

# 伟星新材 (002372)

## 扁平化零售渠道构筑管材护城河，期待防水涂料放量

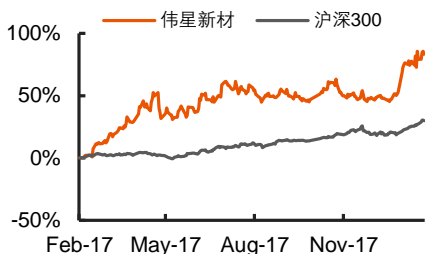
### 推荐 (首次)

现价: 21.64 元

#### 主要数据

行业	建筑
公司网址	www.china-pipes.com
大股东/持股	伟星集团有限公司/36.46%
实际控制人	章卡鹏
总股本(百万股)	1,008
流通 A 股(百万股)	893
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	218.22
流通 A 股市值(亿元)	193.15
每股净资产(元)	2.89
资产负债率(%)	22.90

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**严晓倩** 投资咨询资格编号  
S1060517070005  
021-20662256  
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.  
CN

#### 研究助理

**吴佳鹏** 一般从业资格编号  
S1060117080044  
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 平安观点：

- **塑料管道行业翘楚，业绩持续高增长：**公司是国内塑料管道行业翘楚，预计公司拥有塑料管道产能 19 万吨。公司控股股东为伟星集团，持股比例为 36.46%，实际控制人为章卡鹏先生和张三云先生（一致行动人）。公司业绩持续高增长，17 年前三季度实现收入 25.76 亿元，YoY+20.1%，实现归母净利润 5.45 亿元，YoY+22.7%。受 PPR 管收入占比提升带动（17H1 占比达 58%），公司毛利率/净利率分别达到 45%/20%，处于历史高点。公司分红率维持高位，2016 年为 69%，分红总额达 4.65 亿元。
- **扁平化零售渠道构筑护城河，PPR 管材维持高盈利：**公司的核心产品 PPR 管主要用作房屋内给水管，专注于家装市场。公司针对 PPR 管从渠道建设、产品增值、产品定价和宣传推广四个维度进行差异化营销，公司于 2013 年完成了扁平化零售渠道的搭建，在强化渠道控制力的同时，有效地减少了销售中间环节，因此 2013 年以后公司销售毛利率/净利率得到显著提升，2016 年达到 46.5%和 20.2%，分别高于中国联塑 20pct 和 9pct。此外，公司在致力打造“优质高价”的品牌形象，推出了“星管家”特色增值服务，进一步深化品牌内涵，提升公司 PPR 管材竞争力。
- **公司对下游议价能力强，彰显品牌优势：**公司管材产品上游原材料主要为 PP/PE/PVC 等，占公司成本比重超过 65%。作为石油化工产业链下游，公司管材产品综合吨成本受原油价格影响较大。2012 年以来，公司凭借 PPR 管材的品牌效应对终端消费者形成了较强的议价能力，当原材料价格上涨时，公司可以将成本向下游传导，保障了公司的盈利能力。
- **拓展家装防水涂料业务，打造新业绩增长点：**2017 年公司积极利用现有零售渠道资源，重点培育家装防水涂料业务，未来将打造公司新的业绩增长点。我国防水行业市场格局分散且存量市场广阔，行业 CR10 不到 10%，其中最大的东方雨虹市占率也仅 5%左右，而家装防水行业内缺乏知名度较高的品牌。公司的家装防水涂料产品定位“高端品牌、高端服务、高端

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2747	3,321	3,941	4,548	5,151
YoY(%)	16.7	20.9	18.7	15.4	13.3
净利润(百万元)	484	671	835	1,009	1,211
YoY(%)	24.9	38.5	24.5	20.9	20.0
毛利率(%)	43.8	46.5	47.6	48.1	48.7
净利率(%)	17.6	20.2	21.2	22.2	23.5
ROE(%)	20.2	24.4	26.8	29.1	29.8
EPS(摊薄/元)	0.48	0.67	0.83	1.00	1.20
P/E(倍)	45.1	32.5	26.1	21.6	18.0
P/B(倍)	9.1	7.9	7.0	6.3	5.4

