

投资评级 **优于大市** 维持

归母净利润扭亏，经销收入同比增长 21.57%

股票数据

04月26日收盘价(元)	16.71
52周股价波动(元)	11.86-23.19
总股本/流通A股(百万股)	415/219
总市值/流通市值(百万元)	6938/3667

相关研究

 《经销渠道实现增长，经营现金流改善》
 2023.04.03

《“三支箭”齐发力助力“保交楼”，竣工端瓷砖受益》2022.11.29

《Q3毛利率和净利率环比改善，前三季度经销仍正增长》2022.10.27

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.1	-15.0	-16.9
相对涨幅(%)	-14.4	-12.5	-11.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@haitong.com

证书:S0850516060004

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@haitong.com

证书:S0850517070010

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@haitong.com

证书:S0850519060001

投资要点:

- 23Q1 收入同比增长，归母净利润扭亏。**公司 23Q1 实现收入、归属母公司股东净利润和扣非后归属母公司股东净利润分别为 11.01 亿元、0.07 亿元和 0.07 亿元，分别同比增长 3.55%、109.35%和 108.69%。同时，公司 23Q1 经营活动产生的现金流量净额为-1.63 亿元，同比下滑 17.87%。
- 23Q1 毛利率同比提升，净利率同比环比均提升。**公司 23Q1 毛利率和净利润率分别为 24.51%和 1.02%，同比分别提升 5.40 个百分点和 8.74 个百分点，环比分别变动-0.01 个百分点和 0.63 个百分点。公司 23Q1 销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为 7.13%、8.82%和 3.30%，分别同比下降 2.70 个百分点、0.58 个百分点和 1.48 个百分点。我们认为，虽然 23 年一季度能源价格仍在高位，但公司降本增效效果逐渐显现，毛利率和净利率同比均明显改善。
- 相较 22 年一季度末和 22 年年底，23 年一季度末存货和应付票据及应付账款项目下降明显。**公司 23Q1 收现比为 1.06 倍，同比下滑 0.16 倍。从资产负债表项目看，公司存货 23 年一季度末为 16.18 亿元，较 22 年一季度末减少 4.82 亿元，较 22 年底减少 2.07 亿元，下降明显。同时，23 年一季度末公司应付票据及应付账款项目为 18.92 亿元，较 22 年一季度末减少 4.05 亿元，较 22 年底减少 4.23 亿元。
- 一季度经销渠道收入同比增长 21.57%。**公司 23Q1 经销业务实现收入 6.85 亿元，同比增长 21.57%；战略工程业务实现收入 4.16 亿元，同比减少 16.75%。根据公司《2023 年 4 月 12 日至 13 日投资者关系活动记录表》，23 年一季度，公司高管及经营团队实地走访多地经销商并考察市场情况，经销商信心普遍有较好提升，23 年公司将继续加大对经销商支持力度，提升经销商销售占比。同时，公司加强对工程业务风险管控，主动收缩部分风险较大房地产项目，致使一季度工程战略业务同比下降，但仍有部分地产企业伴随市场回暖业绩提升，未来公司对支付货款及时的房地产工程项目仍会保持正常供货，维持经销、工程双轮驱动的销售战略。
- 盈利与估值。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.25、1.64、1.95 元/股，可比上市公司 2023 年预测 PE 的平均数为 22.8 倍，给予公司 2023 年 23-27 倍预测 PE，对应合理价值区间 28.75-33.75 元/股，“优于大市”评级。
- 风险提示。**天然气、煤炭等能源价格进一步上涨风险，下游地产回款风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6987	6229	7401	8462	9565
(+/-)YoY(%)	43.6%	-10.8%	18.8%	14.3%	13.0%
净利润(百万元)	315	-381	521	680	811
(+/-)YoY(%)	-44.4%	-221.1%	236.6%	30.4%	19.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.76	-0.92	1.25	1.64	1.95
毛利率(%)	29.1%	23.6%	30.3%	31.5%	32.1%
净资产收益率(%)	8.2%	-11.7%	14.3%	16.4%	17.0%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2023.04.26)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
300737.SZ	科顺股份	11.24	0.65	0.91	17.2	12.4
603737.SH	三棵树	105.00	2.51	3.59	41.8	29.3
002271.SZ	东方雨虹	29.07	1.56	2.04	18.7	14.2
003012.SZ	东鹏控股	8.14	0.61	0.82	13.4	9.9
	平均				22.8	16.4

资料来源: wind, 海通证券研究所

(注: 可比公司预测取 wind 一致预期)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	6229	7401	8462	9565
每股收益	-0.92	1.25	1.64	1.95	营业成本	4756	5157	5795	6496
每股净资产	7.83	8.77	10.00	11.46	毛利率%	23.6%	30.3%	31.5%	32.1%
每股经营现金流	1.45	1.37	2.01	2.40	营业税金及附加	49	52	58	65
每股股利	0.15	0.31	0.41	0.49	营业税金率%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	515	622	719	823
P/E	-18.19	13.32	10.21	8.55	营业费用率%	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%
P/B	2.13	1.91	1.67	1.46	管理费用	447	466	550	631
P/S	1.11	0.94	0.82	0.73	管理费用率%	7.2%	6.3%	6.5%	6.6%
EV/EBITDA	176.89	5.58	4.65	3.88	EBIT	-346	956	1158	1348
股息率%	0.9%	1.9%	2.4%	2.9%	财务费用	77	100	91	75
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	1.4%	1.1%	0.8%
毛利率	23.6%	30.3%	31.5%	32.1%	资产减值损失	-44	-22	-25	-26
净利润率	-6.1%	7.0%	8.0%	8.5%	投资收益	-28	-30	-32	-33
净资产收益率	-11.7%	14.3%	16.4%	17.0%	营业利润	-447	633	827	990
资产回报率	-3.7%	4.8%	5.8%	6.5%	营业外收支	4	4	3	3
投资回报率	-4.1%	11.7%	13.1%	14.1%	利润总额	-443	636	830	994
盈利增长 (%)					EBITDA	49	1441	1661	1864
营业收入增长率	-10.8%	18.8%	14.3%	13.0%	所得税	-96	82	109	133
EBIT 增长率	-177.8%	376.3%	21.1%	16.4%	有效所得税率%	21.8%	12.9%	13.1%	13.4%
净利润增长率	-221.1%	236.6%	30.4%	19.4%	少数股东损益	35	33	42	49
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-381	521	680	811
资产负债率	65.2%	63.6%	61.8%	58.9%					
流动比率	1.33	1.46	1.57	1.73	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.87	0.95	1.04	1.20	货币资金	1835	2031	2345	2837
现金比率	0.44	0.45	0.48	0.56	应收账款及应收票据	1108	1352	1756	2128
经营效率指标					存货	1825	2164	2458	2544
应收账款周转天数	65.73	55.00	60.00	65.00	其它流动资产	826	992	1141	1288
存货周转天数	147.82	140.00	145.00	140.00	流动资产合计	5595	6539	7700	8797
总资产周转率	0.58	0.70	0.74	0.78	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.89	2.14	2.59	3.21	固定资产	3539	3386	3143	2824
					在建工程	107	86	106	121
					无形资产	306	306	302	296
					非流动资产合计	4584	4366	4112	3778
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	10179	10906	11812	12575
净利润	-381	521	680	811	短期借款	270	370	450	510
少数股东损益	35	33	42	49	应付票据及应付账款	2315	2555	2918	3037
非现金支出	1008	595	622	656	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	24	101	106	105	其它流动负债	1622	1559	1546	1545
营运资金变动	-83	-681	-616	-626	流动负债合计	4207	4485	4914	5092
经营活动现金流	602	570	833	995	长期借款	1300	1308	1208	1108
资产	-644	-247	-232	-167	其它长期负债	1131	1148	1173	1201
投资	-46	0	0	0	非流动负债合计	2431	2455	2381	2309
其他	0	-41	-42	-42	负债总计	6637	6940	7295	7401
投资活动现金流	-689	-288	-274	-209	实收资本	415	415	415	415
债权募资	248	124	6	-12	归属于母公司所有者权益	3251	3642	4151	4760
股权募资	47	0	0	0	少数股东权益	291	324	366	415
其他	-623	-210	-251	-281	负债和所有者权益合计	10179	10906	11812	12575
融资活动现金流	-329	-86	-245	-293					
现金净流量	-415	196	314	492					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,天山股份,凯盛新能,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,山东玻纤,惠达卫浴,垒知集团,北新建材,上峰水泥,信义玻璃

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。