

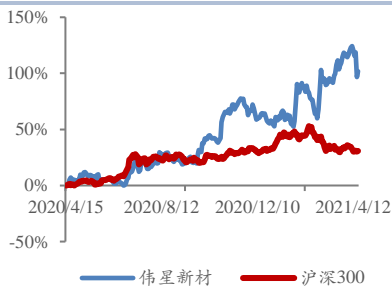
零售业务复苏明显，现金流表现优秀

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-17

收盘价(元)	23.44
近12个月最高/最低(元)	26.81/17.26
总股本(百万股)	1592
流通股本(百万股)	1421
流通股比例(%)	89.26%
总市值(亿元)	373
流通市值(亿元)	333

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1. 品牌壁垒牢固，双轮驱动未来可期
2020-08-18

主要观点：

事件：公司发布2020年年度报告，实现营业收入51.05亿元，同比增长9.45%；实现归母净利润11.93亿元，同比增长21.29%。

● 2020H2 业绩加速增长，毛利率保持稳定

分季度来看，公司2020Q1-Q4实现营收5.64/12.41/14.16/18.84亿元，同比-27.88%/ -6.25%/39.54%/22.03%；实现归母净利润分别为0.86/2.70/3.78/4.58亿元，同比-33.84%/ -13.70%/+51.76%/+57.60%。

2020年公司销售毛利率43.50%，同比下降2.93pct；如果剔除销售运费计入营业成本影响，2020年公司销售毛利率约为46%，同比基本持平，相比2020H1有所提升，我们判断与高毛利产品PPR管材的发货回升有关。

● B端业务拓展深化，新品类逆势增长

2020年公司管件合计销售量为26.54万吨，同比增长17.95%。分产品来看，2020年公司PPR管材实现营收24.18亿元，同比减少0.90%；PE管材实现营收16.24亿元，同比增长24.29%；PVC管材实现营收7.36亿元，同比增长9.84%；防水、净水等其他产品同比增长16.01%。PPR管材、PE管材和PVC管材毛利率分别为56.30%/35.81%/23.08%，同比下降1.57/2.29/3.35pct。其中PPR管材2020H2营收同比增速19.55%，回暖明显，体现竣工复苏对C端需求的拉动，该因素我们认为2021年会加速演绎。考虑到2020年受疫情影响，以基建为代表的工程业务复苏早于零售业务，公司毛利最高的PPR管材在2021年仍有较大业绩潜力待释放。同时我们看好以防水、净水为代表的新品类实现比管材主业更高的营收增速。

PE和PVC管材2020年营收均实现正增长，体现公司B端业务拓展深化。2020年公司市政工程业务持续结构性调整，同时聚焦重点客户与核心业务领域，积极把握市场机会，实现快速健康发展。建筑工程继续坚持以建筑给水、排水、采暖、消防四大系统为核心，有效把握全装修、旧改、房企集中化、高端化等市场机会。

● 现金流创造能力依然优秀

费用率方面，公司2020年销售/管理（不含研发）/财务/研发费用率分别为10.64%/5.22%/ -0.83%/3.06%，同比-2.65/+0.09/ -0.11/ -0.40pct；期间费用率总体同比下降3.08pct，主要是销售运费计入营业成本，但剔除该影响后公司销售费用率仍同比微降。

同时，公司继续保持了优秀的现金流创造能力，2020年经营性净现金流13.46亿元，同比增长4.52亿元；自由现金流同比继续提升1.74亿元，达到13.74亿元。2020年净现比由去年同期的0.93提升至1.13，主要是公司对应收账款的管控能力增强。

● 传统优势区域保持韧性，业务扩张空间可期

分地区来看，2020年公司在华东、华北和东北地区表现相对较好，营

收同比增长分别为 14.90%、12.70%和 3.97%，考虑到华东地区 2020H1 营收同比下滑 11.94%，2020H2 回升较为明显。华东地区是公司传统优势区域，营收占比 46.87%，虽受疫情和降雨双重影响，业绩仍保持韧性，显示出公司在华东的强大竞争力。此外，公司在中西部业务开拓力度加大，自 2012 年以来布局了重庆工业园一期项目和西安工业园两大重点项目。我们测算重庆工业园一期还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放；西安工业园一期到 2021 年也将实现 2.8 亿元左右的新增营收规模，而按照 6-12 亿元年产值的长期规划，年新增营收规模将达 5.8-11.5 亿元。

● **投资建议**

公司在国内管材行业中具备强大品牌效应，零售与工程的双轮驱动有助于业务平稳发展。同时，公司新品类开拓较为顺利，提供了新的业绩增长点。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.39/16.77/20.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/1.05/1.30 元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

下游需求不及预期；新品类拓展不及预期；工程渠道开拓不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5105	6136	7228	8570
收入同比 (%)	9.5%	20.2%	17.8%	18.6%
归属母公司净利润	1193	1339	1677	2069
净利润同比 (%)	21.3%	12.2%	25.3%	23.4%
毛利率 (%)	43.5%	44.7%	44.6%	46.4%
ROE (%)	27.6%	25.4%	26.1%	26.3%
每股收益 (元)	0.75	0.84	1.05	1.30
P/E	24.96	27.88	22.25	18.03
P/B	6.89	7.09	5.80	4.73
EV/EBITDA	20.57	22.12	20.41	15.62

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 2020H2 业绩加速增长，毛利率保持稳定	5
2 B 端业务拓展深化，新品类逆势增长	5
3 现金流创造能力依然优秀	6
4 传统优势区域保持韧性，业务扩张空间可期	7
5 投资建议	7
6 风险提示	8
财务报表与盈利预测	9

图表目录

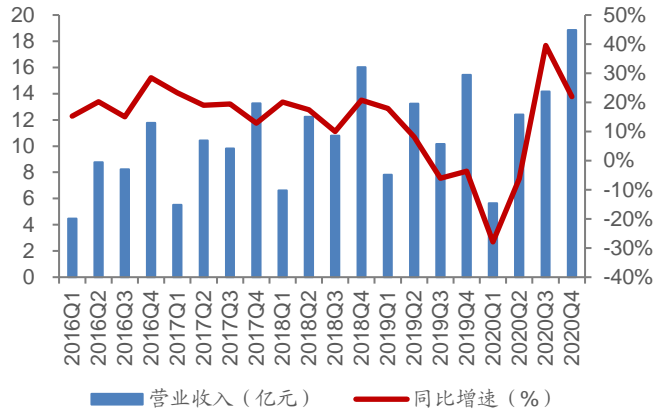
图表 1 公司分季度营收及增速	5
图表 2 公司分季度归母净利润及增速	5
图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况	5
图表 4 公司分季度 ROE 变化情况	5
图表 5 公司半年度各业务营业收入占比	6
图表 6 公司半年度主要产品毛利率情况	6
图表 7 公司分季度费用率变化情况	6
图表 8 公司分季度净现比变化情况	6
图表 9 公司分季度收现比情况	7
图表 10 公司分季度净现比情况	7
图表 11 公司分季度资本支出情况	7
图表 12 公司存货周转率与应收账款周转率情况	7

1 2020H2 业绩加速增长，毛利率保持稳定

分季度来看,公司 2020Q1-Q4 实现营收 5.64 /12.41 /14.16 /18.84 亿元,同比-27.88% /-6.25% /39.54% /22.03%; 实现归母净利润分别为 0.86 /2.70 /3.78 /4.58 亿元,同比-33.84%/-13.70%/+51.76%/+57.60%。

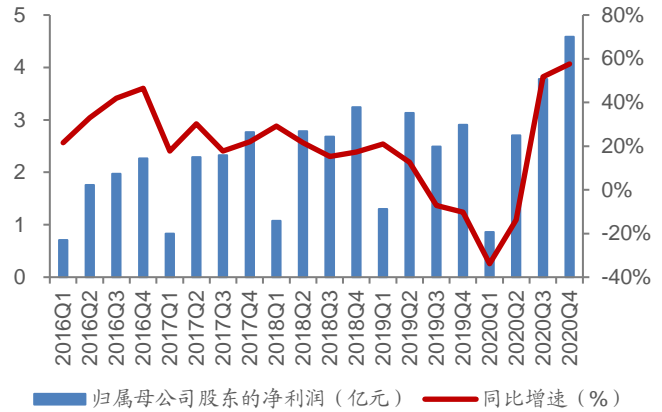
2020 年公司销售毛利率 43.50%, 同比下降 2.93 pct; 如果剔除销售运费计入营业成本影响,2020 年公司销售毛利率约为 46%, 同比基本持平, 相比 2020H1 有所提升, 我们判断与高毛利产品 PPR 管材的发货回升有关。

图表 1 公司分季度营收及增速



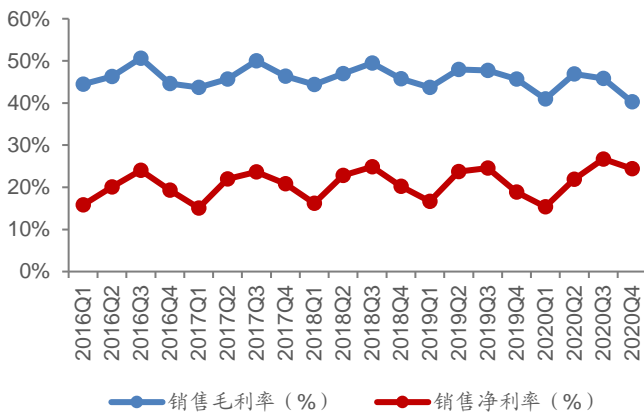
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速



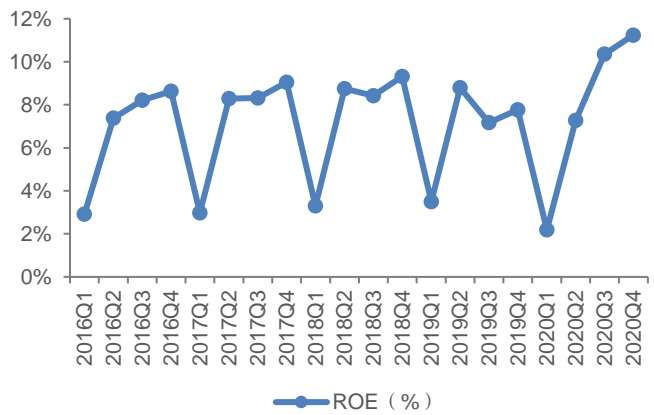
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度 ROE 变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

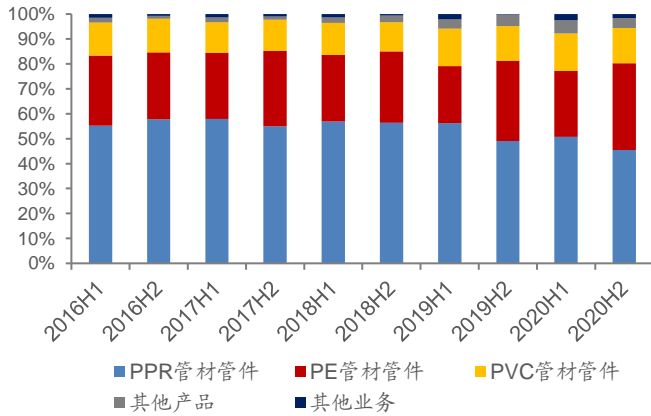
2 B 端业务拓展深化，新品类逆势增长

2020 年公司管件合计销售量为 26.54 万吨, 同比增长 17.95%。分产品来看, 2020 年公司 PPR 管材实现营收 24.18 亿元, 同比减少 0.90%; PE 管材实现营收 16.24 亿元, 同比增长 24.29%; PVC 管材实现营收 7.36 亿元, 同比增长 9.84%; 防水、净水等其他产品同比增长 16.01%。PPR 管材、PE 管材和 PVC 管材毛利率分别为 56.30%/35.81%/23.08%, 同比下降 1.57/2.29/3.35 pct。其中 PPR 管材 2020H2 营收同比增速 19.55%, 回暖明显, 体现竣工复苏对 C 端需求的拉动, 该因素我们认为 2021 年

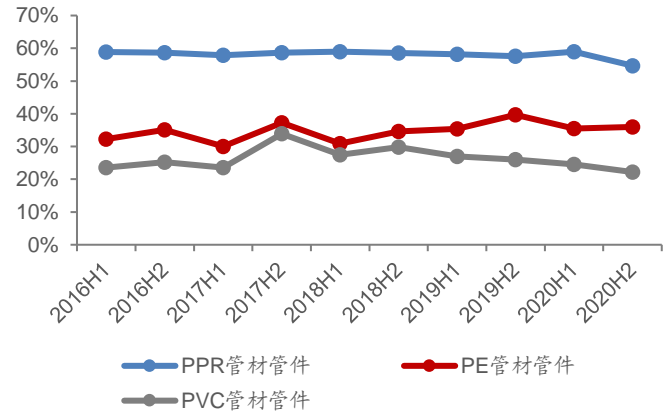
会加速演绎。考虑到 2020 年受疫情影响,以基建为代表的工程业务复苏早于零售业务,公司毛利最高的 PPR 管材在 2021 年仍有较大业绩潜力待释放。同时我们看好以防水、净水为代表的新品类实现比管材主业更高的营收增速。

PE 和 PVC 管材 2020 年营收均实现正增长,体现公司 B 端业务拓展深化。2020 年公司市政工程业务持续结构性调整,同时聚焦重点客户与核心业务领域,积极把握市场机会,实现快速健康发展。建筑工程继续坚持以建筑给水、排水、采暖、消防四大系统为核心,有效把握全装修、旧改、房企集中化、高端化等市场机会。

图表 5 公司半年度各业务营业收入占比



图表 6 公司半年度主要产品毛利率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

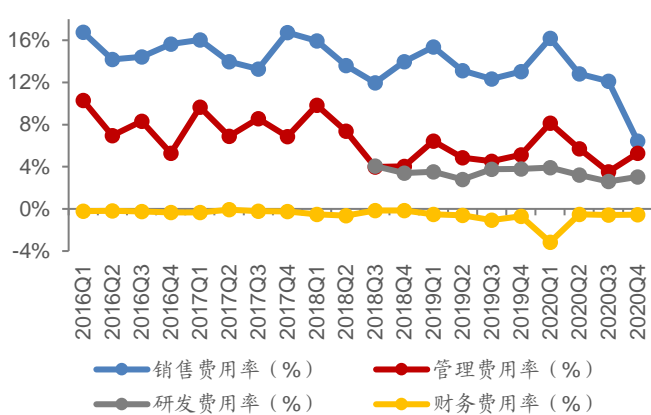
资料来源: wind, 华安证券研究所

3 现金流创造能力依然优秀

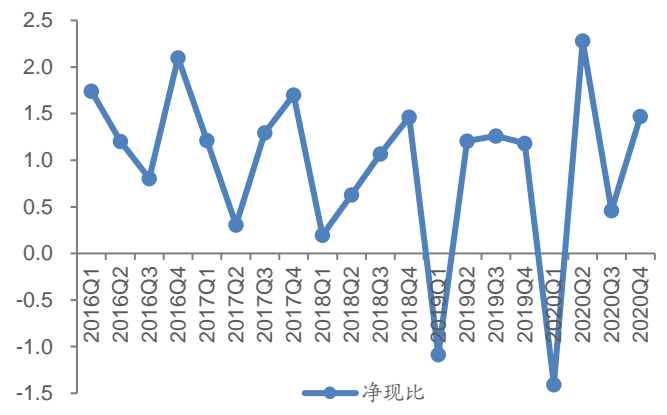
费用率方面,公司 2020 年销售/管理(不含研发)/财务/研发费用率分别为 10.64%/5.22%/-0.83%/3.06%,同比 -2.65/+0.09/-0.11/-0.40 pct;期间费用率总体同比下降 3.08 pct,主要是销售运费记入营业成本,但剔除该影响后公司销售费用率仍同比微降。

同时,公司继续保持了优秀的现金流创造能力,2020 年经营性净现金流 13.46 亿元,同比增长 4.52 亿元;自由现金流同比继续提升 1.74 亿元,达到 13.74 亿元。2020 年净现比由去年同期的 0.93 提升至 1.13,主要是公司对应收账款的管控能力增强。

图表 7 公司分季度费用率变化情况



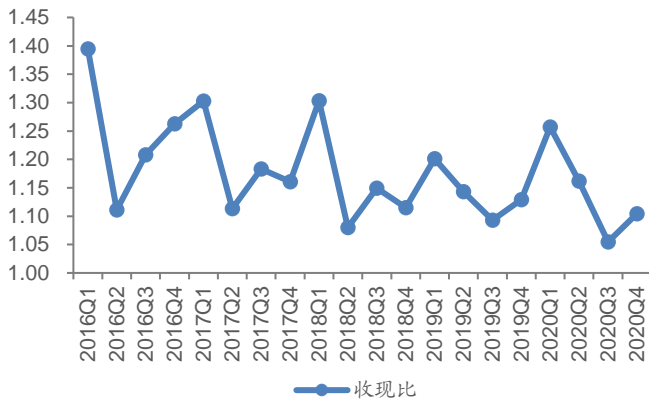
图表 8 公司分季度净现比变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

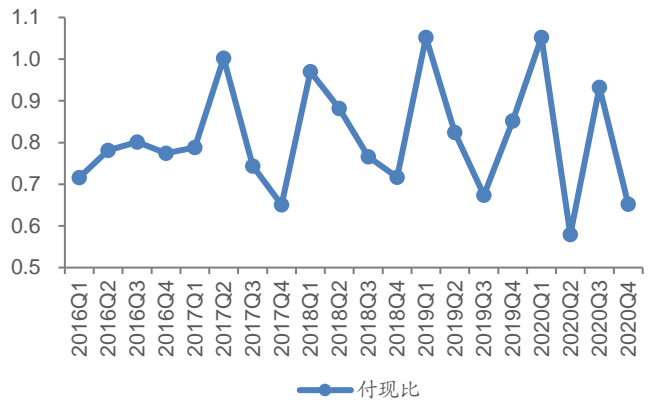
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司分季度收现比情况



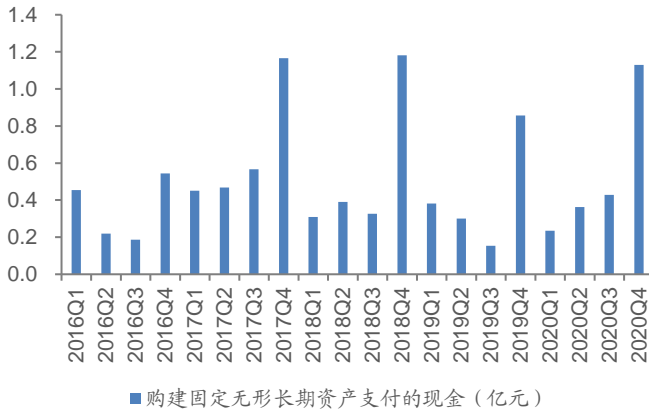
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度净现比情况



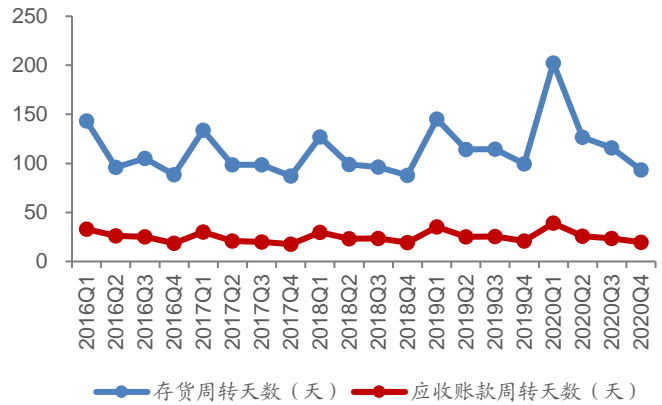
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司分季度资本支出情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司存货周转率与应收账款周转率情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

4 传统优势区域保持韧性，业务扩张空间可期

分地区来看，2020 年公司在华东、华北和东北地区表现相对较好，营收同比增长分别为 14.90%、12.70%和 3.97%，考虑到华东地区 2020H1 营收同比下滑 11.94%，2020H2 回升较为明显。华东地区是公司传统优势区域，营收占比 46.87%，虽受疫情和降雨双重影响，业绩仍保持韧性，显示出公司在华东的强大竞争力。此外，公司在中西部业务开拓力度加大，自 2012 年以来布局了重庆工业园一期项目和西安工业园两大重点项目。我们测算重庆工业园一期还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放；西安工业园一期到 2021 年也将实现 2.8 亿元左右的新增营收规模，而按照 6-12 亿元年产值的长期规划，年新增营收规模将达 5.8-11.5 亿元。

5 投资建议

公司在国内管材行业中具备强大品牌效应，零售与工程的双轮驱动有助于业务平稳发展。同时，公司新品类开拓较为顺利，提供了新的业绩增长点。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.39/16.77/20.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/1.05/1.30 元，维持“买入”评级。

6 风险提示

下游需求不及预期；新品类拓展不及预期；工程渠道开拓不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3557	4551	5955	7582	营业收入	5105	6136	7228	8570
现金	2024	2702	3852	5246	营业成本	2884	3391	4006	4593
应收账款	292	358	415	494	营业税金及附加	40	61	72	86
其他应收款	27	54	73	69	销售费用	543	614	723	857
预付账款	64	97	111	121	管理费用	266	307	361	429
存货	769	934	1113	1255	财务费用	-43	158	56	151
其他流动资产	381	406	391	396	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2102	2121	2144	2266	公允价值变动收益	-1	0	-2	-1
长期投资	522	522	522	522	投资净收益	72	61	72	86
固定资产	1231	1231	1400	1649	营业利润	1387	1591	1993	2440
无形资产	258	258	167	49	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	92	111	54	46	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	5660	6672	8098	9848	利润总额	1384	1591	1993	2440
流动负债	1280	1353	1602	1899	所得税	189	251	313	367
短期借款	0	0	0	0	净利润	1195	1341	1680	2073
应付账款	399	427	523	604	少数股东损益	3	2	3	4
其他流动负债	880	926	1079	1294	归属母公司净利润	1193	1339	1677	2069
非流动负债	33	33	33	33	EBITDA	1349	1565	1640	2054
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.75	0.84	1.05	1.30
其他非流动负债	33	33	33	33					
负债合计	1313	1386	1635	1932					
少数股东权益	24	26	29	33					
股本	1592	1592	1592	1592					
资本公积	320	320	320	320					
留存收益	2411	3348	4522	5971					
归属母公司股东权益	4323	5260	6434	7883					
负债和股东权益	5660	6672	8098	9848					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1346	1091	1388	1787	成长能力				
净利润	1193	1339	1677	2069	营业收入	9.5%	20.2%	17.8%	18.6%
折旧摊销	135	0	-191	-279	营业利润	16.2%	14.8%	25.2%	22.4%
财务费用	-1	115	50	100	归属于母公司净利	21.3%	12.2%	25.3%	23.4%
投资损失	-72	-61	-72	-86	获利能力				
营运资金变动	88	-242	-5	64	毛利率 (%)	43.5%	44.7%	44.6%	46.4%
其他经营现金流	1109	1521	1611	1922	净利率 (%)	23.4%	21.8%	23.2%	24.1%
投资活动现金流	-402	104	315	329	ROE (%)	27.6%	25.4%	26.1%	26.3%
资本支出	-197	43	241	242	ROIC (%)	24.1%	24.9%	23.9%	25.0%
长期投资	-263	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	58	62	74	86	资产负债率 (%)	23.2%	20.8%	20.2%	19.6%
筹资活动现金流	-651	-517	-553	-721	净负债比率 (%)	30.2%	26.2%	25.3%	24.4%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.78	3.36	3.72	3.99
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.13	2.60	2.95	3.27
普通股增加	19	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	145	0	0	0	总资产周转率	0.90	0.92	0.89	0.87
其他筹资现金流	-815	-517	-553	-721	应收账款周转率	17.46	17.13	17.43	17.34
现金净增加额	292	679	1149	1395	应付账款周转率	7.22	7.95	7.66	7.60

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。