

投资评级 优于大市 首次覆盖

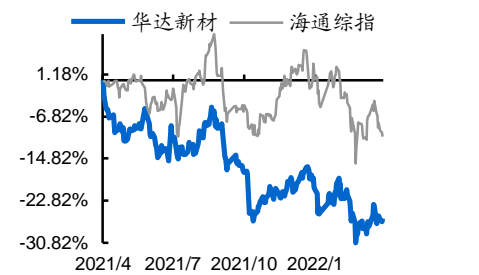
收入高增，原材料涨价盈利阶段承压

股票数据

04月21日收盘价(元)	6.60
52周股价波动(元)	6.41-12.65
总股本/流通A股(百万股)	511/144
总市值/流通市值(百万元)	3375/952

相关研究

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.8	-14.5	-12.4
相对涨幅(%)	1.4	-0.7	4.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021)23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021)23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021)23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

投资要点:

- **事件:** 公司发布2021年年报, 2021年实现收入85.1亿元、同比增长39.42%, 归母净利润1.5亿元、同比下滑46.26%, 扣非归母净利润1.4亿元、同比下滑46.96%。

点评:

- **产能释放, 收入大幅增长。** 公司2021年销售热镀锌铝板及彩色涂层板146.73万吨、收入大增39.42%, 其中国内收入61.4亿元、增长46.6%, 国外增长17.0%; 分产品看热镀锌铝板收入42.4亿元、大幅增长60.9%, 彩色涂层板收入38.1亿元、增长18.3%, 其他业务也快速增长。2021年公司年产35万吨热镀锌铝板及基板技改项目投产, 扩大了产能、优化产品结构、完善产业链配套、提升公司竞争力和盈利能力; 此外公司拟在富阳建设160万吨高性能金属装饰板, 我们认为产能大幅扩张保障公司未来收入增长。
- **钢价大幅上行, 公司各类产品毛利率均有下滑。** 钢铁是公司主要的原材料, 镀锌钢材从2021年初的5400元/吨涨至最高7600元/吨, 年底又回落至5600元/吨。公司热镀锌铝板毛利率下滑3.64pct至5.37%、彩色涂层板毛利率下滑3.56pct至7.19%。除了研发费用率以外, 其他三费率均有一定下降, 四费率下降0.5pct至4.4%, 一定程度上弥补了毛利率下滑带来的影响。
- **不同于钢铁, 我国热镀锌铝板与彩色涂层板需求仍有提升空间。** 2020年中国粗钢、镀锌板和彩涂板的产量占全球产量的比例分别为56.7%、44.6%和48.1%, 而相对应的消费量占比分别为55%、39%和37%。镀锌板、彩涂板产销量全球占比相对粗钢产销量全球占比来说还存在一定差距。同时, 中国镀锌、彩涂的消费量全球比重还处于相对比较低的状态。
- **首次覆盖, “优于大市”评级。** 镀锌板和彩涂板无论是横向和钢铁比较还是和全球消费量比较, 我国均有提升空间, 公司管理出色, 费用率保持低位, 上市后公司产能快速增长。我们预计公司2022~2024年归母净利润分别为4.58、5.49、6.51亿元, 对应EPS分别约0.90、1.07、1.27元/股, 我们给予公司2022年PE11~13倍, 合理价值区间9.90~11.70元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 产能过剩风险, 原材料涨价风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	6101	8506	10677	12919	15317
(+/-)YoY(%)	11.3%	39.4%	25.5%	21.0%	18.6%
净利润(百万元)	275	148	458	549	651
(+/-)YoY(%)	43.9%	-46.3%	209.6%	19.8%	18.6%
全面摊薄EPS(元)	0.54	0.29	0.90	1.07	1.27
毛利率(%)	10.0%	6.5%	9.4%	9.4%	9.4%
净资产收益率(%)	14.0%	7.3%	19.8%	20.5%	20.9%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

盈利预测假设:

- 公司产能扩张,行业需求仍有提升空间,预计 2022-2024 年收入保持较快增长,但增速有所下降。
- 2021 年底钢价已回落,我们预计公司毛利率将逐步恢复到正常状态,但未超过 2020 年的毛利率水平。

