

东鹏控股 (003012)

公司研究/点评报告

营收高增长，现金流逐步改善

—东鹏控股 2021 年半年度业绩点评

点评报告/建材

2021 年 08 月 30 日

一、事件概述

2021 年 8 月 28 日，公司发布 2021 年半年度业绩公告，2021 年上半年实现营业收入 36.25 亿元，同比增长 39.02%；归母净利润 3.87 亿元，同比增长 30.3%；扣非归母净利润 3.16 亿元，同比增长 76.19%。其中，21Q2 单季度实现营收 24.92 亿元，同比增长 17.22%；归母净利润 3.35 亿元，同比增长 3.05%。

二、分析与判断

➤ 营收高增长，毛利率略有下降，现金流逐步改善

收入端：分业务，2021H1 瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、卫生陶瓷和卫浴产品业务收入分别为 26.65/4.12/2.83/1.77 亿元，同比+53.4%/-9.6%/+22.5%/+46.3%，除瓷质无釉砖均实现高增长。**毛利率方面**，2021H1 公司综合毛利率为 29.52%，同比下降 2.9 个百分点，主要系新收入准则对运输费用的统计口径变化及煤炭等成本增加所致，若统一按新收入准则计，本报告期公司整体毛利率较去年同期增长 0.95%；其中，瓷质有釉砖、瓷质无釉砖、卫生洁具业务毛利率分别为 32.2%/29.8%/18.0%，同比-0.9%/-9.1%/-2.4%。**营运及现金流**，2020H1 应收账款周转率 3.18，同比增长 25.2%；收现比为 13.19%，同比提升 8.24 个百分点，环比提升 9.95 个百分点，现金流情况逐步改善。

➤ 行业集中度持续提升，龙头企业受益

行业集中度持续提升，龙头企业受益。国内建筑陶瓷呈现“大市场，小企业”的竞争格局：2020 年规模以上建筑陶瓷企业主营业务总收入为 3111.2 亿元，市场规模大；但是，前十名陶瓷企业的集中度仅为 18%，行业集中度较低。**随着环保政策及房地产集采政策的推动，行业内中小企业加快退出，龙头公司凭借其渠道、产能和品牌优势抢占市场份额，行业集中度持续提升**；2017-2020 年，全国净减少 211 家陶瓷厂，504 条生产线，缩减幅度达到了全国陶瓷厂、生产线总量的 15%。

➤ “产能+渠道+品牌”三轮驱动，打造建陶行业领先企业

产能布局全国：公司拥有广东佛山、清远、江门、高明、江西丰城、重庆永川、湖南澧县、山东淄博、山西垣曲和江西湖口等十二大瓷砖及卫浴生产基地，合计 40 余条瓷砖及卫浴先进生产线；同时，公司具有全国布局的仓储物流网络，包括生产厂附近的中心仓、销售仓和特有的共享仓组成的仓储网络，能够有效降低运营成本与提高效率。**渠道优势：经销渠道**，公司拥有近 2000 家经销商，其中瓷砖门店 5317 家，卫浴门店 1393 家；**工程渠道**，公司与万科、碧桂园、保利、中海、华润等国内头部房地产商达成战略合作。**品牌优势**：“东鹏”在中国 500 最具价值品牌中连续多年获世界品牌实验室认可为行业内最有价值品牌；此外，公司是北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方瓷砖供应商。

三、投资建议

预计公司 2021-2023 年营收为 89.4/111.7/136.0 亿元，归母净利润 11.4/14.9/18.8 亿元，EPS 为 0.97/1.27/1.60 元，对应 PE 为 15.2/11.6/9.2 倍。以可比公司蒙娜丽莎和帝欧家居 2021 年 10.7 倍的 PE 为参考，考虑到公司强大的品牌优势及新产能陆续投放有望驱动未来几年业绩增长，因此，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

