2020 年 11 月 03 日

证券研究报告•公司研究报告

伟星新材（002372）建筑材料

买入（首次）

当前价：19.22 元

目标价：24.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

品牌+服务深筑护城河，工程+品类扩张加速成长

投资要点

- **推荐逻辑：**塑料管道行业需求稳中有增，是市场空间约 2000 亿元的大行业，目前 CR8 市占率为 25%，集中度还较低，成长天花板高。公司在零售端品牌突出，渠道护城河深厚，零售板块市占率持续提升；同时，品类扩张和工程端发力，也将带来显著利润弹性和长期成长空间。

- **塑料管道行业稳健增长，龙头企业市占率逐步提升。**2019 年塑料管道市场空间约 2000 亿元，近五年复合增速 4.2%。从应用领域来看，市政用管规模约 500 亿元，受益基建投资加速、老旧小区改造、市政管网建设等，体量稳中有增；建筑用管规模约 400 亿元，2019 年下半年地产竣工回暖，建筑用管需求有望随之提振。从竞争格局来看，行业 CR8 市占率五年间由 20%升至 25%，受益下游地产集中度提升及集采精装趋势，行业集中进程有望提速，龙头将充分受益。

- **品牌与渠道构筑核心资产，优势显著。**公司为零售端龙头，PPR 市占率达 8%。扁平化销售渠道、“星管家”服务共同筑起公司在 C 端的渠道与品牌壁垒，能够更好地维系并拓展终端客户，以良好的品牌效应增加客户黏性，是塑料管道行业的核心资产。其优势体现为（1）盈利能力强，公司毛利率 46.4%，超过竞争公司 15-20 个百分点；(2)资产质量好，公司应收账款 2.6 亿元，占总营收 5.7%，低于可比公司 5-15 个百分点；（3）业务扩张能力强，依托扁平化渠道与品牌优势，公司大力推广防水、净水新业务，2019 年营收为 2 亿元，同比上升 74%，20 年上半年营收 1 亿元，同比上升 19%，核心竞争优势通过品类扩张持续变现。

- **工程端结构优化，建筑、市政业务蓄势待发。**2018 年精装房推动渠道变革以来，公司采取“零售、工程双轮驱动策略”，通过完善建筑工程事业部拔高工程业务战略地位。**地产端**，加强与优秀地产商的战略合作力度，2019 年 PVC 业务规模约 6.7 亿元，同比增速 20.5%，预计后续发力将更加明显。**市政端，**调整客户结构，优选项目和客户，已与自来水公司、燃气公司等建立稳定合作关系，市政用 PE 管道 2019 年毛利率 38%，同比增长 5 个百分点，盈利能力明显改善。综合来看，公司工程业务将加速发力，未来增速有望显著提高。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司未来三年归母净利润复合增速 14.3%。考虑到公司品牌及渠道优势突出，叠加工程端业绩提速，价值及成长属性兼备，给予 2020 年 35X PE 估值，对应目标价 24.5 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**B 端业务拓展不及预期风险，品类扩展效果不及预期风险，原材料价格大幅上涨风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4664.06	5100.43	5826.49	6705.68
增长率	2.07%	9.36%	14.24%	15.09%
归属母公司净利润（百万元）	983.25	1088.34	1259.05	1466.32
增长率	0.50%	10.69%	15.68%	16.46%
每股收益 EPS（元）	0.63	0.69	0.80	0.93
净资产收益率 ROE	25.21%	24.99%	25.66%	26.40%
PE	31	27.8	24.0	20.6
PB	7.78	6.97	6.19	5.46

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛

执业证号：S1250519080004

电话：021-58351679

邮箱：smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.73
流通 A 股(亿股)	14.21
52 周内股价区间(元)	10.75-19.22
总市值(亿元)	302.35
总资产(亿元)	48.01
每股净资产(元)	2.44

相关研究

目 录

1 公司概况：管材零售端先行者，高分红价值典范 1

2 行业分析：千亿大市场，龙头市占率加速提升 4

2.1 产业结构升级，塑料管道持续渗透 4

2.2 市场规模约 2000 亿元，行业需求稳中有增 6

2.3 市政与建筑提供中短期增量，存量房支撑长期市场需求 7

2.4 行业集中度持续上行，龙头份额稳步攀升 11

3 公司分析：零售业务护城河深筑，工程业务蓄势待发 12

3.1 零售端扁平化渠道叠加“星管家”服务，构筑核心壁垒 12

3.2 地产端战略地位抬升，业务增势强劲 17

3.3 市政端结构优化，经营质量大幅改善 18

4 财务分析：高质量经营，现金流稳健 19

5 盈利预测与估值 21

6 风险提示 22

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司产品概览 1
图 3：公司股权结构 2
图 4：公司营业收入及增速 2
图 5：公司归母净利润及增速 2
图 6：公司主营业务结构情况（亿元） 3
图 7：公司 2020 年上半年主营业务结构 3
图 8：公司主业毛利率情况 (%) 3
图 9：公司 2020 年上半年各业务毛利占比 3
图 10：公司净利率、ROE、ROA 情况（%） 3
图 11：公司期间费用率情况（%） 3
图 12：经营性现金流量净额及净利润现金含量 4
图 13：现金分红额（含税）及分红比率 4
图 14：中国管道材料占比划分 4
图 15：英国管道材料占比划分 4
图 16：伟星新材 2019 年塑料管道业务成本构成 5
图 17：永高股份 2019 年塑料管道业务成本构成 5
图 18：国际油价与 PP、PVC 市场价格变化情况 6
图 19：2007 与 2017 塑料管道下游应用变化对比 6
图 20：2017 年塑料管道下游应用领域 6
图 21：国内塑料管道产量情况 7
图 22：国内塑料管道销售情况及产销率 7
图 23：新增专项债发行额（亿元） 8
图 24：基建投资包含项目及占比 8
图 25：1985-2014 年塑料管道在供水领域的应用比例（%） 8
图 26：全国城市供水管道长度及增速 9
图 27：全国年末排水管道长度及增速 9
图 28：房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速（%） 10
图 29：房屋预售面积与竣工面积（万平方米） 10
图 30：2019 年一线城市房屋成交量对比（单位：万平方米） 10
图 31：中国住宅装修市场住宅供给规模结构及变化 10
图 32：精装房市场规模及增速 11
图 33：中国住宅装修市场住宅供给规模结构及变化 11
图 34：我国塑料管道企业产能分布情况 11
图 35：2019 年主要企业销量市占率（%） 11
图 36：2015-2019 年前八家主要上市企业销量市占率合计（%） 12
图 37：2015-2019 年房地产集中度（按销售额占比） 12
图 38：房地产销售面积集中度快速提升 12
图 39：单位产量销售人员配置（万吨/人） 13

图 40：伟星扁平化销售模式与一般模式对比 13
图 41：星管家服务内容 14
图 42：管材上市公司毛利率对比（%） 14
图 43：管材上市公司净利率对比（%） 14
图 44：伟星新材各产品毛利率对比（%） 15
图 45：管材上市公司 PPR 产品毛利率对比（%） 15
图 46：应收账款占总营收比例（%） 15
图 47：应收账款周转天数对比（天） 15
图 48：“同心圆”扩展战略 16
图 49：伟星旗下防水、净水产品 16
图 50：伟星培育业务发展情况 16
图 51：伟星与防水企业防水涂料产品毛利率对比（%） 16
图 52：公司西部地区营业收入及占比 17
图 53：2019 年全国精装房开盘项目数量占比结构 17
图 54：伟星营业收入按地区分类（亿元） 17
图 55：地产五百强开发商供应商品牌首选率（管材管件类） 18
图 56：PVC 管道业务收入及增速 18
图 57：PE 管材业务收入及增速 18
图 58：管材上市公司 PE 产品毛利率对比（%） 18
图 59：公司资产增长和构成情况（亿元） 19
图 60：公司主要资产占比情况（%） 19
图 61：公司负债情况（亿元） 20
图 62：公司资产负债率、速动比率和流动比率（%） 20
图 63：公司现金流情况（亿元） 20

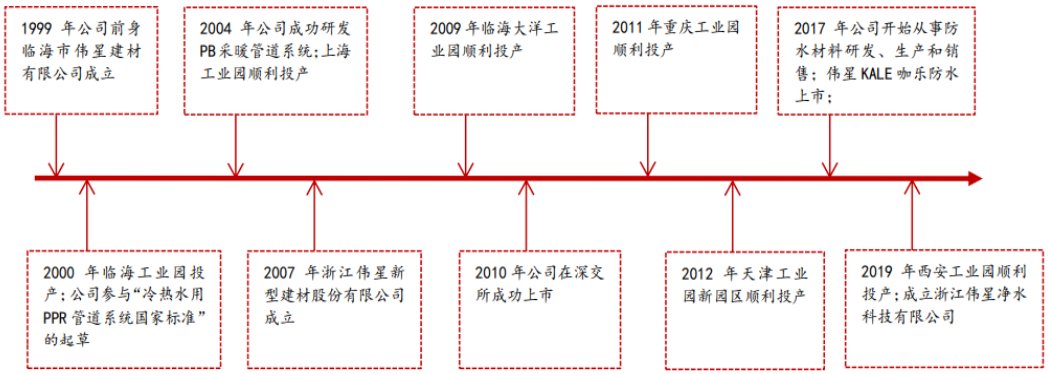
表 目 录

表 1：塑料管道产品分类及特点 5
表 2：塑料管道细分市场规模估算 7
表 3：2020 年部分“旧改”计划摘要 9
表 4：伟星市政工程案例 19
表 5：分业务收入及毛利率 21
表 6：可比公司估值 22
附表：财务预测与估值 23

1 公司概况：管材零售端先行者，高分红价值典范

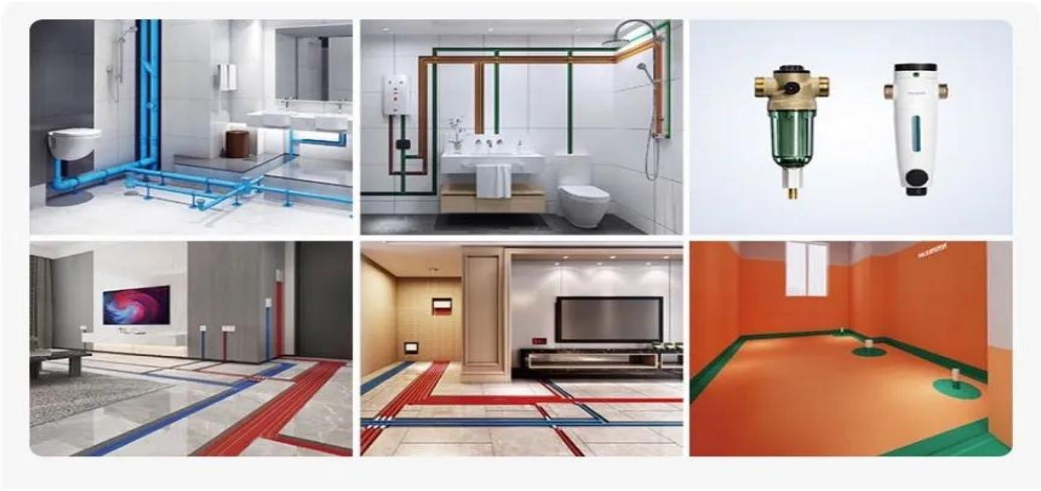
伟星新材成立于 1999 年，2010 年上市。公司主要从事各类中高档新型塑料管道的制造与销售，产品包括无规共聚聚丙烯（PPR）、聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）系列管材管件。PPR 主要应用于建筑内冷热给水，PE 应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域，PVC 应用于排水排污、电力护套等领域。同时，公司围绕“同心圆”产品战略，将单一的管材生产拓展至家装防水、净水等业务，打造家装隐形工程系统。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

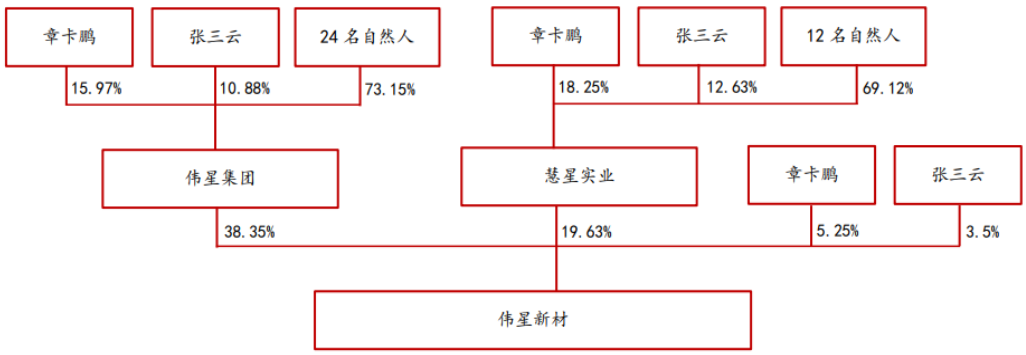
图 2：公司产品概览



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构：公司整体股权结构稳定，控股股东为伟星集团，持股比例 38.35%。实际控制人为章卡鹏和张三云先生，二者为一致行动人。

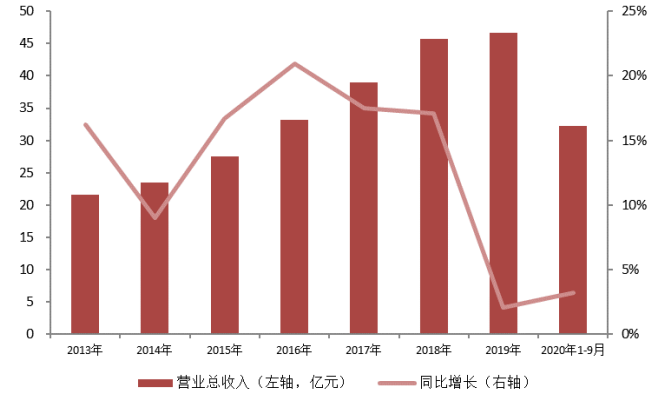
图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

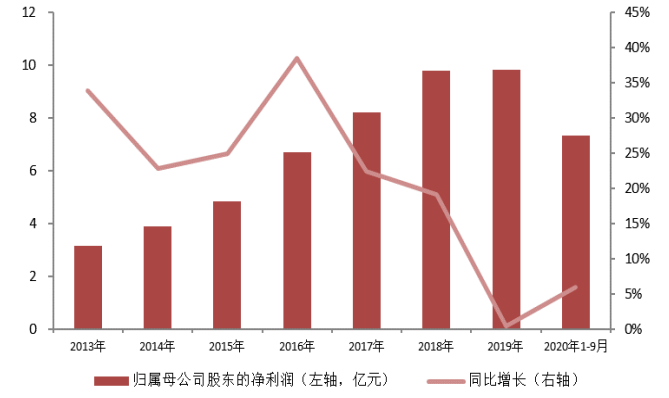
公司业绩状况：2017-2019 年分别实现营收 39、45.7 和 46.6 亿元，同比增长 17.5%、17.1%和 2.1%。2017-2019 年分别实现归母净利润 8.2、9.8 和 9.8 亿元，同比增长 22.5%、19.1%和 0.5%。2019 年增速下滑主要系精装房占比快速提升冲击公司零售业务，及市政工程业务调整导致营收短期下降。2020 年前三季度公司营收 32.2 亿元，同比增长 3.2%，单三季度营收 14.2 亿元，同比增长 39.5%；前三季度归母净利润 7.3 亿元，同比增长 6%，单三季度归母净利润 3.8 亿元，同比增长 51.8%，三季度业绩复苏明显。

图 4：公司营业收入及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

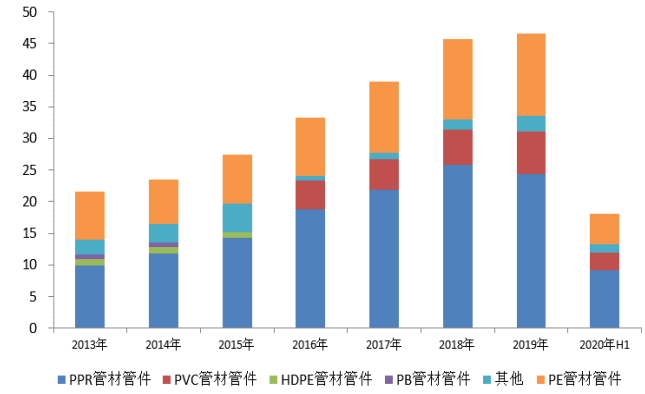
图 5：公司归母净利润及增速



数据来源：Choice，西南证券整理

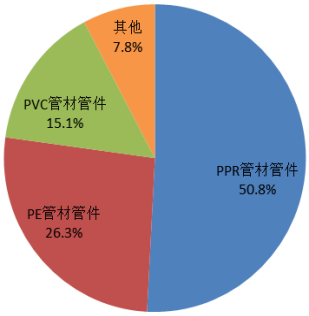
公司主营业务结构：2020 年上半年 PPR、PE、PVC 产品分别贡献营收 9.2、4.8 和 2.7 亿元，占总营收的 50.8%、26.3%和 15.1%。其他业务包括防水、净水，2020 年上半年营收 0.9 亿元，同比上升 19%，业务拓展速度较快，但尚处于初始阶段，规模较小，占总营收 5.2%。PPR 管道为零售端业务，精装房影响下销售承压，2017-2019 年营收同比增长 16.3%、18%、-6%。PE 管道为市政工程相关业务，2018 年起公司进行客户结构优化，增速放缓，2017-2019 年营收同比增长 23.8%、13%、2.8%。PVC 管道依托建筑工程业务向好实现较快增长，2017-2019 年营收同比增长 8.3%、15.1%、20.5%。

图 6：公司主营业务结构情况（亿元）



数据来源：Choice，西南证券整理

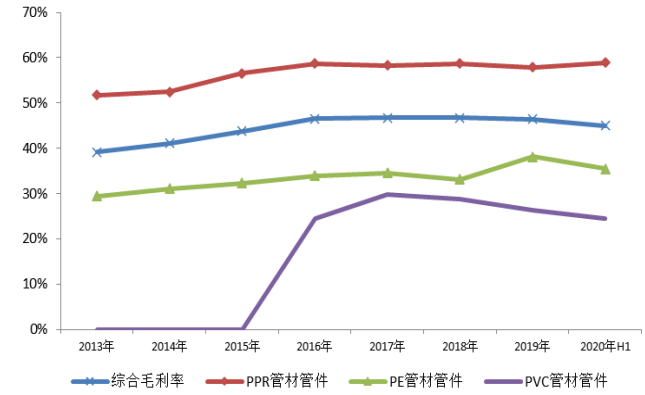
图 7：公司 2020 年上半年主营业务结构



数据来源：Choice，西南证券整理

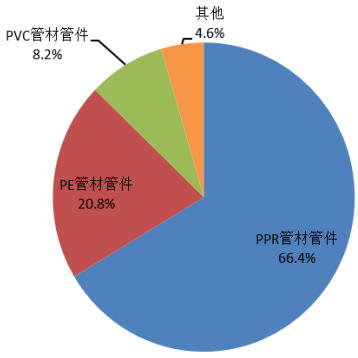
公司盈利能力：公司侧重零售业务，受益于品牌优势，盈利能力保持高位稳定，17-19 年毛利率分别为 46.7%、46.8%、46.4%。主导产品 PPR 定位高端，消费属性较强，17-19 年实现毛利率 58.3%、58.7%、57.9%，是带动综合毛利率提升的主要因素。公司期间费用控制良好，带动净利率及 ROE 水平业内领先，17-19 年净利率均在 21%左右。

图 8：公司主业毛利率情况（%）



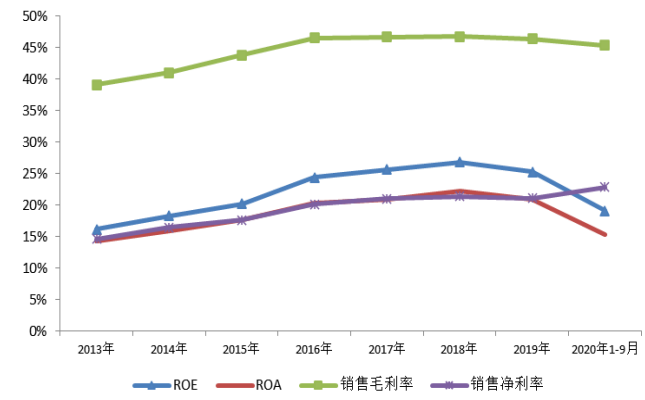
数据来源：Choice，西南证券整理

图 9：公司 2020 年上半年各业务毛利占比



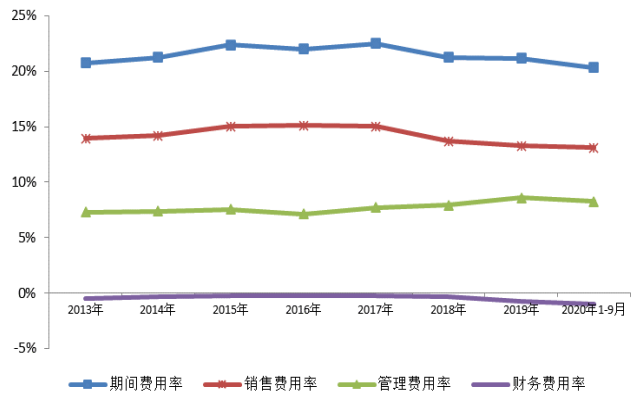
数据来源：Choice，西南证券整理

图 10：公司净利率、ROE、ROA 情况（%）



数据来源：Choice，西南证券整理

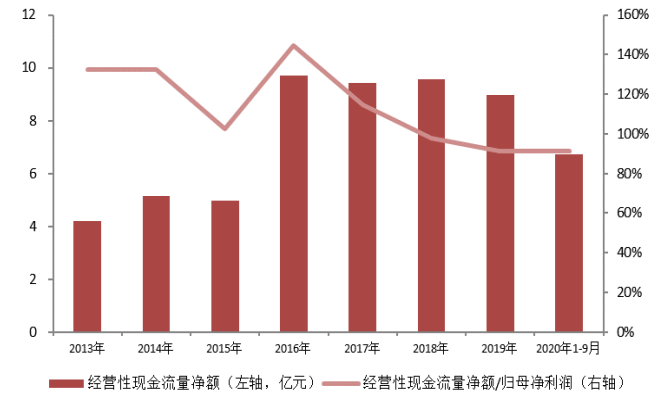
图 11：公司期间费用率情况（%）



数据来源：Choice，西南证券整理

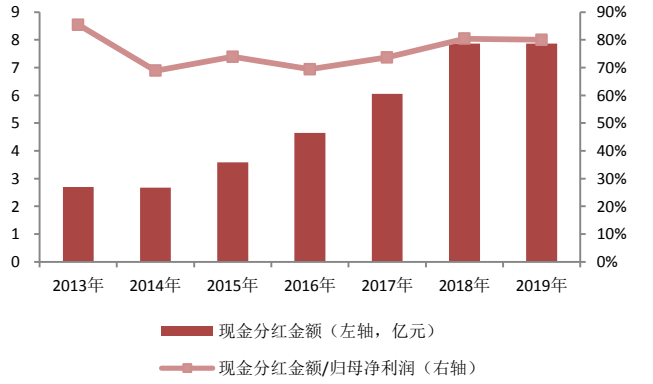
现金流和分红：公司经营稳健，现金流充沛。2019 年经营性现金流量净额 9 亿元，净利润现金含量维持在高位。同时，公司慷慨分红，2019 年现金分红总额 7.9 亿元，比率达 80%，对应目前股价的股息率为 4.3%，远超行业竞争对手及大部分 A 股上市公司。

图 12：经营性现金流量净额及净利润现金含量



数据来源：Choice，西南证券整理

图 13：现金分红额（含税）及分红比率



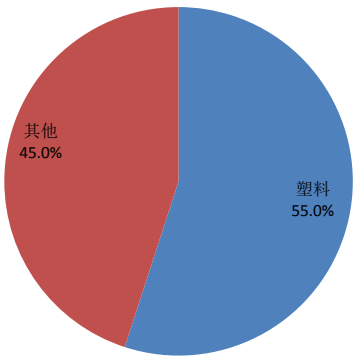
数据来源：Choice，西南证券整理

2 行业分析：千亿大市场，龙头市占率加速提升

2.1 产业结构升级，塑料管道持续渗透

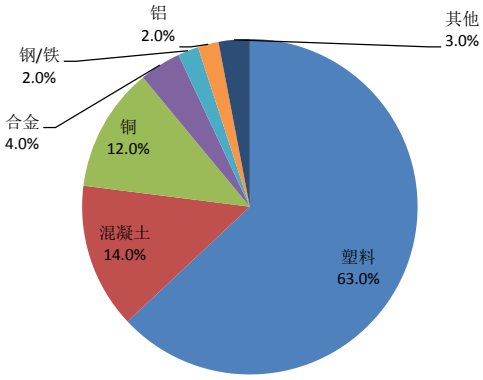
相比于钢铁管、水泥管等传统管材，塑料管道具有质量轻、便于安装运输、耐腐蚀及生产能耗较低等特点。对应市场渗透率也呈逐年上升态势，《中国塑料管道行业“十三五”期间(2016-2020)发展建议》**预期塑料管道在各类管道材料中占比将超过 55%**。英国塑料管道行业起步早，目前占比已达到 63%，类比之下我国渗透率仍有上升空间。

图 14：中国管道材料占比划分



数据来源：《中国塑料管道行业十三五发展建议》，西南证券整理

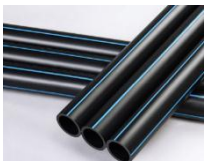
图 15：英国管道材料占比划分



数据来源：Polypipe，西南证券整理

塑料管道主流材质为 PVC、PE、PPR，三类产品各有特点，分别应用于不同细分产业。一般来说 PVC 管道应用于建筑给/排水、排污领域；PE 管道应用于市政领域，包括给/排水、燃气等；PPR 管道应用于家装冷热给水。

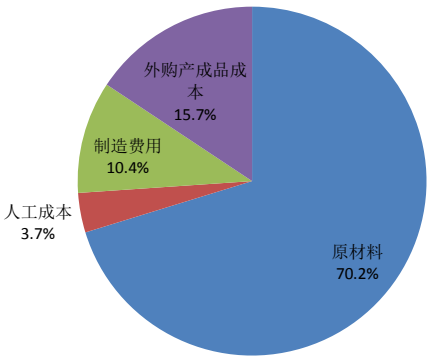
表 1：塑料管道产品分类及特点

产品分类	PVC	PE	PPR
产品特点	能够抵抗大部分腐蚀性液体，强度和硬度较高	**机械强度大，**使用寿命长，不易开裂，无毒，不腐蚀不结垢，明设易老化	抗室外光照及化学物质腐蚀老化，安全无毒，热熔性良好，安装方便
直径	口径以 400mm 以下为主	**口径以 400mm-1200mm 为主**	口径以 160mm 以下为主
密度	质轻	质轻，运输便捷	轻
耐候性	长时间暴晒容易裂解、脆化、老化	紫外线照射易老化降解，适于暗设，明设时易老化	防紫外线性能较好，明设暗设均可
安装工艺	粘结剂粘结、胶圈连结、法兰连结，对安装工艺要求较高	电容、热熔焊接，安装方便	电容、热熔焊接，安装方便
卫生性能	**低毒**	无毒	**无毒、卫生**
使用温度极限	－15℃~55℃	－60℃~60℃	**－10℃~95℃**
应用领域	市政排水、排污；工业及电力护套等	市政供水；排水排污；灌溉；腐蚀性化学品运输；电缆导管；低温地板辐射采暖；中央空调；燃气管道等	建筑内冷热水供应系统；建筑主力立管，中央空调管道；高温散热片采暖管道
产品图片			

数据来源：中国产业信息，西南证券整理

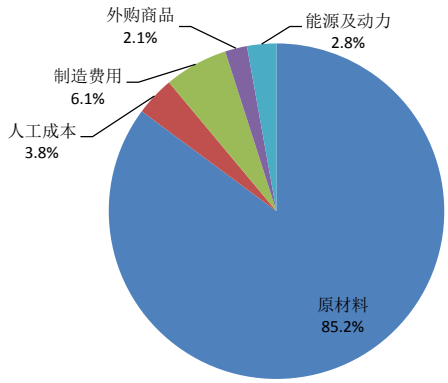
上游：塑料管道业务成本中，原材料约占 70-80%，直接人工约占 4%，制造费用（包含能源及动力）约占 10%，因此，**原材料价格是影响行业成本变动的关键因素。**

图 16：伟星新材 2019 年塑料管道业务成本构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

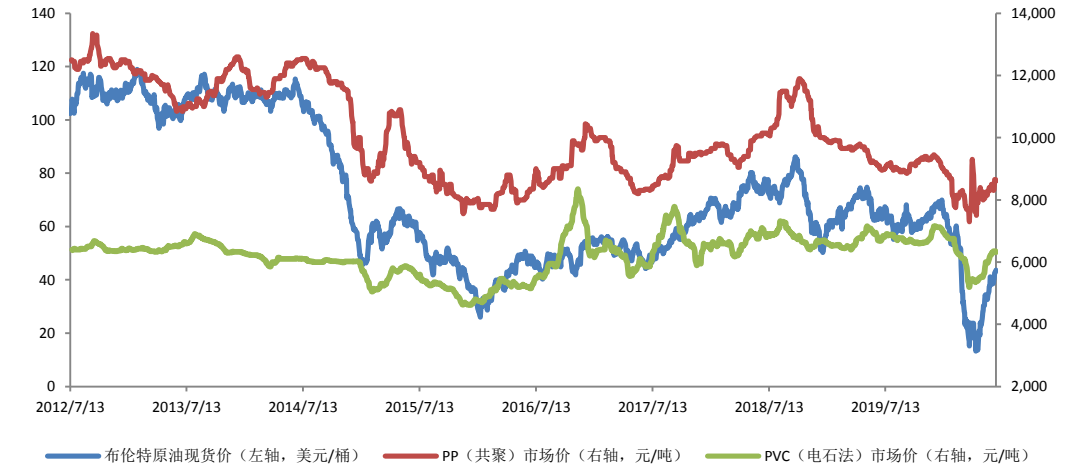
图 17：永高股份 2019 年塑料管道业务成本构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

管道原材料主要为合成树脂等石化下游产品，供应商为石油化工企业，树脂价格随油价波动变化较大。**C 端公司毛利率将受益于近期油价震荡下行引起的原材料成本下降。**

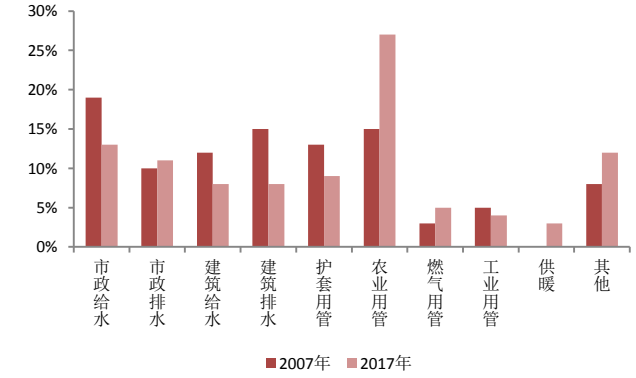
图 18：国际油价与 PP、PVC 市场价格变化情况



数据来源：Choice，西南证券整理

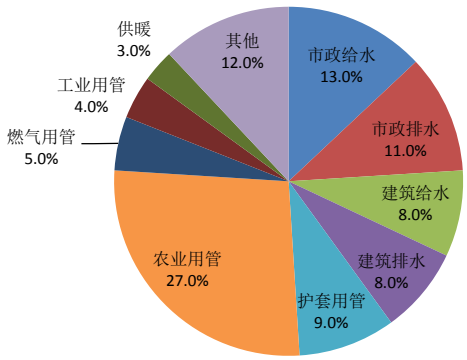
下游：塑料管道下游主要为建筑、市政、燃气、电力通信等行业。通过对比 2007 与 2017 年下游应用构成可以看出，市政用管保持主导地位的同时农业、燃气用管增长明显。17 年市政给/排水占比 24%、建筑给/排水占比 16%、农业用管占比 27%、燃气用管占比 5%。

图 19：2007 与 2017 塑料管道下游应用变化对比



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 20：2017 年塑料管道下游应用领域

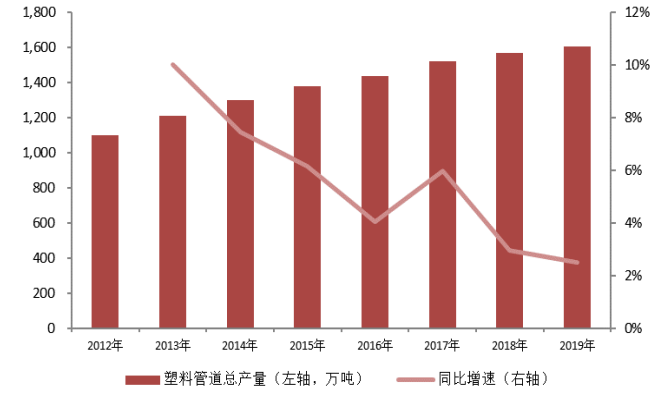


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

2.2 市场规模约 2000 亿元，行业需求稳中有增

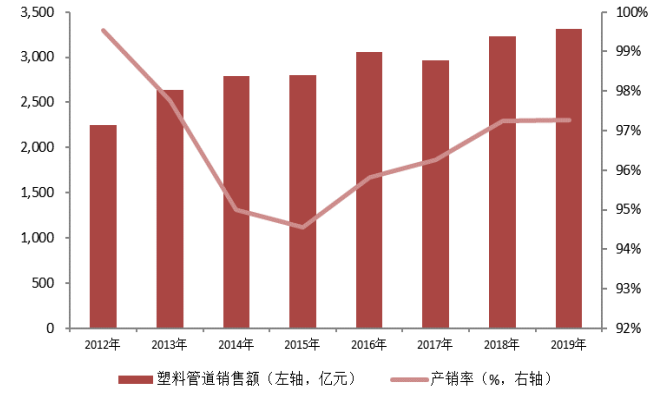
我国塑料管道行业在经历了产业化高速发展阶段后，逐步迈入调结构、提质量的过渡期，近年来产量增速有所放缓。2017-2019 年塑料管道产量约为 1522 万吨、1567 万吨、1606 万吨，同比增长 6%、3%、2.5%。同时，产销率于 2016 年出现反弹，行业去产能成效渐显，整体发展态势趋于稳定，预计未来五年保持平稳发展。按照管材平均售价 12250 元/吨估算，市场规模约为 2000 亿元。

图 21：国内塑料管道产量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：国内塑料管道销售情况及产销率



数据来源：中国产业信息，西南证券整理

根据图 20 塑料管道下游应用占比进行推算，**细分市场规模具体来看：**

市政领域：塑料管道在市政领域中主要用于给/排水及燃气输送，占塑料管道总量约 29%，用量约 464 万吨。以市政首选管材 PE 管道的平均单价估算，市政领域市场规模约 510 亿元。

建筑领域：塑料管道在建筑领域中的应用主要体现在 PPR 冷热给水和 PVC 排水排污，用量约 256 万吨，占塑料管道总量 16%。以 PPR 与 PVC 平均单价计算，建筑领域市场规模约 413 亿元。

集采与零售：建筑领域中包含地产集采与零售，难以细拆，因此通过需求端倒推的方法粗略估算。已知万科房企集采中塑料管道规模约 17 亿元，其开发面积市占率约为 2%，万科精装率为 100%，全行业平均精装率 30%，则推算下来行业集采规模约 255 亿元，零售市场（含新房及存量房）规模约 158 亿元。

表 2：塑料管道细分市场规模估算

	市政领域	建筑领域
涉及项目	市政给水、市政排水、燃气	建筑给水、建筑排水
占比	29%	16%
用量（万吨）	464	256
所需管材	PE	PPR、PVC
平均单价（元/吨）	11000	16150
市场规模（亿元）	510	413

数据来源：卓创资讯，西南证券

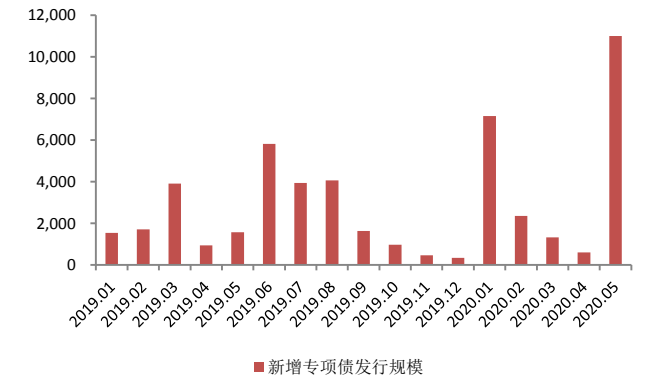
2.3 市政与建筑提供中短期增量，存量房支撑长期市场需求

（1）市政基建用管材中短期高速增长，确定性强

为提振经济，2020 年市政基建投资加速，全年增速有望达到 11%以上。2020 年基建投资主要依靠专项债展开，《政府工作报告》明确“拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元”，

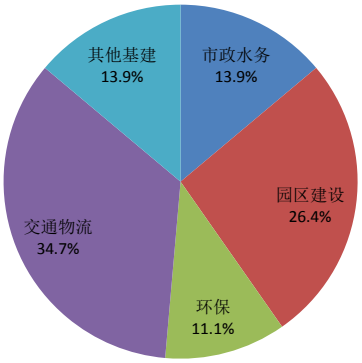
上半年发行量已超 2.2 万亿元，规模同比增长 130%。其中约 72%用于基建投资，对应规模 1.58 万亿元。中短期管材需求有望随着基建发力而大幅增长。

图 23：新增专项债发行额（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：基建投资包含项目及占比



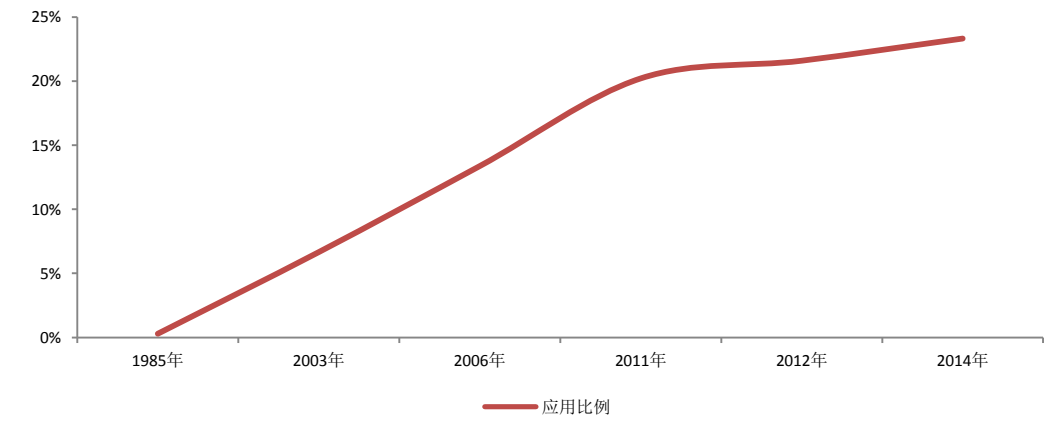
数据来源：中国产业信息，西南证券整理

长期来看，塑料管道作为基础建材，具有环保低碳的属性，符合国家政策导向，“以塑代钢”将是长期趋势。未来老旧小区改造、“煤改气”、海绵城市建设、市政管网建设等相关政策不断推进落实，有望为塑料管道行业发展带来新的需求增量。具体来看：

老旧小区改造：2020 年 4 月的国务院政策例行吹风会上，住建部提出加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生、扩内需。2020 年各地计划改造老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，较去年增加一倍。截止 2020 年 5 月底，有 22 个省份公布了 2020 年老旧小区改造的计划。改造中涉及塑料管道的部分涵盖给排水设施、电气设施、燃气设施、海绵化改造等项目。

本次老旧小区改造主要针对 2000 年以前建造的小区，根据中国塑协统计，2003 年塑料管道在供水领域中占比仅为 6.6%，其余大部分为金属水管，易出现锈蚀、老化等问题影响水质，亟需更换。2014 年塑料管道在供水领域渗透率提升至 23.3%，替换空间显著。

图 25：1985-2014 年塑料管道在供水领域的应用比例（%）



数据来源：中国塑协，西南证券整理

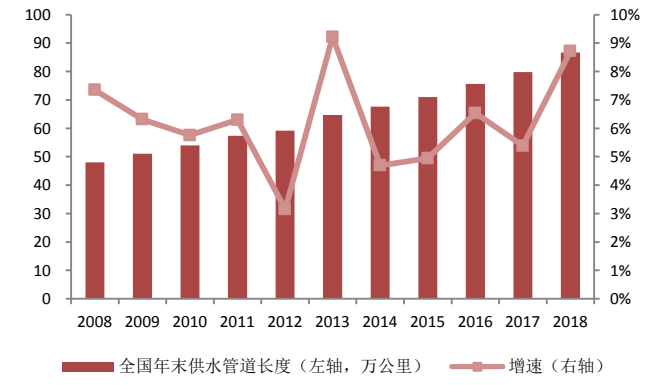
表 3：2020 年部分“旧改”计划摘要

省份	改造小区规模	改造内容
北京市	年内开工老旧小区综合整治项目 80 个，完成 50 个老旧小区综合整治项目，完成固定资产投资 12.8 亿元	“菜单式”改造模式，基础类是必须改造内容，自选类是在已实施基础类改造的前提下，根据业主意愿确定的改造内容，例如加装电梯、补建停车设施、配建服务设施等
安徽省	改造城镇老旧小区 871 个，房屋总建筑面积 2448.11 万平方米，涉及住户 25.9 万户	**基本型：**优先补齐小区功能短板，拆除违建，解决供水、排水、供气、供电、道路、通信(含光纤入户)、停车等需求的； **完善型：**实施加装电梯、房屋维修改造、配套停车场及充电桩、活动设施、物业服务、智慧安防设施等； **提升型：**改善公共服务和公共环境，包括增设社区养老、托幼、医疗、家政、体育设施、智能信包(快件)箱等便民设施等
重庆市	启动实施 1700 个、3000 万平方米城市老旧小区改造项目	**综合改造：**综合利用修缮改造、设施改造、功能改造、综合整治等方式实施老旧小区的有机更新，包括小区内基础设施更新改造、小区内配套服务设施建设改造、小区内房屋公共区域修缮改造、小区关联基础设施改造提升、统筹完善社区基本公共服务 **管理提升：**采取物业服务企业、居民自治、社区物业服务中心等方式规范物业管理，主要包括明确老旧小区物业管理方式，管理服务事项、标识标牌设置
湖南省	开工改造 1000 个城镇老旧小区	基础类：与小区关联的道路和公共交通、通信、供电、供排水、供气、供热、停车库（场）、污水与垃圾处理等基础设施的改造提升，小区内房屋公共区域修缮、建筑节能改造； 完善类：包括小区内道路、供排水、供电、供气、供热、垃圾分类处理设施、公共厕所、园林绿化、照明、围墙等基础设施的更新改造，有条件的居住建筑加装电梯等； **提升类：**改善小区内养老托幼、无障碍设施、邻里中心综合体、便民市场等服务设施

数据来源：中国政府网、地方政府网、新华网、澎湃、新浪、人民网，西南证券整理

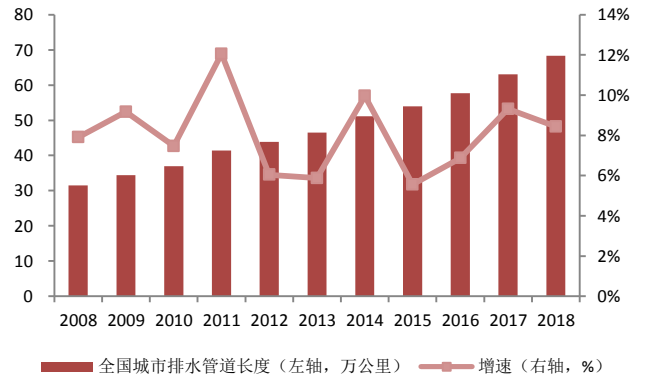
市政管网建设：涉水产品是塑料管道的主要应用领域，其中以市政给排水管道为主。根据《全国城市市政基础设施规划建设“十三五”规划》，十三五期间国内将新建供水管网共计 9.30 万公里；更新改造受损、失修供水管网共计 8.08 万公里；新建污水管网 9.5 万公里；建设城市雨水管道 11.24 万公里。海绵城市建设和“地下综合管廊”建设是解决城市内涝，实现雨污分流、污水治理的必然之路，预计十四五期间，新增管网建设及更新需求有增无减。

图 26：全国城市供水管道长度及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 27：全国年末排水管道长度及增速

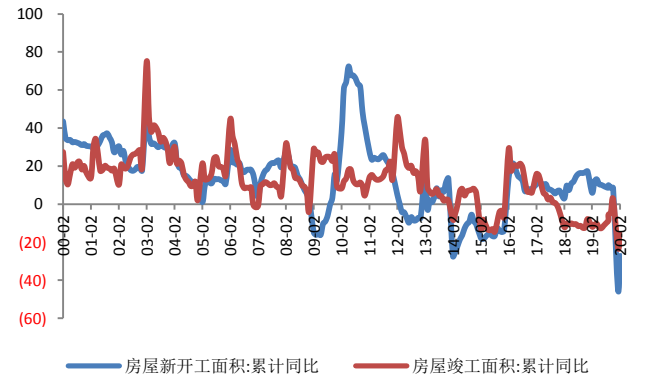


数据来源：国家统计局，西南证券整理

（2）竣工回暖提供中短期弹性，庞大存量房市场支撑长期市场空间

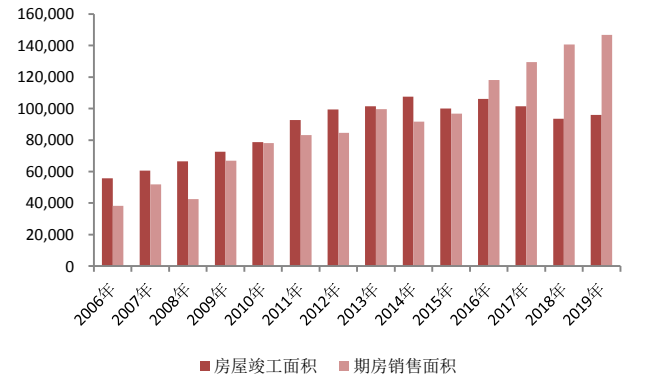
受宏观紧信用影响，2016-2019H1 期间的房屋新开工和竣工剪刀差持续扩大，19 年 10-12 月竣工单月增速分别为 19.2%、1.8%和 20.2%，向上拐点确认。同时，预售—竣工—交房存在合同强约束，16 年以来预售和竣工面积差额扩大至 17.7 亿平，差额的修复将推动竣工进程明显加快，预计修复将持续 2-3 年。**塑料管道作为竣工后周期品种，景气度有望随之回升。**

图 28：房屋新开工月累计增速和竣工月累计增速（%）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

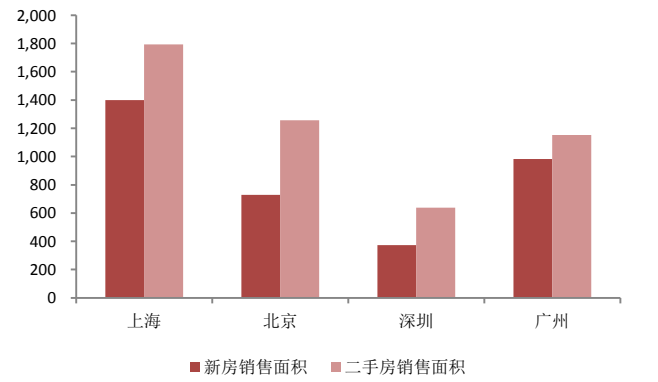
图 29：房屋预售面积与竣工面积（万平方米）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

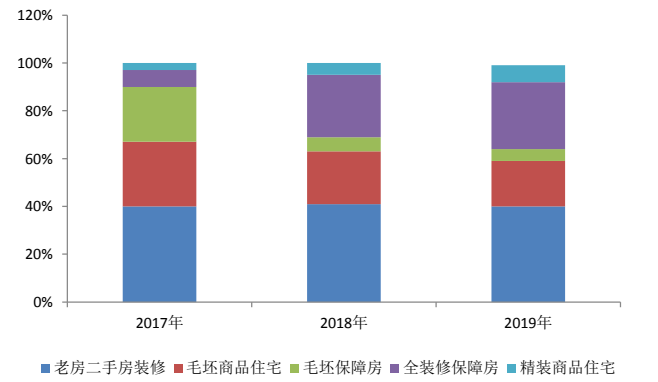
从更长期的维度看，中国城镇住宅存量约 276 亿平方米，为新开工面积的 13 倍、竣工面积的 30 倍、商品房出售面积的 16 倍。且北上广深等一线城市二手房销售面积已全面超过新房成交量。**随着存量房面积的不断扩张和二手房成交量的扩大，针对管线设计、水管材料及水管内壁水垢问题等的维修和翻新需求将长期保障管材市场空间广阔。**

图 30：2019 年一线城市房屋成交量对比（单位：万平方米）



数据来源：Choice，西南证券整理

图 31：中国住宅装修市场住宅供给规模结构及变化



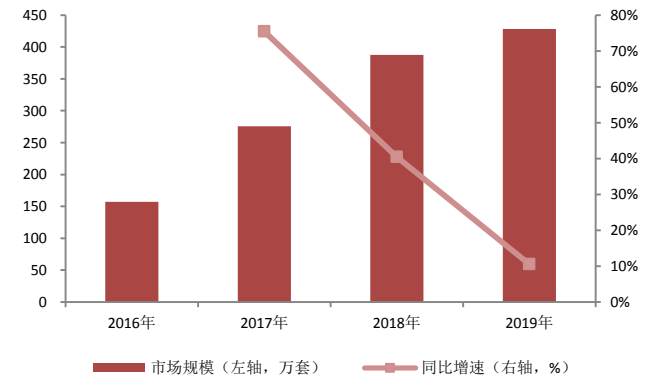
数据来源：奥维云网，西南证券整理

（3）精装趋势带来渠道变革，新建住宅主赛道切换至 B 端，长期仍将回归 C 端。

精装房因可大幅减少建筑垃圾而得到政府大力倡导，因省时省事而受新一代消费者青睐，因创造额外利润而受房地产企业追捧，精装化已成为长期必然趋势，2019 年末我国精装率约 32%，对标发达国家，长期向着 80%迈进。随着精装率的快速提升，毛坯装修市场

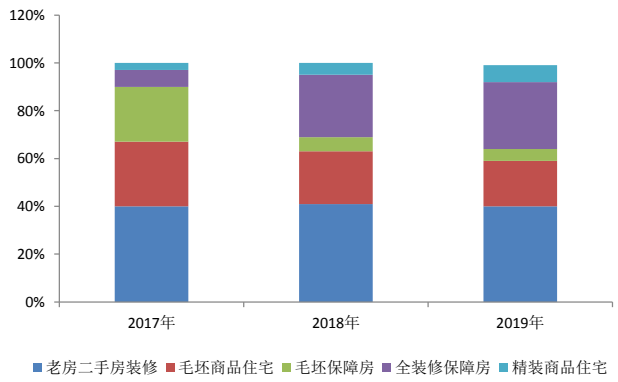
必然受到挤占，B 端增速将显著高于 C 端，成为新建住宅领域主赛道。而在彻底进入存量房时代后，以家装公司、水电工、个人购买为主的 C 端零售市场将强势反弹。

图 32：精装房市场规模及增速



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 33：中国住宅装修市场住宅供给规模结构及变化



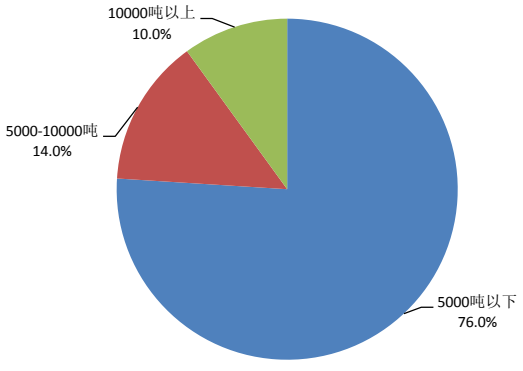
数据来源：奥维云网，西南证券整理

综上所述，塑料管道行业是 2000 亿元的大市场，受市政基建加速、竣工回暖等影响中短期需求向上。长期来看存量房维修翻新为市场提供强支撑。此外，当前受精装房趋势影响，B 端成为行业主赛道，但未来随着存量房时代的来临，C 端将王者归来。

2.4 行业集中度持续上行，龙头份额稳步攀升

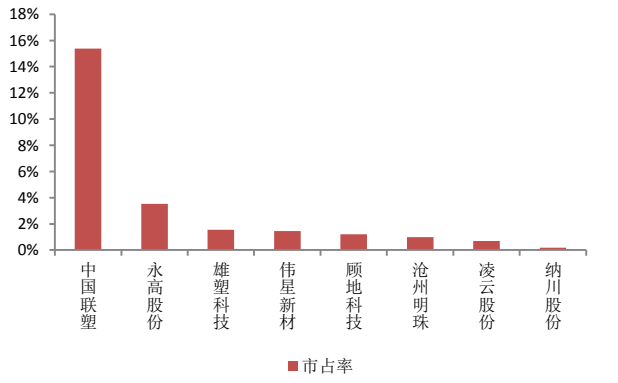
塑料管道行业参与者众多，主要系塑管生产工艺相对简单，技术及资金壁垒较低。目前国内规模较大的生产企业在 3000 家以上，年生产能力超 3000 万吨，其中年产能超过 1 万吨的企业约 300 家，年产能超过 10 万吨的企业有 20 家以上。一线企业包括中国联塑、永高股份、伟星新材等，产能分别为 278、60 和 30 万吨，市占率分别为 15.4%、3.5%和 1.4%。

图 34：我国塑料管道企业产能分布情况



数据来源：永高可转债募集说明书，西南证券整理

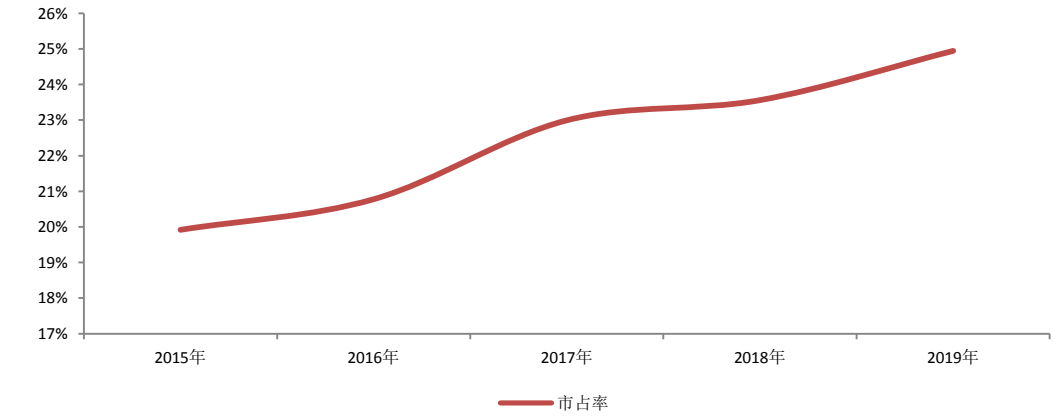
图 35：2019 年主要企业销量市占率（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

塑料管道市场处于集中度上行通道中，提升空间充足。国内塑料管道前八家上市公司总市场份额由 2015 年的 19.9%上升至 2019 年的 24.9%。而英国在 2018 年 CR8 合计就已达到 78%，相比之下我国塑料管道行业格局仍存在充足的优化空间。

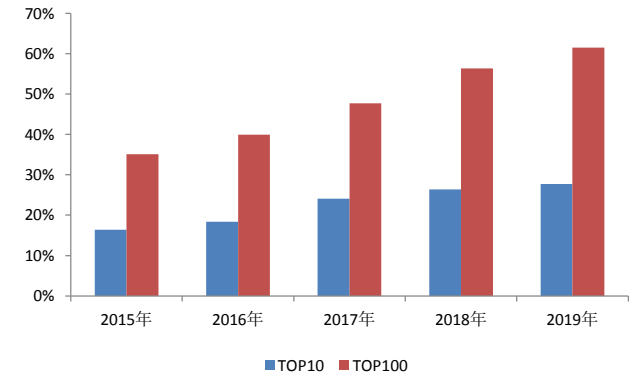
图 36：2015-2019 年前八家主要上市企业销量市占率合计（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

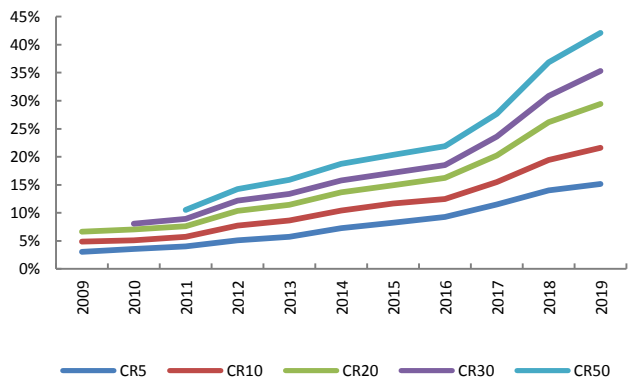
受下游地产集中和集采趋势的影响，未来塑管龙头市占率将稳步提升。2019 年前十和前百强房企销售额占比分别为 27.7%和 61.5%，同比提升 1.3 和 5.2 个百分点。同时，地产商集采首重品牌知名度、产品性价比以及全国供货能力等因素，中小型管材企业很难进入集采名单。头部公司享受竣工改善、精装房趋势、地产集采和集中度提升带来的行业增量，将持续获得显著高于行业增速的成长能力，助力塑料管道行业加速出清，格局不断优化。

图 37：2015-2019 年房地产集中度（按销售额占比）



数据来源：中国指数研究院，西南证券整理

图 38：房地产销售面积集中度快速提升



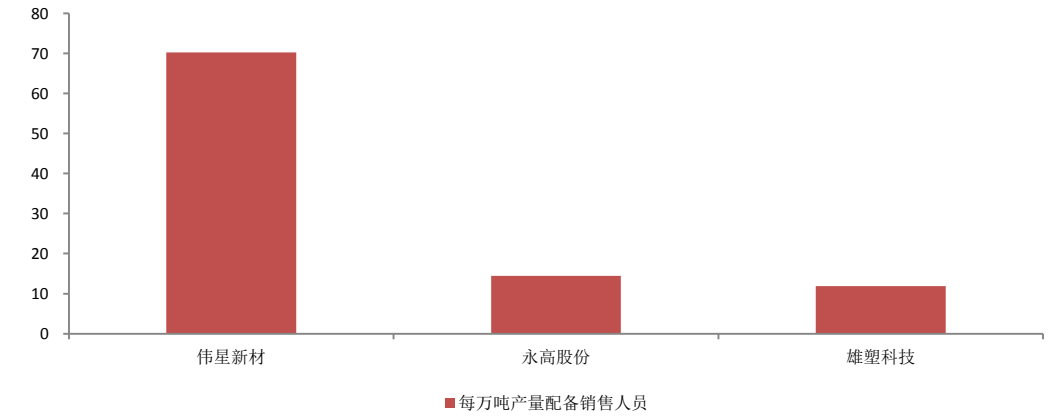
数据来源：Wind，西南证券整理

3 公司分析：零售业务护城河深筑，工程业务蓄势待发

3.1 零售端扁平化渠道叠加“星管家”服务，构筑核心壁垒

公司零售业务领先行业，核心产品 PPR 管道市占率达 8%。公司自 2004 年起布局零售渠道建设，截止 2019 年已在全国设立 30 多家销售分公司，拥有 1600 多名专业营销人员，营销网点 2.7 万个，遍布全国各地。2019 年伟星每万吨产量配备营销人员 70 人，约为行业内其他头部公司的 5-6 倍，销售团队的完善程度远超竞争对手。公司能够立足于零售业务，核心竞争力体现在**扁平化渠道建设**与**“星管家”服务**上。

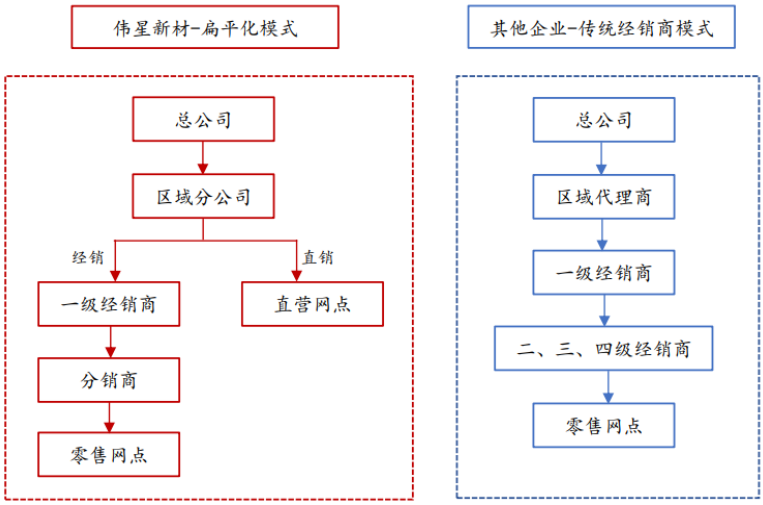
图 39：单位产量销售人员配置（万吨/人）



数据来源：公司公告，西南证券整理

扁平化渠道经销模式：公司在“乡镇”至“地级市”之间的不同区域设立经销商的同时，建立了只有公司和零售商两个层次的经销模式，有效减少了销售的中间环节，加强公司对市场的把控力以及渠道的执行力。相较于其他公司多层级的经销模式，伟星的两级经销商体系叠加产品高定价保障了经销商高于同行的毛利率水平，从而有助于增加经销商粘性，厂家和经销商合作共赢的成效不断显现。

图 40：伟星扁平化销售模式与一般模式对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司零售端三条通道为家装公司、水工工长、业主，其中与水工工长的合作是行业盲点。一二线城市中家装公司占比较大，约 50%。三四线城市则以水工工长、业主为主，且水工工长占比随市县层级下沉而逐渐上升，最高可达 80%。管道安装需要使用电热熔焊机焊接，施工专业性强，水工工长掌握安装的核心技术，他们对业主的推荐是销售渠道中的重要环节，但这一点长期被多数塑料管道厂商所忽视。伟星通过与水工工长的合作快速打开 C 端市场，合作方式包括公司面向水工开展执业技能培训，帮助其考取水工执业证书，提高技艺和工价。与此同时，获益的工长向业主推荐伟星管道。这一合作提高了行业内技术水平与品牌意识，实现公司、工长、业主三方共赢的良性循环。

“星管家”服务：2012 年，公司率先推出免费增值服务“星管家”，消费者在伟星管门店/装修公司购买全套伟星管并安装完毕后，凭服务证可免费预约“星管家”上门验收服务，其内容包括“三免一告知”，即免费鉴别真伪、免费水压测试、免费拍摄数码管路图及告知安全注意事项，开具质保卡，提供管道质量与焊接的双重保障。鉴于家庭水管系统隐蔽性强且犯错成本高，一百平米的房屋安装一套 PPR 冷热水管约需 1000-2000 元，在总体家装费用中占比低，然而一旦买到低劣产品，后续因漏水等问题导致的维修或重装成本可能远超管道本身价值，因此 C 端消费者倾向于选择质量与服务更好的高端品牌。**“星管家”的优势在于完善售后服务，使隐蔽水系统透明化，从而消除业主的后顾之忧。**

图 41：星管家服务内容



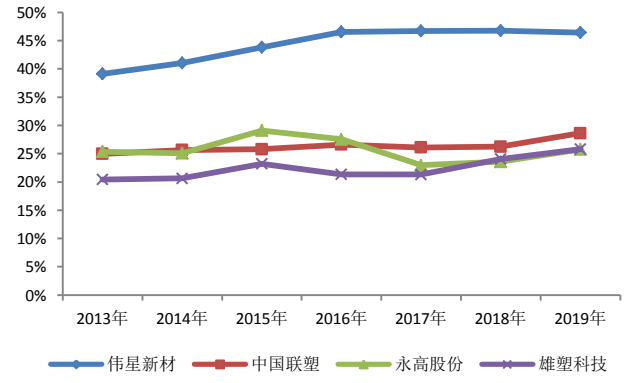
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.1.1 核心壁垒带来显著竞争优势

扁平化渠道及“星管家”服务共同筑起 C 端的渠道与品牌壁垒，帮助公司更好地维系和拓展终端客户，形成核心竞争力，具体体现在盈利能力、资产质量及品类扩展能力方面。

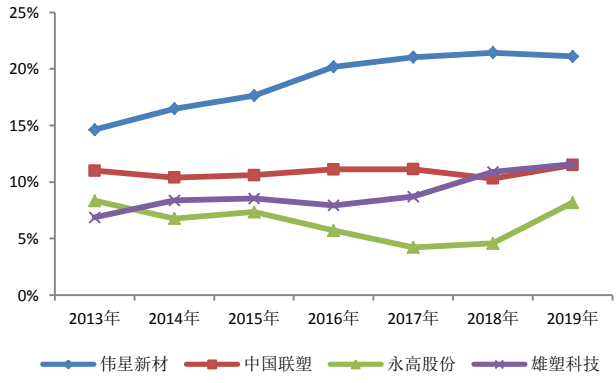
侧重零售端的公司策略奠定了其盈利能力优势。2019 年伟星毛利率 46.43%，超过其他头部厂商 15-20 个百分点；净利率 21.11%，高出同行 10-13 个百分点。零售端主要产品为 PPR 管材管件，伟星产品定位高端，搭配“星管家”服务与品牌营销，2019 年毛利率 57.87%，高出其他头部厂商 15-25 个百分点。16-18 年由于原材料 PP 价格上行，永高与雄塑 PPR 产品毛利率下降 4-7 个百分点，而伟星 PPR 产品毛利率基本持平，有效抵御了原材料价格波动风险，主要系 C 端消费者价格敏感性较低且重视产品质量，从而赋予伟星定价权和品牌溢价。

图 42：管材上市公司毛利率对比（%）



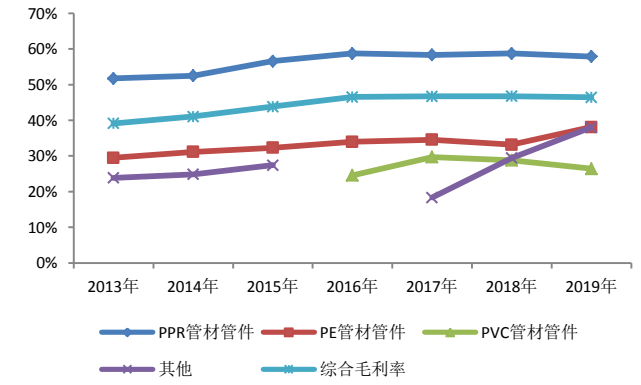
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：管材上市公司净利率对比（%）



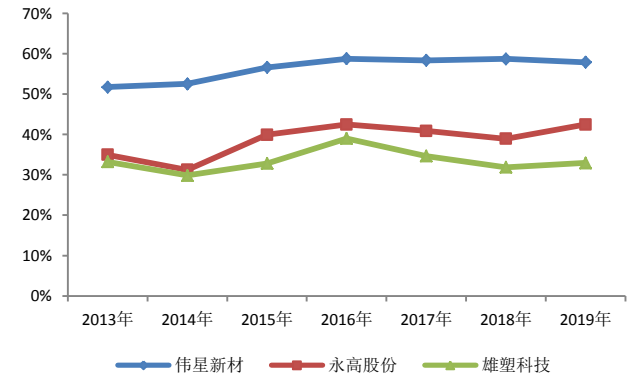
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：伟星新材各产品毛利率对比（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

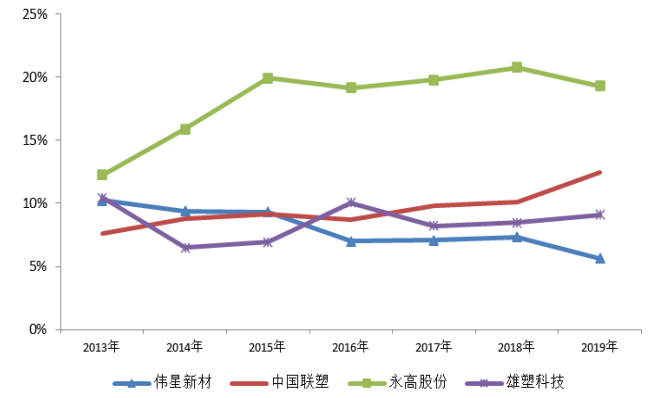
图 45：管材上市公司 PPR 产品毛利率对比（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

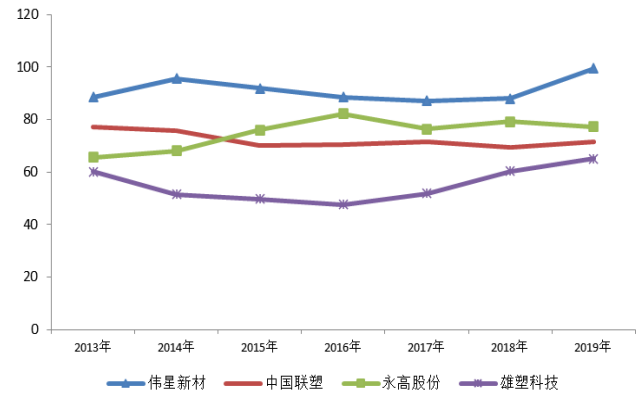
伟星零售端现款现销，资产质量优异。2019 年公司应收账款 2.64 亿元，占总营收比例 5.7%，同比下降 1.7 个百分点。表明公司并未因收入增速减缓而放松回款政策。由于伟星的经销业务占比属于行业内最高水平，且 80%的建筑工程业务也采用经销模式，其余采用直销模式的建筑工程业务中主要合作的地产商回款条件相对较好，因此伟星的应收账款占总营收比重远低于业内其他头部厂商，如联塑和永高，对应应收账款占比分别为 12.4%、19.3%。近三年伟星应收账款周转天数约为 24 天，资金回笼速度优于行业。

图 46：应收账款占总营收比例（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：应收账款周转天数对比（天）



数据来源：公司公告，西南证券整理

充分利用渠道优势，实现品类扩张。伟星依托扁平化渠道、品牌、服务等核心优势，大力推进“同心圆”战略，提升户均额。该战略实质上为家装隐形产品的横向拓展，通过共享的零售渠道与客户群体推广净水、防水，地暖管道，电力套管等业务。已知 100 平米的房屋安装 PPR 管道价格在 1000-2000 元，如能实现伟星产品全屋定制，户均额可达到万元以上。

图 48：“同心圆”扩展战略



数据来源：公司官网，西南证券整理

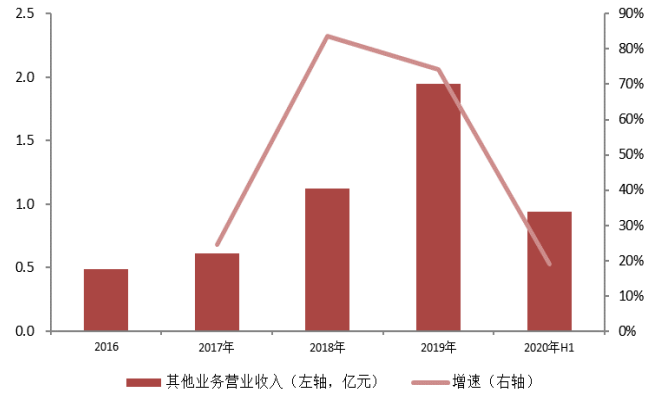
图 49：伟星旗下防水、净水产品



数据来源：彭博新能源财经，西南证券整理

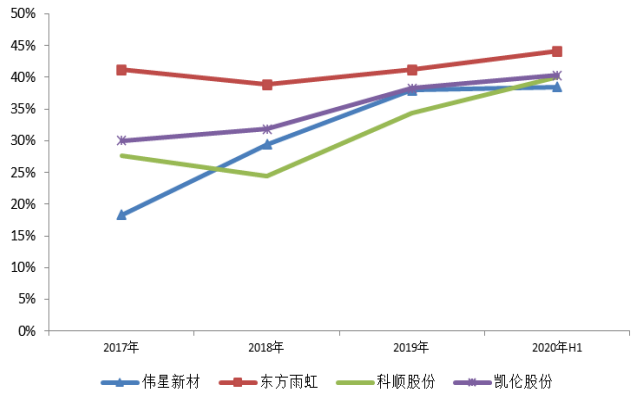
防水、净水业务是同心圆战略中的重点培育领域，2017-2020 上半年营收分别为 0.6、1.1、2 及 0.9 亿元，增速分别为 24.5%、83.6%、74.1%和 19%，增长势头迅猛。防水与管道行业具有一定相似性，目前以东方雨虹为首的主要防水企业侧重发展 B 端工程业务，而伟星防水业务定位家装零售。且伟星防水产品处于市场扩张阶段，毛利率相对于龙头水平较低但上升趋势明显，**防水产品有望复制 PPR 管道在 C 端的成功路径，增强公司整体竞争实力。**

图 50：伟星培育业务发展情况



数据来源：Choice，西南证券整理

图 51：伟星与防水企业防水涂料产品毛利率对比（%）

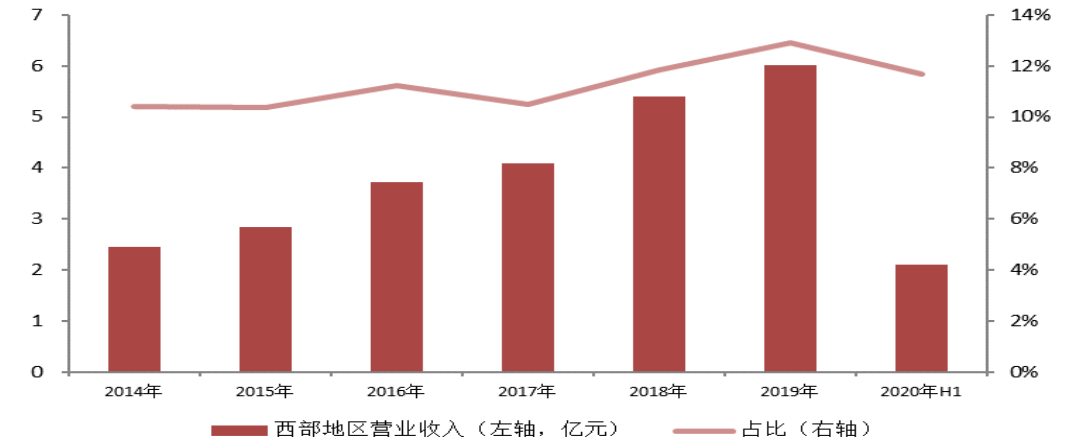


数据来源：Choice，西南证券整理

3.1.2 挖潜存量市场，市占率提升可期

公司在零售端业务上加大薄弱、空白市场的拓展力度，挖潜存量市场空间，提升市占率，为后期进入存量房时代夯实基础。随着一、二线城市建设的不断完善，塑料管道产能逐渐向中西部分流。2017-2019 年公司西部地区营收分别为 4.1 亿元、5.4 亿元、6 亿元，分别占总营收 10.5%、11.8%、12.9%，实现较快增长。2019 年伟星西安工业园生产基地建成，一期设计产能达 1.5 万吨，较之前提升 10%，主要生产 PPR、PE 管材管件。2019 年公司核心产品 PPR 市占率为 8%，**新工业园区实现中西部管道半径覆盖，将进一步填补空白市场，提升市占率。**

图 52：公司西部地区营业收入及占比

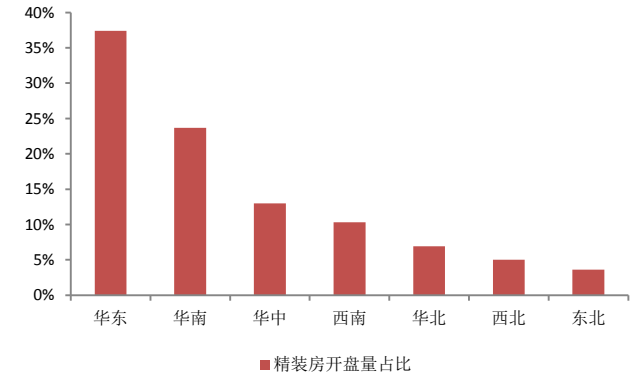


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 地产端战略地位抬升，业务增势强劲

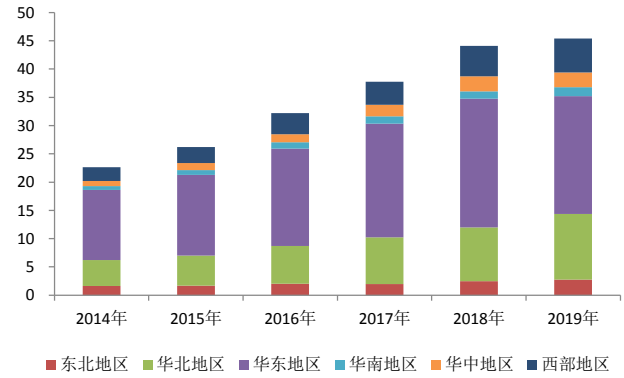
2019 年精装房开盘项目数量 1647 个，同比增长 22.3%，华东与华南分别占比 37.4%、23.7%，共占据全国六成市场。而华东地区是伟星的核心市场，2017-2019 年贡献营收分别为 20.15 亿元、22.75 亿元和 20.82 亿元，分别占总营收 51.6%、49.8%、44.6%，2019 年华东营收下滑主要由精装房挤占毛坯市场所致。

图 53：2019 年全国精装房开盘项目数量占比结构



数据来源：奥维云网，西南证券整理

图 54：伟星营业收入按地区分类（亿元）

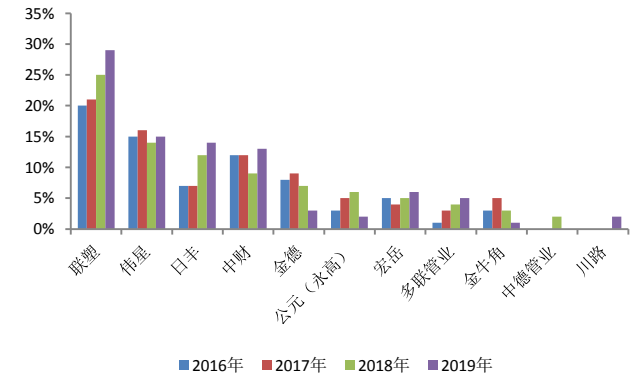


数据来源：公司公告，西南证券整理

2019 年以来，公司积极应对下游渠道结构的转变，实施零售、工程双轮驱动策略，提高工程业务战略地位。伟星在地产业口碑良好，连续多年在供应商品牌首选榜单中排名靠前，2019 年 500 强地产首选率为 15%。PVC 管道 2017-2019 年营收分别为 4.8 亿元、5.6 亿元和 6.7 亿元，增速分别为 8.3%、15.1%、20.5%，建筑端已经逐步发力。随着 B 端业务战略地位的进一步提升，未来业绩有望进一步释放。

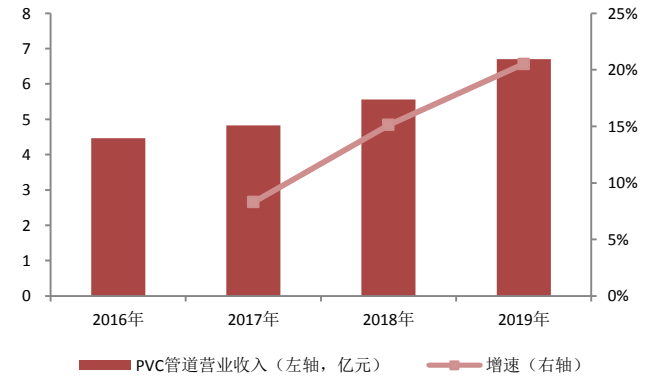
此外，公司在建筑工程业务上对项目优中选优，定位中高端客户，一定程度上保证了产品利润率；同时，项目 80%由经销商落地实施，账期控制在 2 个月左右，回款有保障。**B 端业务的快速增长不会导致经营质量下降。**

图 55：地产五百强开发商供应商品牌首选率（管材管件类）



数据来源：优采，西南证券整理

图 56：PVC 管道业务收入及增速

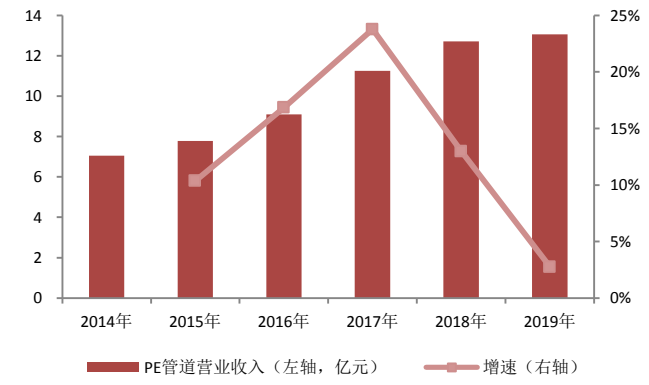


数据来源：Choice，西南证券整理

3.3 市政端结构优化，经营质量大幅改善

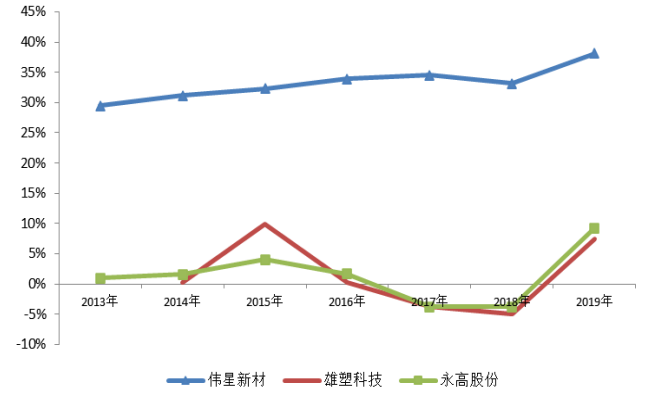
公司市政工程产品主要为 **PE 管材管件**，涉及给排水、燃气、热力等方面。2017-2019 年 PE 管道营收分别为 11.3 亿元、12.7 亿元、13 亿元，同比上升 23.8%、13%、2.8%。2018 年起增速放缓主要是因为公司正在进行客户结构调整，优选项目和客户，重点开发大型、长期可持续发展客户。收入增速短期内下降但经营质量显著好转，2019 年毛利率 38.1%，同比增长 5 个百分点，明显领先于业内其他头部厂商。

图 57：PE 管材业务收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 58：管材上市公司 PE 产品毛利率对比（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司将零售端“产品+服务”的理念应用于市政工程业务，为核心客户提供配套专业服务，形成竞争优势。市政工程建设中，管道铺设属于隐蔽工程，施工难度大，若出现质量问题，后续维修成本高。公司通过配套服务提高项目质量与效率，从而在市政端积累了良好的口碑与客户关系，并参与到诸多标志性工程如杭州亚运会、北京大兴国际机场等的建设中。受益于煤改气，海绵城市建设，老旧小区改造等重大基建项目的稳步推进，未来 PE 管道业务预计也将稳定增长。

表 4：伟星市政工程案例

项目	产品	应用	地点
2022 年杭州亚运会	PE	给水	杭州
北京大兴国际机场	HDPE	地源热泵	北京
港珠澳大桥	HDPE	给水	香港
香港海洋馆	HDPE	CWS（循环水系统）	香港
世博轴	PPR、PE	给水	上海
奥林匹克森林公园	PE	地源热泵	北京
水立方	PE	给水、排水 S	北京
鸟巢	PE	给水、同层排水、虹吸排水 S	北京
中国馆	PE	给水 S	上海

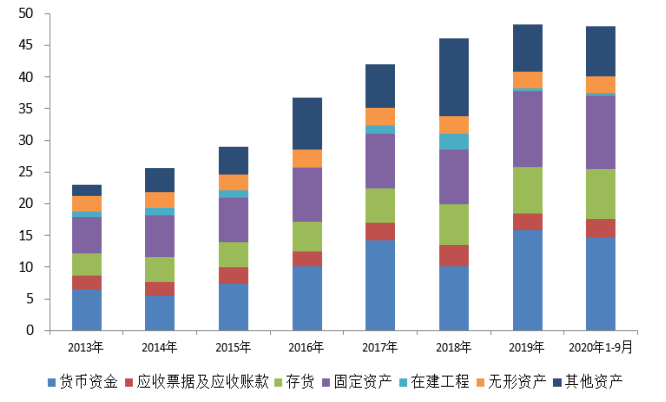
数据来源：公司官网，西南证券整理

综合来看，公司品牌、渠道、服务等核心优势突出，PPR 产品在零售端有望持续渗透，市场份额不断扩大；工程端战略地位抬高，地产用管材业务蓄势待发，将成为公司未来 2-3 年快速增长点，叠加“同心圆”战略拓展业务，公司长期空间较大，兼具价值和成长属性。

4 财务分析：高质量经营，现金流稳健

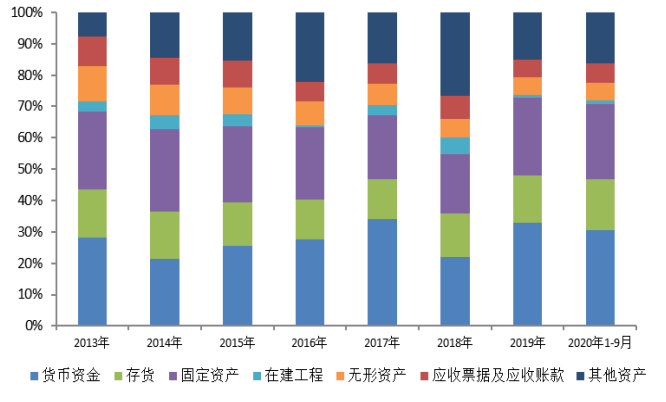
资产质量分析：2019 年公司总资产规模 48.3 亿元，同比增长 4.6%，其中流动资产 30.9 亿元，占比 64.1%；非流动资产 17.3 亿元，占比 35.9%。资产进一步拆分来看，货币资金 15.9 亿元，占总资产比重 33%；应收账款及票据 3.4 亿元，占比 7.1%；存货 7.3 亿元，占比 15.1%；固定资产 12 亿元，占比 24.8%。公司各项资产比重较稳定，其中货币资金与固定资产比重最大，资产质量良好，优于行业平均水平。2019 年固定资产占比上升，原因为临海大洋工业园、西安工业园项目完工，由在建工程转为固定资产。

图 59：公司资产增长和构成情况（亿元）



数据来源：北极星风力发电，西南证券整理

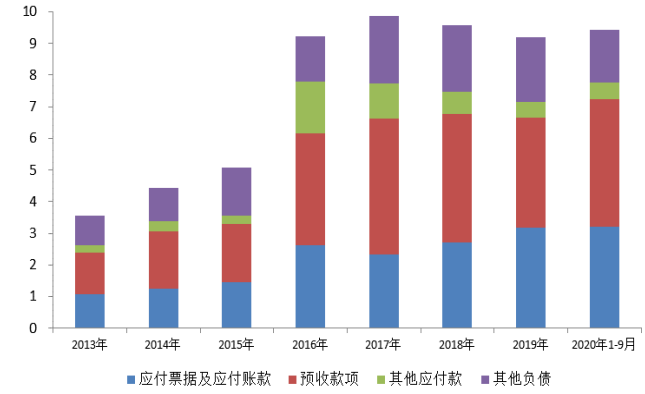
图 60：公司主要资产占比情况（%）



数据来源：公司官网，西南证券整理

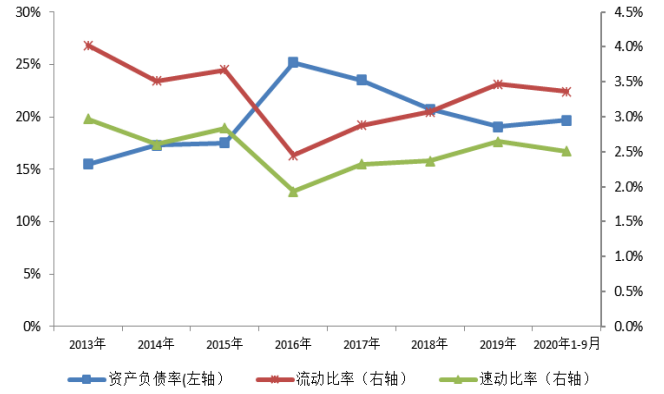
负债结构和偿债能力分析：公司 2017-2019 年资产负债率分别为 23.5%、20.7%、19.1%，负债率显著低于行业水平。2019 年负债规模为 9.2 亿元，其中应付票据及账款 3.19 亿元，占总负债的 34.7%；预收款项 3.5 亿元，占比 37.8%，有息负债为 0，不存在偿债风险。

图 61：公司负债情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

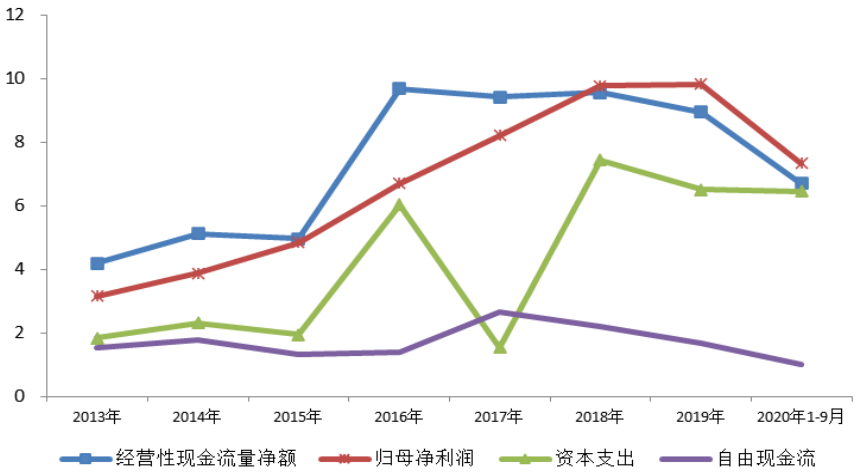
图 62：公司资产负债率、速动比率和流动比率（%）



数据来源：公司公告，西南证券整理

现金流分析：2017-2019 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 9.42、9.57 和 8.95 亿元，现金流基本稳定。资本支出方面，公司遵循“以销定产”策略，产能本身具备一定弹性，2017-2019 年资本开支分别为 2.65 亿元、2.21 亿元、1.69 亿元，自由现金流充沛。

图 63：公司现金流情况（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：零售端，预计未来 PPR 管道销量逐渐恢复，2020-2022 年同比增长 3%、8%、8%。受益 2020 年 4 月油价大幅下跌，原材料成本降低，预计 2020-2022 年毛利率 59%。

假设 2：2020 年市政基建加速，公司已完成市政客户结构优化，能够保持长期稳定合作，假设 2020-2022 年 PE 管道销售增速 10%，毛利率 38%。

假设 3：受益于同心圆业务对 PVC 管道销售的带动以及建筑工程业务的回暖，预计未来三年 PVC 管道产销增速均为 25%。假设公司以低成本优势对 B 端客户让利占据更多市场，毛利率有小幅下降，预计 2020-2022 年为 28%、27%、26%。

假设 4：防水、净水等新业务依托现有渠道及品牌优势加速扩张，预计 2020-2022 年销量增长 60%、55%、50%。因业务趋于成熟，毛利率预计有所提升，分别为 40%、42%、44%。

表 5：分业务收入及毛利率

百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营业收入	4569.5	4664.1	5100.4	5826.5	6705.7
yoy	17.1%	2.1%	9.4%	14.2%	15.1%
营业成本	2432.3	2498.3	2711.9	3138.1	3655.3
毛利率	46.8%	46.4%	46.8%	46.1%	45.5%
PPR 管材管件					
收入	2588.12	2440.18	2513.4	2714.5	2931.6
yoy	18.1%	-5.7%	3.0%	8.0%	8.0%
成本	1068.67	1027.99	1030.5	1112.9	1202.0
毛利率	58.7%	57.9%	59.0%	59.0%	59.0%
PE 管材管件					
收入	1270.73	1306.49	1437.1	1580.9	1738.9
yoy	13.0%	2.8%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	849.58	808.75	891.0	980.1	1078.1
毛利率	33.1%	38.1%	38.0%	38.0%	38.0%
PVC 管材管件					
收入	555.65	669.8	837.3	1046.6	1308.2
yoy	15.1%	20.5%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	395.59	492.78	602.8	764.0	968.1
毛利率	28.8%	26.4%	28.0%	27.0%	26.0%
其他					
收入	112.3	195.4	312.7	484.6	726.9
yoy	85.5%	74.0%	60.0%	55.0%	50.0%
成本	79.3	121.2	187.6	281.1	407.1
毛利率	29.4%	38.0%	40.0%	42.0%	44.0%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 51、58.3 和 67.1 亿元，归母净利润分别为 10.9、12.6 和 14.7 亿元，EPS 分别为 0.69、0.80 和 0.93 元，对应 PE28X、24X 和 21X。公司目前处于业绩新一轮增长拐点，归母净利润未来三年复合增速 14.3%。考虑到公司资产质量好，现金流充沛，股息率与分红远超同行业及可比建材公司，存在估值溢价，给予 2020 年 35X PE 估值，对应目标价 24.5 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
002641	永高股份	7.37	0.46	0.59	0.71	0.87	16.02	12.49	10.38	8.47
300599	雄塑科技	12.9	0.77	0.93	1.15	1.38	16.75	13.87	11.22	9.35
002271	东方雨虹	37.18	1.44	1.82	2.22	2.76	25.82	20.43	16.75	13.47
002918	蒙娜丽莎	29.89	1.08	1.37	1.77	2.18	27.68	21.82	16.89	13.71
603737	三棵树	149.38	2.18	2.16	3.21	4.2	68.52	69.16	46.54	35.57
002791	坚朗五金	135.45	1.37	2.31	3.25	4.37	98.87	58.64	41.68	31.00
平均值							42.28	32.73	23.91	18.59

数据来源：Choice，西南证券整理

6 风险提示

1）B 端业务拓展不及预期风险：公司积极推进 B 端业务合作，但不排除业务拓展不及预期的风险，进而对销量产生影响；

2）品类扩展效果不及预期风险：公司大力推行防水、净水等新业务，但不排除新业务拓展效果不及预期；

3）原材料价格大幅上涨风险：PPR 产品原材料价格与原油价格关联度高，若原油价格出现上涨，成本上升难以及时转嫁至下游，将导致产品利润率下滑。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4664.06	5100.43	5826.49	6705.68
营业成本	2498.34	2711.93	3138.12	3655.25
营业税金及附加	39.09	48.40	53.95	61.62
销售费用	619.76	765.06	844.84	905.27
管理费用	239.58	280.52	291.32	335.28
财务费用	-33.64	2.52	2.13	3.17
资产减值损失	0.00	5.71	7.06	8.52
投资收益	9.20	12.30	14.70	16.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1193.78	1298.59	1503.76	1753.07
其他非经营损益	2.03	1.15	1.08	1.39
利润总额	1195.81	1299.74	1504.84	1754.46
所得税	211.05	211.39	245.80	288.14
净利润	984.76	1088.34	1259.05	1466.32
少数股东损益	1.51	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	983.25	1088.34	1259.05	1466.32

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	984.76	1088.34	1259.05	1466.32
折旧与摊销	116.42	97.97	102.70	108.17
财务费用	-33.64	2.52	2.13	3.17
资产减值损失	0.00	5.71	7.06	8.52
经营营运资本变动	297.45	-126.20	-65.34	-161.61
其他	-470.33	-18.01	-21.76	-25.02
经营活动现金流净额	894.65	1050.33	1283.83	1399.55
资本支出	-130.73	-130.73	-130.73	-130.73
其他	-338.42	0.20	10.03	5.81
投资活动现金流净额	-469.15	-130.53	-120.70	-124.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	15.54	0.00	0.00	0.00
支付股利	-786.56	-639.11	-707.42	-818.38
其他	-11.24	-1.56	-0.89	-0.50
筹资活动现金流净额	-782.25	-640.68	-708.31	-818.88
现金流量净额	580.74	279.12	454.81	455.75

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1589.61	1868.73	2323.54	2779.29
应收和预付款项	344.20	553.27	610.38	705.07
存货	728.38	738.87	870.11	1025.02
其他流动资产	431.73	357.03	372.75	449.20
长期股权投资	199.63	199.63	199.63	199.63
投资性房地产	5.51	14.03	11.98	10.51
固定资产和在建工程	1243.17	1287.52	1327.15	1361.30
无形资产和开发支出	264.79	254.37	243.95	233.53
其他非流动资产	17.66	20.07	25.62	36.62
资产总计	4824.67	5293.52	5985.10	6800.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	842.32	911.16	1049.88	1214.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	76.66	27.33	28.57	31.24
负债合计	918.97	938.49	1078.45	1245.56
股本	1573.11	1573.11	1573.11	1573.11
资本公积	174.82	174.82	174.82	174.82
留存收益	2138.98	2588.21	3139.84	3787.78
归属母公司股东权益	3886.81	4336.14	4887.77	5535.71
少数股东权益	18.89	18.89	18.89	18.89
股东权益合计	3905.70	4355.03	4906.65	5554.59
负债和股东权益合计	4824.67	5293.52	5985.10	6800.15

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	2.07%	9.36%	14.24%	15.09%
营业利润增长率	2.47%	8.78%	15.80%	16.58%
净利润增长率	0.57%	10.52%	15.68%	16.46%
EBITDA 增长率	2.16%	9.60%	14.98%	15.90%
获利能力				
毛利率	46.43%	46.83%	46.14%	45.49%
三费率	17.70%	20.55%	19.54%	18.55%
净利率	21.11%	21.34%	21.61%	21.87%
ROE	25.21%	24.99%	25.66%	26.40%
ROA	20.41%	20.56%	21.04%	21.56%
ROIC	26.71%	29.85%	31.90%	33.91%
EBITDA/销售收入	27.37%	27.43%	27.61%	27.80%
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.01	1.03	1.05
固定资产周转率	4.53	4.26	4.82	5.46
应收账款周转率	17.16	15.79	14.22	14.27
存货周转率	3.62	3.70	3.90	3.86
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.72%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	19.05%	17.73%	18.02%	18.32%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.47	3.86	3.98	4.08
速动比率	2.65	3.05	3.15	3.24
股利支付率	80.00%	58.72%	56.19%	55.81%
每股指标				
每股收益	0.63	0.69	0.80	0.93
每股净资产	2.47	2.76	3.11	3.52
每股经营现金	0.57	0.67	0.82	0.89
每股股利	0.50	0.41	0.45	0.52

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1276.56	1399.07	1608.59	1864.41
PE	30.75	27.78	24.01	20.62
PB	7.78	6.97	6.19	5.46
PS	6.48	5.93	5.19	4.51
EV/EBITDA	22.42	20.24	17.32	14.69
股息率	2.60%	2.11%	2.34%	2.71%

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn