

公司研究

新增产能释放助力收入高增，盈利能力边际向好

——东宏股份（603856.SH）2022 年年报点评

要点

事件：东宏股份发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 29/1.5/1.3 亿元，同比+29%/+12%/+5%；22Q4，公司实现营业总收入/归母净利润/扣非净利润 7.7/-0.02/-0.14 亿元，同比+35%/+81%/+12%。

点评：

新增产能释放，带动产销量大幅增长。2022 年，公司 PE 管/钢丝管/防腐管/保温产品/PVC 产品收入分别为 4.6/3.8/10.2/3.1/0.9 亿元，同比 +13%/-7%/+112%/+80%/+104%。2022 年，公司产销量分别为 27/25 万吨，同比+55%/+61%。产销改善主要由于：1) 新增产能逐步释放；2) 需求向好，2022 年基建投资增速前低后高。

22Q4 盈利能力边际向好，收现比同比明显改善。2022 年，公司综合毛利率 19.3%，同比-0.1pct；其中 22Q4 毛利率为 19.8%，同比+8.0pcts，环比+3.8pcts，边际已出现改善趋势，或主要受益于原材料成本下行。2022 年，公司主要原材料聚乙烯/聚氯乙烯/钢丝/钢管钢带采购均价分别同比+1%/-12%/-13%/-14%。现金流层面，2022 年经营性净现金流+0.18 亿元，同比+2.19 亿元，主要由于收现比改善，2022 年公司收现比 101%，同比+12pcts。

2022 年，公司归母净利润增速低于收入增速，主要由于减值计提增长较快所致；2022 年，公司信用减值损失及资产减值损失共计 0.97 亿元，同比+131%，占收入比重为 3.4%，同比+1.5pcts。减值增长较快主要由于应收账款账龄结构变化所致，截至 2022 年末，公司账龄为 2-3 年的应收账款约 4.3 亿元，同比+4.2 亿元，该账龄区间坏账准备 1.28 亿元，同比+1.23 亿元；账龄结构拉长或主要由于：1) 项目大型化导致付款周期变长；2) 公司下游领域以政府类项目为主，受地产行业景气度低迷影响，2022 年基建地产链资金相对缺乏。

盈利预测、估值与评级：2022 年东宏股份产销量大幅增长，带动公司收入保持较快增长，部分产品品类收入增长接近翻倍。22Q4 公司毛利率环比已出现明显改善，原材料成本波动对公司盈利能力压制有望阶段性解除。展望 2023 年，宏观复苏预期下，公司或将保持较快增长。考虑到 2022 年净利润实际水平与我们此前预测值差异较大，结合我们对公司产能增长、市场竞争格局等方面的判断，我们调整公司 2023-2024 年 EPS 预测分别为 1.46 元（下调 22%）、1.73 元（下调 27%），新增 2025 年 EPS 预测 2.18 元。现价对应 2023 年动态市盈率 8x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，下游需求不及预期，产能释放不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,209	2,851	4,139	5,485	6,623
营业收入增长率	-7.67%	29.09%	45.17%	32.51%	20.73%
净利润（百万元）	133	149	377	445	560
净利润增长率	-58.23%	12.15%	152.50%	18.07%	25.87%
EPS（元）	0.52	0.58	1.46	1.73	2.18
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.64%	7.04%	15.37%	15.98%	17.44%
P/E	24	21	8	7	6
P/B	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-03-07

买入（维持）

当前价：12.26 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.57
总市值(亿元):	31.56
一年最低/最高(元):	10.38/15.91
近 3 月换手率:	64.93%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.78	3.15	-14.37
绝对	3.11	5.42	-18.52

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,209	2,851	4,139	5,485	6,623
营业成本	1,779	2,300	3,309	4,370	5,273
折旧和摊销	41	56	62	66	71
税金及附加	10	15	22	28	34
销售费用	82	75	103	134	158
管理费用	88	85	117	152	180
研发费用	54	85	110	143	169
财务费用	20	30	88	113	136
投资收益	3	-1	0	0	0
营业利润	147	177	437	513	652
利润总额	149	177	436	513	652
所得税	16	27	59	68	92
净利润	133	150	377	445	560
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	149	377	445	560
EPS(元)	0.52	0.58	1.46	1.73	2.18