煤炭、电力等成本提升的风险；疫情反复影响生产的风险；行业竞争加剧的风险。

推荐

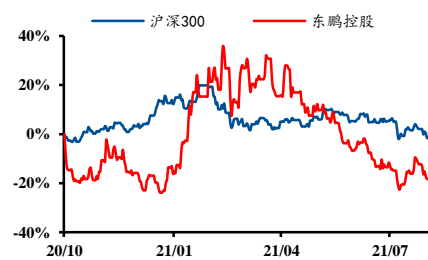
首次评级

当前价格：14.78 元

交易数据 2021-8-27

| | |
|-----------------|-------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 23.57/13.21 |
| 总股本(百万股) | 1,173 |
| 流通股本(百万股) | 143 |
| 流通股比例(%) | 12.19 |
| 总市值(亿元) | 173 |
| 流通市值(亿元) | 21 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证 S0100516120001
电话：0755-22662010
邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证 S0100121070026
电话：0755-22662096
邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 7,158 | 8,935 | 11,165 | 13,595 |
| 增长率 (%) | 6.0% | 24.8% | 25.0% | 21.8% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 852 | 1,140 | 1,488 | 1,879 |
| 增长率 (%) | 7.2% | 33.8% | 30.6% | 26.3% |
| 每股收益 (元) | 0.80 | 0.97 | 1.27 | 1.60 |
| PE (现价) | 18.5 | 15.2 | 11.6 | 9.2 |
| PB | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业总收入 | 7,158 | 8,935 | 11,165 | 13,595 |
| 营业成本 | 4,838 | 5,907 | 7,312 | 8,839 |
| 营业税金及附加 | 63 | 82 | 102 | 124 |
| 销售费用 | 754 | 1,099 | 1,336 | 1,610 |
| 管理费用 | 397 | 485 | 609 | 742 |
| 研发费用 | 174 | 187 | 245 | 299 |
| EBIT | 932 | 1,175 | 1,561 | 1,981 |
| 财务费用 | (4) | (36) | (49) | (73) |
| 资产减值损失 | (34) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 11 | 10 | 9 |
| 营业利润 | 998 | 1,334 | 1,736 | 2,183 |
| 营业外收支 | (37) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 961 | 1,318 | 1,717 | 2,162 |
| 所得税 | 113 | 183 | 235 | 290 |
| 净利润 | 848 | 1,136 | 1,483 | 1,872 |
| 归属于母公司净利润 | 852 | 1,140 | 1,488 | 1,879 |
| EBITDA | 1,348 | 1,617 | 2,063 | 2,543 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 4052 | 5071 | 7000 | 9010 |
| 应收账款及票据 | 1800 | 1983 | 2570 | 3140 |
| 预付款项 | 52 | 77 | 94 | 111 |
| 存货 | 1431 | 2009 | 2267 | 2877 |
| 其他流动资产 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 流动资产合计 | 7657 | 9488 | 12270 | 15507 |
| 长期股权投资 | 56 | 67 | 77 | 86 |
| 固定资产 | 3725 | 4304 | 4864 | 5403 |
| 无形资产 | 732 | 755 | 772 | 786 |
| 非流动资产合计 | 4887 | 5014 | 5040 | 4970 |
| 资产合计 | 12544 | 14502 | 17310 | 20477 |
| 短期借款 | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 应付账款及票据 | 3528 | 4094 | 5210 | 6266 |
| 其他流动负债 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 流动负债合计 | 4726 | 5549 | 6875 | 8170 |
| 长期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 其他长期负债 | 199 | 199 | 199 | 199 |
| 非流动负债合计 | 299 | 299 | 299 | 299 |
| 负债合计 | 5026 | 5848 | 7174 | 8469 |
| 股本 | 1173 | 1173 | 1173 | 1173 |
| 少数股东权益 | 15 | 11 | 6 | (1) |
| 股东权益合计 | 7518 | 8654 | 10136 | 12008 |
| 负债和股东权益合计 | 12544 | 14502 | 17310 | 20477 |

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 6.0% | 24.8% | 25.0% | 21.8% |
| EBIT 增长率 | 1.8% | 26.1% | 32.8% | 26.9% |
| 净利润增长率 | 7.2% | 33.8% | 30.6% | 26.3% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 32.4% | 33.9% | 34.5% | 35.0% |
| 净利率 | 11.9% | 12.8% | 13.3% | 13.8% |
| 总资产收益率 ROA | 6.8% | 7.9% | 8.6% | 9.2% |
| 净资产收益率 ROE | 11.4% | 13.2% | 14.7% | 15.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.6 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.3 | 1.5 | 1.5 |
| 现金比率 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 资产负债率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 53.6 | 49.9 | 51.0 | 51.1 |
| 存货周转天数 | 103.1 | 104.8 | 105.2 | 104.7 |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.8 | 1.0 | 1.3 | 1.6 |
| 每股净资产 | 6.4 | 7.4 | 8.6 | 10.2 |
| 每股经营现金流 | 1.1 | 1.4 | 2.1 | 2.2 |
| 每股股利 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 18.5 | 15.2 | 11.6 | 9.2 |
| PB | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 8.9 | 7.0 | 4.6 | 3.0 |
| 股息收益率 | 2.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 848 | 1,136 | 1,483 | 1,872 |
| 折旧和摊销 | 450 | 442 | 502 | 562 |
| 营运资金变动 | 7 | 10 | 472 | 68 |
| 经营活动现金流 | 1,282 | 1,607 | 2,480 | 2,529 |
| 资本开支 | 646 | 573 | 538 | 504 |
| 投资 | (170) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (799) | (573) | (538) | (504) |
| 股权募资 | 1,531 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (181) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 1,294 | (14) | (14) | (14) |
| 现金净流量 | 1,777 | 1,019 | 1,928 | 2,010 |

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》今榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---------------------------|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅5%以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅5%以上 |

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。