

中国联塑 (02128)

证券研究报告

2024年09月01日

下游需求较弱业绩短暂承压，看好公司海外拓展前景

下游需求影响收入增速，维持“买入”评级

24H1 公司实现营收 135.64 亿，同比-11.33%；EBITDA 为 12.83 亿，同比-23.64%，归母净利润为 10.43 亿，同比-30.16%。收入承压下滑，利润下滑主要系公司 24H1 毛利减少 5.31 亿元以及联营公司业绩贡献减少 1.17 亿元。公司已建立了超过 30 个先进的生产基地，拥有覆盖全国的广泛分销网络，独立独家一级经销商较年初增加 38 家至 2891 家，能够及时及高效地为客户提供优质丰富的产品和专业的服务。考虑到地产下行压力较大，我们下调公司盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润为 20.8、22.8、25.1 亿（前值为 26.0/29.4/33.6 亿元），对应 PE 为 5.5、5.1、4.6 倍，维持“买入”评级。

原材料价格处于低位，行业竞争影响毛利率

分业务来看，24 年上半年塑料管道系统、建材家居产品、环保业务、供应链服务平台、新能源收入分别为 112.19、10.80、1.31、7.69、1.57 亿元，同比分别-8.3%、-19.4%、-25.57%、+32.82%、-78.76%。塑料管道系统，PVC、非 PVC 管道销售额分别为 64.8、47.39 亿，同比-8.4%、-8.1%，总销量同比-5.7%，其中，PVC 产品销量-5.4%至 88.78 万吨，非 PVC 产品销量-6.3%至 31.47 万吨。公司塑料管道系统的平均售价同比减少 266 元至每吨 9330 元，同比-2.8%。24H1 全国管材原材料 PVC 均价为 5917 元/吨，同比-3.75%，24Q3 以来 PVC 价格同比-3.44%，原材料价格处于低位。在市场竞争激烈及行业下行的背景下，公司成功实现了管道系统产品价格和销量趋稳，并将毛利率维持在合理且稳定的水平，综合毛利率 27.5%，同比-0.3pct，主营收入管道毛利率同比-0.5pct 至 29.5%。

海外实现较快增长，看好公司东南亚及非洲的布局

分地区来看，主要市场华南市场营收承压下滑，占本集团总收入为 44.7%，同比-0.8pct。24H1 国内华南/除华南外和中国境外的收入分别为 60.68、61.73、13.23 亿元，同比分别为-12.7%、-14.2%、+15.0%，海外营收增速亮眼。公司已在印度尼西亚、柬埔寨、泰国和马来西亚设立生产基地，同时计划在非洲的坦桑尼亚和越南开展本地化生产和销售，迅速进入当地市场，越南生产基地预计于 2024 年第四季度投产。公司作为科达制造第二大股东，积极寻求与科达制造在非洲市场的业务合作，有望产生协同效应以及有效拓展非洲等海外市场。

负债结构持续优化，融资成本进一步下降

24H1 公司期间费用率为 18.81%，同比+1.30pct；销售/管理/财务/研发费用率同比+0.58pct/+0.70pct/+0.10pct/-0.08pct。资产及信用减值损失为 1.41 亿，同比减少 2.25 亿元。综合影响下公司 24H1 净利率为 7.5%，同比-1.9pct。24H1 公司净资产收益率为 4.26%，同比-1.65pct。资产负债率为 46.8%，同比-3.0pct，截至 24H1，公司美元计值的借款等价人民币 40 亿，较 23 年底下降 2 亿元，融资成本同比下滑 0.47 亿，债务结构持续优化。

风险提示：需求增长不及预期；原材料成本上涨超预期；基建投资增速不及预期；竞争加剧风险。

投资评级

行业	地产建筑业/建筑
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.79 港元
目标价格	港元

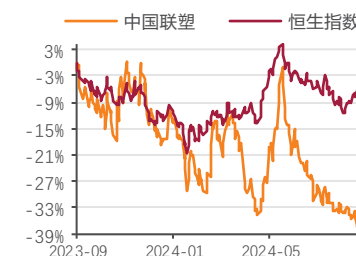
基本数据

港股总股本(百万股)	3,102.42
港股总市值(百万港元)	8,655.75
每股净资产(港元)	8.24
资产负债率(%)	59.91
一年内最高/最低(港元)	4.67/2.61

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	wangtao@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521120005	wangwena@tfzq.com
王悦宜	联系人
wangyueyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《中国联塑-公司点评:业绩短暂承压，多元化业务布局前景可期》
2024-04-02
- 《中国联塑-公司点评:业绩略有承压，看好下半年需求恢复及利润率提升》
2022-09-05
- 《中国联塑-公司点评:21h2 盈利能力阶段承压，继续看好管材龙头再成长》
2022-03-29

1. 核心数据

表：公司业绩拆分及盈利预测表

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入合计 (百万元)	32,058	30,767	30,868	27,693	29,653	32,554
塑料管道	27457	25608	24584	22262	23870	26320
PVC	16949	15676	13995	12617	13447	14741
非 PVC	10508	9932	10589	9644	10423	11580
建材家居	2751	2704	2839	2731	2759	2786
其他	1850	2455	3445	2700	3024	3447
收入 YoY	14.2%	-4.0%	0.3%	-10.0%	7.1%	9.8%
综合毛利率	26.4%	26.7%	26.3%	26.1%	25.8%	25.6%
整体毛利润 (百万元)	8,448	8,214	8,118	7,234	7,641	8,344
其他收入及收益净额 (百万元)	1,433	669	718	554	652	716
其他收入及收益净额占收入比例	4.5%	1.8%	2.2%	2.0%	2.2%	2.2%
销售费用 (百万元)	-1,493	-1,462	-1,573	-1,356	-1,452	-1,561
销售费用率	-4.7%	-4.8%	-5.1%	-4.9%	-4.9%	-4.8%
管理费用 (百万元)	-1,507	-1,569	-1,664	-1,465	-1,524	-1,674
管理费用率	-4.7%	-5.1%	-5.4%	-5.3%	-5.1%	-5.1%
财务费用 (百万元)	-546	-681	-1,113	-929	-995	-1,092
财务费用率	-1.7%	-2.2%	-3.6%	-3.4%	-3.4%	-3.4%
其他支出-经营 (百万元)	-1,441	-1,614	-1,295	-1,120	-1,200	-1,301
其他支出-经营占收入比例	-4.5%	-5.2%	-4.2%	-4.0%	-4.0%	-4.0%
应占联营公司损益	243	71	324	291	311	342
应占联营公司损益占收入比例	0.8%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
金融及合约资产减值亏损拨回/(减值亏损)	-1,330	-466	-858	-659	-646	-703
减值占收入比例	-4.1%	-1.5%	-2.8%	-2.4%	-2.2%	-2.2%
应占共同控制实体损益	1.28	1.39	3.67	3.67	3.67	3.67
除税前溢利	3,807	3,162	2,661	2,553	2,792	3,075
所得税	-789	-676	-344	-459	-502	-553
有效所得税税率	-20.7%	-21.4%	-12.9%	-18.0%	-18.0%	-18.0%
净利润 (百万元)	3,019	2,487	2,317	2,093	2,289	2,521
少数股东权益 (百万元)	26	-2	-48	13	14	15
归母净利润 (百万元)	3,044	2,489	2,365	2,081	2,275	2,506
归母净利率	9.5%	8.1%	7.7%	7.5%	7.7%	7.7%
YOY	-18.8%	-18.2%	-5.0%	-12.0%	9.4%	10.1%

资料来源：wind，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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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，相对同期恒生指数的涨跌幅	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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com