

# 【广发建材&海外】中国联塑 02128.HK

## 行稳致远系列：战略重心重回管道主业

### 核心观点：

- **23 年收入保持稳健，利润下降受减值、美元利率上升等因素影响。** 23 年收入 308.68 亿元，同比+0.3%，税前利润 26.64 亿元，同比-16.49%，归母净利润 23.68 亿元，同比-6.1%，下降受应收减值准备增多、美元借款利率上升等因素影响，我们预计未来这两项的拖累会逐步减小，净利率逐步回归历史中枢水平（11-12%），将带来较大的利润弹性。
- **国内塑料管道规模逐步稳定，联塑夯实龙头地位，市占率加速提升，未来积极拓展国内非房领域、把握出海机遇。** 根据中塑协，23 年我国塑料管道行业产量 1619 万吨，市场规模超 1800 亿元，集中度仍较低但持续提升，23 年 CR3 约 22%，12/15 年 13%/15%；中国联塑领跑行业，需求下行阶段市占率加速提升，23 年达到 16.3%，成本优势是核心竞争力，规模效应+供应链效率建立了生产端的壁垒，依靠长期建立的渠道优势和品牌优势，持续维持较高的产能利用率，拉开和其他竞争对手的差距；近年联塑市政、基建、农业、工业等非房领域需求占比提升较快，东南亚、美国、非洲等区域的海外扩张节奏稳步推进。
- **建材家居多元化销售稳健发展，未来将审慎对待供应链平台和新能源等业务，战略重心重回管道主业。**
- **经营质量保持高水准。** 23 年资产负债率继续降低，在手现金充沛，营运能力加强。从历史来看，联塑现金流长期稳健，战略重心调整后资本开支将大幅减少，待短期经营压力消化后，有望持续提升股东回报。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 24-25 年归母净利润 28.33 亿元，当前市值对应 PE 3.19、2.71 倍，给予公司 24 年 5 倍 PE，对应合理价值 4.89 港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。** 地产下滑带来的需求影响超预期，国内非房领域和海外市场拓展不及预期，原材料价格波动超预期。

**盈利预测：** 除标注港元外，其他均为人民币，港币兑人民币汇率=0.9255

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	30,767	30,868	30,889	33,478	36,740
增长率（%）	-4.03%	0.33%	0.07%	8.38%	9.74%
EBITDA（百万元）	6,010	-	6,997	7,543	8,236
归母净利润（百万元）	2,517	2,368	2,805	3,302	3,907
增长率（%）	-17.31%	-5.93%	18.47%	17.69%	18.34%
EPS（元/股）	0.81	0.76	0.90	1.06	1.26
市盈率（x）	9.30	4.95	3.19	2.71	2.29
ROE（%）	11.55%	10.08%	10.66%	11.15%	11.66%
EV/EBITDA（x）	6.27	-	2.64	1.92	1.21

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

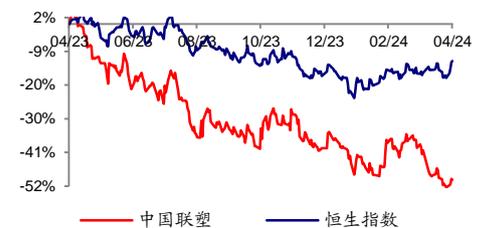
买入

当前价格	3.12 港元
合理价值	4.89 港元
报告日期	2024-04-26

### 基本数据

总股本/流通股本（亿股）	31.02/31.02
总市值/流通市值（亿港元）	96.80/96.80
一年内最高/最低（港元）	6.77/2.97
30 日日均成交量/成交额（百万）	8.08/26.29
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-13.81/-24.82

### 相对市场表现



### 分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004

SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

### 分析师：

张乾



SAC 执证号：S0260522080003



021-38003687



gzhangqian@gf.com.cn

请注意，张乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

### 联系人：

陈伟豪 021-38003694

chenweihao@gf.com.cn

## 目录索引

一、2023 年收入保持稳健，利润下降受减值、美元利率上升等因素影响 .....	5
二、塑料管道主业继续夯实龙头地位，国内市占率加速提升，未来或积极把握出海机遇 .5	
（一）2023 年公司管道主业量增价减，产能利用率与毛利率均有提升 .....	5
（二）国内塑料管道行业规模逐步稳定，联塑市占率逆势提升至 16.3%，综合竞争力领先同行 .....	9
（三）海外市场拓展先锋，把握机遇有望快速放量 .....	15
三、建材家居多元化销售稳健发展，未来将审慎对待供应链平台和新能源等业务，战略重心重回管道主业 .....	18
四、经营质量保持高水准，资本开支高峰已过 .....	20
五、盈利预测和投资建议 .....	24
六、风险提示 .....	27

## 图表索引

图 1: 2010-2023 年营业收入及同比增速	5
图 2: 2010-2023 年归母净利润及同比增速	5
图 3: 2010-2023 年塑料管道业务收入及同比增速	6
图 4: 2015-2023 年塑料管道业务毛利率	6
图 5: 2010-2023 年塑料管道分应用领域收入占比	6
图 6: 2016-2023 年塑料管道分应用领域增速	6
图 7: 2010-2023 年塑料管道分产品收入占比	7
图 8: 2010-2023 年塑料管道分产品销量	7
图 9: 2010-2023 年塑料管道分产品单价	7
图 10: 2019-2024 年 PVC 原材料价格 (元/吨)	7
图 11: 2019-2024 年 PP-R 原材料价格 (元/吨)	7
图 12: 2019-2024 年 HDPE 原材料价格 (元/吨)	7
图 13: 2016-2023 年塑料管道分区域收入占比	8
图 14: 2016-2023 年塑料管道分区域收入增速	8
图 15: 2010-2023 年塑料管道产能及产能利用率	8
图 16: 2010-2023 年塑料管道一级经销商数量	8
图 17: 2001-2023 年全国塑料管道产量及增速	9
图 18: 2012-2023 年三家塑料管道企业市占率变化情况	10
图 19: 中国联塑生产基地布局 (2023)	11
图 20: 2010-2023 年头部公司塑料管材产能 (万吨)	12
图 21: 2010-2023 年头部公司塑料管材产能利用率	12
图 22: 2010-2023 年各公司塑料管材单位价格 (元/吨)	12
图 23: 2010-2023 年各公司塑料管材单位成本 (元/吨)	12
图 24: 2010-2023 年头部公司塑料管材整体毛利率	13
图 25: 2010-2023 年头部公司 PVC 管毛利率	13
图 26: 2010-2023 年头部公司一级经销商数量对比 (单位: 家)	14
图 27: 2010-2023 年头部公司一级经销商平均提货额对比 (单位: 万元)	14
图 28: 中国联塑登录央视 CCTV《大国品牌》	15
图 29: 中国联塑管材业务海外收入及增速	16
图 30: 中国联塑印尼一期海外首家自建工厂	16
图 31: 科达制造海外建材业务布局及海外建材板块投资金额	17
图 32: 2014-2023 年建材家居业务收入及同比增速	18
图 33: 2017-2023 年环保收入及同比增速	18
图 34: 2017-2023 年供应链服务平台收入及同比增速	19
图 35: 2022-2023 年光伏产业收入及同比增速	19
图 36: 2020-2023 年易达云收入及同比增速	19
图 37: 2020-2023 年易达云归母净利润及同比增速	19
图 38: 2010-2023 年公司综合及塑料管道毛利率	20
图 39: 2010-2023 年公司费用率拆分	20

图 40: 2010-2023 年公司财务费用及借款规模.....	21
图 41: 2019-2023 年不同币种借款拆分.....	21
图 42: 2018-2023 年公司金融及合约资产的减值.....	21
图 43: 2017-2023 年公司分占联营公司业绩 .....	21
图 44: 2010-2023 年公司归母净利率 .....	21
图 45: 2010-2023 年公司资产负债率 .....	22
图 46: 2010-2023 年公司现金及银行存款.....	22
图 47: 2010-2023 年应收款项、应付款项及存货规模.....	22
图 48: 2010-2023 年公司应收款项、应付款项及存货周转率.....	22
图 49: 2010-2022 年公司经营性现金流、资本开支、自由现金流和净现比.....	23
图 50: 2010-2023 年现金分红总额及股利支付率 .....	23
表 1: 塑料管道下游应用领域情况 (2022 年) .....	10
表 2: 头部公司塑料管材国内生产基地区域分布 (2023 年) .....	12
表 3: 管件管材类地产商 500 强首选建材供应商品牌前十名 (2019-2023 年) ..	14
表 4: 分业务预测.....	24
表 5: 各项费用率和减值关键假设 .....	25
表 6: 可比公司估值表 (Wind 一致预期, 截至 4.25 日收盘) .....	26

## 一、2023 年收入保持稳健，利润下降受减值、美元利率上升等因素影响

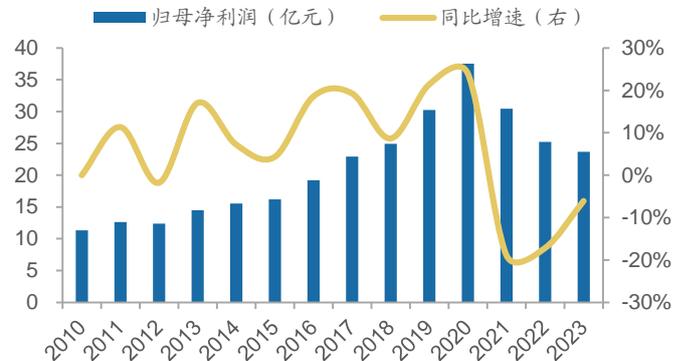
中国联塑发布2023年财报，全年实现营业收入308.68亿元，同比+0.3%，税前利润26.64亿元，同比-16.49%，归母净利润23.68亿元，同比-6.1%。利润下降主要系对客户的应收账款计提减值准备增多、美元借款利率上升等因素影响，此外，分占联营公司业绩对联塑的利润贡献增加较多。我们测算剔除上述三个影响变量（美元负债利率变动、减值变动、联营公司业绩贡献变动）之后的税前利润同比微增，这或许更贴近中国联塑当年实际业务利润的变动情况。

图1：2010-2023年营业收入及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：2010-2023年归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

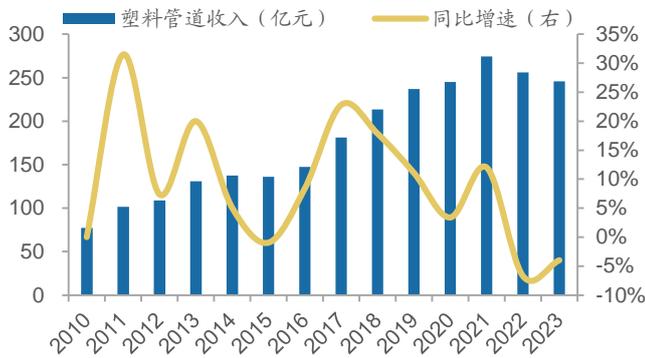
## 二、塑料管道主业继续夯实龙头地位，国内市占率加速提升，未来或积极把握出海机遇

### （一）2023 年公司管道主业量增价减，产能利用率与毛利率均有提升

2023年公司管道主业量增价减，与建筑工程相关性较小的领域收入保持双位数增长，区域市场布局取得积极成效、华南以外区域占比提升，产能利用率与毛利率均有提升。2023年塑料管道业务实现营收246亿元，同比-4.0%，毛利率28.5%，同比+1.0pct。

（1）拆分下游应用来看，2023年供水、排水、电力供应及通讯、燃气输送、其他用途收入分别为94、92、37、5、17亿元，收入分别同比-5.5%、-5.2%、-11.2%、+10.4%、+34.8%，收入占比分别为38%、37%、15%、2%、7%，其中与建筑工程相关性较大的供水、排水和电力通讯收入下滑，而与建筑工程相关性较小、与市政基建等领域相关性较大的燃气输送和其他用途（农业、地暖、消防等）收入同比实现双位数增长；

图3: 2010-2023年塑料管道业务收入及同比增速



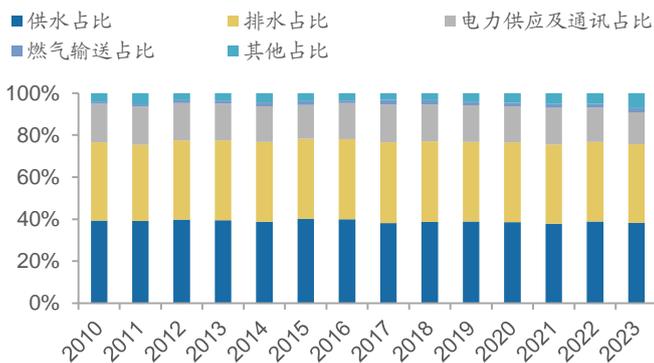
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 2015-2023年塑料管道业务毛利率



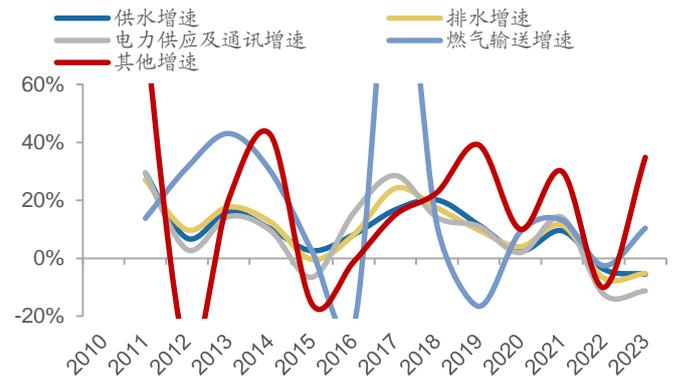
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 2010-2023年塑料管道分应用领域收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

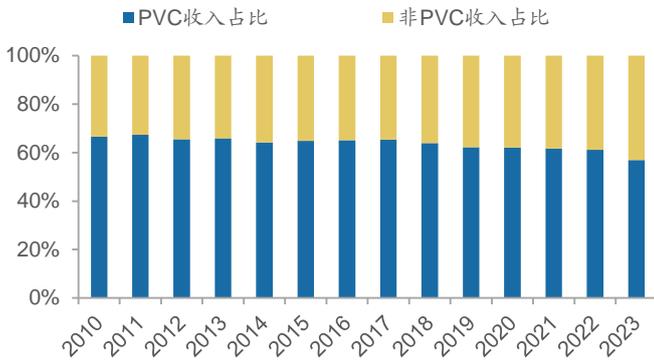
图6: 2016-2023年塑料管道分应用领域增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

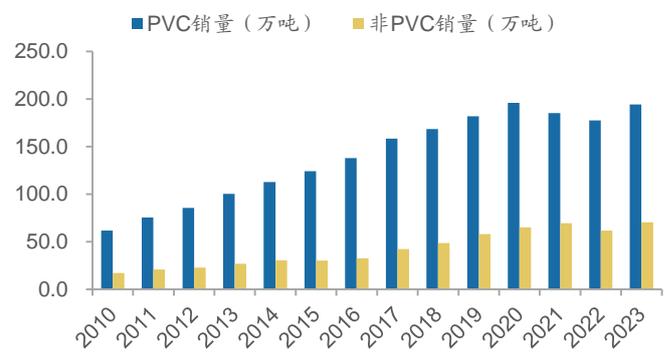
(2) 拆分不同产品来看, 2023年PVC、非PVC收入分别为140/106亿元, 收入分别同比-10.7%、+6.6%; 继续拆分两者量价, PVC、非PVC销量均实现增长, 分别达到194、71万吨, 销量分别同比+9.3%、+14.5%, 而价格均有一定幅度的下滑, 两者均价分别约7209、15010元/吨, 价格分别同比-18.3%、-6.9%。价格下降有两方面原因, 主因仍是原材料价格下降较多、售价跟随原材料价格调整, 根据Wind, PVC、PP-R、HDPE原材料价格2023年分别同比-20%、-7%、-5% (这也是毛利率提升的主因), 2024年来看, 我们预计上半年PVC仍能享受一定的原材料红利, 但非PVC产品原材料价格已经同比持平或者小幅上升。此外, 房地产行业需求进一步下滑, 工程端价格战仍然激烈, 也是影响价格的一个因素;

图7: 2010-2023年塑料管道分产品收入占比



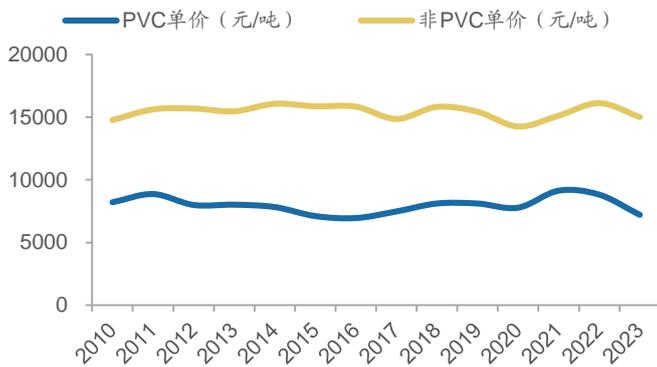
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 2010-2023年塑料管道分产品销量



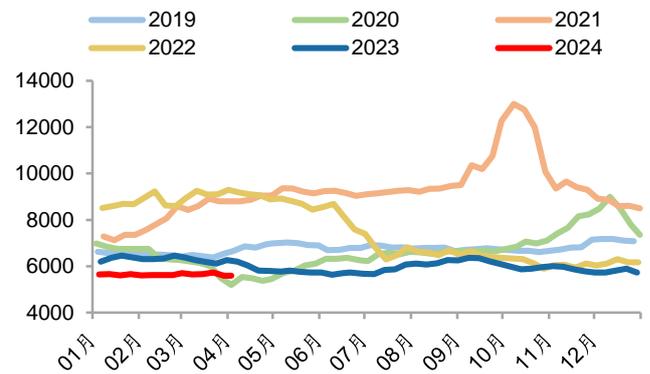
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 2010-2023年塑料管道分产品单价



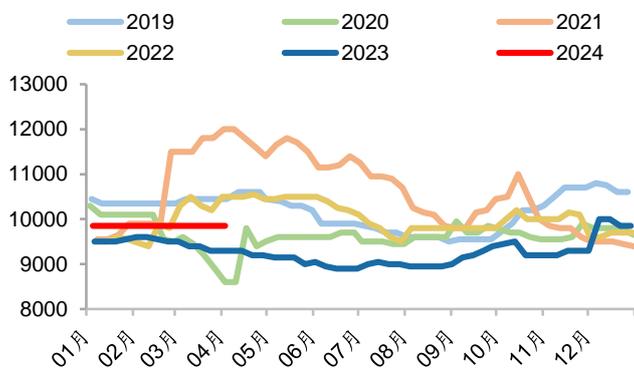
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 2019-2024年PVC原材料价格(元/吨)



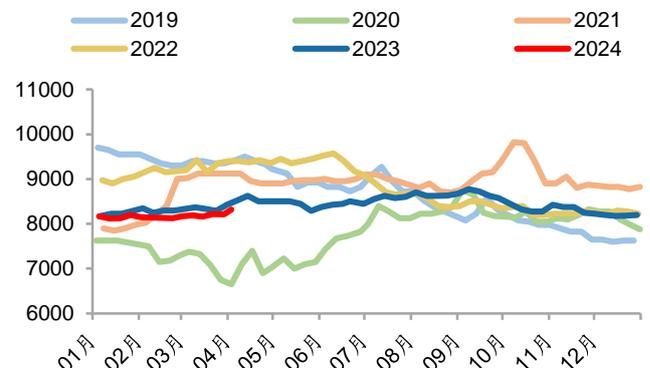
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 2019-2024年PP-R原材料价格(元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

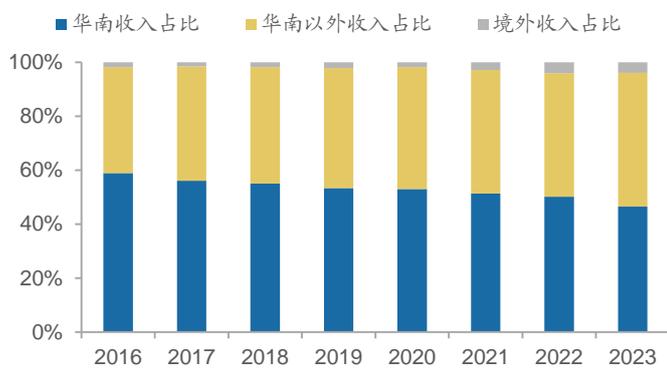
图12: 2019-2024年HDPE原材料价格(元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

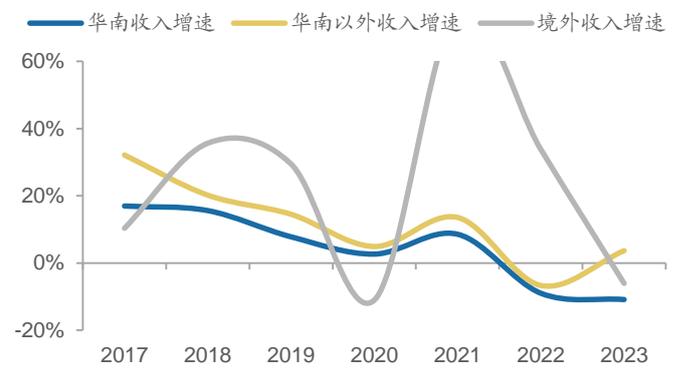
(3) 拆分区域收入来看, 2023年塑料管道业务华南区域、国内华南以外、境外收入分别为114、122、10亿元, 收入同比分别-10.9%/+3.7%/-6.1%, 收入占比分别为46.6%、49.6%、3.9%, 占比变动为-3.6pct、+3.7pct、-0.1pct。华南区域收入占比首次低于50%, 国内华南以外区域逆势增长, 在区域市场布局上的调整取得了积极成效; 海外市场是公司未来重点发展的领域, 根据财报, 公司目前在印度尼西亚、柬埔寨、泰国及马来西亚的生产基地已经经营建完毕, 菲律宾、孟加拉、越南等生产基地正在筹建, 年内集团加速推进品牌出海本土化发展的步伐, 目前东南亚市场或是出海发展的重心。

图13: 2016-2023年塑料管道分区域收入占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 2016-2023年塑料管道分区域收入增速

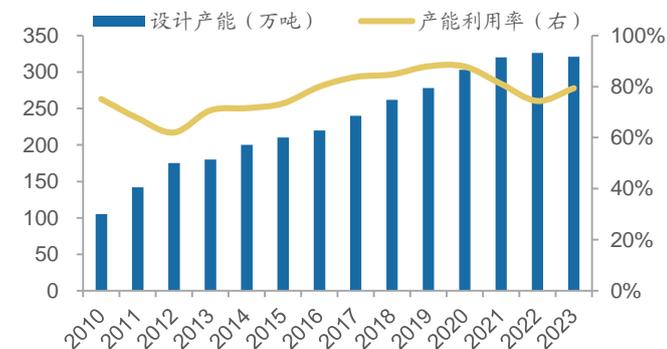


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(4) 产能变动来看, 2023年塑料管道设计产能321万吨, 产能利用率79.4%, 同比+5.0pct;

(5) 渠道建设来看, 2023年末公司与2853名独立独家的一级经销商建立长期战略合作关系 (同比+67家), 分销网络布局广泛、覆盖全国。

图15: 2010-2023年塑料管道产能及产能利用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图16: 2010-2023年塑料管道一级经销商数量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**(二) 国内塑料管道行业规模逐步稳定，联塑市占率逆势提升至 16.3%，综合竞争力领先同行**

**2023年我国塑料管道行业产量1619万吨，市场规模超过1800亿元（出厂不含税口径）。**根据中国塑料加工协会、华经产业研究院、伟星新材财报，塑料管道行业的规模演变主要可以分为三个阶段：

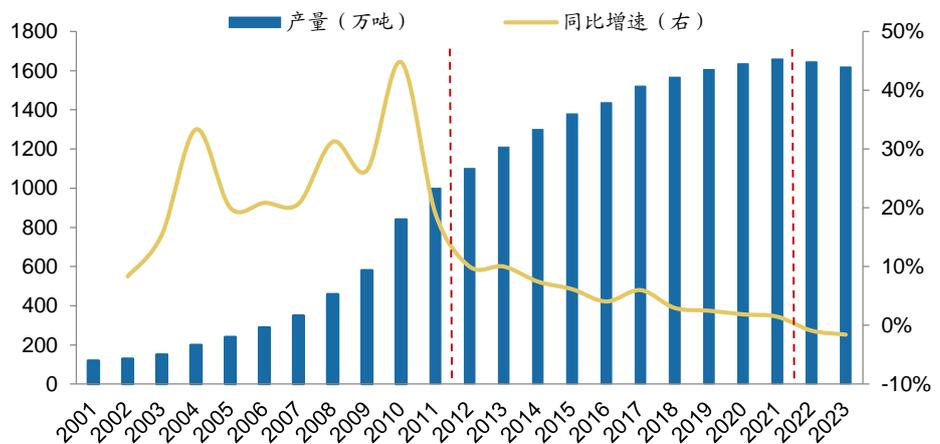
(1) 阶段一：2001-2011年，随着塑料管道技术进步带来的渗透率提升及城镇化率速度快（房地产和基建需求好），塑料管道行业呈现快速发展态势，2001-2011年塑料管道行业产量CAGR达到+23.6%；

(2) 阶段二：2012年起行业进入平稳发展阶段，2012-2021年塑料管道行业产量CAGR下降到+4.7%，但每年仍保持正增长态势；

(3) 阶段三：2022年塑料管道行业产量下降0.9%至1645万吨，出现2001年以来的首次下滑，2023年行业产量再度下降1.6%至1619万吨，连续两年的下滑主要系建筑工程管材需求量的下降（房地产需求下滑较多）。往后看，我们判断行业总产量会保持相对稳定，根据华经产业研究院，2022年管材下游建筑相关用途（建筑给排水、电力和通信护套、供暖等）占比合计约24%，农业、市政、基建等非建筑相关用途是管材的主要应用领域，因此整体行业产量出现大幅度下滑的可能性也不大；

从产值角度来看，根据各公司财报，2023年中国联塑、公元股份、伟星新材塑料管道销量分别为265、62、29万吨，塑料管道收入分别为246、58、54亿元，均价分别为9289、9490、18452元/吨（出厂不含税口径，伟星以PPR零售为主、均价相比其他以PVC工程为主的企业高出较多），其中联塑PVC、非PVC产品均价分别约7209、15010元/吨，根据中国塑料加工协会，2019年全国塑料管道产量中PVC和非PVC占比分别为44%和56%，以此倒推塑料管道行业市场规模超过1800亿元。

**图17：2001-2023年全国塑料管道产量及增速**



数据来源：中国塑料加工协会，华经产业研究院，伟星新材财报，广发证券发展研究中心

表1: 塑料管道下游应用领域情况 (2022年)

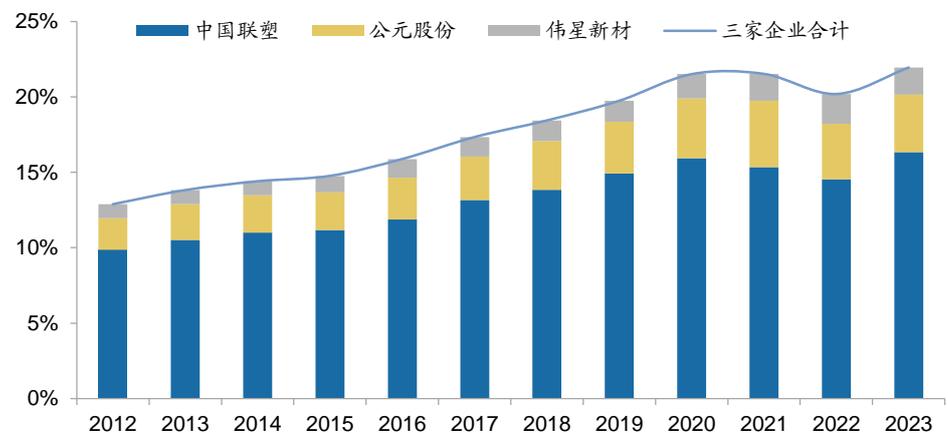
	应用占比	常用管材
农业灌溉	28.99%	PVC
市政给、排水(污)	21.74%	PVC 为主, PE 占比提升
建筑给、排水	11.96%	PVC、PP-R
护套(电力、通信)	9.42%	PVC
市政燃气	8.7%	PE
工业流体	3.99%	PE
供暖	2.54%	PE
其他	12.68%	

数据来源: 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

塑料管道行业集中度目前仍较低、但在持续提升, 2023年CR3约22%。我们从销量市占率来看(以行业产量近似行业需求), 根据各公司财报、中塑协和华经产业研究院, 2023年主要上市公司中国联塑、公元股份、伟星新材销量市占率分别为16.3%、3.8%、1.8%, 分别同比+1.8pct、+0.1pct、-0.2pct。整体来看, 塑料管道行业集中度仍不高, 但受益于2016年起的精装房渗透率快速提升与地产开发商集中度的提升, 以及消费升级带来品牌集中, 塑料管道行业的集中度也呈现快速提升趋势, 以上述三家上市公司数据为例, 2012年三家公司合计份额仅12.9%, 2015年也仅14.8%, 但是2023年已经提升至22.0%。

中国联塑领跑行业, 2023年市占率16.3%, 行业需求下行阶段市占率加速提升。中国联塑一直处于领跑行业的水平, 在行业需求下行阶段, 市占率仍能实现逆势提升, 横向来看, 近两年联塑市占率提升速度明显快于同行, 纵向来看, 2023年市占率增幅也大于历史年份表现。

图18: 2012-2023年三家塑料管道企业市占率变化情况



数据来源: 各公司财报, 中国塑料加工协会, 华经产业研究院, 广发证券发展研究中心

**成本优势是联塑的核心竞争力。**根据公司财报，截至2023年底，联塑已经建立了超过30个先进的生产基地，分布于国内19个省份及海外国家。对比同样以工程业务为主的几家塑料管材上市公司，从塑料管道业务的单位价格来看，联塑和公元高出雄塑和顾地较多，这主要系产品结构和下游应用结构的不同（根据Wind和各公司财报，2023年中国联塑、公元股份、雄塑科技、顾地科技的PVC占比分别为57%、54%、67%、54%，非PVC管单价高于PVC管），而联塑的单位成本即使有产品结构的影响（非PVC管成本同样也会高于PVC管），也较可比公司更低，因此整体毛利率显著高于可比公司；从同一产品PVC管的毛利率来看，联塑同样远高于可比公司，且需求下行阶段或是原材料价格大幅波动时期的稳定性更强。

第一，联塑当前产能规模最大，与其他头部企业拉开了显著差距（2023年联塑、公元、雄塑、顾地产能分别为326、110、50+、30+万吨），生产端规模优势明显；第二，联塑生产基地数量众多，区域分布广泛，平均运输半径较可比公司更短，供应链效率较高；第三，2021年之前塑料管道行业需求是在增长的，头部企业产能扩张幅度都较大，但2022年以来随着地产需求的下滑，行业需求也开始下滑，联塑依靠长期建立的销售渠道优势和品牌优势，仍能维持较高的产能利用率，但其他头部企业面临的需求压力会较大，未能及时消化新增产能、产能利用率大幅下滑。

图19：中国联塑生产基地布局（2023）

建立了超过30个先进的生产基地，分布于中国19个省份及海外国家



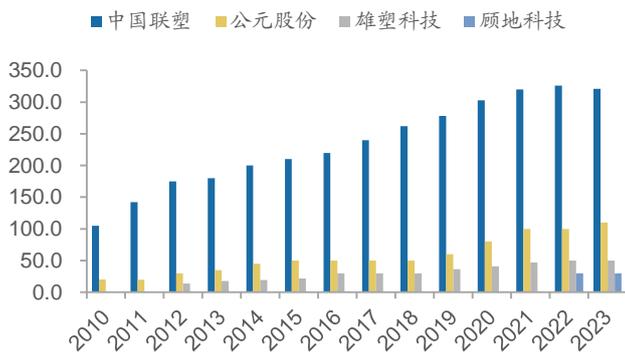
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表2: 头部公司塑料管材国内生产基地区域分布 (2023年)

	华北	东北	华东	中南	华南	西南	西北
中国联塑	河北任丘、山东临沂	吉林长春	江苏南京、安徽滁州、浙江台州、江西南昌、福建福州	湖北武汉、河南周口、湖南长沙	广东佛山、广东鹤山、广东中山、广东茂名、海南	贵州贵阳、四川德阳、云南玉溪	新疆乌鲁木齐、陕西咸阳
公元股份	天津		上海、浙江黄岩、安徽广德、江苏淮安	湖南	深圳、广州	重庆	
雄塑科技			江西宜春	河南新乡	广东佛山、广西南宁、海南海口	云南玉溪	
顾地科技	北京			湖北	佛山	重庆	甘肃
伟星新材	天津		上海、浙江台州			重庆	陕西西安

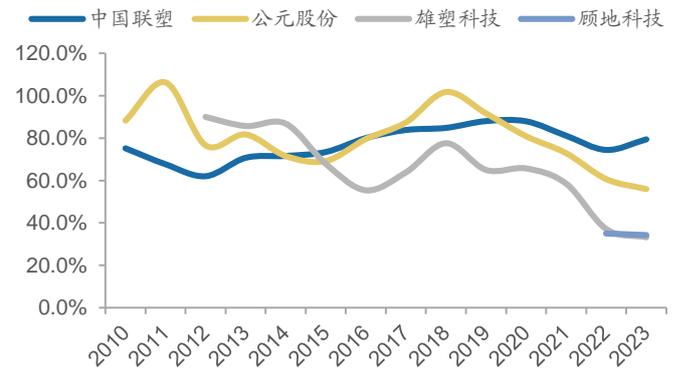
数据来源: 各公司财报及官网, 广发证券发展研究中心

图20: 2010-2023年头部公司塑料管材产能 (万吨)



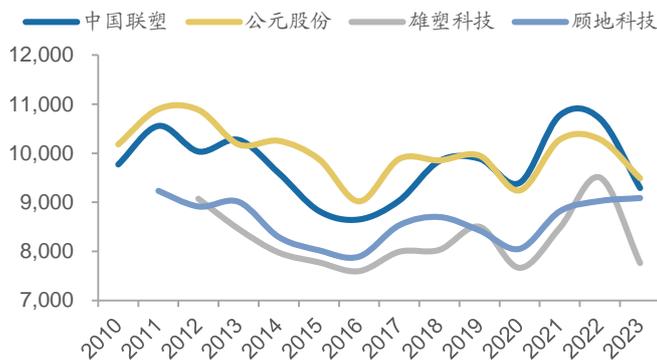
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 2010-2023年头部公司塑料管材产能利用率



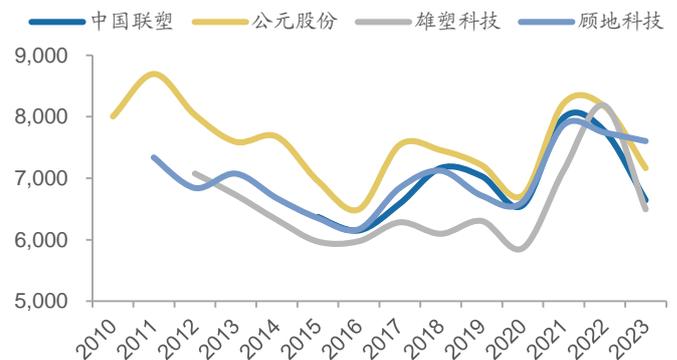
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图22: 2010-2023年各公司塑料管材单位价格 (元/吨)



数据来源: 各公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 2010-2023年各公司塑料管材单位成本 (元/吨)



数据来源: 各公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 2010-2023 年头部公司塑料管材整体毛利率

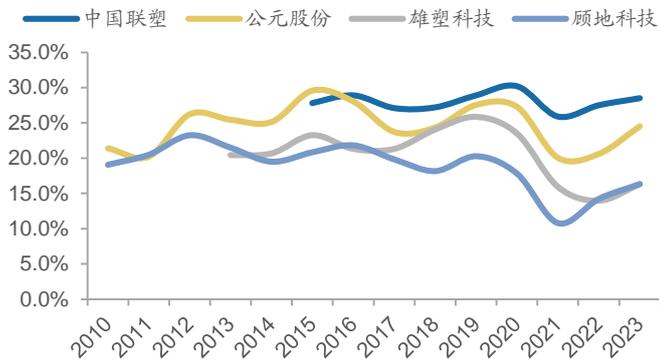
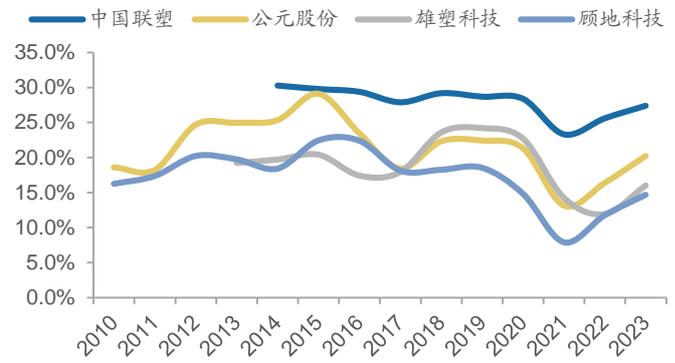


图 25: 2010-2023 年头部公司 PVC 管毛利率



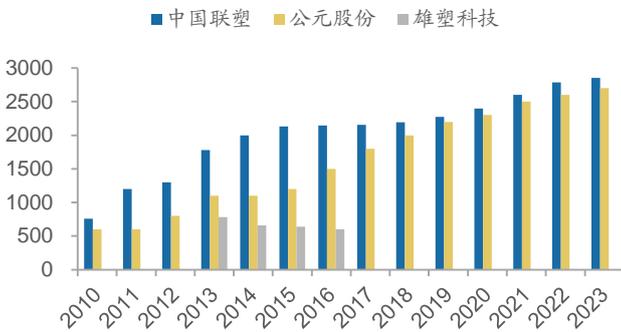
数据来源: 各公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: 各公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

**经销为主、渠道广度与深度遥遥领先。**中国联塑以经销渠道为主,并在不断扩展和深化其销售网络。上文提到,扎实的渠道建设为联塑产品销售提供了坚实的市场基础,从而在行业需求收缩阶段仍能保持较高产销量和产能利用率。从经销渠道广度来看,联塑拥有遍布全国各地的独立独家一级经销商,2023年已经提升至2853家,可比公司中公元股份2010年以来一级经销商数量增长较快,2023年达到2700+家,两者在全国市场的覆盖度都较高、空白市场区域较少,渠道广度上两者领先行业;从经销渠道深度来看,我们对一级经销商平均提货额(两者都以经销为主,2023年公元股份经销收入占比87%,联塑同样较高,因此用管道业务收入/一级经销商数量近似计算),2023年联塑一级经销商平均提货额达到862万元、大幅高于公元的216万元,较强的先发优势使得联塑的经销商在资金实力、网点建设、项目资源、服务能力等各方面与竞争对手拉开了很大差距;生产端和销售端实际上是能够相互促进的,强制造能力、规模效应带来的低成本,给予了经销商更具性价比和质量可靠的产品,布局完善的供应链,也使得经销商在服务和交付上更加及时、更加灵活。

**优化需求结构、发力非房领域。**根据前文行业部分的描述,塑料管材下游主要应用领域是农业、市政、基建等非房相关用途,市政基建等投资仍是经济增长的主要发力点、预期仍能保持增长,而农业受益于国家乡村振兴战略、仍有较大增长空间。因此近两年塑料管材行业产量尽管受地产需求影响有所下降、但下降幅度都不大(2022、2023年分别同比下降0.9%、1.6%),非房领域的需求稳定且能够持续增长,这也是头部塑料管材企业未来发力的重点。中国联塑近年非房领域需求占比提升较快,一方面继续加强与政府部门、基建龙头央企国企等战略合作伙伴关系,积极投入国家工程与市政改建等项目,另一方面响应国家乡村振兴政策,为规模化的农业种植提供高标准的产品设施及解决方案,此外,工业类管道开发也在逐步拓展客户群(如化工、食品、新能源、设备装配等)。依靠经销渠道领先的广度与深度、经销商先发积累的资金和资源,联塑目前下游业务领域多元化进程拓展顺利。

图26: 2010-2023年头部公司一级经销商数量对比(单位: 家)



数据来源: 各公司财报及招股说明书, 广发证券发展研究中心

图27: 2010-2023年头部公司一级经销商平均提货额对比(单位: 万元)



数据来源: 各公司财报及招股说明书, 广发证券发展研究中心

**B端品牌影响力强大, “大国品牌”经典工程项目案例丰富。**中国联塑作为业内领先的工程塑料管材品牌, 不断焕新升级品牌定位和发展战略, 秉持“专注产品品质, 坚持创造力, 为社会创造高价值的产品与服务”的品牌价值理念, 建设人文环境与生活空间的生态产品平台。根据财报, 2023年集团荣获业界内外多项的荣誉与肯定, 包括“2023年资本市场影响力企业”、“年度港股通最受欢迎企业”、“2023年度成长力上市公司100榜”、“大国品牌2023年度价值品牌”、“2023年度中国家居冠军榜行业领军品牌”、“2023央国资房地产开发企业优选供应商(民族品牌)管件管材类”等; 根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院, 中国联塑在地产商500强供应商的首选率/首选指数上一骑绝尘, 领先其他头部品牌较多, 这也显示了其在工程端强大的品牌优势; 2020年7月中国联塑正式登录CCTV-1《大国品牌》, 深入溯源联塑打造的各类国家超级工程, 例如“西气东输”、“珠港澳大桥”、“北京大兴国际机场”、“雄安新区”、“粤港澳大湾区建设”等;

表3: 管件管材类地产商500强首选建材供应商品牌前十名(2019-2023年)

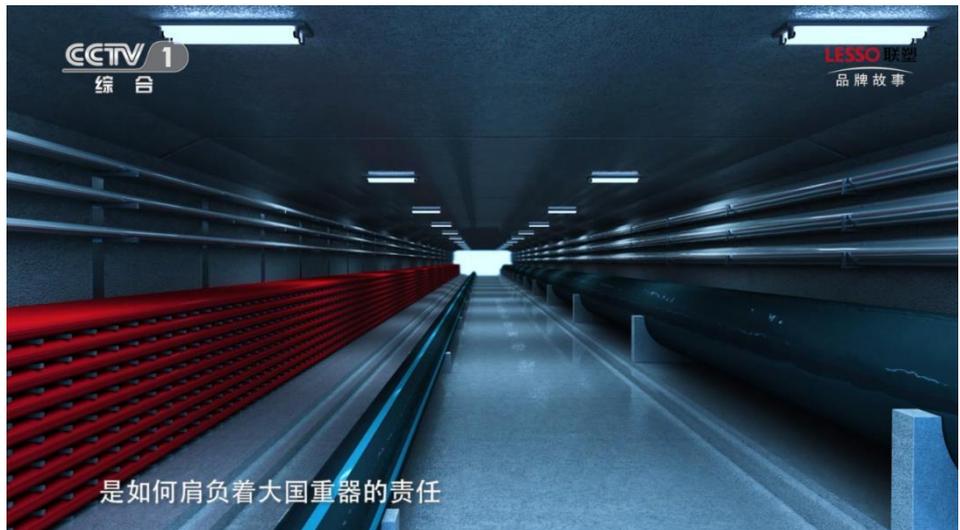
管件管材类	2019		2020		2021		2022		2023	
	排序	品牌	品牌	品牌	品牌	品牌	品牌	品牌	品牌	品牌
		首选率	首选率	首选率	首选率	首选率	首选指数	首选指数	首选指数	首选指数
1	联塑	29%	联塑	29%	联塑	30%	联塑	30%	联塑	27%
2	日丰	15%	日丰	15%	日丰	15%	伟星	19%	日丰	17%
3	公元	14%	伟星	14%	伟星	14%	日丰	19%	伟星	16%
4	中财	13%	宏岳	10%	宏岳	10%	宏岳	12%	宏岳	11%
5	宏岳	6%	公元	9%	多联实业	9%	多联实业	10%	多联实业	10%
6	多联实业	6%	多联实业	7%	公元	7%	公元	9%	公元	8%
7	川路	5%	川路	6%	川路	6%	川路	8%	川路	7%

8	金牛角	3%	中财	4%	中财	3%	中财	8%	星泉	7%
9	伟星	2%	中德管业	3%	中德管业	3%	中德管业	6%	中财	6%
10	中德管业	2%	金鹏管材	2%	金鹏管材	2%	军星	4%	中德管业	3%
汇总		95%		99%		99%		125%		112%

数据来源：中国房地产业协会，上海易居房地产研究院，广发证券发展研究中心

注：2022年地产商500强榜单指标由“首选率”更新为“首选指数”，“首选指数”测评最重要的权重依然是“首选率”，但其在“首选率”的基础上增加了经营数据、供应水平、绿色产品、品牌影响、专利技术等指标，更加综合

图28：中国联塑登录央视CCTV《大国品牌》



数据来源：中国联塑官网，广发证券发展研究中心

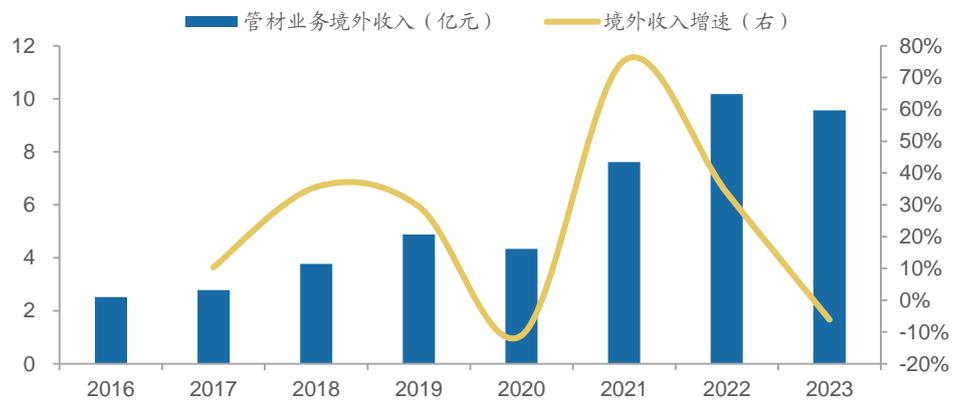
### （三）海外市场拓展先锋，把握机遇有望快速放量

**2007年开始“走出去”，2016-2023年管材海外收入CAGR+21%，率先于东南亚自建生产基地。**根据官方微信公众号，中国联塑早在2007年便开始“走出去”的步伐，从商品贸易起步，开展品牌合作、项目并购，进而顺应国际形势变化，在海外设厂，形成了一套更具特色化、更可持续发展的打法。在2016年之前，联塑海外战略主要以贸易出口为主，随着国际贸易形势的变化，部分国家关税政策变化频频，管材物流和原材料成本也在增加，这导致产品从中国走出去的成本上涨明显，对贸易出口的利润造成影响。在这种情况下，转化为本地生产本地销售的方式从而降低成本，用本地标准高效抢占海外本土市场不失为一个选择，联塑正是在这个阶段对战略进行了调整，开始大举进军东南亚。2021年，联塑印尼一期注塑智能化生产车间投入运营，年产能为9800吨，2022年，联塑印尼一期挤出车间正式投产，主要生产PVC给排水管道、PVC线管、PE给水管、PPR冷热水管道，及陆续计划实施生产的HDPE双壁波纹管，预计年产能超3万吨。印尼一期是联塑海外首家自建工厂，除实现产品

本土化生产，提高品牌在当地知名度、影响力外，还为当地创造了上百个就业机会。根据财报，截至2023年末，公司在印度尼西亚、柬埔寨、泰国及马来西亚的生产基地已经营建完毕，菲律宾、孟加拉、越南等生产基地正在筹建。

2023年中国联塑管材海外收入10亿元，2016-2023年收入CAGR+21%，保持了较高的增长。未来海外管材或结合两种方式拓展市场，一是东南亚等区域继续自建或收购生产基地，二是美国、非洲等区域租建仓库，以商品贸易的轻资产形式率先抢占市场份额，之后逐步建立生产基地。

图29：中国联塑管材业务海外收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

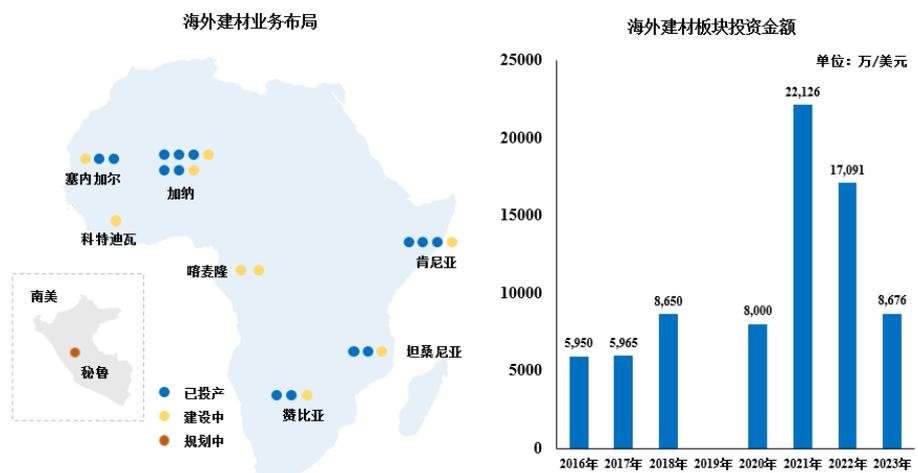
图30：中国联塑印尼一期海外首家自建工厂



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

持有科达7.01%的股权，未来有望建立业务合作共同开拓非洲等市场。2023年初联塑通过二级市场持续购入科达制造股权，截至2023年底，联塑持有科达制造7.01%的股权。根据科达和联塑财报，截至2023年末，科达已于非洲五国运营6个工厂，拥有17条建筑陶瓷生产线、1条洁具生产线，年内共实现建筑陶瓷产品产量超过1.5亿平方米，海外建材业务全年实现营收36.55亿元，同比+11.59%；未来联塑将透过积极寻求在非洲海外市场的业务合作与科达加强联系及探讨新业务的发展。

图31：科达制造海外建材业务布局及海外建材板块投资金额



数据来源：中国上市公司协会，广发证券发展研究中心

### 三、建材家居多元化销售稳健发展，未来将审慎对待供应链平台和新能源等业务，战略重心重回管道主业

建材家居稳健发展，采取多元化销售策略，发挥和主业管道的协同性。2023年建材家居实现营收28亿元，同比+5.0%，建材家居采取多元化销售策略，主动开拓更多以政府、央国企为主导的客户，减少民营地产的比例，继续发挥和主业管道的协同效应。

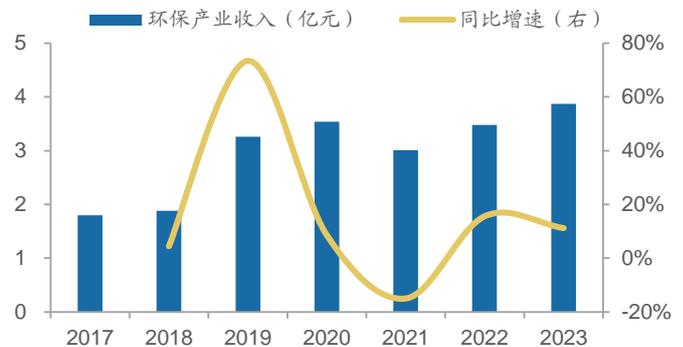
未来将审慎对待供应链平台和新能源等业务，适时转变经营策略。除开塑料管道和建材家居以外的其他业务营收34亿元，同比+40.3%，（1）环保业务收入3.87亿元，同比+11%，即使国内经济疫后复苏较预期比较慢，加上动工项目减少或者缩减生产的规模，导致危废产出减少，但集团环保业务收入依然取得双位数的增长；（2）供应链服务平台收入15.15亿元，同比+58%，其中易达云贡献较大（根据易达云招股说明书，联塑通过子公司持有38.9%的股权，并与易达云若干其他股东签订一致行动协议控制约51.9%的股权），易达云成立于2014年3月，作为一家B2C出口电商供应链解决方案供应商，为电商卖家提供一站式端对端供应链解决方案，采用海外仓模式，提供跨境物流、海外仓储以及配送交付服务，并与公司自主研发的易达云平台无缝整合，易达云平台内置了全面的数字化供应管理工具。根据其招股书和弗若斯特沙利文的资料，于2022年按收入计，易达云在中国所有主要采用海外仓模式的B2C出口电商供应链解决方案供货商中位列第七，2023年收入12亿元，同比+71%，2020-2023年CAGR+56%，归母净利润0.69亿元，同比+91%，2020-2023年CAGR+89%，易达云已于2023年6月宣布拟分拆港股上市，目前正递交招股书。未来联塑自身的海外商城和物流中心等将采取审慎的发展策略，重点面向东南亚市场，放缓投资并视情况逐步出售海外资产或改作供租赁用途；（3）新能源业务通过旗下联塑班皓子公司进行发展，2023年实现收入10.57亿元，同比+79%，未来也将以审慎态度对待，重新考虑经营策略，我们预计光伏未来的发展重心也会放在海外市场，利用联塑的出口优势拉动光伏产品销售。

图32：2014-2023年建材家居业务收入及同比增速



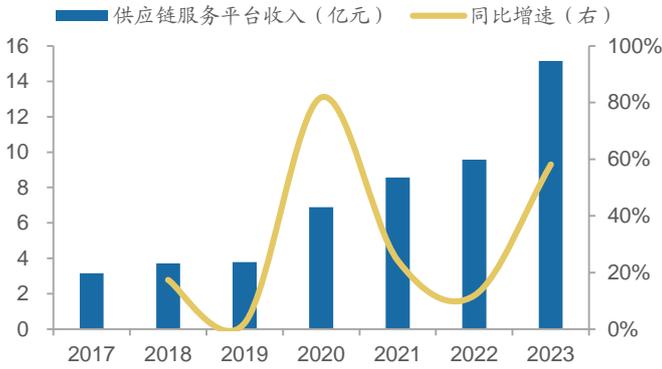
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图33：2017-2023年环保收入及同比增速



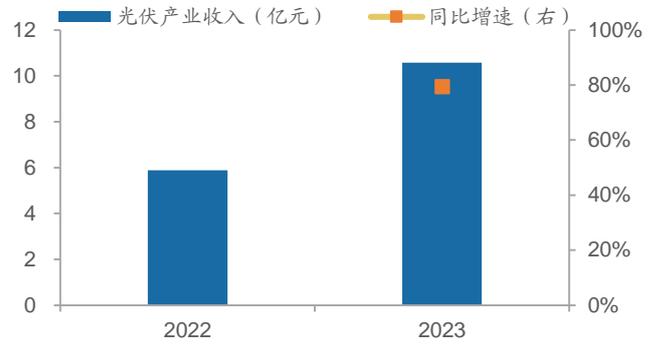
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图34: 2017-2023年供应链服务平台收入及同比增速



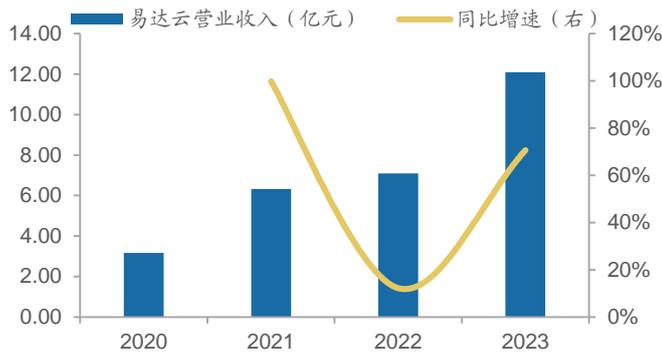
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图35: 2022-2023年光伏产业收入及同比增速



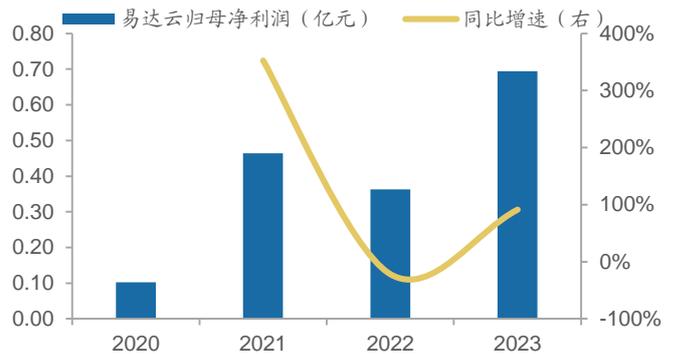
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图36: 2020-2023年易达云收入及同比增速



数据来源: 易达云招股说明书, 广发证券发展研究中心

图37: 2020-2023年易达云归母净利润及同比增速



数据来源: 易达云招股说明书, 广发证券发展研究中心

## 四、经营质量保持高水准，资本开支高峰已过

2023年毛利率平稳，分占联营公司对业绩的贡献加大，但财务费用和减值影响利润，预计2024年这两项的拖累减小。2023年毛利率26.31%，同比-0.48pct，基本稳定在2010年以来的中枢值（26.30%），其中塑料管道主业毛利率28.5%，同比+1.0pct；期间费用率14.09%，同比+2.03pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为5.10%、5.39%、3.60%，同比+0.34pct、+0.29pct、+1.39pct，2023年财务费用11.1亿元，同比+63%（+4.3亿元），增长较多主要系借款利率上升，外币计价的借款成本受美元加息影响较大，集团年末有息负债总额193.4亿元，同比-7亿元，其中长期借款86.5亿元，同比-41.3亿元，短期借款106.9亿元，同比+34.3亿元，2019-2020年发行的无抵押银团贷款在2023-2024年到期偿还，因此长短期借款结构在2023年末这个时间点有较大变化，但随着新的6亿美元双币银团定期贷款及循环信贷融资启动（具体见2023年9月13日公告），我们预计2024年内将恢复至良性的长短债结构；分币种来看，2023年末以美元计价的有息负债约42亿元（同比-30亿元）、港币计价约45亿元（同比+12亿元）、人民币计价约103亿元（同比+10亿元）、其他货币计价约3亿元（同比+1亿元），外币利率持续高位的情况下，集团逐步用人民币借款取代外币借款，并持续偿还外债、降低负债率来控制财务成本；2023年公司金融及合约资产减值影响利润8.58亿元（去年同期4.66亿元），年内针对发生债务危机的民营房企采取了审慎的坏账准备计提，并积极推进签署工抵房协议、加快回款；2023年分占联营公司业绩贡献利润3.24亿元（去年同期0.71亿元），截至2023年末集团持有兴发铝业26.11%和科达制造7.01%的股权（2023年兴发铝业归母净利润8.04亿元，科达制造为20.92亿元），2023年初联塑通过二级市场持续购入科达制造股权，因此2023年分占联营公司业绩贡献大幅增加。

综合以上，2023年归母净利率7.67%，同比-0.52pct，分占联营公司业绩贡献加大，财务费用和减值影响利润（2023年两者合计影响净利润约6.4pct），但我们预计未来这两项的拖累会逐步减小，净利率逐步回归历史中枢水平（11-12%）的过程，将带来较大的利润弹性。

图38：2010-2023年公司综合及塑料管道毛利率

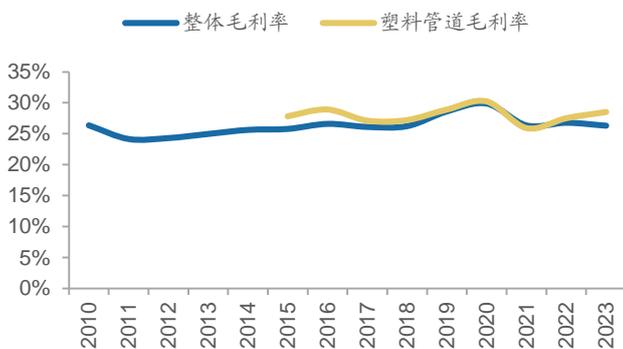
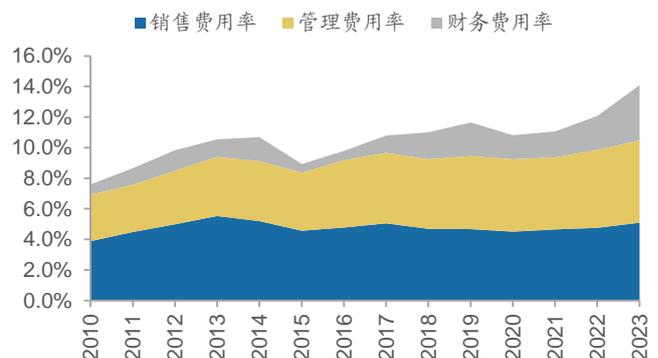


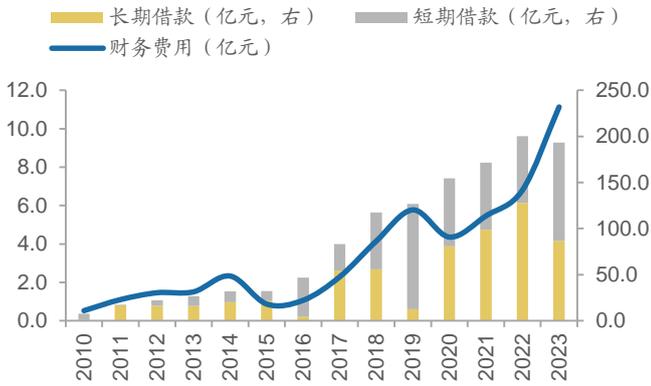
图39：2010-2023年公司费用率拆分



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

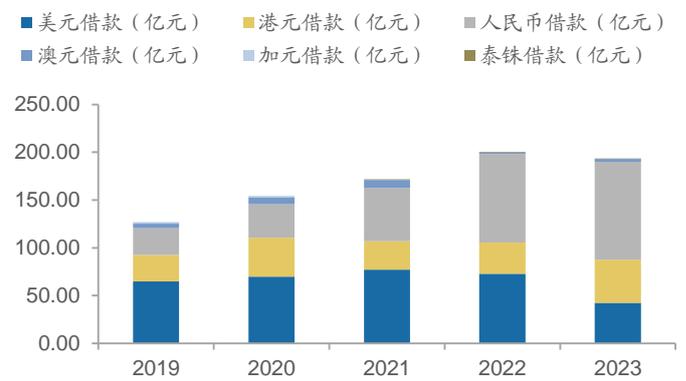
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图40: 2010-2023年公司财务费用及借款规模



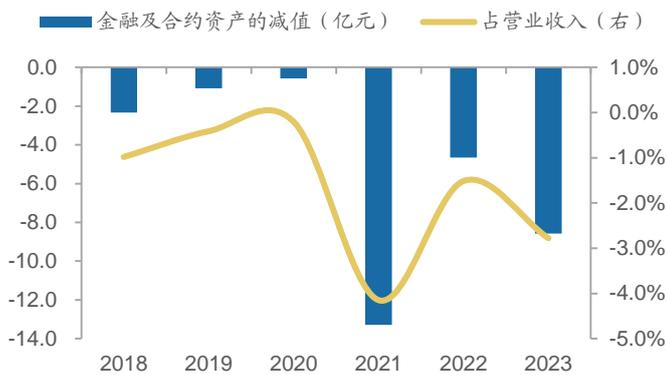
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图41: 2019-2023年不同币种借款拆分



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图42: 2018-2023年公司金融及合约资产的减值



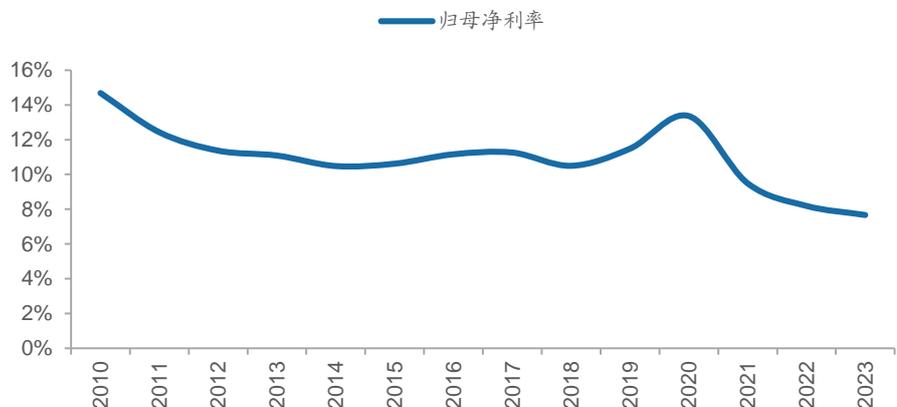
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图43: 2017-2023年公司分占联营公司业绩



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图44: 2010-2023年公司归母净利率

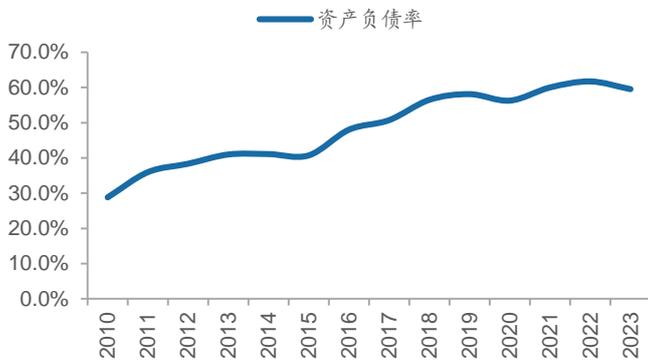


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债率降低，在手现金充沛。2023年集团资产负债率59.5%，同比-2.2pct；现金及银行存款年末约65.63亿元，仍然足够充沛。

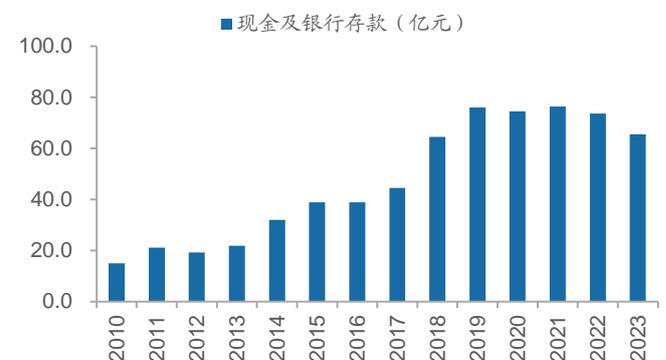
应收规模下降，存货周转率加快。2023年末应收账款及票据45.3亿元，同比-3.4亿元，应付账款及票据83.7亿元，同比+3.3亿元，存货61.9亿元，同比-3.1亿元；应收款项周转率6.56次，同比-0.21次，应付款项周转率2.77次，同比-0.12次，存货周转率3.59次，同比+0.22次，整体来看，公司营业周期缩短。营运能力在加强。

图45: 2010-2023年公司资产负债率



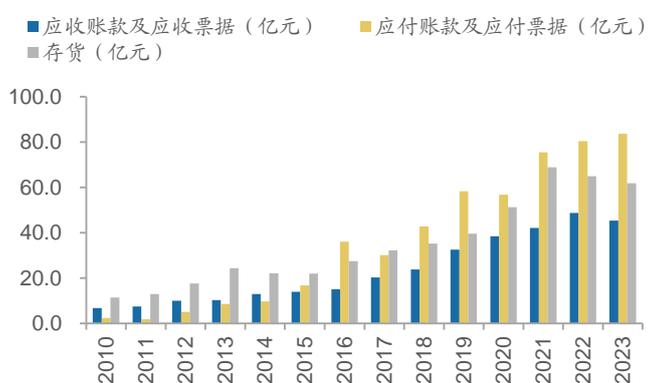
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 2010-2023年公司现金及银行存款



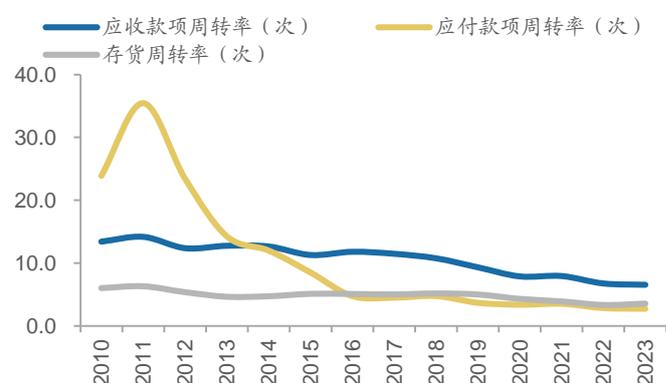
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图47: 2010-2023年应收款项、应付款项及存货规模



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

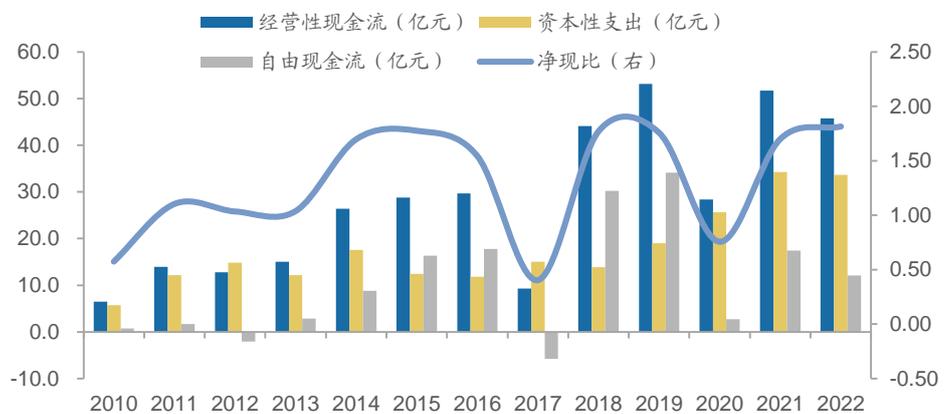
图48: 2010-2023年公司应收款项、应付款项及存货周转率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

经营性现金流一直较稳定，预计2023年为资本开支高峰，往后将逐步减少。从历史来看，公司经营性现金流一直较稳定，2010-2022年累计经营性现金流/归母净利润达到1.34(2023年现金流情况暂未公布)；2023年资本开支59.99亿元，同比+20.30%，主要用于改进生产基地的自动化设备和安装光伏发电设施、现有生产基地的扩建工程等等，过去的资本开支主要依靠自身现金流覆盖，除开2010年IPO以外，上市以来联塑没有做过再融资，我们预计随着公司对光伏业务、供应链平台等业务战略调整，未来资本开支将大幅减少，自由现金流更加充沛；董事会提议宣派2023年末期股息20港仙/股（去年30港仙/股），分红率24%（去年33%），合计派发股息6.2亿港元（约合5.6-5.7亿元），按当前市值（4.25日收盘价）计算股息率约6.4%。

图49：2010-2022年公司经营性现金流、资本开支、自由现金流和净现比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图50：2010-2023年现金分红总额及股利支付率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测和投资建议

具体到未来三年各项业务与毛利率、费用率等的关键假设：

(1) 塑料管道系统：2024年地产竣工压力较大，国内塑料管道行业需求或将继续下滑，而非房领域拓展和出海销售将加速，但整体来看，由于当前公司塑料管道系统大部分销售仍在国内、且地产相关还占有一定比例，因此2024年管材主业收入端或有压力。我们预计2024-2026年塑料管道系统收入分别为237/248/262亿元，同比-3.8%/+4.9%/+5.7%。

(2) 建材家居业务：建材家居稳健发展，采取多元化销售策略，未来将主动开拓更多以政府、央国企为主导的客户，减少民营地产的比例，继续发挥和主业管道的协同效应。我们预计2024-2026年建材家居业务收入分别为30/33/37亿元，同比+5.0%/+12.0%/+12.0%。

(3) 供应链服务平台：易达云的海外仓业务，受益于B2C出口电商供应链解决方案市场的迅猛发展（根据其招股说明书和弗若斯特沙利文的资料，市场规模由2017年的1136亿元增长至2022年的4024亿元，CAGR+28.8%），其通过借助第三方物流服务供应商、战略性采取轻资产模式，建立了全球物流网络，包括超过60家第三方仓储供应商、300家国际货运代理服务供应商、海运及空运承运商和80家当地尾程履约服务供应商，快速增长的市场与其建立的全球物流网络，仍将为公司贡献增长点；未来联塑自身的海外商城及物流中心等将采取审慎的发展策略，重点面向东南亚市场，放缓投资并视情况逐步出售海外资产或改作供租赁用途。我们预计2024-2026年供应链服务平台收入分别为21/30/42亿元，同比+40.0%/+40.0%/+40.0%。

(4) 环保产业平台：环保产业持续稳健发展，我们预计2024-2026年环保产业收入分别为4.3/4.7/5.2亿元，同比+10.0%/+10.0%/+10.0%。

(5) 新能源产业：新能源业务通过旗下联塑班皓子公司进行发展，未来也将以审慎态度对待，重新考虑经营策略，我们预计光伏未来的发展重心也会放在海外市场，利用联塑的出口优势拉动光伏产品销售，我们预计2024-2026年新能源产业收入分别为12/14/16亿元，同比+15.0%/+15.0%/+15.0%。

(6) 毛利率假设：2024年PVC等原材料价格相对稳定，同比或仍享受一定的原材料价格红利（尤其是去年上半年还较高），除了管道主业以外的其他业务随着收入扩大将逐步显现规模优势，我们预计2024-2026年公司整体毛利率分别为26.8%/27.0%/27.2%。

表4：分业务预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
塑料管道系统	收入(万元)	2,560,700	2,458,500	2,366,004	2,481,847	2,623,559
	YOY	-6.74%	-3.99%	-3.76%	4.90%	5.71%

建材家居业务	收入(万元)	270,500	283,900	298,095	333,866	373,930
	YOY	-1.67%	4.95%	5.00%	12.00%	12.00%
供应链服务平台	收入(万元)	95,800	151,500	212,100	296,940	415,716
	YOY	11.92%	58.14%	40.00%	40.00%	40.00%
环保产业	收入(万元)	34,800	38,700	42,570	46,827	51,510
	YOY	15.61%	11.21%	10.00%	10.00%	10.00%
新能源产业	收入(万元)	58,900	105,700	121,555	139,788	160,756
	YOY		79.46%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入(万元)	56,021	48,529	48,529	48,529	48,529
	YOY	-19.11%	-13.37%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	收入(万元)	3,076,721	3,086,829	3,088,853	3,347,798	3,674,000
	YOY	-4.03%	0.33%	0.07%	8.38%	9.74%
	成本(万元)	2,252,579	2,274,728	2,261,040	2,443,892	2,674,672
	毛利率(%)	26.79%	26.31%	26.80%	27.00%	27.20%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(7) 费用率和减值假设：销售费用率和管理费用率预计保持平稳、随收入增长小幅下滑；在外币利率持续高位的情况下，联塑逐步用人民币借款取代外币借款，并持续偿还外债、降低负债率来控制财务成本，财务费用率预计会有明显下降；减值方面，公司针对发生债务危机的民营房企采取了审慎的坏账准备计提（2021-2023年累计减值金额26.5亿元），并积极推进签署工抵房协议、加快回款，目前来看，风险已逐步释放。

表5：各项费用率和减值关键假设

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	4.75%	5.10%	5.00%	4.95%	4.90%
管理费用率	5.10%	5.39%	5.20%	5.15%	5.10%
财务费用率	1.65%	2.93%	2.50%	2.10%	1.70%
金融及合约资产的减值/营业收入	-1.51%	-2.78%	-1.80%	-1.60%	-1.40%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**盈利预测及投资建议。**中国联塑是国内塑料管道龙头，凭借具备强竞争力的主业优势（成本与供应链效率、渠道建设、品牌影响力等），在地产下行期依然保持了相对较高水准的经营质量，彰显了其塑料管道领域的龙头本色。主业需求下行阶段，公司曾在未来发展方向方面进行了一定探索，现阶段公司将战略重心重新聚焦于管道主业（非房和海外市场），过去几年投入较大的新能源和供应链平台等业务将审慎对待。非房和海外市场的拓展将在一定程度上对冲地产需求的下行，助力公司收入规模实现稳定增长，此外过去两年公司利润端受财务费用和减值的拖累或将逐步减少，随着盈利水平逐步回归历史中枢，未来利润弹性较大。我们预计公司

2024-2025年归母净利润分别为28、33亿元，当前市值对应PE 3.19、2.71倍，联塑现金流长期稳健，战略重心调整后资本开支将大幅减少，待短期经营压力消化后，有望持续提升股东回报，给予公司24年5倍PE，对应合理价值4.89港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值表 (Wind一致预期, 截至4.25日收盘)

证券代码	证券简称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE (倍)	
		2024/4/25	2024E	2025E	2024E	2025E
002372.SZ	伟星新材	16.80	0.93	1.02	18.14	16.52
002641.SZ	公元股份	4.80	0.41	0.48	11.60	10.01

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 六、风险提示

**地产下滑带来的需求影响超预期。**2022年塑料管道行业产量下降0.9%至1645万吨，出现2001年以来的首次下滑，2023年行业产量再度下降1.6%至1619万吨，连续两年的下滑主要系建筑工程管材需求量的下降（房地产需求下滑较多），若地产下滑幅度带来的行业需求影响超预期，将影响公司经营表现。

**国内非房领域和海外市场拓展不及预期。**近年联塑市政、基建、农业、工业等非房领域需求占比提升较快，东南亚、美国、非洲等区域的海外扩张节奏稳步推进，未来主业的增长重心也会更多倾向国内非房领域和海外市场，若这两块市场的扩张不及预期，则会对销售和盈利产生不利影响。

**原材料价格波动超预期。**公司营业成本中80%以上是原材料（PVC、PE、PPR等），而这些原材料受原油价格波动影响较大，若原材料价格波动超预期，公司调价无法及时抵消成本变动的的影响，则会对销售和盈利产生不利影响。

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>23,993</b>	<b>20,814</b>	<b>22,593</b>	<b>26,613</b>	<b>30,336</b>
现金	5,735	6,553	8,329	10,813	13,806
应收账款及票据	4,874	4,533	4,687	5,159	5,490
存货	6,500	6,187	6,035	6,828	6,888
其他	6,884	3,540	3,542	3,812	4,152
<b>非流动资产</b>	<b>34,960</b>	<b>39,217</b>	<b>38,716</b>	<b>38,250</b>	<b>37,818</b>
固定资产	13,882	15,246	14,794	14,379	13,996
无形资产	1,338	4,176	4,176	4,176	4,176
其他	19,740	19,795	19,745	19,695	19,645
<b>资产总计</b>	<b>58,953</b>	<b>60,031</b>	<b>61,309</b>	<b>64,863</b>	<b>68,154</b>
<b>流动负债</b>	<b>21,447</b>	<b>24,513</b>	<b>23,526</b>	<b>24,328</b>	<b>24,269</b>
短期借款	7,258	10,693	9,693	8,693	7,693
应付账款及票据	8,036	8,369	8,379	9,724	10,089
其他	6,153	5,451	5,455	5,912	6,488
<b>非流动负债</b>	<b>14,916</b>	<b>11,207</b>	<b>10,707</b>	<b>10,207</b>	<b>9,707</b>
长期债务	12,778	8,652	8,152	7,652	7,152
其他	2,138	2,555	2,555	2,555	2,555
<b>负债合计</b>	<b>36,363</b>	<b>35,720</b>	<b>34,234</b>	<b>34,535</b>	<b>33,977</b>
普通股股本	135	135	135	135	135
储备	22,484	23,368	26,174	29,475	33,382
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>21,794</b>	<b>23,503</b>	<b>26,309</b>	<b>29,610</b>	<b>33,518</b>
少数股东权益	796	808	766	717	660
<b>股东权益合计</b>	<b>22,590</b>	<b>24,311</b>	<b>27,075</b>	<b>30,328</b>	<b>34,177</b>
负债和股东权益	58,953	60,031	61,309	64,863	68,154

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>30,767</b>	<b>30,868</b>	<b>30,889</b>	<b>33,478</b>	<b>36,740</b>
其他收入	104	123	618	670	735
<b>营业成本</b>	<b>22,526</b>	<b>22,747</b>	<b>22,610</b>	<b>24,439</b>	<b>26,747</b>
销售费用	1,462	1,573	1,544	1,657	1,800
管理费用	1,569	1,664	1,606	1,724	1,874
财务费用	506	904	772	703	625
<b>除税前溢利</b>	<b>3,190</b>	<b>2,664</b>	<b>3,455</b>	<b>4,066</b>	<b>4,812</b>
所得税	676	344	691	813	962
<b>净利润</b>	<b>2,515</b>	<b>2,320</b>	<b>2,764</b>	<b>3,253</b>	<b>3,849</b>
少数股东损益	-2	-48	-41	-49	-58
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,517</b>	<b>2,368</b>	<b>2,805</b>	<b>3,302</b>	<b>3,907</b>
EBIT	4,095	-	5,745	6,327	7,054
EBITDA	6,010	-	6,997	7,543	8,236
EPS (元)	0.81	0.76	0.90	1.06	1.26

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,573</b>	-	<b>5,217</b>	<b>5,856</b>	<b>6,303</b>
净利润	2,517	-	2,805	3,302	3,907
少数股东权益	-2	-	-41	-49	-58
折旧摊销	1,914	-	1,252	1,216	1,182
营运资金变动及其它	144	-	1,202	1,388	1,271
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,551</b>	-	<b>-972</b>	<b>-919</b>	<b>-861</b>
资本支出	-3,366	-	-800	-800	-800
其他投资	-1,186	-	-172	-119	-61
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-504</b>	-	<b>-2,469</b>	<b>-2,453</b>	<b>-2,449</b>
借款增加	3,019	-	-1,500	-1,500	-1,500
普通股增加	4	-	0	0	0
已付股利	-649	-	-969	-953	-949
其他	-2,878	-	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-439</b>	-	<b>1,776</b>	<b>2,484</b>	<b>2,992</b>

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-4.03%	0.33%	0.07%	8.38%	9.74%
归母净利润	-17.31%	-5.93%	18.47%	17.69%	18.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.79%	26.31%	26.80%	27.00%	27.20%
净利率	8.18%	7.67%	9.08%	9.86%	10.63%
ROE	11.55%	10.08%	10.66%	11.15%	11.66%
ROIC	7.57%	9.99%	10.23%	10.85%	11.51%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.68%	59.50%	55.84%	53.24%	49.85%
净负债比率	63.31%	52.62%	35.14%	18.24%	3.04%
流动比率	1.12	0.85	0.96	1.09	1.25
速动比率	0.71	0.55	0.66	0.77	0.92
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.54	0.52	0.51	0.53	0.55
应收账款周转率	6.77	6.56	6.70	6.80	6.90
应付账款周转率	2.89	2.77	2.70	2.70	2.70
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.81	0.76	0.90	1.06	1.26
每股经营现金流	1.47	-	1.68	1.89	2.03
每股净资产	7.02	7.58	8.48	9.54	10.80
<b>估值比率</b>					
P/E	9.30	4.95	3.19	2.71	2.29
P/B	1.07	0.50	0.34	0.30	0.27
EV/EBITDA	6.27	-	2.64	1.92	1.21

## 广发建材行业研究小组

- 邹 戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 璐：首席分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张 乾：资深分析师，南京大学经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 伟 豪：高级研究员，武汉大学经济学学士，上海财经大学经济学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 黄 雪 茹：研究员，中国人民大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。