

# 海象新材 (003011.SZ)

## 短期业绩承压，静待不利因素减退盈利修复

**事件:** 公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报。1) 2020 年报: 实现营业收入 12.24 亿元, 同比+42.52%; 归母净利 1.88 亿元, 同比+36.12%。2) 2021 年一季报: 实现营业收入 3.63 亿元, 同比+61.75%; 实现归母净利 2557 万, 同比-18.77%。

**受益行业需求景气销量快速增长, Q4 受汇率及海运运力影响增速有所放缓。分季度看, Q2-Q4 营收同比分别变动+57.13%/+50.67%/+18.17%, 其中 Q4 收入增速环比收窄主要系: 1) 人民币汇率升值; 2) 海运运力紧张产品出口受阻。**21Q1 收入端延续高增, 同比增长 61.75%。分产品看, **SPC 收入主要靠销量拉动, 产品均价下降主要系公司为快速扩张市场份额增加大众化产品渠道铺货致整体价格略有下移及报告期内人民币汇率升值。**SPC 实现营业收入 8.47 亿元, 同比增长 75.92%, SPC 产品销量 1407.46 万平, 同比增长 98.61%, 单位产品均价 60.20 元/平, 同比下滑 11.42%。

**原材料价格大幅提涨而对下游价格传导时滞致 21Q1 毛利率大幅下行。**公司 2020 年销售毛利率为 29.75%, 同比下滑 3.3 个百分点, 收入准则调整将运输费从销售费用调整至营业成本中, 影响毛利率 1 个百分点左右。分季度来看, 20 年 Q1-Q4 的销售毛利率分别为 28.62%/32.92%/32.13%/24.35%, Q4 毛利率下滑主要系全年运输费统计口径调整均反映在 Q4, 同时由于 Q4 主要原材料价格上涨以及人民币升值影响, 带动毛利率下行。21 年 Q1 销售毛利率 21.22%, 环比继续下行 3.13 个百分点, 20Q4 使用的原材料可能部分系来自于 20Q3 及之前低价采购的原材料, 而 20Q4 以来原材料 PVC 的价格中枢提升至 8500 元/吨以上, 此前价格中枢在 7500-8000 元/吨, 原材料的进一步提涨加之对下游客户价格传导的时滞性导致盈利空间进一步收窄。

**规模效应渐显各项费用有所摊薄, 受人民币升值影响汇兑损益大幅增加。**期间费用率方面, 2020 年销售费用率 8.58%, 同比变动-1.37pct, 主要系将运输费计入营业成本, 剔除运杂费影响销售费用率略有下降; 管理费用率 2.24%, 同比下滑 0.5 个百分点; 研发费用率 3.02%, 同比下滑 0.25 个百分点; 财务费用率 2.77%, 同比提升 1.48 个百分点, 主要系报告期内汇兑损失增加, 20 年全年产生汇兑损失 2364 万元 (上年同期汇兑收益 283 万元)。**销售净利率方面, 2020Q1-4 净利率分别为 14.04%/17.81%/15.77%/13.18%, 2021Q1 销售净利率为 7.05%, 21Q1 盈利能力大幅下行原因有: 1) 毛利率下行; 2) 本期政府补助减少; 3) 信用减值损失增加。**

**投资建议:** 公司是国内领先的 PVC 地板生产及出口商, 近年来把握弹性地板渗透率提升趋势, 快速跟进 SPC 占比提升这一结构性变化积极扩张 SPC 产品产能。公司目前已有国内基材产能 20.36 万吨, 尚有 60.71 万吨产能在建, 未来 3 年产能有望持续释放成长弹性足。今年来看, 随着后续价格传导, 成本端压力有望部分减退, 盈利能力将逐步恢复。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.37 亿元、3.63 亿元和 4.74 亿元, 对应 EPS 分别为 3.24、4.95、6.47 元, 对应 PE 分别为 16、11、8 倍。考虑行业需求高景气度和公司成长弹性, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 汇率波动风险、原材料价格波动风险、海运运力不足的风险、竞争加剧风险、贸易摩擦加剧风险、下游需求不及预期的风险

| 财务指标           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)     | 859   | 1,224 | 1,856 | 2,518 | 3,279 |
| 增长率 yoy (%)    | 9.6   | 42.5  | 51.6  | 35.7  | 30.2  |
| 归母净利润 (百万元)    | 138   | 188   | 237   | 363   | 474   |
| 增长率 yoy (%)    | 54.4  | 36.1  | 26.1  | 53.0  | 30.6  |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.89  | 2.57  | 3.24  | 4.95  | 6.47  |
| 净资产收益率 (%)     | 33.1  | 15.6  | 16.6  | 20.7  | 21.5  |
| P/E (倍)        | 27.9  | 20.5  | 16.3  | 10.6  | 8.1   |
| P/B (倍)        | 9.2   | 3.2   | 2.7   | 2.2   | 1.8   |

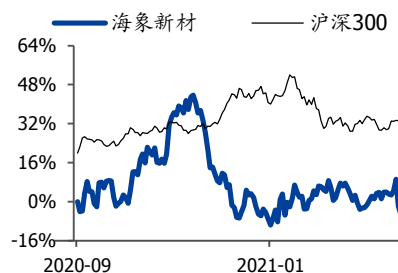
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

|                |          |
|----------------|----------|
| 行业             | 家用轻工     |
| 前次评级           | 买入       |
| 04 月 23 日收盘价   | 52.70    |
| 总市值(百万元)       | 3,865.02 |
| 总股本(百万股)       | 73.34    |
| 其中自由流通股(%)     | 25.01    |
| 30 日日均成交量(百万股) | 0.69     |

### 股价走势



### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号: S0680518010005

邮箱: fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱: renjie@gszq.com

### 相关研究

- 1、《海象新材 (003011.SZ): 出口需求高景气+产能渠道扩张, PVC 地板新秀崛起》2020-11-30
- 2、《建筑材料: PVC 地板海外需求高增, 渠道多样化发展》2021-02-08



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 479   | 1094  | 1237  | 1561  | 1949  |
| 现金             | 78    | 415   | 381   | 486   | 648   |
| 应收票据及应收账款      | 162   | 156   | 374   | 432   | 562   |
| 其他应收款          | 68    | 36    | 97    | 132   | 166   |
| 预付账款           | 16    | 27    | 35    | 49    | 60    |
| 存货             | 154   | 261   | 307   | 411   | 453   |
| 其他流动资产         | 1     | 199   | 44    | 51    | 61    |
| <b>非流动资产</b>   | 458   | 648   | 876   | 1091  | 1347  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 356   | 442   | 624   | 797   | 1009  |
| 无形资产           | 44    | 56    | 67    | 78    | 88    |
| 其他非流动资产        | 57    | 150   | 184   | 216   | 251   |
| <b>资产总计</b>    | 936   | 1742  | 2112  | 2652  | 3297  |
| <b>流动负债</b>    | 464   | 501   | 656   | 864   | 1066  |
| 短期借款           | 194   | 193   | 200   | 220   | 240   |
| 应付票据及应付账款      | 189   | 230   | 363   | 535   | 693   |
| 其他流动负债         | 80    | 78    | 93    | 109   | 133   |
| <b>非流动负债</b>   | 55    | 31    | 30    | 30    | 29    |
| 长期借款           | 0     | 2     | 2     | 2     | 1     |
| 其他非流动负债        | 55    | 28    | 28    | 28    | 28    |
| <b>负债合计</b>    | 518   | 532   | 686   | 894   | 1095  |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 55    | 73    | 103   | 103   | 103   |
| 资本公积           | 145   | 748   | 719   | 719   | 719   |
| 留存收益           | 219   | 399   | 608   | 929   | 1348  |
| 归属母公司股东权益      | 418   | 1210  | 1426  | 1758  | 2202  |
| <b>负债和股东权益</b> | 936   | 1742  | 2112  | 2652  | 3297  |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 184   | 190   | 300   | 413   | 531   |
| 净利润            | 138   | 188   | 237   | 363   | 474   |
| 折旧摊销           | 31    | 42    | 47    | 65    | 83    |
| 财务费用           | 11    | 34    | 37    | 38    | 38    |
| 投资损失           | 0     | -18   | -20   | -20   | -20   |
| 营运资金变动         | -4    | -52   | -1    | -32   | -44   |
| 其他经营现金流        | 7     | -4    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -238  | -460  | -254  | -260  | -319  |
| 资本支出           | 238   | 231   | 231   | 215   | 257   |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 0     | -229  | -22   | -44   | -62   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 82    | 585   | -81   | -49   | -49   |
| 短期借款           | 42    | -1    | 7     | 20    | 20    |
| 长期借款           | 0     | 2     | -0    | -0    | -0    |
| 普通股增加          | 0     | 18    | 29    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 603   | -29   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 40    | -37   | -87   | -68   | -69   |
| <b>现金净增加额</b>  | 29    | 293   | -34   | 105   | 162   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 859   | 1224  | 1856  | 2518  | 3279  |
| 营业成本            | 575   | 860   | 1363  | 1796  | 2333  |
| 营业税金及附加         | 5     | 6     | 9     | 13    | 16    |
| 营业费用            | 85    | 105   | 158   | 214   | 275   |
| 管理费用            | 24    | 27    | 41    | 55    | 72    |
| 研发费用            | 28    | 37    | 56    | 76    | 102   |
| 财务费用            | 11    | 34    | 37    | 38    | 38    |
| 资产减值损失          | -6    | -5    | -6    | -5    | -5    |
| 其他收益            | 26    | 36    | 38    | 40    | 45    |
| 公允价值变动收益        | 0     | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0     | 18    | 20    | 20    | 20    |
| 资产处置收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 151   | 202   | 255   | 392   | 513   |
| 营业外收入           | 4     | 2     | 3     | 3     | 3     |
| 营业外支出           | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 155   | 204   | 257   | 394   | 515   |
| 所得税             | 17    | 16    | 20    | 31    | 41    |
| <b>净利润</b>      | 138   | 188   | 237   | 363   | 474   |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 138   | 188   | 237   | 363   | 474   |
| EBITDA          | 196   | 245   | 304   | 459   | 595   |
| EPS (元)         | 1.89  | 2.57  | 3.24  | 4.95  | 6.47  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 9.6   | 42.5  | 51.6  | 35.7  | 30.2  |
| 营业利润(%)         | 47.5  | 33.7  | 26.2  | 53.6  | 30.7  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 54.4  | 36.1  | 26.1  | 53.0  | 30.6  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 33.1  | 29.7  | 26.5  | 28.7  | 28.8  |
| 净利率(%)          | 16.1  | 15.4  | 12.8  | 14.4  | 14.5  |
| ROE(%)          | 33.1  | 15.6  | 16.6  | 20.7  | 21.5  |
| ROIC(%)         | 20.9  | 12.8  | 14.3  | 18.1  | 19.1  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 55.4  | 30.5  | 32.5  | 33.7  | 33.2  |
| 净负债比率(%)        | 49.5  | -13.4 | -10.5 | -13.4 | -17.2 |
| 流动比率            | 1.0   | 2.2   | 1.9   | 1.8   | 1.8   |
| 速动比率            | 0.7   | 1.2   | 1.3   | 1.2   | 1.3   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.1   | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.1   |
| 应收账款周转率         | 5.9   | 7.7   | 7.0   | 6.3   | 6.6   |
| 应付账款周转率         | 3.5   | 4.1   | 4.6   | 4.0   | 3.8   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 1.89  | 2.57  | 3.24  | 4.95  | 6.47  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.51  | 2.59  | 4.09  | 5.64  | 7.24  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 5.70  | 16.51 | 19.44 | 23.97 | 30.02 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 27.9  | 20.5  | 16.3  | 10.6  | 8.1   |
| P/B             | 9.2   | 3.2   | 2.7   | 2.2   | 1.8   |
| EV/EBITDA       | 28.7  | 21.4  | 17.3  | 11.3  | 8.5   |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