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-201	18	85	-33	157
净利润	133	149	377	445	560
折旧摊销	41	56	62	66	71
净营运资金增加	192	213	644	869	789
其他	-567	-400	-998	-1,412	-1,263
投资活动产生现金流	-301	-42	-312	-150	-150
净资本支出	-163	-35	-150	-150	-150
长期投资变化	65	22	0	0	0
其他资产变化	-204	-29	-162	0	0
融资活动现金流	457	66	442	408	184
股本变化	2	-1	0	0	0
债务净变化	542	270	584	643	461
无息负债变化	14	83	189	188	155
净现金流	-45	41	216	226	191

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	19.5%	19.3%	20.1%	20.3%	20.4%
EBITDA 率	11.2%	12.9%	13.5%	13.7%	13.7%
EBIT 率	9.4%	10.9%	12.0%	12.5%	12.7%
税前净利润率	6.8%	6.2%	10.5%	9.3%	9.8%
归母净利润率	6.0%	5.2%	9.1%	8.1%	8.5%
ROA	3.8%	3.8%	7.5%	7.2%	7.7%
ROE (摊薄)	6.6%	7.0%	15.4%	16.0%	17.4%
经营性 ROIC	6.9%	9.0%	11.2%	12.3%	12.7%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	42%	46%	51%	55%	56%
流动比率	1.76	1.91	1.66	1.58	1.59
速动比率	1.44	1.61	1.39	1.31	1.32
归母权益/有息债务	2.52	1.99	1.49	1.21	1.17
有形资产/有息债务	4.15	3.53	2.93	2.59	2.52

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	3,468	3,937	5,042	6,205	7,248
货币资金	283	478	694	920	1,111
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,278	1,409	1,809	2,350	2,837
应收票据	71	27	39	52	63
其他应收款 (合计)	76	63	99	131	158
存货	442	439	600	794	958
其他流动资产	153	206	168	169	190
流动资产合计	2,399	2,839	3,683	4,749	5,701
其他权益工具	98	165	165	165	165
长期股权投资	65	22	22	22	22
固定资产	476	650	635	628	626
在建工程	199	26	72	107	133
无形资产	130	127	174	220	265
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	44	204	204	204
非流动资产合计	1,069	1,098	1,359	1,456	1,547
总负债	1,464	1,817	2,590	3,421	4,038
短期借款	771	803	1,337	1,931	2,342
应付账款	166	162	232	282	314
应付票据	0	6	8	11	13
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	95	103	169	239	298
流动负债合计	1,361	1,487	2,221	3,011	3,586
长期借款	0	247	297	347	397
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	75	68	59	50	42
非流动负债合计	103	330	369	410	452
股东权益	2,004	2,120	2,452	2,784	3,210
股本	258	257	257	257	257
公积金	796	812	812	812	812
未分配利润	957	1,047	1,379	1,710	2,137
归属母公司权益	2,004	2,119	2,451	2,783	3,210
少数股东权益	0	1	1	1	1

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	3.71%	2.62%	2.49%	2.44%	2.39%
管理费用率	3.96%	2.97%	2.82%	2.77%	2.71%
财务费用率	0.92%	1.04%	2.12%	2.05%	2.05%
研发费用率	2.42%	2.97%	2.66%	2.61%	2.56%
所得税率	11%	15%	14%	13%	14%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.16	0.17	0.44	0.52	0.65
每股经营现金流	-0.78	0.07	0.33	-0.13	0.61
每股净资产	7.77	8.23	9.52	10.81	12.47
每股销售收入	8.56	11.08	16.08	21.31	25.73

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	24	21	8	7	6
PB	1.6	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.0	11.5	8.5	7.2	6.5
股息率	1.3%	1.4%	3.6%	4.2%	5.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE