

公元股份 (002641)

证券研究报告

2023 年 03 月 31 日

下游景气度回升&轻装上阵，看好公司业绩弹性

下游景气度回升，看好公司中长期成长性

公司发布 22 年年报，22FY 实现营收 79.79 亿元，同比-10.16%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比-85.89%，扣非净利润 0.52 亿元，同比-90.23%。盈利下降的主要原因系：1) 恒大相关应收款减值准备计提 4.4 亿元（计提比例 80%），2) 物流不畅与下游需求不旺，管道销量同比下降明显。公司制定 2023 年经营目标，主营业务收入预算 89.6 亿元（基于原料价格变动不超过 5%），同比+19%，期间三项费用预算增长幅度不超过 12%。我们认为 23 年公司主业或受益于地产及市政开工景气度提升，太阳能业务或仍保持较快发展，看好公司中长期成长。

管道业务略有承压，太阳能业务维持较快增速

公司管道生产/销售/库存为 60.45/60.66/4.87 万吨，产能利用率约为 60%，同比-13pct，物流不畅与下游需求不旺，导致管道销量下降。管道业务拆分来看，22 年 PVC/PPR/PE 管件实现营收 37.46/11.00/13.91 亿元，同比-15.88%/-19.23%/-16.95%，毛利率 16.38%/38.56%/17.68%，同比+3.23/-1.13/-4.63pct。太阳能业务方面，22 年公司实现营收 9.95 亿元，同比+67.64%，目前公司太阳能业务主要是出口欧美国家为主，公元新能源亦组建国内销售团队，对国内市场进行业务拓展，并考虑拓展太阳能工程领域。

减值计提较为充分，现金流仍较为充足

22 年公司毛利率 18.32%，同比-0.48 pct，期间费用率 12.27%，同比+1.35 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 4.35%/5.51%/3.01%/-0.59%，同比变动+0.96/+0.82/-0.17/-0.26pct，资产及信用减值损失 3.85 亿元，占营收比例 4.82%，同比+4.23 pct。主要系恒大相关业务计提所致（22 年报计提 80% vs 22 半年报计提 20%），综合影响下归母净利率 1.02%，同比-5.48 pct。22 年公司收现比 110.24%，同比+4.89 pct；付现比 111.30%，同比+4.84 pct；CFO 净额 4.30 亿元，同比增加 0.92 亿元。虽恒大计提影响公司利润，但现金流仍较为充足。

看好公司中长期成长，维持“买入”评级

公司目前拥有塑料管道产能 100 万吨以上，除上海和深圳生产基地外，其余生产基地的产能均有提升空间。十四五期间管网投资带来塑料管道需求增量，公司未来规模效应仍有望逐步显现。伴随行业内整合步伐加快，公司产能持续释放以及渠道布局的进一步优化有望支撑中长期利润增长，费用控制优化有望带动毛利率提升，考虑到减值计提较多影响业绩，预计公司 23-25 年归母净利为 4.6/5.8/7.4 亿元（前值 23/24 年 5.4/6.3 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨价超预期；地产政策持续收紧；产能释放不及预期

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,880.97	7,978.52	9,514.02	10,625.95	11,762.89
增长率(%)	26.22	(10.16)	19.25	11.69	10.70
EBITDA(百万元)	1,153.16	931.08	878.11	1,031.06	1,211.02
净利润(百万元)	576.87	81.37	459.90	582.14	736.13
增长率(%)	(25.04)	(85.89)	465.18	26.58	26.45
EPS(元/股)	0.47	0.07	0.37	0.47	0.60
市盈率(P/E)	10.25	72.65	12.85	10.16	8.03
市净率(P/B)	1.17	1.18	1.09	1.00	0.90
市销率(P/S)	0.67	0.74	0.62	0.56	0.50
EV/EBITDA	4.28	4.07	4.32	3.12	2.01

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.81 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,229.09
流通 A 股股本(百万股)	1,134.38
A 股总市值(百万元)	5,838.20
流通 A 股市值(百万元)	5,388.29
每股净资产(元)	4.07
资产负债率(%)	39.56
一年内最高/最低(元)	7.17/3.90

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



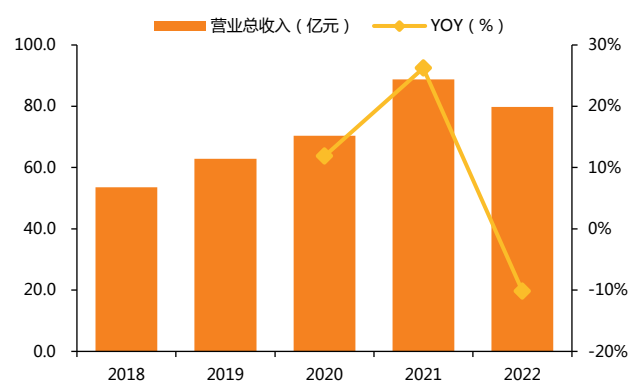
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《公元股份-半年报点评:减值计提影响业绩，看好公司中长期成长性》 2022-09-03
- 《公元股份-年报点评报告:全年利润承压，看好公司中长期成长性》 2022-04-12
- 《永高股份-季报点评:利润/现金流持续承压，静待产能释放增长潜力》 2021-10-31

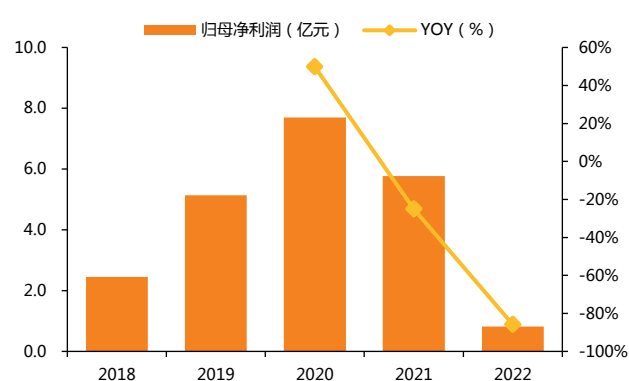
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：2018-2022 营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018-2022 归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002372.SZ	伟星新材	387.03	24.31	-	0.99	1.15	1.16	-	24.63	21.13	20.90
002918.SZ	蒙娜丽莎	75.98	18.30	(0.92)	1.31	1.80	2.04	(19.92)	14.00	10.17	8.98
2128.HK	中国联塑	221.51	7.14	0.81	1.07	1.22	1.27	8.80	6.69	5.86	5.61
	平均							(5.56)	15.10	12.39	11.83
002641.SZ	公元股份	59.12	4.81	0.07	0.37	0.47	0.60	72.65	12.85	10.16	8.03

注：数据截至 20230331 收盘，除公元股份 23-25 年为天风预测外，其余公司 23-25 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,494.98	1,390.84	4,101.61	4,682.20	5,480.42	营业收入	8,880.97	7,978.52	9,514.02	10,625.95	11,762.89
应收票据及应收账款	1,547.32	1,221.89	2,002.31	1,539.68	1,727.79	营业成本	7,211.35	6,516.93	7,783.73	8,638.90	9,503.50
预付账款	228.22	626.77	151.61	616.30	122.87	营业税金及附加	42.52	48.99	45.55	50.87	56.32
存货	1,570.24	1,373.96	2,085.47	1,592.33	2,209.07	销售费用	300.30	346.70	361.53	393.16	423.46
其他	219.25	115.51	176.83	125.56	186.31	管理费用	416.28	439.26	456.67	488.79	517.57
流动资产合计	5,060.02	4,728.97	8,517.83	8,556.06	9,726.46	研发费用	282.49	240.20	294.93	340.03	376.41
长期股权投资	8.42	38.93	38.93	38.93	38.93	财务费用	(29.06)	(46.91)	(28.47)	(31.29)	(33.79)
固定资产	2,048.85	2,154.50	2,133.50	2,014.43	1,831.92	资产/信用减值损失	(52.38)	(384.73)	(64.27)	(65.94)	(57.64)
在建工程	448.61	608.55	395.13	261.08	174.65	公允价值变动收益	0.05	(0.46)	0.00	0.00	0.00
无形资产	412.02	451.05	437.24	423.43	409.62	投资净收益	(6.53)	(12.52)	(6.00)	(6.00)	(5.00)
其他	368.18	437.17	431.45	433.87	429.81	其他	73.04	761.74	0.00	(0.00)	0.00
非流动资产合计	3,286.07	3,690.20	3,436.25	3,171.75	2,884.94	营业利润	642.91	69.31	529.81	673.54	856.78
资产总计	8,346.08	8,419.17	11,954.08	11,727.81	12,611.39	营业外收入	1.72	4.28	3.00	3.00	3.00
短期借款	30.54	70.03	2,000.00	2,000.00	2,000.00	营业外支出	3.54	3.70	5.00	6.00	8.00
应付票据及应付账款	2,306.28	2,217.49	2,755.45	2,283.91	2,203.86	利润总额	641.09	69.90	527.81	670.54	851.78
其他	529.99	531.91	1,090.07	855.49	1,138.42	所得税	64.23	(14.03)	63.34	80.47	102.21
流动负债合计	2,866.80	2,819.43	5,845.52	5,139.39	5,342.28	净利润	576.87	83.93	464.47	590.08	749.56
长期借款	0.00	0.00	300.00	300.00	300.00	少数股东损益	0.00	2.56	4.57	7.93	13.44
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	576.87	81.37	459.90	582.14	736.13
其他	217.77	319.38	319.38	285.51	308.09	每股收益（元）	0.47	0.07	0.37	0.47	0.60
非流动负债合计	217.77	319.38	619.38	585.51	608.09						
负债合计	3,288.08	3,330.40	6,464.90	5,724.91	5,950.37						
少数股东权益	0.00	63.39	67.46	74.44	86.13	主要财务比率					
股本	1,235.38	1,235.15	1,229.09	1,229.09	1,229.09	成长能力					
资本公积	1,202.01	1,145.50	1,145.50	1,145.50	1,145.50	营业收入	26.22%	-10.16%	19.25%	11.69%	10.70%
留存收益	2,658.50	2,652.16	3,061.47	3,573.76	4,214.19	营业利润	-27.24%	-89.22%	664.41%	27.13%	27.20%
其他	(37.89)	(7.44)	(14.35)	(19.89)	(13.89)	归属于母公司净利润	-25.04%	-85.89%	465.18%	26.58%	26.45%
股东权益合计	5,058.00	5,088.77	5,489.18	6,002.90	6,661.02	获利能力					
负债和股东权益总计	8,346.08	8,419.17	11,954.08	11,727.81	12,611.39	毛利率	18.80%	18.32%	18.19%	18.70%	19.21%
						净利率	6.50%	1.02%	4.83%	5.48%	6.26%
						ROE	11.41%	1.62%	8.48%	9.82%	11.20%
						ROIC	20.86%	0.84%	13.04%	17.09%	22.36%
现金流量表(百万元)						偿债能力					
净利润	576.87	83.93	459.90	582.14	736.13	资产负债率	39.40%	39.56%	54.08%	48.81%	47.18%
折旧摊销	249.03	284.17	298.23	306.93	312.75	净负债率	-28.88%	-25.82%	-32.76%	-39.61%	-47.67%
财务费用	1.78	(15.33)	(28.47)	(31.29)	(33.79)	流动比率	1.65	1.57	1.46	1.66	1.82
投资损失	(6.84)	(2.06)	6.00	6.00	5.00	速动比率	1.14	1.11	1.10	1.35	1.41
营运资金变动	(962.59)	(89.11)	(164.60)	(201.24)	(142.94)	营运能力					
其它	479.73	168.38	4.57	7.93	13.44	应收账款周转率	6.05	5.76	5.90	6.00	7.20
经营活动现金流	337.97	429.99	575.63	670.48	890.58	存货周转率	6.47	5.42	5.50	5.78	6.19
资本支出	653.46	511.34	50.00	73.87	7.42	总资产周转率	1.12	0.95	0.93	0.90	0.97
长期投资	(4.37)	30.51	0.00	0.00	0.00	每股指标（元）					
其他	(808.44)	(1,129.58)	(106.00)	(119.87)	(42.42)	每股收益	0.47	0.07	0.37	0.47	0.60
投资活动现金流	(159.35)	(587.73)	(56.00)	(46.00)	(35.00)	每股经营现金流	0.27	0.35	0.47	0.55	0.72
债权融资	(15.03)	89.34	2,255.20	32.46	34.09	每股净资产	4.12	4.09	4.41	4.82	5.35
股权融资	(153.85)	(26.29)	(64.06)	(76.35)	(91.44)	估值比率					
其他	(83.61)	(49.43)	0.00	(0.00)	0.00	市盈率	10.25	72.65	12.85	10.16	8.03
筹资活动现金流	(252.49)	13.62	2,191.14	(43.89)	(57.36)	市净率	1.17	1.18	1.09	1.00	0.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	4.28	4.07	4.32	3.12	2.01
现金净增加额	(73.87)	(144.13)	2,710.77	580.59	798.22	EV/EBIT	5.43	5.81	6.55	4.45	2.72
资料来源：公司公告，天风证券研究所											

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com