## 内容目录

|  |   |
|--|---|
| 海象新材：短期业绩承压，静待不利因素减退盈利修复 .....           | 4 |
| 受益行业需求景气销量快速增长，Q4受汇率及海运运力影响增速有所放缓 .....  | 4 |
| 原材料价格大幅提涨而对下游价格传导时滞导致 21Q1 毛利率大幅下行 ..... | 5 |
| 规模效应渐显各项费用有所摊薄，受人民币升值影响汇兑损益大幅增加 .....    | 5 |
| 行业需求仍高度景气维持，期待不利因素消退业绩修复 .....           | 6 |
| 投资建议 .....                               | 7 |
| 风险提示 .....                               | 7 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1: 海象新材营业收入及增速变动情况 .....               | 4 |
| 图表 2: 海象新材归母净利润及增速变动情况 .....              | 4 |
| 图表 3: 海象新材分产品均价变动情况 (元/平) .....           | 5 |
| 图表 4: 海象新材分产品销售量情况 (万平) .....             | 5 |
| 图表 5: 聚氯乙烯 PVC(电石法)均价波动情况 (元/吨) .....     | 5 |
| 图表 6: 海象新材主要原材料采购均价变动情况 (元/kg, 元/米) ..... | 5 |
| 图表 7: 海象新材销售毛利率及净利率变动情况 .....             | 6 |
| 图表 8: 海象新材单平产品期间费用率变动情况 .....             | 6 |
| 图表 9: 我国 PVC 地板出口额及增速 .....               | 7 |
| 图表 10: 海象新材产能及产能利用率情况 .....               | 7 |

## 海象新材：短期业绩承压，静待不利因素减退盈利修复

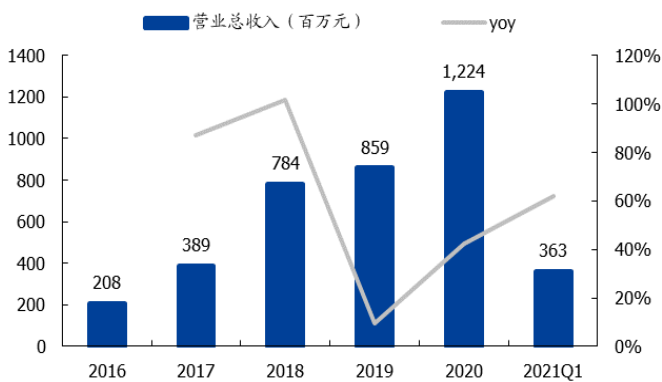
公司发布 2020 年报及 2021 年一季报。1) 2020 年报：公司 2020 年实现营业总收入 12.24 亿元，同比增长 42.52%；实现归母净利润 1.88 亿元，同比增长 36.12%；实现扣非归母净利润 1.69 亿元，同比增长 30.98%。2) 2021 年一季报：公司 2021 年一季度实现营业收入 3.63 亿元，同比增长 61.75%，实现归母净利润 0.26 亿元，同比下滑 18.77%；实现扣非归母净利润 0.24 亿元，同比下滑 26.19%。

### 受益行业需求景气销量快速增长，Q4 受汇率及海运运力影响增速有所放缓

分季度看，收入快速增长，Q4 受汇率及海运运力影响增速有所放缓。Q1-Q4 分别实现营业收入 2.24/3.5/3.41/3.1 亿元，Q2-Q4 同比分别变动+57.13%/+50.67%/+18.17%，其中 Q4 收入增速环比收窄主要系：1) 人民币汇率升值：美元兑人民币汇率从前期 6.8-7.2 区间下滑至 Q4 的 6.5-6.7 区间，影响产品人民币换算单价下降 5-10 个百分点（从 Q4 海关出口数据来看，以美元计的 PVC 地板出口总额同比增长 28%，而以人民币计则同比增长 22%）；2) 海运运力紧张产品出口受阻：由于从中国出口方向的海运需求激增，海外由于大面积停工，导致集装箱出口后无法及时返回，导致海运运力供给端严重不足，出口集装箱一柜难求，导致产品部分积压，20 年末存货较 20 年 Q3 期末增长 60%。

