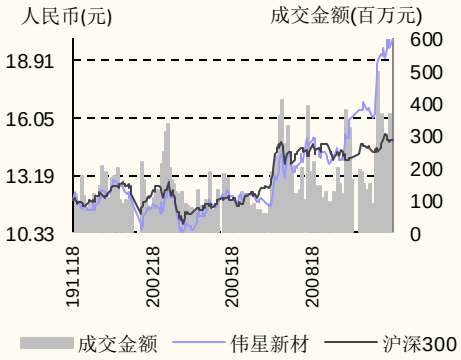
伟星新材 (002372.SZ) 增持（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：19.97 元
目标价格（人民币）：22.22 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.73
已上市流通 A 股(亿股)	14.21
总市值(亿元)	314.15
年内股价最高最低(元)	19.99/10.33
沪深 300 指数	4895
中小板综	12497



零售至暗时刻已过，同心圆接力成长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,570	4,664	5,082	5,782	6,627
营业收入增长率	17.08%	2.07%	8.96%	13.78%	14.61%
归母净利润(百万元)	978	983	1,057	1,165	1,293
归母净利润增长率	19.12%	0.50%	7.47%	10.27%	10.92%
摊薄每股收益(元)	0.746	0.625	0.672	0.741	0.822
每股经营性现金流净额	0.73	0.56	0.73	0.79	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.85%	25.30%	26.42%	27.61%	29.29%
P/E	20.78	21.07	29.73	26.96	24.31
P/B	5.58	5.33	7.85	7.44	7.12

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内 PPR 龙头，三季度增速加快。**公司是国内 PPR 管材龙头，19 年公司管材产量 24.6 万吨，国内产量占比 1.53%。随着业务拓展，过去十年公司收入复合增速 17.5%，利润复合增速 22.1%。2019 年受精装房政策影响，公司收入和利润增速降至上市以来的最低值。经历短暂调整后，20 年三季度公司收入和利润增速创下五年来单季最快增速。
- **行业格局改善，布局龙头正当时。**未来管材行业需求将保持平稳增长，PVC 管材受益于老旧小区改造、PE 管材受益于市政建设开启和更新改造需求释放、PPR 管材受益于未来竣工修复和二次装修。在产业政策引领、环保管控压力、消费升级、下游房地产集中度提升以及生产商与经销商“强强联合”等多重因素影响下，行业集中度将继续提升，资源向头部企业聚集。
- **PPR 优势突出，挖掘同心圆战略。**公司 PPR 管材拥有产品、服务、渠道三重优势，过去五年毛利率稳定在 57%左右。由于公司采取经销商模式，公司应收账款在收入中占比仅为 5.67%，收入和利润中现金含量高。由于华东市场精装房渗透率提升空间有限，公司零售业务将重回增长。借助现有零售渠道，公司推出同心圆战略，向防水和净水零售业务迈进。
- **零售、工程双轮驱动，风险控制是首位。**18 年公司制定双轮驱动战略，建筑工程以经销模式为主，既拥抱了精装修趋势，又可以保证现金流。19 年公司对市政工程业务模式和客户结构进行调整，调整完毕后将重回增长。
- **股权激励赋予成长，股息支付率高。**公司推出第三期股权激励方案，20-22 年扣非净利润增速达到 2.78/13.43/12.12%后才能解锁。公司注重投资者回报，上市后公司年年分红，累积分红比例 67%。19 年公司股利支付率超过 80%，股息率位列申万建材板块第九名。

投资建议与估值

- 预计公司 20-22 年 EPS 0.67/0.74/0.82 元，对应 PE 30/27/24X。采用市盈率相对估值法，参考可比公司 21 年 30X 估值水平，按照 21 年 EPS0.74 元计算，给予未来 6-12 个月目标价 22.22 元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险

- 固定资产投资增速下滑；同心圆战略推进受阻；环保、安全等不确定因素；汇率波动；疫情反复；减持和质押风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人
fengmengqian@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) PPR 管材：公司主要业务集中在华东市场，由于华东市场精装房渗透率较高，进一步提升的空间有限，我们判断精装修对公司零售业务的冲击已经接近尾声。随着公司西安基地 1.5 万吨投产，预计 2020-2022 年 PPR 产品收入增速 5%/10%/10%。
2) PVC 管材：在零售与工程业务双驱动的带动下，公司建筑工程业务保持快速增长，预计 2020-2022 年建筑工程用 PVC 管材收入增速 20%/20%/20%。
3) PE 管材：2019 年公司对市政工程业务进行调整，加大对优质客户的选择并提高经销渠道业务比例。随着公司业务调整的完成，预计 2020-2022 年市政用 PE 管材收入增速 5%/10%/10%。
4) 其他主营业务：公司发展家装防水与净水业务具有先天优势，已明确将防水业务作为第二主业来培育，将净水业务作为最重要的配套产品来培育，预计 2020-2022 年其他主营业务收入增速 50%/50%/50%。
5) 毛利率：由于原材料价格的回落，2020 年 PP、PVC、PE 同比下降 9%、8%、13%，预计 2020 年公司 PPR 和 PVC 产品毛利率较 2019 年回升。由于公司采用毛利率定价，预计 2020-2022 年 PPR 毛利率 59%/59%/59%，PVC 毛利率 28%/28%/28%。由于公司加大市政业务经销商的比例，预计公司会放弃部分利润给予经销商，预计 2020-2022 年 PE 管材毛利率 38.06%/37%/36%。预计 2020-2022 年其他主营业务毛利率 37.95%/37.95%/37.95%，与 2019 年持平。

■ 我们区别于市场的观点

市场担心精装房对公司的影响还会持续。我们认为，精装房趋势主要从华东和华南展开，公司主要市场在华东，按照从开盘到交房 1.5-2 年时间测算，精装房对公司的影响在 2019 年已经显现。随着精装房渗透率的提升，未来政策推动的力度会有所减弱，2019 年至今，精装房新开盘增速大幅下滑。随着华东地区精装房新开盘增速放缓和公司零售和工程双轮驱动战略的推进，精装房对公司业绩的冲击已经接近尾声。

■ 股价上涨的催化因素

1) 地产调控阶段性放松
2) “同心圆战略”持续推进

■ 估值和目标价格

我们选取北新建材、蒙娜丽莎、东方雨虹、坚朗五金、三棵树等国内 A 股上市的综合建材企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年平均估值为 30 倍。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.67/0.74/0.82 元，采用市盈率相对估值法进行估值。参考可比公司 2021 年平均估值 30 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 22.22 元（30X）的目标价。首次覆盖给予“增持”评级。

■ 投资风险

2020 年三季度以来，地产调控趋严，三条红线政策、部分房企融资问题加剧了市场对于地产行业和 B 端客户回款的担忧，这将对板块和公司估值产生冲击。

内容目录

投资要件 2
1. 家装管材龙头，盈利能力领先 5
1.1 从塑料管道迈向防水与净水 5
1.2 核心产品盈利能力强，三季度增速加快 6
2.管材行业：零售市场高毛利，工程市场集中度提升 7
2.1 产品品类众多，应用领域广泛 7
2.2 需求有望保持平稳增长 8
2.3 集中度进入加速提升阶段 10
3. 零售至暗时刻已过，“同心圆”战略接力成长 13
3.1 精装房冲击减弱，零售业务有望边际改善 13
3.2 积极推动“同心圆”战略，探索成长新动能 16
3.3 提高工程业务战略定位，开启“双轮驱动” 17
3.4 股权激励计划发布，凝聚发展向心力 18
3.5 重视投资者回报，现金分红慷慨 19
4.盈利预测与投资建议 19
4.1 盈利预测 19
4.2 投资建议与估值 20
5. 风险提示 21

图表目录

图表 1：章卡鹏及其一致行动人张三云为公司实控人 5
图表 2：公司产品涉及 PPR、PE、PVC 领域 5
图表 3：2020 年公司收入增速恢复 6
图表 4：2020 年公司利润增速恢复 6
图表 5：公司盈利能力维持高位 6
图表 6：核心产品 PPR 毛利率维持高位 6
图表 7：塑料管道主要分为五大类 7
图表 8：PVC 管产量占比最高 7
图表 9：塑料管道主要应用于建筑、市政和农业等领域 7
图表 10：我国塑料管道产量增速放缓 8
图表 11：2018-2019 年 PVC 塑料管道产量有所下滑 8
图表 12：房屋竣工面积增速下滑 9
图表 13：新增农田灌溉面积减少 9
图表 14：PE 塑管产量增速放缓 10
图表 15：2019 年城市新增供水和排水管道长度有所下滑 10
图表 16：我国二手房成交量保持平稳 10
图表 17：房屋新开工面积低位运行 10

图表 18：我国塑料管道产量或将保持平稳增长.....10
图表 19：华东和华南地区管材生产企业最多.....11
图表 20：五家上市公司市场份额逐年提升.....11
图表 21：建筑用塑料管道多被掩埋隐藏.....11
图表 22：市政管道位于路面之下.....11
图表 23：前十大企业首选率为 95%.....12
图表 24：龙头房企销售面积持续增加.....12
图表 25：龙头房企市占率提升.....12
图表 26：永高股份一级经销商数量持续增加.....13
图表 27：永高股份塑料管道产量逐年提升.....13
图表 28：“星管家”服务构建公司核心竞争力.....14
图表 29：公司盈利能力位列行业首位.....14
图表 30：公司销售和管理费用率偏高.....14
图表 31：公司收入和利润中现金含量高.....15
图表 32：公司应收账款周转快.....15
图表 33：2019 年 PPR 收入首次出现回落.....15
图表 34：2019 年公司华东市场收入占比 45%.....15
图表 35：2016 年以来我国精装房数量逐年攀升.....16
图表 36：2016 年以来我国精装房渗透率快速提升.....16
图表 37：公司防水品牌“咖乐”.....16
图表 38：公司净水品牌“VASEN”.....16
图表 39：防水和净水业务收入占比低.....17
图表 40：2018-2019 年防水和净水业务保持高增速.....17
图表 41：公司 PVC 业务规模呈上行趋势.....18
图表 42：公司 PVC 业务毛利率处于同类型公司前列.....18
图表 43：公司 PE 业务增速暂时放缓.....18
图表 44：公司 PE 业务毛利率处于行业领先.....18
图表 45：公司分红比例历来较高.....19
图表 46：2019 年公司股息率位列行业第九名.....19
图表 47：未来三年公司主要假设参数.....20
图表 48：可比公司估值情况.....20

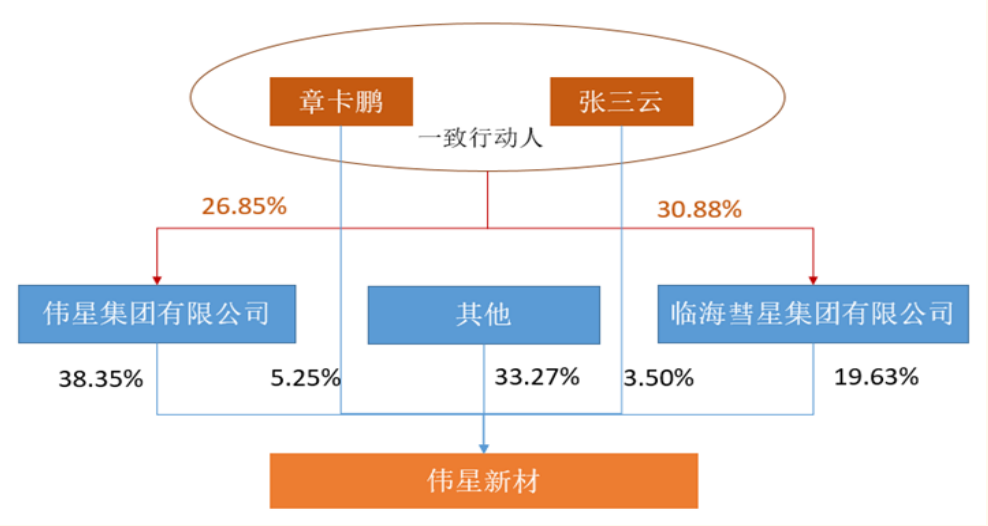
1. 家装管材龙头，盈利能力领先

1.1 从塑料管道迈向防水与净水

公司前身为 1999 年设立的临海建材，于 2010 年登陆深交所。自成立以来，公司专业从事高质量、高附加值新型塑料管道的研发、制造和销售。公司一直遵循“先有市场、后建工厂”的思路进行产能布局，在浙江临海、上海、天津、重庆、西安建有生产基地，已成为国内 PPR 管道的技术先驱与龙头企业。2019 年公司产量 24.6 万吨，国内产量占比 1.53%。根据 2020 中国品牌价值评价信息，公司品牌价值位居全国建筑建材行业第 5 位、塑料管道行业首位。

截至 2020 年 6 月 30 日，公司总股本为 15.73 亿股，其中流通 A 股占比 90.34%。公司实际控制人章卡鹏先生及其一直行动人张三云先生，通过旗下伟星集团（公司第一大股东）和临海彗星集团（公司第二大股东）实现对公司的控股，并分别直接持有公司 5.25%和 3.5%的股份。

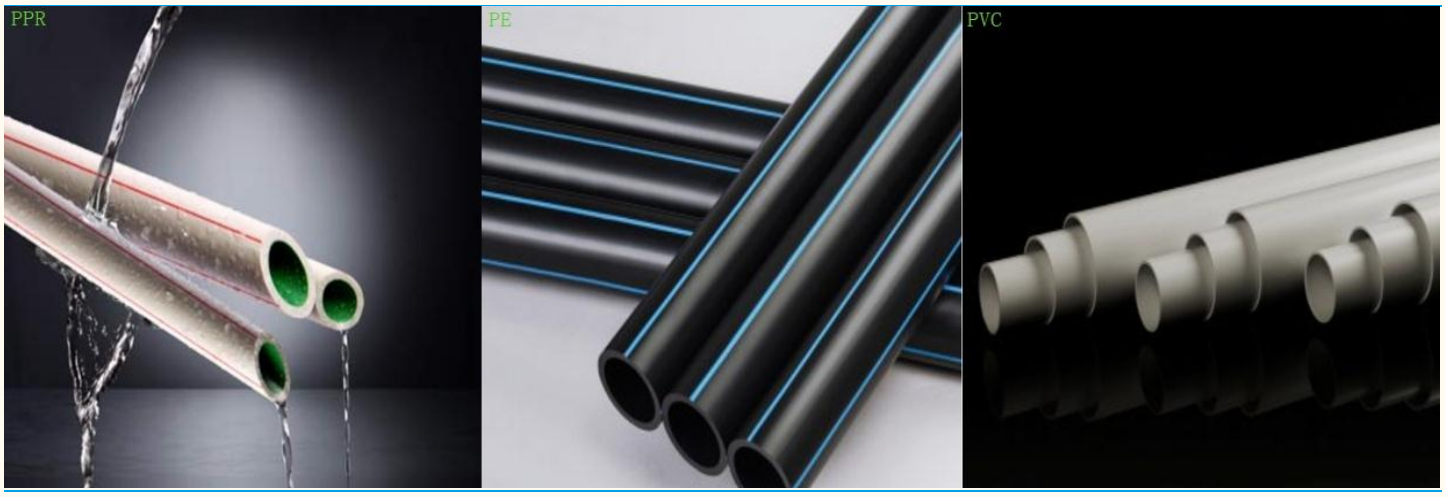
图表 1：章卡鹏及其一致行动人张三云为公司实控人



来源：Wind，国金证券研究所

公司产品分为三大系列：PPR 系列，是公司业务占比最高的产品，主要应用于建筑内冷、热给水；PE 系列，主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；PVC 系列，主要应用于排水排污以及电力护套等领域。同时，公司围绕“同心圆产品链”战略，积极拓展新品类业务，主要有家装防水业务、净水业务等。

图表 2：公司产品涉及 PPR、PE、PVC 领域



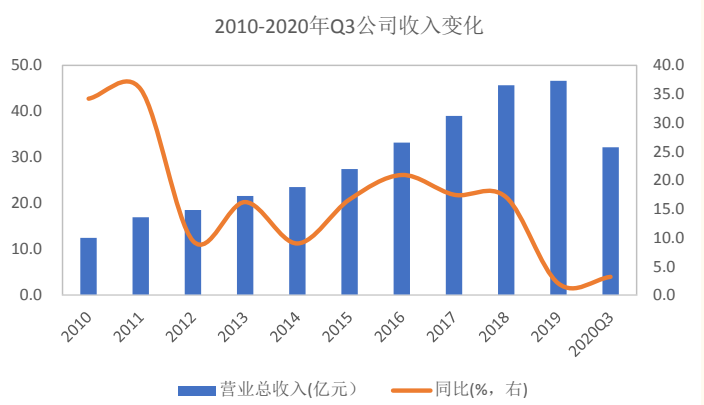
来源：公司网站，国金证券研究所

1.2 核心产品盈利能力强，三季度增速加快

上市以来，随着业务的不断拓展，公司收入和利润规模一直稳步增长。过去十年（2010-2019 年），公司收入复合增速 17.5%，利润复合增速 22.1%。2019 年公司主要市场华东等地区受到精装房、全装房占比快速提升的影响，公司零售业务遭遇较大冲击。2019 年公司收入增速 2.07%，净利润增速 0.5%，收入和利润增速降至 2010 年以来的最低值。与零售业务相关的 PPR 管材，2019 年收入首次出现负增长，进而导致公司营收增速放缓。

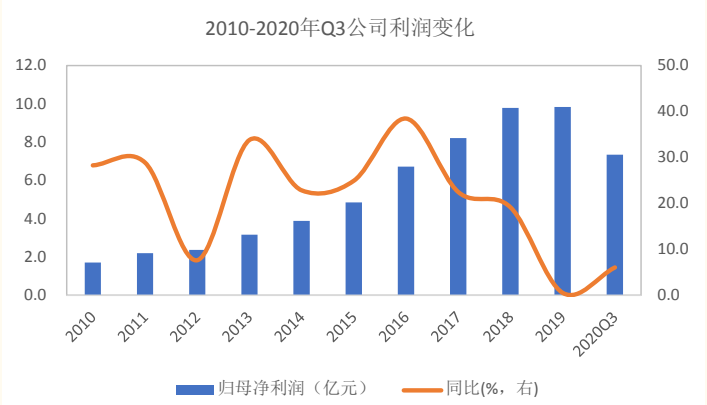
2020 年上半年受疫情影响，公司收入和利润均出现下滑，上半年公司收入同比减少 14.28%，归母净利润同比减少 19.61%。三季度开始，受疫情影响的零售需求集中释放及“零售工程、双轮驱动”的发展战略下工程业务快速增长，公司前三季度收入和利润增速均转正。2020 年三季度单季收入同比增长 39.54%，归母净利润同比增长 51.76%，为近五年来的最快增速。

图表 3：2020 年公司收入增速恢复



来源：Wind，国金证券研究所

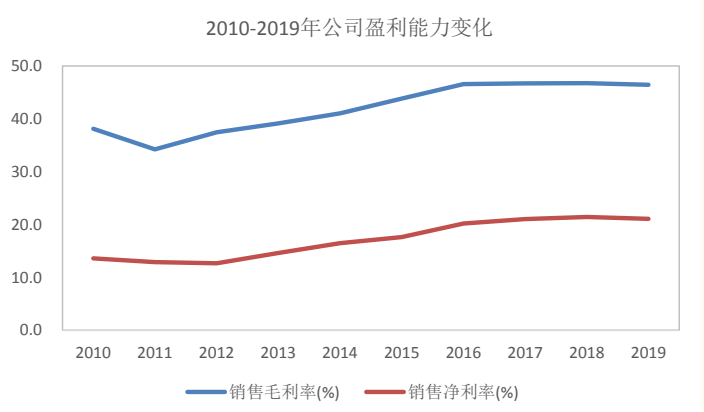
图表 4：2020 年公司利润增速恢复



来源：Wind，国金证券研究所

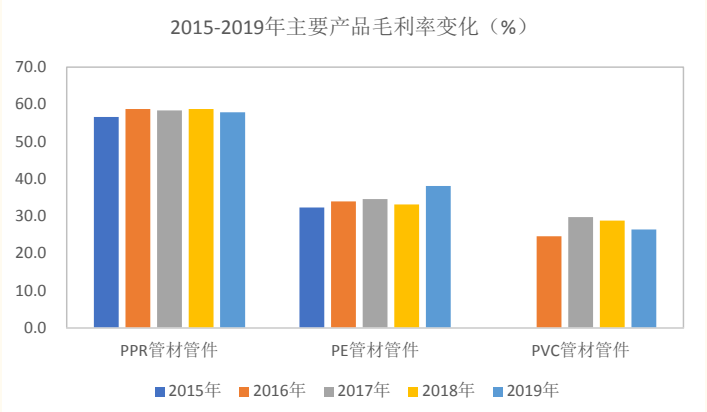
从盈利能力看，2010-2019 年公司毛利率和净利润持续提升并维持高位。2019 年公司综合毛利率 46.43%、较 2010 年增加 8.31 个百分点，销售净利率 21.11%、较 2010 年增加 7.49 个百分点。由于产品结构变化，我们以 2015 年后的细分产品来分析。公司零售产品定价采用成本加成法，成本波动大时，会根据成本和市场需求及客户接受程度进行调价。由于公司在零售市场的话语权强，2015-2019 年，代表零售业务的 PPR 管材毛利率稳定在 57%左右。代表市政业务的 PE 管材，毛利率逐年提升，2019 年毛利率达到 38.1%，较 2015 年增加 5.8 个百分点。代表工程业务的 PVC 管材，由于公司涉足时间较短，毛利率有所波动。

图表 5：公司盈利能力维持高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：核心产品 PPR 毛利率维持高位



来源：Wind，国金证券研究所

2.管材行业：零售市场高毛利，工程市场集中度提升

2.1 产品品类众多，应用领域广泛

塑料管道是指经过塑料的挤出成型、注塑成型以及复合成型技术等方式加工、生产而成的管件及管材。塑料管道产品品种多样，原材料主要为石油化工产品，按原料材质可分为 PVC 管、PE 管、PPR 管、PB 管、ABS 管等。

与铸铁管、镀锌钢管、水泥管等传统管道相比，塑料管道具有节能节材、环保、轻质高强、耐腐蚀、内壁光滑不结垢、施工和维修简便、使用寿命长等优点，因此在部分应用场景下，逐步淘汰了造价高、能耗大的传统管道。目前塑料管道被广泛应用于建筑给排水、城乡给排水、城市燃气、农业灌溉等建筑业、市政、工业和农业领域。

图表 7：塑料管道主要分为五大类

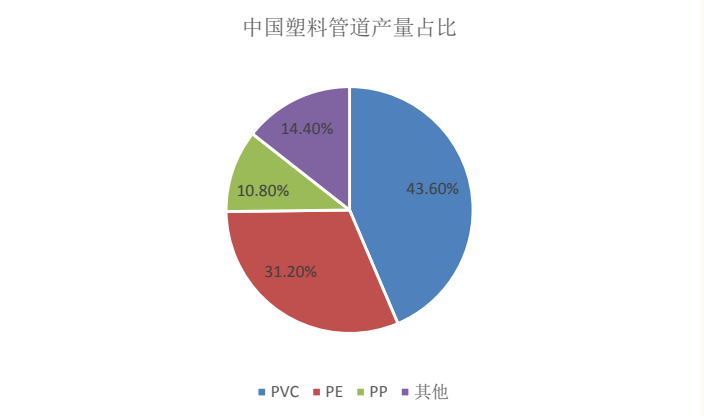
材质	性能	产品名称	应用范围
PVC（聚氯乙烯合成树脂）	能够抵抗大部分腐蚀性液体，具有更大的强度及刚度	U-PVC 给水、排水管材及管件	建筑、市政给排水
		U-PVC 电工套管	建筑电线护套
		U-PVC 双壁波纹管	室外排水
		C-PVC 管材、管件	高压电缆护套、建筑内热水输送
PP（聚丙烯合成树脂）	耐高、低温性能佳	PPR、PPB 管材、管件	建筑内冷热水管
		PPH 管材、管件	化工用管道
		改性 MPP 管材	高压电缆护套
		PP 双壁波纹管	工业排水、排污
PE（聚乙烯合成树脂）	机械强度、耐化学性及柔韧度相对较高	PE 给水管材、管件	城乡供水输送、农业灌溉
		燃气用 PE 管材、管件	城市燃气输送
		PE-X	建筑内热水、采暖
		PE 护套管	电力、光纤护套
PB（聚丁烯合成树脂）	冲击性好，耐高压	PB 管材、管件	建筑内采暖管道
ABS（丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物）	耐腐蚀性优良，重量较轻，耐热性高	ABS 管道	化工用管道

来源：伟星新材招股说明书，国金证券研究所

经过多年发展，我国已经建立了以 PVC 管、PE 管以及 PP 管为主的塑料管道加工和应用产业。2019 年，在塑料管道主要产品产量结构中，PVC 管产量最大、占比 43.6%，其次是 PE 管、占比 31.2%，PP 管占比 10.8%。PVC 管道系统在我国应用最早，目前用量最大，但随着 PE 和 PP 管的不断发展，PVC 管产量占比在逐年下降。

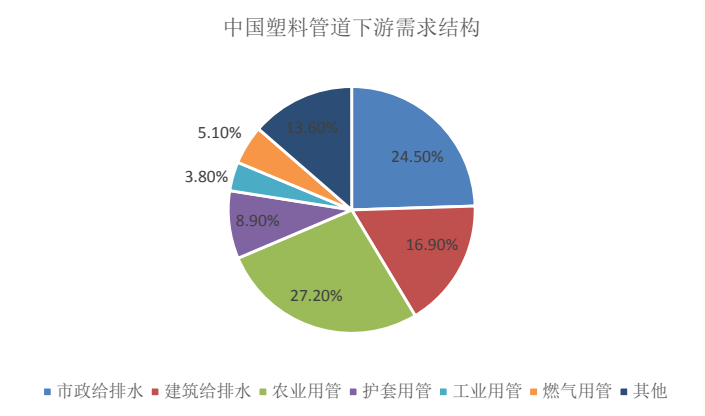
在下游需求应用中，市政（市政给排水、燃气用管）领域需求最多，其中：给排水用管占比 24.5%、燃气用管占比 5.1%，合计 29.6%；其次是农业领域占比 27.2%；建筑领域给排水占比 16.9%。

图表 8：PVC 管产量占比最高



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 9：塑料管道主要应用于建筑、市政和农业等领域

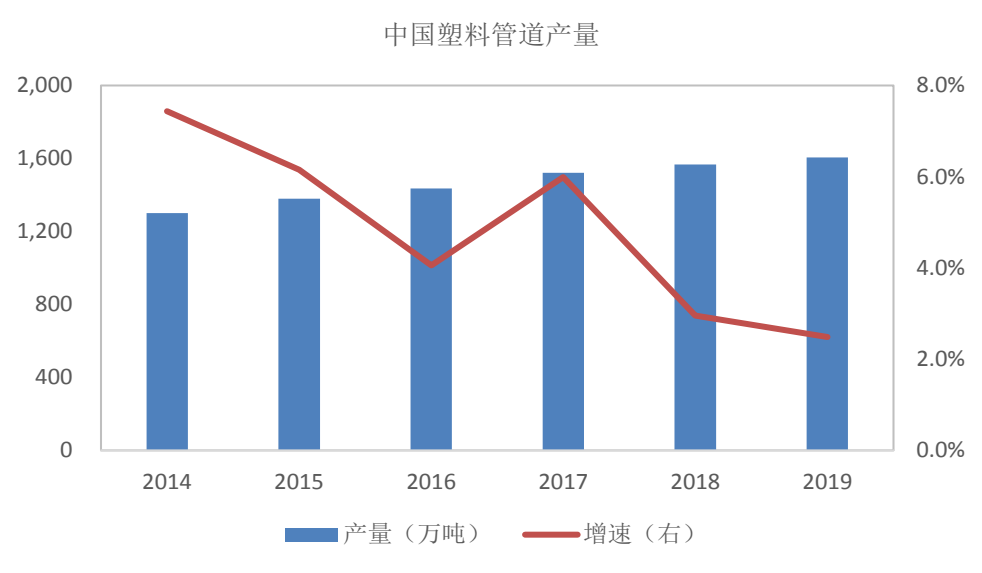


来源：智研咨询，国金证券研究所

2.2 需求有望保持平稳增长

在产业政策引导下，我国塑料管道产业在 2000 年之后取得了快速发展，目前已成为全球最大的塑料管道生产和应用国家。近年来随着下游需求增长放缓，塑料管道产量增速也同步放缓，行业需求进入平台期。2019 年，我国塑料管道及附件总产量达到 1606 万吨，同比增长 2.5%，增速继续放缓。

图表 10：我国塑料管道产量增速放缓

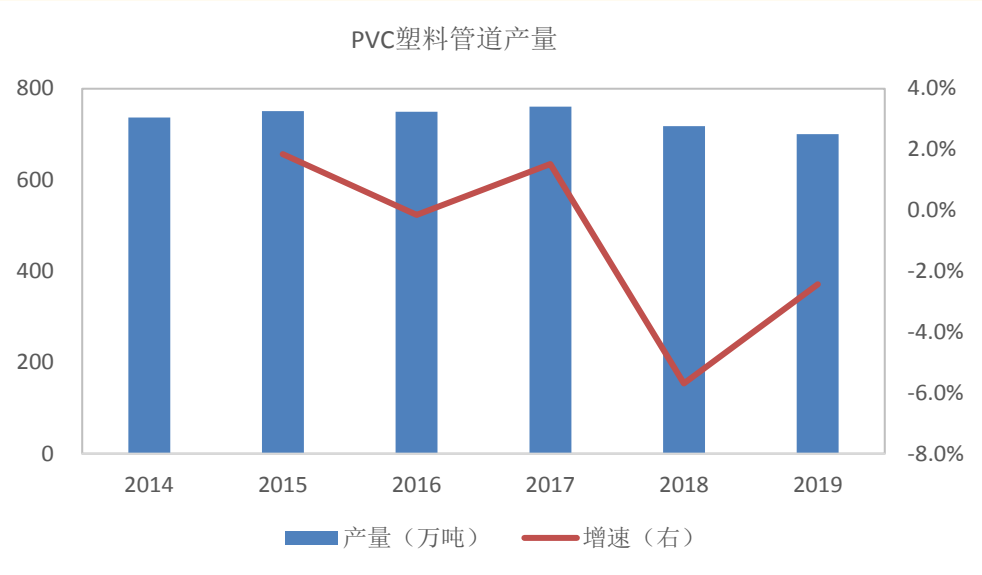


来源：中国塑料工业协会，国金证券研究所

■ **PVC 塑管：竣工低迷影响需求，旧改有望带动需求增长**

PVC 塑管应用场景以建筑给排水和农业用水为主，近两年受房地产竣工低迷以及农田灌溉面积减少的影响，需求有所减少。为缓解资金压力以及在房地产下行周期加紧推盘，房企施行“高周转”战略，并有意放缓施工节奏，导致 2017-2019 年地产竣工面积增速低迷，分别为：-4.4%、-7.8%和 2.6%。2016 年开始，我国新增农田灌溉面积逐年减少，2016-2018 年增速分别为：-20.79%、-31.09%和-22.5%。2018 年，全国 PVC 塑管产量为 718 万吨、同比减少 5.69%，2019 年产量为 700 万吨、同比减少 2.43%，连续两年负增长。

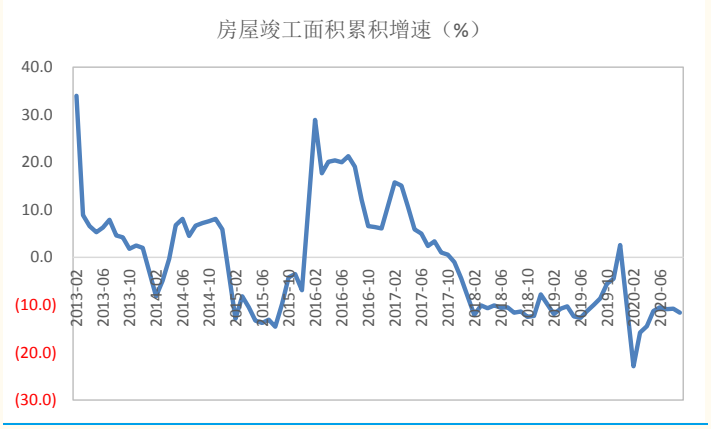
图表 11：2018-2019 年 PVC 塑料管道产量有所下滑



来源：华经情报网，国金证券研究所

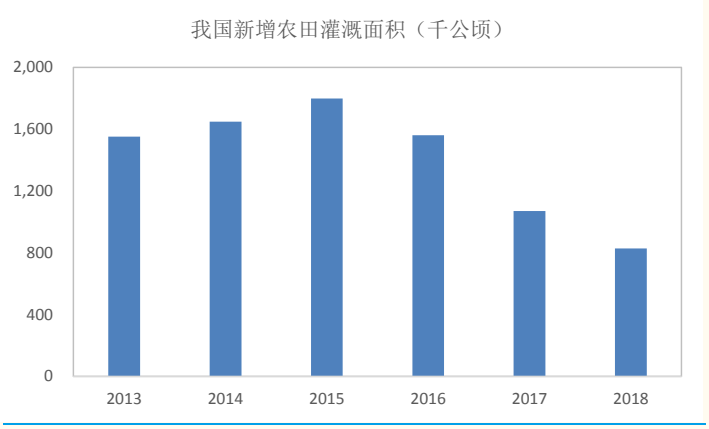
2019 年，在期房交房的刚性约束下，自下半年开始房企施工节奏加快，全年房屋竣工面积同比增长 2.6%，近三年首次实现正增长。然而，进入 2020 年，上半年疫情防控明显拖累施工进度，下半年房地产调控政策加码，尤其对房企加大融资监管力度，使得竣工修复面临较大压力。2020 年房屋竣工继续承压，但延后的房屋竣工只是推迟并未消失，将会在未来持续释放，进而提升对 PVC 管材需求。

图表 12：房屋竣工面积增速下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 13：新增农田灌溉面积减少



来源：Wind，国金证券研究所

根据《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，塑管主要应用在住宅给排水、采暖、燃气系统改造以及小区热力、污水外线更换。因此，不考虑室内装修需求，老旧小区改造主要涉及 PVC 塑管。根据住建部统计，全国老旧小区近 17 万个，建筑面积约为 40 亿平方米。我们假设全国多层住宅老旧小区和高层住宅老旧小区占比分别 85%和 15%，对应建筑面积分别为 34 亿平米和 6 亿平米。从北京市老旧小区改造经验来看，多层住宅给排水系统改造、高层住宅给排水系统的管材单方消耗量（计算单位按照原房屋建筑面积）分别为 0.64 米和 0.263 米，则全国老旧小区改造需要消耗 PVC 给排水管材约为 23.34 亿米。按照 500 米/吨测算，老旧小区改造对 PVC 给水管材的需求量为 466.8 万吨。2020 年全国计划改造小区 3.9 万个，对应 PVC 塑管需求量将超过 107 万吨，占 2019 年产量的 15%。我们认为，老旧小区改造提速，有望拉动 PVC 塑管需求实现增长。

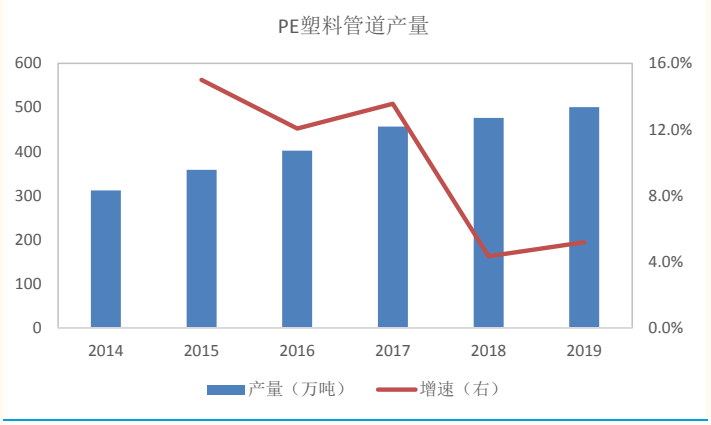
■ **PE 塑管：需求增长放缓，但仍然保持乐观**

PE 管道口径较大，一般在 400mm-1200mm，被广泛应用于市政工程，主要用于供水、排水、燃气、采暖等领域。伴随着我国城镇化进程不断推进，如火如荼的市政建设带动了 PE 管材需求快速增长。

根据住建部出台的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》，“十三五”期间：供水管网-计划新建 9.3 万公里、更新改造 8.08 万公里；污水管网-计划新建 9.5 万公里、 改造老旧管网 2.3 万公里、改造合流制管网 2.9 万公里、计划建设城市雨水管道 11.24 万公里；燃气管道-计划新建 13.7 万公里，改造 3.1 万公里；供暖管道-计划新建 4.1 万公里、改造 5.0 万公里。目前基本上都已超预期完成。

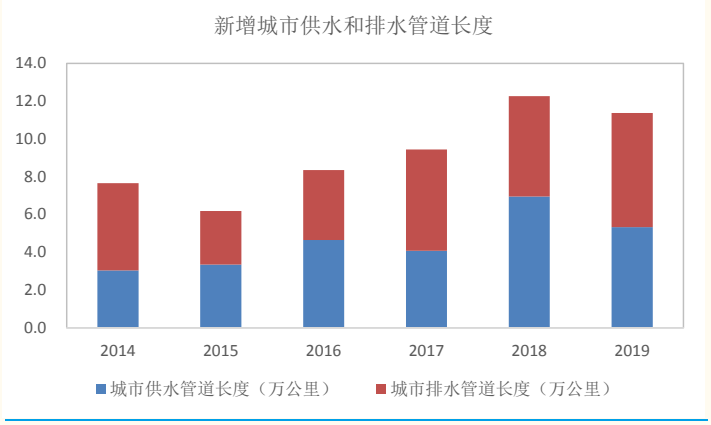
根据国家统计局数据，我国城市供水及排水管道长度由 2010 年的 90.93 万千米增长至 2019 年的 166.41 万千米。同时我国 PE 管材需求也在逐年增加，2014 年产量为 312 万吨，2019 年增至 501 万吨。我们认为，“十四五”期间市政管道仍然存有新一轮的建设需求，而且在目前高基数的管道基础上，未来更新改造需求将不断释放，PE 管道消费较为乐观。

图表 14：PE 塑管产量增速放缓



来源：华经情报网，国金证券研究所

图表 15：2019 年城市新增供水和排水管道长度有所下滑

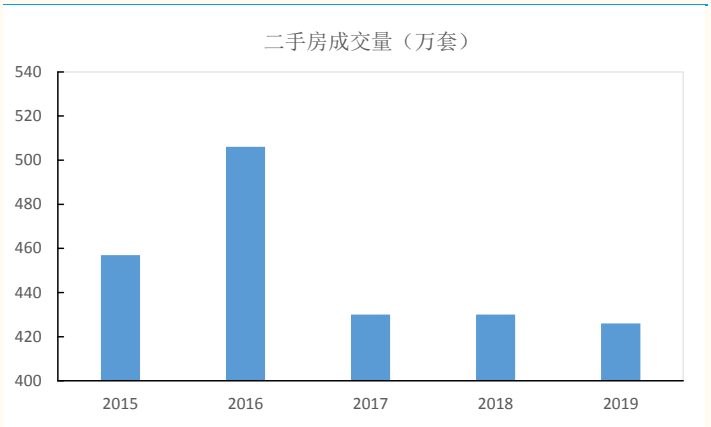


来源：Wind，国金证券研究所

■ **PPR 塑管：当前需求欠佳，竣工修复有望带来消费增长**

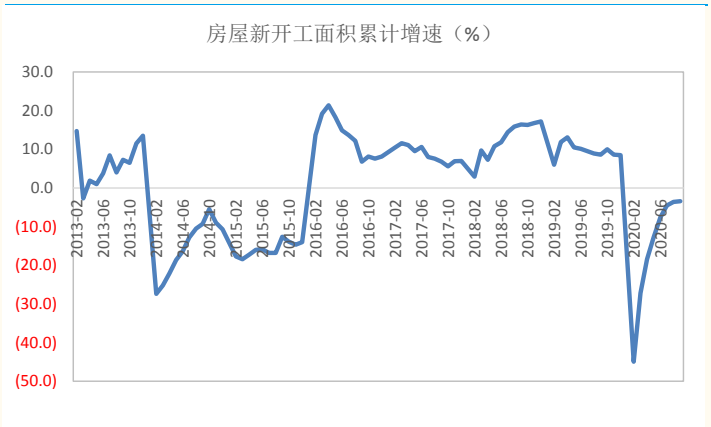
PPR 管材管件主要用作建筑室内的给水和部分排水，需求来自新房和旧房翻新的室内装修。未来，随着房屋竣工修复，新房装修有望带动 PPR 管材需求恢复增长。从二手房市场角度来看，近年来成交量基本保持平稳，2017 年-2019 年，全国二手房成交量分别 430 万套、430 万套和 426 万套。未来随着房屋竣工面积的修复、二次装修活跃，将会拉动 PPR 塑管消费需求增长。

图表 16：我国二手房成交量保持平稳



来源：贝壳找房研究院，国金证券研究所

图表 17：房屋新开工面积低位运行



来源：Wind，国金证券研究所

综合考虑 PVC、PE 和 PPR 等各品类的需求前景，我们认为塑料管道总需求具备支撑，产量将维持平稳增长。根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》，同样持有我国塑料管道产量平稳增长的预测。

图表 18：我国塑料管道产量或将保持平稳增长

年份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
预期产量（万吨）	1435	1485	1530	1668	1700
预期增长率	4.00%	3.50%	3.00%	2.50%	2.00%

来源：《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》，国金证券研究所

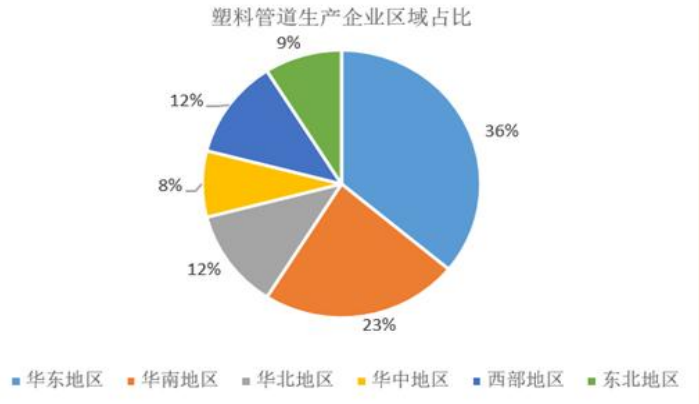
2.3 集中度进入加速提升阶段

塑料管道属于轻资产行业，技术壁垒不高，产品同质化较为严重，并存在 500-1000 公里的运输半径，因此行业充斥着大量的地方性中小企业。目前国内较大规模的塑料管道生产企业在 3000 家以上，合计年产能超过 3000 万吨，其中：年产能达到 1 万吨的企业约 300 家、在 10%左右，年产能超过 10 万吨的企业在 20 家以上、占比不足 1%，竞争格局较为分散。

塑料管道行业依托上游炼化产能逐渐形成了产业功能聚集区，生产企业主要集中在沿海和经济发达的浙江、广东、山东、福建等省市，目前华东和华南地区产能已经占据全国半数以上。由于管材产品运输半径的限制，当前规模企业已逐渐开始在全国布局建设生产基地，中国联塑、永高股份、雄塑科技、伟星新材等头部企业已开始在中西部地区投建产能。

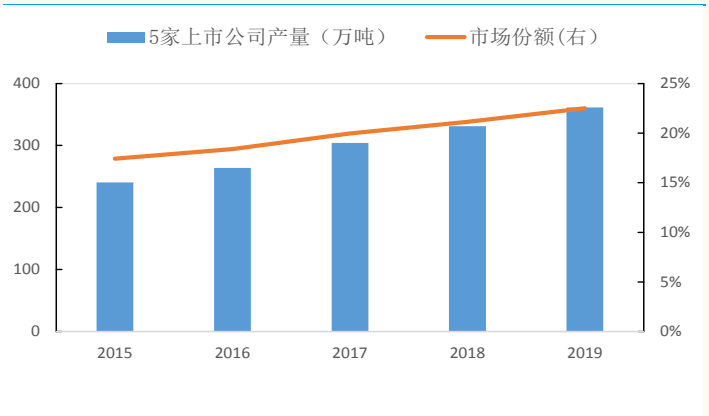
随着下游需求增长放缓，头部企业凭借较强的综合实力，在激烈的存量竞争中，逐渐占据优势地位，行业集中度已在明显提升。经过我们统计，近五年，中国联塑、永高股份、伟星新材、雄塑科技和顾地科技等 5 家上市公司的塑料管道产量不断增加，增速高于行业平均水平，市场份额逐年提升。2019 年，5 家上市公司总产量超过 360 万吨，市占率达到 22.5%，较 2015 年提升 5.1 个百分点。考虑到行业拥有中财管道、日丰集团、金德管业、武汉金牛等众多实力强劲的非上市公司，行业集中度的提升水平或将更高。据中国塑料管道协会统计，2018 年全国 60%的塑料管道产量由前 400 家企业贡献，前 20 家企业的销量已超过行业总量的 40%。

图表 19：华东和华南地区管材生产企业最多



来源：中国报告网，国金证券研究所

图表 20：五家上市公司市场份额逐年提升

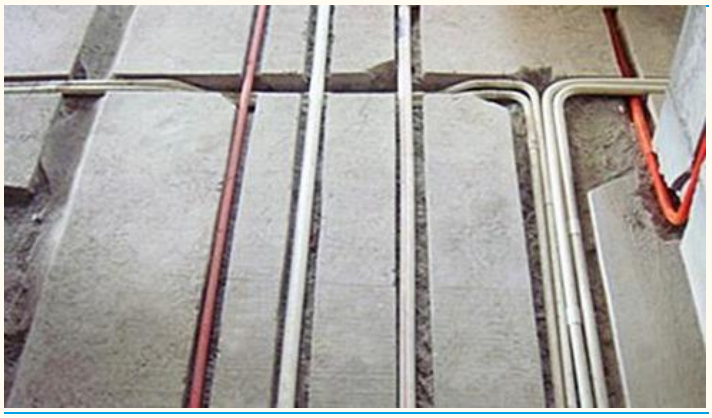


来源：Wind，国金证券研究所

■ 隐蔽工程为主，头部企业受益

塑料管道类似防水材料属于隐蔽工程，若产品因质量不达标，出现渗漏或爆裂现象，不仅维修成本较高，而且有损业主单位的形象。此前由于塑料管道施工隐蔽性较强，消费者维权意识尚未完全觉醒，市场上以次充好的现象比较常见。而现在随着消费的不断升级，下游客户对产品品牌、质量和服务更加重视，无论是工程还是零售领域，头部企业在竞争中更容易脱颖而出。

图表 21：建筑用塑料管道多被掩埋隐藏



来源：百度《装修隐蔽工程》，国金证券研究所

图表 22：市政管道位于路面之下



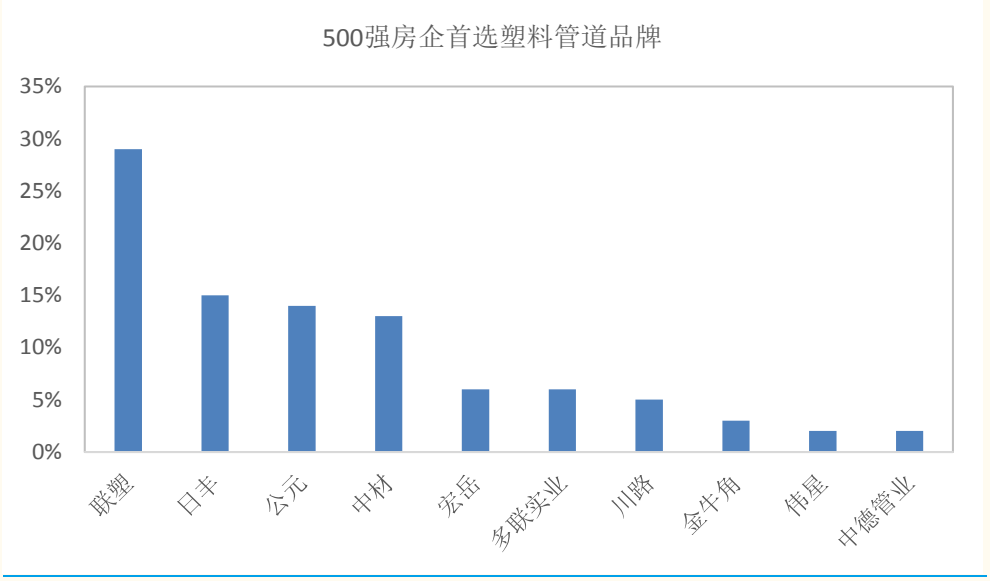
来源：志通管道《市政管道工程施工》，国金证券研究所

■ 地产集中度提升，头部企业首选率高

下游房地产集中度也在不断提升，拉动塑料管道头部企业市场份额增长。大型房企对塑料管道价格敏感度相对较低，但对质量和品牌更加看重，而且由

于需求量大，对供应商的供货能力、专业服务以及响应速度也有重要考量。品牌、质量、资金、服务优势较强的塑料管道头部企业逐渐成为大型房企采购的首要选择。此外，龙头房企推行战略集采模式，虽然管材集采比例不高，但资源仍然会更多倾向于大型塑料管道企业。根据中国房地产业协会数据，2020 中国房地产开发企业 500 强首选管材管件供应商品牌中，前 10 名首选率合计达到 95%，均为业内知名企业。

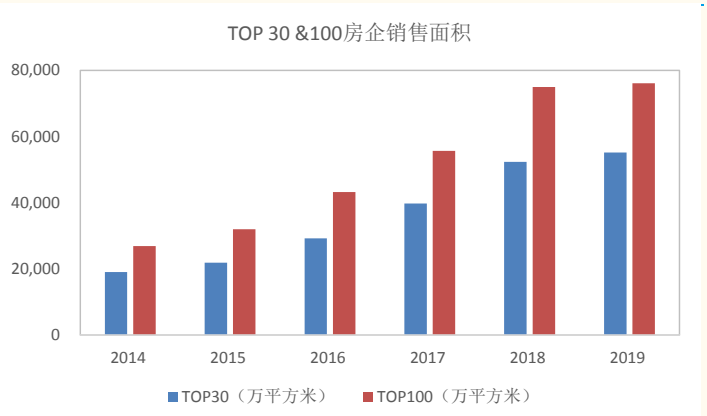
图表 23：前十大企业首选率为 95%



来源：中国房地产业协会，国金证券研究所

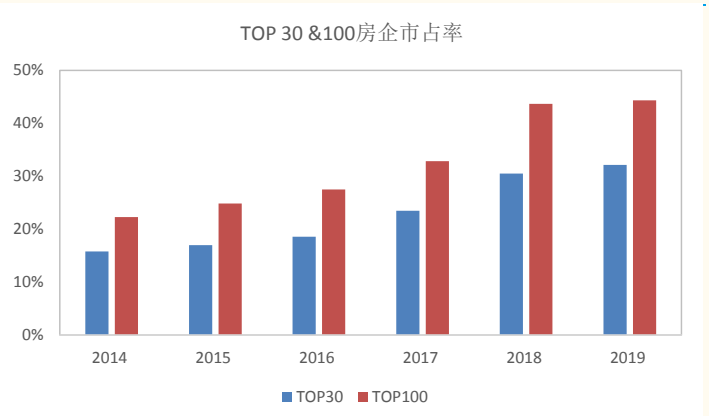
当前国家对房地产调控力度不减，中小房企所受冲击尤为明显，而大型房企市场份额在逐渐扩大。2019 年，以碧桂园、恒大、万科等为首 TOP30 房企销售面积达到 5.52 亿平方米，市占率达到 32.15%，较上年同期提升 1.64 个百分点；TOP100 房企销售面积达到 7.61 亿平方米，市占率达到 44.36%，较上年同期提升 0.65 个百分点。

图表 24：龙头房企销售面积持续增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：龙头房企市占率提升



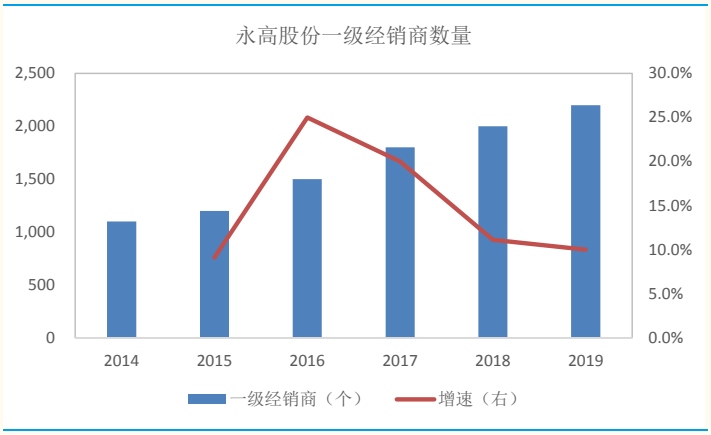
来源：Wind，国金证券研究所

■ 龙头企业强强联合，把控生产和渠道

头部生产商与经销商的“强强联合”，在竞争中优势更加凸显，中小企业被迫让出市场份额。塑料管材工程业务领域的销售模式以经销代理为主，经销商一般在当地市场拥有丰富的人脉和渠道资源，而龙头生产商可以提供充足的产能、过硬的产品质量以及行业领先的品牌和服务。两者的合作，在竞争中可对本土中小企业形成压制，拿单能力进一步增强。

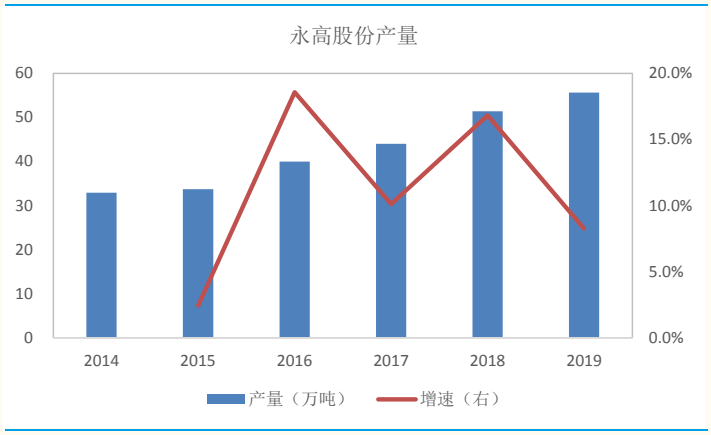
比较典型的如永高股份，2014 年公司塑料管道产能已经达到 45 万吨，但产量仅有 33 万吨，一级独立经销商约为 1100 家。此后公司经销商数量逐年增加，2019 年末，全国一级独立经销商数量达到 2200 家，较 2014 年翻倍，产品产量也达到 55.64 万吨，较 2014 年增长 69%，产能利用率增长至 93%。可见经销商规模的扩张为公司产量的增加贡献了巨大能量。

图表 26：永高股份一级经销商数量持续增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：永高股份塑料管道产量逐年提升



来源：Wind，国金证券研究所

■ **环保因素导致中小企业出局**

与众多消费建材行业相似，塑料管道行业集中度提升同样受产业政策和环保管控压力影响，使得不达标企业和落后产能得到加速出清。

目前以上四个逻辑并未改变，因此行业集中度提升之路将会继续。未来行业发展资源依然会向有规模优势、有品牌优势、有质量保障、有竞争实力的企业进一步聚集。

3. 零售至暗时刻已过，“同心圆”战略接力成长

3.1 精装房冲击减弱，零售业务有望边际改善

■ **“产品+服务+渠道”，零售赛道的优胜者**

与国内其他上市公司相比，公司的核心业务并非聚焦于工程领域 PVC 管材和市政领域 PE 管材的生产销售，而是依托 PPR 管材为主的家装零售业务。

PVC 管材用于排水和电路，PE 管材用于市政燃气、排水排污，家装零售产品通常是 PPR 管材用于供给水，并且多直接面向 C 端消费者，因此生产商的议价能力更强、利润空间更大。经过多年发展，公司在提供优质产品的同时，首创“星管家”服务模式，构建了良好的品牌形象和完善的服务体系，消费者认可度较高。

公司采取扁平化销售模式，减少产品流通节点，实现利润最大化，并在现款现货模式下，回款能力极好、风险较小。公司在设立区域经销商的同时，还通过建立分公司，直接对接零售商，减少代理利润流失并可进一步保障服务质量。目前公司在全国设立了 30 多家销售分公司，拥有 1600 多名专业营销人员，营销网点 27000 个。

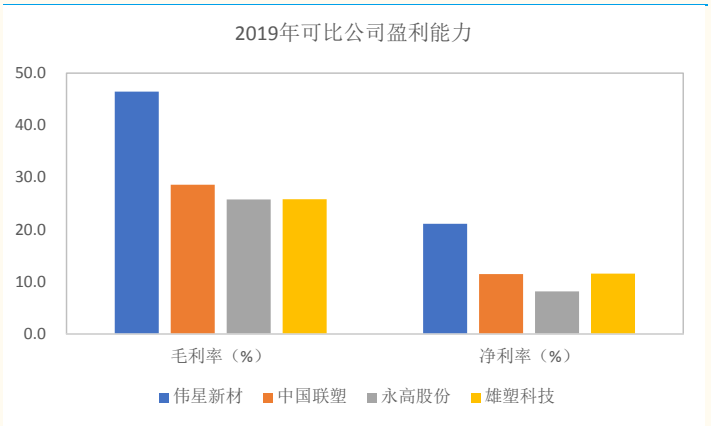
图表 28：“星管家”服务构建公司核心竞争力



来源：公司网站，国金证券研究所

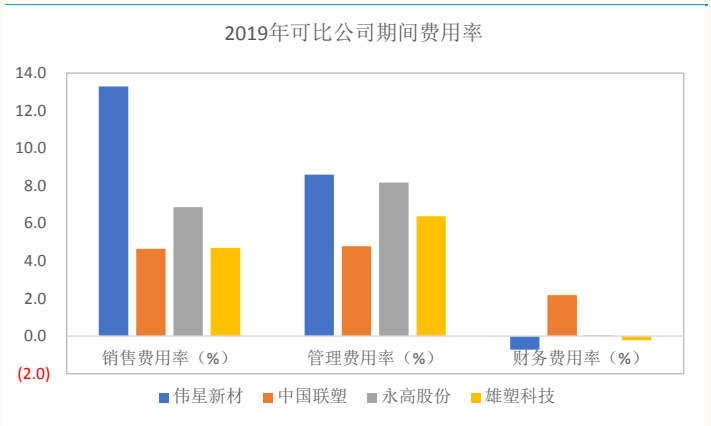
受益于零售赛道和扁平化销售模式，公司盈利能力明显领先于其他管材类上市公司。2019 年，公司综合毛利率为 46.43%，高于以 B 端业务为主的中国联塑 17.82 个百分点、永高股份 20.68 个百分点、雄塑科技 20.63 个百分点。家装零售业务和扁平化的模式的弊端是公司的销售费用和管理费用偏高，2019 年公司销售费用率和管理费用率分别为 13.29%、8.59%，高于以 B 端业务为主的中国联塑 8.64 和 3.81 个百分点。从财务费用看，由于零售业务现金流良好，且公司 B 端业务也主要以经销商模式为主，公司现金流充裕，资产负债率 19.05%，财务费用率低于可比公司。从公司净利率看，2019 年公司净利率 21.11%，高于以 B 端业务为主的中国联塑 9.66 个百分点、永高股份 12.95 个百分点、雄塑科技 9.55 个百分点。

图表 29：公司盈利能力位列行业首位



来源：Wind，国金证券研究所

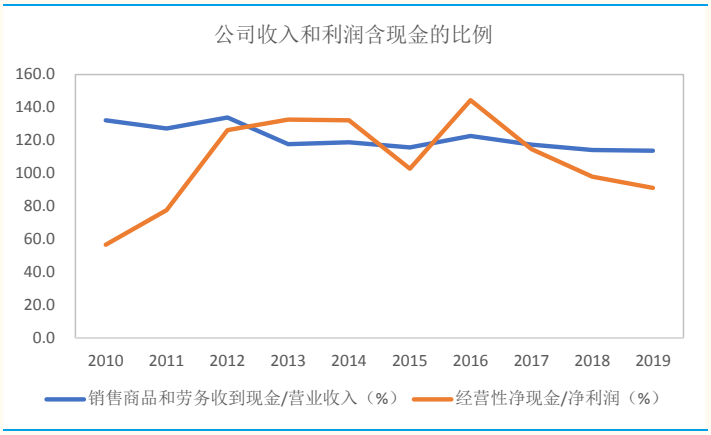
图表 30：公司销售和管理费用率偏高



来源：Wind，国金证券研究所

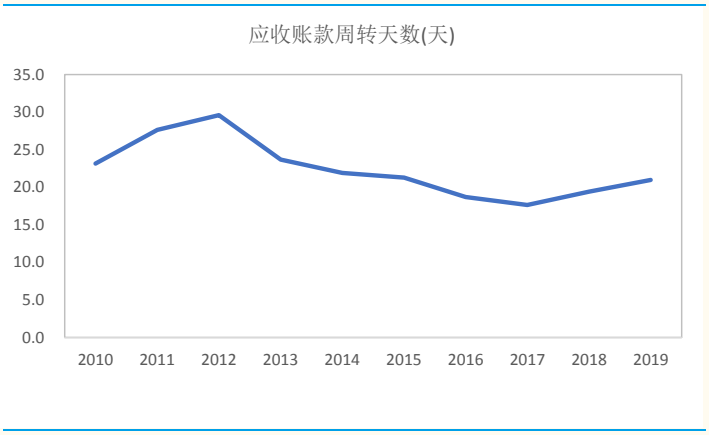
2019 年公司销售商品和劳务收到的现金与营业收入比例 1.14、经营性净现金与净利润比例 0.91，收入和利润中现金含量高，这与公司经销商销售占比高有关，也与公司“稳中求进，风险控制第一”的战略相吻合。2019 年公司应收账款余额 2.64 亿元、收入占比 5.67%，较 2018 年下降 1.67 个百分点，应收账款并未随收入增长而增加。2019 年公司应收账款周转天数 21 天，周转天数处于较低水平。

图表 31：公司收入和利润中现金含量高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：公司应收账款周转快



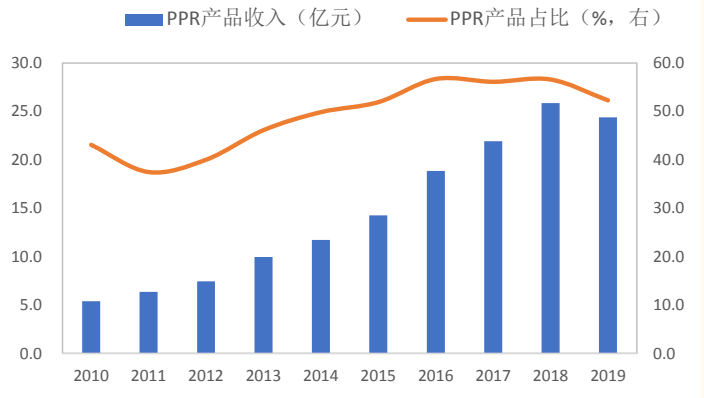
来源：Wind，国金证券研究所

■ **核心市场精装房渗透率提升空间有限，零售压力或将逐渐缓解**

精装房的不断渗透对管材家装零售市场造成一定冲击。2016 年开始，各级政府大力推行精装房政策，我国精装修住宅开盘数量大幅攀升，渗透加速。根据奥维云网数据，2016 年我国精装修住宅开盘套数仅为 115.4 万套、对应渗透率 12%，2019 年我国精装修住宅开盘量已经增加到 319.3 万套、渗透率达到 32%。2017、2018 年精装房开盘数量已颇具规模，分别达到 158 万套和 253 万套。假设精装修住宅从开盘至交房的周期为 1.5-2 年，对家装零售管材市场的影响开始在 2019 年显现。

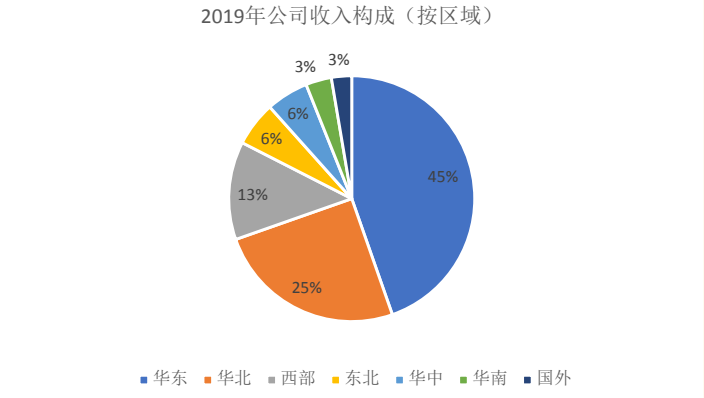
由于精装房比例提升，毛坯新房交房量大幅下降、家装零售需求减少，公司生产经营承受较大压力。2019 年，公司 PPR 管材管件业务收入 24.4 亿元，同比减少 5.72%，上市以来首次出现负增长。2020 年上半年，叠加疫情反复及学生居家学习的因素，PPR 管材管件业务收入仅为 9.17 亿元。

图表 33：2019 年 PPR 收入首次出现回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2019 年公司华东市场收入占比 45%

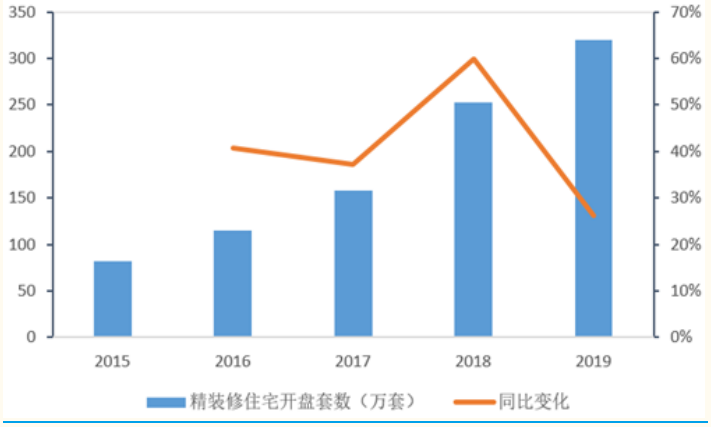


来源：Wind，国金证券研究所

2019 年全国精装修市场渗透率达到 32%，已提前完成《建筑业发展“十三五”规划》中提出的“到 2020 年，新开工全装修成品住宅面积达到 30%”的发展目标。根据奥维云网数据，2019 年全国精装房开盘量同比增长 26.25%，增速降低 33.68 个百分点；2020 年 1-8 月，全国精装房累计开盘量为 158 万套，同比降低 24.9%。我们认为，精装房渗透率已获得明显提升，政策推动力度或将减弱，对家装零售市场的冲击将会逐渐减弱。

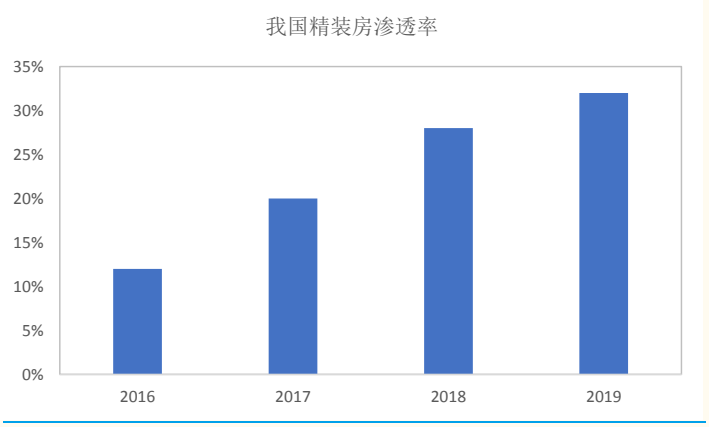
公司主要市场集中在华东地区，2019 年华东市场贡献公司 45%的收入。华东地区精装房政策施行较早，渗透率较高，2019 年华东地区精装房渗透率已达到 37%，未来提升空间有限，对地区家装零售市场影响或已接近峰值。我们认为，随着华东地区精装房开盘量增长放缓，公司业绩未来将出现边际改善。

图表 35：2016 年以来我国精装房数量逐年攀升



来源：奥维云网，国金证券研究所

图表 36：2016 年以来我国精装房渗透率快速提升



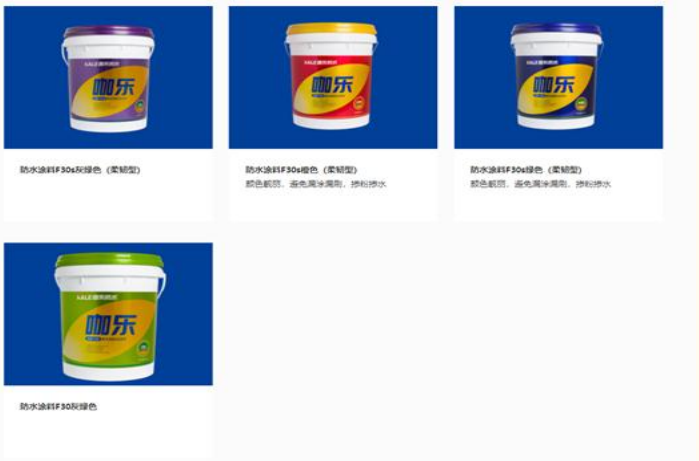
来源：奥维云网，国金证券研究所

3.2 积极推动“同心圆”战略，探索成长新动能

“同心圆”战略，即：利用原有 PPR 管道零售渠道资源，积极拓展与之相关的新品类业务。公司在 2016 年首次提出“同心多元化”战略，并于 2019 年正式确立“同心圆产品链”战略。同心圆产品品类包括两个层次：以 PPR 产品为核心的家装管道系列产品，包括：PVC 的排水管、电线护套管、新风管、PE 的地暖管、排水管等管材管件；防水、净水以及地漏、角阀相关配件等同渠道产品。根据公司测算，一间百平米左右的房屋，如果使用公司全品类产品进行装修，销售额最高可达万元。

目前公司围绕“同心圆产品链”战略，主要拓展家装防水业务、净水业务。2017 年 6 月，公司正式推出“咖乐” 防水，产品定位家装防水领域，沿用 PPR 管材的“产品+服务”模式积极推进。净水业务主要为销售前置过滤器产品，2016 年公司就开始与德国安内特合作销售，2019 年正式推出国产 VASEN 伟星前置过滤器。

图表 37：公司防水品牌“咖乐”



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 38：公司净水品牌“VASEN”



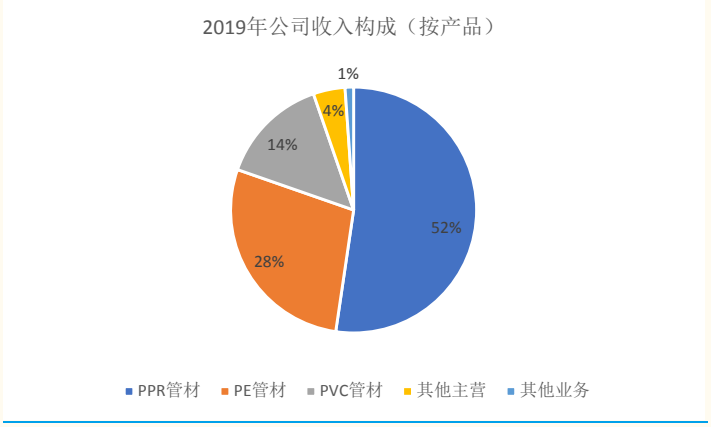
来源：公司网站，国金证券研究所

公司发展家装防水与净水业务，具有先天优势。首先，二者均为涉水产品，且终端客户均为家庭装修的消费者，凭借伟星管材积累的良好口碑，更易获得客户信赖。其次，得益于公司在零售市场的扁平化销售模式，可直接对接目标客户，同时发挥渠道协同作用，业务推广更加顺畅，具有较强的获客能力。尤其家装防水与室内管道均为隐蔽工程，且为管道安装的接续工序，客户对产品和服务同样重视。公司多年的“星管家”服务经验可进一步嫁接到家装防水业务，推动其快速成长。

防水与净水业务当前处于快速发展阶段，因其基数相对较小，规模增速远高于管道主业。在公司年报中，防水和净水业务并未单独列示，统一归入“其他主营”业务。2019 年“其他主营”实现营收 1.95 亿元，同比增长 73.96%，收入占比 4.19%；2020 年上半年，受疫情影响管道相关业务规模均有下滑，但“其他主营”仍实现营收 0.94 亿元，同比增长 19.04%，收入占比 5.2%。

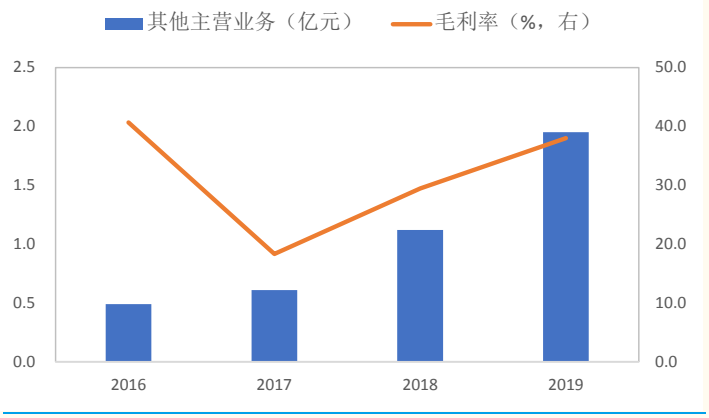
公司已明确将防水业务作为第二主业来培育，将净水业务作为最重要的配套产品来培育，未来两项业务将持续为公司提供成长新动能。

图表 39：防水和净水业务收入占比低



来源：Wind，国金证券研究所

图表 40：2018-2019 年防水和净水业务保持高增速



来源：Wind，国金证券研究所

3.3 提高工程业务战略定位，开启“双轮驱动”

公司的工程业务可分为建筑工程和市政工程，其中：建筑工程主要通过经销模式进行销售，是房屋建筑物内的管道相关业务，产品多为 PVC 和 PPR 管材；市政工程主要通过直销方式进行销售，是建筑物外的应用，即与市政基础设施建设相关的业务，产品多为 PE 管材。2018 年，公司开始执行“零售和工程业务双轮驱动”的战略，工程端业务逐渐发力。

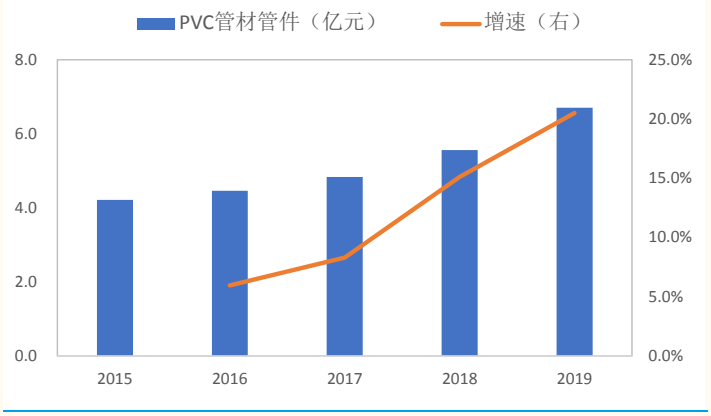
■ 建筑工程：拥抱精装修趋势，规模快速增长

早在 2006 年公司就成立了房产工程部门，2018 年将建筑工程单独成立业务板块，升级为建筑工程事业部，以期更好的开拓市场。公司建筑工程业务定位为建筑内的所有管道及系统、同心圆相关配套产品等，具有较大的市场空间。

公司凭借产品优异的品质、丰富的种类以及高端的品牌形象，采取产品组合、提供系统解决方案等策略，在满足客户需求的同时，保留自身品牌议价能力。此外，公司坚持“稳中求进、风险控制第一”的原则，优选客户和项目，致力于开发中高端房地产客户或楼盘，而且在经销为主的模式下，货款回笼较快，资金风险较小。整体而言，在维持优异的现金流的情况下，公司建筑工程业务仍然维持较高的盈利水平。

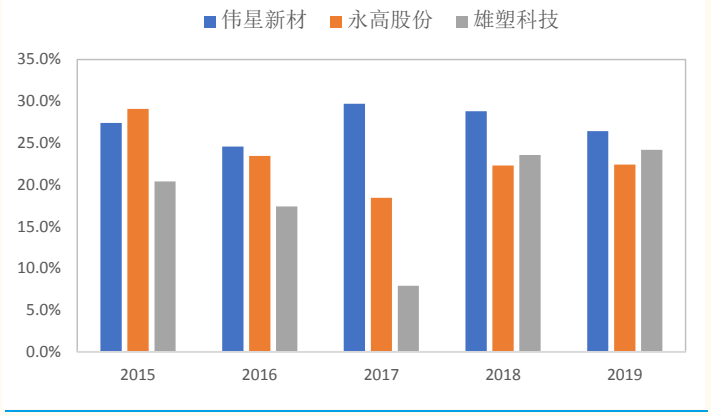
近年来的精装修趋势，给公司的零售业务造成了较大压力，但同样给精装房业务为主的建筑工程业务带来了发展机遇。公司采取了多种措施积极拥抱精装房政策，如：加大 PVC 管材配套销售力度等。

图表 41：公司 PVC 业务规模呈上行趋势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：公司 PVC 业务毛利率处于同类型公司前列



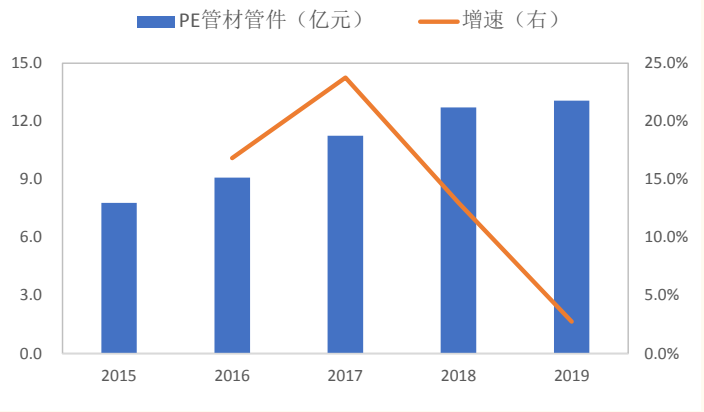
来源：Wind，国金证券研究所

■ **市政工程：业务结构调整，谋求稳健发展**

公司市政工程业务一直以直销渠道为主，自觉回避依靠价格竞争的工程项目，重点选择水务公司、燃气公司等长期合作的优质客户项目。此类客户通常更看重产品品质、品牌形象和综合运营成本，而且具有较高的复购率，公司在竞争中具备一定优势，并可维持长期稳定合作。

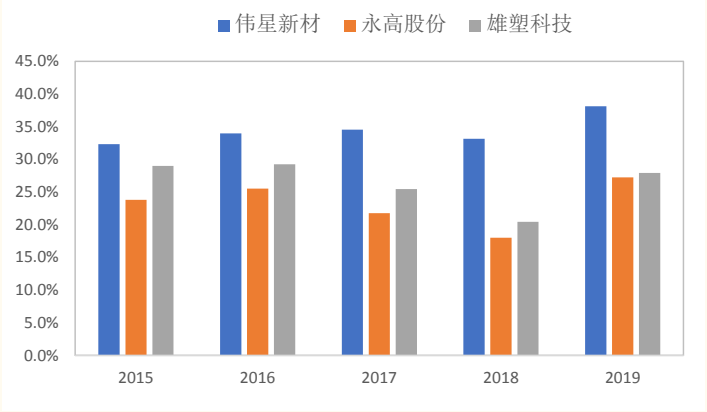
公司在 2019 年对市政工程业务进行调整，进一步优化客户结构、项目结构及业务模式。一方面，公司提高经销渠道业务占比，借助经销商拓展业务以降低自身销售费用和回款压力；另一方面，公司加大长期可持续的优质工程客户维护。由于业务的结构性调整，2019 年公司 PE 管材营收增速降至 2.81%，毛利率同比增长 4.96 个百分点，达到 38.1%。我们认为，随着业务调整的完成，公司 PE 管材业务未来有望恢复增长。

图表 43：公司 PE 业务增速暂时放缓



来源：Wind，国金证券研究所

图表 44：公司 PE 业务毛利率处于行业领先



来源：Wind，国金证券研究所

3.4 股权激励计划发布，凝聚发展向心力

2020 年 9 月，公司发布第三期股权激励（草案）。本次激励计划涉及的激励对象共计 143 人，主要涉及对公司未来经营业绩和发展有直接影响的公司及下属分支机构在任的高级管理人员、主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干。本次激励计划限制性股票的数量为 1900 万股，占公司总股本的 1.21%，授予价格为 7 元/股。与前两次股权激励计划相比，激励范围更广、人员更多。

本次股权激励计划按照 2020-2022 年的三个会计年度分成三个考核期，达到业绩考核目标和满足限售解除时间后，分别可解锁 30%、30%、40%。具体考核指标为：以 2017-2019 年度平均扣非净利润为基数，2020-2022 年，三年的“净利润”增长率分别不低于 8.5%、23%和 38%（“净利润”是指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，同时剔除股权激励计划股份支付费用和公司参与投资股权投资基金产生的影响后的数值作为计算依据）。

2017-2019 年公司扣非后归母净利润均值 8.85 亿元。以 2017 年-2019 年度平均扣非净利润为基数，2020 年-2022 年净利润增长率分别不低于 8.5%、23%、38%的业绩目标（剔除并购和激励摊销费用），对应 2020-2022 年扣非后归母净利润为 9.6 亿、10.89 亿、12.21 亿。2019 年公司扣非后归母净利润 9.34 亿，对应 2020-2022 年扣非净利润增速 2.78%/13.43%/12.12%。

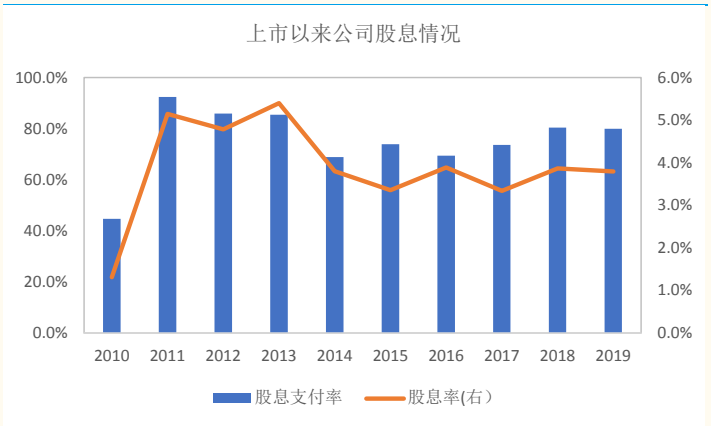
由于 2019 年公司利润增速降至不足 1%，推出股权激励计划彰显管理层对公司业绩增长的信心。从行权条件看，目标的设定在保证可行性的基础上，具有一定的挑战性，能够体现激励与贡献对等的原则。

3.5 重视投资者回报，现金分红慷慨

公司历来重视给予投资者稳定、持续、合理的增值及回报，分红力度较大。公司在 2012、2015 和 2018 年均出台了未来三年的股东回报规划，对分红政策做明确规定。《公司未来三年（2018-2020 年）股东回报规划》中规定：在满足现金分红条件时，公司每年进行一次现金分红，每年以现金方式分配的利润不低于当年实现的实际可分配利润的 30%，且公司连续三年以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均实际可分配利润的 90%。公司自 2010 年上市以来，每年都会进行现金分红，累计分红金额 40.2 亿元，分红比例 67%。

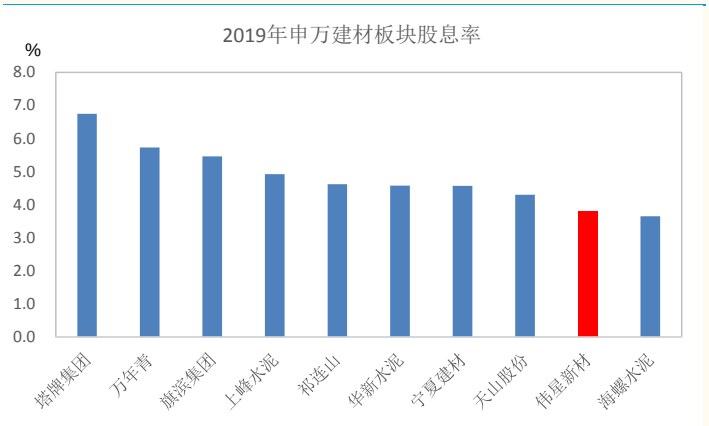
塑料管道行业属于轻资产运营行业，近年来公司盈利情况良好且未有大额资本支出，现金流相对充裕，具有实施较好的分红政策来回报投资者。2018 年和 2019 年，公司连续两年现金分红 7.87 亿元，股利支付率均超过 80%，股息率位列申万建材板块第九名。

图表 45：公司分红比例历来较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表 46：2019 年公司股息率位列行业第九名



来源：Wind，国金证券研究所

4.盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

1) PPR 管材：公司主要业务集中在华东市场，由于华东市场精装房渗透率较高，进一步提升的空间有限，我们判断精装修对公司零售业务的冲击已经接近尾声。随着公司西安基地 1.5 万吨投产，预计 2020-2022 年 PPR 产品收入增速 5%/10%/10%。

2) PVC 管材：在零售与工程业务双驱动的带动下，公司建筑工程业务保持快速增长。预计 2020-2022 年建筑工程用 PVC 产品收入增速 20%/20%/20%。

3) PE 管材：2019 年公司对市政工程业务进行调整，加大对优质客户的选择并提高经销渠道业务比例。随着公司业务调整的完成，预计 2020-2022 年市政用 PE 管材收入增速 5%/10%/10%。

4) 其他主营业务：公司发展家装防水与净水业务具有先天优势，公司已明确将防水业务作为第二主业来发展，将净水业务作为最重要的配套产品来培育，预计 2020-2022 年其他主营业务收入增速 50%/50%/50%。

5) 毛利率：由于原材料价格的回落，2020 年 PP、PVC、PE 同比下降 9%、8%、13%，预计 2020 年公司 PPR 和 PVC 产品毛利率较 2019 年回升。由于公司采用毛利率定价，预计 2020-2022 年 PPR 毛利率 59%/59%/59%，PVC 毛利率 28%/28%/28%。由于公司加大市政业务经销商的比例，预计公司会放弃部分利润给予经销商，预计 2020-2022 年 PE 管材毛利率 38.06%/37%/36%。预计 2020-2022 年其他主营业务毛利率 37.95%/37.95%/37.95%，与 2019 年持平。

图表 47：未来三年公司主要假设参数

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	PPR管材管件	14.27	18.85	21.92	25.88	24.40	25.62	28.18	31.00
	倍数		*1.32*	*1.16*	*1.18*	*0.94*	*1.05*	*1.1*	*1.1*
	PE管材管件	7.78	9.09	11.25	12.71	13.06	13.71	15.08	16.59
	倍数		*1.17*	*1.24*	*1.13*	*1.03*	*1.05*	*1.1*	*1.1*
	PVC管材管件		4.46	4.83	5.56	6.70	8.04	9.65	11.58
	倍数			*1.08*	*1.15*	*1.21*	*1.2*	*1.2*	*1.2*
	其他主营业务	4.21	0.49	0.61	1.12	1.95	2.93	4.39	6.58
	倍数			*1.24*	*1.84*	*1.74*	*1.5*	*1.5*	*1.5*
	其他业务	0.24	0.34	0.43	0.43	0.52	0.52	0.52	0.52
毛利率	PPR管材管件	56.55%	58.73%	58.35%	58.69%	57.87%	*59%*	*59%*	*59%*
	PE管材管件	32.26%	33.99%	34.58%	33.12%	38.06%	*38.06%*	*37%*	*36%*
	PVC管材管件		24.66%	29.81%	28.78%	26.42%	*28%*	*28%*	*28%*
	其他主营业务	27.55%	40.82%	19.67%	29.46%	37.95%	*37.95%*	*37.95%*	*37.95%*
	其他业务	4.17%	5.88%	4.65%	9.30%	7.69%	*7.69%*	*7.69%*	*7.69%*
	综合毛利率	43.83%	46.55%	46.73%	46.78%	46.44%	46.71%	46.03%	45.33%

来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们选取北新建材、蒙娜丽莎、东方雨虹、坚朗五金、三棵树等国内 A 股上市的综合建材企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年平均估值为 30 倍。

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.67 元/0.74 元/0.82 元，采用市盈率相对估值法对伟星新材进行估值。参考可比公司 2021 年平均估值 30 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 22.22 元（30X）的目标价。首次覆盖给予“增持”评级。

图表 48：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益					市盈率				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
北新建材	39.70	1.46	0.26	1.65	2.02	2.33	27	153	24	20	17
蒙娜丽莎	31.68	1.53	1.08	1.40	1.83	2.30	21	29	23	17	14
东方雨虹	38.10	1.01	1.44	1.25	1.52	1.85	38	26	30	25	21
坚朗五金	126.70	0.54	1.39	2.31	3.25	4.37	235	91	55	39	29
三棵树	150.02	1.67	2.18	2.16	3.21	4.20	90	69	69	47	36
均值							82	74	40	30	23
伟星新材	19.97	0.75	0.63	0.67	0.74	0.82	27	32	30	27	24

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 固定资产投资增速下滑风险：管材下游主要为地产和基建等与固定资产密切相关的行业，固定资产投资增速下滑将影响产品需求。
- “同心圆”战略推进受阻：公司在防水和净水领域品牌积累不够，且应用场景与管材存在差异，存在拓展进度低于预期的可能。
- 环保、安全等不确定因素：公司产品生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的正常生产经营产生较大影响。
- 汇率波动：公司在泰国和德国有一定业务布局，若因当地汇率波动造成汇兑损失，将侵蚀公司部分利润。
- 疫情反复：疫情反复将影响国内装修进展，对公司产品需求产生负面影响。
- 减持和质押风险：2020 年 11 月 13 公司公告，第二大股东彗星集团拟在未来 6 个月内通过集合竞价和大宗交易的方式减持公司不超过 4719.34 万股股份；同时，彗星集团持有的未解质押股份数量 1.98 亿股，占总股本的 12.6%，大股东伟星集团持有的未解质押股份数量 1.06 亿股，占总股本的 6.74%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,903**	**4,570**	**4,664**	**5,082**	**5,782**	**6,627**
增长率		17.1%	2.1%	9.0%	13.8%	14.6%
主营业务成本	-2,079	-2,432	-2,498	-2,708	-3,121	-3,623
%销售收入	53.3%	53.2%	53.6%	53.3%	54.0%	54.7%
毛利	1,824	2,137	2,166	2,374	2,662	3,004
%销售收入	46.7%	46.8%	46.4%	46.7%	46.0%	45.3%
营业税金及附加	-43	-47	-39	-43	-48	-56
%销售收入	1.1%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-586	-625	-620	-675	-768	-881
%销售收入	15.0%	13.7%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
管理费用	-300	-216	-240	-261	-297	-340
%销售收入	7.7%	4.7%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	0	-145	-161	-176	-200	-229
%销售收入	0.0%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润（EBIT）	893	1,104	1,106	1,219	1,348	1,499
%销售收入	22.9%	24.2%	23.7%	24.0%	23.3%	22.6%
财务费用	8	15	34	32	34	35
%销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-6	-9	0	-8	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	19	12	9	0	0	0
%税前利润	2.0%	1.0%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	962	1,165	1,194	1,283	1,415	1,570
营业利润率	24.6%	25.5%	25.6%	25.3%	24.5%	23.7%
营业外收支	1	0	2	1	1	1
税前利润	963	1,165	1,196	1,284	1,416	1,571
利润率	24.7%	25.5%	25.6%	25.3%	24.5%	23.7%
所得税	-142	-186	-211	-227	-250	-277
所得税率	14.8%	16.0%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
净利润	821	979	985	1,058	1,166	1,294
少数股东损益	0	1	2	1	1	1
归属于母公司的净利润	**821**	**978**	**983**	**1,057**	**1,165**	**1,293**
净利率	21.0%	21.4%	21.1%	20.8%	20.2%	19.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	821	979	985	1,058	1,166	1,294
少数股东损益	0	1	2	1	1	1
非现金支出	101	109	116	138	143	154
非经营收益	-16	-3	2	2	-1	-1
营运资金变动	36	-129	-216	-48	-64	-78
经营活动现金净流	**942**	**957**	**887**	**1,151**	**1,244**	**1,368**
资本开支	-264	-216	-169	-219	-219	-219
投资	170	-245	109	51	4	4
其他	33	-311	529	0	0	0
投资活动现金净流	**-62**	**-773**	**469**	**-168**	**-215**	**-215**
股权募资	13	0	4	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-476	-605	-787	-944	-944	-1,101
筹资活动现金净流	**-464**	**-605**	**-783**	**-944**	**-944**	**-1,101**
现金净流量	**417**	**-421**	**573**	**38**	**85**	**52**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,430	1,010	1,590	1,628	1,713	1,764
应收款项	292	356	415	508	578	662
存货	536	651	728	823	949	1,101
其他流动资产	512	833	361	286	289	294
流动资产	2,771	2,850	3,094	3,245	3,528	3,823
%总资产	66.0%	61.8%	64.1%	64.0%	64.8%	65.8%
长期投资	98	333	205	212	218	225
固定资产	992	1,113	1,243	1,321	1,390	1,448
%总资产	23.6%	24.1%	25.8%	26.0%	25.5%	24.9%
无形资产	290	282	276	288	298	307
非流动资产	1,427	1,764	1,731	1,829	1,914	1,988
%总资产	34.0%	38.2%	35.9%	36.0%	35.2%	34.2%
资产总计	**4,198**	**4,614**	**4,825**	**5,074**	**5,442**	**5,811**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	775	746	716	901	1,031	1,188
其他流动负债	188	184	177	121	137	156
流动负债	963	930	893	1,023	1,168	1,344
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	27	26	32	32	32
负债	987	957	919	1,055	1,200	1,376
普通股股东权益	3,198	3,644	3,887	4,000	4,221	4,412
其中：股本	1,008	1,311	1,573	1,573	1,573	1,573
未分配利润	1,260	1,546	1,639	1,752	1,973	2,165
少数股东权益	12	13	19	20	21	22
负债股东权益合计	**4,198**	**4,614**	**4,825**	**5,074**	**5,442**	**5,811**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.814	0.746	0.625	0.672	0.741	0.822
每股净资产	3.172	2.780	2.471	2.543	2.683	2.805
每股经营现金净流	0.934	0.730	0.564	0.731	0.791	0.870
每股股利	0.600	0.600	0.500	0.600	0.600	0.700
回报率						
净资产收益率	25.68%	26.85%	25.30%	26.42%	27.61%	29.29%
总资产收益率	19.56%	21.20%	20.38%	20.83%	21.41%	22.24%
投入资本收益率	23.72%	25.35%	23.30%	24.92%	26.11%	27.78%
增长率						
主营业务收入增长率	17.51%	17.08%	2.07%	8.96%	13.78%	14.61%
EBIT增长率	16.21%	23.52%	0.23%	10.21%	10.57%	11.19%
净利润增长率	22.45%	19.12%	0.50%	7.47%	10.27%	10.92%
总资产增长率	14.35%	9.91%	4.56%	5.17%	7.25%	6.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.9	19.7	21.3	21.3	21.3	21.3
存货周转天数	88.3	89.1	100.8	112.1	112.1	112.1
应付账款周转天数	43.5	37.8	43.1	45.7	45.7	45.7
固定资产周转天数	80.3	68.8	93.5	84.3	72.1	60.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-44.53%	-27.62%	-40.70%	-40.50%	-40.37%	-39.79%
EBIT利息保障倍数	-109.5	-72.0	-32.9	-37.6	-40.0	-42.7
资产负债率	23.52%	20.74%	19.05%	20.78%	22.05%	23.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH