

# 图说建材成本，重估盈利能力 ——大国重材系列（七）

民生建材 李阳 执业证号：S0100521110008



## 摘要

### 原材料、燃料价格影响建材成本：

- 我们测算，原材料价格变动10%时的影响（不考虑涨价对冲），沥青影响防水毛利率2-2.5pct，乳液影响涂料毛利率2-2.2pct，钛白粉影响涂料毛利率0.4-0.5pct，环氧乙烷影响减水剂毛利率3-3.5pct，PVC影响减水剂毛利率5.5-6pct，纯碱影响玻璃毛利率2pct左右，铝型材影响铝膜板6pct，有机硅DMC影响密封胶4.5-4.6pct。
- 我们测算，燃料价格变动10%时的影响（不考虑涨价对冲），天然气影响玻纤毛利率0.7-0.8pct、玻璃2.5-3pct、瓷砖1pct左右，煤炭影响水泥毛利率2-2.5pct、瓷砖毛利率0.7-0.8pct。

6月中下旬以来大宗原材料、燃料价格多有下调，2022.6.15-2022.7.10期间，布油现货价下降9.8%，90#道路沥青下降4.1%，PVC下降22%，PPR下降5.2%，有机硅DMC下降6.2%，中国LNG出厂价下降1.4%（较4月初下降24.1%），长江有色金属市场铝环比下降9.4%、铜环比下降17.8%。

- **原材料/燃料价格下降，毛利率受益角度**，重点标的包括【伟星新材】【东方雨虹】【硅宝科技】【科顺股份】【坚朗五金】【志特新材】【中国巨石】【三棵树】【蒙娜丽莎】【中材科技】【长海股份】【王力安防】【亚士创能】【公元股份】【北新建材】【共创草坪】【鸿路钢构】。

**风险提示：**1) 测算可能存在误差。2) 原材料价格波动不及预期。

## 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002791.SZ	坚朗五金	109.88	2.77	3.05	4.17	40	36	26	推荐
002918.SZ	蒙娜丽莎	15.60	0.75	1.25	1.80	21	12	9	推荐
603737.SH	三棵树	123.66	-1.11	2.28	3.56	/	54	35	推荐
605268.SH	王力安防	10.12	0.32	0.57	0.77	32	18	13	推荐
603378.SH	亚士创能	10.57	-1.26	0.64	0.93	/	16	11	推荐
300986.SZ	志特新材	32.80	1.00	1.31	1.76	33	25	19	推荐
002641.SZ	公元股份	4.54	0.47	0.55	0.66	10	8	7	推荐
002372.SZ	伟星新材	21.33	0.77	1.01	1.21	28	21	18	推荐
300737.SZ	科顺股份	11.66	0.57	1.01	1.32	20	12	9	推荐
002271.SZ	东方雨虹	44.49	1.67	2.09	2.64	27	21	17	推荐
000786.SZ	北新建材	31.47	2.08	2.38	2.85	15	13	11	推荐
605099.SH	共创草坪	25.51	0.94	1.60	2.04	27	16	13	推荐
002541.SZ	鸿路钢构	33.16	2.17	2.67	3.32	15	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：股价为2022年7月11日收盘价）



01

原材料价格对建材成本的影响

02

动力燃料价格对建材成本的影响

03

原材料&燃料价格图集

04

对成本的应激反应  
重估建材盈利能力

05

风险提示

06

附录

CONTENTS

目录



# 01. 原材料价格对建材成本的影响

# 01

## 沥青（防水卷材）

- **产业链：**上游（煤焦油、树脂、原油）、中游（同行与贸易商）、下游（活性炭、防水沥青、建筑沥青、道路沥青、沥青炭黑）
- **扩产难度：**2020年我国石油沥青总产量5551.7万吨，近4年复合增速8.68%。
- **可储存性：**沥青需进行加热保持一定物理状态，大量存储（如冬储）会增加储存成本，需企业采购量达一定规模才可
- **资源属性：**一般，石油沥青由石油冶炼而成
- **销售模式：**中石油、中石化沥青通过销售公司进行统销，与一手代理商合作，再由代理商销往下级贸易商或终端客户销售。
- **行业格局：**2018年CR3达68%
- **定价方法：**价格与原油关联度高
- **防水毛利率影响：**以科顺股份为例（测算详见《科顺股份深度报告：昂首百亿，行稳致远》），我们测算，**静态情况下沥青单价变动 10%，对公司毛利率有 2.3pct 影响。**1) 2013-2020年公司毛利率均值 34.2%；2) 2017-2020 年公司直接材料占营业成本比重均值为85%；**3) 2015-2018H1公司沥青占原材料采购金额比重均值为35%；**4) 2013-2018 年公司毛利率、沥青价格实际变化趋势与测算结果相仿，2019-2020 年以上测算规律逐渐失效，我们认为规模优势下，公司通过冬储平滑原材料沥青对毛利率影响能力逐渐显现。

图：科顺股份沥青占原材料比重



表：以科顺股份为例 沥青价格变化对防水材料毛利率影响

以科顺股份为例	稳态情况	沥青涨10%	沥青跌10%
防水材料单价（元，后同，假设值）	100	100	100
防水材料营业成本	65.82	68.12	63.52
防水材料直接材料成本	55.95	57.90	53.99
防水材料沥青成本	19.58	21.54	17.62
防水材料其他直接材料成本	36.36	36.36	36.36
毛利率	34.18%	31.88%	36.48%

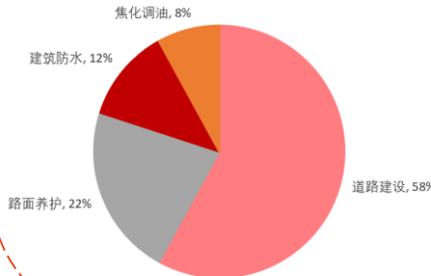
图：石油沥青价格（元/吨）



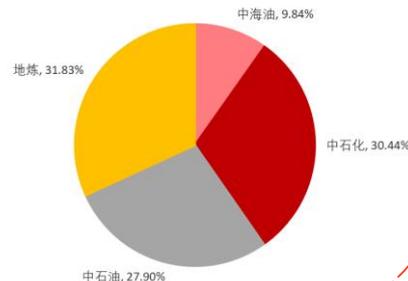
图：2015-2020年我国石油沥青产量



图：2020年我国石油沥青下游需求结构



图：2018年我国石油沥青市场格局（产能）



# 01

## 钛白粉（建筑涂料）

- **产业链**：上游（钛精矿、金红石、氯气、石油焦和硫酸）、中游（同行与贸易商）、下游（涂料、塑料、造纸）
- **扩产难度**：2020年我国行业总产量351.2万吨，近3年复合增速7%；龙佰集团2018年1条氯化法产线20万吨，对应总投资18亿元；硫酸法环保压力 > 氯化法
- **可储存性**：避免受潮可长期室内储存（地面、墙壁距离10厘米），堆放不超过20层；存在社会库存
- **资源属性**：较强，钛精矿配套能力，是钛白粉企业核心竞争力之一
- **销售模式**：实行买断式的终端用户和经销商销售模式（以龙佰集团为例）
- **行业格局**：2020年CR5达49%，龙头扩张（2015-2020年龙佰集团产能扩张CAGR31%）快于行业
- **定价方法**：顺价较为容易
- **建涂单耗**：2020年单吨功能型建筑涂料约耗用17.6kg钛白粉，即单吨涂料耗用210元

表：钛白粉价格变动对建涂毛利率的影响

以亚士创能为例	20Q1	21Q1	22Q1	2018	2019	2020	2021
单价 (元/kg, 以亚士公开数据为例)	12.46	14.20	17.29	14.66	13.33	11.95	16.46
YOY		14%	22%	0%	-9%	-10%	38%
单吨功能型建涂消耗 (kg, 20Q1-22Q1采用单耗17.6kg数据)	17.60	17.60	17.60	20.39	18.18	17.60	15.83
单吨营业成本(元)				3973	3639	3401	3913
单吨直接材料成本 (元)				3637	3376	3112	3586
单吨钛白粉成本(元)	219	250	304	299	242	210	261
钛白粉/营业成本				8%	7%	6%	7%
钛白粉/直接材料				8%	7%	7%	7%

以2021年为例，钛白粉价格变动10%，营业成本上涨26.1元/吨，毛利率下降0.46pct

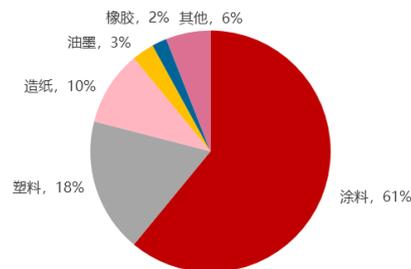
图：钛白粉价格



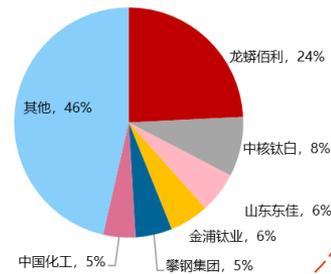
图：单吨功能型建涂消耗量



图：2020年钛白粉下游需求结构



图：2020年我国钛白粉市场格局（产能）



# 01

## 丙烯酸乳液（建筑涂料）

- **产业链**：上游（苯乙烯、丙烯酸酯）、中游（同行与贸易商）、下游（涂料、纺织工艺、包装材料）
- **扩产难度**：2019年我国行业总销量约304万吨，近3年复合增速17%；保立佳2020年投资建设28万吨水性丙烯酸乳液项目，投资额5.65亿；重污染天气存在停产/限产风险，如2019年烟台保立佳按照烟台市生态环境局要求，共限产/停产16天
- **可储存性**：产品保质期较短，6个月左右
- **资源属性**：一般，丙烯酸丁酯、苯乙烯等化工原料来自于大炼化
- **销售模式**：实行直销和经销两种模式（以保立佳为例），直销模式直接对接立邦、三棵树等大型客户，经销模式针对中小型客户和偏远地区客户
- **行业格局**：巴德富集团建筑涂料乳液国内市占率45%，保立佳丙烯酸乳液市占率达11%
- **定价方法**：价格与化工原料（原油）关联度高
- **建涂单耗**：2020年单吨功能型建筑涂料约耗用182kg乳液，即单吨涂料耗用878元

表：乳液价格变动对建涂毛利率的影响

以亚士创能为例	20Q1	21Q1	22Q1	2018	2019	2020	2021
单价 (元/kg, 以亚士数据为例)	5.49	6.25	7.64	7.18	6.07	4.82	7.00
YOY		14%	22%	2%	-15%	-21%	45%
单吨功能型建涂消耗 (kg, 20Q1-22Q1采用单耗182kg数据)	182	182	182	184	180	182	163
单吨营业成本(元)				3973	3639	3401	3913
单吨直接材料成本 (元)				3637	3376	3112	3586
单吨乳液成本(元)			1392	1319	1090	878	1144
乳液/营业成本				33%	30%	26%	29%
乳液/直接材料				36%	32%	28%	32%

以2021年为例，乳液价格变动10%，营业成本上涨114.4元/吨，毛利率下降2.12pct

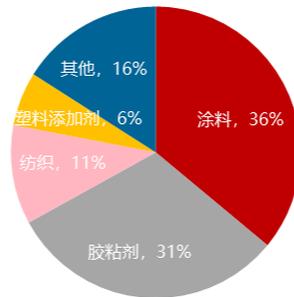
图：丙烯酸乳液价格（百川盈孚）



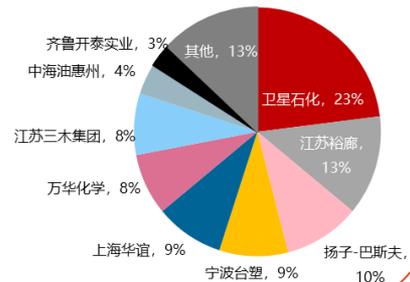
图：丙烯酸价格（隆众资讯）



图：2020年丙烯酸酯下游需求结构



图：2020年我国丙烯酸市场格局（产能）



资料来源：wind，中国涂料工业协会隆众资讯，

百川盈孚，保立佳招股说明书，民生证券研究院测算

# 01

## 环氧乙烷（减水剂）

- **产业链：**上游（乙烯）、中游（同行与贸易商）、下游（聚羧酸减水剂、非离子表面活性剂）
- **扩产难度：**2020年我国环氧乙烷总产量为309万吨，近三年复合增速7%；2018年奥克股份年产10万吨聚羧酸系高效减水剂用聚醚单体、高分子聚乙二醇产线投资额1.3亿元
- **可储存性：**易燃易爆，地域性强，不易长途运输
- **资源属性：**一般
- **销售模式：**下游企业依据年度采购协议采购，价格随行就市（苏博特为例）
- **行业格局：**2020年CR2占比44%，行业集中度高；随着大量民企进入，产能扩张情况下环氧乙烷行业开工率不断走低。
- **定价方法：**价格与原油关联度高
- **高性能减水剂单耗：**2019年单吨高性能减水剂约耗用104kg环氧乙烷，即单吨高性能减水剂耗用659元（下表示单吨营业成本和单吨直接材料成本，指的均是苏博特高性能减水剂而非整体减水剂）

