

伟星新材

002372

审慎增持 (维持)

将迎拐点，同心成长

2020 年 10 月 15 日

市场数据

市场数据日期	2020-10-14
收盘价(元)	16.75
总股本(百万股)	1573.11
流通股本(百万股)	1421.09
总市值(百万元)	26349.64
流通市值(百万元)	23803.21
净资产(百万元)	3456.65
总资产(百万元)	4378.52
每股净资产	2.20

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4664	4759	5288	5876
同比增长	2.1%	2.0%	11.1%	11.1%
净利润(百万元)	983	1013	1175	1327
同比增长	0.5%	3.0%	16.0%	12.9%
毛利率	46.4%	47.4%	47.7%	47.9%
净利率	21.1%	21.3%	22.2%	22.6%
净资产收益率(%)	25.3%	24.6%	26.2%	27.2%
每股收益(元)	0.63	0.64	0.75	0.84
每股经营现金流(元)	0.57	0.67	0.80	0.92

投资要点

- **伟星新材：专注提升人类生活品质。**2010 年 3 月上市，主要产品分为三大管道管件系列：PPR（建筑内冷热给水）、PE（市政供水、采暖、燃气、排水排污）、PVC（排水排污、电力护套），同时以水为核心发展“同心圆产品链”，不断丰富产品线，目前家装防水、净水业务有序推进。**公司拥有 6 大生产基地，分别位于浙江、上海、天津、重庆、西安、泰国，年产能 30 万吨以上，产能利用率在 70% 左右。**零售与工程双轮驱动，零售业务收入贡献估计 65%，目前在全国拥有 27000+营销网点，30+销售分公司，1600+销售人员（总员工占比 37%），工程业务通过直销+经销方式，与自来水公司、燃气管道公司、暖通公司、市政公司、房地产公司等展开合作。
- **塑料管道行业：①稳健扩张，温和周期。**类似其他建材品种，塑料管道下游可以归纳为建筑（房地产）、基建（水利+市政）、农村（农用），受下游周期波动影响，当前进入相对稳定阶段，市场总量温和增长。2019 年塑料管道总产量约 1606 万吨，同比增速 2.5%。**②原料大宗，顺势传导，**原材料成本在主营业务成本占比高达 80%+，PVC/PE/PPR 树脂原材料成本在营业成本占比近 70%。主要原材料为价格与国际石油价格、煤炭价格相关。**③属性各异，看点不同，**PPR 可深度挖掘零售属性，PVC 规模属性，PE 资源属性，简单呈现对应关系：建筑排水、电力护套→PVC，市政、燃气、地暖→PE，家装冷热给水→PPR。
- **百花争春：商业模式迸发。**中小规模企业占比仍有 90% 左右，行业对新进入者吸引力有限，去产能近年来环保、精装供应加持下形成一定趋势。**龙头收入增速快于行业，行业集中度继续提升。精装推进、毛坯减少，**采购群体改变。管道在精装领域并没有呈现粗放高增长，与经销制有关，企业为下游合作伙伴留足成长空间，同时重视报表质量，控制应收比例。**各家企业产品类别与商业模式分化明显，简单对比并不合适。**当前时点思考探索后续增长引擎，拓展细分垂直领域，跨产业链渗透。
- **稀缺资产，优势突出。**①立足零售、品牌护城、穿越周期；②利润核心，现金为王；③精装考验、海纳百川、多轮驱动。④坚定同心圆战略，防水、净水接力成长。⑤争创百年基业，管理团队卓越。⑥全球视野，国际化启动。
- **将迎拐点，逐季改善。**二季度以来加速恢复，近期股权激励方案（草案）落地，框定增长基调，提振信心，体现决心。未来发展空间可聚焦市政发力、区域开拓、同心圆产业链拓展、市占率提升，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 10.13 亿元、11.75 亿元、13.27 亿元，对应动态 PE 分别为 26X、22.4X 和 19.9X，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；华东精装加速渗透；建筑工程业务增长空间不及预期；工程业务的应收风险。

相关报告

《二季度加速恢复，市政工程新增亮点》2020-08-12

《【兴证建材】伟星新材(002372)2019 年报点评：短期业绩承压，看好中长期发展》2020-04-17

《业绩压力逐步显现，仍看好中长期发展》2019-10-29

分析师：

李阳

liyang20@xyzq.com.cn

S0190520070001

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、伟星新材：专注提升人类生活品质	5 -
1.1、基本情况	5 -
1.2、股权结构	7 -
2、塑料管道行业：各有侧重，稳定增长	9 -
2.1、稳健扩张，温和周期	9 -
2.2、原料大宗，顺势传导	11 -
2.3、属性各异，看点不同	13 -
3、百花争春，商业模式迸发	16 -
3.1、格局大稳小动，龙头领先行业	16 -
3.2、精装放量，有限粗放增长	18 -
3.3、零售 vs 工程，取決理念	20 -
3.4、管道起家，扩品建平台	21 -
4、稀缺资产，优势突出	22 -
4.1、立足零售，品牌护城，穿越周期	22 -
4.2、利润核心，现金为王	25 -
4.3、精装考验，海纳百川，多轮驱动	27 -
4.4、坚定同心圆战略，防水、净水接力成长	28 -
4.5、争创百年基业，管理团队卓越	30 -
4.6、全球视野，国际化启动	30 -
5、将迎拐点，逐季改善	31 -
5.1、疫情影响零售承压，二季度加速恢复	31 -
5.2、股权激励落地，框定增长基调	33 -
5.3、正循环：高分红，高回报	34 -
6、盈利预测与估值	35 -
图 1、伟星管系列产品	5 -
图 2、伟星地暖系列产品	5 -
图 3、伟星净水系列产品	5 -
图 4、咖乐防水系列产品	5 -
图 5、伟星水暖精品	6 -
图 6、伟星系统解决方案	6 -
图 7、公司生产基地与营销网络	6 -
图 8、公司收入复合增速变化	7 -
图 9、公司产品结构变化	7 -
图 10、公司股权关系结构图	7 -
图 11、伟星集团历史沿革（2010 年前部分摘录）	8 -
图 12、国内塑料管道产量及增速	9 -
图 13、国内塑料管道消费占比	10 -
图 14、国内城镇化率突破 60%（%）	10 -
图 15、城市市政共用设施固投完成额（排水 vs 给水）	11 -
图 16、城市市政共用设施固投完成额（燃气）	11 -
图 17、塑料管道龙头 2015-16 年毛利率明显冲高	12 -
图 18、东方雨虹、三棵树 2015-16 年毛利率同为高点	12 -
图 19、燕山石化 PPR4220 市场价变动情况（元/吨）	12 -
图 20、齐鲁石化聚氯乙烯 PVC(S-1000)出厂价（元/吨）	12 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 21、中国塑料城 PE 指数变动情况.....	- 13 -
图 22、国内 PVC、PE、PP 管道占比变化.....	- 14 -
图 23、中国联塑在全国拥有 25 个生产基地.....	- 15 -
图 24、永高股份在全国铺设 8 个基地（现有+新建）.....	- 15 -
图 25、国内塑料管道企业区域分布表现.....	- 16 -
图 26、国内塑料管道总收入表现.....	- 17 -
图 27、国内塑料管道龙头与行业收入增速对比.....	- 18 -
图 28、国内住宅精装开盘项目-楼盘个数累计情况.....	- 19 -
图 29、国内住宅精装开盘项目-房间数量累计情况.....	- 19 -
图 30、地产集中度不断提升.....	- 19 -
图 31、2019 年新浪地产 500 强管材管件类首选率.....	- 20 -
图 32、中国联塑大力拓展农业板块.....	- 21 -
图 33、2020H1 中国联塑总收入按业务划分.....	- 21 -
图 34、永高股份产品宣传图.....	- 22 -
图 35、日丰产品宣传图.....	- 22 -
图 36、公司营收与竣工关系（累计同比增速，%）.....	- 22 -
图 37、公司营收与住宅销售关系（累计同比增速，%）.....	- 22 -
图 38、“星管家”服务介绍（1）.....	- 23 -
图 39、“星管家”服务介绍（2）.....	- 23 -
图 40、各公司广告推广费用/收入对比.....	- 24 -
图 41、各公司销售运输费用/收入对比.....	- 24 -
图 42、各公司营销人员/总员工数对比.....	- 24 -
图 43、伟星供应的市政工程、海外工程项目.....	- 27 -
图 44、伟星供应的建筑工程、工业领域项目.....	- 27 -
图 45、伟星家装防水产品.....	- 28 -
图 46、伟星净水产品.....	- 28 -
图 47、伟星防水专业施工步骤图.....	- 29 -
图 48、伟星发展大事记（注：部分摘录）.....	- 30 -
图 49、公司近年来收入变化.....	- 31 -
图 50、公司近年来归母净利变化.....	- 31 -
图 51、公司近年来单季度收入变化.....	- 31 -
图 52、公司近年来单季度归母净利变化.....	- 31 -
图 53、公司 2020 上半年分产品收入结构.....	- 32 -
图 54、公司 2019 上半年分产品收入结构.....	- 32 -
图 55、公司 2020 上半年分地区收入结构.....	- 32 -
图 56、公司 2019 上半年分地区收入结构.....	- 32 -
图 57、公司近年来期间费用率变化.....	- 33 -
图 58、公司近年来毛利率、净利率变化.....	- 33 -
图 59、伟星历年分红表现.....	- 34 -
图 60、伟星（蓝）vs 雨虹（PETTM）.....	- 36 -
图 61、伟星（蓝）vs 雄塑（PETTM）.....	- 36 -
图 62、伟星（蓝）vs 海天味业（PETTM）.....	- 36 -
图 63、伟星（蓝）vs 苏泊尔（PETTM）.....	- 36 -
表 1、下属子公司情况.....	- 8 -
表 2、两次重大水利工程建设推进情况.....	- 11 -
表 3、下属子公司情况.....	- 13 -
表 4、PPR 市场容量测算.....	- 14 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 3 -

表 5、管材龙头企业成立时间对比	- 16 -
表 6、管材龙头收入、产能、份额表现	- 18 -
表 7、管道相关公司品类各有侧重（注：归纳总结仅供参考，不代表未来）- 20 -	
表 8、2010-2019 年伟星新材收入、利润增长表现	- 25 -
表 9、2010-2019 年东方雨虹收入、利润增长表现	- 25 -
表 10、消费建材企业资产负债率一览	- 26 -
表 11、消费建材企业应收账款周转天数一览	- 26 -
表 12、消费建材企业存货周转天数一览	- 26 -
表 13、消费建材企业收现比一览	- 26 -
表 14、消费建材企业净现比一览	- 27 -
表 15、两期股权激励情况对比	- 34 -
表 16、公司盈利预测假设	- 35 -
表 17、公司盈利预测结果	- 35 -
附表	- 37 -

报告正文

1、伟星新材：专注提升人类生活品质

1.1、基本情况

伟星新材，前身临海市伟星新型建材有限公司于 1999 年 10 月成立，2007 年 12 月股改，2010 年 3 月登陆深交所。公司主营塑料管道生产及销售，**主要产品分为三大管材管件系列：PPR（建筑内冷热给水）、PE（市政供水、采暖、燃气、排水排污）、PVC（排水排污、电力护套）**，同时以水为核心发展“同心圆产品链”，不断丰富产品线，目前**家装防水、净水业务**有序推进。

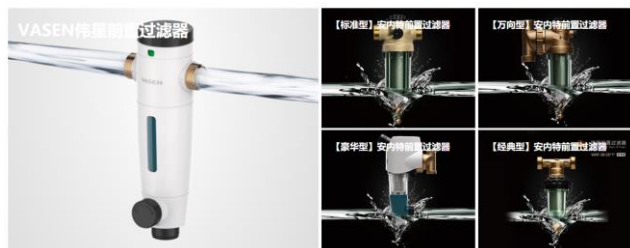
公司服务品牌包括伟星管、伟星地暖、伟星水暖、ännette 安内特、KALE 咖乐防水、“星管家”等，2019 年全新升级品牌形象启用英文商标 VASEN，秉承“专注提升人类生活品质”的品牌使命。

图 1、伟星管系列产品



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、伟星净水系列产品



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、伟星地暖系列产品



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

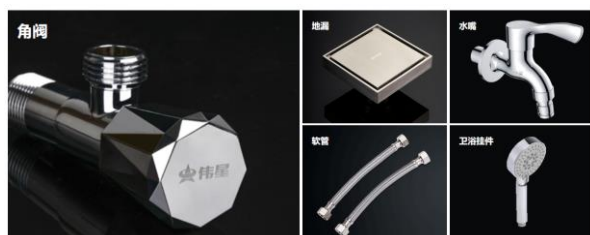
图 4、咖乐防水系列产品



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 5、伟星水暖精品



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

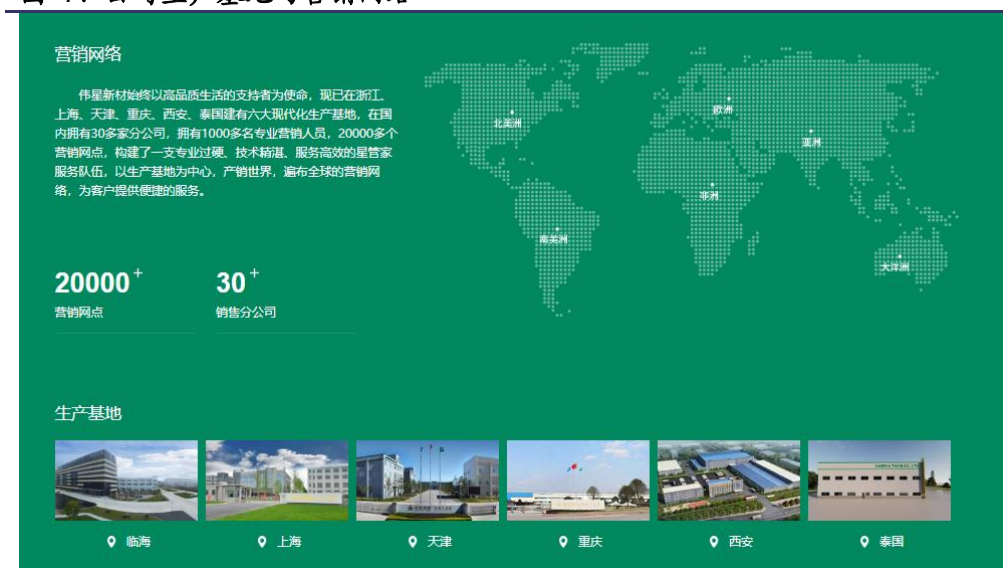
图 6、伟星系统解决方案



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

公司拥有 6 大生产基地，分别位于浙江、上海、天津、重庆、西安、泰国，年产能 30 万吨以上，产能利用率保持在 70% 左右。零售与工程双轮驱动，公司零售业务依托经销渠道，收入贡献估计 65%，目前在全国拥有 27000+ 营销网点，30+ 销售分公司，1600+ 销售人员（总员工占比 37%），工程业务通过直销+经销方式，与自来水公司、燃气管道公司、暖通公司、市政公司、房地产公司等展开合作。

图 7、公司生产基地与营销网络



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院

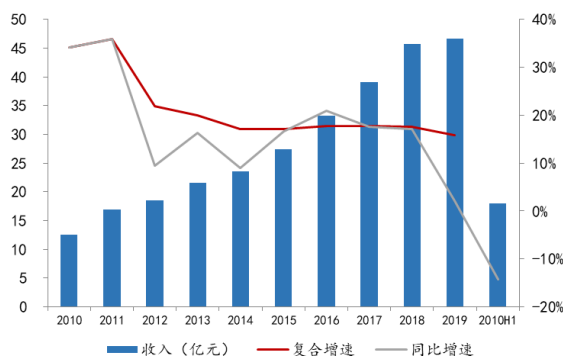
2019 年公司总营收实现 46.64 亿元，扣非后归母净利 9.34 亿元，分别对应 9 年间复合增速 16%、21%。上市以来，从复合增速也可以看出公司收入增长大致分为高、中、低 3 个阶段，2010-2013 年属于大于 30% 的高增长阶段，随后滑落到 2014 年左右开始的 20%+ 阶段，以及开始于 2019 年的零售承压带来增速下降。从产品结构还可以看出，公司一直以稳健节奏培育新产品，体系正在不断丰富，有望打开成长空间。在分类上，根据产品产值变化单列或进入其他主营业务，例如 2014 年以前 PB 产品单列，2015 年与 PVC 一起列入其他产品，2016 年开始单列 PVC，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 6 -

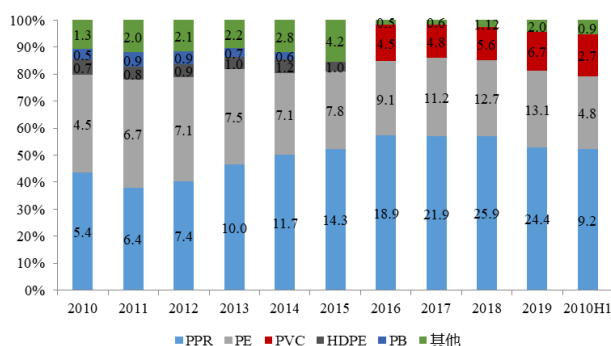
以及 2016 年前置过滤器、2017 年中家装防水开始计入其他主营业务。此外，公司利润增速优于收入，主打产品 PPR 管道管材 9 年复合增速 18%，优于整体。

图 8、公司收入复合增速变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司产品结构变化

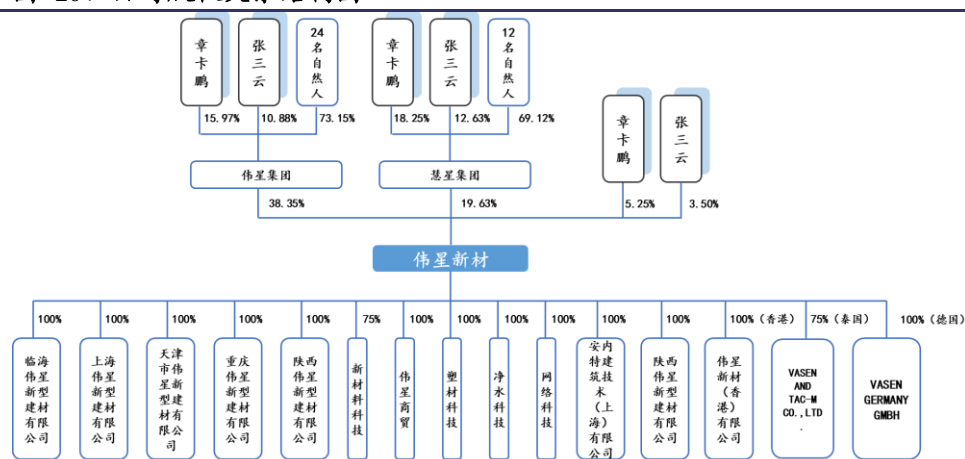


数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、股权结构

公司是浙江民营企业，股权结构稳定。实际控制人为章卡鹏（直接持股 5.25%）、张三云先生（直接持股 3.5%）。第一大股东伟星集团直接持股 38.35%，第二大股东临海慧星集团直接持股 19.63%。章卡鹏先生在伟星集团、慧星集团直接持股比例分别为 15.97%、18.25%，张三云先生直接持股 10.88%、12.63%。章卡鹏与张三云先生于 2011 年作为伟星集团股东签署《一致行动协议》。

图 10、公司股权关系结构图



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院（截止 2020H1）

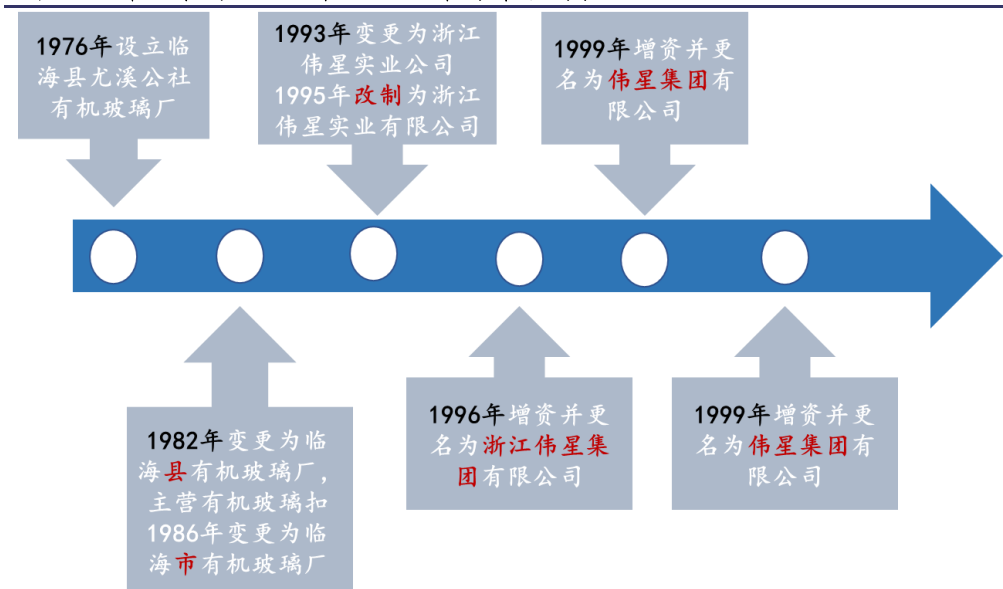
伟星集团成立于 1995 年，法人为章卡鹏先生，主营业务包括服装辅料（2018 年收入占比 21%）、塑料管道（38%）、房地产（22%）、原料批发（11%），其他还包括工程施工（3.5%）、北斗导航（0.97%）、水电发电（0.6%）等。集团核心产业服装辅料、新型建材经营主体均登陆 A 股市场，分别对应伟星股份（002003.SZ）、伟星新材（002372.SZ）。伟星股份是全球最大的纽扣生产商，具备纽扣年产能 100

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿粒+, 拉链 5 亿米+。

慧星集团于 2020 年 4 月变更名称, 此前为**慧星发展**。2007 年 11 月由 14 名自然人共同出资成立, 成立之初除卢韬先生外, 其他 13 名股东均为伟星集团股东。

图 11、伟星集团历史沿革 (2010 年前部分摘录)



资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

截止 2020 上半年, **合并财报的境内子公司**包括临海伟星新型建材有限公司 (持股 100%)、上海伟星新型建材有限公司 (100%)、天津市伟星新型建材有限公司 (100%)、重庆伟星新型建材有限公司 (100%)、陕西伟星新型建材有限公司 (100%), 其他还包括伟星商贸 (100%)、塑材科技 (100%)、净水科技 (100%)、网络科技 (100%), 新材料科技 (75%), 报告期**新设子公司**安内特建筑技术 (上海) 有限公司 (100%); **境外经营子公司**包括伟星新材 (香港) 有限公司 (香港, 100%), VASEN AND TAC-M CO.,LTD. (泰国, 间接 75%), VASEN GERMANY GMBH (德国, 间接 100%)。

表 1、下属子公司情况

子公司名称	主要经营地	直接持股比例
临海伟星新型建材有限公司	临海市	100.00%
浙江伟星商贸有限公司	临海市	100.00%
浙江伟星塑材科技有限公司	临海市	100.00%
浙江伟星净水科技有限公司	临海市	100.00%
临海市伟星网络科技有限公司	临海市	100.00%
上海伟星新型建材有限公司	上海市	100.00%
上海伟星新材料科技有限公司	上海市	75.00%
安内特建筑技术 (上海) 有限公司	上海市	100.00%
天津市伟星新型建材有限公司	天津市	100.00%
重庆伟星新型建材有限公司	重庆市	100.00%
陕西伟星新型建材有限公司	陕西省西咸新区	100.00%
伟星新材 (香港) 有限公司	香港	100.00%
VASEN AND TAC-M CO.,LTD.	泰国	75% (间接)
VASEN GERMANY GMBH	德国	100% (间接)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

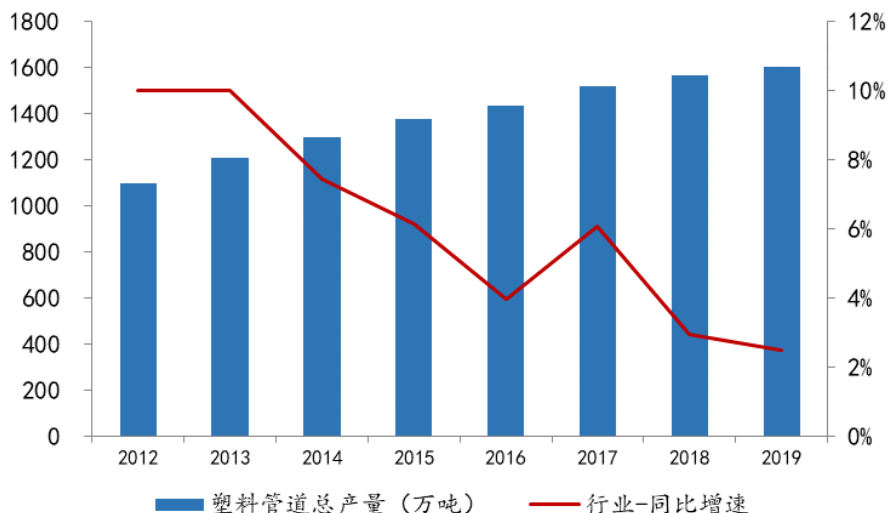
投资方面，与宁波 TCL 合营投资东鹏合立。新疆东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙），简称东鹏合立，是 2016 年公司作为有限合伙人参与投资的基金（截止上半年确认长期股权投资 1.82 亿元），属于重要的合营企业，直接持股比例 47%，另一持股 47% 的股东为宁波 TCL 股权投资。东鹏合立投资的寒武纪于 2020 年 7 月登陆主板（占比约 0.54%）。

2、塑料管道行业：各有侧重，稳定增长

2.1、稳健扩张，温和周期

中国是全球最大的塑料管道生产和应用国家，年总产量超过 1600 万吨，行业年收入超过 3000 亿元（含税市场价测算结果）。类似其他建材品种，塑料管道下游可以归纳为建筑（房地产）、基建（水利+市政）、农村（农用），受下游周期波动影响，在经历“以塑代钢”政策催化期的高增长后，进入相对稳定阶段，市场总量温和增长。由于下游以工程用管居多，工厂以销定产主导，因此我们用产量近似代表消费量。2019 年塑料管道总产量约 1606 万吨，同比增速 2.5%。行业保持增长态势，但增速缓慢下行，从 2012-2013 年增速约 10% 缓慢下降至近年来的 2-3%。同时，行业呈现 5% 左右小比例过剩率，2010-2012 年产销率在 100% 上下波动，下降到 2015 年 94.6%，2016-2017 年环保去产能，产销率回升至 96.23%。

图 12、国内塑料管道产量及增速



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

回顾国内管材行业发展历程。塑料管作为“舶来品”（1936 年首次在德国使用），本土化发展经历研发、推广、产业化 3 个阶段，第一个阶段对应 1994 年以前，主要是技术和设备的引进、消化与研究开发，以及工程试点。第二个阶段以 1994 年全国化学建材推广应用协调工作为标志，进入推广应用阶段。第三个阶段以

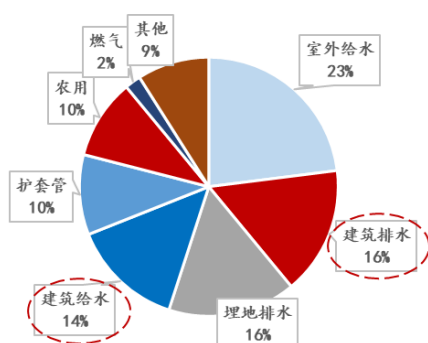
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 9 -

1999 年全国化学建材工作会议为标志，进入产业化阶段。

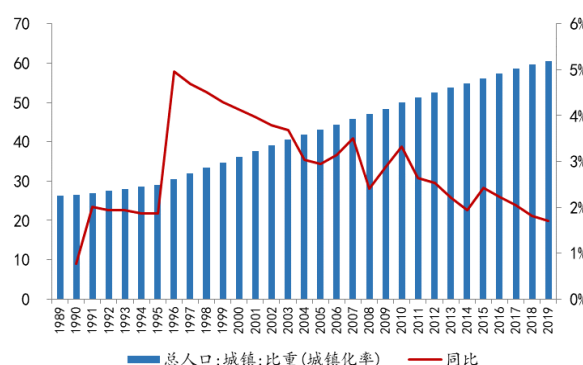
塑料管道下游用途以市政及建筑给、排水+农村安全饮水为主，**建筑所需塑料管道占比超过 30%**。按用量从大到小划分，分别是室外给水(23%)、建筑排水(16%)、埋地排水(16%)、建筑给水(14%)、护套管(10%)、农用(10%)、燃气(2%)，以及其他(9%)。2007 年建筑内给水、排水占比分别为 12.05%、13.86%，建筑用量稳定增加无显著变动。**2019 年房地产销售面积合计 15 亿平米，按照每平米使用 30 元塑料管道，对应市场容量 450 亿元。**

图 13、国内塑料管道消费占比



数据来源：前瞻研究院、兴业证券经济与金融研究院整理

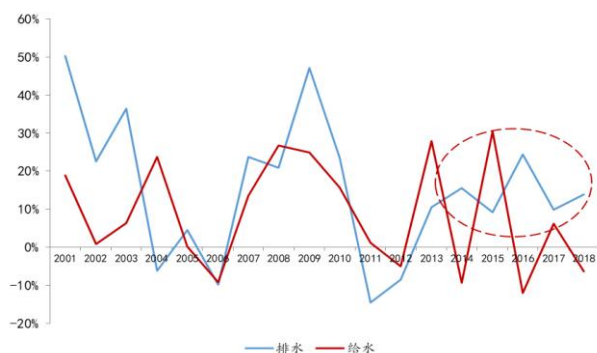
图 14、国内城镇化率突破 60% (%)



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

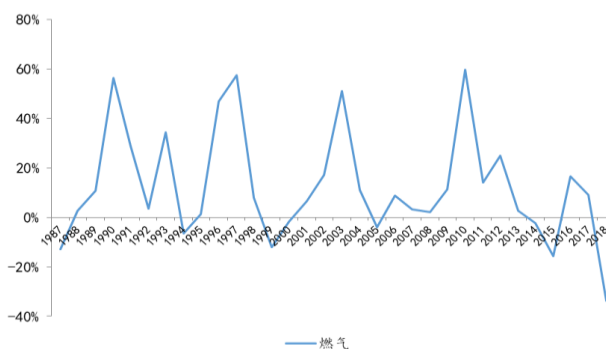
下游用途可以解释产量增速的放缓，建筑工程、市政、农村用水绕不开城镇化与新农村建设。2019 年城镇化率突破 60%，但提升速度边际放缓，涉及城镇基础设施特别是地下工程的大规模增长告一段落。**观察指标：2000-2019 年城市市政公用设施建设固定资产投资完成额中排水、给水、燃气的细分项，周期性明显。其中，排水领域年增速超过 40% 的年份只有 2001 年(50%)，2001-2003 年、2007-2010 年两个阶段增速均超过 20%，2013 年大部分在 9-16% 区间。给水领域波动幅度较大，1994 年后未见增速超过 40%，集中高增长的年份见于 2007-2010 年，近几年在 2013 (28%)、2015 (30%) 有过较快增长，2018 年下滑 6%。燃气领域阶段性高点之间相隔 6-7 年，规律较其他两项最明显，近期高点是 2016 年(17%)，2018 年下滑 34%，如果按照时间规律下次投资峰值预计在 2022 年前后。**此外，排水、给水在 2001-2013 年间趋势较为一致，2013-2018 年分化明显，预计与“雨污分流”等政策推进有关。**2020 年受疫情与长江流域大面积洪涝影响，水利工程建设需求被催化，我国计划 2020-2022 年重点推进 150 项重大水利工程建设，总投资约 1.29 万亿元，带动直接和间接投资约 6.6 万亿元。**

图 15、城市市政共用设施固投完成额（排水 vs 给水）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、城市市政共用设施固投完成额（燃气）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

我们判断塑料管道总量继续稳定增长。我国用 9 年时间完成城镇化率从 40%到 50%，同样用 9 年时间实现从 50%到 60%，当前仍有至少 5 年以上时间实现 70%，叠加地下老旧管网改造、农村自来水普及率达到 80%以及农田有效滴灌面积提升、2020-2022 年总投资 1.29 万亿元重点推进 150 项重大水利工程建设、电力线缆和电信线缆铺设/升级等，基础设施建设仍处于上升通道，此外塑料管道在所有管道占比还未达到 55%的目标比例，因此，塑料管道总量仍将保持增长态势。需求方面，排水、给水、燃气投资速度呈现时间规律、周期波动；供给方面，龙头扩张、小厂退出之间存在特定平衡，因此塑料管道总量的增长性被周期平滑，而供给端特性一定程度托底总量不下滑。

表 2、两次重大水利工程建设推进情况

时间/会议	项目数	进展/计划	投资额	工程效益
2014 年 5 月 国务院第 48 次常务 会议	172 项重大水 利工程	截止 2020 年已累计开 工 146 项	在建投资规模 超过 1 万 亿元	引江济淮、西江大藤峡 水利枢纽、淮河出山店 水库陆续开工； 南北水调东中线一期 工程等 32 项工程相继 建成
2020 年 7 月 国务院第 100 次常务 会议	150 项重大水 利工程建设	2020-2022	总投资约 1.29 万亿元， 带动直接和间接投资约 6.6 万亿元 国家发改委已累计下达 2020 年重大水利工程中 央预算内投资 528 亿元	预计可新增防洪库容 约 90 亿立方米，治理 河道长度约 2950 公里， 新增灌溉面积约 2800 万亩，增加年供水能力 约 420 亿立方米

资料来源：国家发改委、兴业证券经济与金融研究院

2.2、原料大宗，顺势传导

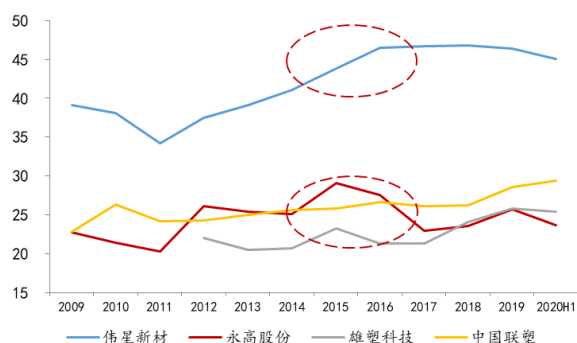
原材料成本在主营业务成本占比高达 80%+，PVC/PE/PPR 树脂原材料成本在营业成本占比近 70%。塑料管道主要原材料为 PVC、PE、PP 等高分子树脂，价格与国际石油价格、煤炭价格相关。PE 和 PP 属于石化工业产品，来源石油、天

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 11 -

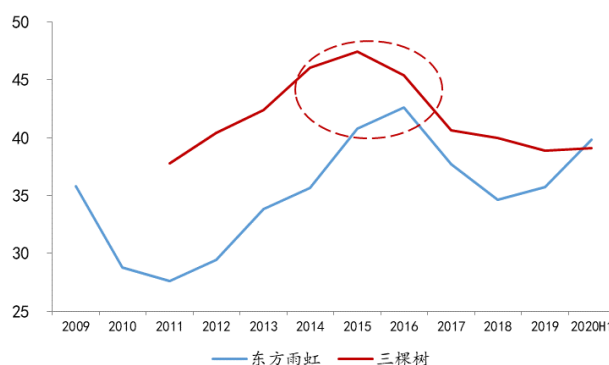
然气，电石法 PVC（国内主流）是煤化工工业产品。上游供应商包括中泰化学、天原集团、新疆天业、中石油、中石化等大型化工企业，塑料管道企业议价能力有限。PVC 类产品较多采用成本加成法定价，顺势传导原材料价格波动，同时利用 PVC 期货套期保值一定程度平滑原材料波动风险。产品调价时滞与幅度影响当期毛利率变化，近年来 2 次主要波动是 2015 年、2020 年，2015-16 年不仅是塑料管道企业，上游同样与石油相关的防水、涂料企业，毛利率均出现阶段性高点。

图 17、塑料管道龙头 2015-16 年毛利率明显冲高



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、东方雨虹、三棵树 2015-16 年毛利率同为高点



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

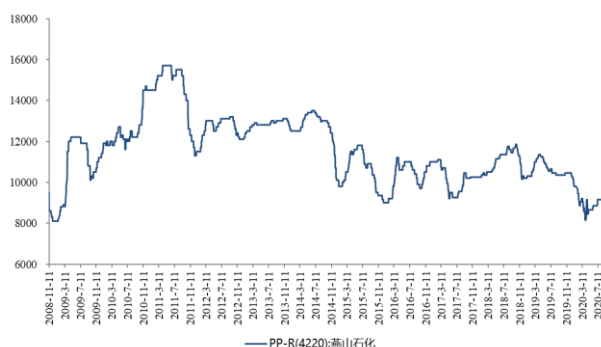
2020 年上半年原材料价格波动表现：

(1) PPR 原材料价格变动：以燕山石化 PPR4220 为例，一季度均价环比下降 11%，同比下降 13%，二季度均价环比下降 6%，同比下降 21%，原材料价格呈现逐季下滑，且同比降幅较大。

(2) PE 原材料价格变动：以中国塑料城 PE 指数为例，上半年同比下降 16%，其中一季度同比下降 18%，二季度下降 14%。

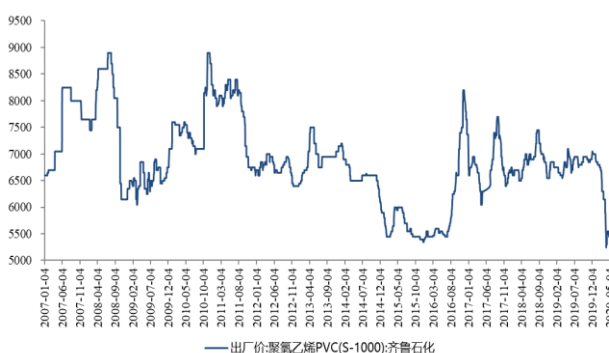
(3) PVC 原材料价格变动：齐鲁石化聚氯乙烯 PVC 出厂价为例，一季度均价环比下降 6.6%，同比下降 3.1%，二季度均价环比下降 9.2%，同比下降 14.2%，原材料价格同比降幅不及 PPR、PE。

图 19、燕山石化 PPR4220 市场价变动情况（元/吨）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

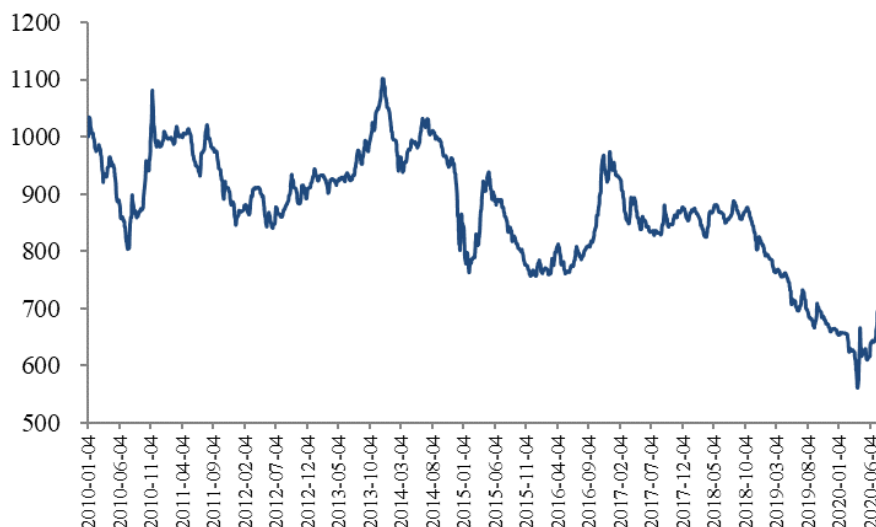
图 20、齐鲁石化聚氯乙烯 PVC(S-1000)出厂价（元/吨）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 21、中国塑料城 PE 指数变动情况



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

2.3、属性各异，看点不同

塑料管道细分品类不多，主要包括 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）和 PPR（无规共聚聚丙烯，PP 以 PPR 为主）管材管件三类，其他还包括 PB（聚丁烯）、ABS（丙烯腈-丁二烯-苯乙烯）管材管件等，按照主要原料命名。

表 3、下属子公司情况

分类	材质	产品名称	主要应用领域
PVC	PVC-U	PVC-U 排水管材、管件	建筑排水
		PVC-U 给水管材、管件	建筑、市政给水
		PVC-U 双壁波纹管	室外排水
		PVC-U 电工套管	建筑电线护套
	PVC-C	PVC-C 给水管材、管件	建筑内热水管
		PVC-C 电缆护套	高压电缆护套
		PVC-C 化工用管	化工用管道
	软质 PVC	软质 PVC	医用导管、花园管
PE	HDPE LDPE MDPE	PE 建筑排水用管材、管件	建筑同层、虹吸排水系统
		PE 给水管材、管件	"城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉"
		PE 双壁波纹管等结构壁管材	市政排水、排污
	PE-X	PE 燃气用管材、管件	城市燃气输送
		PE 护套管	电力、光纤护套
		PE-X	建筑内冷热水管、采暖
PP	PE-RT	PE-RT 管材、管件	建筑内地板辐射采暖
	PP-R	PP-R 管材、管件	建筑内冷热水管、采暖
	PP-H	PPH 管材、管件	化工用管道
	MPP	改性 MPP 管材	高压电缆护套
	PP	PP 双壁波纹管	工业排水、排污
PB	PB	PB 管材、管件	建筑内冷热水管、建筑内采暖道
ABS	ABS	ABS 管道	建筑内热水管、化工用管道

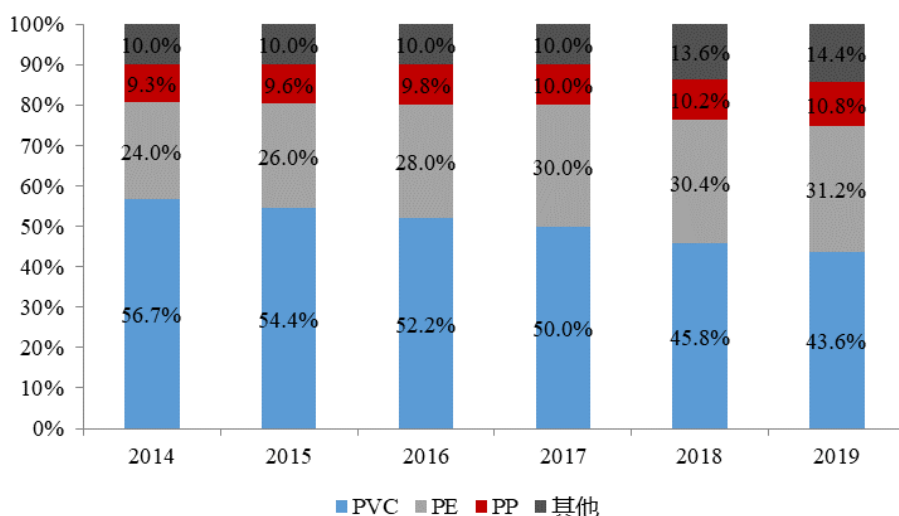
资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 13 -

近年来，PVC 占比趋势性下降，PE 及 PPR 明显提升。三者并非绝对的替代关系，占比跟随应用场景变化。PVC 管道占比从 80% 以上逐步下降到 40%+，主要用于给排水、通信、电力，主要口径在 400mm 以下；PE 占比提升至 30%+，主要口径 400mm-1200mm，近几年来发展最快主因城镇化推进，大口径管道应用场景增多，PE 是市政给水系统首选材料之一；PP 占比略超 10%，其中 PPR 主要用于冷热水管及采暖，主要口径在 160mm 以下。简单而言，呈现对应关系是：建筑排水、电力护套→PVC，市政、燃气、热力→PE，家装冷热给水→PPR。

图 22、国内 PVC、PE、PP 管道占比变化



资料来源：智研咨询、兴业证券经济与金融研究院

● PPR 可以挖掘零售属性

用于家装冷热水进水领域，直接关联居民用水，生活品质提升、健康意识增强，有品牌创建基础，享受品牌溢价、功能溢价（除菌、防腐）。

表 4、PPR 市场容量测算

	年需求量	单价	容量	注
整体法一	112 万吨	2 万元/吨	225 亿元	-
整体法二	104 万吨	2 万元/吨	208 亿元	-
分步法	90 万吨	2 万元/吨	180 亿元	不含非建筑领域

资料来源：国家发改委、兴业证券经济与金融研究院

我们预计 PPR 市场潜力约 200 亿元。

- 整体法（一）：2019 年全国塑料管道产量 1606 万吨，建筑给水占比 14%，推测 225 万吨建筑给水塑料管道用量，假设 PPR 占比 50%，推测 PPR 用量 112 万吨，按照单价 2 万元/吨测算，对应 225 亿元市场空间。
- 整体法（二）：如果按 PP 口径占比 10.8% 计算，对应 173 万吨用量，PP 中假设 PPR 占比 60%，则 104 万吨，对应 208 亿元市场空间。
- 分步法：
 - 新增房屋方面，2019 年住宅竣工面积 6.8 亿平米，假设 100 平米房屋需

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 14 -

要 30 米 PPR 管（不考虑双层水管），1 米 PPR 管重量 0.96 千克，对应 19.6 万吨。考虑近两年竣工数据滞后性，新房需求如果按照住宅销售面积 15 亿平方米推算，对应 43 万吨 PPR 用量。

——**二次装修方面**，①2000-2010 年，合计竣工面积 43.5 亿平米，装修渗透率 90%，对应 40 亿平米装修总量，因房屋结构问题，假设需要 15 米/100 平米，对应 5.9 亿米、56.4 万吨，2008 年房价上涨迅猛，置换需求激发，推测大部分换房装修需求积压在后。考虑 8-10 年装修期，对应当前时点，同时假设 3 年消化，年均 19 万吨。②2010-2018 年，合计竣工面积 60.1 亿平米，装修渗透率 50%，30 亿平米需要装修，按 20 米/100 平米计算，对应 6 亿米、57.7 万吨，分 3 年消化，年均 19 万吨。

——**合计需求**：43+19+19=81 万吨

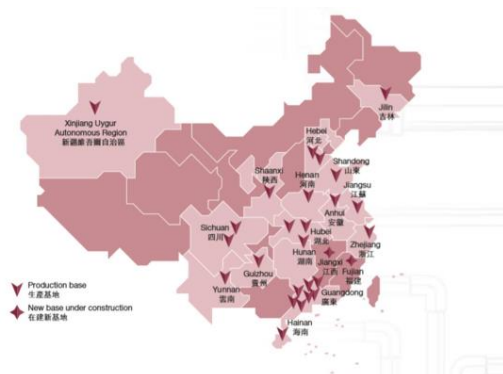
——**非住宅建筑领域**：2019 年住宅竣工面积在整体房屋竣工面积占比约为 90%，81/90%=90 万吨

——**市场空间**：取值 90 万吨，按 2 万元/吨计算，对应 180 亿元市场空间（此方法缺点是低估新房装修量，为考虑相近年份递延装修需求，以及二手房装修渗透情况）。

● PVC 规模属性

单价差异有限、变动有限，产品成本与运距、生产规模有关。PVC 产品口径小、质量轻，运输半径在 800 公里以内，近地运输成本更低，同时，规模越大原料采购成本越低（可变成本占比大摊薄有限）。因此观察到龙头在全国扩张，例如中国联塑在全国建设 25 个生产基地，永高 8 个，伟星 5 个，雄塑 6 个（含在建）。

图 23、中国联塑在全国拥有 25 个生产基地



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、永高股份在全国铺设 8 个基地（现有+新建）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

● PE 资源属性

PE 管道下游以城市市政、农村市政为主，即通常所指的 to G 客户，自来水公司、燃气公司、电力公司等，一般采取竞标方式获取订单，安全性、稳定供应、售后服务、品牌形象优先价格要素，龙头相对本地中小厂家优势明显，龙头之间定位与服务存在差异，在客户资源方面亦有区域差异。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3、百花争春，商业模式迸发

3.1、格局大稳小动，龙头领先行业

国内管材龙头几乎在同一时间段成立，上市时间也较为接近，全国性品牌例如日丰未登陆资本市场。例如伟星 1999 年成立，永高（1993 年），中财（1995 年），金德（1999 年），日丰（1996 年），联塑（1996 年）。龙头基本在塑料管推广应用阶段正式成立。

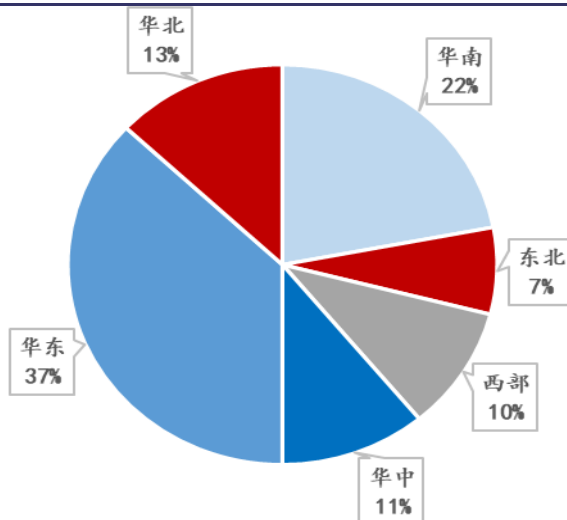
表 5、管材龙头企业成立时间对比

企业名称	成立时间	上市时间	备注
伟星	1999	2010	
联塑	1996	2010	1986 年成立五金厂
永高（公元）	1993	2011	
日丰	1996	未上市	
中财	1995	未上市	
金德	1999	未上市	
雄塑	2004	2017	
沧州明珠	1995	2007	已拓展第二主业
顾地科技	1999	2012	已拓展第二主业
宏岳	2001	未上市	
多联实业	1988	未上市	1992 年在西南地区开发“难燃 PVC 电线套管”
川路	1986	未上市	1988 年研发生产白色 PVC 排水管材管件

资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

生产企业主要集中在沿海和发达地区，浙江、广东、山东产量总计在全国占比接近一半，华东与华南占比之和为 59% 左右。小口径管材管件运输半径在 800 公里内，大口径运输成本占比更高，生产企业的区域布局也体现过去 20 多年主流市场的分布。

图 25、国内塑料管道企业区域分布表现



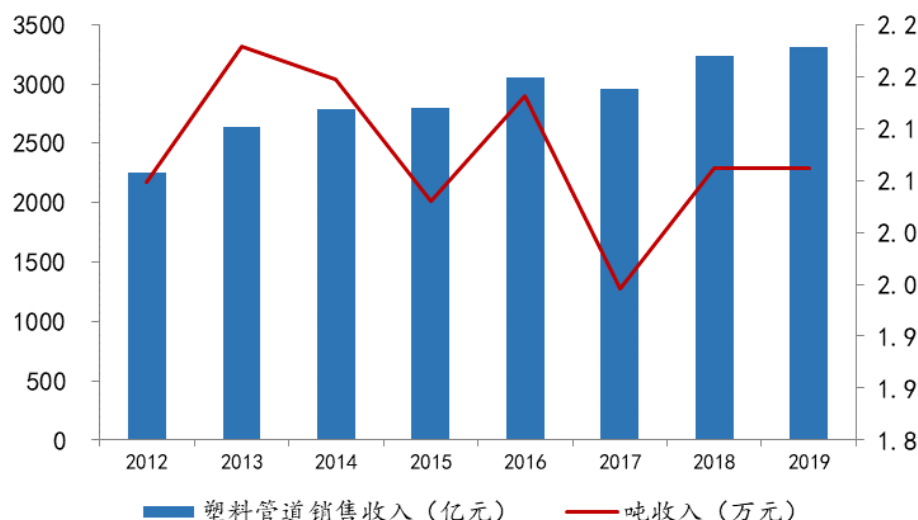
资料来源：前瞻研究院、兴业证券经济与金融研究院

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 16 -

一方面，行业对新进入者吸引力有限。单吨收入非常稳定（落后于CPI），根据收入与产量测算单吨收入一直在2万元上下波动。同时，运输半径决定区域性，“大行业小公司”份额分散，上游企业规模较为集中，管材企业原材料采购议价能力天然压制。单价稳定、成本和运费依赖规模，类似其他传统制造业，异地扩张、继续扩产是成长必然路径。行业净利率偏低，大部分企业低于10%，利润空间有限，管道企业倾向做大收入绝对额。

图 26、国内塑料管道总收入表现

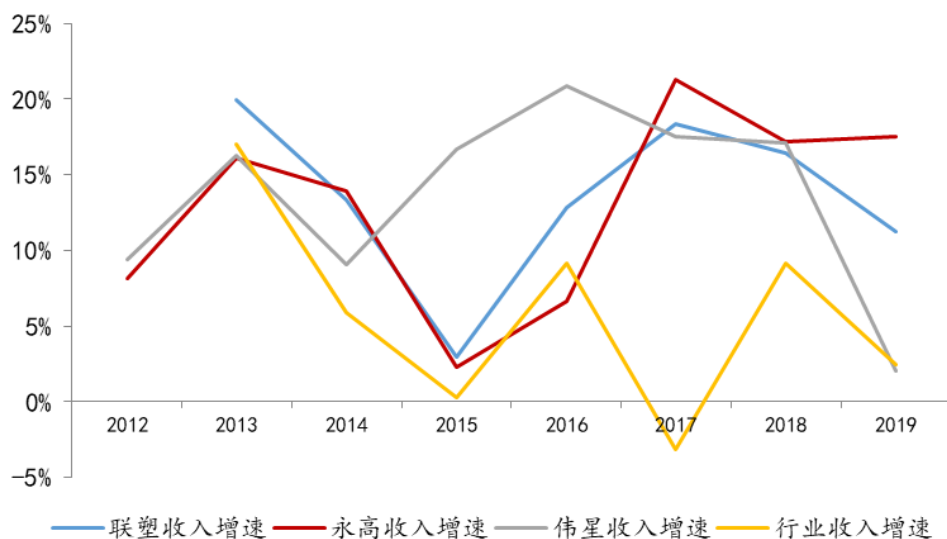


资料来源：前瞻研究院、兴业证券经济与金融研究院

另一方面，去产能在近年来环保、精装供应加持下形成一定趋势。环保管控严格，不达标落后产能退出，以及采购方式变化为全行业带来挑战，例如与地产商合作集采、和家装企业合作供应链，材料企业话语权有限，难免价格让利或面临较长应收账款，资金实力偏弱的中小企业难以为继，以及批量采购对保供能力、品牌认知度有一定要求，同样加速行业去产能。

当前行业仍存在 3000 家以上企业，1 万吨以上规模大约 300 家，20 家以上年生产能力超过 10 万吨，中小规模企业占比仍有 90% 左右。在采购模式变化、环保管控趋严的背景下，我们看好行业集中度继续提升，并关注到龙头收入增速快于行业，例如 2016 年地产景气启动至今，伟星年收入增速分别为：20.94%、17.51%、17.08%、2.1%、-14.3%（2016-2019、2020H1）；联塑：12.84%、18.37%、16.44%、11.24%、3.25%（2016-2019、2020H1）；永高：6.62%、21.3%、17.16%、17.5%、-0.04%（2016-2019、2020H1）。

图 27、国内塑料管道龙头与行业收入增速对比



资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

管道龙头市占率仍有较大空间:

- 中国联塑份额第一, 如果仅看 PVC 产品系列, 联塑 2019 年收入近 148 亿, 行业中 PVC 占比 44% 约对应 565 亿元+容量, 市场份额超过 25% (金额口径)。
- 伟星新材收入占比第一的产品是 PPR, 2019 年营收 24.4 亿元, 按照上述测算行业容量约 180-200 亿元 (仅家装住宅), 公司份额约 12-13.5% (考虑 PPR 全部用途预计低于这一比例), 原材料角度估计产量占比约 8% (以上测算仅供参考)

表 6、管材龙头收入、产能、份额表现

企业名称	2019 年管道类收入 (亿元)	产能 (估计数, 万吨)	塑料管道收入占比 (市场总 容量口径按含税市场价)
伟星新材	44.2	30+	1.5%
中国联塑	237.1	260	7.9%
永高股份	54.7	60	1.8%
顾地科技	15.8	20	0.5%
雄塑科技	20.1	36	0.7%
沧州明珠	20.5	-	0.7%

资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

3.2、精装放量, 有限粗放增长

精装房推动地产集采促使上游材料公司商业模式变革, TO B 景气度大涨。根据奥维云网统计, 受疫情影响, 今年 1-6 月, 住宅精装新开盘项目累计数量为 1264 个, 同比下降 31.5%, 6 月单月降幅缩小至 3.2%; 1-6 月开盘房间累计数量 108.3 万套, 同比下降 33.3%。

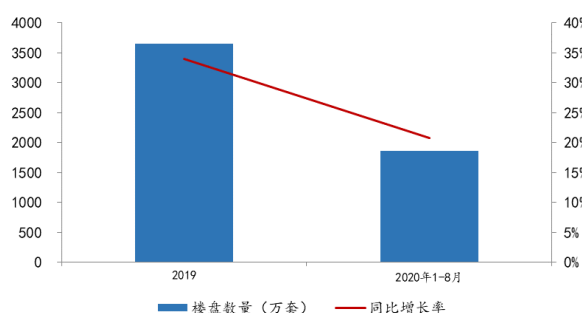
国内疫情得到有效控制, 1-8 月住宅精装新开盘项目累计数量为 1857 个, 同比降

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 18 -

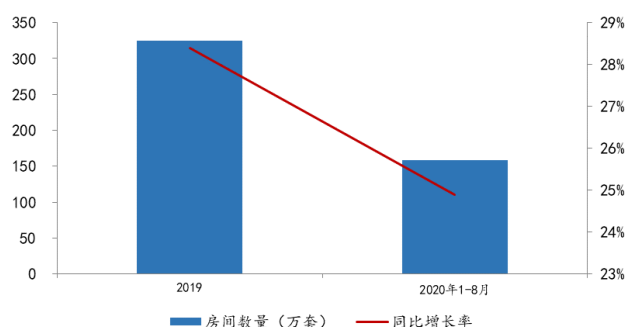
幅收窄至 20.8%，开盘房间累计数量 158 万套，同比降幅收窄至 24.9%。

图 28、国内住宅精装开盘项目-楼盘个数累计情况



数据来源：奥维云网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、国内住宅精装开盘项目-房间数量累计情况

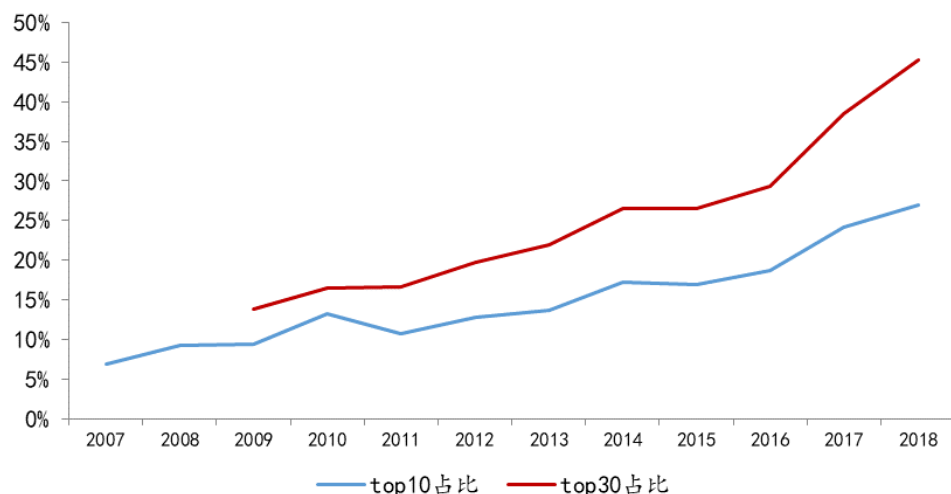


数据来源：奥维云网、兴业证券经济与金融研究院整理

今年 1-6 月累计角度，从房间套数规模结构来看，住宅精装开盘项目主要分布在华东，全国占比为 43.2%，华南仅次于，地区占比 18.5%。1-8 月华东占比 41%，华南 20.1%，仍然是国内唯一 2 个超过 15% 的地区，华北 10.7%，西南 10.5%。8 月开盘规模前三城市分别为杭州、长沙、广州。当前 1000-2000 元装修标准占比最大，为 36.3%，其次 2000-2999 元占比 30.8%。

精装推进带来两方面影响，一是精装房增加，精装阶段完成管道安装，相对应的是，毛坯房减少，由毛坯带动的零售渠道总量减少；二是采购群体发生改变，精装集采直面专业采购人员，品牌溢价打折，且管道属于隐蔽工程，地产企业更方便“去品牌化”，营销空间有限。同时，下游地产集中度同样持续提升。

图 30、地产集中度不断提升



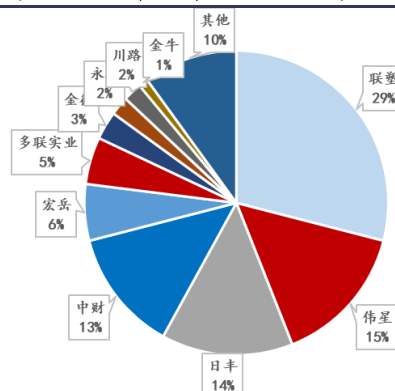
资料来源：克尔瑞、兴业证券经济与金融研究院

地产首选率与龙头真实市场地位较为吻合。根据《2019 中国房地产产业链战略诚信供应商研究报告》，管材管件类别中伟星排名第 2，品牌合作首选率为 14.18%；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

根据新浪地产公布的 500 强品牌首选率名单，管材管件类别中，2019 年及以前伟星一直稳居第 2，首选率在 15% 上下。

图 31、2019 年新浪地产 500 强管材管件类首选率



资料来源：新浪地产、兴业证券经济与金融研究院

但区别于其他建材行业，管道在精装领域并没有呈现粗放高增长。例如联塑、永高的地产直营业务，整体占比预计在 15% 上下，并且有意控制比例，**一方面与经销制有关，企业为下游合作伙伴留足成长空间，另一方面重视报表质量，控制应收比例，不放宽对毛利率的要求。**同时，管道类集采不及其他品类突出，区域项目组采购或交予施工方采购也较为常见。

3.3、零售 vs 工程，取决理念

塑料管道行业上市公司包括：伟星新材、中国联塑（H 股）、永高股份、雄塑科技、东宏股份、沧州明珠、凌云股份、顾地科技。但各家企业产品类别与商业模式分化明显，简单对比并不合适。

例如伟星主打 PPR 产品，如前所述零售属性较强，体现高利润要求、渠道强管控的管理理念，近两年提倡双轮驱动，提高工程业务重视度；联塑、永高主打 PVC 产品，讲究规模扩张、重视批发销售，其中联塑对市政工程更为侧重；而沧州明珠、凌云股份、顾地科技第一/二主业与上市时的主营业务差异较大，重心已发生变化。

表 7、管道相关公司品类各有侧重（注：归纳总结仅供参考，不代表未来）

上市公司	主业	管道类主打产品	主要应用领域	主打产品属性
伟星新材	塑料管道	PPR	室内	To C
中国联塑	塑料管道	PVC	室内外	TO 市政/地产
永高股份	塑料管道	PVC	室内外	TO 地产/市政
雄塑科技	塑料管道	PVC	室内外	TO 市政/地产
东宏股份	工程管道	PE、PE 钢丝、涂塑管材管件	室外	TO 水利/市政/煤电
沧州明珠	PE 管道、BOPA 薄膜、锂电隔膜	PE	室外	TO 市政

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 20 -

凌云股份	汽车金属及塑料零部件	PE	室外	TO 汽车/市政
顾地科技	塑料管道、体育赛事、文旅	PVC	室外	TO 市政

资料来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

3.4、管道起家，扩品建平台

上世纪 90 年代至今，龙头企业平均历经 30 年上下发展历程，**当前时点思考、探索下一个增长引擎**。龙头企业上市以来平均复合增速，但近两年显著放缓，除常规新建基地、拓宽区域外，目光纷纷移向扩品类，其实同一阶段的建材企业均有类似举措。

扩品类包括主打产品拓展细分垂直领域，以及产业链渗透。例如中国联塑作为塑料管道龙一，扩品类渐有成效。2020 上半年传统业务收入占比 88.2%，其他业务合计 13.56 亿元规模，包括建材家居（7.5 亿），供应链平台（2.5 亿），环保（1.5 亿）。联塑率先拓展农业领域，为客户提供优质及专业现代设置农业整体解决方案，节水灌溉、塑管培植等；协同延伸环保与管道业务，成为一站式综合环保服务商，业务覆盖环保咨询、方案设计、项目施工、环保设备制造等；建材家居产业产品覆盖橱柜、衣柜、整体门窗、净水机、装饰板材等；建设一站式专业家居展厅及消费品商城等。

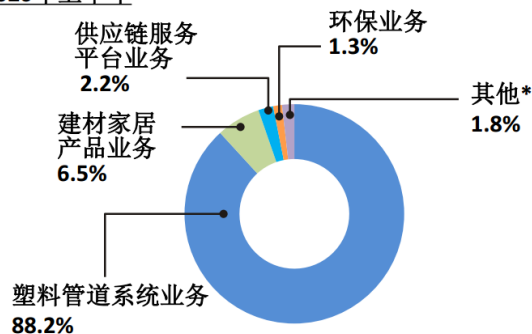
图 32、中国联塑大力拓展农业板块



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2020H1 中国联塑总收入按业务划分

2020年上半年



数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院整理

类似还包括伟星（地暖、防水、净水）、日丰（地暖、卫浴、玻璃胶）、永高（地暖、电力开关、家装防水、瓷砖美缝剂）等，**充分利用品牌力、渠道力，形成平台效应，扩充收入，专业团队培养与板块平衡管理，以及未来方向判断是平台型企业的新挑战。**

瑞士乔治费歇尔集团发展历程 200 余年，全球基地超过 50 个，1957 年正式生产塑料管件，除了 GF 管路系统，集团核心业务还包括汽车产品、精密机床。

瑞士吉博力集团发展历程 140 余年，全球 50 个国家拥有分支机构，集团核心业务

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

包含建筑给排水、卫浴科技。

图 34、永高股份产品宣传图



数据来源：天猫旗舰店、兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、日丰产品宣传图



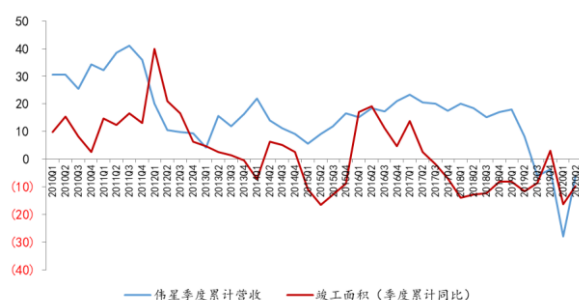
数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

4、稀缺资产，优势突出

4.1、立足零售，品牌护城，穿越周期

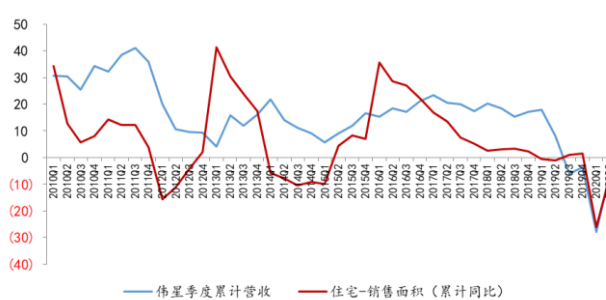
消费建材依附下游地产景气，但当地产趋弱时，消费属性可平滑周期影响。季度累计口径，伟星收入增速与竣工面积相关性为 0.45，与住宅销售面积为 0.39。相关性并不显著，但高于住宅销售额。

图 36、公司营收与竣工关系（累计同比增速，%）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、公司营收与住宅销售关系（累计同比增速，%）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

C 端企业直面消费者需求，在不同需求中找出当前时点需求的一致性，预判未来走势，例如：（1）过往第一要素是知名度、价格敏感度问题；（2）在居民收入、健康理念同步增强后，环保与设计美观需求快速上升；（3）在国内制造升级产品性价比地位站稳后，国产与洋品牌差异缩小，海外产品溢价能力减弱，国产品牌份额趋势扩大；（4）在单品或爆品成功后，品牌力横向渗透，扩品类增收，类似粉丝经济、一站式购物平台。

因此，在具体经营模式中，面对行业增速放缓，主导逻辑不是类周期品依赖不断

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

建厂、扩产形成规模优势、成本优势，也不是“价格战”“渠道建设”抢份额，而是培育消费品思路，更侧重品牌定位、渠道对利润的诉求、消费者购买转化、高利润反哺新品开发、品宣和渠道粘性。

塑料水管高度同质，隶属隐蔽工程，单从产品角度消费者很难区分异同，功能性天然占据主导，品牌意识不强，依赖“被教育”和信赖人士推荐，品牌商一方面需要提升品质、提高品牌知名度，一方面挖掘消费者“信赖”对象。考虑到消费频次低，通过配套服务提高与终端沟通频次，服务也是产品，可以展示企业形象，形成隐形口碑，交流创造价值。

(1) 第一步，产品“人设”，是品牌差异化的基石。公司定位材料环保、品质与服务高端树立高级感，价格体系稳定向上。2012 年向零售端推广“星管家”，开启产品+服务模式，提供免费试压服务、免费上门为客户鉴别产品真伪、施工完毕后提供完整的管路排布图、告知使用注意事项，为日后检修提供保障等服务。从产品销量迈向“产品+服务”，高筑服务壁垒，树立专业、亲民形象，迅速建立口碑，同时一直活跃在消费者视觉、听觉、行迹（火车站、公交车）最直接接触的空间。

图 38、“星管家”服务介绍（1）



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、“星管家”服务介绍（2）

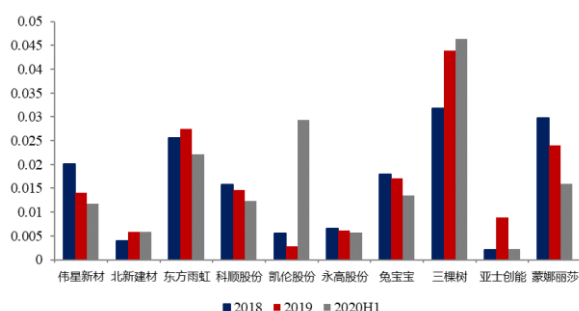


数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

公司营销费用相对管道同行更多，销售人员占比更大。2020 上半年公司广告与运输费用合计占比约 5.1%，永高对应 1.7%，北新 0.6%。2019 年公司销售人员占比 37%，而永高占比 13.6%，雄塑 16.7%，其他消费建材公司兔宝宝（22.7%），蒙娜丽莎（12.5%），东方雨虹（28%），三棵树（41%），亚士创能（46%），坚朗五金（40.8%）。其他消费类公司例如海天味业（36.4%），洋河股份（35.7%）。

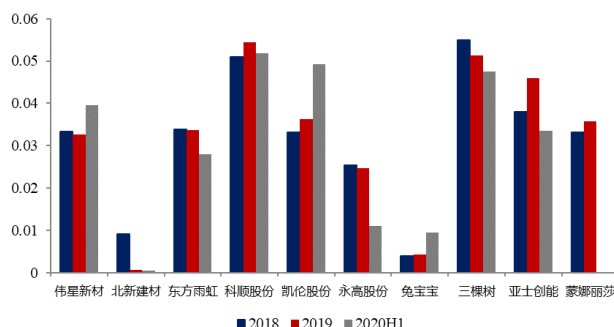
（运输费用与各公司会计政策、经营政策调整有关，仅做参考）

图 40、各公司广告推广费用/收入对比



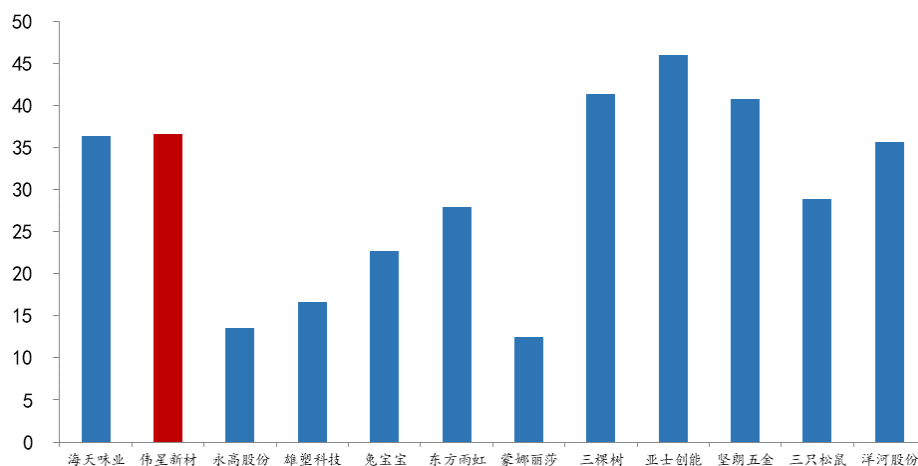
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、各公司销售运输费用/收入对比



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、各公司营销人员/总员工数对比



资料来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

(2) 各个击破影响消费者决策的要素：①经销商，分销相当于为公司销售能力添加杠杆；②水电工长，传统市场消费者依赖水工推荐，公司层面开展水工合作、互动，增加推荐粘性；③家装公司，称为小B端，伴随消费者装修外包习惯出现。④地产公司，称为大B端，伴随精装房趋势出现。

(3) 经销+直营，分公司制加强渠道管控，便于信息反馈、政策执行。

目前行业边际变化主要是①精装修持续渗透，②家装公司全包、半包增加。装修过程前移，执行主体变化，从购房者转变为地产集采团队或分包团队，从装修队升级为家装公司。与大客户合作是材料公司以利换量、提升市场份额最清晰路径。但转向B端，对于一家大量业务来自C端的企业，需要作出更多适应性调整，首当其冲是盈利水平，但国内市场庞大可以精挑优质项目保障利润，同时平衡营销费用与工程毛利之间的关系，工程业务可以拥有可观回报。

疫情影响偏短期，零售业态复苏有信心，公司收入端加速追赶。一是C端业务快

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 24 -

速恢复，上半年因一季度小区全封闭/半封闭管理、一二季度学生网课居家学习装修人员不便进入的影响，to c 装修抑制明显，随着国内疫情可控、学生 9 月正常入学，to c 装修将呈现趋势性恢复。**二是工程渠道发力**，受疫情影响相对较小，二季度率先恢复。此外，可以参考其他 C 端家居企业零售数据，例如**索菲亚**前端接单数据，线下门店 Q2 接单已恢复正增长，尤其省会城市，店面接单增长 10%。**东易日盛**一季度家装业务新签单金额 9.91 亿，恢复至去年的 92%，环比一季度大幅增长 131%。

4.2、利润核心，现金为王

2010 年上市以来，公司营收从 12.5 亿增长至 2019 年的 46.64 亿，复合收入增速 16%，扣非后归母净利从 1.66 亿增长至 2019 年的 9.34 亿，复合增速 21%，PPR 管材管件收入、毛利复合增速分别为 18%、21%。**公司利润表现优于收入。**

表 8、2010-2019 年伟星新材收入、利润增长表现

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
主营收入增长率	34.2	35.8	9.5	16.2	9.0	16.7	20.9	17.5	17.1	2.1
营业利润增长率	28.9	29.3	7.0	29.2	20.0	29.3	36.0	24.3	21.1	2.5
净利润增长率	28.3	28.9	7.6	33.8	22.8	24.9	38.5	22.4	19.3	0.6
毛利率	38.1	34.3	37.5	39.1	41.1	43.8	46.5	46.7	46.8	46.4
营业利润率	16.4	15.6	15.3	17.0	18.7	20.7	23.3	24.6	25.5	25.6

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

产品属性、公司重心、商业模式不同，呈现增长态势不同。在消费建材百花齐放之前，常将雨虹、伟星作为对比，伟星平均增幅不及雨虹，但波动性较小，两家公司毛利率平均相差 7 个百分点，营业利润率相差 9 个百分点。

同类型管道公司，伟星最突出的特点是毛利率、净利率远远领先，例如 2020 上半年伟星销售毛利率（45%）、净利率（19.8%），永高（23.7%，9.9%），雄塑（25.4%，11%），联塑（29.4%，12%）。

表 9、2010-2019 年东方雨虹收入、利润增长表现

项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
主营收入增长率	139.0	24.8	20.4	31.0	28.3	6.0	32.0	47.0	36.5	29.3
营业利润增长率	41.9	-27.2	128.0	116.5	52.2	16.7	50.6	30.6	26.9	44.2
净利润增长率	44.7	-2.8	83.7	93.5	59.6	25.1	40.8	21.0	21.6	37.3
毛利率	28.8	27.6	29.4	33.8	35.6	40.8	42.6	37.7	34.6	35.7
营业利润率	5.8	3.4	6.4	10.6	12.5	13.7	15.7	13.9	12.9	14.4

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

零售为主的企业报表质量普遍优于 to b 企业，虽然不能单以报表论优劣，但多年的坚持体现公司经营理念，务实重现金，风险偏好低。**公司资产负债率在可比消费建材公司中最低，仅 19%，无有息负债，2013 下半年以来无短期负债，2012 年中期开始无一年内到期非流动负债，2011 年底开始无长期借款，上市以来无应付债券。**应收账款天数、存货周转天数、收现比、净现比指标均反映 C 端零售特征，公司稳定呈现高质量报表。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 10、消费建材企业资产负债率一览

项目	伟星新材	北新建材	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	永高股份	兔宝宝	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居
2010	17	56	53			57	48				
2011	19	56	53			33	21	49			25
2012	15	53	55		76	33	17	46	75		22
2013	15	49	52	77	77	32	19	33	51	82	24
2014	17	36	33	66	60	36	24	43	38	79	22
2015	17	32	33	58	47	40	21	44	49	72	17
2016	25	27	44	39	57	42	19	43	53	63	11
2017	24	22	48	43	43	42	27	46	38	37	17
2018	21	19	59	41	52	46	44	58	48	42	44
2019	19	32	56	47	48	41	49	68	57	44	48

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

表 11、消费建材企业应收账款周转天数一览

项目	伟星新材	北新建材	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	永高股份	兔宝宝	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居
2010	23	17	76			13	22				
2011	28	10	92			15	18	31			24
2012	30	10	98		177	25	21	29	51		38
2013	24	11	98	82	89	30	18	26	48	33	43
2014	22	10	99	76	103	39	14	26	67	41	49
2015	21	10	123	95	117	55	13	33	76	51	71
2016	19	7	128	111	145	60	8	40	82	44	75
2017	18	3	125	128	138	54	6	52	102	50	64
2018	19	3	113	137	140	56	7	63	123	58	67
2019	21	18	101	129	142	54	8	69	110	55	124

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

表 12、消费建材企业存货周转天数一览

项目	伟星新材	北新建材	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	永高股份	兔宝宝	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居
2010	23	17	76			13	22				
2011	28	10	92			15	18	31			24
2012	30	10	98		177	25	21	29	51		38
2013	24	11	98	82	89	30	18	26	48	33	43
2014	22	10	99	76	103	39	14	26	67	41	49
2015	21	10	123	95	117	55	13	33	76	51	71
2016	19	7	128	111	145	60	8	40	82	44	75
2017	18	3	125	128	138	54	6	52	102	50	64
2018	19	3	113	137	140	56	7	63	123	58	67
2019	21	18	101	129	142	54	8	69	110	55	124
2020H	26	42	133	154	161	60	33	116	133	71	189

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

表 13、消费建材企业收现比一览

项目	伟星新材	北新建材	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	永高股份	兔宝宝	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居
2010	1.3	1.1	1.1			1.1	1.1				
2011	1.3	1.0	1.1			1.1	1.1	1.2			1.1
2012	1.3	1.0	1.1		0.5	1.1	1.1	1.2	1.2		1.1
2013	1.2	1.0	1.1	1.0	0.7	1.0	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2
2014	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9	1.1
2015	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	0.9	0.9	1.2

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2016	1.2	1.1	1.1	1.0	0.88	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9	1.1
2017	1.2	1.1	1.1	1.0	0.85	1.1	1.1	1.1	0.8	1.0	1.2
2018	1.1	1.1	0.9	0.9	0.8	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0
2019	1.1	1.1	1.1	1.0	0.7	1.0	1.1	1.0	0.8	1.0	1.0
2020H	1.2	1.0	0.9	0.8	0.5	1.2	1.2	1.0	0.7	1.0	0.7

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

表 14、消费建材企业净现比一览

项目	伟星新材	北新建材	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	永高股份	兔宝宝	三棵树	亚士创能	蒙娜丽莎	帝欧家居
2010	0.6	2.2	-1.8			1.9	0.1				
2011	0.8	2.1	-1.8			0.8	3.7	1.1			1.2
2012	1.3	1.7	2.0		1.9	1.0	3.3	1.5	2.9		0.9
2013	1.3	1.7	0.7	-0.9	-1.1	0.8	4.0	1.5	1.3	1.4	1.2
2014	1.3	1.4	0.6	0.7	1.3	0.9	2.4	1.2	0.4	1.3	0.6
2015	1.0	2.1	0.6	0.1	0.6	1.9	1.9	1.9	1.1	1.3	1.2
2016	1.4	1.5	0.6	0.4	0.01	2.6	1.5	0.4	1.1	1.0	0.6
2017	1.1	1.1	0.0	0.5	-0.03	1.1	1.2	1.3	-0.8	1.2	1.8
2018	1.0	1.1	0.7	-1.1	-0.4	1.7	0.9	1.2	1.4	0.8	0.2
2019	0.9	4.5	0.8	0.5	-0.3	1.7	1.8	1.0	3.7	2.1	0.5
2020H	1.4	-0.9	-0.3	-1.1	-3.0	1.6	-3.4	-5.9	-1.9	-1.2	-1.7

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

4.3、精装考验，海纳百川，多轮驱动

华东是公司核心重点区域，2020 上半年收入占比 51.37%，一直以来在 50% 上下波动。精装对零售业务的影响短期难以规避，公司通过建筑工程业务积极应对，精选优质项目并依托经销体系供应保证实现较高的毛利率。同时精装尤其华东地区，快速渗透期已经结束，对零售业务的影响边际恶化可能性小。

经过内部治理改善、外部渠道整顿，2020 年市政工程业务如期回归增长。如前所述，PE 业务下游自来水公司、燃气公司为主，价格敏感性低，同时对服务有潜在需求，公司产品质量过关，且擅长发挥服务优势，培育客户粘性。根据我们前文估计，按照规律 2022 年前后燃气、排水等领域可能经历一次投资景气回升。

部分举例公司产品在工程领域应用。

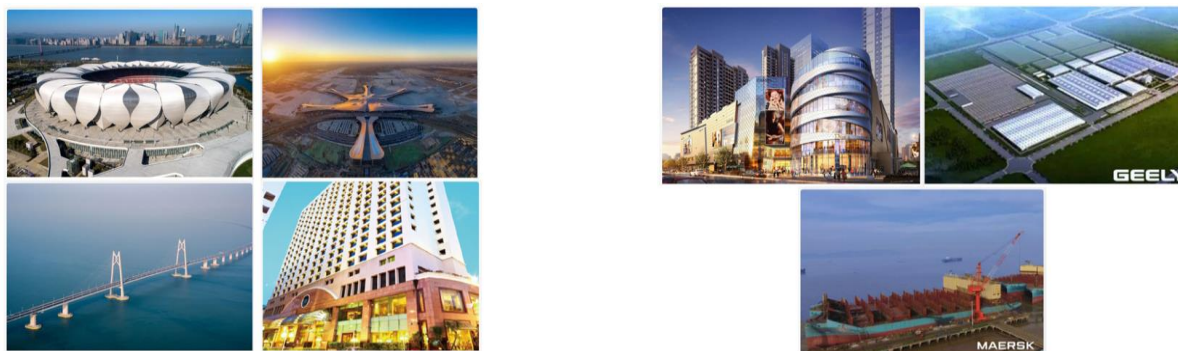
- 应用：给水。公司 PE 产品供应 2022 年杭州亚运会场馆。
- 应用：地源热泵。公司 HDPE 地源热泵产品供应北京大兴国际机场。
- 应用：给水。公司 HDPE 产品供应港珠澳大桥。
- 应用：给水。公司 PPR、PE 产品供应上海世博轴。
- 应用：CWS。公司 PPR 产品供应泰国 Royal City Hotel。
- 应用：给水、虹吸排水。公司 PPR、PE 产品供应温州立体城。
- 应用：给水。公司 PE 产品供应马士基集装箱项目。

图 43、伟星供应的市政工程、海外工程项目

图 44、伟星供应的建筑工程、工业领域项目

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 27 -



数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

此外，关注旧改需求释放。2020年7月20日，国务院办公厅发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，提出2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。今年旧改数量比去年增加一倍。

4.4、坚定同心圆战略，防水、净水接力成长

战略方面，2016年报首次提及“同心多元化”战略，积极布局防水、净水两大领域，随后年度措辞有细微变化，2017年“同心圆多元化”战略、2018年“以同心圆产业链为平台”、2019及2020上半年“同心圆产品链”战略。

产品方面，公司2017年6月正式推出“咖乐”防水，以自有资金与5位核心区域经销商共同投资设立防水材料子公司，初期注册资本5000万元，公司出资3750万元，防水产品由子公司上海伟星新材料科技（简称上海新材料）负责生产，**仅做家装防水，产品覆盖家装防水涂料、防水浆料、堵漏宝等**。装修流程中，防水与管道同属隐蔽工程，防水施工是管道安装的下道程序，按工序“顺势”推广防水产品，发挥渠道协同，降低推广成本，具备天然便利。公司在部分地区施行“产品+施工”模式。公司2016年试点前置过滤器产品，安内特德国原装进口，2019年开始推广国产VASEN伟星前置过滤器，并于同年成立浙江伟星净水科技有限公司。

图 45、伟星家装防水产品

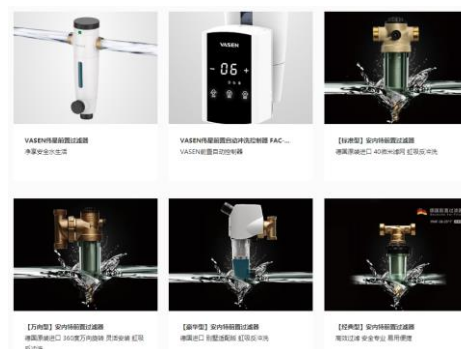
图 46、伟星净水产品

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 28 -



数据来源: 公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: 公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

服务方面, 防水效果“三分靠材料七分靠施工”, 伟星积极打造专业施工流程, 奠定品牌差异化基础。

图 47、伟星防水专业施工步骤图



资料来源: 公司官网、兴业证券经济与金融研究院

进展方面, 扎实稳妥, 成长根基牢固。当前两项业务销售额偏小, 未单独列示, 在利润表中其他产品中体现。2020 上半年收入下滑背景下, 其他产品同比逆势增长 19.04%, 2018-2019 年均实现 85.54%、73.96% 的高比例增速。需要强调是, 同

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

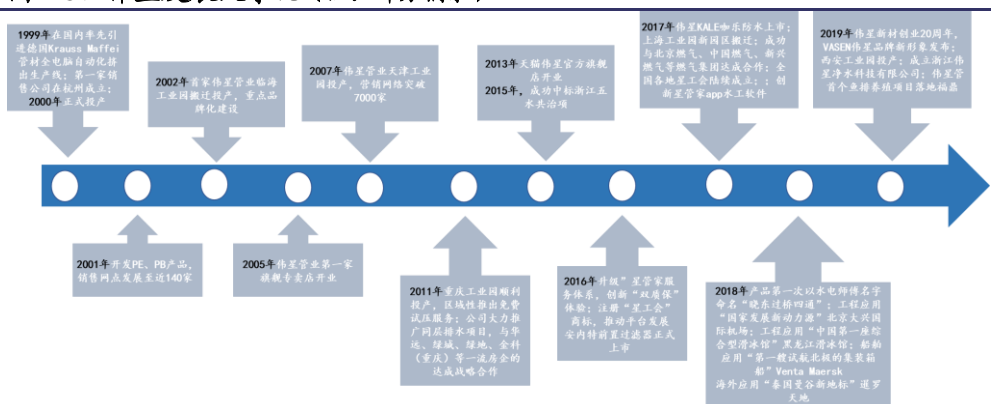
期 PPR 收入增速分别为，2020H1（-22.58%），2019（-5.72%），2018（+18.08%）。因与 PPR 零售渠道协同，同样面对精装困境和疫情干扰，但 PPR 业务下滑时期，防水、净水仍表现出正向增长，推测渠道渗透率正不断提升。

空间方面，仅家装厨卫防水预计容量 100 亿元以上。国内防水材料在建筑成本占比约 0.7%-1.5%，美国高达 8%-10%，主因我国建筑防水面积有限，仅屋顶、地下室、厨卫，美国包括建筑外墙、阳台、楼层间，甚至双层防水。假设 3 公斤涂刷 1 平米，防水涂料 10-18 元/公斤单价，对应 30-50 元/平米材料成本，结合全国住宅竣工面积 6.8 亿平米，平均 90 平米/套，约 750 万套，厨卫合计平面面积约 10-11 平米，但是涂刷面积比较多，还包括墙体且需涂 2-3 次，因此根据我们测算，仅属于家装厨卫的防水空间已有 100 亿以上，未来还可以向阳台等其他区域拓展。

4.5、争创百年基业，管理团队卓越

公司创新、务实、稳健、创利能力备受肯定，从立足家装用管，主打 PPR 零售，定位高端创新性主打服务+产品模式，分公司模式，工程+零售双轮驱动，同心圆产品链，互联网，国际化推进等，背后是管理层思路清晰、战略高远。公司股权结构稳定，勇于自我革新，通过股权激励调动积极性。

图 48、伟星发展大事记（注：部分摘录）



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院

4.6、全球视野，国际化启动

优质龙头开启国际化进程。2019 年全新升级品牌形象启用英文商标 VASEN，同时通过全资子公司香港公司在泰国和德国设立 2 家孙公司。

- 2019 年 12 月 17 日，与泰国经销商合资设立 VASEN AND TAC-M CO.,LTD.，注册资本为 1.50 亿元泰铢（约 3,590.40 万元人民币），其中香港公司出资 2,692.80 万元人民币，占比 75%，泰国经销商出资 897.60 万元人民币，占比 25%。该公司主要生产经营塑料管道等，注册编号 0135562028254。通过生产属地化，提升国际市场品牌知名度和竞争力。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

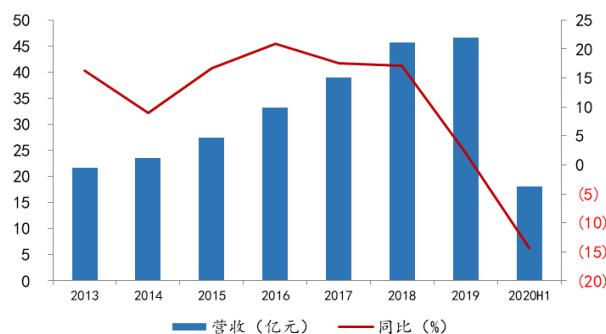
- 2020年2月26日，在德国全资设立 VASEN GERMANY GMBH，注册资本为 10 万欧元（约 119.68 万元人民币），主要经营塑料管道、国际贸易等，注册编号 HRB 52424。主要服务开拓欧洲市场，促进与国际先进企业合作。

5、将迎拐点，逐季改善

5.1、疫情影响零售承压，二季度加速恢复

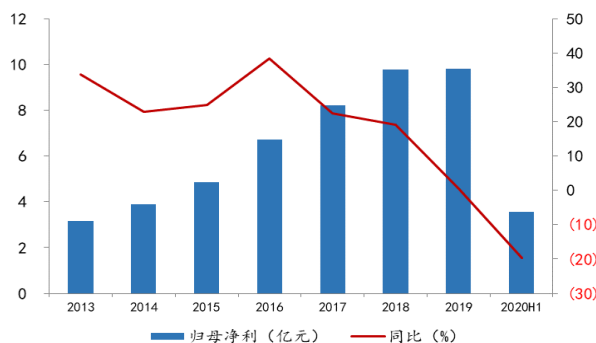
2020 上半年实现营收 18.05 亿元，同比下降 14.28%，归母净利 3.57 亿元，同比下降 19.61%。上半年销售毛利率 45.04%，同比下降 1.32 个百分点。其中，二季度总营收 12.41 亿元，同比下降 6.25%，归母净利 2.7 亿元，同比下降 13.70%，二季度销售毛利率 46.88%，同比下降 1.05 个百分点，整体表现符合预期。

图 49、公司近年来收入变化



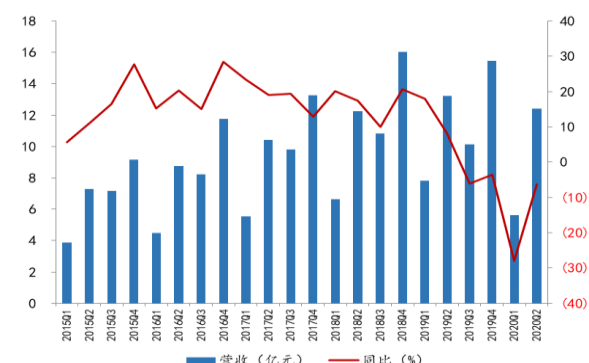
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、公司近年来归母净利变化



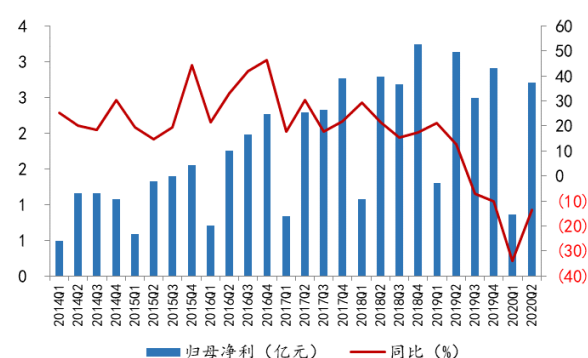
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、公司近年来单季度收入变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 52、公司近年来单季度归母净利变化



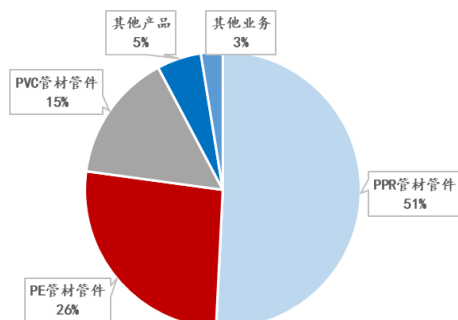
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

分产品看，公司主打产品 PPR 管材管件收入占比 50.80%，PE 占比 26.35%，PVC 占比 15.08%，与去年同期相比 PPR 占比下降 5.45 个百分点，PE 占比提高 3.42 个百分点，PVC 占比变动不大。主因 PPR 收入下降较大，为-22.58%，而 PE 仅微幅下降 1.51%，PVC 收入下降 13.36%与整体规模增速接近。结合公司一季度整体收入规模下降 27.88%以及 PPR 业务占比超过 50%，我们判断①一季度 PPR 下降幅

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

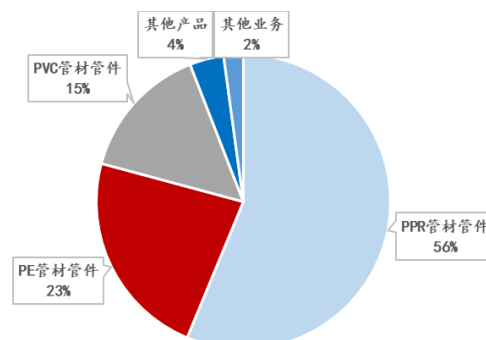
度超过 30%，二季度显著收窄，有望在 20% 以内，②二季度 PE 同比实现正增长，有望超过 10%。其他产品占比从 3.75% 提升至 5.20%，收入同比增长 19.04%，这部分由防水涂料、前置过滤器业务为主，上海伟星新材料科技有限公司半年实现收入 3277 万元，同比微幅下降 1.6%（防水业务为主，仅反映工厂收入情况）。

图 53、公司 2020 上半年分产品收入结构



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

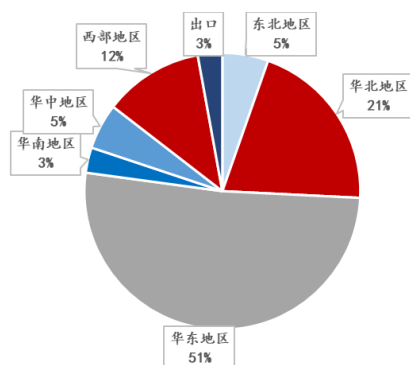
图 54、公司 2019 上半年分产品收入结构



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

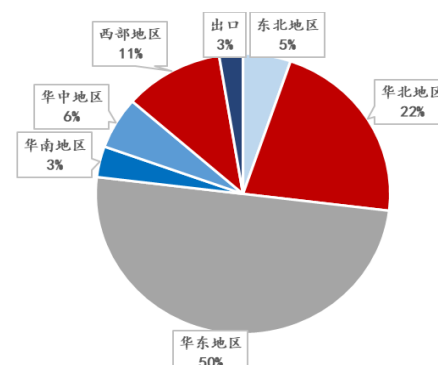
分地区看，华东地区贡献收入仍然最大，占比达到 51.37%，提高 1.37 个百分点，收入同比下降 11.94%。其次为华北地区，占比 20.40%，下降 1.28 个百分点，收入下降 19.33%。占比提升的地区还包括西部、东北、出口，收入降幅分别为 8.47%、12.03%、5.18%，华南地区降幅最为突出，达到 -28.86%。

图 55、公司 2020 上半年分地区收入结构



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 56、公司 2019 上半年分地区收入结构



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

毛利率角度看，PPR、PE、PVC 业务毛利率分别为 58.94%、35.52%、24.58%，PPR、PE 毛利率分别同比提高 0.75、0.13 个百分点，主因原材料价格下行抵消销量下滑影响，PVC 毛利率下降 2.36%，主因原材料降幅不及 PPR、PE，未抵消收入下降影响，同时预计与工程和零售占比变化亦有关联，工程类毛利率更低。公司整体销售毛利率 45.04%，同比下降 1.32 个百分点。三季度以来原材料价格环比有均有上行趋势。

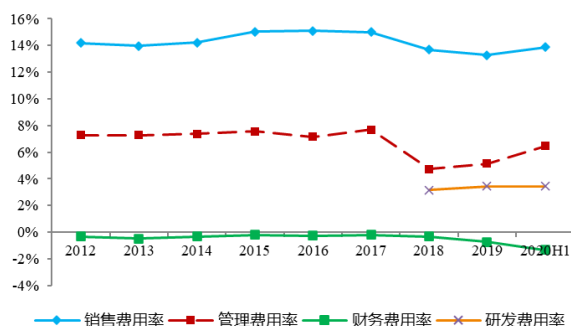
费用变化幅度大，其中，财务费用下降 99.2%，主因本期收到银行利息增加 98.5%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

管理费用小幅增长 2.1%，主因占比 22% 的折旧摊销费大幅增长 54.2%，占比 10% 的其他类管理费用增长 53.8%，疫情影响减少外出，因此办公差旅费用下降 19.3%，职工薪酬占比 51%，下降 6.3%，第二期股权激励结束，本期无相关费用。**销售费用下降 14.8%**，占比 41% 的职工薪酬下降 13%，占比 29% 的包装运输费下降 3%，市场推广费与销售业务费均大幅下降 40% 以上。

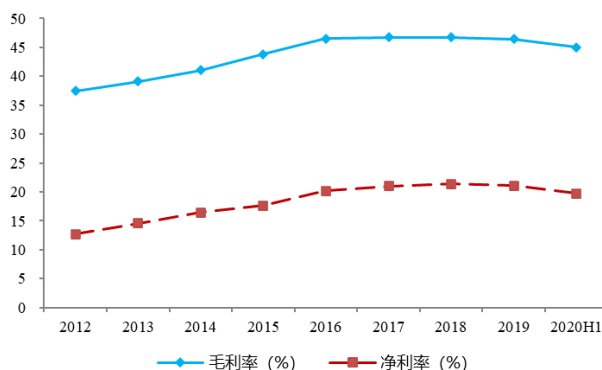
现金流保持良好，本期购买原材料减少，因此经营活动产生现金流量净额 4.97 亿元，同比大幅增加 109.18%，货币资金 13.31 亿，去年同期 9.19 亿；投资活动产生现金流量净额下降 93.6%，主因本期购买理财产品减少；应收占销售比例 14.13%，去年同期 17.4%，工程加速的前提下，公司应收管控仍能维持较好水平。

图 57、公司近年来期间费用率变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 58、公司近年来毛利率、净利率变化



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、股权激励落地，框定增长基调

公司近期披露第三期股权激励（草案）。激励对象共 143 人，股票数量 1900 万股占总股本 1.21%，授予价格 7 元（2020 年 10 月 9 日收盘 16.47 元），2020-2022 年 3 个会计考核年度，解除限售比例 30%、30%、40%，以 2017-2019 年度平均扣非净利润（8.84 亿元）为基数，要求增长比例为 2020（+8.5%，即 9.6 亿元），2021（+23%，即 10.88 亿元），2022（+38%，即 12.2 亿元），考核业绩值同样为扣非后归母，同时扣除激励相关费用。预计股份支付费用合计 1.31 亿元，2020-2023 年分别摊销 1274.58 万元、6992 万元、3386.75 万元、1456.67 万元。

回顾第二期股权激励情况，激励对象共 57 人，股票数量 1800 万股占总股本 3.11%，授予价格 7.23 元，2016-2018 年 3 个会计考核年度，解除限售比例 30%、35%、35%，以 2013-2015 年度平均净利润（3.83 亿元）为基数，要求增长比例为，2016（+35%，即 5.18 亿元），2017（+50%，即 5.75 亿元），2018（+70%，即 6.52 亿元），实际超额完成：2016（6.5 亿，超激励线 70%）、2017（7.82 亿，超激励线 104%）、2018（9.37 亿，超激励线 144%）。同时要求加权平均净资产收益率不低于 15%。

表 15、两期股权激励情况对比

3 年扣非归母净利平均				
2013-2015 年	3.83	2016	2017	2018
	解锁对应增长率	35%	50%	70%
		5.2	对应业绩 5.8	6.5
		10.6%	对应同比增速 11.1%	13.3%
		7	实际业绩 8	9
		38.9%	实际同比增速 20.3%	19.8%
		70%	超过激励线比例 104%	144%
2017-2019 年	8.84	2020E	2021E	2022E
	解锁对应增长率	9%	23%	38%
		9.6	对应业绩 10.9	12.2
		2.7%	对应同比增速 13.4%	12.2%

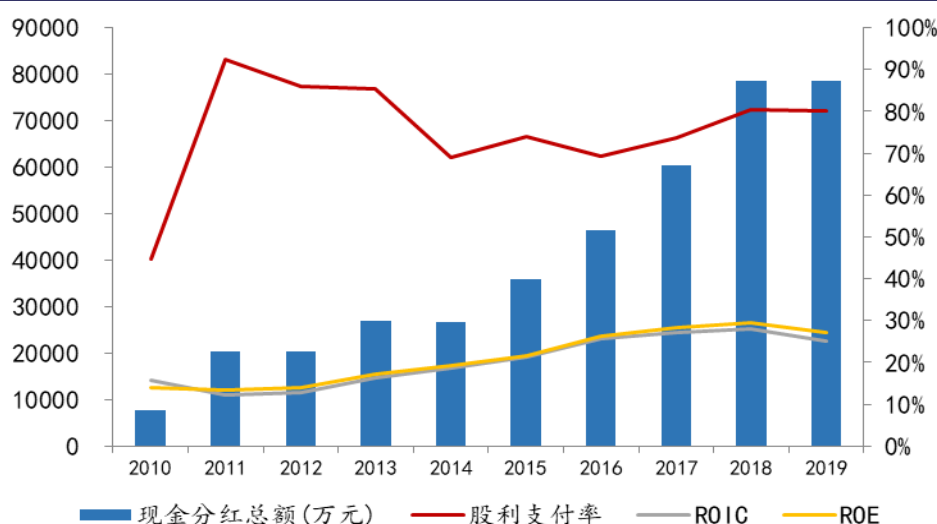
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

前次激励大幅超额完成考核，激励效果超预期。第三期激励方案发布，提振信心，体现决心，优秀的管理层与现代化治理结构是公司核心资产。

5.3、正循环：高分红，高回报

公司上市以来累计实现净利润 56.23 亿元，实施分红 10 次，累计分红 40.2 亿元，分红比例 71.5%。2019 年继续保持高分红比例 80%，ROIC 达到 25.25%。

图 59、伟星历年分红表现



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院

6、盈利预测与估值

假设 1: 2020 年 Q2 以来零售业务继续恢复, 营销网络继续覆盖次核心和空白区域。

假设 2: 市政工程保持 20%以上增速, 建筑工程业务稳定增长。

假设 3: 家装防水、净水业务进入高增长阶段。

假设 4: 销售费用率、管理费用率保持稳定。

表 16、公司盈利预测假设

		2019	2020E	2021E	2022E
PPR 业务	主营业务收入 (万元)	244018	225802	241850	258780
	同比增长率 %	-5.7%	-7.5%	7.1%	7.0%
	毛利率 %	57.9%	58.5%	58.1%	58.1%
PE 业务	主营业务收入 (万元)	130649	153251	178002	188682
	同比增长率 %	2.8%	17.3%	16.2%	6.0%
	毛利率 %	38.1%	40.2%	39.9%	39.0%
销售费用 /主营业务收入 %		13.3%	13.0%	12.8%	12.8%
管理费用 /主营业务收入 %		5.1%	5.0%	4.5%	4.1%
财务费用 /主营业务收入 %		-0.7%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
实际税率 %		17.6%	17.6%	17.6%	17.6%

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

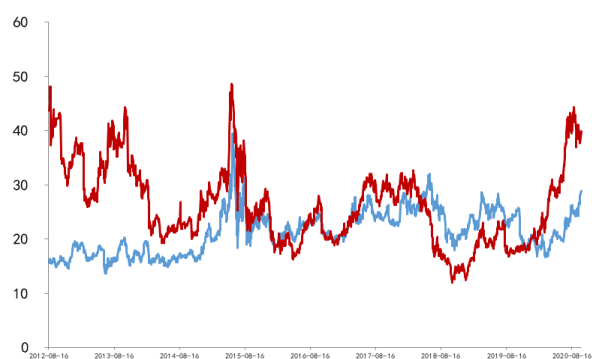
盈利预测与评级: 未来发展空间可聚焦市政发力、区域开拓、同心圆产业链拓展、市占率提升, 我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 10.13 亿元、11.75 亿元、13.27 亿元, 对应动态 PE 分别为 26X、22.4X 和 19.9X。消费建材类平均估值超过 30X, 相对防水龙头、管道同行, 伟星的 PE 均相对偏低。维持“审慎增持”评级。

表 17、公司盈利预测结果

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4664	4759	5288	5876
增长率	2.1%	2.0%	11.1%	11.1%
营业利润(百万元)	1194	1219	1424	1610
增长率	2.5%	2.1%	16.9%	13.0%
净利润(百万元)	983	1013	1175	1327
增长率	0.5%	3.0%	16.0%	12.9%
最新摊薄每股收益(元)	0.63	0.64	0.75	0.84
每股净资产(元)	2.47	2.61	2.85	3.10
动态市盈率(倍)	26.8	26.0	22.4	19.9
市净率 (倍)	6.8	6.4	5.9	5.4

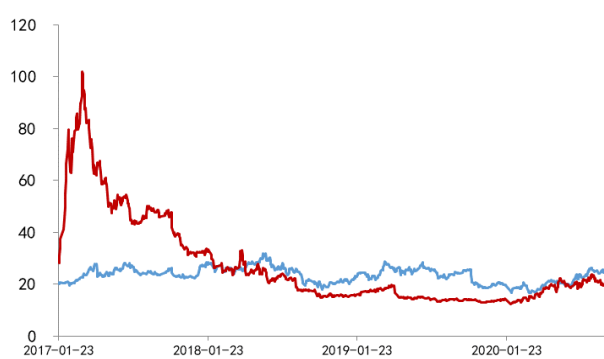
数据来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

图 60、伟星（蓝）vs 雨虹（PETTM）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 61、伟星（蓝）vs 雄塑（PETTM）



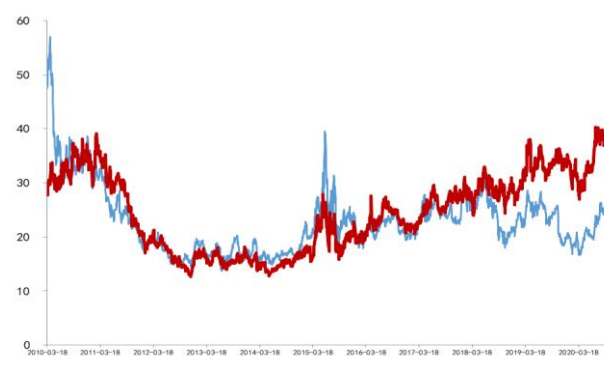
数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 62、伟星（蓝）vs 海天味业（PETTM）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 63、伟星（蓝）vs 苏泊尔（PETTM）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：宏观经济下行风险；华东精装加速渗透；建筑工程业务增长空间不及预期；工程业务的应收风险。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3094	3263	3636	4090
货币资金	1590	1642	1893	2221
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	264	275	306	339
其他应收款	76	47	58	67
存货	728	696	777	863
非流动资产	1731	1850	1910	1933
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	200	218	228	220
投资性房地产	6	12	10	10
固定资产	1195	1339	1450	1529
在建工程	48	2	-34	-58
油气资产	0	0	0	0
无形资产	265	252	238	225
资产总计	4825	5112	5546	6023
流动负债	893	952	1011	1095
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	319	299	334	372
其他	574	653	676	722
非流动负债	26	26	27	26
长期借款	0	0	0	0
其他	26	26	27	26
负债合计	919	979	1037	1121
股本	1573	1573	1573	1573
资本公积	175	175	175	175
未分配利润	1639	1766	2024	2284
少数股东权益	19	20	21	22
股东权益合计	3906	4133	4509	4902
负债及权益合计	4825	5112	5546	6023

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	983	1013	1175	1327
折旧和摊销	116	137	160	183
资产减值准备	8	0	5	6
无形资产摊销	16	15	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-16	-12	-10
投资损失	-9	-15	-12	-14
少数股东损益	2	1	1	1
营运资金的变动	-218	-49	-63	-40

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4664	4759	5288	5876
营业成本	2498	2503	2766	3063
营业税金及附加	39	40	44	61
销售费用	620	642	714	781
管理费用	240	286	280	300
财务费用	-34	-16	-12	-10
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	15	12	14
营业利润	1194	1219	1424	1610
营业外收入	4	5	5	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	1196	1222	1428	1612
所得税	211	208	251	284
净利润	985	1014	1176	1329
少数股东损益	2	1	1	1
归属母公司净利润	983	1013	1175	1327
BPS (元)	0.63	0.64	0.75	0.84

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	2.1%	2.0%	11.1%	11.1%
营业利润增长率	2.5%	2.1%	16.9%	13.0%
净利润增长率	0.5%	3.0%	16.0%	12.9%
盈利能力				
毛利率	46.4%	47.4%	47.7%	47.9%
净利率	21.1%	21.3%	22.2%	22.6%
ROE	25.3%	24.6%	26.2%	27.2%

偿债能力				
资产负债率	19.0%	19.1%	18.7%	18.6%
流动比率	3.47	3.43	3.60	3.74
速动比率	2.65	2.69	2.83	2.95
营运能力				
资产周转率	98.8%	95.8%	99.2%	101.6%
应收帐款周转率	1527.2%	1567.3%	1618.0%	1618.7%
每股资料 (元)				
每股收益	0.63	0.64	0.75	0.84

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经营活动产生现金流量	895	1054	1259	1454	每股经营现金	0.57	0.67	0.80	0.92
投资活动产生现金流量	469	-231	-219	-201	每股净资产	2.47	2.61	2.85	3.10
融资活动产生现金流量	-782	-770	-789	-926					
现金净变动	581	53	251	327	估值比率(倍)				
现金的期初余额	1003	1590	1642	1893	PE	26.8	26.0	22.4	19.9
现金的期末余额	1583	1642	1893	2221	PB	6.8	6.4	5.9	5.4

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 39 -