

投资评级 优于大市 维持

同心圆业务稳步推进，期待 20H2 零售业务复苏

股票数据

08月12日收盘价(元)	14.88
52周股价波动(元)	10.18-17.19
总股本/流通A股(百万股)	1573/1421
总市值/流通市值(百万元)	23372/21133

相关研究

《高分红延续，成本端有望受益油价下行》
2020.04.17

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.3	20.5	18.2
相对涨幅(%)	7.8	3.4	0.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

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:近日公司公布2020年半年报,公司20H1收入18.0亿元、同比-14.3%;归母净利润3.6亿元、同比-19.6%;扣非归母净利润3.4亿元、同比-18.2%;EPS约0.23元;经营性现金流净额5.0亿元、同比+109.2%。公司20Q2收入12.4亿元、同比-6.2%,归母净利润2.7亿元、同比-13.7%。

点评:

- **核心产品 PPR 管受疫情影响较大, PE 管收入稳定, 同心圆产品逆势增长。**
 - **PPR 管:**上半年受疫情反复及学生居家学习等因素影响,建材交易市场及装修市场开放时间受限较长,家装领域下游需求萎缩,市场消费力下降,复苏进程相对温和,20H1公司核心产品 PPR 管收入同比-22.6%、至 9.2 亿元。
 - **PE 管:**以工程类业务为主的 PE 管道受疫情影响较小,20H1公司 PE 管收入同比-1.5%、至 4.8 亿元,我们认为公司对应收风险控制较为严格,20Q1、20Q2 公司应收账款及票据分别为 2.3、2.5 亿元,分别同比-41%、-30%。
 - **PVC 管:**与 PPR 管类似,疫情也对 PVC 管业务开展影响较大,20H1 公司 PVC 管收入同比-13.4%、至 2.7 亿元。
 - **防水、净水:**公司同心圆业务(包括防水、净水,计入其他产品收入)逆势实现增长,20H1 公司其他产品收入 9385 万元、同比+19.0%,其中防水业务经营主体上海伟星新材料科技有限公司实现收入、净利润、经营性现金流净额分别为 3277 万元、486 万元、1551 万元,分别同比-2%、+29%、+144%,净利润率为 15%、同比+4pct。考虑到防水收入同比保持稳定,净水业务收入同比增速表现优异。
 - **分区域:**20H1 华东、东北、西部、出口收入分别同比-12%、-12%、-8%、-5%,降幅低于公司整体水平,华北、华中、华南收入分别同比-19%、-23%、-29%。

● 经营性现金流表现大幅改善。

公司 20H1 购买商品、接受劳务支付的现金为 10.5 亿元、同比-29%,销售商品、提供劳务收到的现金为 21.5 亿元、同比-12%,20Q1、20Q2 付现率分别同比-2pct、-34pct,20H1 公司存货较年初下降 5989 万元(其中产成品下降 7333 万元),付现率下降带动经营性现金流表现大幅改善。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4570	4664	4838	5871	6614
(+/-)YoY(%)	17.1%	2.1%	3.7%	21.4%	12.6%
净利润(百万元)	978	983	1003	1277	1448
(+/-)YoY(%)	19.1%	0.5%	2.0%	27.4%	13.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	0.63	0.64	0.81	0.92
毛利率(%)	46.8%	46.4%	46.5%	46.5%	46.3%
净资产收益率(%)	26.8%	25.3%	24.3%	28.9%	30.4%

资料来源:公司年报(2018-2019),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

● **油价带动原料成本下降，但产品结构变化带动毛利率下降。**

受油价下降影响，公司原材料 PP、PE、PVC 等价格处于下行趋势，但由于公司高毛利产品 PPR 管收入降幅大于其他业务，产品结构变化影响下，公司 20H1 公司综合毛利率同比-1.3pct、至 45.0%，其中 20Q2 同比-1.0pct、环比+5.9pct 至 46.9%，我们预计 20Q2 综合毛利率降幅收窄、环比大幅提升或与 PPR 管收入同比降幅显著收窄有关。

公司 20H1 PPR、PE、PVC 管、其他产品毛利率分别约 58.9% (同比+0.8pct，我们预计或与原料成本下降有关)、35.5% (同比+0.1pct)、24.6% (同比-2.4pct)、38.5% (同比+1.3pct)。

● **收入下降带动费用率提升，盈利水平有所回落。**

1) 公司 20H1 期间费用 (税金、三费) 率约 24.9%、同比+2.0pct；20Q2 期间费用率约 22.2%、同比+1.0pct，其中管理费用率提升是主要原因，由于管理费用较为刚性，收入规模下降使得管理费用率有所提升。

2) 毛利率下降以及费用率提升影响下，公司 20H1 净利润率同比-1.3pct、至 19.8%，其中 20Q2 净利润率同比-1.9pct、至 21.9%。

● **维持“优于大市”评级。**公司是家装 PPR 管材大行业小龙头，渠道、品牌优势显著，我们预计市占率有望继续稳步提升；同时新业务防水、净水可享受公司水管同渠道低成本扩张，长期贡献增长可期。公司低杠杆 (无有息负债)、资金充沛 (20Q2 包括货币资金、其他流动资产、股权投资基金在内的现金类资产约 17.2 亿元)，在资本开支有限环境下愿意长期高比例分红回馈股东。随着疫情的缓解，我们预计前期受影响较大的零售类业务收入增长有望持续改善。预计公司 2020~2022 年 EPS 分别约 0.64、0.81、0.92 元。PE 估值角度，我们给予 2021 年 PE 20~22 倍，合理价值区间 16.20~17.82 元/股；PB 估值角度，考虑到公司持续较高的 ROE 水平，我们给予 2021 年 PB 5.5~6.0 倍，合理价值区间 15.46~16.86 元/股。综上，公司合理价值区间为 15.46~17.82 元/股，维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**地产销售失速；市政工程资金紧张；原材料价格大幅提升。

表 1 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元人民币/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2020/8/12	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	按 WIND 一致预期 2021E 每股净资产计算
603898.SH	好莱客	21.30	1.18	1.18	1.32	18.1	18.0	16.1	2.0
300616.SZ	尚品宅配	68.00	2.66	2.81	3.26	25.6	24.2	20.8	3.0
002572.SZ	索菲亚	24.99	1.18	1.27	1.42	21.2	19.7	17.5	3.2
603816.SH	顾家家居	59.98	1.92	2.17	2.58	31.2	27.6	23.3	4.7
603833.SH	欧派家居	101.70	3.13	3.46	4.09	32.5	29.4	24.9	4.6
平均值						25.7	23.8	20.5	3.5

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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	4664	4838	5871	6614
每股收益	0.63	0.64	0.81	0.92	营业成本	2498	2591	3140	3552
每股净资产	2.47	2.62	2.81	3.02	毛利率%	46.4%	46.5%	46.5%	46.3%
每股经营现金流	0.57	0.68	0.82	0.94	营业税金及附加	39	48	59	66
每股股利	0.50	0.51	0.65	0.74	营业税金率%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	620	648	775	860
P/E	23.81	23.35	18.33	16.17	营业费用率%	13.3%	13.4%	13.2%	13.0%
P/B	6.02	5.68	5.30	4.92	管理费用	240	271	305	317
P/S	5.02	4.84	3.99	3.54	管理费用率%	5.1%	5.6%	5.2%	4.8%
EV/EBITDA	15.65	17.79	14.32	12.47	EBIT	1106	1135	1416	1620
股息率%	3.4%	3.4%	4.4%	5.0%	财务费用	-34	-33	-40	-40
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.6%
毛利率	46.4%	46.5%	46.5%	46.3%	资产减值损失	0	-10	-12	-13
净利润率	21.1%	20.7%	21.7%	21.9%	投资收益	9	10	10	10
净资产收益率	25.3%	24.3%	28.9%	30.4%	营业利润	1194	1224	1510	1712
资产回报率	20.4%	19.7%	22.8%	23.8%	营业外收支	2	-2	-2	-2
投资回报率	23.3%	22.6%	27.1%	28.7%	利润总额	1196	1222	1508	1710
盈利增长 (%)					EBITDA	1223	1205	1486	1690
营业收入增长率	2.1%	3.7%	21.4%	12.6%	所得税	211	216	226	257
EBIT 增长率	0.2%	2.6%	24.8%	14.4%	有效所得税率%	17.6%	17.6%	15.0%	15.0%
净利润增长率	0.5%	2.0%	27.4%	13.4%	少数股东损益	2	4	5	6
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	983	1003	1277	1448
资产负债率	19.0%	18.7%	20.5%	21.3%					
流动比率	3.47	3.54	3.29	3.22	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.55	2.63	2.37	2.30	货币资金	1590	1734	1889	2091
现金比率	1.78	1.87	1.68	1.65	应收账款及应收票据	264	273	332	374
经营效率指标					存货	728	755	915	1036
应收帐款周转天数	20.62	20.62	20.62	20.62	其它流动资产	512	518	553	578
存货周转天数	106.41	106.41	106.41	106.41	流动资产合计	3094	3281	3689	4078
总资产周转率	0.97	0.95	1.05	1.09	长期股权投资	200	200	200	200
固定资产周转率	3.90	3.87	4.48	4.78	固定资产	1195	1249	1311	1382
					在建工程	48	78	108	138
					无形资产	265	265	265	265
					非流动资产合计	1731	1814	1906	2008
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4825	5095	5596	6086
净利润	983	1003	1277	1448	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	2	4	5	6	应付票据及应付账款	319	330	401	453
非现金支出	124	80	82	83	预收账款	347	360	437	492
非经营收益	2	-14	-14	-14	其它流动负债	227	235	285	322
营运资金变动	-216	-9	-56	-43	流动负债合计	893	926	1122	1268
经营活动现金流	895	1063	1294	1480	长期借款	0	0	0	0
资产	-169	-126	-126	-126	其它长期负债	26	26	26	26
投资	109	0	0	0	非流动负债合计	26	26	26	26
其他	529	10	10	10	负债总计	919	952	1149	1294
投资活动现金流	469	-116	-116	-116	实收资本	1573	1573	1573	1573
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3887	4120	4419	4758
股权募资	4	0	0	0	少数股东权益	19	23	28	34
其他	-787	-802	-1022	-1163	负债和所有者权益合计	4825	5095	5596	6086
融资活动现金流	-782	-802	-1022	-1163					
现金净流量	581	144	155	201					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 12 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
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： 中国巨石,西部水泥,天山股份,帝欧家居,中材国际,中国铁建,中设集团,坚朗五金,中国建筑,三棵树,华新水泥,万年青,祁连山,冀东水泥,中国中铁,伟星新材,精工钢构,科顺股份,兔宝宝,惠达卫浴,海螺水泥,宁夏建材,再升科技,中钢国际,中材科技,东方雨虹,长海股份,凯伦股份,信义玻璃,东宏股份

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。