

海象新材 (003011.SZ) 买入 (维持评级)

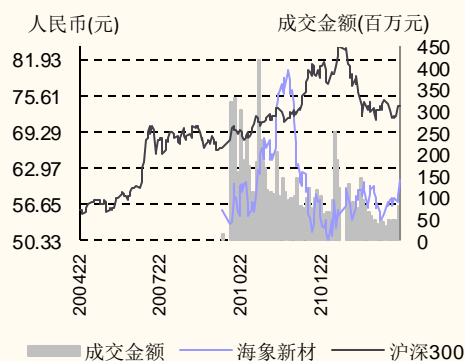
公司点评

市场价格 (人民币): 60.80 元

短期业绩承压, 静待拐点出现

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.73
已上市流通 A 股(亿股)	0.18
总市值(亿元)	44.59
年内股价最高最低(元)	79.99/50.33
沪深 300 指数	5099
深证成指	14151



相关报告

1. 《需求持续向好, 成长潜能加速释放》, 2020.12.23

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	2.515	2.567	3.292	4.389	5.898
每股净资产(元)	7.60	16.51	19.40	23.29	28.58
每股经营性现金流(元)	3.19	2.42	3.62	4.48	5.92
市盈率(倍)	N/A	24.21	18.47	13.85	10.31
净利润增长率(%)	54.42%	36.12%	28.21%	33.33%	34.40%
净资产收益率(%)	33.09%	15.55%	16.97%	18.85%	20.64%
总股本(百万股)	55.00	73.34	73.34	73.34	73.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 21年4月22日海象新材发布20年年报, 营收12.24亿元, 同比增长42.52%; 归母净利润1.88亿元, 同比增长36.12%; 基本EPS 3.16元。公司拟每10股派现3元(含税)并转增4股。

经营分析

- **经营业绩短期回落, 不利因素集中释放:** 从单季度业绩看, 20年Q4公司营收环比下滑9%, 归母净利润环比下滑24%。我们认为, 公司Q4业绩下滑主要与海运运力紧张、PVC价格上涨、美元贬值有关。从21年Q1的业绩情况看, 收入环比回升17%, 但是PVC价格依然在高位, 公司的归母净利润环比下滑37%, 同比下滑19%。
- **库存大幅增长, 期待运力缓解后的销售恢复:** 20年公司产量2,235万平方米、同比增长59%, 销量2,071万平方米、同比增长51%。由于公司产品主要由买方负责订船及支付运费, 20年Q4海运运力紧张导致产品发货延迟。20年公司库存315万平方米, 同比增长121%。我们认为, 由于全球央行释放流动性, 美欧地产均处于景气高峰, PVC地板作为地产后周期产品, 将会受益于美欧地产景气周期。公司IPO募投2,000万平方米项目、越南第一工厂800万平米、越南第二工厂(分两期建设)一期700万平方米项目顺利推进。随着海运运力紧张的缓解, 公司产销量有望恢复高增长。
- **原材料成本上涨导致毛利率下滑:** 根据公司披露的19年生产成本构成, 直接材料占比66%。直接材料中, PVC树脂粉、印花面料和耐磨层都属于化工产品, 价格波动与油价关联度大。20年Q4, PVC价格从6,400元涨至7,200元; 21年Q1, PVC价格从7,200元涨至8,600元。短期原材料价格的大幅上涨对业绩产生负面影响, 20年Q4单季毛利率24.35%、环比减少7.78个百分点, 21年Q1环比减少3.13个百分点。我们认为, 由于公司产品定价采用成本加成法, 未来随着公司新订单签订及新产品推出, 公司具有将成本的上涨向下游传导的能力。