图：环氧乙烷价格



图：苏博特单位高性能减水剂对应环氧乙烷采购量

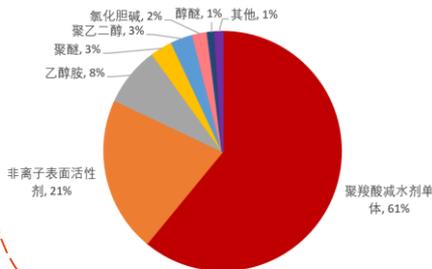


表：环氧乙烷价格变动对高性能减水剂毛利率的影响

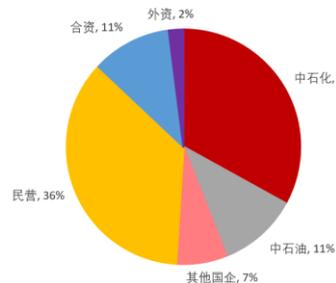
以苏博特为例	20Q1	21Q1	22Q1	2018	2019	2020	2021
单价 (元/吨, 以苏博特数据为例)	6376	6698	6690	8766	6798	6276	6906
YOY		5%	0%	4%	-22%	-8%	10%
单吨高性能减水剂消耗 (kg, 20Q1-22Q1采用单耗104kg数据)	105	105	105	115	104	100	104
单吨营业成本(元)				1438	1181	1352	1371
单吨直接材料成本(元)				1328	1076	1070	1150
单吨环氧乙烷成本(元)	669	703	702	1012	710	659	718
环氧乙烷/营业成本				70%	60%	49%	52%
环氧乙烷/直接材料				76%	66%	62%	62%

以2021年为例，环氧乙烷价格变动10%，高性能减水剂营业成本上涨71.8元/吨，毛利率下降3.44pct

图：2020年环氧乙烷下游需求结构



图：2020年我国环氧乙烷市场格局（产能）



# 01

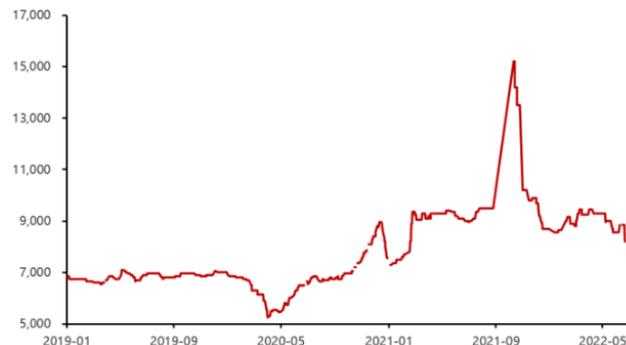
## PVC (塑料管材)

- **产业链**：上游（煤矿、电石）、中游（同行与贸易商）、下游（管材、型材、薄膜、电线电缆、地板）
- **扩产难度**：2020年我国行业总产量2664万吨，近3年复合增速3.5%；氯碱化工2022年预计投产40万吨PVC产线（此外还有30万吨烧碱），对应总投资41.81亿元；电石法能耗高、环保压力大
- **可储存性**：受热易分解产生有毒气体，储存于避光环境保持通风
- **资源属性**：强，电石法需要电石、煤炭、原盐资源，西北资源丰富
- **销售模式**：直销、经销联动（中泰化学为例）
- **行业格局**：2019年CR5达24%，行业集中度低
- **定价方法**：价格与原油关联度高
- **管材单耗**：假设1吨管材消耗640kg PVC

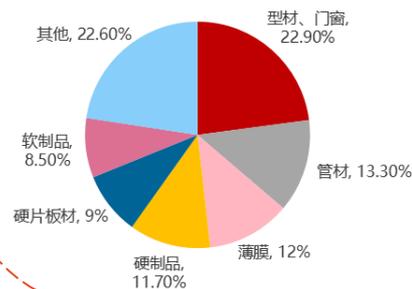
表：PVC价格变动对PVC管材毛利率的影响

以公元股份为例	20Q1	21Q1	22Q1	2018	2019	2020	2021
单价 (元/吨, 参考齐鲁石化PVC S-1000)	6478	8315	8992	6851	6844	6760	9289
YOY		28%	8%	1%	0%	-1%	37%
单吨PVC管材消耗 (kg)	640	640	640	640	640	640	640
公元单吨营业成本 (元)				7370	7210	6721	8218
单吨PVC成本(元)	4146	5321	5755	4385	4380	4327	5945
PVC/营业成本				59%	61%	64%	72%
以2020年为例，PVC价格变动10%，营业成本上涨594.5元/吨，公元毛利率下降5.76pct							

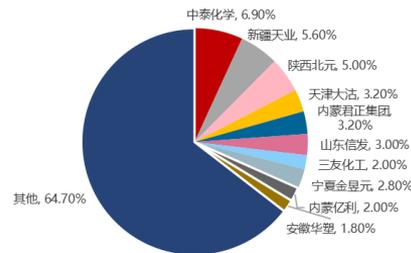
图：PVC价格



图：2020年PVC下游需求结构



图：2019年我国PVC市场格局（产能）



# 01

## 纯碱（玻璃）

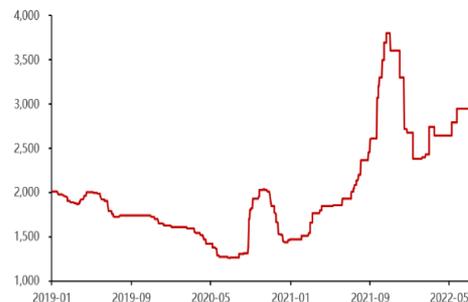
- **产业链**：上游（原盐、石灰石、合成氨、动力煤、天然气、天然碱矿）、中游（同行与贸易商）、下游（玻璃、洗涤剂、食品）
- **扩产难度**：2021年我国纯碱总产量为2913.3万吨，近三年复合增速3.6%；氨碱法和联碱法环保压力较大，去年连云港碱业减产120万吨，天然碱法环保优势明显；远兴能源塔木素天然碱开发利用项目（780万吨天然碱+80万吨小苏打）总能耗为222.8万吨标准煤/年
- **可储存性**：在干燥环境中专库储存，不能与酸类、食盐等共储混运；库存时间一般不超过6个月
- **资源属性**：强，环保政策限制下天然碱法更具优势，天然碱依赖天然碱矿
- **销售模式**：实行直销、经销和网络销售相结合的方式（远兴能源为例）
- **行业格局**：2021年CR5达42%，远兴塔木素天然碱产能完全投放后，年产能从180万吨增加至960万吨
- **定价方法**：顺价容易
- **玻璃单耗**：2019年旗滨公开数据为例，单吨玻璃约耗用210kg纯碱，即单吨玻璃耗用422元

表：纯碱价格变动对玻璃毛利率的影响（以旗滨为例）

以旗滨集团为例	20Q1	21Q1	22Q1(E)	2018	2019	2020	2021
单价（元/吨，重质纯碱除税价）	1405	1397	2251	1697	1617	1370	2058
YOY		-1%	61%	-6%	-5%	-15%	50%
单吨玻璃消耗（kg，20Q1-22Q1采用单耗205kg数据）	205	205	205	199	210	205	205
单吨营业成本（元）				1125	1020	906	1009
单吨直接材料成本（元）				933	853	728	834
单吨纯碱成本（元）	288	286	462	337	340	282	422
纯碱/营业成本				30%	33%	31%	42%
纯碱/直接材料				36%	40%	39%	51%

以2021年为例，纯碱价格变动10%，营业成本上涨42.2元/吨，毛利率下降2.02pct

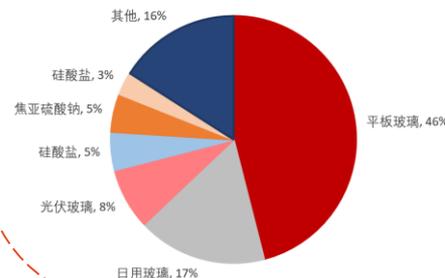
图：纯碱价格



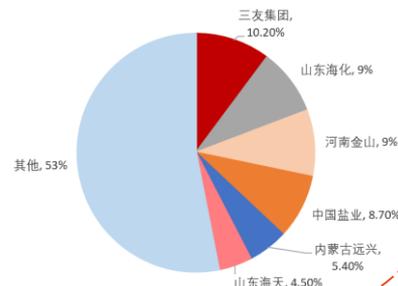
表：2017-2019年旗滨单吨玻璃纯碱耗用量

	2017	2018	2019
旗滨纯碱采购额（万元）	191,889	185,314	201,660
重质纯碱单价（元/吨）	1809	1697	1617
旗滨纯碱采购量（万吨）	106	109	125
旗滨玻璃产量（万吨）	514.60	550	594
旗滨单吨玻璃纯碱耗用量（kg）	206	199	210

图：2021年纯碱下游需求结构



图：2021年我国纯碱市场格局（产能）



# 01

## 铝&铝合金（五金、铝模板）

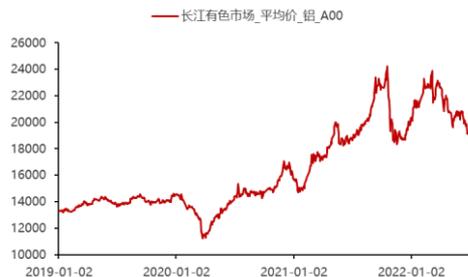
- **产业链**：上游（铝矿石开采冶炼，铝土矿、氧化铝、电解铝等）、中游（铝材生产加工环节）、下游（建筑、汽车、机械、家电、电力、包装等）
- **扩产难度**：2021年我国铝材产量为6105.2万吨，近三年复合增速10.3%；双碳背景下，上游铝产能受政策约束
- **可储存性**：根据型材截面大小不同进行分类储存
- **资源属性**：上游电解铝能耗高，对能源价格敏感，能源价格便宜的地区有优势
- **销售模式**：直销为主，经销、居间代理为辅（豪美新材为例）
- **定价策略**：铝型材采购单价参考同期市场铝锭单价（如长江/上海有色铝价）+加工费，不同供应商型材加工费有差异，通常含税加工费单价为3000-5000元/吨，加工费占铝型材价格比重15%-30%。
- **行业格局**：2020年电解铝行业CR5达27.7%，铝材行业CR6达14.4%。
- **铝模板单耗**：（志特含销售与租赁业务，其中租赁业务比重更大，此处仅考虑销售业务）**2020年志特单平铝模板约耗用28.61kg铝型材**，耗用价值量为450元，约占营业成本76%。以2020年为例，我们测算，铝型材价格变动10%，影响志特毛利率5.91pct

表：铝型材价格变动对铝模板毛利率的影响

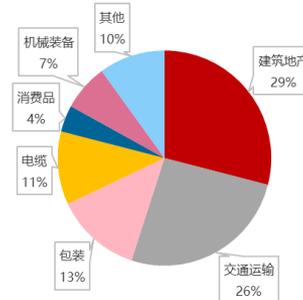
以志特新材为例	2018	2019	2020
单价（元/kg）	15.90	15.76	15.74
YOY		-1%	0%
单平铝型材消耗（kg/平方米）	26	27	29
志特单平铝型材耗用价值（元）	417	426	450
志特单平铝模板售价（元）	755	859	761
志特单平铝模板营业成本（元）	614	597	596
铝型材/铝模板营业成本	68%	71%	76%

以2020年为例，铝型材价格变动10%，营业成本上涨45元/吨，志特毛利率下降5.91pct

图：铝价格



图：2020年我国电解铝下游需求拆分



图：铝型材采购单价与铝锭市场价格走势对比

（单位：元/吨）



图：我国铝材产量



## 02. 动力燃料价格对建材成本的影响

02

## 燃料成本测算：天然气

表：玻纤——天然气成本上升测算【中国巨石】

巨石玻纤天然气单耗	140立方米/吨（2020年数据，来源：巨石债评级）	
22Q1浙江天然气单价	3.99元/立方米	单耗需558.6元
21Q1浙江天然气单价	3.12元/立方米	单耗436.8元，21Q1巨石毛利43.52%，假设单吨成本为3279元，天然气占营业成本比重为13.3%。
天然气涨幅对成本影响	天然气单耗上调121.8元/吨，假设玻纤价格不变，影响毛利率2.1pct	
22Q1产品单价	全国缠绕直接纱2400tex均价（下同）6138元/吨	
21Q1产品单价	5805元/吨	
价格变化	税后单价上升（6133-5805）/1.13=290元，可以覆盖天然气价格上升	

表：玻璃——天然气成本上升测算【旗滨集团】

玻璃天然气单耗	210立方米/吨（2022年，预计值）	
22Q1长兴天然气单价	3.4元/立方米	单耗714元
21Q1长兴天然气单价	2.65元/立方米	单耗556.5元
天然气涨幅对成本影响	天然气单耗上调157.5元/吨，假设玻璃价格不变，影响毛利率7.9pct	
22Q1产品单价	2000元/吨+	
21Q1产品单价	1980元/吨+	
产品单位成本	22Q1单位成本估计1450元/吨左右，21Q1单位成本估计1040元/吨左右	
价格变化	不含税单价上升100元/吨	

表：瓷砖——天然气成本上升测算【蒙娜丽莎】

瓷砖天然气单耗	1.8立方米/平（2020年数据，来源：陶瓷信息网）	
22年Q1佛山天然气单价	5.4元/立方米	单耗9.72元
20年夏季佛山天然气单价	2.6元/立方米	单耗4.68元，天然气占营业成本比重为17.1%（以蒙娜为例）
天然气涨幅对成本影响	假设天然气单耗上调5.04元/平，假设瓷砖单价维持在47.45元/平，影响毛利率10.6pct	
2020年单价/单位成本	以蒙娜丽莎为例，2020年瓷砖单价47.45元/平，单位成本（不包含运输费用）27.35元/平	

**注意：以上为线性推演，不代表公司的实际情况，原材料&燃料的采购价格，和市场价格存在偏差，不同年份的单耗表现可能不同。**

## 燃料成本测算：煤炭

表：水泥——煤炭成本上升测算【华新水泥】

水泥煤炭单耗	115kg/吨（2020年数据，来源：华新H股上市说明书）	
22Q1秦皇岛动力末煤平仓价	1173元/吨	单耗135元
21Q1秦皇岛动力末煤平仓价	719元/吨	单耗82.7元，煤炭占营业成本比重为36%
煤炭涨幅对成本影响	假设单耗上调52.3元/吨，同时假设水泥熟料吨均价341.09元/吨，影响毛利率15.3pct	
2021年水泥单价/单位成本	以华新水泥为例，水泥熟料吨均价341.09元，吨成本229.02元	

表：石膏板——煤炭成本上升测算【北新建材】

泰山石膏板煤炭单耗	0.676kg/平（2019年数据，来源：泰山石膏债评级）	
22Q1秦皇岛动力末煤平仓价	1173元/吨	单耗0.79元
21Q1秦皇岛动力末煤平仓价	719元/吨	单耗0.486元，煤炭占营业成本比重为13.4%
煤炭涨幅对成本影响	假设单耗上调0.304元/平，同时假设石膏板单平均价维持5.795元/吨，影响毛利率5.25pct	
2021年石膏板单价/单位成本	以北新建材为例，石膏板单平均价5.795元，单平成本3.634元	

表：瓷砖——煤炭成本上升测算【帝欧家居】

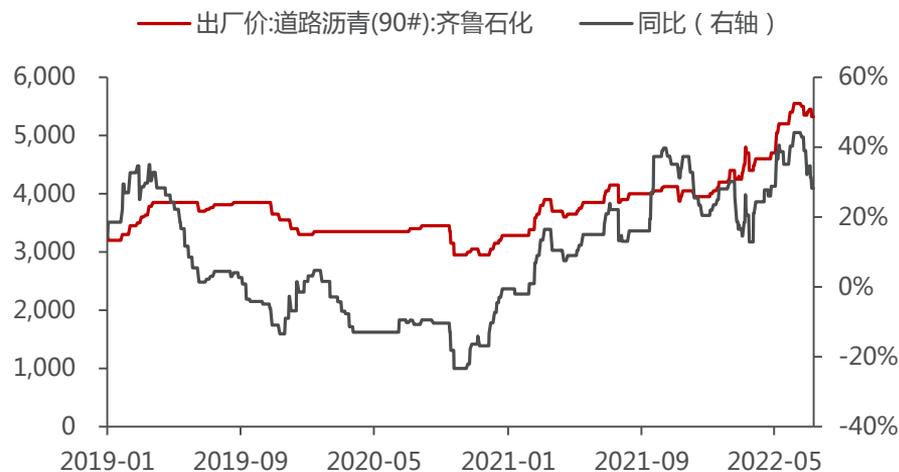
瓷砖煤炭单耗	5kg/平（2020年数据，来源：陶瓷信息网）	
22Q1秦皇岛动力末煤平仓价	1173元/吨	单耗5.87元
21Q1秦皇岛动力末煤平仓价	719元/吨	单耗3.6元，煤炭占营业成本比重为13.6%
煤炭涨幅对成本影响	假设单耗上调2.27元/平，同时假设瓷砖单价维持在39元/平，影响毛利率5.8pct	
2020年瓷砖单价/单位成本	以帝欧家居为例，瓷砖单价39元/平，单位成本（不包含运输费用）26.48元/平	

**注意：以上为线性推演，不代表公司的实际情况，原材料&燃料的采购价格，和市场价格存在偏差，不同年份的单耗表现可能不同。**

# 03. 原材料&燃料 价格图集

- 原油**：截至7月8日，布伦特原油现货价为115.76美元/桶，环比上周下降5.82美元/桶，同比去年上涨41.36美元/桶，对应上涨比例为55.59%。2022Q2均价114.08美元/桶，同比+65.04%，环比+11.42%。
- 沥青**：截至7月8日，齐鲁石化道路沥青(90#A级)价格为5320元/吨，环比上周下降80元/吨，同比去年上涨1170元/吨，对应上涨比例为28.19%。2022Q2均价5074元/吨，同比+34.59%，环比+17.81%。

**图：布伦特原油现货（美元/桶）**

**图：道路沥青价格（元/吨）**


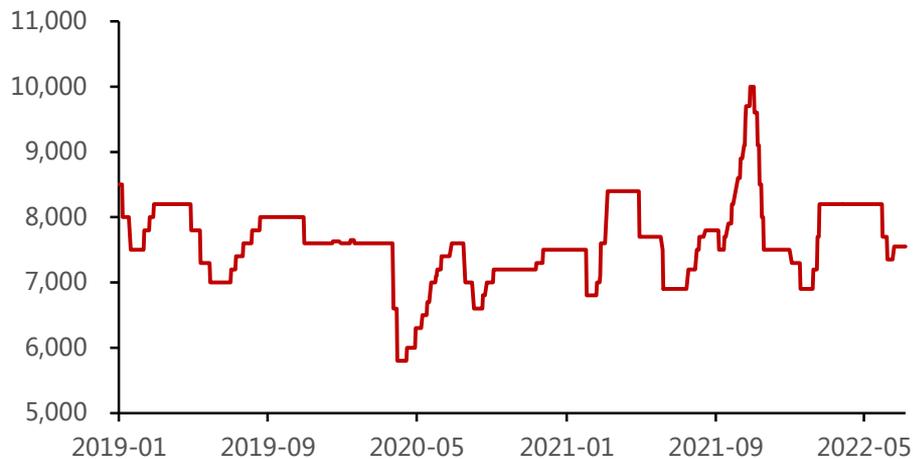
- 煤炭**：截至7月8日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价1245元/吨，环比上周持平，同比去年上涨303元/吨，对应上涨比例为32.17%。2022Q2均价1202.47元/吨，同比+47.00%，环比+2.47%。
- 铁矿石**：截至7月8日，中国铁矿石价格指数(CIOPI)为416.69，环比上周下降6.9，同比去年下降359.9，对应下降比例为46.34%。2022Q2平均为495.68，同比-29.71%，环比-2.16%。

**图：秦皇岛港动力末煤(Q5500)平仓价走势（元/吨）**

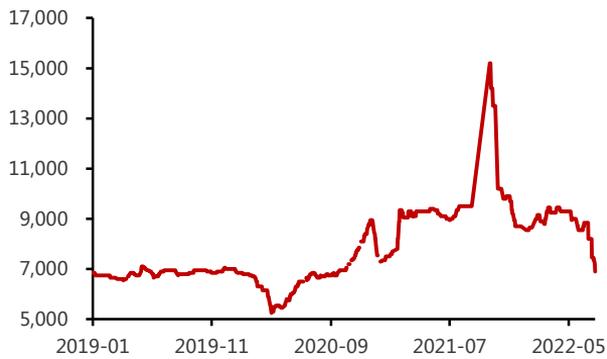
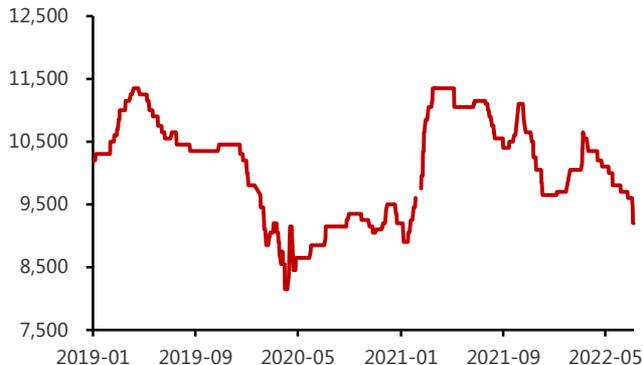
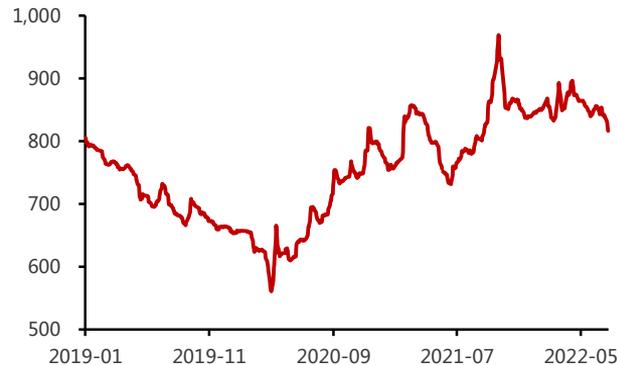
**图：中国铁矿石价格指数(CIOPI)**


- 天然气**：截至7月8日，中国LNG出厂价格全国指数6315元/吨，环比上周下降14元/吨，同比去年上涨2132元/吨，对应上涨比例为56.89%。2022Q2均价7332.50元/吨，同比+104.61%，环比+9.69%。
- 环氧乙烷**：截至7月8日，国内环氧乙烷现货价格为7550元/吨，环比上周上涨200元/吨，同比去年上涨650元/吨，对应上涨比例为9.42%。2022Q2均价7939.35元/吨，同比+3.13%，环比-0.78%。

**图：中国LNG出厂价格全国指数**

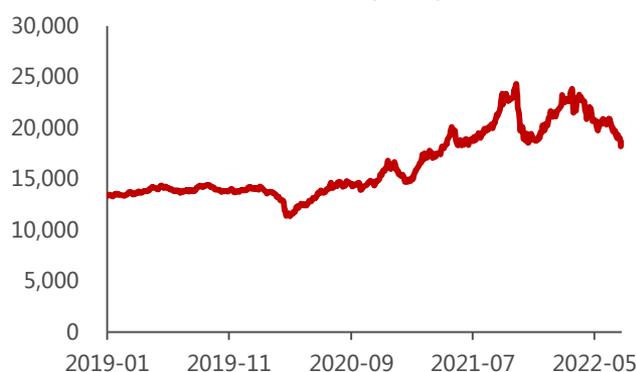
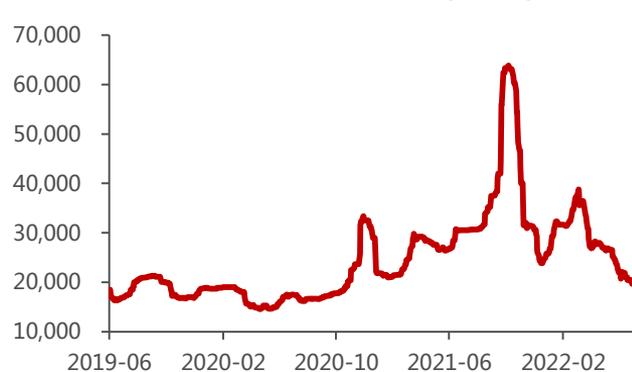
**图：国内环氧乙烷现货价格走势 (元/吨)**


- PVC原材料价格变动**：截至7月8日，齐鲁石化聚氯乙烯PVC市场价6900元/吨，环比上周下降550元/吨，同比去年下降2100元/吨，对应下降比例23.33%。2022Q2均价8876.47元/吨，同比-3.92%，环比-1.29%。
- PPR原材料价格变动**：截至7月8日，燕山石化PPR4220出厂价9200元/吨，环比上周下降250元/吨，同比去年下降1950元/吨，对应下降比例17.49%。2022Q2均价9962.96元/吨，同比-10.82%，环比-0.81%。
- PE原材料价格变动**：截至7月8日，中国塑料城PE指数816.4，环比上周下降21.01，同比去年上升45.47，对应上升比例为5.90%。2022Q2平均为859.03，同比+9.51%，环比+0.60%。

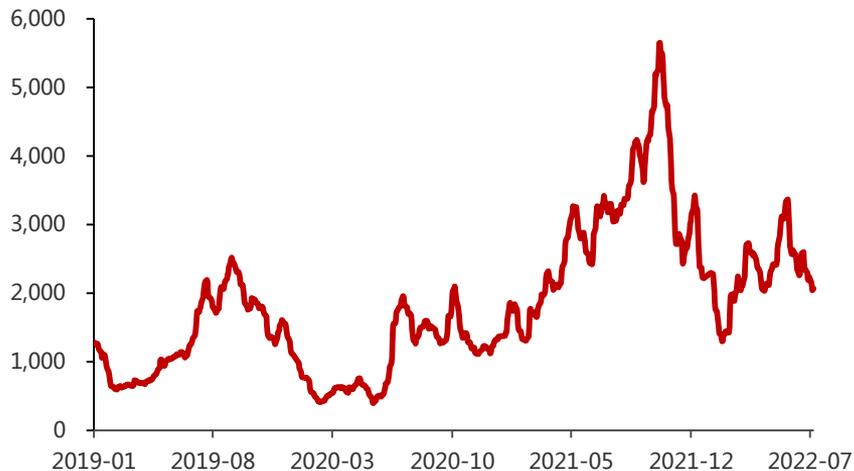
**图：齐鲁石化聚氯乙烯PVC市场价（元/吨）**

**图：燕山石化PPR4220市场价（元/吨）**

**图：中国塑料城PE指数**


- 铜**：截至7月8日，SHFE铜价市场平均价59690元/吨，环比上周下降2900元/吨，同比去年下降9330元/吨，对应下降比例为13.52%。2022Q2均价71519.83元/吨，同比+1.18%，环比-0.02%。
- 铝**：截至7月8日，SHFE铝价市场平均价18505元/吨，环比上周下降460元/吨，同比去年下降310元/吨，对应下降比例为1.65%。2022Q2均价20622.97元/吨，同比+11.01%，环比-7.12%。
- 有机硅DMC**：截至7月8日，有机硅DMC现货价为20420元/吨，环比上周上涨740元/吨，同比去年下降10146.67元/吨，对应下降比例为33.20%。2022Q2均价24812.31元/吨，同比-11.79%，环比-23.94%。

**图：SHFE铜价(元/吨)**

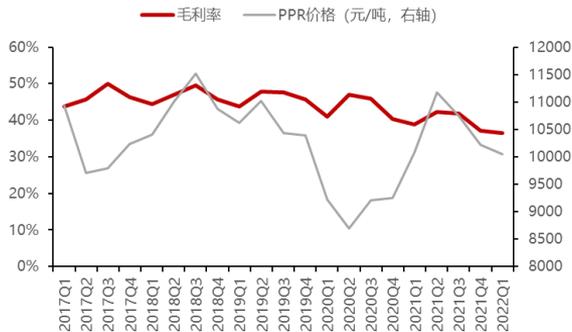
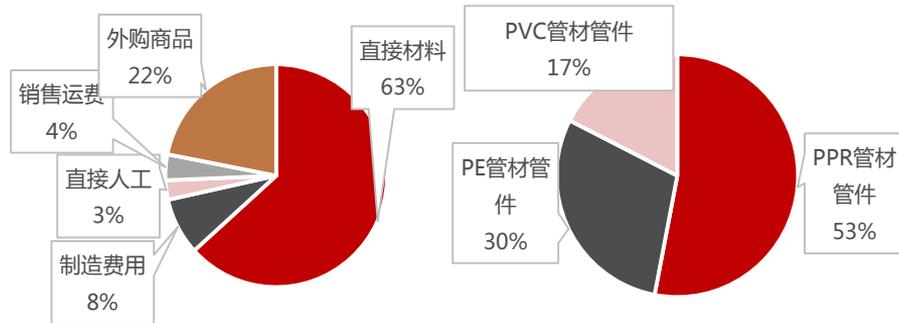
**图：SHFE铝价(元/吨)**

**图：有机硅DMC现货价(元/吨)**


- 海运费**：截至7月8日，波罗的海干散货指数(BDI)为2067.00，环比上周下降147，同比去年下降1174，对应下降比例为36.22%。2022Q2平均为2529.67，同比-9.41%，环比+24.18%。
- 废纸**：截至7月8日，国内废纸市场平均价3084元/吨，环比上周下降11元/吨，同比去年下降29元/吨，对应下降比例为0.93%。2022Q2均价3102.49元/吨，同比+6.24%，环比+0.10%。

**图：波罗的海干散货指数(BDI)走势**

**图：国内废纸市场平均价（元/吨）**


# 04. 对成本的应激反应： 重估建材盈利能力

- 1) 原材料&燃料关联：PP、PE、PVC。
- 2) 波动：2014-2015年PPR降价17%，公司毛利率从41.1%提升至43.8%；2020-2021年PPR涨价16.3%，毛利率从42.5%回落至39.8%（已剔除包装费对报表影响）。
- 3) 看点：刚需+改善性需求直接相关，长期深度布局C端零售。公司10年间收入、归母净利CAGR分别为15%、21%，主业显著穿越周期；第二成长曲线方面，根据公司2021年经营情况以及2022年经营计划，我们假设同心圆继续保持80%以上增速，今年有望实现10%左右的收入占比，公司防水施行“产品+施工”“产品+验收”模式，奠定差异化布局。

**图：伟星新材单季度毛利率与PPR价格走势对比**

**表：2021年伟星新材成本构成、主营业务构成**


- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为73.84、87.64、102.54亿元，归母净利分别为15.52、19.24、23.11亿元，现价对应PE分别为22、18、15倍。我们看好公司消费属性平滑周期影响，持续保持高质量盈利，此外，根据公司2021年防水、净水业务增速，以及2022年经营目标，我们假设同心圆继续保持80%以上增速，今年有望实现10%左右收入占比，业绩贡献逐渐明显。维持“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**宏观经济下行风险；原材料价格波动的风险；疫情不确定性影响。

**表：伟星新材盈利预测与财务指标**

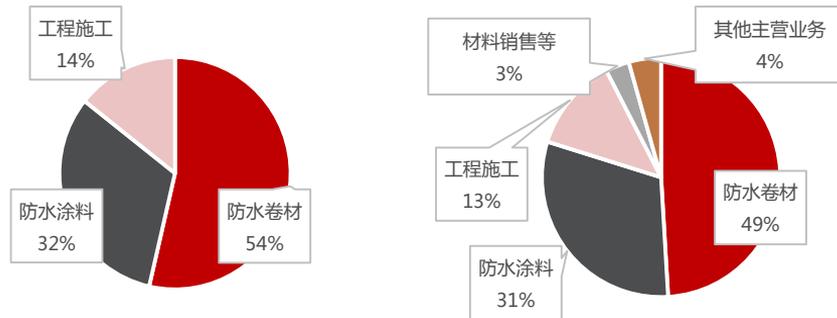
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,388	7,384	8,764	10,254
增长率（%）	25.1	15.6	18.7	17.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,223	1,552	1,924	2,311
增长率（%）	2.6	26.9	24.0	20.1
每股收益（元）	0.77	0.97	1.21	1.45
PE	28	22	18	15
PB	6.9	6.5	6.0	5.4

- **1) 原材料&燃料关联**：沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中石油化工产品占较大比重。
- **2) 波动**：2015-2016年沥青降价37.7%，公司毛利率从40.8%提升至42.6%；2020-2021年沥青涨价16.7%，毛利率从37.0%回落至30.5%。
- **3) 看点**：防水行业周期低点加速份额扩张；同时，非房+非防拉动，公司已发展成为多品类龙头，加速拓展基建、建筑修缮、工商业光伏屋面等非房领域，非防水业务建涂、保温砂浆、粉料、瓷砖胶、美缝剂百花齐放。

图：东方雨虹单季度毛利率与沥青价格走势对比



表：2021年东方雨虹成本构成、主营业务收入构成

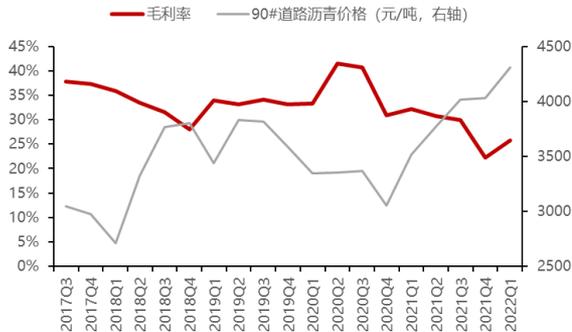
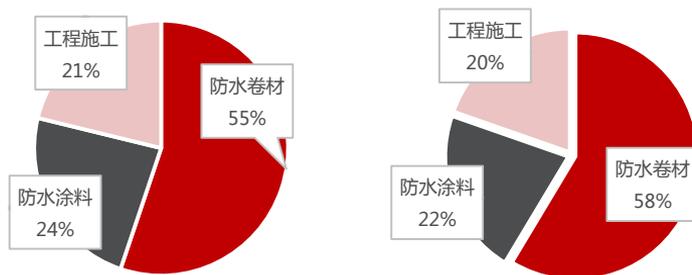


- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为415.14、518.93、648.66亿元，归母净利分别为52.67、66.62、82.89亿元，现价对应PE分别为21、17、14倍。继续看好公司【非房+非防】拉动：①直营地产客户向央企、国企及优质民企倾斜；②一体化公司持续发挥效力，加速拓展基建、建筑修缮、工商业光伏屋面等非房领域，有效抵御周期影响；③非防水业务百花齐放，零售板块高速成长，继续拓展建涂、保温砂浆、粉料、瓷砖胶、美缝剂等多条业务线。维持“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变化不及预期；原材料价格波动的风险；市政及基建投资不及预期。

**表：东方雨虹盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	31,934	41,514	51,893	64,866
增长率（%）	47.0	30.0	25.0	25.0
归属母公司股东净利润（百万元）	4,205	5,267	6,662	8,289
增长率（%）	24.1	25.3	26.5	24.4
每股收益（元）	1.67	2.09	2.64	3.29
PE	27	21	17	14
PB	4.2	3.6	3.2	3.0

- **1) 原材料&燃料关联**：沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等石油化工产品。
- **2) 波动**：2015-2016年沥青降价37.7%，公司毛利率从44.7%提升至49.7%；2020-2021年沥青涨价16.7%，毛利率从36.9%回落至28.5%。
- **3) 看点**：百亿目标战略清晰、稳健执行。公司一方面加大经销商开发，拓宽非房地产业务，抵御地产周期影响，同时行业低点加速提高份额，另一方面，外延并购丰泽股份，加快第二曲线布局。

**图：科顺股份单季度毛利率与沥青价格走势对比**

**表：2021年科顺股份成本构成、主营业务收入构成**


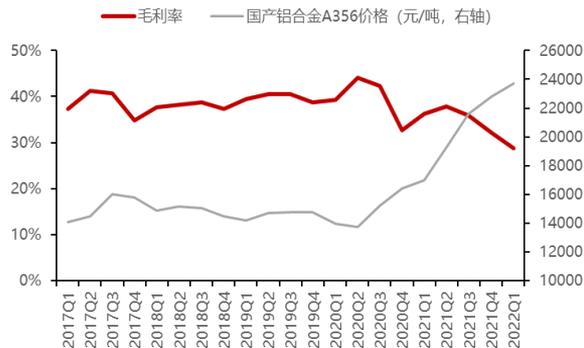
- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为104.55、125.99、151.56亿元，归母净利分别为11.98、15.64、18.77亿元，现价对应PE分别为11、9、7倍。考虑到①经销端加大专项经销商开发，持续提升经销比例；②直销端坚持优质地产客户开发，非房直销增设各事业部，深度拓展基建业务；③收购丰泽延展减隔震，第二曲线积极开拓。维持“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变化不及预期；原材料价格大幅波动；应收账款周转不及预期。

**表：科顺股份盈利预测与财务指标**

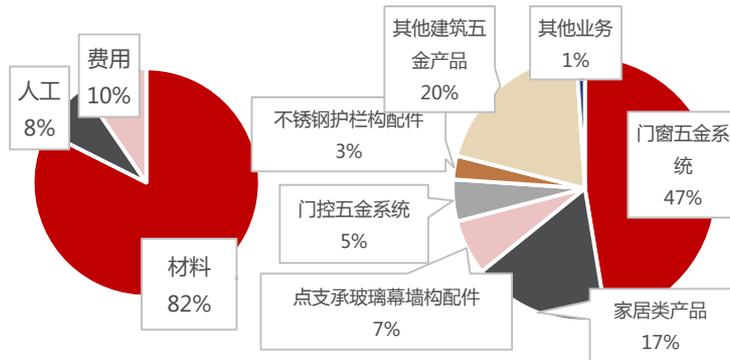
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7,771	10,455	12,599	15,156
增长率（%）	24.6	34.5	20.5	20.3
归属母公司股东净利润（百万元）	673	1,198	1,564	1,877
增长率（%）	-24.5	78.1	30.6	20.0
每股收益（元）	0.57	1.01	1.32	1.59
PE	20	11	9	7
PB	2.8	2.3	1.8	1.5

- 1) 原材料&燃料关联：不锈钢、铝合金、锌合金。
- 2) 原材料占比：2020-2022年分别为68.9%、66.9%和67.59%。
- 3) 波动：2020-2021年铝合金涨价36%，毛利率从39.3%回落至35.2%（已剔除包装费对报表影响）。
- 4) 看点：2021年公司国内外销售网络点超800个，销售团队6500余人，国内除西藏外所有的地级市都已覆盖；公司是建筑配套件集成供应商，产业集成优势明显，大力发展智能家居、卫浴及精装房五金产品，进入安防、地下综合管廊等业务领域；启动工程项目协同平台项目，不断扩大一站式服务能力。

图：坚朗五金单季度毛利率与铝合金价格走势对比



表：2021年坚朗五金成本构成、主营业务构成



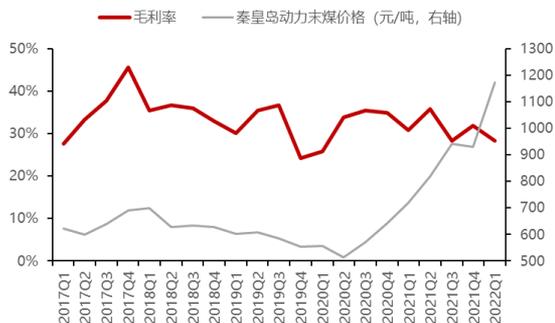
- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为112.82、147.02、193.01亿元，归母净利分别为9.82、13.42、18.55亿元，现价对应PE分别为36、26、19倍。考虑到①渠道下沉至县级市场，新市场增速快；②建筑配套件集成供应商，其他建筑五金、家居品类维持高增；③人均销售额稳步提升，前期支出转化为利润。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变化不及预期；原材料价格大幅波动；渠道下沉推进不及预期；人均销售额提升不及预期；新品类拓展不及预期。

**表：坚朗五金盈利预测与财务指标**

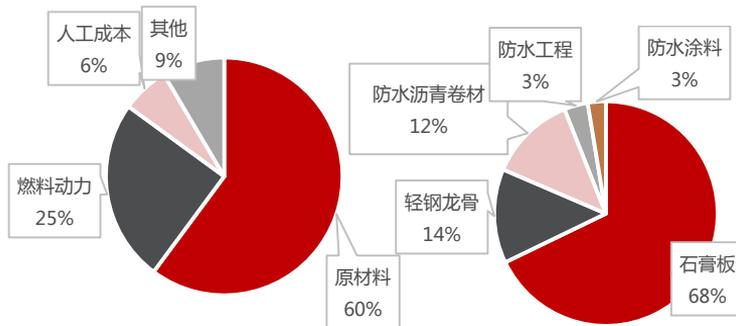
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,807	11,282	14,702	19,301
增长率（%）	30.7	28.1	30.3	31.3
归属母公司股东净利润（百万元）	889	982	1,342	1,855
增长率（%）	8.8	10.4	36.6	38.3
每股收益（元）	2.77	3.05	4.17	5.77
PE	40	36	26	19
PB	7.4	6.2	5.2	4.1

- 1) 原材料&燃料关联：石膏、护面纸（上游废纸）、带钢及煤炭
- 2) 波动：2014-2015年煤炭降价20.4%，公司毛利率从29.9%提升至31.3%；2020-2021年煤炭涨价50%，毛利率从33.7%回落至31.8%（还有纸价成本扰动）
- 3) 看点：石膏板市占率高位继续推进，同时基于产业链上游布局和高市占率基础，石膏板提价提升单位盈利，此外，第二曲线方面，关注龙骨配套率提升、防水与涂料业务布局发力。

图：北新建材单季度毛利率与煤炭价格走势对比



表：2021年北新建材主营业务成本构成、主营业务收入构成



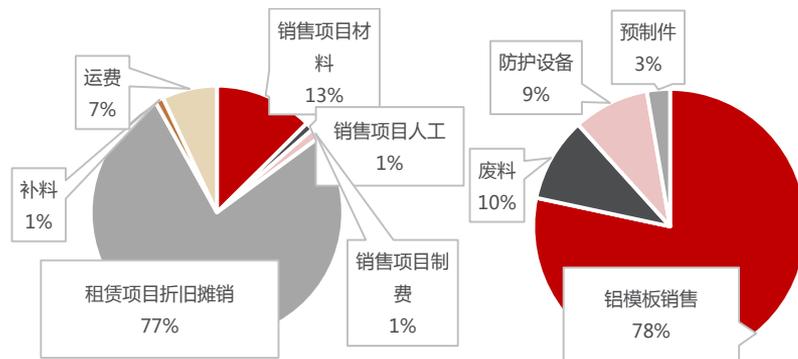
- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为238.77、275.02、308.63亿元，归母净利分别为40.17、48.09、52.89亿元，现价对应PE分别为13、11、10倍。建议关注①石膏板产能持续扩张，及隔音保温系统应用空间，②龙骨配套率提升，③防水业务逐步长成，④砂浆与涂料加速布局。维持“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险。

**表：北新建材盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,086	23,877	27,502	30,863
增长率（%）	25.2	13.2	15.2	12.2
归属母公司股东净利润（百万元）	3,510	4,017	4,809	5,289
增长率（%）	22.7	14.4	19.7	10.0
每股收益（元）	2.08	2.38	2.85	3.13
PE	15	13	11	10
PB	2.7	2.6	2.4	2.3

- **1) 原材料&燃料关联：**铝型材
- **2) 波动：**2014-2015年铝降价10.5%，公司毛利率从33.3%提升至40.4%；2020-2021年铝涨价33.2%，毛利率从36.5%回落至32.5%（已剔除运费对报表影响）。
- **3) 看点：**公司销售、工程、深化设计等部门形成“铁三角”团队，保证营销前、后端高质量服务；2021年公司可用于出租的模板数量达233万平方米，其中已用于出租的达174万平方米，规模经济和边际效应继续发挥；受益行业格局改善。

**图：志特新材单季度毛利率与铝价格走势对比**

**表：2021年志特新材铝膜业务成本构成、主营业务收入构成**


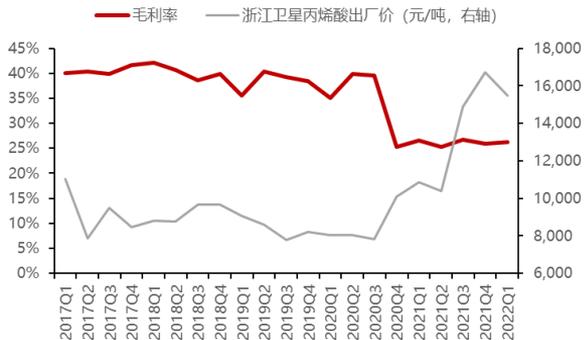
- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为19.23、25.47、33.24亿元，归母净利分别为2.14、2.89、3.76亿元，现价对应PE分别为26、19、15倍。考虑到①募投产能释放，公司铝膜板行业市占率提升，②爬架等产能体现协同效应，③铝价回落，毛利率有望改善。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求不及预期；新产能投放不及预期。

**表：志特新材盈利预测与财务指标**

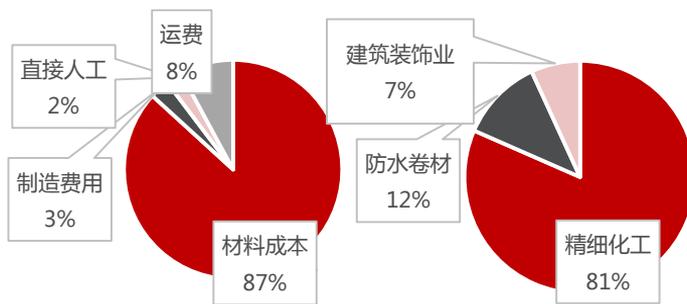
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,481	1,923	2,547	3,324
增长率（%）	32.3	29.8	32.5	30.5
归属母公司股东净利润（百万元）	164	214	289	376
增长率（%）	-2.4	30.2	35.0	30.0
每股收益（元）	1.00	1.31	1.76	2.29
PE	34	26	19	15
PB	4.6	3.9	3.3	2.7

- 1) **原材料&燃料关联**：乳液、树脂、钛白粉、各类有机溶剂、包装物等
- 2) **波动**：2014-2015年丙烯酸降价37.8%，公司毛利率从46.0%提升至47.4%；2020-2021年丙烯酸涨价56.1%，毛利率从33.9%回落至26.0%（此外还包括钛白粉等其他原材料干扰）
- 3) **看点**：大力发展零售经销；小B渠道建设日益完善，2021年小B客户达14848家（新增9850家）；产业链不断延伸，非涂料板块营收占比45%，着力打造“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”六位一体化的解决方案，充分发挥渠道协同效应；加快布局绿色供应链与智能工厂，不断提升产品交付能力。

图：三棵树单季度毛利率与丙烯酸价格走势对比



表：2021年三棵树精细化工业务成本构成、主营业务收入构成



- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为148.44、191.05、240.40亿元，归母净利分别为8.6、13.46、18.32亿元，现价对应PE分别为54、35、25倍。考虑到①民族涂料品牌零售渠道发力②区域布局完善，市占率提升可期，③产业链延伸，打造“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”六位一体化解决方案。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险；渠道拓展不及预期。

**表：三棵树盈利预测与财务指标**

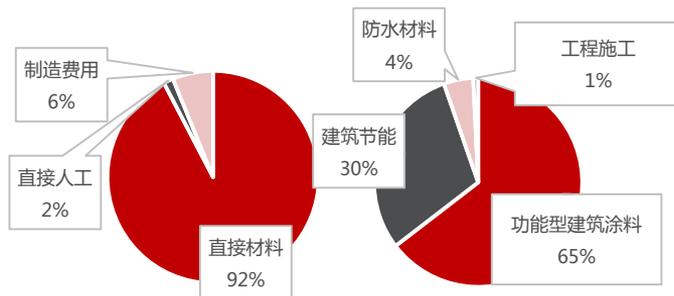
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,429	14,844	19,105	24,040
增长率（%）	39.4	29.9	28.7	25.8
归属母公司股东净利润（百万元）	-417	860	1,346	1,832
增长率（%）	-183.1	306.3	56.5	36.1
每股收益（元）	-1.11	2.28	3.58	4.87
PE	/	54	35	25
PB	24.0	17.5	12.1	8.4

- **1) 原材料&燃料关联**：乳液、颜填料、助剂、聚苯乙烯颗粒、树脂和硅酸钙板等
- **2) 波动**：2014-2015年丙烯酸降价37.8%，公司毛利率从38.8%提升至39.1%；2020-2021年丙烯酸涨价56.1%，毛利率从32.5%回落至24.0%（此外还包括钛白粉等其他原材料干扰）
- **3) 看点**：公司纵向发展“大招商、大开发”，2021年末经销商数量为 17,580 家（同比+110%），已建制 34 个省级营销机构，276 个营销办事处；业态结构持续优化，推进渠道与集采、地产与公建、新建与翻新、城市与乡村、线上与线下、产品与服务相结合；“1+6+N” 产能布局，供应和服务保障能力持续提升。

图：亚士创能单季度毛利率与丙烯酸价格走势对比



表：2021年亚士创能成本构成、主营业务构成



- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为57.60、71.55、90.00亿元，归母净利分别为2.78、4.03、5.45亿元，现价对应PE分别为16、11、8倍。考虑到①推进“整合下探”战略，小B与大B有机结合，②加速基地全国布局，市占率提升可期，③多品类布局，建筑保温板具备优势。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求不及预期；新产能投放不及预期。

**表：亚士创能盈利预测与财务指标**

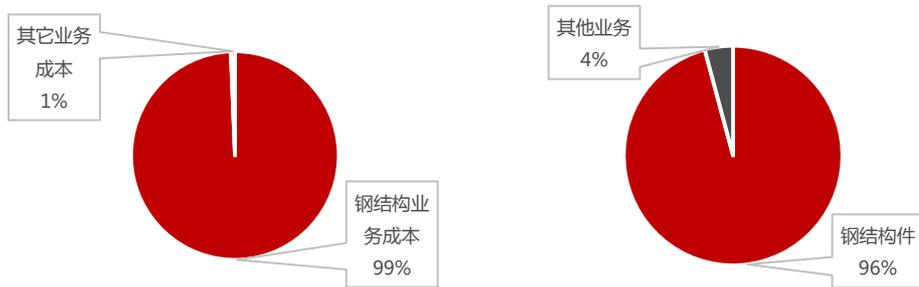
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,715	5,760	7,155	9,000
增长率（%）	34.5	22.2	24.2	25.8
归属母公司股东净利润（百万元）	-544	278	403	545
增长率（%）	-267.5	151.1	45.2	35.1
每股收益（元）	-1.26	0.64	0.93	1.26
PE	/	16	11	8
PB	2.8	2.3	1.8	1.5

- 1) 原材料&燃料关联：钢材。
- 2) 原材料占比：采购金额在成本构成中占比超过80%。
- 3) 波动：2014-2015年螺纹钢降价27.6%，公司毛利率从17.3%提升至18.2%；2020-2021年螺纹钢涨价32.9%，毛利率从13.6%回落至12.6%。
- 4) 看点：装配式建筑加速渗透，装配式钢结构有望得到结构性提升；公司区别于EPC企业的钢结构材料制造商，构筑制造高壁垒；依托公司精益化管理体系+产能规模持续扩张，客户黏性不断提高。

图：鸿路钢构单季度毛利率与螺纹钢价格走势对比



表：2021年鸿路钢构主营业务成本构成、主营业务收入构成



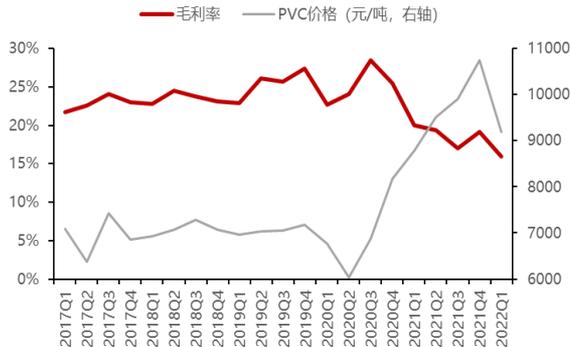
- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为247.27、306.22、367.46亿元，归母净利分别为14.18、17.61、21.21亿元，现价对应PE分别为16、13、11倍。考虑到公司作为钢结构制造领域龙头，突破管理半径，产能扩张远超同行，规模优势愈发明显，维持“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**主要原材料钢材价格波动的风险；产能利用率不及预期；疫情的不确定性。

**表：鸿路钢构盈利预测与财务指标**

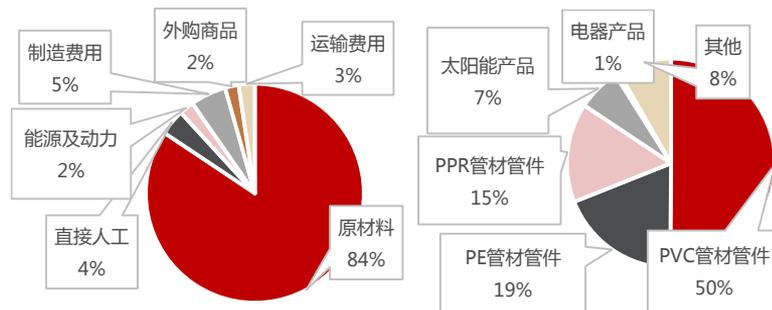
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19,515	24,727	30,622	36,746
增长率（%）	45.1	26.7	23.8	20.0
归属母公司股东净利润（百万元）	1,150	1,418	1,761	2,121
增长率（%）	43.9	23.3	24.2	20.5
每股收益（元）	1.67	2.06	2.55	3.07
PE	20	16	13	11
PB	3.1	2.7	2.3	1.9

- 1) **原材料&燃料关联**：PVC、HDPE、PVC-C、PPR等树脂。
- 2) **波动**：2014-2015年PVC降价27.6%，公司PVC管材毛利率从25.4%提升至29.3%；2020-2021年PVC涨价32.9%，PVC管材毛利率从21.3%回落至13.2%。
- 3) **看点**：深耕渠道销售，在国内外拥有一级经销商2500多家；地产直供采取优中选优战略，同时开发多个全国连锁的头部装企；燃气业务实现突破，与中国燃气、新奥燃气续约，入围百川燃气，不断提升品牌知名度；太阳能出口业务增速加快。

图：公元股份单季度毛利率与PVC价格走势对比



表：2021年公元股份主营业务成本构成、主营业务收入构成

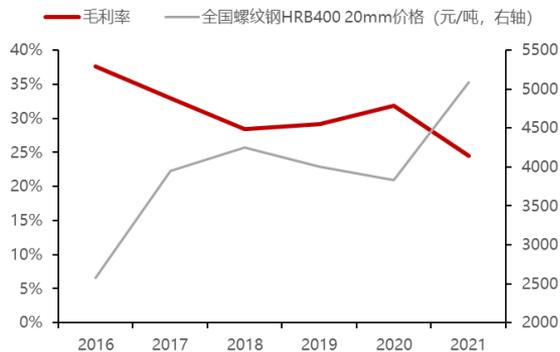
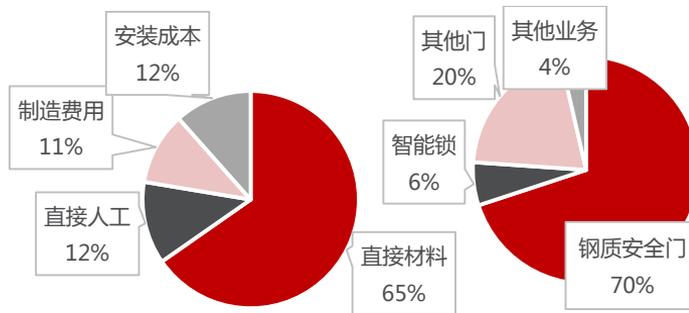


- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为100.35、114.40、131.57亿元，归母净利分别为6.77、8.20、9.64亿元，现价对应PE分别为8、7、6倍。考虑到公司作为塑料管道领域龙头，产能稳步扩张，近期原材料降价，公司毛利率有望改善。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险；新业务拓展不及预期；应收账款周转不及预期。

**表：公元股份盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,881	10,035	11,440	13,157
增长率（%）	26.2	13.0	14.0	15.0
归属母公司股东净利润（百万元）	577	677	820	964
增长率（%）	-25.0	17.3	21.2	17.5
每股收益（元）	0.47	0.55	0.66	0.78
PE	10	8	7	6
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

- 1) **原材料&燃料关联**：钢材。
- 2) **波动**：2020-2021年螺纹钢涨价32.9%，毛利率从31.8%回落至24.5%。
- 3) **看点**：安全门品牌基础牢固，不断深化C端零售渠道，2021年销售网络覆盖全国31个省、自治区和直辖市，2021年新增、置换经销商449家、271家；对于B/b端客户，要求工程渠道经销商对项目承资，保障稳健现金流。

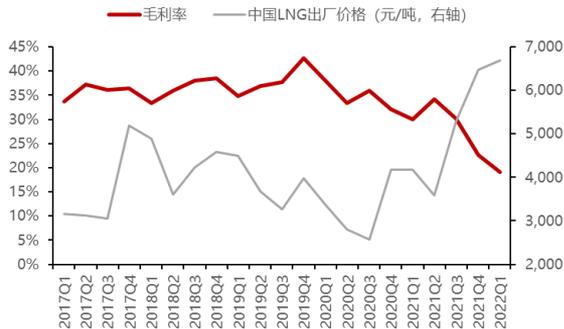
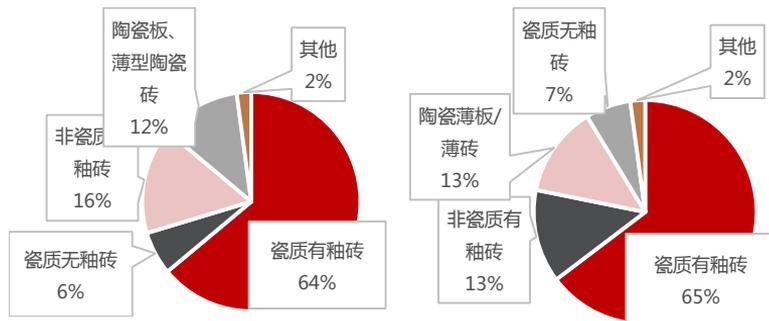
**图：王力安防年度毛利率与钢材价格走势对比**

**表：2021年王力安防成本构成、主营业务收入构成**


- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为32.93、41.16、51.25亿元，归母净利分别为2.50、3.34、4.36亿元，现价对应PE分别为18、13、10倍。考虑到公司作为安全门锁领域龙头，产能迅速扩张，经销商渠道优势明显，基本覆盖全国2800多个县市及地区。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险；产能扩张不及预期。

**表：王力安防盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,645	3,293	4,116	5,125
增长率（%）	25.1	24.5	25.0	24.5
归属母公司股东净利润（百万元）	138	250	334	436
增长率（%）	-42.6	81.5	33.9	30.6
每股收益（元）	0.32	0.57	0.77	1.00
PE	32	18	13	10
PB	2.6	2.3	2.0	1.7

- **1) 原材料&燃料关联**：泥砂料、釉料、煤炭、天然气和电力。
- **2) 波动**：2014-2015年LNG降价18.5%，公司毛利率从30.4%提升至34%；2020-2021年LNG涨价51.2%，毛利率从34.3%回落至29.1%。
- **3) 看点**：优化产能布局，2021年投产3条智能生产线、3条特种高性能陶瓷板生产线、高安生产基地9条生产线；坚持“经销+工程”全渠道销售，延续渠道下沉策略，大力拓展县镇级市场，截至2021年底，公司签约经销商1540个，拥有专卖店及销售网点4620个；大客户优势明显，与保利、万科、碧桂园、招商、金茂等客户建立战略合作关系。

**图：蒙娜丽莎单季度毛利率与LNG价格走势对比**

**表：2021年蒙娜丽莎成本构成、主营业务构成**


- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为84.11、103.24、125.95亿元，归母净利分别为5.24、7.54、10.48亿元，现价对应PE分别为13、9、6倍。考虑到①双轮驱动，大B优选客户，C端渠道下沉显成效，②产能弹性释放大，行业低谷迅速提升市占率，③天然气价格回落，毛利率有望改善。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险；C端营收增长不及预期；替代品风险。

**表：蒙娜丽莎盈利预测与财务指标**

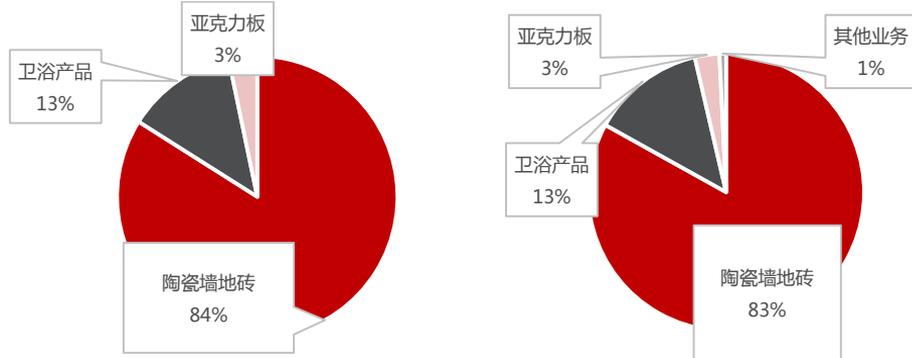
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6,987	8,411	10,324	12,595
增长率（%）	43.6	20.4	22.7	22.0
归属母公司股东净利润（百万元）	315	524	754	1,048
增长率（%）	-44.4	66.4	44.0	39.0
每股收益（元）	0.75	1.25	1.80	2.50
PE	22	13	9	6
PB	1.8	1.7	1.5	1.3

**04**

# 帝欧家居

- **1) 原材料&燃料关联**：原材料为泥沙料、化工料、熔块及釉料，能源为电、煤、柴油
- **2) 波动**：2020-2021年煤炭涨价50%，毛利率从30.5%回落至26.1%。
- **3) 看点**：可转债顺利发行，自有产能增量；坚持“优选大B，拓展小B”经营策略，大B业务强化风险管控，小B从产品、品牌、渠道建设发力，经销商数、经销门店数量近3年迅速提升，经销收入占比从2020年35%提升至2021年42%；此外，帝王洁具与欧神诺瓷砖发展有望发挥协同效应。

**图：帝欧家居单季度毛利率与煤炭价格走势对比**

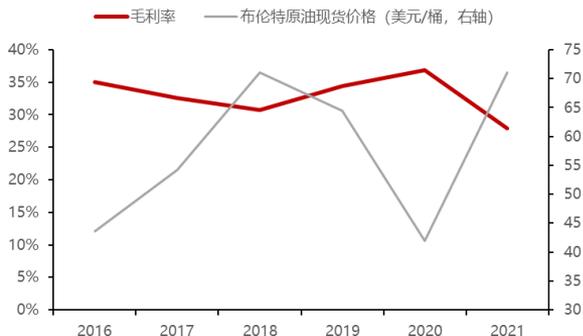
**表：2021年帝欧家居成本构成、主营业务收入构成**


# 04

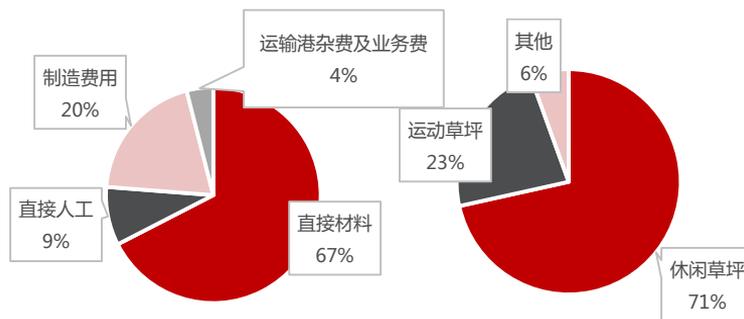
## 共创草坪

- 1) 原材料&燃料关联：塑料粒子、底布、原胶和母粒原辅料
- 2) 波动：2020-2021年布油涨价69.2%，毛利率从36.9%回落至27.9%。
- 3) 看点：共创草坪全球市占率第一，2021年海外收入贡献超过80%+；休闲草份额加速提升，同时领先行业扩产；2021年以来受海运费上涨、集装箱短缺、原材料上涨、越南疫情影响，人造草坪行业面临较大外部压力，但有利于加速提高集中度，近期关税、海运均有改善迹象，公司有望受益。

图：共创草坪年度毛利率与布油价格走势对比



表：2021年共创草坪成本构成、主营业务构成



- 4) 投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为31.53、41.15、53.57亿元，归母净利分别为6.45、8.21、10.72亿元，现价对应PE分别为16、12、10倍。考虑到①产能持续扩张，销量保持高增，②海外休闲草景气延续，运动草需求开启疫后反弹，③原油价格回落，毛利率有望改善。维持“推荐”评级。
- 5) 风险提示：**海运费变动和海外疫情的影响；原材料价格的风险；汇率波动的风险。

**表：共创草坪盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,302	3,153	4,115	5,357
增长率（%）	24.4	37.0	30.5	30.2
归属母公司股东净利润（百万元）	380	645	821	1,072
增长率（%）	-7.5	69.6	27.3	30.5
每股收益（元）	0.95	1.61	2.04	2.67
PE	27	16	12	10
PB	5.1	4.3	3.6	2.9

# 05. 风险提示

➤ 风险提示

- 1) 测算可能存在误差。部分原材料单耗数据、各企业采购单价或存在一定误差。
- 2) 原材料价格波动不及预期。当前国际地缘冲突未明显缓解，同时逆全球化趋势凸显，未来原材料价格仍存在大幅波动或持续高位运行的风险，建材企业盈利能力或不及预期。

# 06. 附录

# 坚朗五金财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,807	11,282	14,702	19,301
营业成本	5,703	7,518	9,790	12,823
营业税金及附加	55	70	91	120
销售费用	1,108	1,416	1,845	2,413
管理费用	362	463	603	772
研发费用	310	395	515	676
EBIT	1,166	1,569	2,008	2,657
财务费用	16	23	17	8
资产减值损失	-17	-21	-16	-16
投资收益	-15	-23	-29	-39
营业利润	1,131	1,250	1,702	2,351
营业外收支	-8	-10	-9	-9
利润总额	1,123	1,240	1,693	2,342
所得税	160	177	242	334
净利润	962	1,063	1,452	2,007
归属于母公司净利润	889	982	1,342	1,855
EBITDA	1,345	1,726	2,176	2,836

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,522	1,972	2,771	2,989
应收账款及票据	4,454	4,447	6,661	8,004
预付款项	106	140	183	239
存货	1,255	1,732	2,040	2,917
其他流动资产	593	701	869	1,075
流动资产合计	7,929	8,992	12,524	15,224
长期股权投资	248	253	258	263
固定资产	1,100	1,199	1,276	1,336
无形资产	290	280	273	266
非流动资产合计	2,043	2,122	2,193	2,253
资产合计	9,973	11,115	14,717	17,477
短期借款	397	397	397	397
应付账款及票据	3,106	3,075	5,083	5,603
其他流动负债	1,044	1,296	1,619	2,062
流动负债合计	4,547	4,768	7,099	8,061
长期借款	169	149	129	109
其他长期负债	230	220	210	200
非流动负债合计	400	370	340	310
负债合计	4,946	5,138	7,438	8,371
股本	322	322	322	322
少数股东权益	232	313	423	575
股东权益合计	5,026	5,977	7,278	9,106
负债和股东权益合计	9,973	11,115	14,717	17,477

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	30.72	28.11	30.31	31.28
EBIT增长率	15.82	34.51	28.01	32.31
净利润增长率	8.83	10.44	36.59	38.27
盈利能力 (%)				
毛利率	35.24	33.37	33.41	33.57
净利润率	10.10	8.71	9.13	9.61
总资产收益率ROA	8.92	8.84	9.12	10.61
净资产收益率ROE	18.55	17.34	19.57	21.75
偿债能力				
流动比率	1.74	1.89	1.76	1.89
速动比率	1.43	1.48	1.44	1.49
现金比率	0.33	0.41	0.39	0.37
资产负债率 (%)	49.60	46.23	50.54	47.90
经营效率				
应收账款周转天数	106.18	105.00	100.00	100.00
存货周转天数	72.27	72.00	70.00	70.00
总资产周转率	1.05	1.07	1.14	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	2.77	3.05	4.17	5.77
每股净资产	14.91	17.61	21.32	26.53
每股经营现金流	1.70	2.81	4.04	2.35
每股股利	0.35	0.35	0.47	0.56
估值分析				
PE	40	36	26	19
PB	7.4	6.2	5.2	4.1
EV/EBITDA	25.67	19.73	15.27	11.63
股息收益率 (%)	0.32	0.32	0.42	0.51

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	962	1,063	1,452	2,007
折旧和摊销	179	157	168	179
营运资金变动	-741	-536	-537	-1,654
经营活动现金流	546	903	1,297	756
资本开支	-431	-233	-235	-236
投资	130	-5	-5	-5
投资活动现金流	-297	-272	-282	-292
股权募资	36	0	0	0
债务募资	483	-30	-30	-30
筹资活动现金流	278	-181	-217	-245
现金净流量	523	450	799	219

# 蒙娜丽莎财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,987	8,411	10,324	12,595
营业成本	4,953	6,123	7,413	8,917
营业税金及附加	46	51	66	80
销售费用	642	715	857	1,045
管理费用	451	513	642	788
研发费用	265	320	393	479
EBIT	445	787	1,046	1,389
财务费用	59	62	61	60
资产减值损失	-33	-20	-20	-20
投资收益	-22	-28	-36	-42
营业利润	366	612	882	1,223
营业外收支	5	1	1	2
利润总额	371	612	883	1,225
所得税	47	78	112	156
净利润	324	534	771	1,070
归属于母公司净利润	315	524	755	1,048
EBITDA	769	1,202	1,543	1,937

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,111	2,268	2,287	2,536
应收账款及票据	1,677	1,688	2,040	2,228
预付款项	28	22	27	38
存货	2,081	2,784	2,981	3,849
其他流动资产	1,133	882	1,073	1,566
流动资产合计	7,029	7,643	8,408	10,218
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,047	3,600	4,124	4,267
无形资产	283	312	340	367
非流动资产合计	4,192	4,618	5,061	5,153
资产合计	11,222	12,261	13,469	15,371
短期借款	180	180	180	180
应付账款及票据	2,521	3,262	3,739	4,683
其他流动负债	1,791	2,033	2,181	2,343
流动负债合计	4,492	5,476	6,100	7,206
长期借款	1,288	1,288	1,288	1,288
其他长期负债	1,172	1,172	1,172	1,172
非流动负债合计	2,460	2,460	2,460	2,460
负债合计	6,952	7,935	8,559	9,666
股本	415	396	396	396
少数股东权益	429	440	455	477
股东权益合计	4,269	4,326	4,910	5,705
负债和股东权益合计	11,222	12,261	13,469	15,371

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.64	20.39	22.74	22.00
EBIT增长率	-35.64	76.91	32.84	32.88
净利润增长率	-44.41	66.37	44.22	38.77
盈利能力 (%)				
毛利率	29.11	27.20	28.20	29.20
净利率	4.51	6.23	7.32	8.32
总资产收益率ROA	2.81	4.27	5.61	6.82
净资产收益率ROE	8.20	13.48	16.96	20.05
偿债能力				
流动比率	1.56	1.40	1.38	1.42
速动比率	1.07	0.86	0.86	0.86
现金比率	0.47	0.41	0.37	0.35
资产负债率 (%)	61.95	64.72	63.55	62.89
经营效率				
应收账款周转天数	53.85	55.00	50.00	46.00
存货周转天数	130.61	143.02	140.01	137.88
总资产周转率	0.74	0.72	0.80	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.75	1.25	1.80	2.50
每股净资产	9.17	9.28	10.63	12.48
每股经营现金流	-0.20	3.91	3.12	3.17
每股股利	0.25	0.38	0.54	0.75
估值分析				
PE	21	12	9	6
PB	1.7	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.38	5.87	4.56	3.50
股息收益率 (%)	1.60	2.40	3.47	4.81

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	324	534	771	1,070
折旧和摊销	324	415	497	548
营运资金变动	-1,034	526	-122	-453
经营活动现金流	-84	1,637	1,306	1,326
资本开支	-1,066	-845	-946	-642
投资	-401	0	0	0
投资活动现金流	-1,466	-873	-982	-684
股权募资	1,266	-371	0	0
债务募资	497	0	0	0
筹资活动现金流	1,476	-607	-305	-393
现金净流量	-74	157	19	250

# 三棵树财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11,429	14,844	19,105	24,040
营业成本	8,452	10,774	13,580	16,824
营业税金及附加	58	74	86	101
销售费用	1,877	2,227	2,770	3,486
管理费用	555	698	879	1,106
研发费用	271	334	420	529
EBIT	-485	655	1,461	2,315
财务费用	55	111	116	63
资产减值损失	-26	-26	-28	-30
投资收益	-3	-4	4	5
营业利润	-566	974	1,520	2,066
营业外收支	-7	-9	-9	-10
利润总额	-574	965	1,511	2,056
所得税	-177	97	151	206
净利润	-396	869	1,359	1,851
归属于母公司净利润	-417	860	1,346	1,832
EBITDA	-265	1,014	1,873	2,770

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	679	311	2,301	3,377
应收账款及票据	4,287	6,086	7,299	9,148
预付款项	97	123	155	193
存货	567	724	881	1,117
其他流动资产	1,059	1,220	1,554	1,808
流动资产合计	6,688	8,464	12,191	15,643
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,374	2,931	3,196	3,275
无形资产	504	514	524	534
非流动资产合计	5,691	5,674	5,604	5,490
资产合计	12,379	14,139	17,794	21,133
短期借款	1,541	1,541	1,541	1,541
应付账款及票据	5,188	6,006	8,178	9,488
其他流动负债	1,632	1,956	2,334	2,772
流动负债合计	8,360	9,502	12,053	13,801
长期借款	1,369	1,269	1,169	1,069
其他长期负债	486	486	486	486
非流动负债合计	1,855	1,755	1,655	1,555
负债合计	10,216	11,257	13,708	15,356
股本	376	376	376	376
少数股东权益	220	229	243	261
股东权益合计	2,163	2,882	4,086	5,777
负债和股东权益合计	12,379	14,139	17,794	21,133

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	39.37	29.88	28.71	25.83
EBIT增长率	-172.75	235.13	122.95	58.45
净利润增长率	-183.08	306.29	56.50	36.12
盈利能力 (%)				
毛利率	26.05	27.41	28.92	30.01
净利率	-3.65	5.79	7.04	7.62
总资产收益率ROA	-3.37	6.08	7.56	8.67
净资产收益率ROE	-21.46	32.42	35.02	33.22
偿债能力				
流动比率	0.80	0.89	1.01	1.13
速动比率	0.63	0.71	0.84	0.95
现金比率	0.08	0.03	0.19	0.24
资产负债率 (%)	82.53	79.62	77.04	72.66
经营效率				
应收账款周转天数	104.93	105.00	105.00	105.00
存货周转天数	22.53	22.00	22.00	22.00
总资产周转率	1.06	1.12	1.20	1.24
每股指标 (元)				
每股收益	-1.11	2.28	3.58	4.87
每股净资产	5.16	7.05	10.21	14.65
每股经营现金流	1.29	0.97	7.22	4.79
每股股利	0.41	0.40	0.41	0.43
估值分析				
PE	/	54	35	25
PB	24.0	17.5	12.1	8.4
EV/EBITDA	-186.24	48.90	25.34	16.71
股息收益率 (%)	0.33	0.32	0.33	0.34

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-396	869	1,359	1,851
折旧和摊销	220	358	413	456
营运资金变动	-65	-799	887	-738
经营活动现金流	485	365	2,717	1,804
资本开支	-2,257	-339	-340	-341
投资	-229	0	0	0
投资活动现金流	-2,486	-355	-348	-348
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,510	-100	-100	-100
筹资活动现金流	1,318	-378	-379	-380
现金净流量	-684	-368	1,990	1,076

# 王力安防财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,645	3,293	4,116	5,125
营业成本	1,998	2,387	2,964	3,664
营业税金及附加	20	25	33	40
销售费用	290	359	449	560
管理费用	109	129	161	205
研发费用	58	77	98	118
EBIT	157	363	461	590
财务费用	-21	-1	-3	-3
资产减值损失	-9	-5	-5	-5
投资收益	-2	-1	-2	-2
营业利润	172	308	417	547
营业外收支	4	4	3	4
利润总额	176	311	420	550
所得税	39	62	86	115
净利润	137	249	334	436
归属于母公司净利润	138	250	334	436
EBITDA	224	492	610	761

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	416	645	693	787
应收账款及票据	1,077	1,103	1,550	1,704
预付款项	52	82	105	117
存货	362	458	545	677
其他流动资产	87	118	91	143
流动资产合计	1,995	2,406	2,983	3,428
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	901	1,328	1,592	1,805
无形资产	152	157	161	164
非流动资产合计	1,653	1,939	2,105	2,248
资产合计	3,648	4,345	5,087	5,676
短期借款	230	230	230	230
应付账款及票据	985	1,143	1,362	1,397
其他流动负债	658	968	1,199	1,381
流动负债合计	1,874	2,341	2,792	3,008
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	48	48	48	48
非流动负债合计	48	48	48	48
负债合计	1,921	2,389	2,840	3,056
股本	436	436	436	436
少数股东权益	-1	-2	-2	-3
股东权益合计	1,726	1,955	2,247	2,621
负债和股东权益合计	3,648	4,345	5,087	5,676

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.12	24.50	25.00	24.50
EBIT增长率	-45.10	131.51	27.14	27.99
净利润增长率	-42.64	81.46	33.85	30.61
盈利能力 (%)				
毛利率	24.45	27.50	28.00	28.50
净利率	5.20	7.58	8.11	8.51
总资产收益率ROA	3.77	5.74	6.57	7.68
净资产收益率ROE	7.96	12.75	14.85	16.63
偿债能力				
流动比率	1.06	1.03	1.07	1.14
速动比率	0.81	0.77	0.81	0.86
现金比率	0.22	0.28	0.25	0.26
资产负债率 (%)	52.68	54.99	55.83	53.83
经营效率				
应收账款周转天数	103.76	105.00	100.12	98.00
存货周转天数	57.28	61.86	60.91	60.02
总资产周转率	0.85	0.82	0.87	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.57	0.77	1.00
每股净资产	3.96	4.49	5.16	6.02
每股经营现金流	-0.24	1.59	0.99	1.14
每股股利	0.06	0.11	0.15	0.20
估值分析				
PE	32	18	13	10
PB	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	18.89	8.13	6.48	5.07
股息收益率 (%)	0.63	1.13	1.51	1.98

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	137	249	334	436
折旧和摊销	67	129	149	172
营运资金变动	-329	285	-78	-136
经营活动现金流	-104	694	432	498
资本开支	-469	-411	-312	-311
投资	36	0	0	0
投资活动现金流	-427	-412	-312	-313
股权募资	639	0	0	0
债务募资	230	0	0	0
筹资活动现金流	713	-53	-70	-91
现金净流量	181	228	48	94

# 亚士创能财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,715	5,760	7,155	9,000
营业成本	3,583	4,119	5,145	6,507
营业税金及附加	41	49	57	72
销售费用	663	673	793	983
管理费用	224	259	315	387
研发费用	118	144	172	216
EBIT	-619	657	846	1,025
财务费用	99	84	111	103
资产减值损失	-13	-15	-15	-20
投资收益	1	1	2	2
营业利润	-699	360	522	704
营业外收支	-2	-2	-2	-2
利润总额	-701	358	520	703
所得税	-157	80	116	157
净利润	-544	278	403	545
归属于母公司净利润	-544	278	403	545
EBITDA	-535	756	954	1,141

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,033	290	2,377	1,714
应收账款及票据	2,388	2,818	3,235	3,915
预付款项	23	26	32	41
存货	289	258	398	435
其他流动资产	478	484	669	679
流动资产合计	4,211	3,876	6,711	6,784
长期股权投资	3	4	5	6
固定资产	699	1,026	1,232	1,364
无形资产	542	636	708	758
非流动资产合计	2,971	3,095	3,190	3,257
资产合计	7,182	6,971	9,900	10,041
短期借款	1,007	1,407	1,707	1,907
应付账款及票据	3,054	1,866	3,850	3,019
其他流动负债	776	976	1,188	1,457
流动负债合计	4,836	4,249	6,745	6,383
长期借款	436	406	376	346
其他长期负债	290	290	290	287
非流动负债合计	726	696	666	633
负债合计	5,562	4,944	7,410	7,015
股本	299	432	432	432
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,620	2,027	2,490	3,025
负债和股东权益合计	7,182	6,971	9,900	10,041

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.46	22.17	24.21	25.79
EBIT增长率	-258.13	206.21	28.69	21.25
净利润增长率	-267.54	151.08	45.20	35.12
盈利能力 (%)				
毛利率	24.02	28.50	28.10	27.70
净利润率	-11.54	4.82	5.64	6.06
总资产收益率ROA	-7.57	3.99	4.08	5.43
净资产收益率ROE	-33.58	13.71	16.20	18.02
偿债能力				
流动比率	0.87	0.91	0.99	1.06
速动比率	0.76	0.78	0.89	0.94
现金比率	0.21	0.07	0.35	0.27
资产负债率 (%)	77.44	70.93	74.85	69.87
经营效率				
应收账款周转天数	137.05	138.00	126.00	120.00
存货周转天数	24.61	24.60	24.00	24.00
总资产周转率	0.76	0.81	0.85	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	-1.26	0.64	0.93	1.26
每股净资产	3.75	4.69	5.77	7.01
每股经营现金流	-2.38	-1.56	5.27	-0.83
每股股利	0.22	0.28	0.32	0.37
估值分析				
PE	/	16	11	8
PB	2.8	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	-9.64	8.29	4.67	4.63
股息收益率 (%)	2.08	2.63	3.07	3.51

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	-544	278	403	545
折旧和摊销	83	99	108	116
营运资金变动	-1,218	-1,261	1,534	-1,268
经营活动现金流	-1,026	-675	2,274	-360
资本开支	-1,080	-222	-202	-182
投资	-35	-1	-1	-1
投资活动现金流	-1,114	-223	-203	-183
股权募资	0	-1	0	0
债务募资	1,815	370	270	167
筹资活动现金流	1,542	155	17	-120
现金净流量	-599	-743	2,087	-663

# 志特新材财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,481	1,923	2,547	3,324
营业成本	1,000	1,315	1,738	2,262
营业税金及附加	12	15	20	27
销售费用	103	134	177	229
管理费用	74	94	125	163
研发费用	75	96	127	166
EBIT	231	329	416	518
财务费用	31	23	16	10
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	1	1	2	2
营业利润	201	262	354	460
营业外收支	1	1	2	3
利润总额	202	263	355	462
所得税	27	35	48	62
净利润	175	228	308	400
归属于母公司净利润	164	214	289	376
EBITDA	1,010	685	801	924

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	191	652	1,051	1,830
应收账款及票据	521	535	850	967
预付款项	16	21	28	36
存货	231	295	390	502
其他流动资产	106	122	141	148
流动资产合计	1,065	1,625	2,460	3,483
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,394	1,296	1,051	775
无形资产	206	263	310	347
非流动资产合计	1,786	1,698	1,472	1,215
资产合计	2,851	3,323	3,932	4,698
短期借款	367	347	327	307
应付账款及票据	393	505	663	845
其他流动负债	558	707	900	1,137
流动负债合计	1,319	1,559	1,890	2,289
长期借款	221	241	231	221
其他长期负债	23	23	23	23
非流动负债合计	244	264	254	244
负债合计	1,562	1,823	2,144	2,533
股本	117	164	164	164
少数股东权益	57	71	90	114
股东权益合计	1,289	1,499	1,787	2,166
负债和股东权益合计	2,851	3,323	3,932	4,698

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.30	29.82	32.47	30.48
EBIT增长率	-8.87	42.03	26.38	24.74
净利润增长率	-2.39	30.22	35.04	30.02
盈利能力 (%)				
毛利率	32.45	31.60	31.76	31.94
净利润率	11.10	11.14	11.35	11.31
总资产收益率ROA	5.77	6.44	7.35	8.00
净资产收益率ROE	13.35	14.99	17.03	18.32
偿债能力				
流动比率	0.81	1.04	1.30	1.52
速动比率	0.57	0.79	1.03	1.24
现金比率	0.14	0.42	0.56	0.80
资产负债率 (%)	54.79	54.87	54.54	53.91
经营效率				
应收账款周转天数	94.27	95.00	95.00	95.00
存货周转天数	72.05	72.00	71.00	71.00
总资产周转率	0.61	0.62	0.70	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.31	1.76	2.29
每股净资产	7.52	8.72	10.36	12.52
每股经营现金流	1.05	4.70	3.85	6.10
每股股利	0.15	0.11	0.12	0.13
估值分析				
PE	33	25	19	14
PB	4.4	3.8	3.2	2.6
EV/EBITDA	5.73	7.78	6.12	4.43
股息收益率 (%)	0.46	0.33	0.37	0.41

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	175	228	308	400
折旧和摊销	779	357	385	405
营运资金变动	-814	140	-108	149
经营活动现金流	173	771	631	999
资本开支	-333	-269	-158	-147
投资	42	0	0	0
投资活动现金流	-290	-267	-157	-145
股权募资	404	0	0	0
债务募资	-22	0	-30	-30
筹资活动现金流	133	-43	-75	-75
现金净流量	16	461	399	779

# 公元股份财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,881	10,035	11,440	13,157
营业成本	7,211	8,079	9,170	10,538
营业税金及附加	43	64	71	76
销售费用	300	341	389	447
管理费用	416	476	536	619
研发费用	282	329	376	427
EBIT	616	855	1,014	1,168
财务费用	-29	-13	-16	-17
资产减值损失	-4	-5	-5	-5
投资收益	-7	-12	-13	-14
营业利润	643	752	915	1,071
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	641	752	913	1,070
所得税	64	75	91	107
净利润	577	677	822	963
归属于母公司净利润	577	677	822	963
EBITDA	870	1,138	1,320	1,496

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,495	1,822	1,954	2,914
应收账款及票据	1,547	1,977	2,409	2,541
预付款项	228	285	336	364
存货	1,570	1,725	1,951	2,228
其他流动资产	219	202	219	254
流动资产合计	5,060	6,011	6,868	8,302
长期股权投资	8	8	8	8
固定资产	2,049	2,213	2,314	2,365
无形资产	412	420	427	443
非流动资产合计	3,286	3,323	3,337	3,339
资产合计	8,346	9,334	10,205	11,641
短期借款	31	31	31	31
应付账款及票据	2,306	2,328	2,416	2,998
其他流动负债	733	1,137	1,250	1,326
流动负债合计	3,070	3,496	3,696	4,354
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	218	218	218	218
非流动负债合计	218	218	218	218
负债合计	3,288	3,714	3,914	4,572
股本	1,235	1,235	1,235	1,235
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,058	5,620	6,291	7,069
负债和股东权益合计	8,346	9,334	10,205	11,641

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.22	13.00	14.00	15.00
EBIT增长率	-30.60	38.69	18.59	15.22
净利润增长率	-25.04	17.31	21.46	17.16
盈利能力 (%)				
毛利率	18.80	19.50	19.85	19.90
净利率	6.50	6.74	7.18	7.32
总资产收益率ROA	6.91	7.25	8.05	8.27
净资产收益率ROE	11.41	12.04	13.07	13.62
偿债能力				
流动比率	1.65	1.72	1.86	1.91
速动比率	1.04	1.13	1.22	1.30
现金比率	0.49	0.52	0.53	0.67
资产负债率 (%)	39.40	39.79	38.35	39.28
经营效率				
应收账款周转天数	45.15	48.22	46.20	46.52
存货周转天数	68.57	73.42	72.15	71.38
总资产周转率	1.12	1.14	1.17	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.55	0.67	0.78
每股净资产	4.10	4.55	5.09	5.72
每股经营现金流	0.27	0.67	0.54	1.25
每股股利	0.07	0.14	0.17	0.19
估值分析				
PE	10	8	7	6
PB	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.80	3.39	2.82	1.85
股息收益率 (%)	1.59	3.02	3.66	4.29

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	577	677	822	963
折旧和摊销	254	283	306	328
营运资金变动	-554	-198	-526	185
经营活动现金流	338	830	671	1,544
资本开支	-687	-318	-318	-327
投资	273	0	0	0
投资活动现金流	-159	-331	-331	-340
股权募资	0	-1	0	0
债务募资	-48	0	0	0
筹资活动现金流	-252	-172	-208	-243
现金净流量	-74	327	132	960

# THANKS 致谢

民生建材研究团队：



首席分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮件：liyang\_yj@mszq.com

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19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

## 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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
回避		相对基准指数跌幅5%以上	

## 免责声明：

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。