

首次覆盖  
投资评级 优于大市

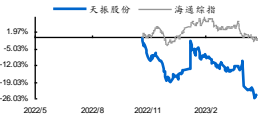
## PVC 复合地板龙头积极扩产布局海内外

### 股票数据

05月24日收盘价(元)	42.93
52周股价波动(元)	40.95-63.00
总股本/流通A股(百万股)	120/30
总市值/流通市值(百万元)	5152/1288

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.6	-14.0	-16.2
相对涨幅(%)	-7.6	-10.9	-11.5

资料来源:海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@haitong.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@haitong.com

证书:S0850519080001

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

联系人:张海榕

Tel:(021)23219635

Email:zhr14674@haitong.com

### 投资要点:

- 公司是国内新型PVC复合材料地板研发、生产及出口的龙头企业。**公司主营产品包括木塑复合地板(WPC地板)、石塑复合地板(SPC地板)、玻镁地板(MGO地板)、塑晶地板(LVT地板)等。近年来,以LVT、SPC和WPC为代表的PVC地板以其质轻、耐磨、阻燃等特点,在工厂、学校、医院、商场、娱乐场所等公共场所应用广泛,产销量迅速增长,未来内需和出口将会成为国内PVC地板发展的强劲引擎。
- 公司主要原材料供应稳定,与供应商、客户均保持长期稳定的业务往来。**原料方面,公司主要原材料聚氯乙烯(PVC树脂粉)、耐磨层、印花面料市场供应充足,价格透明。同时,公司采用与供应商锁价的方式使得公司PVC树脂粉采购价格低于同期市场价中间价。公司主要供应商均为行业内或当地知名的材料供应商,业务规模大,经营状况良好。客户方面,公司客户构成较稳定,前五名客户销售合计占比较高。公司主要客户均为全球知名的地板制造、销售厂商,属于下游龙头企业,业务规模大,综合实力强。
- 公司拥有技术与研发优势。**公司作为国内最早推出WPC地板产品的企业,推出新款SPC地板产品,并成为国内首批拥有成熟MGO地板生产工艺的企业。公司拥有授权专利20项,其中发明专利12项。同时,公司一直积极参与行业标准的制定,是多项行业标准的主要起草单位之一。
- 公司2022年盈利水平大幅提升。**根据业绩快报,公司2022年实现归属于上市公司股东净利润4.10亿元,较2021年增长46.83%。公司主营业务收入主要来自WPC地板和SPC地板两类新型PVC复合材料地板,该两类地板属于PVC地板行业内中高端产品,目前在欧美市场畅销,市场前景良好。2022年公司盈利能力增强得益于主要原材料PVC树脂粉价格及海运费价格下降、美元兑人民币汇率上涨。
- 公司海内外积极扩产。**近年行业发展势头良好,公司产品需求旺盛,公司主要产品产销率均保持在较高水平,产能瓶颈一定程度上限制了公司的业绩增长。公司目前已在国内、越南投资建设年产3000万平方米、2500万平方米新型无机材料复合地板智能化生产线项目,项目投资总额分别为6.62亿元、4.11亿元,预计分别于2023年11月30日、2023年6月30日建成投产。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2023~2025年归母净利润分别为2.88亿元、3.30亿元、3.79亿元,EPS分别为2.40元、2.75元、3.16元,参考可比公司估值水平,给予其2023年18-20倍PE,对应合理价值区间为43.20-48.00元,对应2023年PB 1.39-1.55,给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示:**产品价格波动,项目建设,原材料价格上涨。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	3181	2967	3177	4216	4997
(+/-)YoY(%)	41.8%	-6.7%	7.1%	32.7%	18.5%
净利润(百万元)	279	379	288	330	379
(+/-)YoY(%)	-25.0%	35.7%	-24.1%	14.9%	14.7%
全面摊薄EPS(元)	2.33	3.16	2.40	2.75	3.16
毛利率(%)	20.5%	22.3%	22.5%	22.7%	23.0%
净资产收益率(%)	23.2%	11.0%	7.7%	8.2%	8.6%

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

盈利假设: 销量方面, 由于 SPC、WPC 地板应用广泛, 未来内需和出口市场前景良好, 我们预计未来产销量稳定增长; 价格方面, 由于地板行业竞争较激烈, 我们假设未来价格稳中有降。

**表 1 分产品盈利预测**

业务	项目	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
SPC 地板	营业收入 (亿元)	6.21	11.09	18.00	18.13	20.63	27.34	31.26
	营业成本 (亿元)	4.23	8.02	14.39	14.60	16.45	21.79	24.92
	毛利 (亿元)	1.98	3.07	3.61	3.53	4.19	5.55	6.34
	毛利率 (%)	32%	28%	20%	19%	20%	20%	20%
WPC 地板	营业收入 (亿元)	9.97	9.65	10.60	7.88	7.63	11.01	14.39
	营业成本 (亿元)	6.08	6.24	7.94	5.53	5.36	7.73	10.10
	毛利 (亿元)	3.89	3.41	2.66	2.35	2.28	3.28	4.29
	毛利率 (%)	39%	35%	25%	30%	30%	30%	30%
LVT 地板	营业收入 (亿元)	0.70	1.04	2.79	3.32	3.20	3.43	3.84
	营业成本 (亿元)	0.59	0.87	2.64	2.68	2.58	2.77	3.10
	毛利 (亿元)	0.11	0.17	0.15	0.64	0.62	0.66	0.74
	毛利率 (%)	0.16	0.16	0.05	0.19	0.19	0.19	0.19
MGO 地板	营业收入 (亿元)	0.28	0.50	0.34	0.24	0.19	0.28	0.37
	营业成本 (亿元)	0.17	0.30	0.25	0.17	0.13	0.20	0.26
	毛利 (亿元)	0.11	0.20	0.09	0.07	0.06	0.08	0.11
	毛利率 (%)	39%	40%	26%	29%	29%	29%	29%
其他产品	营业收入 (亿元)	0.08	0.11	0.05	0.05	0.07	0.06	0.06
	营业成本 (亿元)	0.05	0.07	0.05	0.05	0.06	0.05	0.05
	毛利 (亿元)	0.03	0.04	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01
	毛利率 (%)	38%	36%	0%	0%	19%	8%	10%
其他业务	营业收入 (亿元)	0.04	0.05	0.03	0.05	0.04	0.04	0.04
	营业成本 (亿元)	0.03	0.05	0.02	0.04	0.04	0.03	0.04
	毛利 (亿元)	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	毛利率 (%)	25%	0%	33%	20%	15%	22%	19%
合计	营业收入 (亿元)	17.28	22.43	31.81	29.67	31.77	42.16	49.97
	营业成本 (亿元)	11.15	15.55	25.28	23.07	24.61	32.58	38.47
	毛利 (亿元)	6.13	6.88	6.53	6.60	7.16	9.59	11.50
	毛利率 (%)	35%	31%	21%	22%	23%	23%	23%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**表 1 可比公司估值表**

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)			PB 2023E (倍)
			2021	2022	2023E	2021	2022	2023E	
003011.SZ	海象新材	31	0.94	2.07	2.78	32	14	11	1.8
605099.SH	共创草坪	89	0.94	1.11	1.29	23	20	17	3.4
603313.SH	梦百合	46	-0.57	0.09	0.64	(17)	112	15	1.4
	平均		0.94	1.09	1.57	13	49	14	2.2

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

备注: 截至 2023 年 5 月 24 日

## 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2967</b>	<b>3177</b>	<b>4216</b>	<b>4997</b>
每股收益	3.16	2.40	2.75	3.16	营业成本	2307	2461	3258	3847
每股净资产	28.61	31.00	33.76	36.92	毛利率%	22.3%	22.5%	22.7%	23.0%
每股经营现金流	5.12	4.58	0.46	7.75	营业税金及附加	5	7	9	11
每股股利	1.25	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	154	250	362	431
P/E	13.57	17.88	15.57	13.57	营业费用率%	5.2%	7.9%	8.6%	8.6%
P/B	1.50	1.38	1.27	1.16	管理费用	58	71	111	133
P/S	1.73	1.62	1.22	1.03	管理费用率%	1.9%	2.2%	2.6%	2.7%
EV/EBITDA	8.50	9.20	8.72	6.71	EBIT	352	274	326	396
股息率%	<b>2.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-58	-33	-27	-8
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.9%	-1.0%	-0.6%	-0.2%
毛利率	22.3%	22.5%	22.7%	23.0%	资产减值损失	-21	0	0	0
净利润率	12.8%	9.1%	7.8%	7.6%	投资收益	-1	3	4	5
净资产收益率	11.0%	7.7%	8.2%	8.6%	<b>营业利润</b>	<b>410</b>	<b>311</b>	<b>357</b>	<b>410</b>
资产回报率	9.3%	5.7%	6.3%	6.1%	营业外收支	2	2	2	2
投资回报率	9.0%	6.5%	7.1%	7.8%	<b>利润总额</b>	<b>412</b>	<b>313</b>	<b>359</b>	<b>412</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	430	399	511	651
营业收入增长率	-6.7%	7.1%	32.7%	18.5%	所得税	33	25	29	33
EBIT 增长率	2.1%	-22.2%	19.0%	21.6%	有效所得税率%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润增长率	35.7%	-24.1%	14.9%	14.7%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>379</b>	<b>288</b>	<b>330</b>	<b>379</b>
资产负债率	15.9%	25.8%	22.6%	28.8%					
流动比率	5.07	2.68	2.55	1.90	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	4.54	2.19	1.86	1.40	货币资金	1943	1639	850	1042
现金比率	3.06	1.28	0.73	0.59	应收账款及应收票据	430	629	776	890
<b>经营效率指标</b>					存货	266	554	712	784
应收账款周转天数	59.76	60.00	60.00	60.00	其它流动资产	579	595	639	670
存货周转天数	68.75	60.00	70.00	70.00	流动资产合计	3218	3417	2978	3385
总资产周转率	0.88	0.70	0.82	0.87	长期股权投资	11	11	11	11
固定资产周转率	5.47	4.27	3.84	3.26	固定资产	602	886	1309	1761
					在建工程	8	404	602	701
					无形资产	227	276	316	347
					非流动资产合计	867	1595	2256	2838
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>4084</b>	<b>5013</b>	<b>5233</b>	<b>6223</b>
净利润	379	288	330	379	短期借款	122	122	122	222
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	395	993	844	1326
非现金支出	126	125	185	255	预收账款	0	1	1	1
非经营收益	-42	0	-1	1	其它流动负债	118	160	199	228
营运资金变动	151	137	-459	296	流动负债合计	635	1276	1166	1777
<b>经营活动现金流</b>	<b>614</b>	<b>549</b>	<b>56</b>	<b>930</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-190	-851	-843	-835	其它长期负债	16	16	16	16
投资	-497	0	0	0	非流动负债合计	16	16	16	16
其他	2	3	4	5	<b>负债总计</b>	<b>651</b>	<b>1292</b>	<b>1182</b>	<b>1793</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-685</b>	<b>-847</b>	<b>-839</b>	<b>-830</b>	实收资本	120	120	120	120
债权募资	-447	0	0	100	归属于母公司所有者权益	3433	3721	4051	4430
股权募资	1890	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-123	-6	-6	-9	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>4084</b>	<b>5013</b>	<b>5233</b>	<b>6223</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>1320</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>91</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1302</b>	<b>-304</b>	<b>-789</b>	<b>192</b>					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为05月24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

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

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： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 百傲化学, 华光新材, 东华能源, 上海石化, 东方盛虹, 鲁西化工, 巨化股份, 卓越新能, 赛轮轮胎, 桐昆股份, 广汇能源, 永东股份, 华润材料, 维远股份, 中国石化, 元利科技, 新凤鸣, 永和股份, 中油工程, 泰和新材, 嘉化能源, 华锦股份, 聚合顺, 松井股份, 鹿山新材

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。