盈利调整与投资建议

■ 我们预计公司未来三年归母净利润2.41(下调21%)/3.22(下调23%)/4.33亿元, EPS 3.29/4.39/5.9元, 对应PE18/14/10X, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 海外地产景气度下行; 原材料价格大幅上涨; 海运运力紧张; 人民币升值。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	784	859	1,224	1,559	2,007	2,582
增长率		9.6%	42.5%	27.4%	28.7%	28.7%
主营业务成本	-558	-575	-860	-1,084	-1,381	-1,759
%销售收入	71.1%	66.9%	70.3%	69.5%	68.8%	68.1%
毛利	226	284	364	475	626	824
%销售收入	28.9%	33.1%	29.7%	30.5%	31.2%	31.9%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-7	-9	-12
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-76	-85	-105	-134	-172	-222
%销售收入	9.8%	10.0%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
管理费用	-17	-24	-27	-35	-45	-58
%销售收入	2.2%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
研发费用	-24	-28	-37	-47	-61	-78
%销售收入	3.0%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	105	142	189	252	339	454
%销售收入	13.4%	16.5%	15.4%	16.2%	16.9%	17.6%
财务费用	-6	-11	-34	-10	-11	-7
%销售收入	0.8%	1.3%	2.8%	0.7%	0.6%	0.3%
资产减值损失	8	3	7	-3	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	0	0	18	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.0%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	103	151	202	260	347	467
营业利润率	13.1%	17.6%	16.5%	16.6%	17.3%	18.1%
营业外收支	0	4	2	2	2	2
税前利润	103	155	204	262	349	469
利润率	13.1%	18.1%	16.7%	16.8%	17.4%	18.1%
所得税	-13	-17	-16	-20	-27	-36
所得税率	12.6%	10.9%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
净利润	90	138	188	241	322	433
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	90	138	188	241	322	433
净利率	11.4%	16.1%	15.4%	15.5%	16.0%	16.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	90	138	188	241	322	433
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	29	34	52	61	72
非经营收益	11	12	6	11	14	17
营运资金变动	-112	-4	-52	-39	-69	-88
经营活动现金净流	0	175	177	266	329	434
资本开支	-171	-238	-227	-228	-228	-228
投资	0	0	0	27	0	0
其他	0	0	-233	0	0	0
投资活动现金净流	-171	-238	-460	-201	-228	-228
股权募资	104	0	643	0	0	0
债权募资	89	41	7	10	77	18
其他	-20	43	-87	-43	-53	-63
筹资活动现金净流	173	84	563	-32	24	-45
现金净流量	1	21	280	32	125	161

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	39	78	415	447	572	733
应收款项	168	229	192	268	346	445
存货	128	154	261	265	337	429
其他流动资产	12	17	226	200	207	217
流动资产	347	479	1,094	1,180	1,462	1,823
%总资产	52.4%	51.1%	62.8%	58.7%	59.4%	61.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	256	402	498	651	795	929
%总资产	38.6%	43.0%	28.6%	32.4%	32.3%	31.2%
无形资产	37	50	63	90	116	140
非流动资产	315	458	648	829	998	1,157
%总资产	47.6%	48.9%	37.2%	41.3%	40.6%	38.8%
资产总计	662	936	1,742	2,009	2,460	2,980
短期借款	183	230	222	232	309	327
应付款项	156	210	252	291	371	472
其他流动负债	22	24	28	33	42	54
流动负债	361	464	501	556	722	853
长期贷款	0	0	2	2	2	2
其他长期负债	11	55	28	28	28	28
负债	372	518	532	586	752	884
普通股股东权益	290	418	1,210	1,423	1,708	2,096
其中：股本	55	55	73	73	73	73
未分配利润	80	195	362	574	859	1,248
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	662	936	1,742	2,009	2,460	2,980

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.629	2.515	2.567	3.292	4.389	5.898
每股净资产	5.274	7.599	16.505	19.397	23.285	28.584
每股经营现金净流	0.000	3.189	2.418	3.622	4.481	5.917
每股股利	0.160	0.160	0.300	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	30.88%	33.09%	15.55%	16.97%	18.85%	20.64%
总资产收益率	13.53%	14.77%	10.81%	12.02%	13.08%	14.51%
投入资本收益率	19.41%	19.51%	12.16%	14.06%	15.49%	17.28%
增长率						
主营业务收入增长率	101.42%	9.57%	42.52%	27.39%	28.70%	28.70%
EBIT 增长率	358.79%	34.96%	33.13%	33.51%	34.26%	34.03%
净利润增长率	12155%	54.42%	36.12%	28.21%	33.33%	34.40%
总资产增长率	140.62%	41.44%	86.08%	15.28%	22.47%	21.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	46.2	61.5	47.4	47.4	47.4	47.4
存货周转天数	68.0	89.4	88.1	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	59.1	83.0	75.0	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	119.1	151.5	131.8	116.0	98.1	81.0
偿债能力						
净负债/股东权益	49.56%	36.43%	-15.76%	-14.95%	-15.25%	-19.24%
EBIT 利息保障倍数	17.6	12.8	5.6	24.8	29.7	69.1
资产负债率	56.18%	55.36%	30.53%	29.18%	30.58%	29.66%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	12
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-12-23	买入	71.50	N/A

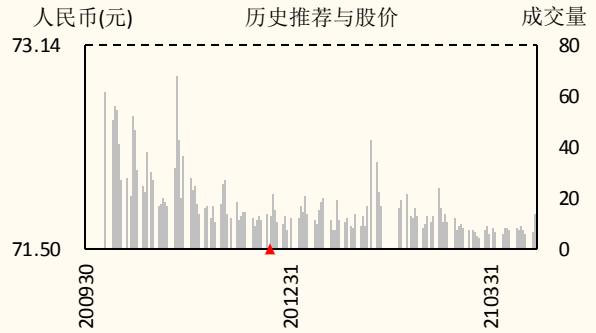
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402