表 1 分项收支预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
热镀锌铝板					
收入: 万元	263421	423860	551018	688772	826527
yoy	-15.4%	60.9%	30.0%	25.0%	20.0%
毛利率	9.0%	5.4%	8.0%	8.0%	8.0%
彩色涂层板					
收入: 万元	322102	380942	457130	525699	604554
yoy	54.1%	18.3%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	12.7%	7.2%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2022/4/21	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	(按最新每股净资产计算)
000786.SZ	北新建材	28.35	2.08	2.42	2.87	13.6	11.7	9.9	2.6
002791.SZ	坚朗五金	89.66	2.80	4.44	6.02	32.0	20.2	14.9	6.3
002043.SZ	兔宝宝	9.70	0.99	1.05	1.29	9.8	9.3	7.5	3.9
平均值						18.5	13.7	10.8	4.3

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 盈利预测采用 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	8506	10677	12919	15317
每股收益	0.29	0.90	1.07	1.27	营业成本	7952	9669	11705	13881
每股净资产	3.94	4.52	5.24	6.09	毛利率%	6.5%	9.4%	9.4%	9.4%
每股经营现金流	0.45	0.73	0.91	1.09	营业税金及附加	9	12	14	17
每股股利	0.10	0.31	0.35	0.43	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
价值评估 (倍)					营业费用	14	18	22	26
P/E	22.82	7.37	6.15	5.18	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.68	1.46	1.26	1.08	管理费用	69	87	105	125
P/S	0.40	0.32	0.26	0.22	管理费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EV/EBITDA	14.70	4.58	3.63	2.83	EBIT	175	533	638	753
股息率%	1.5%	4.7%	5.3%	6.5%	财务费用	11	3	6	6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	6.5%	9.4%	9.4%	9.4%	资产减值损失	-13	-3	-4	-4
净利润率	1.7%	4.3%	4.2%	4.3%	投资收益	17	21	25	30
净资产收益率	7.3%	19.8%	20.5%	20.9%	营业利润	172	532	638	757
资产回报率	4.6%	12.2%	12.2%	12.6%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	7.1%	18.1%	18.2%	19.1%	利润总额	172	532	638	757
盈利增长 (%)					EBITDA	235	609	717	835
营业收入增长率	39.4%	25.5%	21.0%	18.6%	所得税	24	74	89	105
EBIT 增长率	-45.1%	203.8%	19.7%	18.1%	有效所得税率%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
净利润增长率	-46.3%	209.6%	19.8%	18.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	148	458	549	651
资产负债率	37.5%	38.4%	40.3%	39.6%					
流动比率	2.26	2.24	2.17	2.23	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.04	1.06	1.04	1.04	货币资金	581	800	1100	1300
现金比率	0.49	0.56	0.61	0.64	应收账款及应收票据	110	122	150	181
经营效率指标					存货	1163	1321	1600	1898
应收账款周转天数	4.72	5.00	5.00	5.00	其它流动资产	844	949	1042	1142
存货周转天数	53.40	50.00	50.00	50.00	流动资产合计	2698	3193	3893	4520
总资产周转率	2.64	2.84	2.88	2.97	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	18.89	23.85	29.20	35.26	固定资产	450	448	442	434
					在建工程	12	62	112	162
					无形资产	56	52	48	44
					非流动资产合计	523	562	597	630
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	3222	3755	4490	5151
净利润	148	458	549	651	短期借款	109	215	328	286
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	910	980	1187	1407
非现金支出	75	104	109	115	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-6	-15	-15	-18	其它流动负债	174	233	281	331
营运资金变动	15	-173	-176	-189	流动负债合计	1193	1428	1795	2024
经营活动现金流	231	374	467	559	长期借款	0	0	0	0
资产	-70	-100	-100	-100	其它长期负债	14	14	14	14
投资	60	-15	-15	-15	非流动负债合计	14	14	14	14
其他	16	21	25	30	负债总计	1207	1442	1809	2038
投资活动现金流	6	-94	-90	-85	实收资本	511	511	511	511
债权募资	0	106	113	-42	归属于母公司所有者权益	2015	2313	2681	3113
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-103	-166	-191	-232	负债和所有者权益合计	3222	3755	4490	5151
融资活动现金流	-103	-61	-78	-274					
现金净流量	127	219	300	200					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2021), 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
申浩 建筑建材行业
潘莹练 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： 天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,南玻 A,华新水泥,中国玻璃,三棵树,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,山东玻纤,惠达卫浴,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,洛阳玻璃,华润水泥控股,蒙娜丽莎

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。