21Q1 收入端延续高增长，下游需求景气不改。21Q1 公司实现营业收入 3.63 亿元，同比增长 61.75%，由于 Q1 产品提价尚未落实，因此判断 Q1 价格仍然较去年同期较为低位，实际量增远高于收入增速。

图表 1：海象新材营业收入及增速变动情况



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 2：海象新材归母净利润及增速变动情况

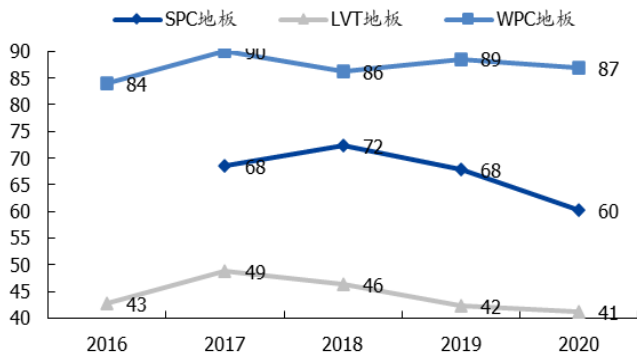


资料来源：WIND，国盛证券研究所

分产品看，SPC 收入主要靠销量拉动，产品均价下降主要系公司为快速扩张市场份额增加大众化产品渠道铺货致整体价格略有下移及报告期内人民币汇率升值。SPC 实现营业收入 8.47 亿元，同比增长 75.92%，SPC 产品销量 1407.46 万平，同比增长 98.61%，单位产品均价 60.20 元/平，同比下滑 11.42%。观察单季度的 SPC 均价变化情况，19H1/19H2/20H1/20H2 对应的 SPC 均价分别为 69.90/66.80/61.04/59.52 元/平，从 19H2 原材料价格较为高位且汇率较低情况下公司 SPC 整体价格带开始下移，我们判断是公司快速扩张市场份额主动承接相对大众化的产品订单所致；20H1 原材料价格较前期大幅下跌，公司或对产品价格进行了主动性下调。WPC 实现营业收入 1.73 亿元，同比增长 6.87%，其中 WPC 产品销量 198.56 万平，同比增长 8.92%，单位产品均价 86.92 元/平，同比下滑 1.88%；LVT 实现营收 1.92 亿元，同比下滑 5.76%，单位产品均价 41.20

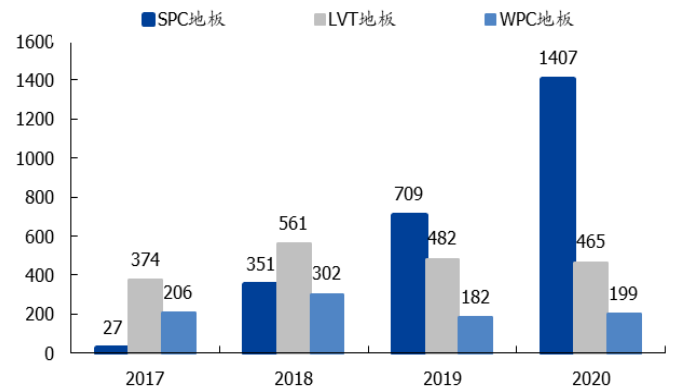
元/平，同比下滑 2.4%。

图表 3: 海象新材分产品均价变动情况 (元/平)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 4: 海象新材分产品销售量情况 (万平)

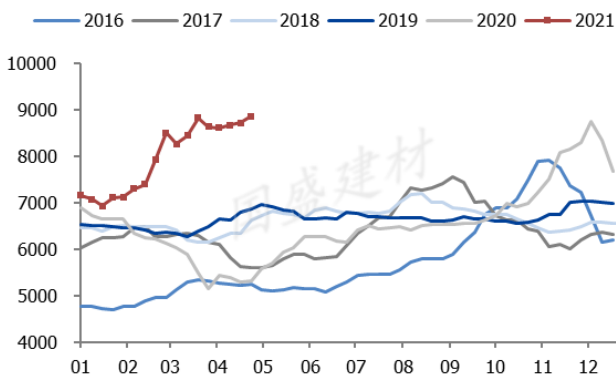


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

### 原材料价格大幅提涨而对下游价格传导时滞导致 21Q1 毛利率大幅下行

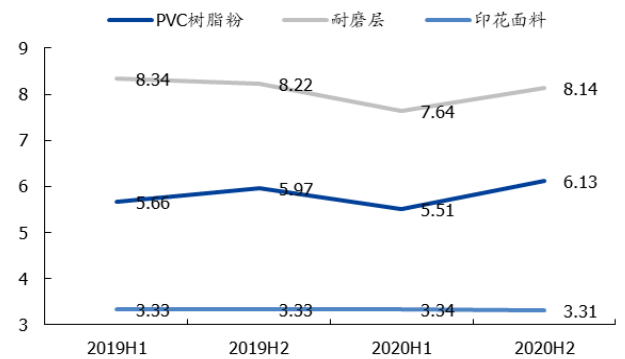
公司 2020 年全年销售毛利率为 29.75%，同比下滑 3.3 个百分点，主要原因系由于收入准则调整将运输费从销售费用调整至营业成本中，影响毛利率 1 个百分点左右（2019 年同期运输费用率 1.2%）。分季度来看，20 年 Q1-Q4 的销售毛利率分别为 28.62%/32.92%/32.13%/24.35%，Q4 毛利率下滑主要系全年运输费统计口径调整均反映在 Q4，同时由于 Q4 主要原材料价格上涨以及人民币升值影响，带动毛利率下行。21 年 Q1 销售毛利率 21.22%，环比继续下行 3.13 个百分点，20Q4 使用的原材料可能部分来自于 20Q3 及之前低价采购的原材料，而 20Q4 以来原材料 PVC 的价格中枢提升至 8500 元/吨以上，此前价格中枢在 7500-8000 元/吨，原材料的进一步提涨加之对下游客户价格传导的时滞性导致盈利空间进一步收窄。从半年度的原材料成本拆分来看，20H2 的 PVC 树脂粉采购均价 8.14 元/kg，环比提升 6.5%，21Q1 原材料采购均价预计较前期进一步提升，而 PVC 树脂粉及耐磨层中的 PVC 成分占总营业成本的 1/3 左右，原材料的大幅提涨对毛利率影响较大。

图表 5: 聚氯乙烯 PVC(电石法)均价波动情况 (元/吨)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 6: 海象新材主要原材料采购均价变动情况 (元/kg, 元/米)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

规模效应渐显各项费用有所摊薄，受人民币升值影响汇兑损益大幅增加

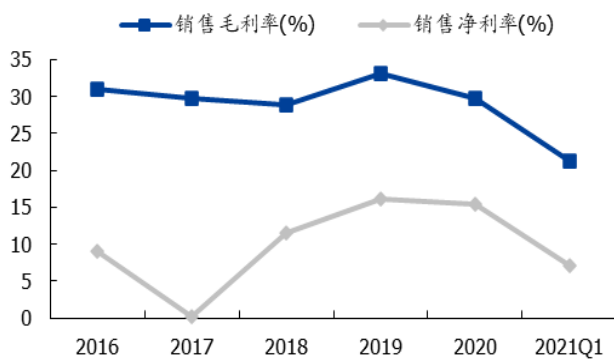
期间费用率方面，随着规模扩大各项费用均有所摊薄，受汇兑损失影响财务费用率增加。



2020年销售费用率8.58%，同比下滑1.37个百分点，主要系将运输费计入营业成本，剔除运杂费影响销售费用率略有下降；管理费用率2.24%，同比下滑0.5个百分点；研发费用率3.02%，同比下滑0.25个百分点；**财务费用率2.77%，同比提升1.48个百分点，主要系报告期内汇兑损失增加，20年全年产生汇兑损失2364万元（上年同期汇兑收益283万元），剔除汇兑损益影响财务费用率同比下滑0.78个百分点。**税收方面，由于公司享受残疾人员工资加计扣除的所得税优惠，实际税率仅7.69%。

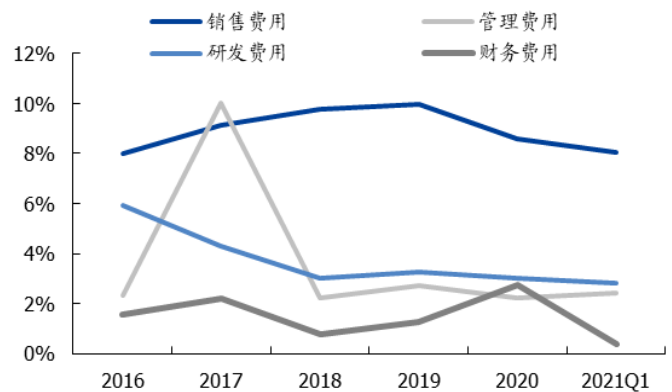
销售净利率方面，2020Q1-4净利率分别为14.04%/17.81%/15.77%/13.18%，2021Q1销售净利率为7.05%，**21Q1盈利能力大幅下行主要原因有：1)原材料和汇率因素导致的毛利率下行；2)本期政府补助减少：**本期其他收益279万元，去年同期为818万元，主要系本期收到的政府补助减少；**3)信用减值损失增加：**21Q1信用减值损失-449万，去年同期为281万元，主要系本期应收账款增加计提坏账准备增加。21Q1末公司应收账款余额2.36亿元，较期初增加7929万元，主要系销售增加而客户的货款尚处于信用期内。

图表7：海象新材销售毛利率及净利率变动情况



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表8：海象新材单平产品期间费用率变动情况



资料来源：WIND，国盛证券研究所

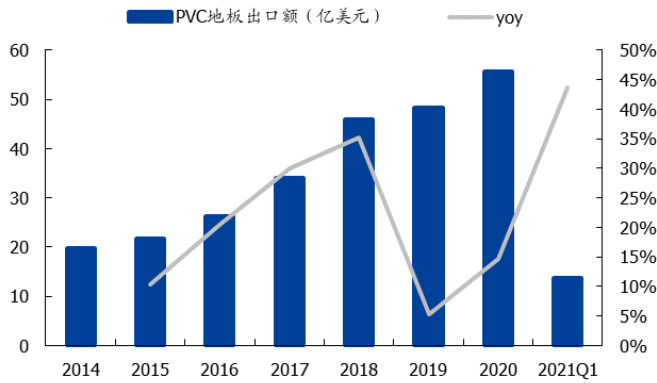
### 行业需求仍高度景气维持，期待不利因素消退业绩修复

从行业的情况来看，21年1-3月我国PVC地板累计出口额13.69亿美元，同比增长43.61%，以人民币计算的出口额同比增长33.68%，公司Q1收入增速61.75%，远高于行业增速，公司目前市场份额仍在快速提升阶段。从公司自身的产能利用情况来看，2020年产能新增68%，产能利用率高达103.91%，目前公司新增产能均能有效消化，下游需求高景气维持。

越南基地产能逐步落实，盈利水平有望提升。**越南生产基地和国内相比具有：1)关税优势；2)当地税收优惠；3)人工成本和电费较低，预计完全达产后盈利水平可高于国内。**目前越南生产基地仅一期300柜达产，且由于海运受阻越南地区出货情况不及预期，后续随着海运情况好转及新增产能落实，越南工厂有望带动整体盈利性提升。

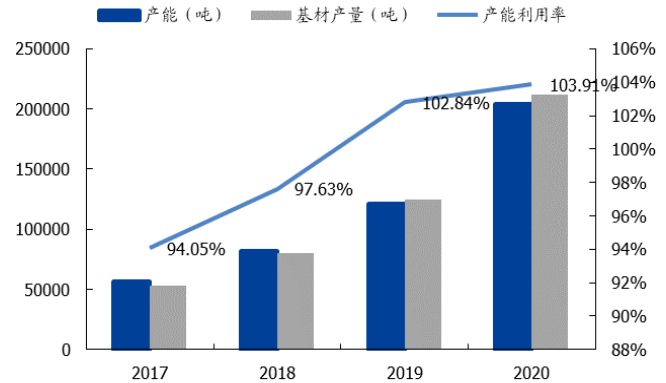
公司20Q4及21Q1以来受原材料价格上涨、海运运力紧张、人民币升值等诸多不利因素影响，目前原材料价格在高位维持，汇率水平也在6.5上下，目前公司已与下游商议价格调整，随着后续价格传导，成本端压力有望部分减退。此外，随着公司生产规模的扩大，生产上的规模优势已有显现，报告期内费用有所摊薄，同时公司加大研发投入，随着生产的自动化和节能化水平的提升，规模优势有望进一步加强。

