

投资评级 优于大市 维持

23Q1 经营改善，高分子产业园一期投产

股票数据

05月05日收盘价(元)	14.81
52周股价波动(元)	11.13-16.31
总股本/流通A股(百万股)	385/279
总市值/流通市值(百万元)	5701/4131

相关研究

《成本需求利好频现，减值风险仍需关注》

2022.11.29

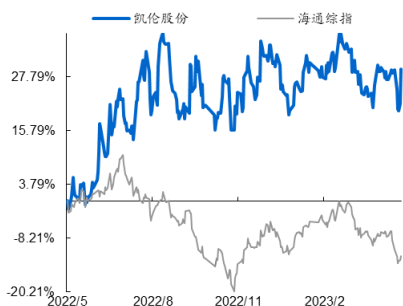
《三季度收入和归母净利润继续承压》

2022.10.25

《去风险优先，定位光伏产业链系统服务商》

2022.09.27

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	6.0	-3.5	-1.0
相对涨幅 (%)	5.3	-2.5	2.6

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:

- 22 年经营承压，23Q1 收入和扣非归母净利润均实现正增长。**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 21.28 亿元、-1.59 亿元和 -1.74 亿元，分别同比经调整后的 21 年数据下滑 17.72%、321.09% 和 672.54%。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 5.07 亿元、0.34 亿元和 0.03 亿元，分别同比增长 55.72%、300.26% 和 34.04%。
- 原材料价格上涨毛利率承压，22 年计提信用减值损失 1.27 亿元。**公司 22 年毛利率和净利率分别为 19.49% 和 -7.58%，分别同比下滑 10.85 个百分点和 10.34 个百分点，各类化工原料及包装物成本占公司主营业务成本 90% 左右，22 年上游原材料价格大幅波动，原材料价格大幅上涨风险难以及时转移到下游，公司毛利率承压。同时，22 年公司计提资产减值损失和信用减值损失分别为 0.30 亿元和 1.27 亿元。截至 22 年底，恒大集团、蓝光集团、荣盛地产和 37 家零星单位应收账款账面余额为 3.42 亿元，其中恒大集团和蓝光集团坏账计提比例为 70%，荣盛地产坏账计提比例 30%，37 家零星单位坏账计提比例为 100%，按单项计提的坏账准备累计为 2.16 亿元。23Q1 公司毛利率和净利率分别为 22.68% 和 6.86%，分别同比提升 2.14 个百分点和 4.45 个百分点。
- 22 年经营性现金流改善。**公司 22 年经营活动产生的现金流量净额为 0.46 亿元，同比经调整后的 21 年数据增长 113.66%。22 年公司收现比和净现比分别为 1.05 倍和 -0.29 倍，分别同比增加 0.44 倍和 4.47 倍。
- 高分子产业园一期投产，渠道持续开拓。**公司已掌握 TPO 和 PVC 防水卷材关键技术，并获得欧盟 CE 认证、英国 BBA 认证和美国 FM 认证，产品出口到美国、英国、澳大利亚等国家。公司在苏州投资 15 亿元、设计产能 1 亿平米的高分子产业园一期项目已进入正式生产阶段。渠道方面，在直销渠道上公司已和万科、保利、新城、中海等头部企业达成长期战略合作关系，在经销渠道方面公司将更好赋能经销商，使销售渠道更加均衡，客户也更加多元化。
- 盈利与估值。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.40、0.63、0.71 元/股，可比上市公司 2023 年预测 PB 的平均数为 5.5 倍，给予公司 2023 年 2.3-2.6 倍预测 PB，对应合理价值区间 15.01-16.97 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)	2586	2128	2964	3710	4516
(+/-)YoY(%)	28.8%	-17.7%	39.3%	25.2%	21.7%
净利润(百万元)	72	-159	153	243	273
(+/-)YoY(%)	-74.2%	-321.1%	196.4%	58.5%	12.5%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	-0.41	0.40	0.63	0.71
毛利率(%)	30.3%	19.5%	25.6%	26.9%	27.1%
净资产收益率(%)	2.6%	-6.7%	6.1%	8.9%	9.2%

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 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)	1347.98	1847.07	2262.66	2688.04
	营业成本 (百万元)	1073.45	1348.45	1617.92	1915.36
	毛利率	20.37%	27.00%	28.50%	28.75%
防水涂料	营业收入 (百万元)	519.11	764.00	1010.77	1300.86
	营业成本 (百万元)	418.23	577.59	752.79	966.40
	毛利率	19.43%	24.40%	25.52%	25.71%
工程施工	营业收入 (百万元)	213.3	298.29	373.96	455.70
	营业成本 (百万元)	186.92	241.62	299.17	364.56
	毛利率	12.37%	19.00%	20.00%	20.00%
其他	营业收入 (百万元)	47.22	54.30	62.45	71.82
	营业成本 (百万元)	34.37	36.38	40.59	45.96
	毛利率	27.21%	33.00%	35.00%	36.00%
合计	营业收入 (百万元)	2127.61	2963.67	3709.84	4516.42
	营业成本 (百万元)	1712.98	2204.05	2710.46	3292.28
	毛利率	19.49%	25.63%	26.94%	27.10%

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	2128	2964	3710	4516
营业成本	1713	2204	2710	3292
毛利率%	19.5%	25.6%	26.9%	27.1%
营业税金及附加	14	13	17	22
营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	168	243	323	402
营业费用率%	7.9%	8.2%	8.7%	8.9%
管理费用	136	116	137	172
管理费用率%	6.4%	3.9%	3.7%	3.8%
EBIT	-133	361	418	489
财务费用	23	55	62	63
财务费用率%	1.1%	1.8%	1.7%	1.4%
资产减值损失	-30	-7	-9	-12
投资收益	0	4	3	3
营业利润	-186	184	291	327
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	-189	182	289	325
EBITDA	-49	481	554	638
所得税	-28	27	43	49
有效所得税率%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-2	2	3	3
归属母公司所有者净利润	-159	153	243	273
每股收益 (元/股)	-0.41	0.40	0.63	0.71

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 2023.05.05)

代码	简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB (倍)
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E
300737.SZ	科顺股份	10.65	0.58	0.77	0.98	18.5	13.9	10.9	2.0
603737.SH	三棵树	100.99	2.43	3.48	4.44	41.6	29.0	22.8	12.1
002271.SZ	东方雨虹	29.95	1.54	2.03	2.49	19.5	14.8	12.0	2.5
		平均数				26.5	19.2	15.2	5.5

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	2128	2964	3710	4516
每股收益	-0.41	0.40	0.63	0.71	营业成本	1713	2204	2710	3292
每股净资产	6.14	6.53	7.08	7.69	毛利率%	19.5%	25.6%	26.9%	27.1%
每股经营现金流	0.12	0.33	0.92	0.37	营业税金及附加	14	13	17	22
每股股利	0.59	0.08	0.13	0.14	营业税金率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	168	243	323	402
P/E	-35.85	37.20	23.47	20.87	营业费用率%	7.9%	8.2%	8.7%	8.9%
P/B	2.41	2.27	2.09	1.93	管理费用	136	116	137	172
P/S	2.68	1.92	1.54	1.26	管理费用率%	6.4%	3.9%	3.7%	3.8%
EV/EBITDA	-121.63	13.79	11.80	10.50	EBIT	-133	361	418	489
股息率%	4.0%	0.5%	0.9%	1.0%	财务费用	23	55	62	63
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	1.8%	1.7%	1.4%
毛利率	19.5%	25.6%	26.9%	27.1%	资产减值损失	-30	-7	-9	-12
净利润率	-7.5%	5.2%	6.5%	6.0%	投资收益	0	4	3	3
净资产收益率	-6.7%	6.1%	8.9%	9.2%	营业利润	-186	184	291	327
资产回报率	-2.6%	2.2%	3.1%	3.2%	营业外收支	-3	-2	-2	-2
投资回报率	-2.4%	5.7%	6.0%	6.5%	利润总额	-189	182	289	325
盈利增长 (%)					EBITDA	-49	481	554	638
营业收入增长率	-17.7%	39.3%	25.2%	21.7%	所得税	-28	27	43	49
EBIT 增长率	-227.3%	370.7%	15.7%	17.0%	有效所得税率%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-321.1%	196.4%	58.5%	12.5%	少数股东损益	-2	2	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-159	153	243	273
资产负债率	61.5%	63.9%	64.8%	65.1%					
流动比率	1.60	1.52	1.52	1.52	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.45	1.38	1.38	1.37	货币资金	1620	1913	2338	2455
现金比率	0.61	0.58	0.60	0.56	应收账款及应收票据	1950	2372	2680	3233
经营效率指标					存货	143	236	259	305
应收账款周转天数	285.82	240.00	230.00	220.00	其它流动资产	526	549	626	699
存货周转天数	39.05	31.00	33.00	31.00	流动资产合计	4239	5069	5902	6693
总资产周转率	0.36	0.45	0.50	0.56	长期股权投资	9	9	9	9
固定资产周转率	2.30	2.78	3.24	3.84	固定资产	1014	1121	1172	1181
					在建工程	344	214	104	54
					无形资产	149	164	175	185
					非流动资产合计	1903	1896	1850	1818
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6142	6965	7752	8511
净利润	-159	153	243	273	短期借款	1182	1592	1922	2202
少数股东损益	-2	2	3	3	应付票据及应付账款	878	1081	1253	1399
非现金支出	241	186	175	207	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	27	103	120	134	其它流动负债	591	653	720	816
营运资金变动	-60	-316	-188	-473	流动负债合计	2652	3326	3896	4417
经营活动现金流	46	129	352	143	长期借款	1063	1063	1063	1063
资产	-605	-115	-92	-119	其它长期负债	60	61	61	61
投资	-14	0	0	0	非流动负债合计	1123	1124	1124	1125
其他	-26	4	3	3	负债总计	3775	4449	5020	5542
投资活动现金流	-645	-111	-88	-116	实收资本	385	385	385	385
债权募资	1030	411	330	281	归属于母公司所有者权益	2365	2512	2725	2959
股权募资	5	0	0	0	少数股东权益	2	4	7	10
其他	-363	-136	-170	-190	负债和所有者权益合计	6142	6965	7752	8511
融资活动现金流	672	275	160	91					
现金净流量	78	293	424	118					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 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,力诺特玻,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

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。