按组合计提坏账准备的应收票据	72449.92	100.00%	3622.50	5.00%	68827.42
合计	72449.92	100.00%	3622.50	5.00%	68827.42

2021 年应收票据情况 (万元)

类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收票据	8829.45	22.74%	3542.23	40.12%	5287.22
其中商业承兑汇票	8829.45	22.74%	3542.23	40.12%	5287.22
按组合计提坏账准备的应收票据	29998.05	77.26%	1499.90	5.00%	28498.15
其中商业承兑汇票	29998.05	77.26%	1499.90	5.00%	28498.15
合计	38827.51	100.00%	5042.13	12.99%	33785.37

2022 年应收票据情况 (万元)

类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收票据	220.00	0.83%	66.00	30.00%	154.00
其中商业承兑汇票	220.00	0.83%	66.00	30.00%	154.00
按组合计提坏账准备的应收票据	26426.46	99.17%	1321.32	5.00%	25105.13
其中商业承兑汇票	26426.46	99.17%	1321.32	5.00%	25105.13
合计	26646.46	100.00%	1387.32	5.21%	25259.13

2023 年应收票据情况 (万元)

类别	期末余额				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备的应收票据	—	—	—	—	—
其中商业承兑汇票	—	—	—	—	—
按组合计提坏账准备的应收票据	4589.45	100.00%	275.15	6.00%	4314.30
其中商业承兑汇票	4589.45	100.00%	275.15	6.00%	4314.30
合计	4589.45	100.00%	275.15	6.00%	4314.30

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

其他应收款：有序压降规模，坏账影响有限。凯伦股份其他应收款包括押金保证金、拆借款及利息、备用金和其他，通过地产出险前后几年的前五大客户计提看，主要发生问题的项目为押金保证金与拆借款及利息。

2020 年公司其他应收款规模仅 0.76 亿元，其中押金保证金为 0.72 亿元，2021 年后，其他应收款应收账款余额大幅增加，2021-2023 年分别为 2.94/2.82/1.83 亿元；拆分看，押金保证金与拆借款及利息变动较为明显，2021-2023 年押金保证金

分别为 2.42/1.77/1.76 亿元，拆借款及利息分别为 0.44 /1.00/0 亿元。未来看，与地产出险前对比，押金保证金规模上升明显，未来部分款项未能收回下或存在一定的减值风险，但整体规模有限。

表28.凯伦股份其他应收款按款项性质分类情况

2020 年其他应收款	
款项性质	期末账面余额（万元）
押金保证金	7173.68
备用金	353.92
其他	60.52
合计	7588.12
2021 年其他应收款	
押金保证金	24177.84
拆借款及利息	4440.00
备用金	748.50
其他	10.72
合计	29377.05
2022 年其他应收款	
押金保证金	17747.80
拆借款及利息	9972.65
备用金	395.68
其他	49.37
合计	28165.50
2023 年其他应收款	
押金保证金	17633.95
备用金	607.67
其他	16.84
拆借款及利息	0.00
合计	18258.46

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

表29.凯伦股份其他应收款计提情况

类别	2023 年期末余额（万元）				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例	金额	计提比例	
按单项计提坏账准备	2610.00	14.29%	860.00	32.95%	1750.00
按组合计提坏账准备	15648.46	85.71%	1073.76	6.86%	14574.71
合计	18258.46	100.00%	1933.76	10.59%	16324.71

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

合同资产：规模有所增长，坏账计提有限。公司合同资产账面余额在地产未出险时的 2020 年为 0.28 亿元，2021 年地产企业大规模出险后为 0.93 亿元，2023 年为 1.32 亿元，规模持续增长。拆分看，

- **已完工未结算资产：**在 2021 年后规模增加较快，2020-2023 年账面余额分别为 0.28/0.93/1.15/1.29 亿元，且伴随着地产企业出险部分款项未能收回，对应的坏账准备也相应增加 2020-2023 年分别为 0.02/0.06/0.09/0.16 亿元。
- **质保金：**变化不大 2022-2023 年账面余额分别为 0.01/0.03 亿元，对应的坏账准备分别为 7/15 万元。

未来看，合同资产产生的资产减值受已完工未结算资产影响较大，此项目与行业景气以及下游企业经营相关。

表30.凯伦股份合同资产情况

2020 年合同资产（万元）			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	2789.50	165.86	2623.64
质保金	—	—	—
合计	2789.50	165.86	2623.64

2021 年合同资产（万元）			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	9300.10	608.13	8691.97
质保金	—	—	—
合计	9300.10	608.13	8691.97

2022 年合同资产（万元）			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	11466.77	870.47	10596.30
质保金	143.33	7.17	136.16
合计	11610.10	877.64	10732.46

2023 年合同资产（万元）			
项目	期末余额		
	账面余额	坏账准备	账面价值
已完工未结算资产	12861.57	1575.62	11285.95
质保金	300.09	15.00	285.08
合计	13161.66	1590.62	11571.04

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

其他非流动资产：规模保持稳定，房价下跌影响利润。凯伦股份其他非流动资产包括预付设备款、预付专利使用权款项、预付工程款项及抵债房产，其中影响利润的科目为抵债房产。

2021 年-2023 年其他非流动资产分别为 0.92/2.81/2.71 亿元。拆分看，抵债房产变动较为明显，2021-2023 年分别为 0/2.69/2.62 亿元，其中 2022-2023 分别计提减

值准备 2178 万元和 1666 万元，2023 年抵债房产有所冲回，减值规模下降。未来看，若房价持续下跌且公司未处理完此批工抵房，相关的减值准备或会有所增加。

其他：规模较小，影响有限。该科目部分对应着公司资产负债表的其他非流动资产的减值变动。2022 年，凯伦股份资产减值损失中其他科目为 2178 万元；2023 年投资性房地产减值损失为 88 万元，其他科目为冲回 511 万元。未来看，目前房价在地产政策推动下逐步企稳，因而该科目影响较小。

表31.凯伦股份其他非流动资产情况

2020 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
预付设备款	5,004.89		5,004.89
预付专利使用权款项	200.00		200.00
合计	5,204.89		5,204.89
2021 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
预付工程设备款	8,110.76		8,110.76
预付购房款	1,064.98		1,064.98
预付专利使用权款项			
合计	9,175.75		9,175.75
2022 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
抵债房产	26,890.40	2,177.71	24,712.69
预付工程设备款	1,208.69		1,208.69
合计	28,099.09	2,177.71	25,921.37
2023 年其他非流动资产情况			
项目	期末余额（万元）		
	账面余额	减值准备	账面价值
抵债房产	26,200.69	1,666.33	24,534.35
预付工程设备款	946.68		946.68
合计	27,147.36	1,666.33	25,481.03

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

表32.凯伦股份合同资产减值情况

2020 年资产减值 (万元)		
无		
2021 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、合同资产减值损失	-442.27	
合计	-442.27	
2022 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-70.57	
二、固定资产减值损失	-489.03	
三、合同资产减值损失	-269.50	-442.27
四、其他	-2177.71	
合计	-3006.82	-442.27
2023 年资产减值 (万元)		
项目	本期发生额	上期发生额
一、存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-78.66	-70.57
二、投资性房地产减值损失	-88.48	
三、固定资产减值损失	-244.35	-489.03
四、合同资产减值损失	-712.98	-269.50
五、其他	511.38	-2177.71
合计	-613.09	-3006.82

数据来源：凯伦股份公司公告、财通证券研究所

总结：应收账款减值压力犹存。通过分析，凯伦股份应收账款中单项计提比例较为充分，2023 年公司单项计提 2.27 亿元计提比例 63.40%；但公司应收账款组合计提中 2023 年的 2-4 年期账期与此前正常年份比规模较大，未来或存在持续的坏账计提增加。而应收票据、其他应收款、合同资产等科目规模较小或处于边际改善，对利润表影响有限。

2.4 总结

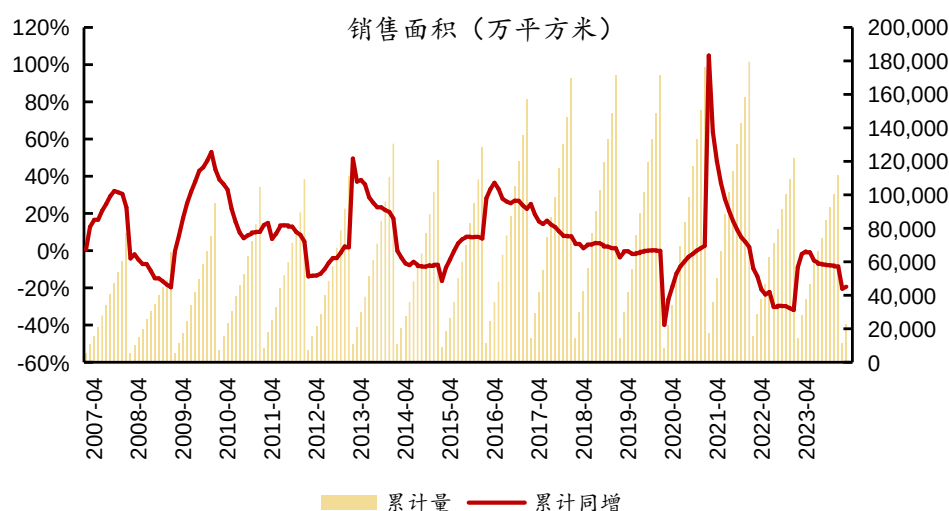
展望：销售是地产核心造血指标，销售数据尚待企稳下，防水企业仍存计提压力。从整体的地产开发周期来看，一个地产项目可划分为五个环节：拿地、开工、销售、竣工、交付。其中，最为重要的是销售环节，该环节是唯一现金流入的，也是地产项目开发的主要目的，其他环节均需销售环节所产生的现金流支撑。因此，在地产周期中销售是地产各项指标的领先指标，也是地产商对于行业信心的基础和对于未来投资决策的判断依据。

看此前一轮周期，2014 年地产在“9.30”政策销售数据未见明显好转，在经历 6 个月，地产销售增速触底，到 2015 年 4 月转正。而目前地产销售数据尚在调整，

2024 年 6 月全国地产新房销售 1.13 亿平，同比下降 14.5%；1-6 月地产新房销售 4.79 亿平，同比下降 19.09%。

综合来看，在地产销售数据尚待企稳的情况下，部分地产企业经营压力仍然较大，而对于上游防水企业来说，应收账款回收周期可能继续拉长，对应所计提的信用减值仍有增加可能。因而，建材企业一方面需要调整销售结构，提高现金流相对较好的 C 端业务，缩减账期较长的 B 端业务规模，另一方面加快与地产相关的应收账款、保证金和工抵房等资产的处理。

图5.全国地产销售数据



数据来源：wind、财通证券研究所

3 风险提示

1) 地产超预期下滑风险；

地产行业超预期下滑，企业经营压力变大，业绩承压。

2) 行业竞争加剧风险；

行业总体需求承压下，企业经营压力变大，竞争加剧，产品价格下跌影响利润。

3) 宏观经济下行风险。

宏观经济下行下，行业需求承压，影响企业经营。

信息披露**● 分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。