

投资评级 **优于大市** 维持

22 年收现比净现比均同比提升, 23Q1 毛利率环比改善

股票数据

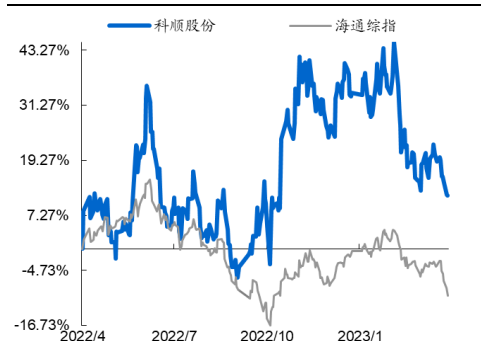
04月28日收盘价(元)	10.78
52周股价波动(元)	9.16-14.69
总股本/流通A股(百万股)	1181/895
总市值/流通市值(百万元)	12730/9646

相关研究

《成本压力仍大, Q3 收入和归母净利润同比均下滑》2022.10.27

《22 上半年营收结构改善, 原材料压力有望缓解》2022.09.21

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-0.9	-15.0	-15.1
相对涨幅 (%)	-0.3	-13.6	-10.5

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:

- 22 年收入略下滑, 23Q1 收入同比提升。**公司 22 年实现收入、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 76.61 亿元、1.78 亿元和 0.43 亿元, 分别同比下降 1.42%、73.51%和 92.46%。其中, 22Q4 公司实现收入、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 17.04 亿元、-0.90 亿元和 -1.35 亿元, 分别同比下降 18.39%、12590.68%和 160.19%。同时, 23Q1 公司实现收入、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 18.66 亿元、0.58 亿元和 0.41 亿元, 分别同比变动 7.59%、-41.37%和 -50.20%。
- 原材料价格是压制公司 22 年和 23Q1 毛利率主要因素, 23Q1 毛利率环比改善。**公司 22 年毛利率和净利率分别为 21.21%和 2.32%, 分别同比下滑 7.30 个百分点和 6.34 个百分点。公司毛利率下滑主要是原油以及沥青采购价格大幅上涨, 原材料采购价格波动传导周期较短, 而产品售价调整频率较低。同时, 22 年公司计提信用减值损失 2.24 亿元。23Q1 公司毛利率和净利率分别为 21.59%和 3.10%, 分别同比下降 4.15 个百分点和 2.61 个百分点, 我们认为, 原材料压力仍大, 压制公司毛利率水平。但同时, 23Q1 公司毛利率相比 22Q4 提升 1.78 个百分点, 环比改善。
- 22 年收现比和净现比均改善。**公司 22 年经营活动产生的现金流量净额为 2.35 亿元, 同比下降 61.50%。22 年公司收现比和净现比分别为 0.99 倍和 1.32 倍, 分别同比增长 0.11 倍和 0.41 倍, 均改善, 我们认为, 这一方面是因为公司通过成立应收账款催收小组、资产管理小组等措施加快贷款催收, 提高应收账款周转效率, 另一方面也得益于公司渠道结构的不断优化, 经销渠道收入占比逐步上升。
- 渠道优化, 22 年经销收入占比达 50%。**公司面对地产集采客户需求下滑的情况, 对部分地产客户采取控风险、降应收、调授信等策略, 积极开拓市政基建、光伏屋面、建筑修缮等业务, 22 年顺利完成经销业务收入占比达 50%的目标。同时, 23 年公司将对民建产品系统进行升级, 并持续加快民建卫星工厂的投建, 努力实现 23 年民建收入超 10 亿元的目标。
- 盈利与估值。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.59、0.87、1.20 元/股, 可比上市公司 2023 年预测 PE 的平均数为 33.5 倍, 给予公司 2023 年 25-30 倍预测 PE, 对应合理价值区间 14.75-17.70 元/股, “优于大市”评级。
- 风险提示。**下游地产客户资金风险, 沥青价格大幅提升风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7771	7661	10002	12454	15068
(+/-)YoY(%)	24.6%	-1.4%	30.6%	24.5%	21.0%
净利润(百万元)	673	178	697	1029	1421
(+/-)YoY(%)	-24.5%	-73.5%	291.4%	47.5%	38.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.57	0.15	0.59	0.87	1.20
毛利率(%)	28.5%	21.2%	24.1%	25.6%	26.8%
净资产收益率(%)	13.5%	3.2%	11.4%	14.8%	17.5%

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

分产品看，防水卷材仍为公司最主要产品，22年实现收入43.36亿元，同比下降4.79%。防水涂料和工程施工22年分别下降0.20%和13.40%，占收入比分别为21.94%和17.28%。同时，22年减隔震产品并表收入为2.61亿元，占比3.41%。22年公司防水卷材、防水涂料和工程施工毛利率分别为18.79%、26.01%和21.81%，分别同比变动-13.94个百分点、3.87个百分点和-1.17个百分点。

丰泽股份22年未完成业绩承诺。丰泽股份承诺22-24年实现净利润分别不低于5040万元、6048万元、6497.49万元，且累积净利润分别不低于5040万元、11088万元、17585.49万元。2022年丰泽股份经审计的净利润为3478.18万元，业绩完成率69.01%。

表 1 公司分业务收入毛利预测

		2022	2023E	2024E	2025E
防水卷材	营业收入 (百万元)	4336.18	5124.06	6405.08	7686.10
	营业成本 (百万元)	3521.20	4007.53	4881.31	5734.60
	毛利率	18.79%	21.79%	23.79%	25.39%
防水涂料	营业收入 (百万元)	1680.95	2071.27	2692.65	3365.81
	营业成本 (百万元)	1243.77	1491.10	1893.47	2332.17
	毛利率	26.01%	28.01%	29.68%	30.71%
工程施工	营业收入 (百万元)	1323.52	1747.05	2096.46	2515.75
	营业成本 (百万元)	1034.90	1345.23	1614.27	1937.13
	毛利率	21.81%	23.00%	23.00%	23.00%
其他	营业收入 (百万元)	319.99	1060.00	1260.00	1500.00
	营业成本 (百万元)	235.89	749.61	872.15	1027.77
	毛利率	26.28%	29.28%	30.78%	31.48%
合计	营业收入 (百万元)	7660.64	10002.38	12454.18	15067.65
	营业成本 (百万元)	6035.76	7593.47	9261.20	11031.66
	毛利率	21.21%	24.08%	25.64%	26.79%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司盈利预测 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7661	10002	12454	15068
营业成本	6036	7593	9261	11032
毛利率%	21.2%	24.1%	25.6%	26.8%
营业税金及附加	37	50	62	75
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	510	620	797	949
营业费用率%	6.7%	6.2%	6.4%	6.3%
管理费用	301	380	467	568
管理费用率%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
EBIT	253	1167	1597	2073
财务费用	76	-35	-31	-33
财务费用率%	1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	-38	-27	-32	-41
投资收益	4	5	6	8
营业利润	191	832	1239	1722
营业外收支	9	9	9	9

利润总额	201	841	1248	1730
EBITDA	469	1440	1908	2416
所得税	23	143	218	308
有效所得税率%	11.3%	17.0%	17.5%	17.8%
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司所有者净利润	178	697	1029	1421
每股收益 (元/股)	0.15	0.59	0.87	1.20

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 A 股同类可比上市公司估值 (截至 2023.04.28)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E
300715.SZ	凯伦股份	14.51	0.36	0.64	40.5	22.8
603737.SH	三棵树	102.50	2.51	3.61	40.9	28.4
002271.SZ	东方雨虹	29.67	1.54	2.03	19.3	14.6
	平均				33.5	21.9

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: 下游地产客户资金风险, 沥青价格大幅提升风险。

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	7661	10002	12454	15068
每股收益	0.15	0.59	0.87	1.20	营业成本	6036	7593	9261	11032
每股净资产	4.76	5.19	5.90	6.88	毛利率%	21.2%	24.1%	25.6%	26.8%
每股经营现金流	0.20	0.42	0.73	0.39	营业税金及附加	37	50	62	75
每股股利	0.05	0.12	0.17	0.24	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	510	620	797	949
P/E	71.44	18.25	12.37	8.96	营业费用率%	6.7%	6.2%	6.4%	6.3%
P/B	2.27	2.08	1.83	1.57	管理费用	301	380	467	568
P/S	1.66	1.27	1.02	0.84	管理费用率%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	31.87	9.04	6.72	5.44	EBIT	253	1167	1597	2073
股息率%	0.5%	1.1%	1.6%	2.2%	财务费用	76	-35	-31	-33
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
毛利率	21.2%	24.1%	25.6%	26.8%	资产减值损失	-38	-27	-32	-41
净利润率	2.3%	7.0%	8.3%	9.4%	投资收益	4	5	6	8
净资产收益率	3.2%	11.4%	14.8%	17.5%	营业利润	191	832	1239	1722
资产回报率	1.4%	4.9%	6.5%	7.7%	营业外收支	9	9	9	9
投资回报率	2.8%	11.1%	13.7%	15.6%	利润总额	201	841	1248	1730
盈利增长 (%)					EBITDA	469	1440	1908	2416
营业收入增长率	-1.4%	30.6%	24.5%	21.0%	所得税	23	143	218	308
EBIT 增长率	-71.0%	360.9%	36.8%	29.8%	有效所得税率%	11.3%	17.0%	17.5%	17.8%
净利润增长率	-73.5%	291.4%	47.5%	38.1%	少数股东损益	0	1	1	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	178	697	1029	1421
资产负债率	55.6%	57.4%	56.1%	56.0%					
流动比率	1.55	1.55	1.58	1.60	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.29	1.30	1.33	1.34	货币资金	2334	2327	2557	2361
现金比率	0.38	0.32	0.32	0.25	应收账款及应收票据	4878	6286	7131	9342
经营效率指标					存货	554	635	702	951
应收账款周转天数	190.07	195.00	190.00	192.00	其它流动资产	1728	1872	2118	2357
存货周转天数	28.58	28.50	26.50	27.50	流动资产合计	9493	11120	12507	15010
总资产周转率	0.65	0.74	0.82	0.88	长期股权投资	33	36	40	43
固定资产周转率	4.22	5.09	6.16	7.31	固定资产	1953	1980	2063	2059
					在建工程	159	219	188	245
					无形资产	288	306	331	350
					非流动资产合计	3146	3256	3355	3446
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	12639	14376	15862	18456
净利润	178	697	1029	1421	短期借款	1162	1192	1322	1502
少数股东损益	0	1	1	1	应付票据及应付账款	3615	4485	4879	5969
非现金支出	478	472	522	557	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	6	40	43	50	其它流动负债	1332	1503	1708	1926
营运资金变动	-426	-709	-731	-1571	流动负债合计	6109	7180	7909	9396
经营活动现金流	235	502	864	458	长期借款	708	858	778	728
资产	-319	-378	-406	-430	其它长期负债	205	212	207	204
投资	-41	-65	-20	-13	非流动负债合计	913	1070	985	932
其他	25	4	6	7	负债总计	7022	8250	8894	10329
投资活动现金流	-334	-439	-420	-435	实收资本	1181	1181	1181	1181
债权募资	219	187	45	127	归属于母公司所有者权益	5617	6124	6965	8124
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	1	2	3	4
其他	-94	-256	-260	-346	负债和所有者权益合计	12639	14376	15862	18456
融资活动现金流	125	-69	-215	-219					
现金净流量	31	-6	229	-196					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 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。