图表 9: 我国 PVC 地板出口额及增速



资料来源: 中国海关, 国盛证券研究所

图表 10: 海象新材产能及产能利用率情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

## 投资建议

公司是国内领先的 PVC 地板生产及出口商, 近年来把握弹性地板渗透率提升趋势, 快速跟进 SPC 占比提升这一结构性变化积极扩张 SPC 产品产能。公司目前已有国内基材产能 20.36 万吨, 尚有 60.71 万吨产能在建, 未来 3 年产能有望持续释放成长弹性足。今年来看, 随着后续价格传导, 成本端压力有望部分减退, 盈利能力将逐步恢复。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.37 亿元、3.63 亿元和 4.74 亿元, 对应 EPS 分别为 3.24、4.95、6.47 元, 对应 PE 分别为 16、11、8 倍。考虑行业需求高景气度和公司成长弹性, 维持“买入”评级。

## 风险提示

### 原材料价格波动的风险

PVC 地板主要原材料是 PVC 树脂粉、印花面料和耐磨层等, 价格走势与原油及煤炭价格走势具有一定程度的关联性。相关公司主要原材料在主营业务占比 65% 左右, 如果未来生产所需的原材料价格发生较大幅度的波动, 预计将会对相关公司业绩产生影响。

### 汇率波动的风险

PVC 地板出口业务主要以美元或者欧元进行定价和结算, 产品从签署订单到收汇、结汇周期较长, 主要集中在 2-5 个月之间, 人民币汇率波动对公司出口业务影响较大。如果未来汇率大幅波动, 相关公司预计会因为汇率波动而产生汇兑损益。

### 海运运力不足的风险

PVC 地板主要出口至欧美国家, 由于海外疫情并未全面缓解, 海外制造业停工较多, 而中国制造业率先于世界恢复, 海外出口高度景气, 从中国出口方向的海运需求激增。但同时, 海外由于大面积停工, 导致集装箱出口后无法及时返回, 集装箱周转天数明显拉长, 导致海运运力供给端严重不足, 海运费用大幅提升。尽管 PVC 地板多采用 FOB 报价模式, 由客户承担运费, 但由于海运运力不足会影响产品出货情况, 进而影响公司收入确认。

### 市场竞争加剧的风险

行业内从事 PVC 地板生产及出口的企业众多, 大量经营规模不大并且研发和销售能力较

弱的中小企业存在，行业集中度较低，同质化竞争严重。行业整体毛利率水平较高，吸引更多参与者进入本行业，另一方面具有竞争力的企业不断扩充产能，未来市场竞争加剧，产品存在价格下降的风险，可能会影响公司业绩。

#### **贸易政策不确定的风险**

PVC 地板出口企业主要为美国、欧盟、加拿大、澳洲等境外 PVC 地板品牌商、建材零售商提供 ODM 产品，境内销售金额较小，境外销售中美国占比相对较高。如果未来相关贸易政策发生重大变化或发生贸易摩擦，将给公司市场销售带来一定的风险，从而经营业绩出现重大不利变化。

#### **市场需求变动的风险**

PVC 地板生产制造企业下游终端客户主要是欧美住宅及商用建筑，随着近年来欧美市场对于弹性地板产品的认知度及认可度提升，弹性地板需求持续增加。但是我们也看到在产品消费结构中，SPC 地板由于其性价比更高表现出了更强劲的增速，未来不排除市场上产品不断创新迭代，公司拟投产产能无法有效消化以及公司转投其他产品不及时的可能，预计会对公司业绩带来不利影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com