

东宏股份（603856）

证券研究报告

2023 年 07 月 05 日

重视氢能管道先发优势，传统管道有望保持成长

重视氢能管道先发优势，看好公司中长期成长潜力

根据 6 月 14 日公司发布的定增预案，公司拟投资 2.65 亿元研发建设新型柔性管道（氢能输送）研发及产业化项目，研发周期 14 个月，建设周期 6 个月，预计达产后营收 4 亿元左右，项目静态回收期 6.4 年，内部收益率（税后）为 18.91%。当前项目处于专用氢阻隔改性材料、管道性能研发测试阶段。公司本次和浙江大学合作研发的输氢柔性管道，我们认为有望成为率先进入市场的产品之一，未来氢能市场若快速增长，则有望为公司提供增量市场。

与央企签订采购协议，传统业务有望进一步扩张

传统业务角度，公司定增预计扩产 PVC 类复合管道 7.4 万吨及氢能管道，产能空间进一步打开。22 年公司 PE/钢丝/防腐/保温/PVC 管道产量 3.7/2.3/16/3.5/1 万吨，后续国家水网、抽水蓄能、城市市政管道等领域或保持较高景气，或将为公司提供良好增量。23 年 6 月末公司与中国二冶签订物资采购框架，二冶有望在 23-25 年内向公司采购 20 亿元（预估）管道产品。23Q1 公司营收/归母净利润增速分别为 26.1%/10.7%，23FY 公司预算营收/净利润增速分别为 75%/209%（50/4.6 亿），我们认为公司增速仍有进一步提升空间。

近年水利投资持续高景气，23M1-5 水利管理业投资增速 11.5%

22 年以来水利基础设施建设延续较好景气度。23M1-5 水利管理业投资同比+11.5%（vs21 年全年/22 年全年分别同比+1.3%/13.6%）。23 年前 5 月，水利基础设施建设明显好于去年同期。1-5 月，完成水利投资 4106 亿元，同比增加 998 亿元，增幅 32.1%。13 个省份完成投资超过 150 亿元，其中，广东、云南、河北 3 省完成投资超过 250 亿元。全国新开工水利项目 14680 个，新增投资规模 6090 亿元，较去年同期多 2785 项、新增投资规模多 1501 亿元。23 年前 5 个月，落实水利建设投资 6547 亿元，同比增加 486 亿元，增幅 8%。水利部规划 23 年全国将完成水利建设投资 8000 亿元以上。

看好公司氢能管道先发优势，维持“买入”评级

公司在氢能管道领域具备研发和产能布局的先发优势，传统管道亦有望受益于国家水网等水利水运规划的落地，此外获取央企 20 亿元（预估）采购合同及自身产能扩张，公司在基建管道领域有望不断提升市占率。我们看好公司长期成长潜力，考虑到原材料波动及氢能业务或将在 24 年以后贡献收入，我们调整公司 23-25 年归母净利润预测为 3/5/6.6 亿元（前值 3.9/5.4/6.6 亿元），认可给予 23 年公司 16 倍 PE，对应目标价为 18.79 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨、新增产能无法及时消化、宏观政策风险疫情影响超预期；定增进度不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,208.93	2,851.46	4,333.26	6,594.84	8,422.60
增长率(%)	(7.67)	29.09	51.97	52.19	27.71
EBITDA(百万元)	296.46	437.08	530.62	750.56	962.87
归属母公司净利润(百万元)	133.04	149.20	301.69	502.60	662.60
增长率(%)	-58.23	12.15	102.20	66.60	31.83
EPS(元/股)	0.52	0.58	1.17	1.96	2.58
市盈率(P/E)	27.71	24.71	12.22	7.33	5.56
市净率(P/B)	1.84	1.74	1.53	1.26	1.06
市销率(P/S)	1.67	1.29	0.85	0.56	0.44
EV/EBITDA	12.11	7.53	8.18	5.77	4.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.35 元
目标价格	18.79 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	256.90
流通 A 股股本(百万股)	256.41
A 股总市值(百万元)	3,686.52
流通 A 股市值(百万元)	3,679.55
每股净资产(元)	8.42
资产负债率(%)	42.61
一年内最高/最低(元)	14.63/10.52

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《东宏股份-年报点评报告:产能释放带动收入高增，看好公司长期发展》
2023-04-30
- 《东宏股份-季报点评:营收业绩稳健增长，定增扩张产能保障长期发展》
2022-10-24
- 《东宏股份-半年报点评:22Q2 显著改善，全年收入/利润目标有望实现》
2022-07-30

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002641.SZ	公元股份	70.43	5.73	0.07	0.41	0.51	86.55	13.96	11.32
300599.SZ	雄塑科技	29.65	8.28	0.29	0.44	0.53	28.43	18.96	15.74
002372.SZ	伟星新材	326.06	20.48	0.81	0.99	1.16	25.13	20.63	17.71
平均							46.70	17.85	14.92
603856.SH	东宏股份	36.87	14.35	0.58	1.17	1.96	24.71	12.22	7.33

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除了东宏股份为天风预测外，其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	282.97	478.16	433.33	659.48	842.26	营业收入	2,208.93	2,851.46	4,333.26	6,594.84	8,422.60
应收票据及应收账款	1,349.04	1,436.01	1,645.43	1,981.74	1,808.43	营业成本	1,778.82	2,299.98	3,507.18	5,355.00	6,860.64
预付账款	55.73	130.49	60.03	265.41	182.95	营业税金及附加	10.29	15.06	22.97	33.50	43.13
存货	442.02	439.05	574.14	615.86	1,137.41	销售费用	81.94	74.60	113.53	170.15	216.46
其他	228.93	277.52	371.55	525.11	617.83	管理费用	87.53	84.74	128.70	191.18	210.57
流动资产合计	2,358.69	2,761.22	3,084.46	4,047.60	4,588.88	研发费用	53.55	84.80	128.70	194.55	235.83
长期股权投资	65.29	22.18	22.18	22.18	22.18	财务费用	20.39	29.69	36.02	46.18	28.83
固定资产	475.58	649.86	881.10	1,064.93	1,180.44	资产/信用减值损失	-41.91	-96.89	-66.00	-28.00	-58.00
在建工程	198.58	26.34	79.22	35.84	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	129.64	126.97	123.42	119.87	116.31	投资净收益	3.39	-1.38	15.00	4.00	0.00
其他	200.36	272.81	175.02	216.06	221.30	其他	67.67	183.70	-13.00	-10.00	-10.00
非流动资产合计	1,069.46	1,098.15	1,280.94	1,458.88	1,540.23	营业利润	147.25	177.18	358.18	590.28	779.15
资产总计	3,468.26	3,937.30	4,365.40	5,506.48	6,129.11	营业外收入	3.06	1.02	1.86	1.98	1.62
短期借款	771.04	803.40	975.00	1,216.48	1,367.97	营业外支出	1.17	1.51	1.18	1.29	1.32
应付票据及应付账款	166.06	167.39	119.03	237.97	200.34	利润总额	149.14	176.69	358.86	590.97	779.44
其他	277.03	295.15	498.61	755.21	704.02	所得税	16.11	27.15	56.95	87.87	115.97
流动负债合计	1,214.13	1,265.94	1,592.63	2,209.66	2,272.34	净利润	133.04	149.53	301.91	503.10	663.47
长期借款	0.00	247.27	278.70	299.74	303.17	少数股东损益	0.00	0.33	0.22	0.50	0.88
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	133.04	149.20	301.69	502.60	662.60
其他	103.22	82.99	76.86	72.69	57.51	每股收益（元）	0.52	0.58	1.17	1.96	2.58
非流动负债合计	103.22	330.25	355.55	372.42	360.68						
负债合计	1,464.24	1,817.04	1,948.18	2,582.08	2,633.02						
少数股东权益	0.00	0.93	1.16	1.56	2.29						
股本	258.03	257.39	256.90	256.90	256.90						
资本公积	665.27	661.63	661.63	766.84	784.00						
留存收益	1,087.40	1,196.96	1,498.64	1,900.59	2,452.66						
其他	-6.69	3.34	-1.12	-1.49	0.25						
股东权益合计	2,004.02	2,120.26	2,417.22	2,924.40	3,496.09						
负债和股东权益总计	3,468.26	3,937.30	4,365.40	5,506.48	6,129.11						
现金流量表(百万元)						主要财务比率					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	133.04	149.53	301.69	502.60	662.60	成长能力					
折旧摊销	41.36	55.99	79.43	93.10	103.89	营业收入	-7.67%	29.09%	51.97%	52.19%	27.71%
财务费用	19.69	32.29	36.02	46.18	28.83	营业利润	-60.49%	20.32%	102.16%	64.80%	32.00%
投资损失	-3.39	1.38	-15.00	-4.00	0.00	归属于母公司净利润	-58.23%	12.15%	102.20%	66.60%	31.83%
营运资金变动	-508.58	-446.44	-267.13	-396.64	-467.74	获利能力					
其它	116.94	224.81	0.22	0.50	0.88	毛利率	19.47%	19.34%	19.06%	18.80%	18.54%
经营活动现金流	-200.95	17.57	135.22	241.74	328.46	净利率	6.02%	5.23%	6.96%	7.62%	7.87%
资本支出	371.84	32.46	366.13	234.17	195.18	ROE	6.64%	7.04%	12.49%	17.20%	18.96%
长期投资	65.29	-43.12	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.38%	7.56%	13.66%	17.63%	19.29%
其他	-738.33	-31.84	-703.33	-460.17	-375.18	偿债能力					
投资活动现金流	-301.19	-42.49	-337.20	-226.00	-180.00	资产负债率	42.22%	46.15%	44.63%	46.89%	42.96%
债权融资	521.62	240.56	162.09	206.33	126.10	净负债率	25.57%	27.71%	35.00%	36.91%	-8.91%
股权融资	-33.69	-39.03	-4.95	4.08	-91.78	流动比率	1.76	1.91	1.94	1.83	2.02
其他	-31.06	-135.76	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.44	1.61	1.58	1.55	1.52
筹资活动现金流	456.87	65.76	157.15	210.41	34.32	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.74	2.05	2.57	2.43	2.77
现金净增加额	-45.27	40.84	-44.83	226.16	182.78	存货周转率	5.21	6.47	5.97	6.00	6.23
						总资产周转率	0.70	0.77	0.93	0.99	1.07
						每股指标（元）					
						每股收益	0.52	0.58	1.17	1.96	2.58
						每股经营现金流	-0.78	0.07	0.53	0.94	1.28
						每股净资产	7.80	8.25	9.40	11.38	13.60
						估值比率					
						市盈率	27.71	24.71	12.22	7.33	5.56
						市净率	1.84	1.74	1.53	1.26	1.06
						EV/EBITDA	12.11	7.53	8.18	5.77	4.46
						EV/EBIT	14.07	8.64	9.63	6.58	5.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com