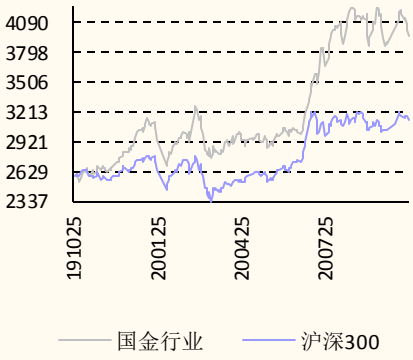
资源与环境研究中心

其它非金属行业研究 买入（维持评级） 行业深度研究

行业格局持续改善，布局龙头正当时

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金其它非金属指数	3948
沪深 300 指数	4718
上证指数	3278
深证成指	13128
中小板综指	12257



相关报告

1.《行业拐点已至，龙头企业有望受益-耐火材料行业深度报告》，2020.9.20

2.《珍惜当下，布局未来-玻纤行业深度报告》，2020.7.16

3.《受益地产、旧改和基建，行业高增长维持-防水行业深度报告》，2020.4.20

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

冯孟乾 联系人

投资建议

- **行业策略：**未来塑料管道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。我们认为，在以经销模式为主的工程领域，具备完善产能布局和经销渠道优势的龙头企业将强者恒强；在家装零售领域，随着精装房冲击开始减弱，相关企业盈利状况有望逐渐复苏。
- **推荐组合：**建议关注 B 端龙头中国联塑、永高股份，C 端龙头伟星新材。

行业观点

- **下游需求以市政为主，产品以 PVC 塑管为主：**塑料管道下游需求以市政领域为主，需求占比约 30%，农业和建筑领域需求占比约 27%和 17%。从产品结构看，PVC、PE、PPR 塑管是主要产品，PVC 管占比最高约为 44%。
- **需求有望保持平稳增长：**2019 年，行业总产量约 1606 万吨，产量增速 2.5%，增速连续两年放缓，我们预计未来行业需求有望保持平稳增长。PVC 塑管需求增长来自于老旧小区改造的启动，全国老旧小区改造需 PVC 管材 466.8 万吨，2020 年需求约 107 万吨；PE 管材需求来自于新一轮的市政建设开启和更新改造需求释放；PPR 管材需求将受益于房屋竣工面积的修复、二次装修。
- **行业集中度进入加速提升通道：**由于行业进入门槛不高，竞争格局相对分散。不过头部企业凭借较强的综合实力，逐渐在竞争中领先，行业集中度已在明显提升。2019 年 5 家上市公司市占率为 22.5%，较 2015 年提升 5.1 个百分点。未来行业集中度仍将继续提升，原因有四大方面：1、产业政策和环保管控压力，迫使落后产能加速出清；2、消费升级下，客户对产品品牌、质量和服务更加重视，头部企业脱颖而出；3、下游房地产集中度不断提升，拉动头部企业市场份额增加；4、头部生产商与经销商的“强强联合”，在竞争中优势更加凸显。
- **工程领域以经销模式为主，渠道资源打造核心竞争力：**工程领域的销售模式主要分为经销和直销两种，绝大多数生产企业采用经销比例较高。与直销相比，经销模式具有三大优势：1、可借助经销商在当地丰富的客户资源，快速抢占市场；2、卖断式经销，不需提供后续服务，可有效锁定利润、降低运营成本；3、减轻现金流压力、规避回款风险。
- **家装零售领域重视品牌与服务，精装房冲击将逐渐减弱：**PPR 管材等家装零售产品多直接面向消费者，议价能力更强、毛利率更高、回款风险更小，但也会产生较高的销售费用。有良好品牌形象和完善服务体系的企业，将在竞争中处于领先地位。2016 年以来，随着精装房开盘量不断攀升，对家装零售管材市场造成一定冲击。当前精装房渗透率已明显提升，尤其是华东等地已达到较高水平。未来随着精装房开盘数量回落，对家装零售市场的冲击将会减弱。

风险提示

- 房地产行业下行超预期；行业集中度提升不及预期；原材料价格变动风险；新冠疫情二次爆发。

内容目录

1.塑料管道行业：产品品类众多，应用领域广泛 4
2.行业需求：有望保持平稳增长 5
2.1 PVC 塑管：竣工低迷影响需求，旧改有望带动需求增长 5
2.2 PE 塑管：需求增长放缓，但仍然保持乐观 6
2.3 PPR 塑管：当前需求欠佳，竣工修复有望带来消费增长 7
3.行业供给：集中度进入加速提升阶段 8
3.1 竞争格局分散，市场份额集中趋势显现 8
3.2 四大因素助力行业集中度提升 8
4.销售渠道：经销渠道保证回款，零售渠道保证利润 11
4.1 工程领域：经销模式为主，渠道资源打造核心竞争力 11
4.2 家装零售领域：重视品牌与服务，精装房冲击将逐渐减弱 12
5.建议关注：B 端关注联塑、永高，C 端关注伟星 13
5.1 中国联塑（2128.HK）：塑料管道绝对龙头，规模稳步扩张 13
5.2 永高股份（002641.SZ）：A 股最大塑料管道生产商，利润快速增长 15
5.3 伟星新材（002372.SZ）：聚焦家装零售业务，至暗时刻渐渐远去 16
6.风险提示 18

图表目录

图表 1：塑料管道主要分为五大类 4
图表 2：PVC 管产量占比最高 4
图表 3：塑料管道主要应用于建筑、市政和农业等领域 4
图表 4：我国塑料管道产量增速放缓 5
图表 5：2018-2019 年 PVC 塑料管道产量有所下滑 5
图表 6：房屋竣工面积增速下滑 6
图表 7：新增农田灌溉面积减少 6
图表 8：PE 塑管产量增速放缓 7
图表 9：2019 年城市新增供水和排水管道长度有所下滑 7
图表 10：我国二手房成交量保持平稳 7
图表 11：房屋新开工面积低位运行 7
图表 12：我国塑料管道产量或将保持平稳增长 7
图表 13：华东和华南地区管材生产企业最多 8
图表 14：五家上市公司市场份额逐年提升 8
图表 15：建筑用塑料管道多被掩埋隐藏 9
图表 16：市政管道位于路面之下 9
图表 17：前十大企业首选率为 95% 9

图表 18：龙头房企销售面积持续增加.....10
图表 19：龙头房企市占率提升.....10
图表 20：永高股份一级经销商数量持续增加.....10
图表 21：永高股份塑料管道产量逐年提升.....10
图表 22：工程领域以经销模式为主.....11
图表 23：管材企业应收账款周转率相对较高.....12
图表 24：“星管家”服务助力伟星新材行业领先.....12
图表 25：2016 年以来我国精装房数量逐年攀升.....13
图表 26：精装房渗透率快速提升.....13
图表 27：公司在全国拥有 25 个生产基地.....14
图表 28：中国联塑营业收入稳步增长.....14
图表 29：中国联塑净利润连创新高.....14
图表 30：中国联塑盈利能力稳中有升.....15
图表 31：中国联塑华南地区业务占比超过一半.....15
图表 32：永高股份拥有永高和公元两大品牌.....15
图表 33：永高股份收入规模不断增长.....16
图表 34：2019 年永高股份归母净利润增长超 100%.....16
图表 35：永高股份净利率达到近年最高水平.....16
图表 36：永高股份主要产品为 PVC 塑管.....16
图表 37：伟星新材品牌架构.....17
图表 38：伟星新材毛利率和净利率较高且保持稳定.....17
图表 39：伟星新材 PPR 业务毛利率常年在高位.....17
图表 40：2019 年伟星新材收入增速放缓.....18
图表 41：2019 年伟星新材利润增速放缓.....18

1.塑料管道行业：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 1：塑料管道主要分为五大类

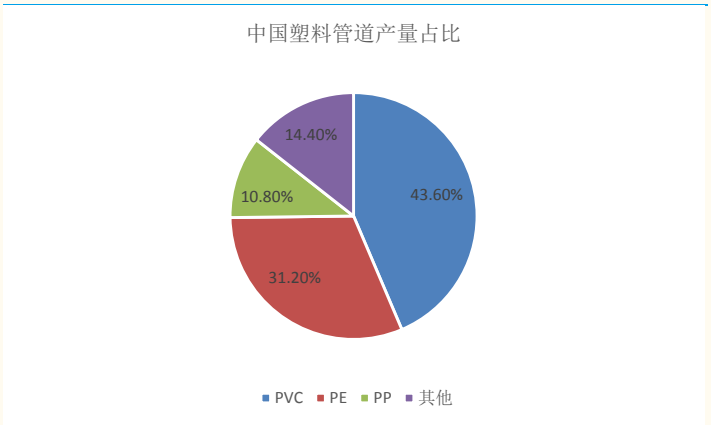
材质	性能	产品名称	应用范围
PVC（聚氯乙烯合成树脂）	能够抵抗大部分腐蚀性液体，具有更大的强度及刚度	U-PVC 给水、排水管材及管件	建筑、市政给排水
		U-PVC 电工套管	建筑电线护套
		U-PVC 双壁波纹管	室外排水
		C-PVC 管材、管件	高压电缆护套、建筑内热水输送
PP（聚丙烯合成树脂）	耐高、低温性能佳	PPR、PPB 管材、管件	建筑内冷热水管
		PPH 管材、管件	化工用管道
		改性 MPP 管材	高压电缆护套
		PP 双壁波纹管	工业排水、排污
PE（聚乙烯合成树脂）	机械强度、耐化学性及柔韧度相对较高	PE 给水管材、管件	城乡供水输送、农业灌溉
		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。

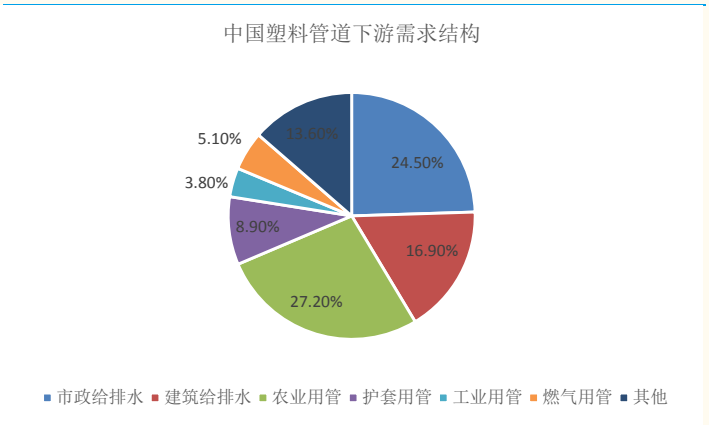
在下游需求应用中，市政（市政给排水、燃气用管）领域需求最多，其中：给排水用管占比 24.5%、燃气用管占比 5.1%，合计 29.6%；其次是农业领域占比 27.2%；建筑领域给排水占比 16.9%。

图表 2：PVC 管产量占比最高



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 3：塑料管道主要应用于建筑、市政和农业等领域

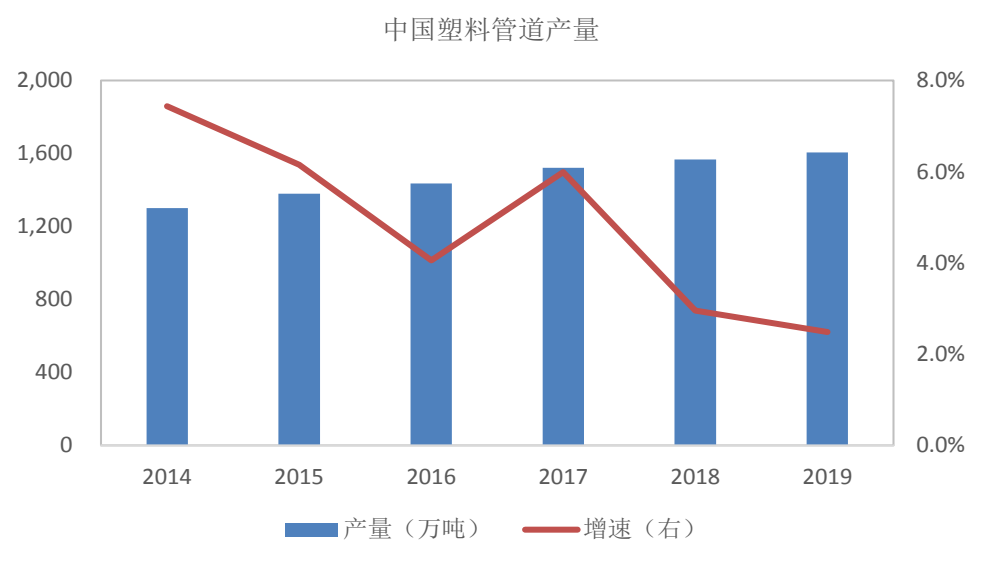


来源：智研咨询，国金证券研究所

2.行业需求：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 4：我国塑料管道产量增速放缓

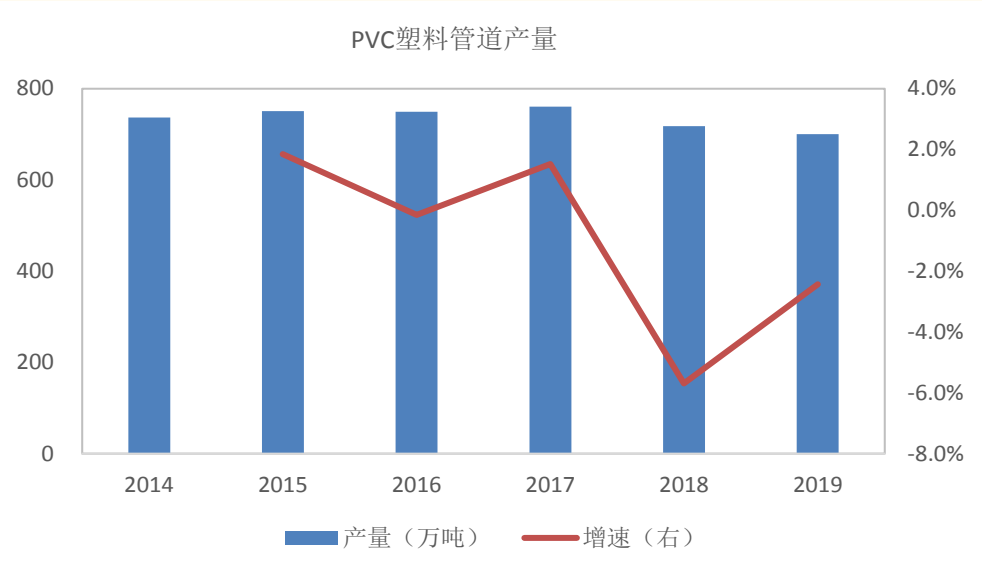


来源：中国塑料工业协会，国金证券研究所

2.1 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。

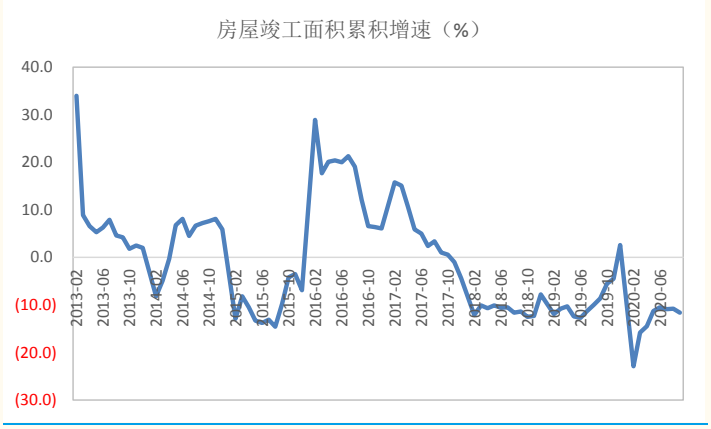
图表 5：2018-2019 年 PVC 塑料管道产量有所下滑



来源：华经情报网，国金证券研究所

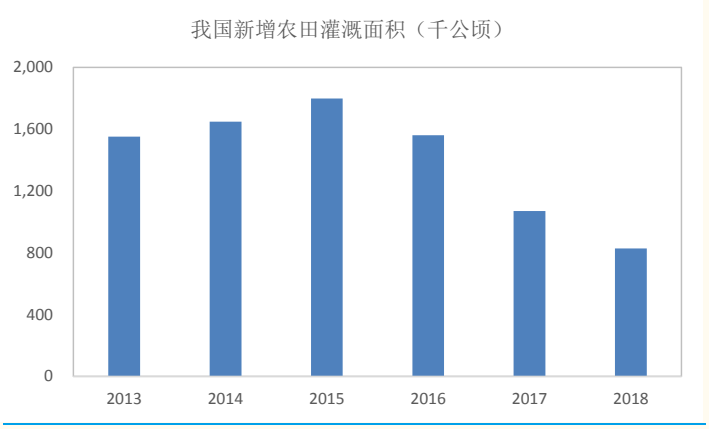
2019 年，在期房交房的刚性约束下，自下半年开始房企施工节奏加快，全年房屋竣工面积同比增长 2.6%，近三年首次实现正增长。然而，进入 2020 年，上半年疫情防控明显拖累施工进度，下半年房地产调控政策加码，尤其对房企加大融资监管力度，使得竣工修复面临较大压力。2020 年房屋竣工继续承压，但延后的房屋竣工只是推迟并未消失，将会在未来持续释放，进而提升对 PVC 管材需求。

图表 6：房屋竣工面积增速下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：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。

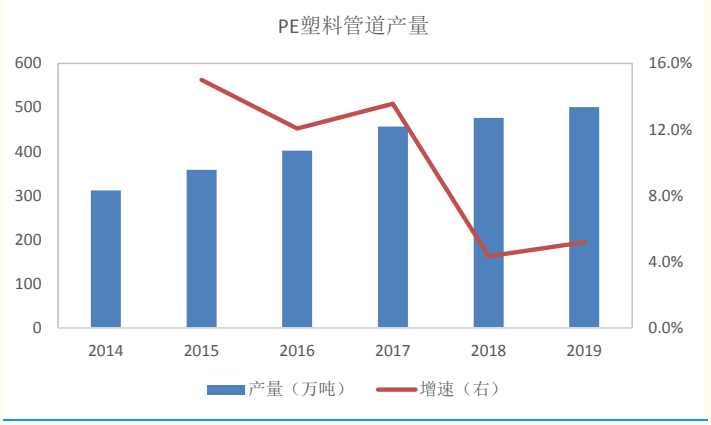
2.2 PE 塑管：需求增长放缓，但仍然保持乐观

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。

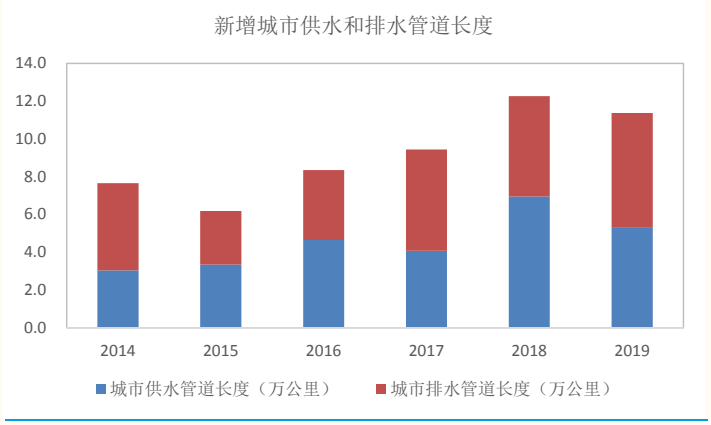
根据国家统计局数据，我国城市供水及排水管道长度由 2010 年的 90.93 万千米增长至 2019 年的 166.41 万千米。同时我国 PE 管材需求也在逐年增加，2014 年产量为 312 万吨，2019 年增至 501 万吨。我们认为，“十四五”期间市政管道仍然存有新一轮的建设需求，而且在目前高基数的管道基础上，未来更新改造需求将不断释放，PE 管道消费较为乐观。

图表 8：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 9：2019 年城市新增供水和排水管道长度有所下滑

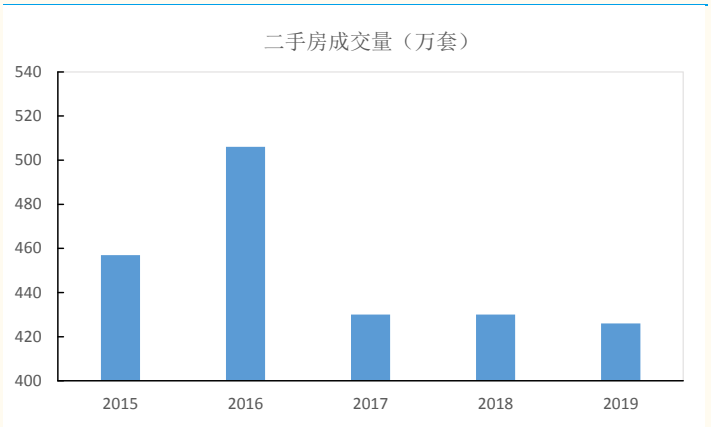


来源：Wind，国金证券研究所

2.3 PPR 塑管：当前需求欠佳，竣工修复有望带来消费增长

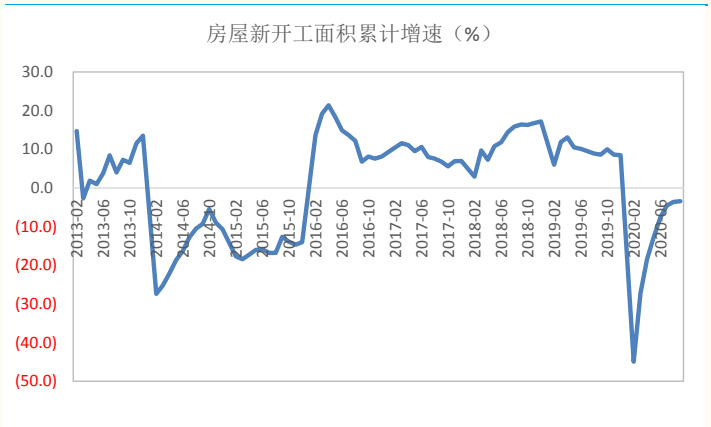
PPR 管材管件主要用作建筑室内的给水和部分排水，需求来自新房和旧房翻新的室内装修。未来，随着房屋竣工修复，新房装修有望带动 PPR 管材需求恢复增长。从二手房市场角度来看，近年来成交量基本保持平稳，2017 年-2019 年，全国二手房成交量分别 430 万套、430 万套和 426 万套。未来随着房屋竣工面积的修复、二次装修活跃，将会拉动 PPR 塑管消费需求增长。

图表 10：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 11：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 12：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

3.行业供给：集中度进入加速提升阶段

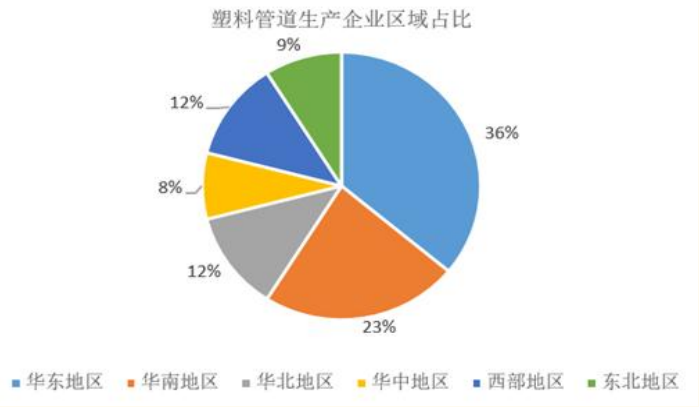
3.1 竞争格局分散，市场份额集中趋势显现

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。

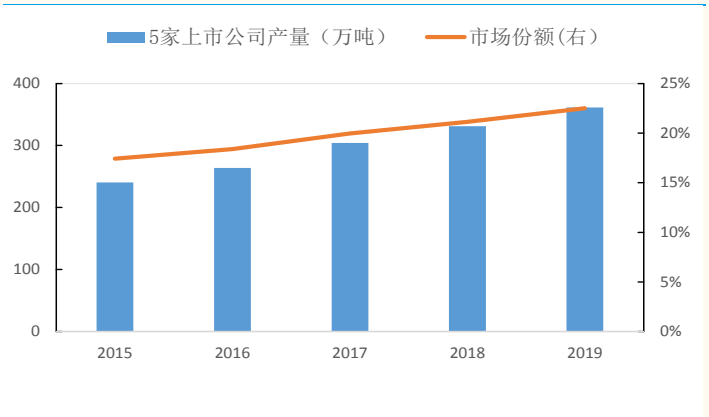
随着下游需求增长放缓，头部企业凭借较强的综合实力，在激烈的存量竞争中，逐渐占据优势地位，行业集中度已在明显提升。经过我们统计，近五年，中国联塑、永高股份、伟星新材、雄塑科技和顾地科技等 5 家上市公司的塑料管道产量不断增加，增速高于行业平均水平，市场份额逐年提升。2019 年，5 家上市公司总产量超过 360 万吨，市占率达到 22.5%，较 2015 年提升 5.1 个百分点。考虑到行业拥有中财管道、日丰集团、金德管业、武汉金牛等众多实力强劲的非上市公司，行业集中度的提升水平或将更高。据中国塑料管道协会统计，2018 年全国 60%的塑料管道产量由前 400 家企业贡献，前 20 家企业的销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

图表 13：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 14：五家上市公司市场份额逐年提升



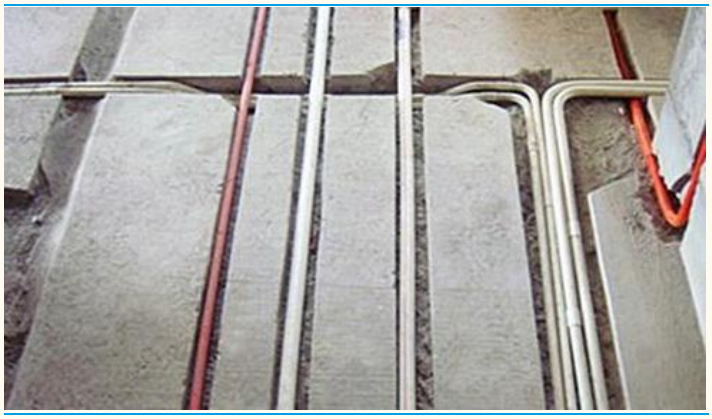
来源：Wind，国金证券研究所

3.2 四大因素助力行业集中度提升

■ **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 15：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 16：市政管道位于路面之下

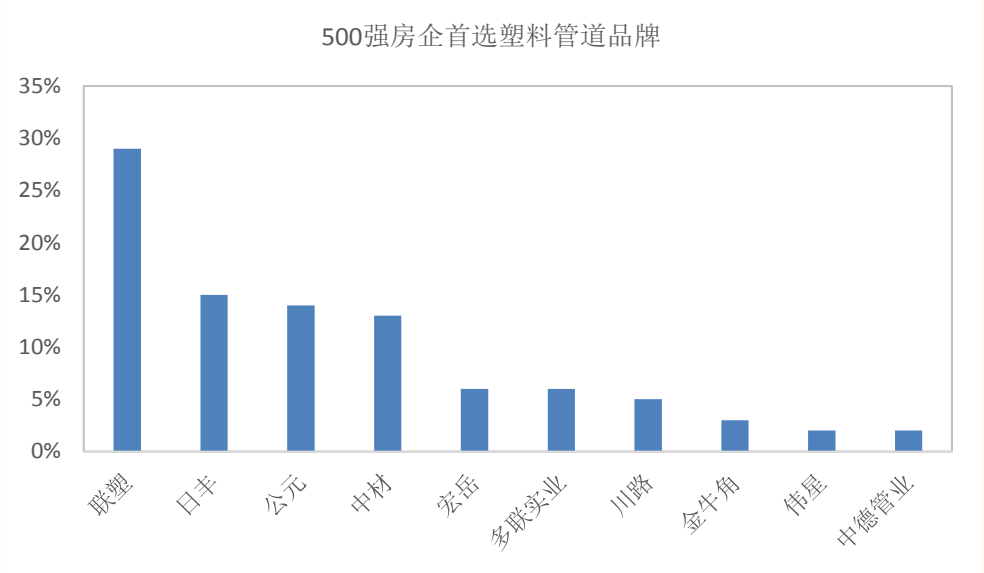


来源：志通管道《市政管道工程施工》，国金证券研究所

■ **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。

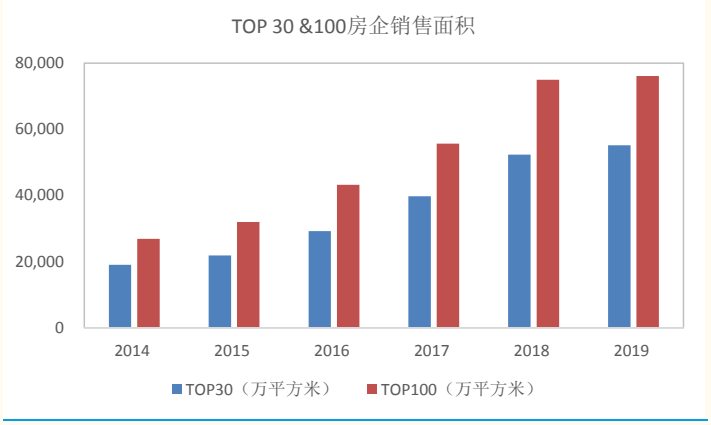
图表 17：前十大企业首选率为 95%



来源：中国房地产业协会，国金证券研究所

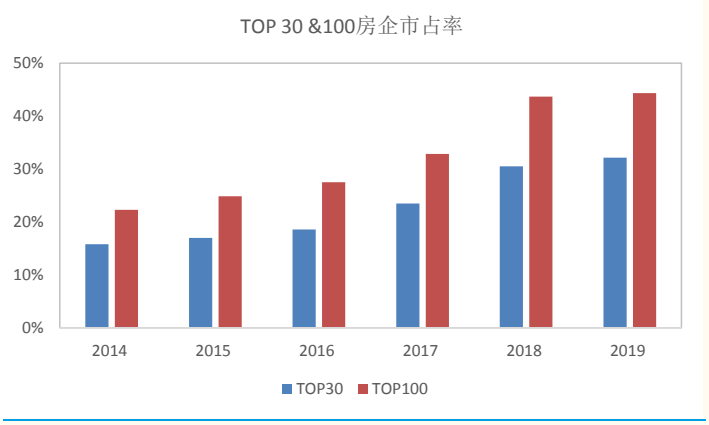
当前国家对房地产调控力度不减，中小房企所受冲击尤为明显，而大型房企市场份额在逐渐扩大。2019 年，以碧桂园、恒大、万科等为首 TOP30 房企销售面积达到 5.52 亿平方米，市占率达到 32.15%，较上年同期提升 1.64 个百分点；TOP100 房企销售面积达到 7.61 亿平方米，市占率达到 44.36%，较上年同期提升 0.65 个百分点。

图表 18：龙头房企销售面积持续增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：龙头房企市占率提升



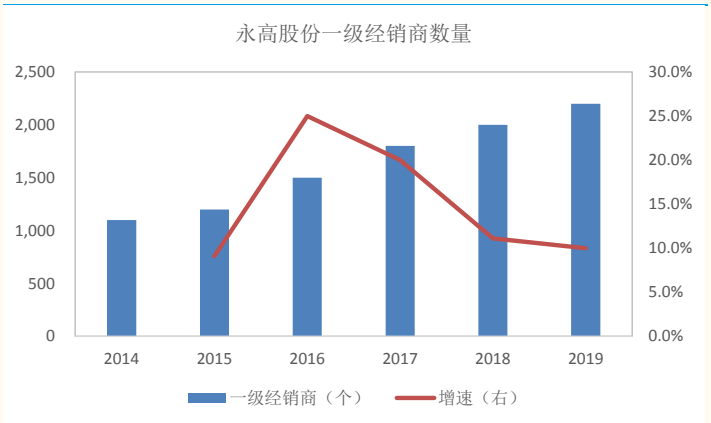
来源：Wind，国金证券研究所

■ 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。

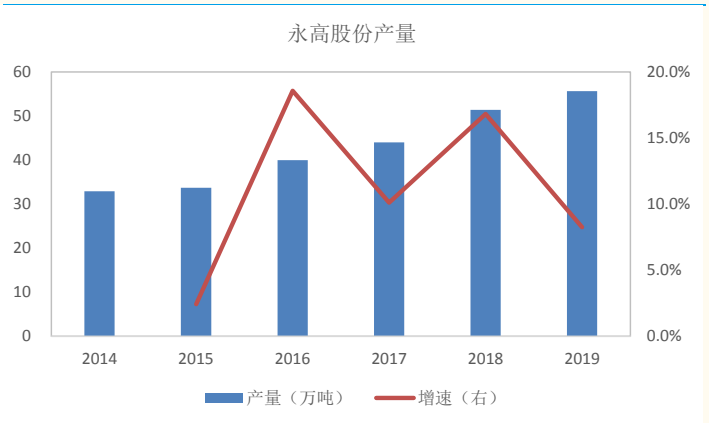
比较典型的如永高股份，2014 年公司塑料管道产能已经达到 45 万吨，但产量仅有 33 万吨，一级独立经销商约为 1100 家。此后公司经销商数量逐年增加，2019 年末，全国一级独立经销商数量达到 2200 家，较 2014 年翻倍，产品产量也达到 55.64 万吨，较 2014 年增长 69%，产能利用率增长至 93%。可见经销商规模的扩张为公司产量的增加贡献了巨大能量。

图表 20：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 21：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。

4.销售渠道：经销渠道保证回款，零售渠道保证利润

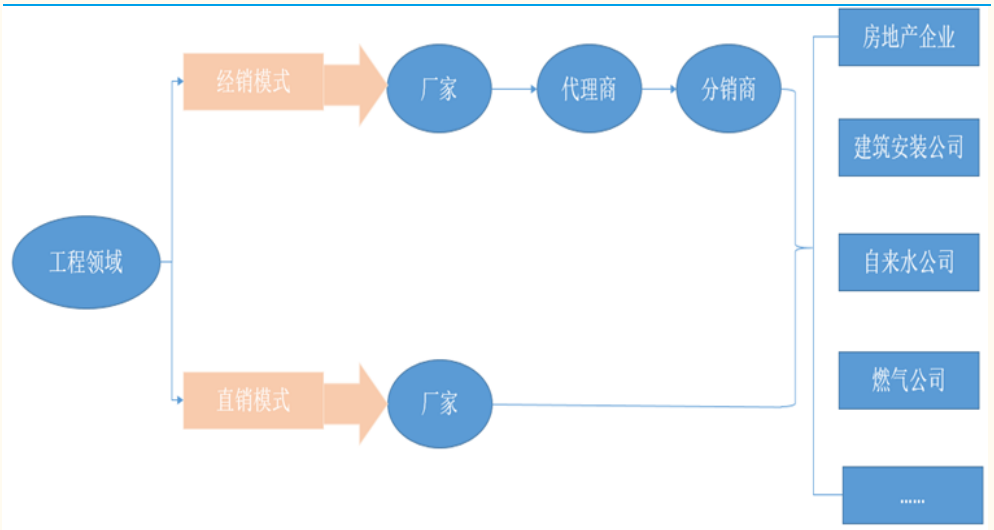
4.1 工程领域：经销模式为主，渠道资源打造核心竞争力

塑料管道在工程领域的销售模式目前主要分为两种：经销和直销。绝大多数生产企业两者均有采用，但会基于自身产品结构、资源禀赋以及发展战略，分配经销和直销的业务占比，但通常经销比例较高。

经销模式一般采用多级代理制，由生产厂家负责产品制造，然后经过总代理、分销商等一系列的中间流程送入下游终端客户手中。经销模式又分为卖断式销售和委托代理销售。卖断式经销，即生产商将产品交付经销商并取得签收确认单据后，原则上不得退回，经销商确认收货后由其对产品实物进行管理，并自主销售给终端客户。目前行业内大多生产厂家，如中国联塑、永高股份、伟星新材和雄塑科技均以卖断式经销为主。

直销模式即生产厂家参与工程投标、房地产直接配送或其他直接获取订单方式进行销售，直接对接下游房地产开发公司、建筑安装公司、自来水公司、燃气公司等工程客户。工程领域的终端客户，除部分规模较大的全国性房地产企业外，多为区域性的房地产商、施工单位以及本地的水务、燃气等市政公司，因此客户分布较为分散。

图表 22：工程领域以经销模式为主

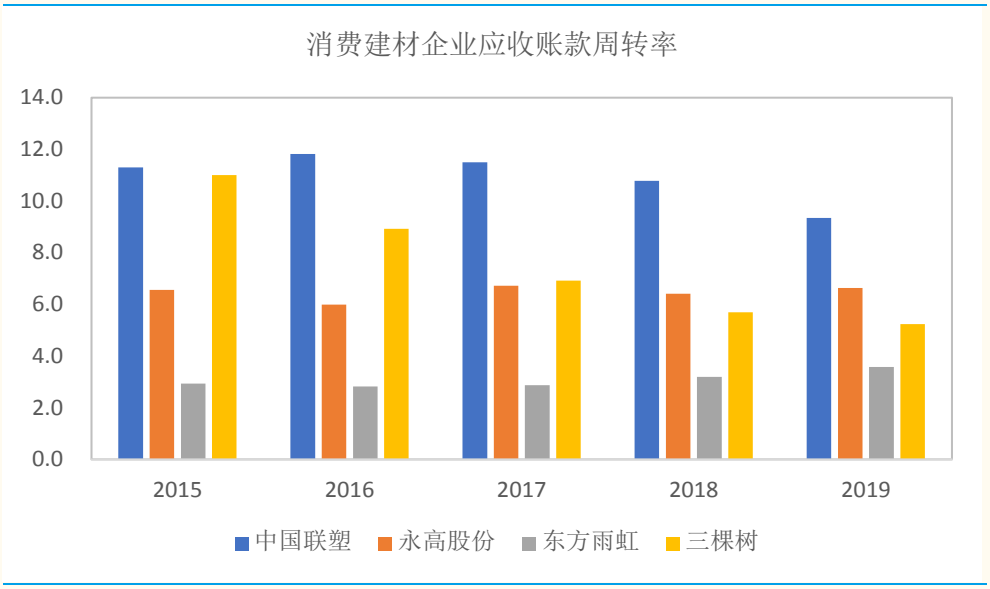


来源：国金证券研究所

与直销模式相比，经销模式具有三大优势：可借助经销商在当地丰富的客户资源，快速抢占市场；卖断式经销，不需提供后续服务，可有效锁定利润、降低运营成本；无论地产工程还是市政工程客户，均存在应收账款周期较长的问题，经销模式可减轻现金流压力、规避回款风险。虽然相对直销模式来说，经销模式会给经销商部分让利，使得毛利率有所降低，但整体而言利大于弊，因此也成为业内生产企业采用的主流销售模式。

截至 2019 年末，行业龙头中国联塑拥有的一级独立经销商数量达到 2276 个，规模排名第二的永高股份一级独立经销商数量超过 2200 个。受益于经销模式的普遍应用，工程业务领域的管材企业应收账款规模普遍不高。2019 年，中国联塑、永高股份应收账款周转率分别为：9.34、6.63，高于以 B 端业务为主的防水和涂料公司。

图表 23：管材企业应收账款周转率相对较高



来源：Wind，国金证券研究所

4.2 家装零售领域：重视品牌与服务，精装房冲击将逐渐减弱

家装零售产品通常是 PPR 管材管件用于供给水，PVC 管材管件用于排水和电路，并且多直接面向 C 端消费者。因此，具有良好品牌形象和完善服务体系的企业，将在竞争中处于领先地位。

由于管材管件在装修成本中占比较低且客户多为终端消费者，因此管材企业的议价能力更强，从而能获得更高的毛利率，并在现款现货模式下，回款能力极好、风险较小。不过，分散的客户群体也会使渠道维护和服务保障的成本相对更高，进而产生较高销售费用。业内最为代表性的企业是伟星新材，2019 年 PPR 业务毛利率高达 57.87%，应收账款周转率为 17.16，销售费用率达到 16.18%。

图表 24：“星管家”服务助力伟星新材行业领先



来源：伟星新材官网，国金证券研究所

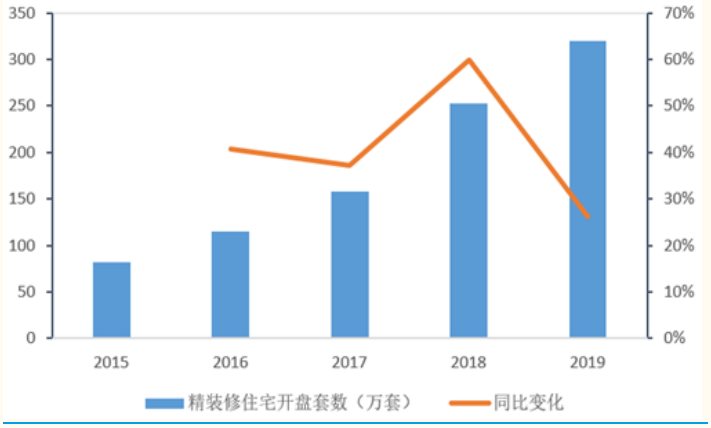
精装房比例的提升对家装零售市场造成一定冲击。2016 年开始，各级政府大力推行精装房政策，我国精装修住宅开盘数量大幅攀升，渗透加速。根据奥维云网数据，2016 年我国精装修住宅开盘套数仅为 115.4 万套、对应渗透率 12%，2019 年开盘量已经增加到 319.3 万套、渗透率达到 32%。2017、2018 年精装房开盘数量已颇具规模，分别达到 158 万套和 253 万套，假设精装修住宅从开盘至交房的周期为 1.5-2 年，对家装零售管材市场的影响开始在 2019 年

显现。以伟星新材为例，2019 年 PPR 管材管件业务收入同比减少 5.72%，上市以来首次出现负增长。

我们认为，精装房渗透率已获得明显提升，部分地区精装房比例达到较高水平。随着政策推动力度降低，当前精装房开盘数量增速开始回落，对家装零售市场的冲击将会逐渐减弱。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%。

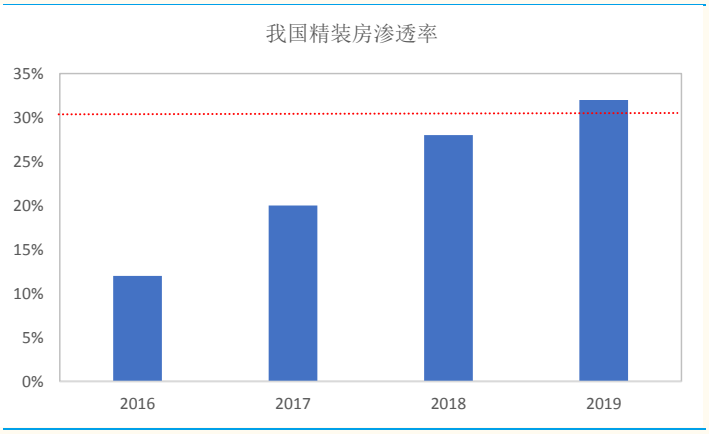
华东地区精装房政策施行较早，渗透率较高，对地区家装零售市场影响或已接近峰值。在 2016 年之前，华东各省市已陆续发布政策推动精装修，至 2019 年地区精装房渗透率已达到 37%，市场逐渐成熟，提升空间有限。

图表 25：2016 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 26：精装房渗透率快速提升



来源：奥维云网，国金证券研究所

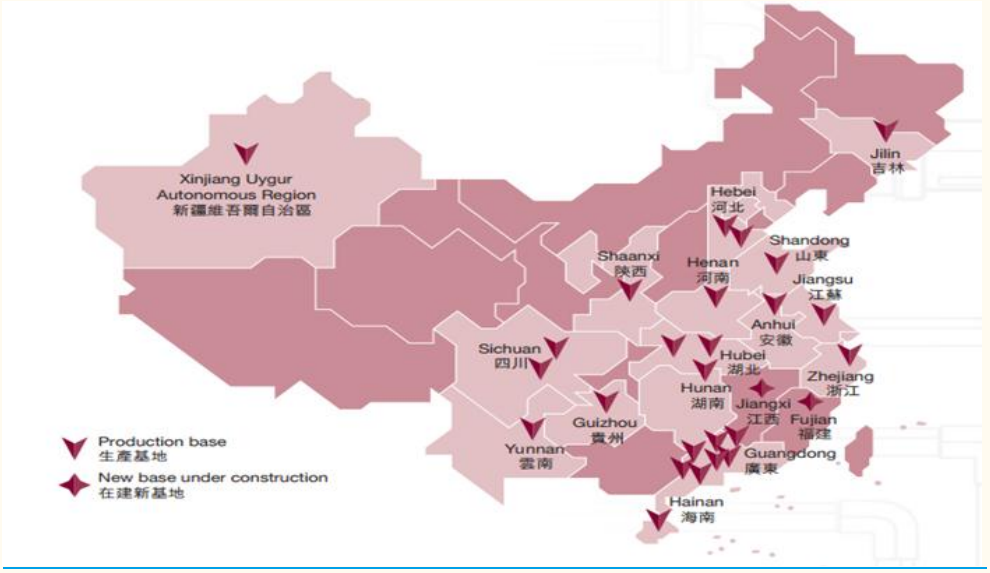
5.建议关注：B 端关注联塑、永高，C 端关注伟星

5.1 中国联塑（2128.HK）：塑料管道绝对龙头，规模稳步扩张

公司是国内领先的大型建材家居产业集团，也是全国最大的塑料管道生产企业。公司前身为 1986 年成立的西溪塑料五金厂，主要产品涵盖塑料管道系统、水暖卫浴产品、整体厨房、门窗系统、装饰板材、消防器材及卫生材料等类别。

截至 2019 年末，公司已在全国拥有 25 个生产基地，分布在广东、贵州、四川、湖北、江苏、安徽、浙江、河南、河北、吉林、陕西、新疆、海南、云南、山东及湖南等 16 个省份，塑料管道及管件设计产能为 278 万吨，国内市占率达到 15%。2020 年，公司将在福建、江西和浙江等地新增 3 个生产基地，海外市场也在不断拓展，将逐步在印尼、印度、越南等国家进行产能布局。

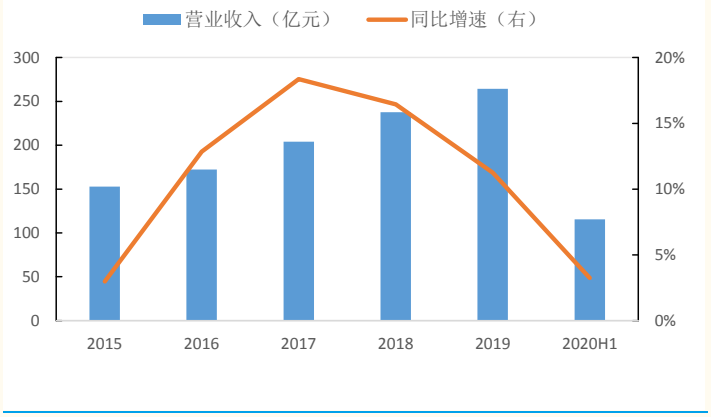
图表 27：公司在全国拥有25个生产基地



来源：公司公告，国金证券研究所

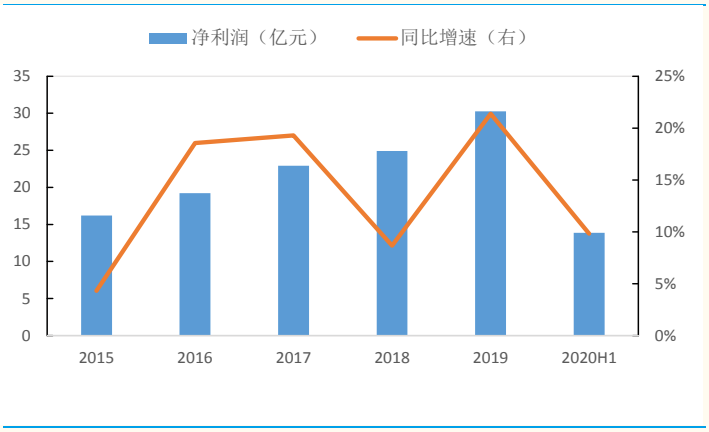
盈利能力稳中有升，业绩实现逐年增长。2019 年，中国联塑营业收入达到 263.45 亿元，同比增加 11%，其中： PVC 管材管件业务营收 147.48 亿元，占比 55.98%；非 PVC 管材管件营收 89.61 亿元，占比 34.01%。公司净利润多年以来持续提升，2019 年为 30.24 亿元，同比增长 21.39%；2020 年上半年为 13.88 亿元，同比增长 9.84%。2019 年，公司产品毛利率达到 28.61%、净利率达到 11.46%；2020 年上半年，毛利率为 29.41%、净利率为 12.01%。

图表 28：中国联塑营业收入稳步增长



来源：Wind，国金证券研究所

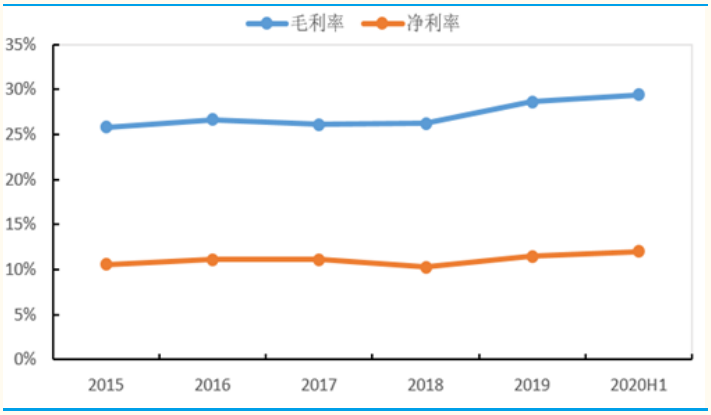
图表 29：中国联塑净利润连创新高



来源：Wind，国金证券研究所

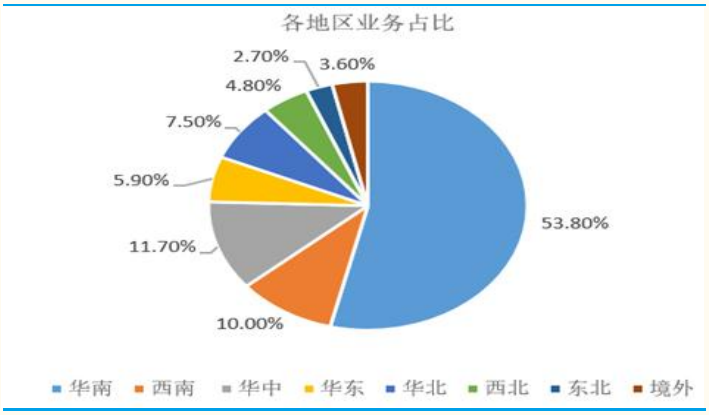
公司起家于华南市场，经过多年深耕，在区域内处于领先地位，同时积极拓展国内其他地区的塑料管道市场。2019 年，华南地区为公司贡献超过半数收入，为 141.8 亿元，占比 53.8%，其次是华中和西南地区，占比分别为 11.7%和 10%。

图表 30：中国联塑盈利能力稳中有升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：中国联塑华南地区业务占比超过一半



来源：Wind，国金证券研究所

5.2 永高股份（002641.SZ）：A 股最大塑料管道生产商，利润快速增长

公司成立于 1993 年，主要从事塑料管道产品的研发、生产和销售，太阳能业务和电器开关业务尚处于市场培育阶段。目前公司拥有七大生产基地，分别位于天津滨海新区、重庆、上海浦东、安徽广德、浙江黄岩、广东广州和深圳，湖南岳阳生产基地正在建设当中。目前公司塑料管道产能超过 60 万吨，主要生产 PVC、PE、PP-R 等几大系列，共计 5000 余种不同规格、品种的管材、管件及阀门，产销规模仅此于中国联塑，位列行业第二。

图表 32：永高股份拥有永高和公元两大品牌

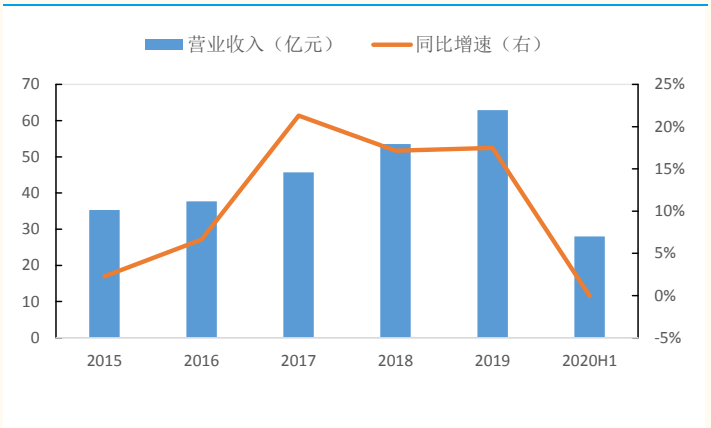


来源：永高股份官网，国金证券研究所

2019 年，永高股份营业收入达到 62.91 亿元，同比增加 17.5%，其中：PVC 管材管件业务营收 30.33 亿元，占比 48.22%；PE 管材管件业务营收 13.69 亿元，占比 21.76%；PPR 管材管件业务营收 10.70 亿元，占比 17%。2019 年，公司归母净利润为 5.14 亿元、同比增长 109.96%，毛利率为 25.76%，净利率为 8.17%；2020 年上半年归母净利润为 2.76 亿元、同比增长 39.58%，毛利率为 23.69%，净利率为 9.87%。

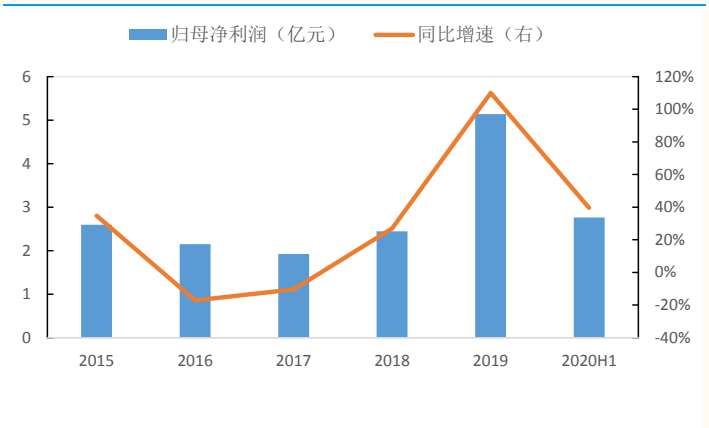
公司主要优势区域在华东地区，华东区域销售占比接近 60%，其他区域销售能力相对较弱。未来随着公司加大对其他区域销售的支持力度和人力资源配置，各子公司在区域内的竞争力有望不断提升，亏损子公司有望扭亏。

图表 33：永高股份收入规模不断增长



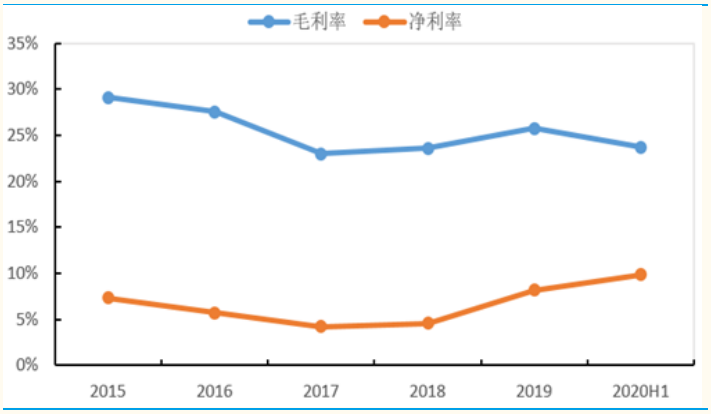
来源：Wind，国金证券研究所

图表 34：2019 年永高股份归母净利润增长超 100%



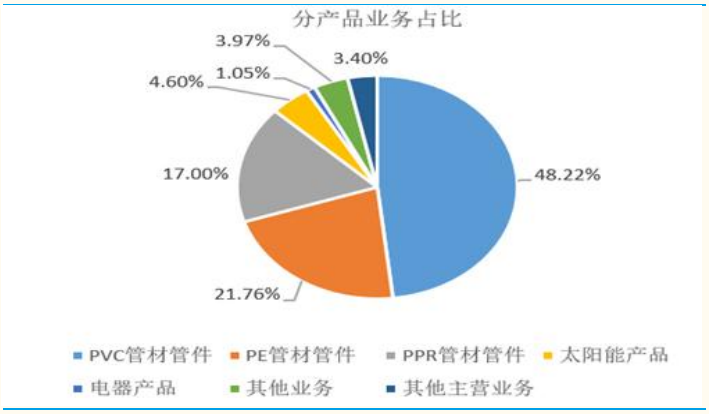
来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：永高股份净利率达到近年最高水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：永高股份主要产品为 PVC 塑管



来源：Wind，国金证券研究所

5.3 伟星新材（002372.SZ）：聚焦家装零售业务，至暗时刻渐渐远去

公司前身为 1999 年设立的临海建材。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，目前在浙江、上海、 天津、重庆、西安、泰国拥有六大生产基地。公司产品分为三大系列： PPR 系列管材管件，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 系列管材管件，主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域； PVC 系列管材管件，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。经过多年的开拓经营，目前已成为国内 PPR 管道的龙头企业。

图表 37：伟星新材品牌架构

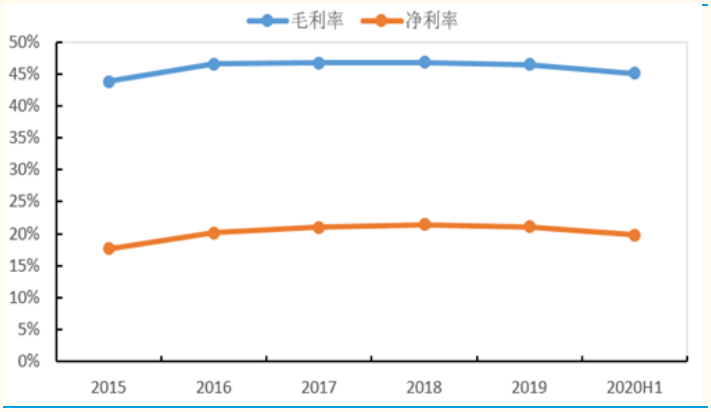


来源：伟星新材官网，国金证券研究所

2019 年公司营业收入为 46.64 亿元，同比增长 2.07%，其中：PPR 管材管件收入 24.40 亿元，占比 52.32%；PE 管材管件收入 13.06 亿元，占比 28.01%； PVC 管材管件收入 6.70 亿元，占比 14.36%。家装防水业务、净水业务尚处起步阶段，规模相对较小。

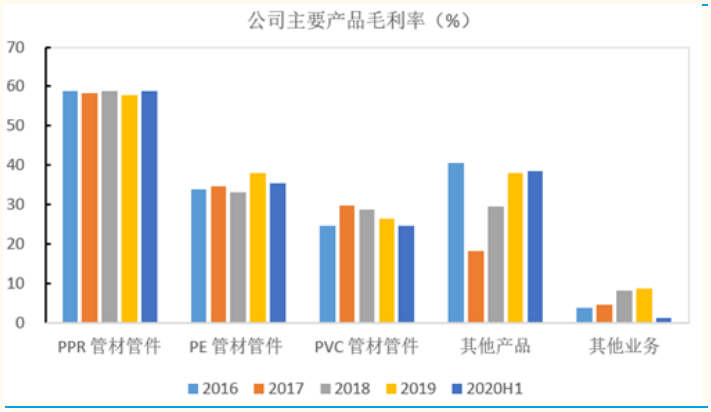
受益于 PPR 管材管件零售端业务占比较高，公司盈利能力保持稳定且处较高水平。PPR 管材管件业务占比超过 50%，是公司最主要的收入和利润来源，由于其以零售渠道为主，凭借优质的产品和服务，品牌议价能力较强，毛利率常年维持在 58%左右。2019 年，公司产品毛利率达到 46.43%、净利率达到 21.11%；2020 年上半年，毛利率为 45.04%、净利率为 19.83%，盈利能力处于行业前列。

图表 38：伟星新材毛利率和净利率较高且保持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：伟星新材 PPR 业务毛利率常年在高位

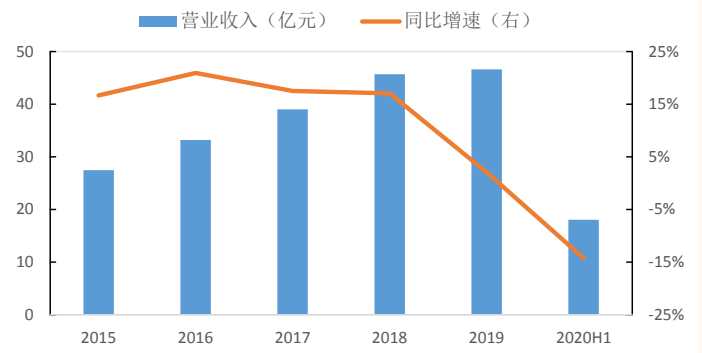


来源：Wind，国金证券研究所

2019 年之前，公司营收规模随着业务的不断拓展一直稳步增长。由于公司零售业务占比较高，受精装房渗透率快速提升的影响，2019 年 PPR 管材管件板块收入首次出现负增长，同比减少 5.72%，进而导致整体营收增速放缓至 2.07%。2020 年上半年，受疫情等因素影响，建材交易市场及装修市场开放时间受限较长，家装领域下游需求萎缩，公司营业收入同比减少 14.64%。随着收入增速放缓，公司利润增速也出现回落。2019 年归母净利润 9.83 亿元，增速降至 0.5%；2020 年上半年为 3.57 亿元，同比减少 19.61%。

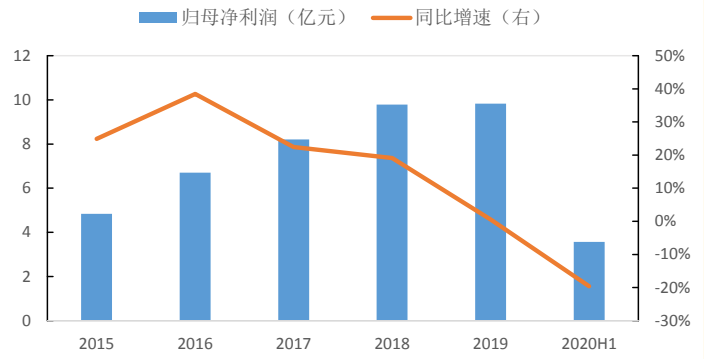
未来随着精装房对零售市场冲击减弱，尤其渗透率较高的华东地区家装零售市场有望率先触底。公司在华东地区业务占比达到 45%，零售业务所受的压力将得到逐渐缓解。

图表 40：2019 年伟星新材收入增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：2019 年伟星新材利润增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

6.风险提示

- 房地产行业下行超预期：房地产是塑料管道重要应用领域之一，若房地产加速向下调整，下游需求将会遭受重大冲击。
- 行业集中度提升不及预期：行业参与者众多，竞争较为激烈，若行业整合进度较慢，行业整体盈利能力难以充分释放。
- 原材料价格变动风险：塑料管道的主要原材料包括聚氯乙烯、聚丙烯、聚乙烯等石化产品，价格随行就市，原材料价格波动将在一定程度上影响行业利润。
- 新冠疫情二次爆发风险：若新冠疫情再次爆发，可能会导致重大工程、地产施工延缓以及家庭装修停滞，从而使得下游需求低迷。

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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