

市场价格 (人民币): 16.00 元
 目标价格 (人民币): 19.00-20.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 680.11 |
| 总市值(百万元) | 12,411.15 |
| 年内股价最高最低(元) | 19.45/13.01 |
| 沪深 300 指数 | 3307.78 |
| 深证成指 | 10724.40 |



中高端定位充分受益于“家装”消费升级

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.884 | 0.837 | 0.791 | 0.939 | 1.103 |
| 每股净资产(元) | 4.83 | 4.14 | 4.80 | 5.65 | 6.73 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.17 | 0.86 | 1.12 | 1.28 | 1.49 |
| 市盈率(倍) | 17.86 | 21.36 | 20.22 | 17.05 | 14.51 |
| 行业优化市盈率(倍) | 46.84 | 99.58 | 87.43 | 87.43 | 87.43 |
| 净利润增长率(%) | 22.83% | 24.93% | 26.68% | 18.64% | 17.51% |
| 净资产收益率(%) | 18.32% | 20.24% | 22.11% | 22.25% | 21.96% |
| 总股本(百万股) | 438.39 | 578.69 | 775.70 | 775.70 | 775.70 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **塑料管道企业将受益于行业需求景气、集中度提升:** 根据《中国塑料管道行业“十三五”期间(2016-2020)发展建议(草稿)》, 2020年全国塑料管道产量将超过1670万吨, 塑料管道在各类管道中市场占有率超过55%, 塑料管道需求将进一步提升。同时受小产能、产品质量差的企业进一步加速淘汰, 行业集中度将进一步提升, 需求与行业集中度的同步增长将给塑料管道企业带来实质性发展机遇。
- **零售为先——PPR 受益于消费升级景气度将长期保持:** 公司的 PPR 产品主要用于家庭供水给水管道, 至 2016H1, 公司的 PPR 产品占营业收入占比为 55.19%, 产品毛利率高达 58.86%。公司产品一直定位高端品质、中端价格, 随着二次装修逐步放量、消费升级成为长期利好因素, 公司产品将直接受益。
- **工程并举——成立双工程事业部, 加大工程管道布局:** 公司当前成立了针对工程业务的“市政工程部”与“房产工程事业部”, 加大在工程业务领域的布局。公司 PE 管道业务在 2015 年三季度开始止跌回暖, 证明公司在工程业务的开拓已初见成效, 随着“稳增长”政策刺激下地产数据回暖、基建开工加速, 公司工程业务将逐渐受益。
- **新品 ANNETTE 的推出使公司完善管道系统迈出了重要一步:** 公司于 2016 年初推出了新产品 ANNETTE (前置过滤器), 前置过滤器的推出为公司完善管道系统战略迈出了重要一步, 后续更多产品与服务的推出值得期待。

投资建议

- 公司多年来一直坚持“零售为先, 工程并举”的经营策略, 进一步明晰家装零售、市政工程、房产工程“三驾马车”的运作模式, 当前取得了良好的成效。消费升级引领 PPR 进一步发展; 工业化管道的布局也将逐渐出现成效; 新产品的研发推出助力公司进一步完善管道系统; 多年来的稳定高速增长验证了公司优秀的经营能力与管理能力。因此, 公司作为行业中优秀白马股, 值得长期持有。

盈利预测及估值

- 我们预测公司 2016-2018 三年营业收入分别为 30.72/35.74/41.74 亿元, 增速分别为 11.9%/16.3%/16.8%, 归母净利润分别为 6.14/7.28/8.56 亿元, 对应 EPS 分别为 0.79/0.94/1.1 元, 给予公司对应 2016 年 25 倍 PE 估值, 目

郑晓刚 联系人
 (8621)60230232
 zhengxg@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegww@gjzq.com.cn

标价 19.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

- 房地产投资下滑；原材料价格大幅上涨。

内容目录

| | |
|-----------------------------------------|----|
| 1 公司受益于塑料管道行业高景气度 | 5 |
| 1.1 塑料管道行业未来五年复合增长率达 4.88% | 5 |
| 1.2 原有应用领域需求保持稳定上升 | 5 |
| 1.2.1 地产数据回暖为市场需求提供保障 | 5 |
| 1.2.2 二次装修为塑料管道带来存量市场 | 6 |
| 1.2.3 消费升级更有利于高端管材企业 | 6 |
| 1.3 新应用领域带给管材增量市场 | 6 |
| 1.3.1 对其他管道的替代增量空间仍然广阔 | 6 |
| 1.3.2 基建加速落地拓宽市场空间 | 8 |
| 1.4 龙头企业受益于行业集中度提升趋势、原材料价格下滑提升盈利能力 | 8 |
| 1.4.1 行业集中度将继续提升 | 8 |
| 1.4.2 原材料价格下滑增强企业盈利能力 | 9 |
| 2 行业高景气度下公司的竞争优势 | 9 |
| 2.1 “消费升级”更有利于零售为主企业 | 10 |
| 2.1.1 零售优势更加直面消费者 | 10 |
| 2.1.2 “伟星新材+知名装饰公司”合作模式优势明显 | 12 |
| 2.2 成立双事业部，加速工程领域布局 | 12 |
| 2.3 精细化管理增强公司盈利能力 | 13 |
| 3 新品 ANNETTE 的推出使公司完善管道系统迈出了重要一步： | 13 |
| 4 投资建议 | 14 |
| 5 盈利预测及估值 | 14 |
| 6 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：塑料管道产量情况 | 5 |
| 图表 2：2015 公司分地区营收占比 | 5 |
| 图表 3：2016 房屋新开工面积数据开始大幅提升 | 5 |
| 图表 4：当前时点处于上一轮商品房销售热潮的二次装修起点 | 6 |
| 图表 5：不同管材的性能比较 | 7 |
| 图表 6：塑料管道占所有管道占比稳步提升 | 8 |
| 图表 7：塑料管道未来替代空间 | 8 |
| 图表 8：综合管廊效果示意图 | 8 |
| 图表 9：海绵城市效果示意图 | 8 |
| 图表 10：2015 年 PPR 价格下滑 | 9 |
| 图表 11：2015 年 PE80/PE100 价格也在下滑 | 9 |
| 图表 12：塑料管道企业毛利率都出现了不同幅度的提升 | 9 |
| 图表 13：公司营业收入稳定增长 | 10 |

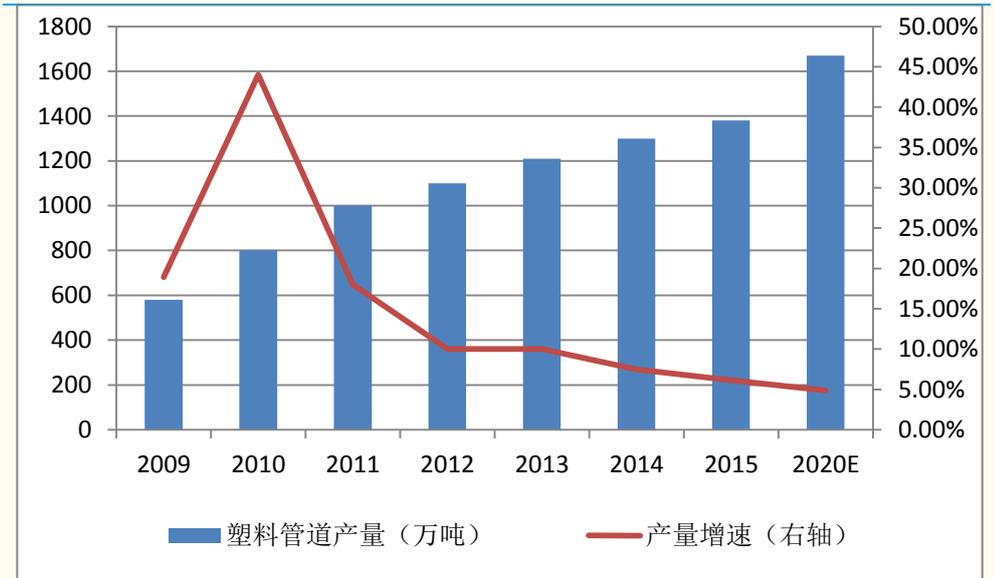
| | |
|----------------------------|----|
| 图表 14: 公司归母净利润稳定增长..... | 10 |
| 图表 15: 塑料管道主要下游应用领域..... | 10 |
| 图表 16: PPR 用于家庭供水系统..... | 11 |
| 图表 17: 伟星星管家服务..... | 11 |
| 图表 18: 公司主营构成..... | 12 |
| 图表 19: PPR 毛利率持续增长..... | 12 |
| 图表 20: 伟星新材与装饰公司合作情况..... | 12 |
| 图表 21: 公司研发费用保持稳定..... | 13 |
| 图表 22: 公司盈利能力高于行业竞争对手..... | 13 |
| 图表 23: 新品 ANNETTE 参数..... | 14 |
| 图表 24: 公司各项业务盈利预测..... | 15 |

1 公司受益于塑料管道行业高景气度

1.1 塑料管道行业未来五年复合增长率达 4.88%

- “十三五”是塑料管道行业发展中的重要时期，整个行业将在稳步发展中调整、优化产业结构。根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议（草稿）》，2020 年全国塑料管道产量将超过 1670 万吨，其中 2015 年我国塑料管道产量为 1380 万吨，也就意味着未来五年塑料管道复合增长率为 4.88%，行业平稳健康发展。

图表 1：塑料管道产量情况



来源：公司年报,国金证券研究所（其中 2015-2020 产量增速为五年间的复合增速 4.88%）

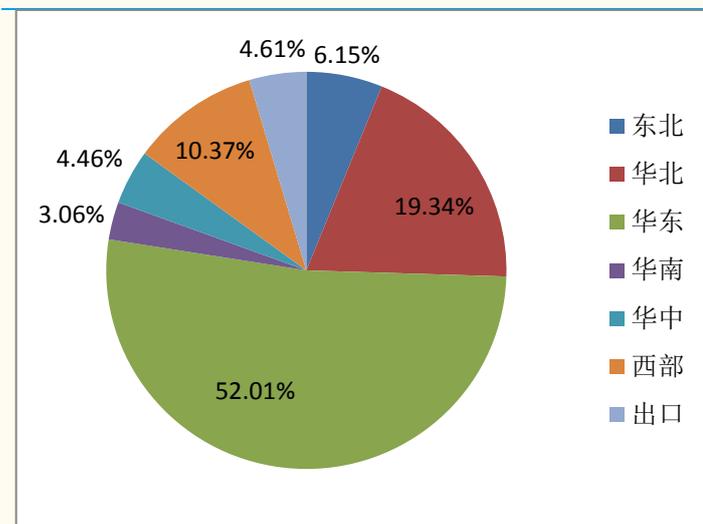
- 我们认为塑料管道的高景气度将能长期保持，主要基于以下几方面原因：

1.2 原有应用领域需求保持稳定上升

1.2.1 地产数据回暖为市场需求提供保障

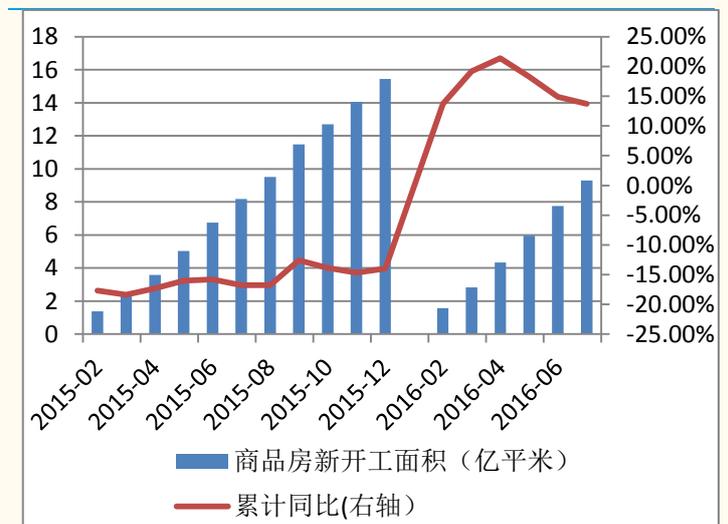
- 2015 年下半年开始，房地产数据在华东地区一线城市（上海、杭州等）的带领下房价出现了大幅反弹，并且公司主营收入 52.01%是由华东地区贡献的，充分受益于地产数据回暖。

图表 2：2015 公司分地区营收占比



来源：WIND,国金证券研究所

图表 3：2016 房屋新开工面积数据开始大幅提升

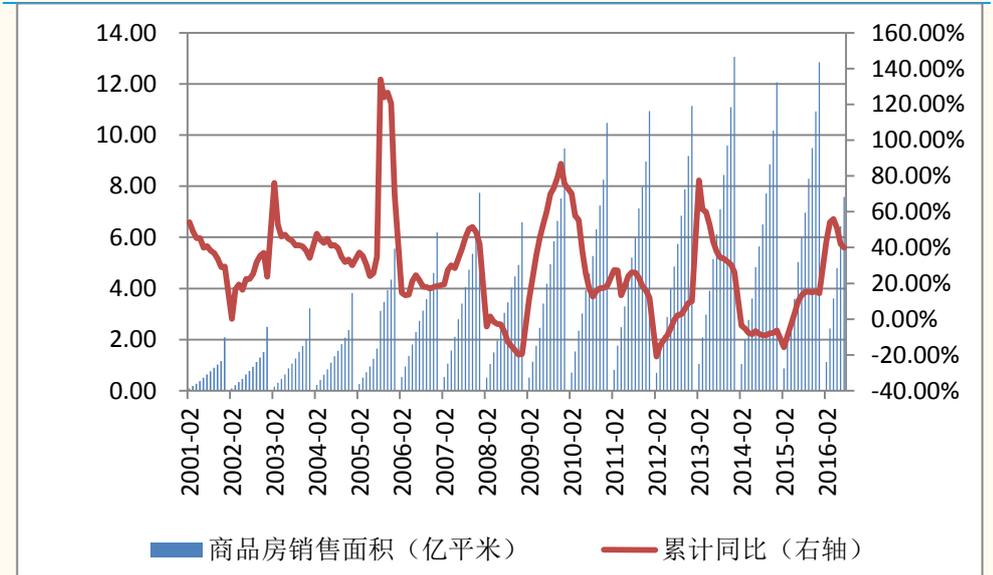


来源：WIND,国金证券研究所

1.2.2 二次装修为塑料管道带来存量市场

- 一般家庭的装修周期是 8-10 年，当前时点距离上一轮地产投资大潮（2008 年 4 万亿刺激政策）正好 8 年，处于二次装修大潮的起始阶段，未来二次装修为塑料管道市场带来存量市场空间。

图表 4：当前时点处于上一轮商品房销售热潮的二次装修起点



来源：WIND, 国金证券研究所

1.2.3 消费升级更有利于高端管材企业

- 塑料管道占建筑、基建的成本比重都很小，但又作为工程非常重要的“里子”工程，其重要性又不容忽视。近几年，工程招标方、地产开发商、物业管理公司甚至消费者都加大了对塑料管道质量的重视程度，消费升级提速十分明显。公司作为国内管道的高端领导企业，将明显受益。

1.3 新应用领域带给管材增量市场

1.3.1 对其他管道的替代增量空间仍然广阔

- 塑料管道与传统的铸铁管、镀锌钢管、水泥管等管道相比，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。

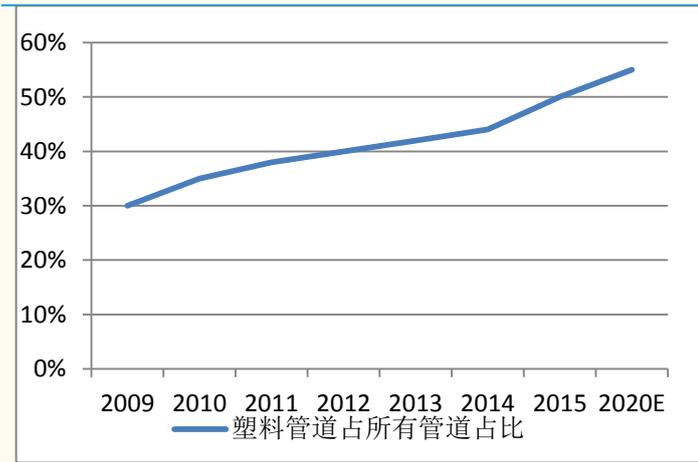
图表 5：不同管材的性能比较

| 管道类型 | 优点 | 缺点 | 细分品种 | 主要用途 |
|----------|----------------------------------------------------------------|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 镀锌管 | 镀层均匀，附着力强，成本低 | 作为水管，锈蚀造成水中重金属含量过高，严重危害人体的健康 | | 主要用于输送煤气、暖气 |
| 铜管 | 铜管质地坚硬，不易腐蚀，且耐高温、耐高压，可在多种环境中使用 | 价格贵、铜蚀 | | 常用于自来水管、供热以及制冷管道 |
| 不锈钢管 | 具有耐磨性和耐压痕性，另外，在折弯、抗扭强度相同时，重量较轻 | 价格较高，且施工工艺要求比较高，尤其其材质强度较硬，现场加工非常困难 | | 主要广泛用于石油、化工、医疗、食品、轻工、机械仪表等工业输送管道以及机械结构部件等 |
| PCCP | 具有高密封性、高强度和高抗渗的特性，承受内外压较高、接头密封性好、抗震能力强、施工方便快捷、防腐性能好、维护方便等 | 管道重量大 | | 广泛应用于长间隔输水干线、压力倒虹吸、城市供水工程、产业有压输水管线、电厂循环水工程下水管道、压力排污干管等 |
| 预制钢筋混凝土管 | 具有良好的抗渗性和抗裂性，输送能力强，使用寿命长。用来代替钢管和铸铁管可节约大量金属材料 | 性脆、怕碰撞等 | | 用于输水、输油、输气或输送其他物质 |
| 球墨铸铁管 | 使用寿命长，安全性高；管道承受压力较高；采用橡胶圈接口，柔性较好，对地基适应性较强；防腐能力较钢管强 | 重量较重，大口径价格较钢管高 | | 主要用于市政、工矿企业给水、输气，输油等 |
| PVC管 | 具有较好的抗拉、抗压强度，耐腐蚀性、耐药品性优良，具有良好的水密性 | 对人体内肾、肝、睾丸影响甚大，会导致癌症、肾损坏，破坏人体功能再造系统，影响发育 | PVC-U排水管材、管件 PVC-U给水管材、管件 PVC-U双壁波纹管 PVC-U电工套管 软质PVC PVC-C给水管材、管件 PVC-C电缆护套 PVC-C化工用管 | 建筑排水 建筑、市政给水 室外排水 建筑电线护套 医用导管、花园管 建筑内热水管 高压电缆护套 化工用管到 |
| PP管 | 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 | 规格少；阳光下易老化 | PPR管材、管件 PPH管材、管件 改性MPP管材 | 建筑内冷热水管、采暖 化工用管道 高压电缆护套 |
| PE管 | 具有良好的耐热性和耐寒性，化学稳定性好，还具有较高的刚性和韧性，机械强度好。介电性能，耐环境应力开裂性亦较好 | 价格成本高 | PE建筑排水用管材 PE给水管材、管件 PE双壁波纹管等结构壁管材 PE燃气用管材、管件 PE护套管 PE-X PE-RT管材、管件 | 建筑同层、虹吸排水系统 城乡供水输送、地源热泵中央空调系统 市政排水、排污 城市燃气输送 电力、光纤护套 建筑内冷热水管、采暖 建筑内地板辐射采暖 |
| HDPE | 具有好的防水蒸汽性，很好的电性能，特别是绝缘介电强度高，重量轻而易于安装处理，强耐磨性和优异的液压性，耐腐蚀性强，使用寿命长 | 对安装的工艺要求较高 | | HDPE管道主要用于：市政工程供水系统，建筑物室内给水系统，室外埋地给水系统及居住小区、厂区埋地给水系统，旧管线修复，水处理工程管道系统，园林、灌溉及其他领域的工业用水管等 |
| PB | | | PB管材、管件 | 建筑内冷热水管、建筑内采暖管道 |
| ABS | | | ABS管道 | 建筑内热水管、化工用管道 |

来源：国金证券研究所

- 根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议（草稿）》，2020年塑料管道在各类管道中市场占有率超过55%。塑料管道市占率的提升将主要通过对铸铁管、镀锌钢管、水泥管等传统管道的替代来实现。

图表 6：塑料管道占所有管道占比稳步提升



来源：公司年报,国金证券研究所

图表 7：塑料管道未来替代空间

| 应用领域 | 未来发展趋势 |
|-------|--------------------------------------------|
| 室外给水管 | 将以 PE 管为主, 逐渐取代 PVC-U 管部分市场 |
| 建筑给水管 | 将以 PP、PE 管为主, 未来几年继续保持大幅增长 |
| 建筑排水管 | 仍以 PVC-U 管为主, PE 管和 PP 管将在高档建筑和特殊场合中逐步推广应用 |
| 埋地排水管 | PE 管将继续增长, 形成 PVC-U 管、PE 管并重 |
| 燃气用管 | 以 PE 管为主 |
| 农业用管 | 以 PVC-U 管为主, 并在未来几年继续保持大幅增长 |
| 护套用管 | 以 PVC-U 管、PE 管为主, PE 管增长趋势较快 |

来源：永高股份招股说明书,国金证券研究所

1.3.2 基建加速落地拓宽市场空间

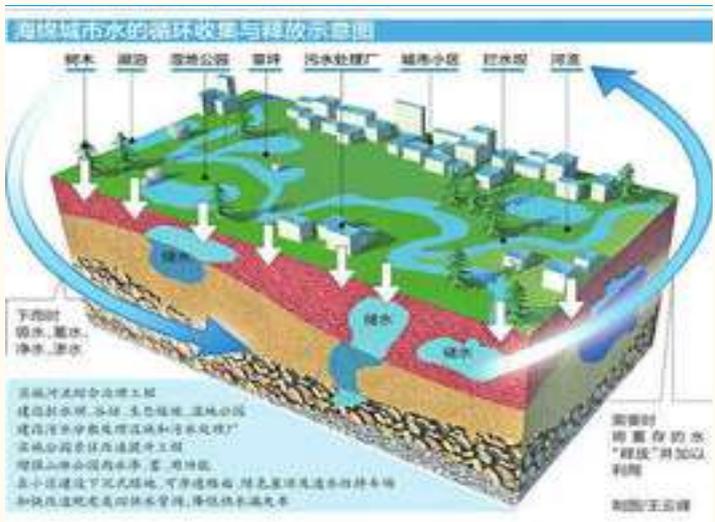
- 2016 年是浙江三年“五水共治”项目的最后一年, 接近尾声, 投资额也相对减少。但是继“五水共治”项目之后, “十三五”期间, 塑料管道仍有较好的市场机会, 海绵城市建设、城市地下管线建设、棚户区改造、水利系统工程建设、水污染防治行动计划等政府工作部署会有效促进塑料管道的推广应用。因此, 今后一段时间内, 市政建设用排水、给水、供热、雨水回收利用、中水循环等管道可能是塑料管道的主要应用领域。

图表 8：综合管廊效果示意图



来源：网上资料,国金证券研究所

图表 9：海绵城市效果示意图



来源：网上资料,国金证券研究所

1.4 龙头企业受益于行业集中度提升趋势、原材料价格下滑提升盈利能力

1.4.1 行业集中度将继续提升

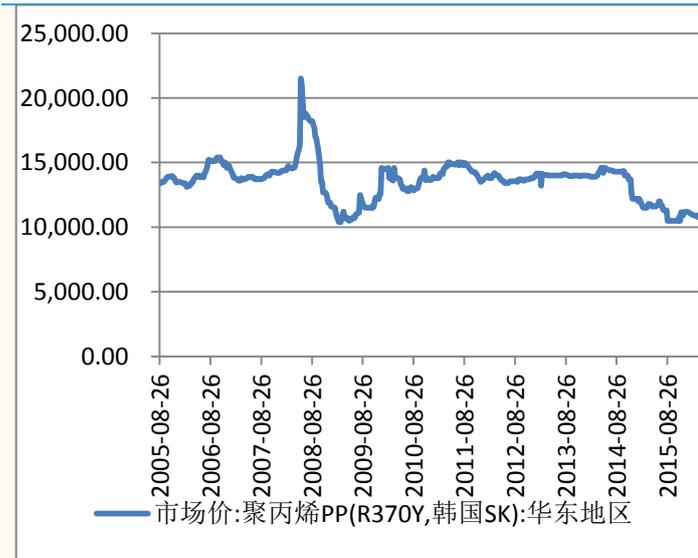
- 企业集中度还有进一步提升的空间
 - 目前国内规模较大的塑料管道生产企业 3,000 家以上, 其中年生产能力 1 万吨以上的企业约为 300 家, 有 20 家以上企业的年生产能力超过 10 万吨, 前 20 大企业产能集中度已从 2003 年时候的 30% 逐步提升至当前的 40% 左右, 未来此趋势还将持续。
 - 集中度进一步提升的主要原因就是随着人们消费观念的逐步升级, 未来产品质量差、产量小的企业的淘汰是大势所趋, 利于具备产能与质量优势的企业的发展。

- 区域性能集中提升验证了企业集中度的提高
 - 目前，塑料管道规模生产企业主要集中在广东、浙江、山东，这三地的生产规模已达全国总产能的 40%左右。地区性集中度的提升从侧面验证了行业集中度提高的趋势。

1.4.2 原材料价格下滑增强企业盈利能力

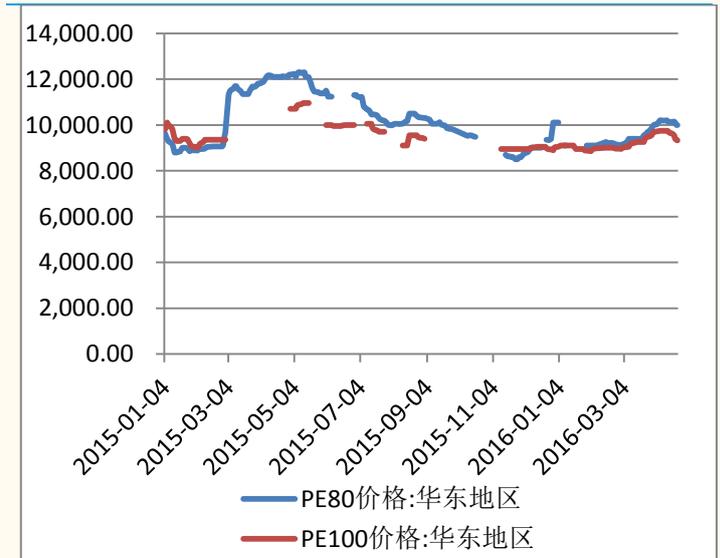
- 2015 年受国际原油价格的持续下滑，生产塑料管道产品所需的 PE80/PE100/PPR 价格都出现了下降，全行业毛利率都出现了不同幅度的提升，企业盈利能力明显增强。根据国金石化组的预测，未来几年原油价格将缓慢上升，公司所需原材料价格不会出现剧烈变动。

图表 10: 2015 年 PPR 价格下滑



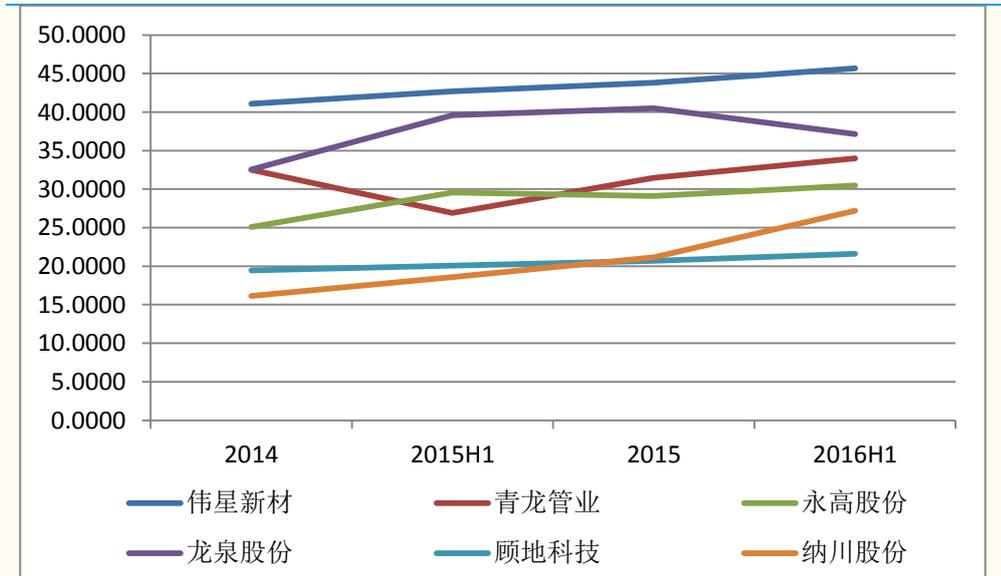
来源: WIND,国金证券研究所

图表 11: 2015 年 PE80/PE100 价格也在下滑



来源: WIND,国金证券研究所

图表 12: 塑料管道企业毛利率都出现了不同幅度的提升

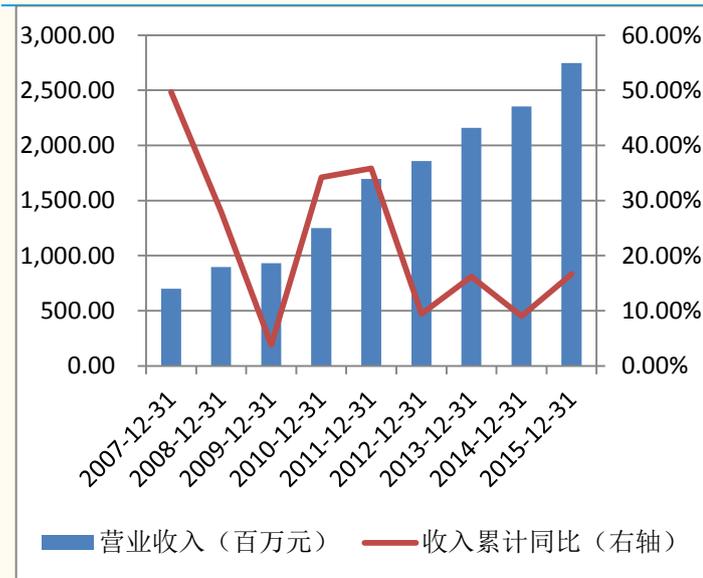


来源: WIND,国金证券研究所

2 行业高景气度下公司的竞争优势

- 公司 2016H1 营业收入/归母净利润分别为 13.23/2.47 亿元，分别同比增长 18.53%/29.45%。公司业绩继续保持高速增长充分验证了行业的高景气度以及公司较强的经营管理能力。

图表 13: 公司营业收入稳定增长



来源: WIND, 国金证券研究所

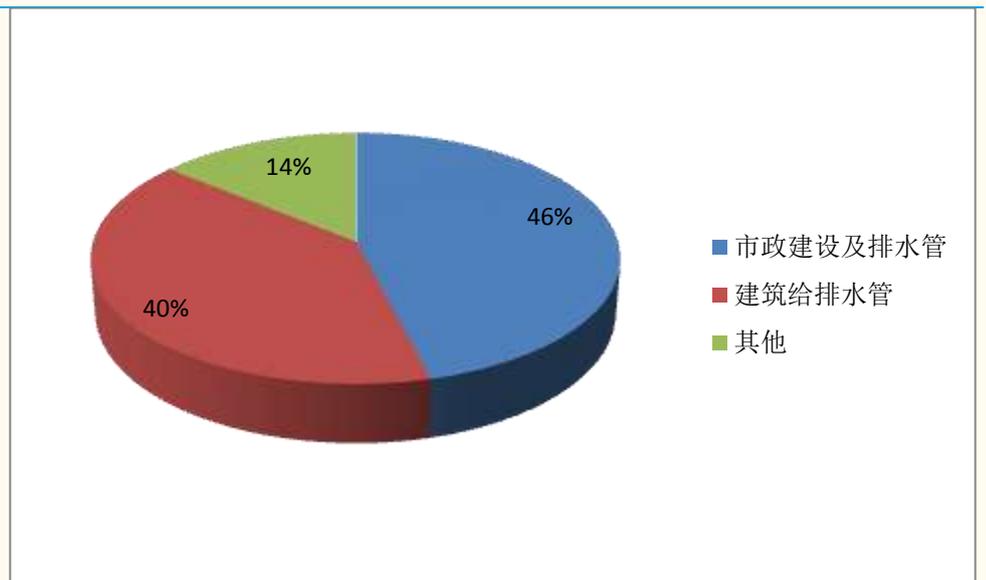
图表 14: 公司归母净利润稳定增长



来源: WIND, 国金证券研究所

- 塑料管材的主要下游应用领域主要是建筑给、排水；市政给、排水；其他类（如燃气管道等），公司产品当前已基本涵盖这些领域。

图表 15: 塑料管道主要下游应用领域



来源: 国金证券研究所

2.1 “消费升级”更有利于零售为主企业

2.1.1 零售优势更加直面消费者

- 公司的 PPR 产品主要用于家庭建筑内的给排水管道，公司当前主要采取零售模式来经营。经过十多年的发展，公司在全国建立了高效的营销网络和服务体系，并形成了伟星特色的扁平化的营销模式。

图表 16: PPR 用于家庭供水系统



家用供水系统

常用敷设方式

可选的管道产品

PPR管材|家装PPR,冷热给水管
FPPR管|纤维增强聚丙烯管
A+管
PP-R塑铝稳态管

卫浴配件

软管系列 / 水嘴系列 / 生料带系列
地漏系列 / 阀门系列 / 节能水箱系列
面盆排水系列 / 花洒系列/角阀系列
淋浴系列 / 挂件系列 / 接头系列

来源：公司官网,国金证券研究所

- 目前公司在全国主要大中城市建立了 30 多家销售分公司及办事处，1000 多名专业营销人员，1000 多家一级经销商，网点遍布全国各地。未来公司在进一步提升经销商数量与质量的基础上同步配合“星管家”做好后端服务，从而将线上线下完美结合，这是公司独有的竞争优势。

图表 17: 伟星星管家服务



伟星星管家服务

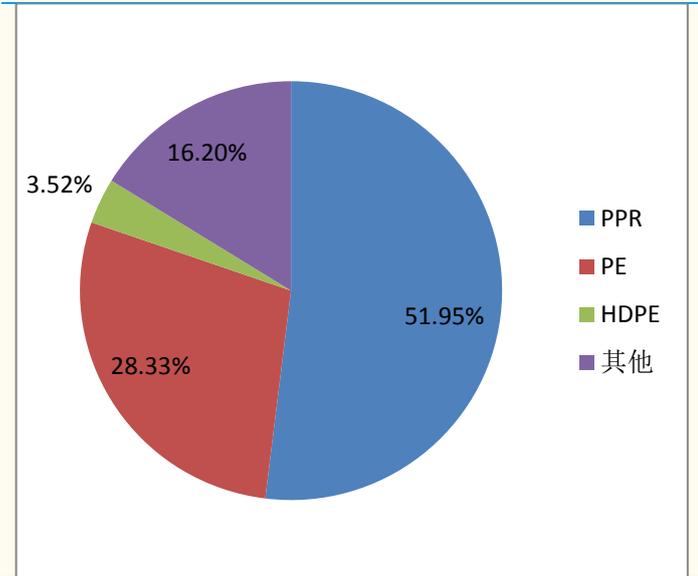
行业首创 安全管到家

4007-289-289
一个电话轻松搞定

来源：公司官网,国金证券研究所

- 至 2016H1，公司 PPR 产品收入为 7.3 亿元，与公司营业收入占比为 55.19%，毛利率持续提升，高达 58.86%，主要受益于产品价格的提升与原材料成本的下滑。

图表 18：公司主营构成



来源：公司年报,国金证券研究所

图表 19：PPR 毛利率持续增长



来源：WIND,国金证券研究所

2.1.2 “伟星新材+知名装饰公司”合作模式优势明显

- 经过多年发展，“伟星新材+知名装饰公司”已普遍被业内认可，该模式为消费者创造更高的产品和服务附加值，能够开拓和创造一个伟星新材、装饰公司和消费者“三赢”的局面，该模式未来会融入符合时代发展的新元素（如互联网+）继续应用下去。

图表 20：伟星新材与装饰公司合作情况

| 时间 | 合作公司名称 | 具体内容 |
|------------|------------|-----------------------------------------------------------------------|
| 2012.3.28 | 亚厦股份 | 浙江亚厦装饰股份有限公司与浙江伟星新型建材股份有限公司（伟星新材002372）在亚厦股份会议室举行了战略合作协议签字仪式 |
| 2014.6.19 | 中国建筑装饰协会 | 中国建筑装饰协会授予伟星新材公司“全国住宅装饰装修行业最佳合作伙伴”、“全国住宅装饰装修行业管道工程体验、示范、研发、创新、采购基地” |
| 2014.10.19 | 万泰建筑装饰工程公司 | 济南万泰建筑装饰工程公司与伟星新材在万泰装饰会议室举行了战略合作协议签字仪式 |
| 2015.6.17 | 成都装饰企业 | 伟星新材承德装饰企业推广会在嘉和酒店成功举办 |
| 2015.12.18 | 互联网家装企业 | 伟星新材与爱空间、家装E站等电商平台的携手合作，重构了家装行业产业链，实现了商品F2C（factory to customer工厂到客户） |

来源：国金证券研究所

2.2 成立双事业部，加速工程领域布局

- 加大工程 PE 类管材研发力度

- PE 类管材主要用于工程领域，当前我国 90%以上工程用 PE 管道依靠进口，未来国产 PE 类管道可替代空间巨大。公司当前也正加大对 PE 类管道的研发工作，2015 年公司用于研发的费用为 8691.83 万元，与营业收入占比为 3.16%。

图表 21：公司研发费用保持稳定



来源：公司年报,国金证券研究所

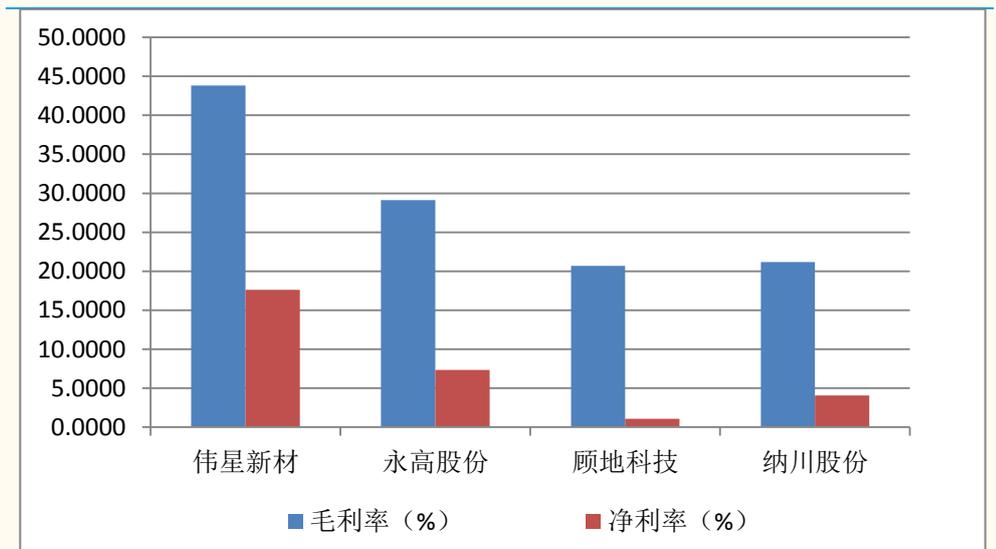
■ 成立双工程事业部加速工程业务布局

- 公司当前针对工程业务发展成立了“市政工程部”与“房产工程事业部”，以此来加速公司 PE 类管道业务增长，配合公司“零售为先，工程并举”经营策略，增强公司盈利能力。

2.3 精细化管理增强公司盈利能力

- 公司经过多年发展，磨练出了一只长期稳定，具有高度责任感的优秀管理团队。公司的精细化管理也得到行业内的充分认可，公司产品毛利率与净利率都远高于竞争对手，充分体现了公司优秀的管理能力与盈利能力。

图表 22：公司盈利能力高于行业竞争对手

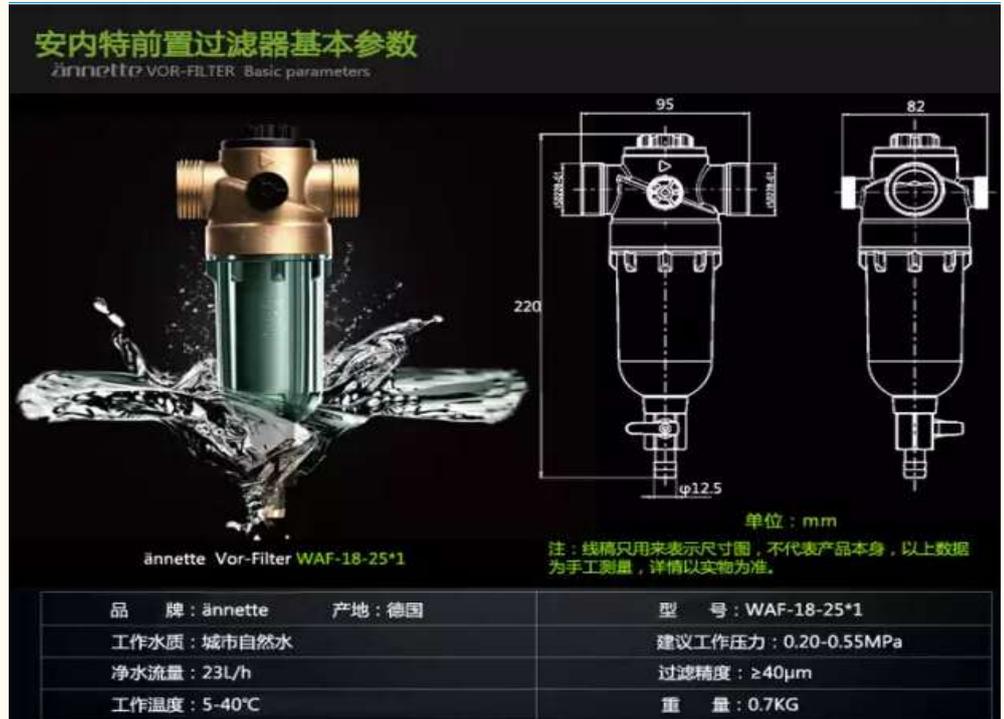


来源：WIND,国金证券研究所

3 新品 ANNETTE 的推出使公司完善管道系统迈出了重要一步：

- 公司于 2016 年初推出了新产品 ANNETTE 净水装置，主要是装在家庭水表前端，为进入家庭的用水提供过滤功能。上半年产品在北京、上海、杭州等一线城市做试点推广效果良好。前置过滤器的推出为公司完善管道系统迈出了重要一步。

图表 23: 新品 ANNETTE 参数



来源：公司资料 国金证券研究所

4 投资建议

- 公司多年来一直坚持“零售为先，工程并举”的经营策略，进一步明晰家装零售、市政工程、房产工程“三驾马车”的运作模式，当前取得了良好的成效。消费升级引领 PPR 进一步发展；工业化管道的布局也将逐渐出现成效；新产品的研发推出进一步完善公司的管道系统。多年来的稳定高速增长验证了公司优秀的经营能力与管理能力，因此，公司未来进一步加速成长可期。

5 盈利预测及估值

- 我们预测公司 2016-2018 三年营业收入分别为 30.72/35.74/41.74 亿元，增速分别为 11.9%/16.3%/16.8%，归母净利润分别为 6.14/7.28/8.56 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/0.94/1.1 元，给予公司对应 2016 年 25 倍 PE 估值，目标价 19.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示

- 房地产投资下滑；原材料价格大幅上涨。

图表 24: 公司各项业务盈利预测

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| PPR | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 1,174.68 | 1,426.56 | 1,734.00 | 2,117.70 | 2,579.50 |
| 增长率 (YOY) | 17.94% | 21.44% | 21.55% | 22.13% | 21.81% |
| 毛利率 | 52.50% | 56.58% | 59.00% | 58.80% | 58.50% |
| 销售成本 (百万元) | 557.97 | 619.41 | 710.94 | 872.49 | 1,070.49 |
| 增长率 (YOY) | 16.06% | 11.01% | 14.78% | 22.72% | 22.69% |
| 毛利 (百万元) | 616.71 | 807.15 | 1,023.06 | 1,245.21 | 1,509.01 |
| 增长率 (YOY) | 19.70% | 30.88% | 26.75% | 21.71% | 21.19% |
| 占总销售额比重 | 50.52% | 53.52% | 56.45% | 59.26% | 61.80% |
| 占主营业务利润比重 | 63.80% | 68.17% | 71.13% | 73.02% | 74.77% |
| PE | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 705.60 | 721.80 | 738.00 | 756.00 | 779.40 |
| 增长率 (YOY) | -6.46% | 2.30% | 2.24% | 2.44% | 3.10% |
| 毛利率 | 31.30% | 32.30% | 33.50% | 34.00% | 34.50% |
| 销售成本 (百万元) | 484.75 | 488.66 | 490.77 | 498.96 | 510.51 |
| 增长率 (YOY) | 6.20% | 0.81% | 0.43% | 1.67% | 2.31% |
| 毛利 (百万元) | 220.85 | 233.14 | 247.23 | 257.04 | 268.89 |
| 增长率 (YOY) | -25.86% | 5.56% | 6.04% | 3.97% | 4.61% |
| 占总销售额比重 | 30.34% | 27.08% | 24.02% | 21.15% | 18.67% |
| 占主营业务利润比重 | 22.85% | 19.69% | 17.19% | 15.07% | 13.32% |
| 其他 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 445.00 | 517.00 | 600.00 | 700.00 | 815.00 |
| 增长率 (YOY) | 14.99% | 16.18% | 16.05% | 16.67% | 16.43% |
| 毛利率 | 29.00% | 27.80% | 28.00% | 29.00% | 29.50% |
| 销售成本 (百万元) | 315.95 | 373.27 | 432.00 | 497.00 | 574.58 |
| 增长率 (YOY) | 11.84% | 18.14% | 15.73% | 15.05% | 15.61% |
| 毛利 (百万元) | 129.05 | 143.73 | 168.00 | 203.00 | 240.43 |
| 增长率 (YOY) | 23.50% | 11.37% | 16.89% | 20.83% | 18.44% |
| 占总销售额比重 | 19.14% | 19.40% | 19.53% | 19.59% | 19.53% |
| 占主营业务利润比重 | 13.35% | 12.14% | 11.68% | 11.90% | 11.91% |
| 销售总收入 (百万元) | 2325.28 | 2665.36 | 3072.00 | 3573.70 | 4173.90 |
| 销售总成本 (百万元) | 1358.67 | 1481.34 | 1633.71 | 1868.45 | 2155.57 |
| 毛利 (百万元) | 966.61 | 1184.02 | 1438.29 | 1705.25 | 2018.33 |
| 平均毛利率 | 41.57% | 44.42% | 46.82% | 47.72% | 48.36% |

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 主营业务收入 | 2,159 | 2,354 | 2,747 | 3,072 | 3,574 | 4,174 | 货币资金 | 649 | 549 | 741 | 1,137 | 1,548 | 2,082 |
| 增长率 | | 9.0% | 16.7% | 11.9% | 16.3% | 16.8% | 应收款项 | 236 | 239 | 275 | 292 | 337 | 392 |
| 主营业务成本 | -1,314 | -1,387 | -1,543 | -1,634 | -1,868 | -2,156 | 存货 | 353 | 384 | 404 | 418 | 479 | 553 |
| %销售收入 | 60.9% | 58.9% | 56.2% | 53.2% | 52.3% | 51.6% | 其他流动资产 | 111 | 315 | 364 | 374 | 386 | 401 |
| 毛利 | 845 | 966 | 1,204 | 1,438 | 1,705 | 2,018 | 流动资产 | 1,350 | 1,486 | 1,785 | 2,220 | 2,750 | 3,428 |
| %销售收入 | 39.1% | 41.1% | 43.8% | 46.8% | 47.7% | 48.4% | %总资产 | 58.6% | 58.1% | 61.5% | 66.9% | 70.5% | 74.0% |
| 营业税金及附加 | -17 | -18 | -24 | -27 | -31 | -37 | 长期投资 | 24 | 23 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.8% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产 | 649 | 783 | 813 | 814 | 863 | 909 |
| 营业费用 | -301 | -334 | -413 | -476 | -572 | -689 | %总资产 | 28.2% | 30.6% | 28.0% | 24.5% | 22.1% | 19.6% |
| %销售收入 | 14.0% | 14.2% | 15.0% | 15.5% | 16.0% | 16.5% | 无形资产 | 260 | 258 | 254 | 248 | 253 | 257 |
| 管理费用 | -157 | -173 | -208 | -233 | -272 | -318 | 非流动资产 | 952 | 1,074 | 1,116 | 1,099 | 1,152 | 1,202 |
| %销售收入 | 7.3% | 7.4% | 7.6% | 7.6% | 7.6% | 7.6% | %总资产 | 41.4% | 41.9% | 38.5% | 33.1% | 29.5% | 26.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 369 | 441 | 559 | 703 | 830 | 974 | 资产总计 | 2,301 | 2,559 | 2,901 | 3,318 | 3,902 | 4,630 |
| %销售收入 | 17.1% | 18.7% | 20.4% | 22.9% | 23.2% | 23.3% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 10 | 7 | 5 | 19 | 28 | 38 | 应付款项 | 261 | 340 | 358 | 386 | 451 | 527 |
| %销售收入 | -0.5% | -0.3% | -0.2% | -0.6% | -0.8% | -0.9% | 其他流动负债 | 75 | 83 | 128 | 135 | 157 | 184 |
| 资产减值损失 | -13 | -10 | -8 | -2 | 0 | 0 | 流动负债 | 336 | 423 | 486 | 521 | 608 | 711 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 12 | 3 | 3 | 3 | 其他长期负债 | 20 | 19 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.5% | 2.1% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 负债 | 356 | 442 | 508 | 543 | 630 | 734 |
| 营业利润 | 367 | 440 | 569 | 723 | 861 | 1,015 | 普通股股东权益 | 1,945 | 2,117 | 2,393 | 2,776 | 3,272 | 3,896 |
| 营业利润率 | 17.0% | 18.7% | 20.7% | 23.5% | 24.1% | 24.3% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 13 | 15 | 9 | 10 | 10 | 10 | 负债股东权益合计 | 2,301 | 2,559 | 2,901 | 3,318 | 3,902 | 4,630 |
| 税前利润 | 380 | 455 | 578 | 733 | 871 | 1,025 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 17.6% | 19.3% | 21.1% | 23.9% | 24.4% | 24.5% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -64 | -67 | -94 | -120 | -143 | -169 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 16.8% | 14.8% | 16.2% | 16.3% | 16.4% | 16.5% | 每股收益 | 0.947 | 0.884 | 0.837 | 0.791 | 0.939 | 1.103 |
| 净利润 | 316 | 388 | 484 | 614 | 728 | 856 | 每股净资产 | 5.836 | 4.829 | 4.136 | 4.796 | 5.654 | 6.733 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 1.258 | 1.171 | 0.860 | 1.125 | 1.278 | 1.488 |
| 归属于母公司的净利润 | 316 | 388 | 484 | 614 | 728 | 856 | 每股股利 | 0.000 | 0.300 | 0.800 | 0.400 | 0.400 | 0.400 |
| 净利率 | 14.6% | 16.5% | 17.6% | 20.0% | 20.4% | 20.5% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 16.23% | 18.32% | 20.24% | 22.11% | 22.25% | 21.96% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 13.72% | 15.15% | 16.70% | 18.49% | 18.66% | 18.48% |
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 投入资本收益率 | 15.77% | 17.58% | 19.41% | 21.02% | 21.07% | 20.76% |
| 净利润 | 316 | 388 | 484 | 614 | 728 | 856 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 16.23% | 9.03% | 16.69% | 11.85% | 16.33% | 16.79% |
| 非现金支出 | 80 | 83 | 88 | 56 | 57 | 61 | EBIT 增长率 | 29.47% | 19.44% | 26.95% | 25.59% | 18.20% | 17.34% |
| 非经营收益 | 4 | -3 | -16 | -13 | -13 | -13 | 净利润增长率 | 33.80% | 22.83% | 24.93% | 26.68% | 18.64% | 17.51% |
| 营运资金变动 | 20 | 45 | -60 | -6 | -32 | -42 | 总资产增长率 | 9.99% | 11.21% | 13.35% | 14.39% | 17.59% | 18.66% |
| 经营活动现金净流 | 419 | 513 | 497 | 651 | 740 | 861 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -183 | -179 | -133 | -27 | -100 | -100 | 应收账款周转天数 | 24.0 | 22.2 | 21.6 | 21.4 | 21.2 | 21.0 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 89.7 | 96.9 | 93.2 | 93.3 | 93.5 | 93.7 |
| 其他 | -48 | -218 | 6 | 3 | 3 | 3 | 应付账款周转天数 | 25.0 | 30.8 | 28.7 | 28.5 | 28.3 | 28.1 |
| 投资活动现金净流 | -231 | -397 | -127 | -24 | -97 | -97 | 固定资产周转天数 | 96.0 | 103.9 | 93.3 | 77.5 | 66.6 | 56.6 |
| 股权募资 | 47 | 47 | 59 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | -20 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -33.37% | -25.92% | -30.97% | -40.96% | -47.31% | -53.41% |
| 其他 | -205 | -270 | -267 | -231 | -231 | -232 | EBIT 利息保障倍数 | -35.3 | -59.3 | -102.8 | -36.1 | -29.9 | -26.0 |
| 筹资活动现金净流 | -178 | -222 | -208 | -231 | -231 | -231 | 资产负债率 | 15.47% | 17.28% | 17.50% | 16.36% | 16.15% | 15.85% |
| 现金净流量 | 10 | -106 | 163 | 396 | 411 | 534 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

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

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD