

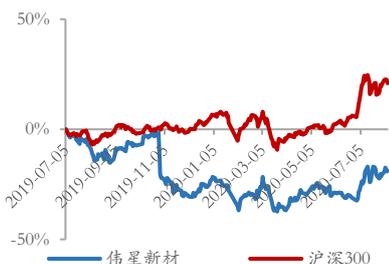
品牌壁垒牢固，双轮驱动未来可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-08-18

收盘价（元）	14.96
近 12 个月最高/最低（元）	9.52/17.39
总股本（百万股）	1573
流通股本（百万股）	1421
流通股比例（%）	90.34
总市值（亿元）	235
流通市值（亿元）	213

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

事件：公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 18.05 亿元，同比减少 14.28%；实现归母净利润 3.57 亿元，同比减少 19.61%。

主要观点：

盈利水平小幅下降，现金流逆势改善

公司 2020Q1 实现营收和归母净利润分别为 5.64/0.86 亿元，同比减少 27.88%/33.84%；2020Q2 实现营收和归母净利润分别为 12.41/2.71 亿元，同比减少 6.25%/13.70%，相比 Q1 业绩显著回升。

2020H1 公司实现毛利率 45.04%，同比微降 1.32%，继续保持了行业内较高的盈利水平。考虑到上半年原材料成本有所下降，疫情带来的低产能利用率对毛利的影响仍然较大，尤其是公司 PVC 管材毛利 2020H1 同比下滑了 2.36%。

费用率方面，公司 2020H1 销售费用率同比基本持平，为 13.87%；管理费用率 9.92%，同比增长 1.42%；财务费用率-1.33%，同比减少 0.76%，主要系报告期收到银行利息增加；研发费用率 3.44%，同比增长 0.38%。值得注意的是，上半年公司在业绩下滑的情况下现金流逆势改善，2020H1 经营性净现金流 4.97 亿元，同比增长 2.59 亿元，净现比由去年同期的 0.53 大幅提升至 1.39，体现出公司较强的经营管理水平。

B 端业务保持韧性，C 端业务出现下滑

分产品来看，2020H1 公司 PPR 管材实现营收 9.17 亿元，同比减少 22.58%；PE 管材实现营收 4.75 亿元，同比减少 1.51%；PVC 管材实现营收 2.72 亿元，同比减少 13.36%。公司各产品的营收状况基本反映了对应下游的景气度状况：基建在疫情下的复工复产最快，需求受影响最小，因此与市政工程相关的 PE 管材业务 Q2 复苏明显，2020H1 同比基本持平；建筑工程方面，地产恢复较基建更慢，但也属于 B 端业务，景气度强于 C 端，因此 PVC 管材业务的下滑幅度次之；而 C 端的 PPR 管材业务受疫情影响最大，下滑最为明显。此外，虽然业务受疫情影响较大，但公司新品类防水、净水业务仍然实现增长，2020H1 实现营收 0.94 亿元，同比增长 19.04%。

分地区来看，公司在西部地区、华东地区、东北地区表现相对较好，2020H1 营收下滑幅度分别为 8.47%/11.94%/12.03%，降幅小于整体营收降幅。西安项目投产之后，公司在西部地区的开拓取得了一定成效；华东地区是公司传统优势区域，营收占比超过 50%，虽受疫情和降雨双重影响，业绩仍保持韧性，显示出公司在华东的强大竞争力。2020H1 公司在华中地区、华南地区表现相对较差，营收下滑幅度分别为 23.38%/28.86%，我们认为主要是疫情和洪灾在这两个区域最为严重，因此也一定程度上影响了公司业绩。

双轮驱动支撑业绩，业务扩张空间可期

目前公司业务结构属于典型的 B 端、C 端双轮驱动，PPR 管材业务以 C 端为主，PE 管材业务以 B 端为主，目前公司工程业务占比约为 35%，在今年疫情影响下，工程业务增速预计会超过零售业务，占比进一步提升。从短期来看，下半年竣工端需求加速释放对公司的 B 端和 C 端业务均会形成利好；从中长期来看，虽然公司之前的传统优势领域是零售业务，但在工程业务方面，公司具有高端的品牌形象、优异的产品品质、强大的销售渠道、良好的定制化能力和售后服务等核心竞争力，在开拓 B 端渠道的过程中仍将具备比较优势。此外，目前一二线城市的精装房渗透率已经较高，在公司传统优势区域中，精装房对 C 端业务的冲击基本告一段落，公司以 PPR 为主的 C 端业务将重新回到良性上升通道。同时，公司积极践行“同心圆”战略，在管材业务基础上拓展防水、净水等新品类，目前效果较好，也是今年的严峻环境下逆势实现正增长的业务板块。我们认为公司的新品类依托家装零售市场的渠道优势，未来将逐步实现在所有管道销售网点的覆盖，预计将长期保持较高增速；同时，公司对经销商和分销商的把控很强，可以有力防止竞争对手在零售市场的渗透。

从地区上，公司在中西部业务开拓力度加大，自 2012 年以来布局了重庆工业园一期项目和西安工业园两大重点项目。我们测算重庆工业园一期还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放；西安工业园一期到 2021 年也将实现 2.8 亿元左右的新增营收规模，而按照 6-12 亿元年产值的长期规划，年新增营收规模将达 4.2-8.4 亿元。

投资建议

公司在国内管材行业中具备强大品牌效应，零售与工程的双轮驱动有助于业务平稳发展。同时，公司新品类开拓较为顺利，提供了新的业绩增长点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.82/13.42/14.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.85/0.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游需求不及预期；新品类拓展不及预期；工程渠道开拓不及预期。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4664	4785	5383	6099
收入同比(%)	2.1%	2.6%	12.5%	13.3%
归属母公司净利润	983	1082	1342	1484
净利润同比(%)	0.5%	10.0%	24.1%	10.6%
毛利率(%)	46.4%	47.3%	47.2%	47.2%
ROE(%)	25.3%	25.7%	29.1%	29.3%
每股收益(元)	0.63	0.69	0.85	0.94
P/E	21.07	21.40	17.25	15.59
P/B	5.33	5.49	5.02	4.57
EV/EBITDA	15.65	16.47	16.03	14.06

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 盈利水平小幅下降，现金流逆势改善.....	5
2. B端业务保持韧性，C端业务出现下滑.....	6
3. 行业竞争格局改变，公司高毛利水平将维持.....	7
3.1 行业由产品竞争转为商业模式竞争.....	7
3.2 两大优势将长期支撑公司利润水平.....	8
4. 双轮驱动支撑业绩，业务扩张空间可期.....	10
5. 盈利预测与投资建议.....	11
5.1 公司分业务盈利预测.....	11
5.2 可比公司估值.....	11
5.3 投资建议.....	12
6. 风险提示.....	12
财务报表与盈利预测.....	13

图表目录

图表 1 公司半年度营收及增速	5
图表 2 公司半年度毛利润及增速	5
图表 3 公司毛利率和净利率变化情况	5
图表 4 公司 ROE 变化情况	5
图表 5 公司费用率变化情况	6
图表 6 公司净现比变化情况	6
图表 7 公司资本支出变化情况 (亿元)	6
图表 8 公司存货周转天数与应收账款周转天数	6
图表 9 公司半年度各业务营收 (亿元)	7
图表 10 公司半年度各业务毛利 (亿元)	7
图表 11 公司半年度分地区营收占比	7
图表 12 公司 2020H1 各地区营收增速	7
图表 13 2017-2019 年中国塑料管材行业头部企业产量	8
图表 14 公司 PPR 业务增速在“星管家”推出当年达到高点	9
图表 15 公司人员工资薪酬在销售费用中的占比情况	9
图表 16 公司净利率远超竞争对手	9
图表 17 重庆工业园一期项目进度情况	10
图表 18 西安工业园项目进度情况	11
图表 19 公司收入历史、预测拆分	11
图表 20 可比公司估值表	12

1. 盈利水平小幅下降，现金流逆势改善

公司 2020Q1 实现营收和归母净利润分别为 5.64/0.86 亿元，同比减少 27.88%/33.84%；2020Q2 实现营收和归母净利润分别为 12.41/2.71 亿元，同比减少 6.25%/13.70%，相比 Q1 业绩显著回升。

2020H1 公司实现毛利率 45.04%，同比微降 1.32%，继续保持了行业内较高的盈利水平。考虑到上半年原材料成本有所下降，疫情带来的低产能利用率对毛利的影响仍然较大，尤其是公司 PVC 管材毛利 2020H1 同比下滑了 2.36%。

费用率方面，公司 2020H1 销售费用率同比基本持平，为 13.87%；管理费用率 9.92%，同比增长 1.42%；财务费用率-1.33%，同比减少 0.76%，主要系报告期收到银行利息增加；研发费用率 3.44%，同比增长 0.38%。

值得注意的是，上半年公司在业绩下滑的情况下现金流逆势改善，2020H1 经营性净现金流 4.97 亿元，同比增长 2.59 亿元，净现比由去年同期的 0.53 大幅提升至 1.39，体现出公司较强的经营管理水平。

图表 1 公司半年度营收及增速



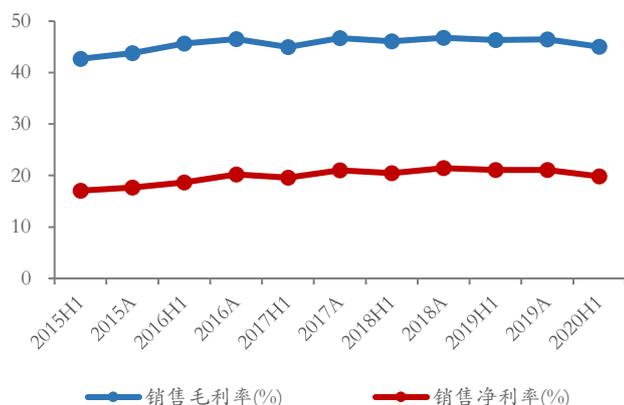
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司半年度毛利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利率和净利率变化情况



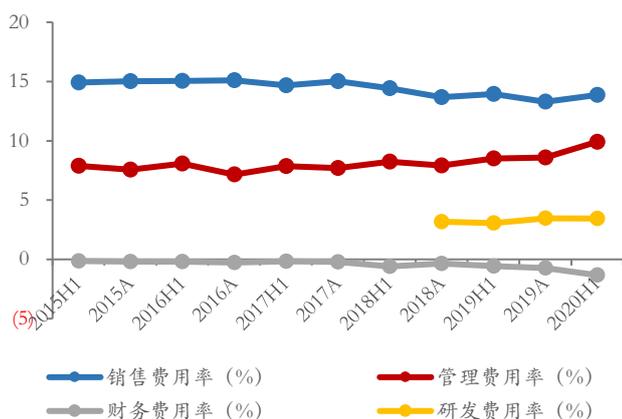
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况



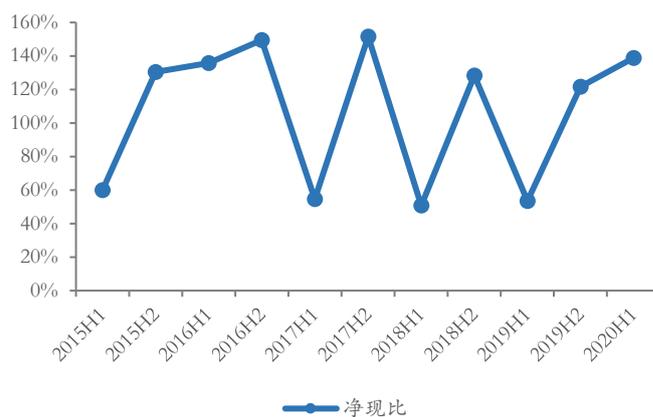
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司费用率变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司净现比变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司资本支出变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司存货周转天数与应收账款周转天数



资料来源: wind, 华安证券研究所

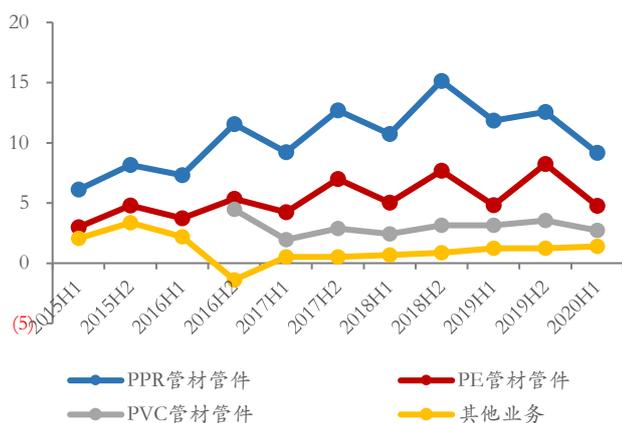
2. B 端业务保持韧性, C 端业务出现下滑

分产品来看, 2020H1 公司 PPR 管材实现营收 9.17 亿元, 同比减少 22.58%; PE 管材实现营收 4.75 亿元, 同比减少 1.51%; PVC 管材实现营收 2.72 亿元, 同比减少 13.36%。

公司各产品的营收状况基本反映了对应下游的景气度状况: 基建在疫情下的复工复产最快, 需求受影响最小, 因此与市政工程相关的 PE 管材业务 Q2 复苏明显, 2020H1 同比基本持平; 建筑工程方面, 地产恢复较基建更慢, 但也属于 B 端业务, 景气度强于 C 端, 因此 PVC 管材业务的下滑幅度次之; 而 C 端的 PPR 管材业务受疫情影响最大, 下滑最为明显。

此外, 虽然业务受疫情影响较大, 但公司新品类防水、净水业务仍然实现增长, 2020H1 实现营收 0.94 亿元, 同比增长 19.04%。

图表9 公司半年度各业务营收 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

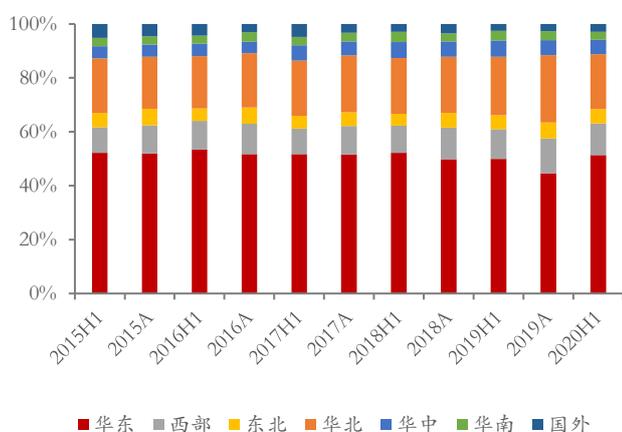
图表10 公司半年度各业务毛利 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

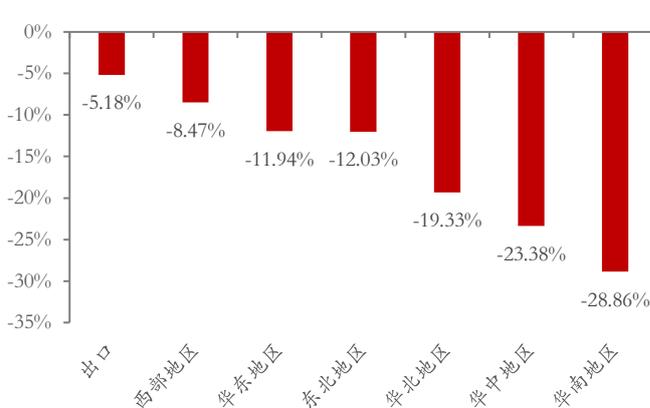
分地区来看,公司在西部地区、华东地区、东北地区表现相对较好,2020H1营收下滑幅度分别为8.47%/11.94%/12.03%,降幅小于整体营收降幅。西安项目投产之后,公司在西部地区的开拓取得了一定成效;华东地区是公司传统优势区域,营收占比超过50%,虽受疫情和降雨双重影响,业绩仍保持韧性,显示出公司在华东的强大竞争力。2020H1公司在华中地区、华南地区表现相对较差,营收下滑幅度分别为23.38%/28.86%,我们认为主要是疫情和洪灾在这两个区域最为严重,因此也一定程度上影响了公司业绩。

图表11 公司半年度分地区营收占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表12 公司2020H1各地区营收增速



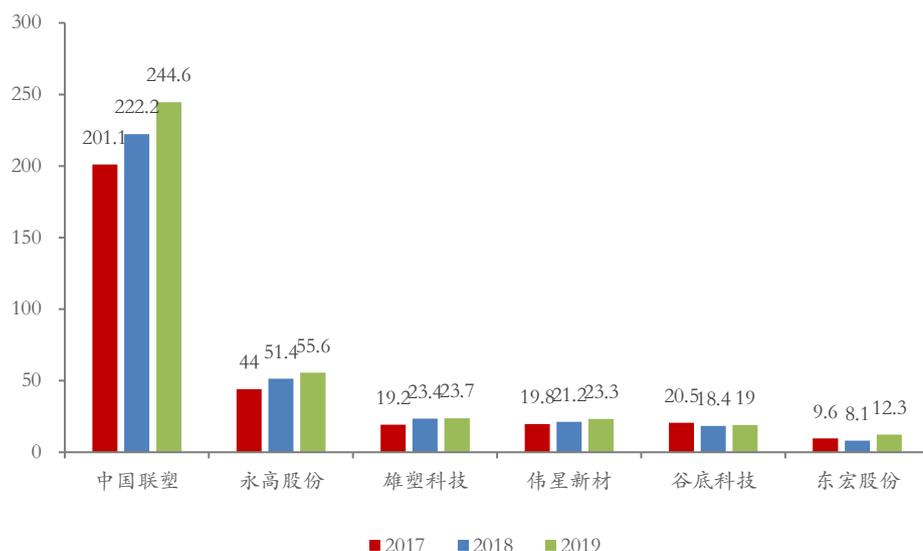
资料来源: wind, 华安证券研究所

3. 行业竞争格局改变,公司高毛利水平将维持

3.1 行业由产品竞争转为商业模式竞争

塑料管道行业进入门槛较低,目前产品同质化较为严重。在初步进入平稳期时,行业集中度仍处于较低水平。根据《中国塑料管道行业十二五期间发展建议》,目前国内规模较大的塑料管道生产企业就有3000家以上,其中年生产能力1万吨以上的企业约为300家,有20家以上企业的年生产能力已超过10万吨。但从2015年的情况来看,生产能力前二十位的企业销售量仅达到行业总量的44%,目前预计提升为50%左右。

图表 13 2017-2019 年中国塑料管材行业头部企业产量



资料来源：中国塑协塑料管道专业委员会，公司公告，华安证券研究所

目前我国塑料管道行业创新主要集中在产业链上游原材料，随着上游行业的进步，进一步降低了管道加工业的行业门槛，劳动密集型产业特征愈发明显。从产量占比来看，目前除中国联塑较高外，其他主要企业均不到 3%；从伟星新材主营的 PPR 管业务来看，该产品已属于技术含量较高的产品，且公司为该领域龙头，但全国市占率仍只有 7%。由此我们可以得出结论，随着行业整体增速趋缓，供大于求，产品已不是体现企业竞争力的首要因素。在一个产品同质化的市场中，寻找差异化才能帮助企业脱颖而出。

由于 PE 管和 PVC 管的下游应用大部分集中在工程端，B 端业务较多且属地性较强，我们认为家装 PPR 管市场更能体现目前塑料管道的行业竞争格局。在这样一个竞争激烈的市场中，差异化无非体现在三个方面：产品、营销和服务。家装管道属于“隐形工程”，重内在而非外观，因此难以靠产品差异化吸引眼球，因此差异化只能从营销和服务来体现。而这两点又可以概括为商业模式的差异化。换言之，目前行业的竞争格局已经转为了商业模式的竞争。伟星新材正是最明显的例子，公司从营销和服务这两点着手，打造了有特色的商业模式，因此能够打造强大的品牌效应，在家装 PPR 业务上获得远高于竞争对手的利润水平。

3.2 两大优势将长期支撑公司利润水平

我们认为，公司在零售业务上具备两大差异化竞争优势，是 PPR 业务高毛利的主要原因，而这两大优势已融入公司品牌基因，将长期为公司 PPR 业务的高毛利水平提供支撑。

一是以“星管家”为代表的商业模式创新。虽然类似“星管家”的增值服务已在行业内流行开来，但我们认为，服务模式可以复制，但其对于公司品牌和产品价值的支撑作用却是独一无二、不可复制的：

1) 公司是行业内首创增值服务模式的公司，是趋势的引领者而非跟随者，因此该模式所带来的收益也必然是远远超越后来者的；

2) 公司定位高端品牌，因此“星管家”也成为公司品牌建设的关键一环。增值服务与公司塑造的“伟星管——高端管道典范”的形象是相契合的，因此也能发挥出最大的协同效应；

3) 由于公司以 PPR 业务为主, 因此相比同行业的龙头企业, 公司的零售业务占比是最高的, 而其他几家竞争对手的工程业务占比相对较高。因此, 公司最为受益增值服务模式在普通消费者中树立的良好口碑。

图表 14 公司 PPR 业务增速在“星管家”推出当年达到高点

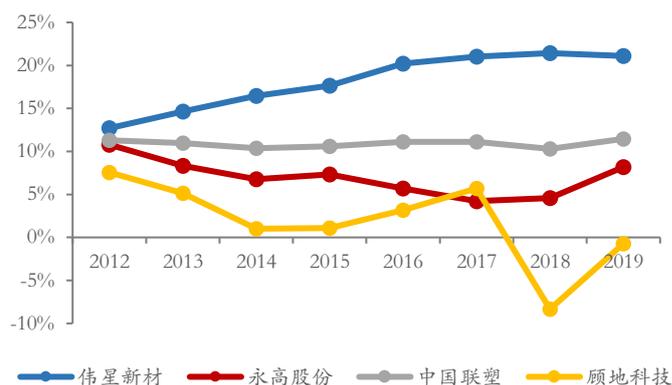


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

二是公司的扁平化经销模式。由于中间环节分流利润减少, 公司的毛利率可以得到充分保障。与此相对, 公司从总部层面需要投入更多的销售费用和销售费用, 以保持对渠道的管控以及对终端消费者的快速反应能力。2013 年以来, 销售人员工资薪酬在销售费用中的占比提升较快, 显示出公司对于渠道建设的重视。但从公司不断增加的净利润水平来看, 扁平化营销模式所带来的毛利润增厚仍然超过了销售费用的增幅, 使得公司净利率水平高速增长。2019 年公司销售净利率超过 20%, 仍然远超竞争对手水平。

图表 15 公司人员工资薪酬在销售费用中的占比情况

图表 16 公司净利率远超竞争对手



资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

4. 双轮驱动支撑业绩，业务扩张空间可期

目前公司业务结构属于典型的 B 端、C 端双轮驱动，PPR 管材业务以 C 端为主，PE 管材业务以 B 端为主，目前公司工程业务占比约为 35%，在今年疫情影响下，工程业务增速预计会超过零售业务，占比进一步提升。从短期来看，下半年竣工端需求加速释放对公司的 B 端和 C 端业务均会形成利好；从中长期来看，虽然公司之前的传统优势领域是零售业务，但在工程业务方面，公司具有高端的品牌形象、优异的产品品质、强大的销售渠道、良好的定制化能力和售后服务等核心竞争力，在开拓 B 端渠道的过程中仍将具备比较优势。此外，目前一二线城市的精装房渗透率已经较高，在公司传统优势区域中，精装房对 C 端业务的冲击基本告一段落，公司以 PPR 为主的 C 端业务将重新回到良性上升通道。

同时，公司积极践行“同心圆”战略，在管材业务基础上拓展防水、净水等新品类，目前效果较好，也是今年的严峻环境下逆势实现正增长的业务板块。我们认为公司的新品类依托家装零售市场的渠道优势，未来将逐步实现在所有管道销售网点的覆盖，预计将长期保持较高增速；同时，公司对经销商和分销商的把控很强，可以有效防止竞争对手在零售市场的渗透。

从地区上，公司在中西部业务开拓力度加大，自 2012 年以来布局了重庆工业园一期项目和西安工业园两大重点项目。我们测算重庆工业园一期还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放；西安工业园一期到 2021 年也将实现 2.8 亿元左右的新增营收规模，而按照 6-12 亿元年产值的长期规划，年新增营收规模将达 5.8-11.5 亿元。

1) **重庆工业园项目 2017 年达产，业绩空间未全部释放。**根据公司 2012 年 12 月 8 日的公告，重庆工业园一期项目建设期约为两年，建成后分两年逐步达产。公司 2014 年年报数据显示该项目未建设完毕，因此以 2015 年建成计，该项目预计已于 2017 年达产。

图表 17 重庆工业园一期项目进度情况

项目名称	年份	预算数	期初数	本期增加	转入 固定资产	工程投入占预算比例 (%)	工程 进度	资金来源	期末数
重庆工业园 一期	2013	0.97 亿元		0.47 亿元		48.13%	50%	募集资金	0.47 亿元
	2014	0.97 亿元	0.47 亿元	0.44 亿元	0.90 亿元	93.27%	100%	募集资金	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据公司《浙江伟星新型建材股份有限公司关于使用部分超募资金投资重庆工业园一期建设项目的公告》给出的数据，该项目达产后，预计年新增营业收入 2.86 亿元，年新增利润总额 2887 万元，投资利润率约为 22.80%。如果将该项目所创造的营收计入公司西部地区的营收，在假设该区域全部新增营收均为该项目所创造的情况下，也还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放。

2) **西安工业园 2019Q1 投产，一期即达到重庆基地规模。**公司位于西咸新区的西安工业园项目于 2016 年开始建设，并已于 2019Q1 投产。

图表 18 西安工业园项目进度情况

项目名称	年份	预算数	期初数	本期增加	转入 固定资产	工程投入占预算比例 (%)	工程进 度	资金来源	期末数
西安工业园	2016	1.12 亿元		604.86 万元		5.40%	5%	自有资金	604.86 万元
	2017	1.12 亿元	604.86 万元	0.73 亿元		70.39%	70%	自有资金	0.79 亿元
	2018	1.4 亿元	0.79 亿元	0.31 亿元	0.19 亿元	78.79%	80%	自有资金	0.92 亿元
	2019	1.4 亿元	0.92 亿元	0.32 亿元	1.23 亿元	101.92%	100%	自有资金	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

从短期规划来看，西安工业园一期的产能与重庆工业园规模相当，也为 1.5 万吨左右。以两年的达产期计算，如果经营情况顺利，到 2021 年也将实现 2.8 亿元的新增营收规模。

而从长期规划来看，公司在西安工业园的项目总投资金额为 5 亿元，预计将实现 6-12 亿元年产值。以 70% 产能利用率计算，年新增营收规模将达到 4.2-8.4 亿元。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 公司分业务盈利预测

图表 19 公司收入历史、预测拆分

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PPR 管材					
营收 (亿元)	25.88	24.40	23.18	26.66	30.66
毛利率	58.71%	57.87%	59.00%	58.00%	57.00%
PE 管材					
营收 (亿元)	12.71	13.06	13.72	15.09	17.35
毛利率	33.14%	38.10%	35.00%	34.00%	33.00%
PVC 管材					
营收 (亿元)	5.56	6.70	7.03	7.38	7.75
毛利率	28.81%	26.43%	25.00%	24.00%	23.00%
其他业务					
营收 (亿元)	1.55	2.48	2.97	4.46	6.68
毛利率	22.48%	54.17%	65.00%	65.00%	65.00%
总计					
营收 (亿元)	45.70	46.64	46.90	53.59	62.45
同比增速	10.46%	11.07%	0.56%	14.26%	16.53%
毛利率	46.77%	46.43%	47.26%	47.14%	46.97%
归母净利润 (亿元)	9.78	9.83	10.37	13.01	15.01
同比增速	19.12%	0.50%	5.49%	25.44%	15.34%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5.2 可比公司估值

我们选取了中国联塑、永高股份、雄塑科技作为可比公司。2020 年可比公司平均 PE 为 14.3 倍。我们认为公司盈利水平显著高于可比公司，消费属性较强，且具备强大的品牌护城河，应享有估值溢价。因此我们给予公司 2020 年/2021 年 PE 为 21.4/17.3。

图表 20 可比公司估值表

证券代码	公司简称	EPS (元)			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
2128.HK	中国联塑*	0.98	1.10	1.22	9.2	13.0	11.7
002641.SZ	永高股份*	0.46	0.63	0.75	10.2	13.6	11.3
300599.SZ	雄塑科技*	0.77	0.93	1.15	13.6	16.2	13.1
平均值					11.0	14.3	12.0
002372.SZ	伟星新材	0.63	0.69	0.85	21.1	21.4	17.3

资料来源：公司公告，华安证券研究所（标有*的公司数据来自 wind 一致预期）

5.3 投资建议

公司在国内管材行业中具备强大品牌效应，零售与工程的双轮驱动有助于业务平稳发展。同时，公司新品类开拓较为顺利，提供了新的业绩增长点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.82/13.42/14.84 亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.85/0.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

下游需求不及预期；新品类拓展不及预期；工程渠道开拓不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	3094	3042	3267	3565	
现金	1590	1508	1527	1643	
应收账款	264	275	314	350	
其他应收款	76	40	52	70	
预付账款	81	82	91	104	
存货	728	688	788	903	
其他流动资产	355	451	494	494	
非流动资产	1731	2232	2480	2771	
长期投资	200	200	200	200	
固定资产	1195	1594	1839	2164	
无形资产	265	353	378	413	
其他非流动资产	71	86	64	-5	
资产总计	4825	5275	5747	6337	
流动负债	893	1017	1086	1229	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	319	295	337	390	
其他流动负债	574	722	748	839	
非流动负债	26	26	26	26	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负	26	26	26	26	
负债合计	919	1044	1112	1255	
少数股东权益	19	20	21	23	
股本	1573	1573	1573	1573	
资本公积	175	175	175	175	
留存收益	2139	2463	2866	3311	
归属母公司股	3887	4211	4614	5059	
负债和股东权	4825	5275	5747	6337	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金	895	1273	1025	1284	
净利润	983	1082	1342	1484	
折旧摊销	116	215	120	136	
财务费用	1	1	1	1	
投资损失	-9	-120	-300	-300	
营运资金变动	-216	94	-137	-39	
其他经营现金	1219	988	1478	1524	
投资活动现金	469	-597	-66	-127	
资本支出	-169	-717	-367	-428	
长期投资	109	0	0	0	
其他投资现金	529	120	302	301	
筹资活动现金	-782	-758	-940	-1040	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	262	0	0	0	
资本公积增加	-247	0	0	0	
其他筹资现金	-798	-758	-940	-1040	
现金净增加额	581	-82	20	116	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	4664	4785	5383	6099	
营业成本	2498	2524	2842	3222	
营业税金及附加	39	48	54	61	
销售费用	620	670	754	854	
管理费用	240	287	323	366	
财务费用	-34	-19	-22	-25	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收	0	0	-2	-1	
投资净收益	9	120	300	300	
营业利润	1194	1290	1610	1786	
营业外收入	4	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	1196	1290	1610	1786	
所得税	211	208	267	300	
净利润	985	1082	1343	1486	
少数股东损益	2	1	1	2	
归属母公司净利润	983	1082	1342	1484	
EBITDA	1223	1314	1348	1529	
EPS (元)	0.63	0.69	0.85	0.94	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.1%	2.6%	12.5%	13.3%
营业利润	2.5%	8.1%	24.8%	10.9%
归属于母公司净利	0.5%	10.0%	24.1%	10.6%
获利能力				
毛利率(%)	46.4%	47.3%	47.2%	47.2%
净利率(%)	10.72%	21.1%	22.6%	24.9%
ROE(%)	25.3%	25.7%	29.1%	29.3%
ROIC(%)	23.3%	21.8%	22.1%	22.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.0%	19.8%	19.4%	19.8%
净负债比率(%)	23.5%	24.7%	24.0%	24.7%
流动比率	3.47	2.99	3.01	2.90
速动比率	2.55	2.22	2.19	2.07
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.91	0.94	0.96
应收账款周转率	17.70	17.41	17.12	17.41
应付账款周转率	7.84	8.54	8.43	8.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	0.63	0.69	0.85	0.94
每股经营现金流	0.57	0.81	0.65	0.82
每股净资产(最新	2.47	2.68	2.93	3.22
估值比率				
P/E	21.07	21.40	17.25	15.59
P/B	5.33	5.49	5.02	4.57
EV/EBITDA	15.65	16.47	16.03	14.06

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。