

投资评级 优于大市 维持

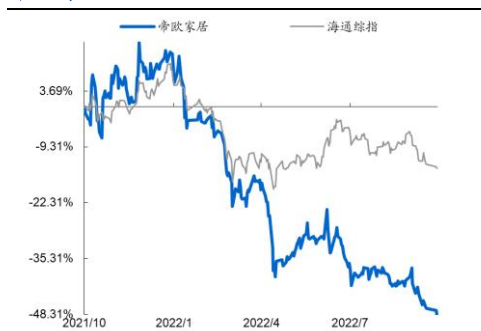
经销占比近 50%，全国化产能布局持续推进

股票数据

10月13日收盘价(元)	6.94
52周股价波动(元)	6.63-15.88
总股本/流通A股(百万股)	385/231
总市值/流通市值(百万元)	2672/1605

相关研究

 《21Q3 利润率压力仍大，可转债成功发行》
 2021.10.30

市场表现


指标	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.1	-15.1	-17.4
相对涨幅(%)	-4.4	-4.6	-4.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021) 23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 潘莹练

Tel: (021) 23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

分析师: 申浩

Tel: (021) 23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

投资要点:

- 受疫情影响和公司主动控制风险，22H1 公司收入同比下滑。**公司 22H1 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 19.99 亿元、-2.49 亿元和 -2.63 亿元，分别同比下滑 36.12%、191.21% 和 200.44%。22 年上半年国内核心城市受到疫情影响，同时公司风险把控减少部分风险房地产客户发货，影响 22 年上半年收入。
- 渠道优化经销占比接近 50%，分产品看陶瓷业务下滑较多卫浴业务相对保持稳定。**公司实施“全渠道经营”，拥有碧桂园、万科等头部房地产开发商客户；同时，公司建立了终端零售渠道、家装工程渠道、经销商工程渠道、电子商务渠道，在全国 31 个省、自治区、直辖市建立了经销网络，并下沉到各省、市核心区和镇。22 年上半年末，公司旗下欧神诺经销商逾 1200 家，终端门店逾 4000 个；旗下帝王经销商近 700 家，终端门店逾 1500 个。公司在直营工程渠道方面紧抓核心客户和优质客户，在经销渠道也通过产品创新、广告宣传等持续深耕，使得渠道结构进一步优化，22 年 6 月底经销渠道占比接近 50%。从产品结构看，22 年上半年公司瓷砖业务和卫浴业务分别实现收入 16.06 亿元和 3.27 亿元，分别同比下滑 41.15% 和 1.48%，瓷砖业务下滑较多，卫浴业务相对保持稳定。
- 能源及部分原材料价格大幅上涨影响毛利率水平。**22H1 公司毛利率和净利率分别为 17.48% 和 -12.44%，分别同比下滑 11.66 个百分点和 21.08 个百分点。其中，卫浴产品和陶瓷墙地砖 22H1 毛利率分别为 25.19% 和 15.45%，分别同比下滑 3.36 个百分点和 13.79 个百分点。毛利率下滑主要是能源及部分原材料价格同比大幅增长所致。
- 持续推进全国化产能布局。**伴随广西藤县基地“欧神诺八组年产 5000 万平米高端墙地砖智能化生产线项目”生产线的陆续推进，佛山三水基地大板岩板生产线的顺利投产，公司产能全国化布局持续推进。此外，公司同盟仓陆续建立，供应保障能力不断增强，同时能够提升规模化产能和效益，为公司持续发展提供保障。
- 盈利与估值。**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 -0.23、0.70、0.94 元/股，我们认为 2022 年疫情多点爆发、上游原材料价格大幅上涨等较为极端因素都对公司经营造成影响，23 年有望边际缓解，因此采用公司 23 年盈利进行估值，可比上市公司 2023 年预测 PE 的平均数为 15.6 倍，给予公司 2023 年 12-15 倍预测 PE，对应合理价值区间 8.40-10.50 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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5637	6147	5064	5724	6098
(+/-)YoY(%)	1.2%	9.0%	-17.6%	13.0%	6.5%
净利润(百万元)	567	69	-87	270	364
(+/-)YoY(%)	0.1%	-87.8%	-226.3%	409.2%	34.7%
全面摊薄 EPS(元)	1.47	0.18	-0.23	0.70	0.94
毛利率(%)	30.5%	26.1%	22.3%	24.0%	24.0%
净资产收益率(%)	13.3%	1.5%	-2.0%	5.8%	7.4%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司分业务收入毛利预测

		2021	2022E	2023E	2024E
陶瓷墙地砖	营业收入 (百万元)	5104.94	3961.43	4495.83	4753.44
	营业成本 (百万元)	3802.35	3129.53	3461.79	3660.15
	毛利率	25.52%	21.00%	23.00%	23.00%
卫浴产品	营业收入 (百万元)	817.81	872.60	973.39	1066.93
	营业成本 (百万元)	578.62	632.64	695.97	762.86
	毛利率	29.25%	27.50%	28.50%	28.50%
亚克力板	营业收入 (百万元)	176.70	188.54	210.32	230.53
	营业成本 (百万元)	148.57	160.26	178.77	195.95
	毛利率	15.92%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	营业收入 (百万元)	47.57	41.53	44.31	47.28
	营业成本 (百万元)	14.91	12.46	13.74	14.66
	毛利率	68.65%	70.00%	69.00%	69.00%
合计	营业收入 (百万元)	6099.45	5064.10	5723.85	6098.18
	营业成本 (百万元)	4544.45	3934.89	4350.27	4633.61
	毛利率	26.07%	22.30%	24.00%	24.02%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2022.10.13)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PS (倍)
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E
300737.SZ	科顺股份	9.82	0.54	0.79	1.02	18.3	12.4	9.7	1.24
603737.SH	三棵树	88.89	1.99	3.06	4.35	44.8	29.0	20.4	2.52
002271.SZ	东方雨虹	24.80	1.57	2.09	2.73	15.8	11.9	9.1	1.68
002918.SZ	蒙娜丽莎	14.45	0.05	1.57	2.17	286.7	9.2	6.7	0.78
平均值						91.4	15.6	11.5	1.6

 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)

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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	6147	5064	5724	6098
每股收益	0.18	-0.23	0.70	0.94	营业成本	4544	3935	4350	4634
每股净资产	11.75	11.60	12.09	12.75	毛利率%	26.1%	22.3%	24.0%	24.0%
每股经营现金流	-0.38	1.76	0.73	1.69	营业税金及附加	45	36	40	43
每股股利	0.20	-0.07	0.21	0.28	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	644	582	601	610
P/E	38.65	-30.61	9.90	7.35	营业费用率%	10.5%	11.5%	10.5%	10.0%
P/B	0.59	0.60	0.57	0.54	管理费用	164	203	172	152
P/S	0.44	0.53	0.47	0.44	管理费用率%	2.7%	4.0%	3.0%	2.5%
EV/EBITDA	17.40	11.11	5.92	4.83	EBIT	210	106	446	562
股息率%	2.9%	-1.0%	3.0%	4.1%	财务费用	121	88	86	89
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.0%	1.7%	1.5%	1.5%
毛利率	26.1%	22.3%	24.0%	24.0%	资产减值损失	-37	-41	-41	-42
净利润率	1.1%	-1.7%	4.7%	6.0%	投资收益	-14	3	3	3
净资产收益率	1.5%	-2.0%	5.8%	7.4%	营业利润	64	-93	301	406
资产回报率	0.6%	-0.9%	2.6%	3.4%	营业外收支	-14	-3	-5	-6
投资回报率	3.5%	1.4%	5.6%	6.9%	利润总额	50	-96	297	400
盈利增长 (%)					EBITDA	427	363	720	853
营业收入增长率	9.0%	-17.6%	13.0%	6.5%	所得税	-16	-9	27	36
EBIT 增长率	-70.2%	-49.7%	322.0%	25.9%	有效所得税率%	-31.4%	9.0%	9.0%	9.0%
净利润增长率	-87.8%	-226.3%	409.2%	34.7%	少数股东损益	-3	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	69	-87	270	364
资产负债率	59.7%	53.4%	54.8%	53.7%					
流动比率	1.52	1.80	1.75	1.83	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.22	1.31	1.32	1.40	货币资金	1758	912	1030	1098
现金比率	0.37	0.29	0.29	0.30	应收账款及应收票据	3729	2775	3282	3497
经营效率指标					存货	1272	1361	1389	1418
应收账款周转天数	198.44	185.00	190.00	190.00	其它流动资产	551	583	604	620
存货周转天数	102.17	130.00	120.00	115.00	流动资产合计	7311	5631	6305	6632
总资产周转率	0.55	0.53	0.56	0.58	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.89	2.29	2.58	2.76	固定资产	2129	2207	2216	2209
					在建工程	174	74	94	74
					无形资产	738	726	724	721
					非流动资产合计	3963	3943	3982	3960
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	11273	9573	10287	10592
净利润	69	-87	270	364	短期借款	1400	186	494	376
少数股东损益	-3	0	0	0	应付票据及应付账款	2430	2102	2205	2285
非现金支出	563	436	405	428	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	126	135	121	129	其它流动负债	978	846	914	960
营运资金变动	-903	195	-516	-271	流动负债合计	4808	3134	3613	3621
经营活动现金流	-148	679	280	651	长期借款	468	518	558	588
资产	-598	-213	-295	-256	其它长期负债	1454	1457	1463	1475
投资	0	-20	-15	-10	非流动负债合计	1921	1975	2021	2063
其他	0	-4	-5	-6	负债总计	6729	5109	5634	5684
投资活动现金流	-598	-237	-315	-272	实收资本	387	385	385	385
债权募资	48	-1160	354	-76	归属于母公司所有者权益	4545	4465	4654	4908
股权募资	1482	-17	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	82	-110	-201	-235	负债和所有者权益合计	11273	9573	10287	10592
融资活动现金流	1612	-1288	154	-311					
现金净流量	866	-846	119	67					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 13 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2021), 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,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,华达新材,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技,山东玻纤,惠达卫浴,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。