

信用减值风险充分释放，2023 直接受益竣工回暖

2023 年 01 月 29 日

➤ **公司发布 2022 年业绩预告：**取业绩预告中值，预计公司 2022 年实现营收 64 亿元，同比-8.4%，归母净利润-3.9 亿元，2021 年为 3.15 亿元，扣非归母净利润-4.08 亿元，2021 年为 2.98 亿元。主因：1) 部分房地产客户应收款计提减值；2) 能源及部分原材料价格持续高位运行，高值产品利润空间受到挤压；3) 合并收入同比下滑。按中值测算，22Q4 实现营收 17.06 亿元，同比-17.16%，环比-3.58%，22Q4 归母净利-2047 万元，21Q4 归母净利为-1.02 亿元、22Q3 为 1.18 亿元，22Q4 扣非归母净利-3417 万元，21Q4 为-1.04 亿元、22Q3 为 1.18 亿元。

➤ **经销渠道全年保持正增长，工程渠道严控风险主动收缩：**

(1) **经销端继续全渠道营销，积极推动包铺贴服务：**由于国内疫情反复，2022 年经销端未完成目标，但积极开拓空白市场为后疫情时代夯实基础，公司重视一二线渠道改造提升、三四线渠道下沉，2020 年以来给予经销商授信额度，2021 年后在全国推广“微笑铺贴”，为经销商提供培训，同时与第三方合作开发瓷砖胶与美缝剂，保障产品品质，“微笑铺贴”服务持续得到经销客户认可。**2022 年经销渠道收入仍实现正增长**，前三季度经销收入为 26.56 亿元，同比+6.88%，收入占比增至 57.2% (2021 年为 51.1%)。

(2) **工程渠道严控风险，客户结构优化：**主动收缩部分风险较大的房地产客户订单，向优质客户倾斜。22Q1-Q3 工程战略业务销售收入 19.9 亿元，同比-15.39%，收入占比降为 42.8% (2021 年为 48.9%)。

➤ **降本减费见成效，信用减值风险充分释放：**

公司经营策略调整为利润率和现金流优先，同步风险管控：

(1) 22Q2 起落实**降本减费措施**，提升经营质量，**22Q1-Q3 单季度毛利率分别为 19.11%、22.24%、27.09%，环比逐季改善**，但同比仍然承压，主因公司燃料成本占比约 25%，电费占比约 9%，能源价格上涨对利润影响大。

(2) 信用减值计提较为充分，截至 22Q3，公司已计提信用减值准备 5.08 亿元，2021 全年计提 1.86 亿元。其中，22H1 对 11 家房企进行专项计提，恒大 100%计提，融创 80%计提，绿地、阳光城等 50%计提，**预计 2023 年及以后继续大规模减值风险较小**。

➤ **竣工链有望率先回暖，受益瓷砖行业格局优化：**

2022 年房屋竣工面积同比-15%，主因疫情影响施工进度、违约房企项目延时/停工，导致交付延后。但 2022 年 11 月以来，房企供给端政策拐点出现，我们判断上半年会呈现“数据不佳，政策不止”的特征。**考虑到时间传导先后顺序，基本面角度，疫情优化管控和保交付都会率先在竣工链得到反映。**

瓷砖小企业出清加快，根据陶瓷信息网，2022 年全国瓷砖产量预计 60-65 亿平，取中值同比-23.54%，全年产能利用率仅为 50%，地产与瓷砖行业的长期需求向下，以及天然气与煤炭成本难以控制，挫伤供给端信心，例如江西部分企业切入新能源赛道转烧碳酸锂，叠加环保因素，这部分产线再转回陶瓷行业的可能性偏小，行业竞争格局得到优化。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为-3.9、5.15、7.62 亿元，现价对应 2023-2024 年动态 PE 分别为 16x、11x。我们看好公司①受益竣工链回暖，②经销渠道继续下沉，工程渠道“轻装上阵”，③产品继续创新引领，微笑铺贴服务逐见成效，④瓷砖行业格局长期优化。维持“推荐”评级。

风险提示：地产政策落地不及预期；地产需求大幅下滑风险；应收账款减值风险；行业竞争加剧；燃料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	6987	6400	7347	8508
增长率 (%)	43.6	-8.4	14.8	15.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	315	-390	515	762
增长率 (%)	-44.4	-223.9	232.0	47.9
每股收益 (元)	0.76	-0.94	1.24	1.84
PE	27	-	16	11
PB	2.2	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 1 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.11 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

公司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	6987	6400	7347	8508
营业成本	4953	4838	5297	5990
营业税金及附加	46	42	48	56
销售费用	642	538	588	664
管理费用	451	442	478	536
研发费用	265	253	287	328
EBIT	445	-303	654	944
财务费用	59	48	43	41
资产减值损失	-33	-15	-15	-15
投资收益	-22	0	0	0
营业利润	366	-358	606	898
营业外收支	5	5	5	5
利润总额	371	-353	611	903
所得税	47	49	79	117
净利润	324	-402	531	786
归属于母公司净利润	315	-390	515	762
EBITDA	769	48	1047	1386

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2111	2812	2964	2960
应收账款及票据	1677	765	1189	1682
预付款项	28	17	20	26
存货	2081	1947	1944	2247
其他流动资产	1133	1134	971	1109
流动资产合计	7029	6675	7088	8023
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3047	3198	3328	3454
无形资产	283	283	282	281
非流动资产合计	4192	4262	4221	4171
资产合计	11222	10937	11309	12195
短期借款	180	180	180	180
应付账款及票据	2521	2484	2633	2895
其他流动负债	1791	1786	1631	1698
流动负债合计	4492	4449	4444	4773
长期借款	1288	1447	1447	1447
其他长期负债	1172	1174	1174	1174
非流动负债合计	2460	2620	2620	2620
负债合计	6952	7070	7065	7393
股本	415	415	415	415
少数股东权益	429	417	433	457
股东权益合计	4269	3867	4244	4801
负债和股东权益合计	11222	10937	11309	12195

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	43.64	-8.40	14.80	15.80
EBIT 增长率	-35.64	-168.08	316.08	44.23
净利润增长率	-44.41	-223.94	232.04	47.94
盈利能力 (%)				
毛利率	29.11	24.40	27.90	29.60
净利率	4.51	-6.10	7.01	8.96
总资产收益率 ROA	2.81	-3.57	4.56	6.25
净资产收益率 ROE	8.20	-11.31	13.52	17.55
偿债能力				
流动比率	1.56	1.50	1.59	1.68
速动比率	1.07	1.04	1.13	1.18
现金比率	0.47	0.63	0.67	0.62
资产负债率 (%)	61.95	64.64	62.47	60.63
经营效率				
应收账款周转天数	66.58	60.00	42.00	55.00
存货周转天数	153.34	148.00	135.00	137.87
总资产周转率	0.74	0.58	0.66	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	-0.94	1.24	1.84
每股净资产	9.25	8.31	9.18	10.46
每股经营现金流	-0.20	2.14	2.25	1.63
每股股利	0.25	0.00	0.37	0.55
估值分析				
PE	27	-21	16	11
PB	2.2	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	11.74	177.69	7.81	5.90
股息收益率 (%)	1.24	0.00	1.85	2.74

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	324	-402	531	786
折旧和摊销	324	351	392	442
营运资金变动	-1034	335	-89	-646
经营活动现金流	-84	890	933	678
资本开支	-1066	-274	-303	-343
投资	-401	0	0	0
投资活动现金流	-1466	-290	-303	-343
股权募资	1266	0	0	0
债务募资	497	208	-212	0
筹资活动现金流	1476	101	-478	-339
现金净流量	-74	701	152	-4

分析师承诺

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。	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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026