价值”，目前已在华东地区试点销售。我们认为公司通过借鉴 PPR 管道的发展经验走高端产品路线，在产品销售同时为客户提供一系列增值服务，未来有望复制 PPR 管材的成功。

- **盈利预测与投资建议：**公司是塑料管材行业翘楚，核心产品为面向家装业务的 PPR 管。公司凭借自身 PPR 管材的品牌效应和零售渠道的优势构筑竞争护城河，助力业绩持续高增长。此外，公司于 2017 年拓展家装防水业务，未来将为公司打造新的业绩增长点。预计 2017~2019 年 EPS 为 0.83 元、1.00 元和 1.20 元，对应当前 PE 为 26.1 倍、21.6 倍和 18.0 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**房地产投资大幅下滑；原油价格快速上涨提升原料成本；新业务拓展不及预期。

# 正文目录

<b>一、塑料管道行业翘楚，业绩持续高增长</b>	6
1.1 塑料管材行业翘楚，PPR 管领域先驱	6
1.2 公司业绩持续高增长，PPR 业务占比不断提升	7
1.3 现金流表现优异，分红率维持高位	8
<b>二、行业步入平稳增长期，集中度提升大势所趋</b>	9
2.1 行业步入平稳增长期，塑料管道应用持续推广	9
2.2 管道行业格局分散，集中度提升大势所趋	12
<b>三、扁平化零售渠道构筑护城河，PPR 管材维持高盈利</b>	13
3.1 PPR 营销渠道扁平化，提升公司盈利能力	13
3.2 “产品+服务”塑造品牌竞争力，树立“高端管道典范”	15
3.3 因势而动加码工程业务，PE 产品收入加速释放	16
<b>四、公司对下游议价能力强，彰显品牌优势</b>	16
4.1 公司产品原材料成本占比高	16
4.2 公司对下游议价能力强，保障盈利水平	18
<b>五、拓展家装防水涂料业务，打造新业绩增长点</b>	18
<b>六、股权激励绑定员工利益，共享企业长期成长</b>	20
<b>七、盈利预测与投资建议</b>	21
<b>八、风险提示</b>	22

# 图表目录

图表 1	公司发展历程	6
图表 2	2009 年公司股权结构图	6
图表 3	2016 年底公司股权结构图	6
图表 4	公司高管团队保持稳定	7
图表 5	公司营业收入保持快速增长	7
图表 6	17 年前三季度公司归母净利润增速达 23%	7
图表 7	2016 年公司分项业务营收占比情况	8
图表 8	公司 PPR 管材业务收入占比不断提升	8
图表 9	公司 PPR 管与 PE 管毛利率情况	8
图表 10	公司盈利能力稳步提升	8
图表 11	公司应收账款周转天数低于同业其他企业	8
图表 12	公司收现比高于其他企业	8
图表 13	2016 年公司分红率高达 69%	9
图表 14	2016 年现金分红总额为 4.65 亿元	9
图表 15	塑料管道不同原材料的特性与用途	9
图表 16	管材行业产业链及主要产品	10
图表 17	历年固定资产投资增速情况	11
图表 18	14 年以来全国塑料管道产量保持稳健增长	11
图表 19	15 年我国各类塑料管道产量占比情况	11
图表 20	15 年塑料管道主要应用领域占比情况	11
图表 21	塑料管道应用领域快速推广	12
图表 22	塑料管道在供水领域应用占比持续提升	12
图表 23	2015 年主要企业塑料管道产量占比对比	12
图表 24	2016 年塑料管道企业分区域收入占比情况对比	12
图表 25	公司 PPR 管材营销策略	13
图表 26	公司 PPR 管收入保持快速增长	14
图表 27	产品经销体系对比	14
图表 28	16 年公司 PPR 管材收入占比达 57%	14
图表 29	16 年公司毛利率水平较同行高出约 20pct	14
图表 30	伟星新材销售人员多于其他管道生产企业	15
图表 31	公司销售费用率较同行高出约 9pct	15
图表 32	公司净利率较中国联塑高出 9pct	15
图表 33	“星管家”服务内容	16
图表 34	公司研发费用投入保持稳定增长	16
图表 35	2017 年上半年公司 PE 产品收入增速达 14%	16
图表 36	主要管材企业 PE 产品毛利率情况对比	16

图表 37	公司管道业务成本结构情况 .....	17
图表 38	2014 年以来吨原材料价格持续下滑 .....	17
图表 39	2016 年公司综合吨成本 9783 元，同比下滑 3.9% .....	17
图表 40	管材上游原材料价格变动情况 .....	17
图表 41	国际原油价格变动情况 .....	18
图表 42	公司管道产品综合吨价格情况 .....	18
图表 43	公司成本转嫁能力强 .....	18
图表 44	公司防水涂料业务主要产品 .....	19
图表 45	2016 年全国防水涂料产量同比增长 8.6% .....	20
图表 46	我国防水涂料占建筑防水材料比重持续提升 .....	20
图表 47	国内主要防水材料生产企业以生产防水卷材为主 .....	20
图表 48	公司两期股权激励计划情况 .....	20
图表 49	公司主营业务收入预测 .....	21
图表 50	伟星新材 PE Bands ( TTM ) .....	22
图表 51	行业可比公司估值比较 .....	22

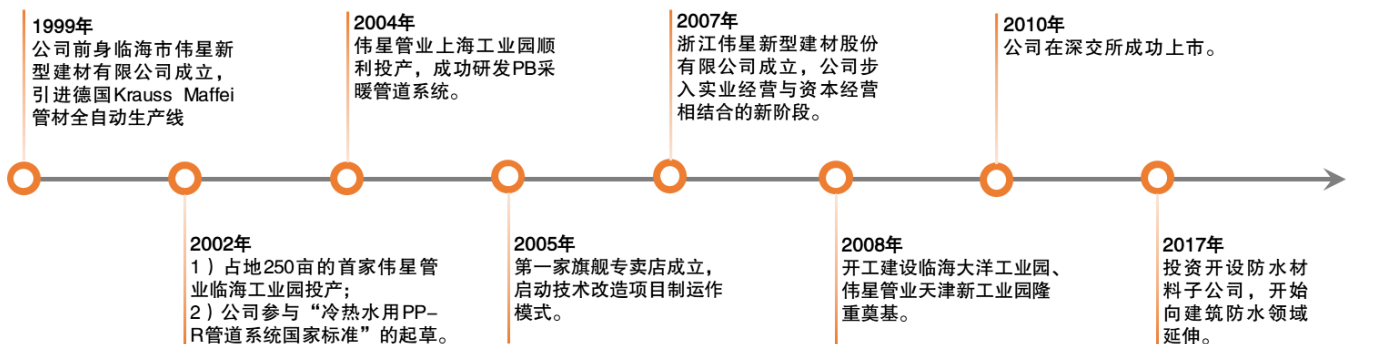
# 一、塑料管道行业翘楚，业绩持续高增长

## 1.1 塑料管材行业翘楚，PPR 管领域先驱

伟星新材是国内塑料管道行业龙头企业，PPR 管道领域的技术先驱。公司成立于 1999 年，2010 年于深交所上市，目前拥有浙江、上海、重庆、天津和西安（在建）五个现代化生产基地，截止 2016 年底公司自有产能达 17.28 万吨。公司控股股东为伟星集团，持股比例为 36.46%，实际控制人为章卡鹏先生和张三云先生（一致行动人），公司董事长、总经理为金红阳先生。自上市以来，公司高管团队保持稳定，有效保障了公司业务的长期发展。

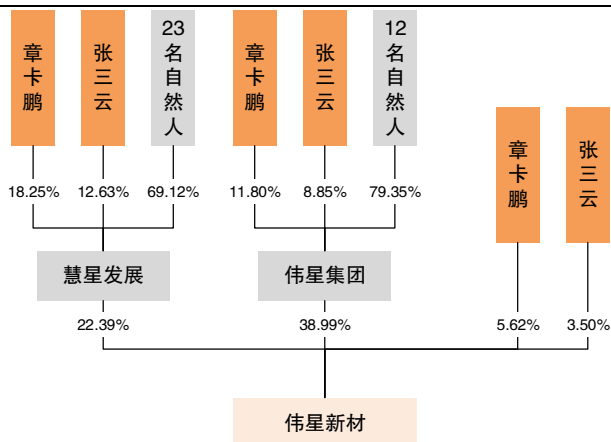
公司塑料管道产品定位中高端，主要分为 PPR、PE 和 PVC 三大系列：一、PPR 系列管材管件，用于建筑内冷热给水，主要通过家装零售渠道进行销售；二、PE 系列管材管件，主要应用于市政供水、采暖、燃气、市政排水排污等领域；三、PVC 系列管材管件，主要应用于建筑内排水、市政和农村排水排污。PE 和 PVC 产品主要应用于市政工程和房产工程，以直销和经销的方式进行经营。公司坚持“零售为先，工程并举”的经营策略，以家装零售带动工程业务，实现家装、房地产和市政三大业务板块的协同发展。

图表1 公司发展历程



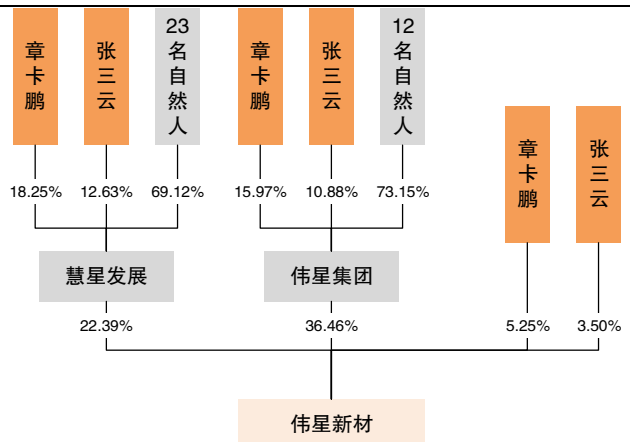
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表2 2009 年公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司高管团队保持稳定

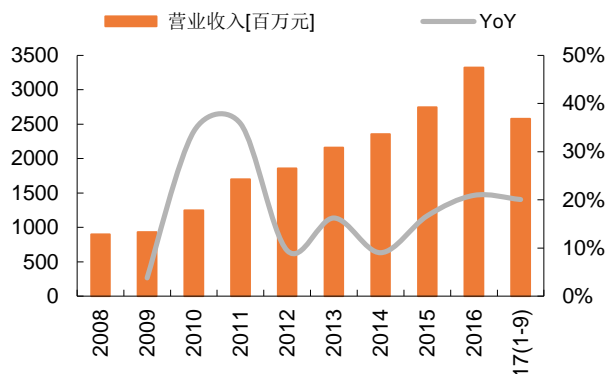
姓名	职务	任期起始日期	持股比例
金红阳	董事长、总经理	2007-12-16	0.98%
章卡鹏	董事	2007-12-16	5.25%
张三云	董事	2007-12-16	3.50%
谢瑾琨	董事	2007-12-16	1.75%
屈三炉	副总经理	2007-12-16	0.54%
施国军	副总经理	2007-12-16	0.60%
谭梅	董秘、副总经理	2007-12-16	0.50%
戚锦秀	副总经理	2015-05-27	0.25%
陈安门	财务总监	2007-12-16	0.46%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 公司业绩持续高增长，PPR 业务占比不断提升

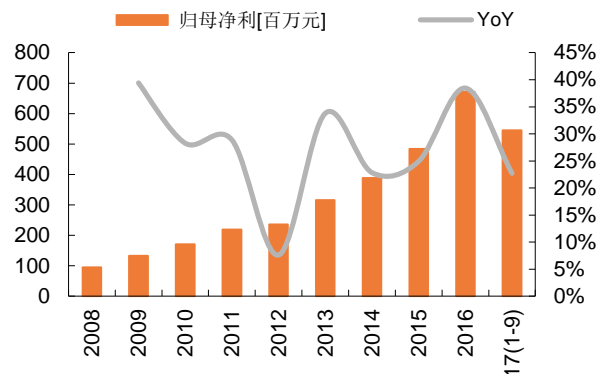
2013 年以来公司业绩保持快速增长，17 年前三季度公司实现收入 25.76 亿元，YoY+20.1%，实现归母净利润 5.45 亿元，YoY+22.7%。从营收结构上看，得益于公司对家装零售类业务的持续大力推进，公司 PPR 管业务占公司总收入比重持续提高，16 年公司 PPR、PE 和 PVC 三大产品系列的营收占比分别为 57%、27%和 13%，其中 PPR 管业务收入占比较 12 年增加了 17pct。2012 年以来公司 PPR 管业务毛利率稳步提升，2016 年达 59%，较 12 年增加 11pct，显著高于 PE 管业务(34%)。伴随 PPR 管业务占比持续提升，公司综合毛利率/净利率不断提高，17 年上半年分别为 45.0%与 19.6%，较 12 年增加 10pct 和 8pct，盈利能力提升显著。

图表5 公司营业收入保持快速增长



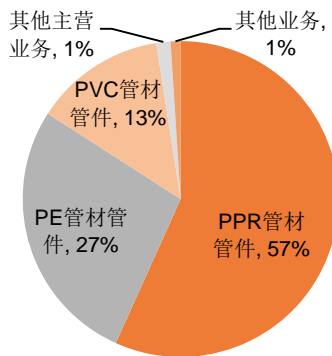
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 17 年前三季度公司归母净利润增速达 23%



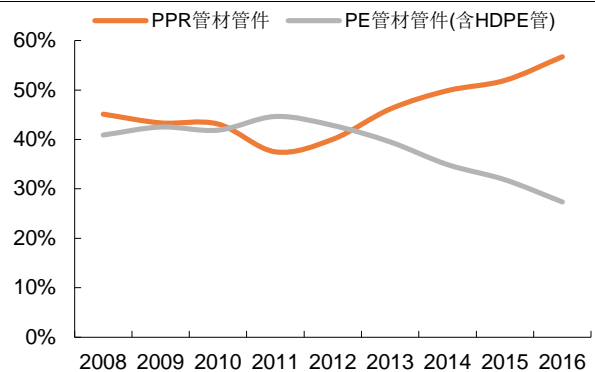
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 2016年公司分项业务营收占比情况



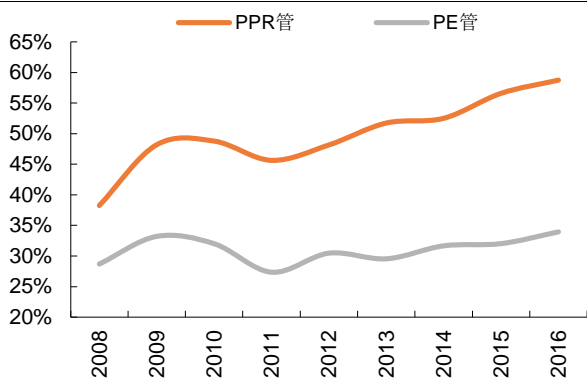
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 公司PPR管材业务收入占比不断提升



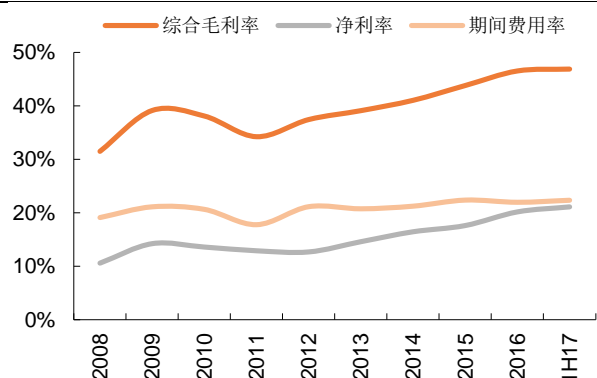
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 公司PPR管与PE管毛利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 公司盈利能力稳步提升

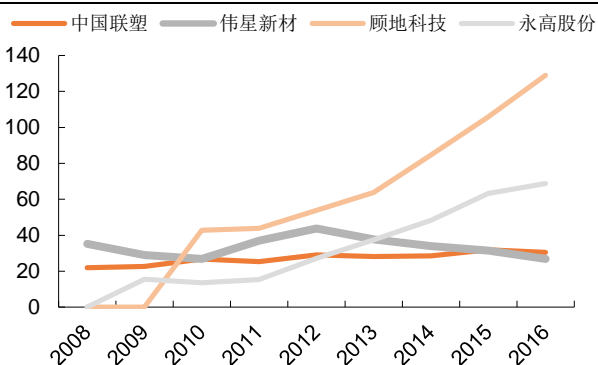


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.3 现金流表现优异，分红率维持高位

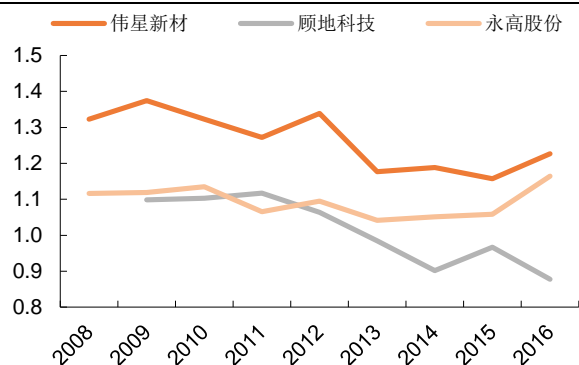
得益于公司PPR零售业务的发展,公司现金流表现优异。2016年公司的应收账款周转天数为27天,低于同行业其他公司;2016年公司收现比为1.23,高于永高股份(1.16)和顾地科技(0.88)。公司分红率一直维持高位,2016年公司股息支付率达到了69.4%,现金分红总额为4.65亿元,每股股利为0.6元。

图表11 公司应收账款周转天数低于同业其他企业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

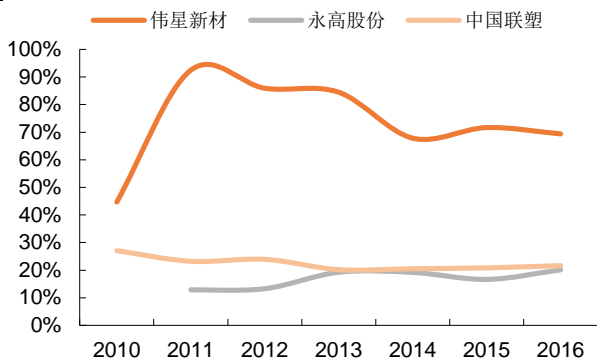
图表12 公司收现比高于其他企业



资料来源：公司公告，平安证券研究所

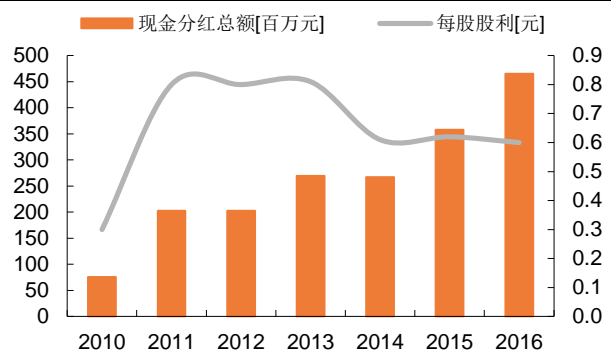


图表13 2016年公司分红率高达69%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 2016年现金分红总额为4.65亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、行业步入平稳增长期，集中度提升大势所趋

### 2.1 行业步入平稳增长期，塑料管道应用持续推广

近十几年来，塑料管道凭借其质量轻、便于安装运输的特点在世界范围内快速兴起并逐渐取代钢管、铸铁管、水泥管等传统管材。自20世纪70年代以来，我国塑料管材行业得到快速发展，相关产品广泛应用住宅建设、城镇市政工程、交通运输建设、农业灌溉等领域，目前我国已是全球最大的塑料管道生产国。我国塑料管材产品品类齐全，根据所用原材料的不同，基本上可以划分为PE、PVC和PP三大类。

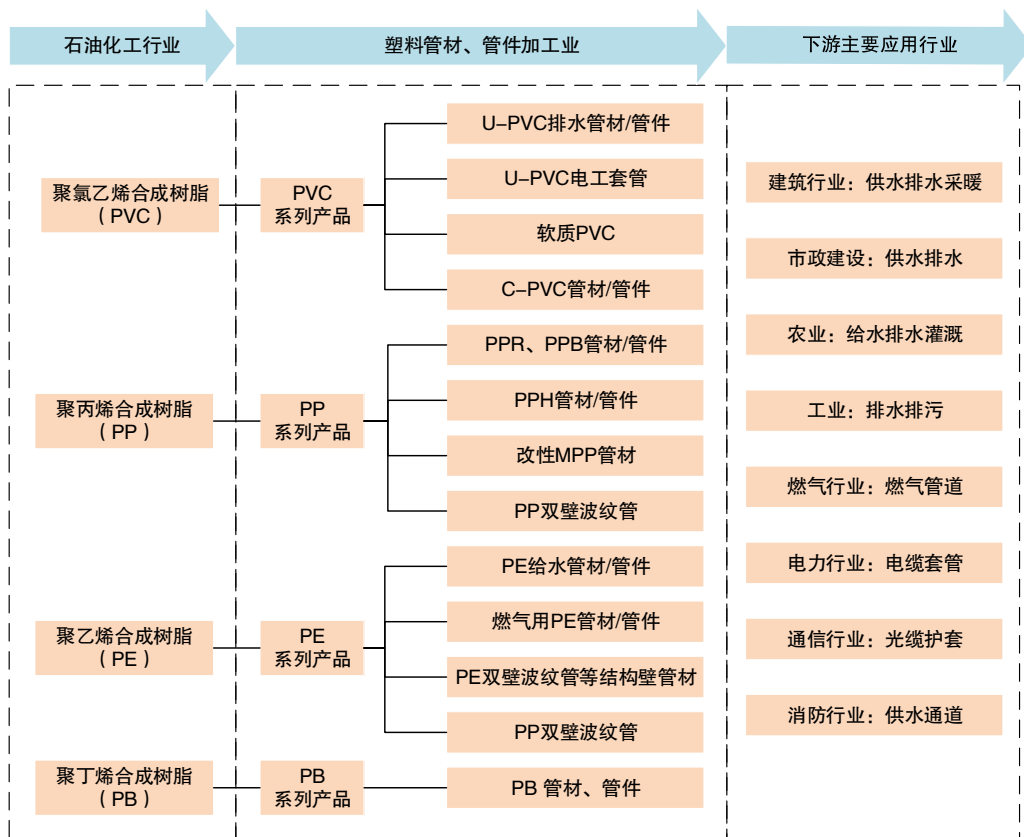
图表15 塑料管道不同原材料的特性与用途

类型	特点	主要用途
PE	水力性能优越、机械强度、耐化学性及柔韧度相对较高、使用寿命长、抗开裂性能好	饮用水系统、灌溉及洒水系统、排水、腐蚀性化学品运输、气体输送及电缆导管
PVC	能够抵抗大部分腐蚀性液体，强度和硬度较高	市政给排水、农业灌溉、污水系统、引用水系统、工业及化学处理管道及电缆导管
PP	耐高、低温性能佳	冷热水供应系统

资料来源：百度，平安证券研究所

从产业链看，塑料管材行业上游主要为石油化工行业及部分金属供应商，塑料管道生产所需的主要原材料为聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）、聚丙烯（PP）等高分子材料以及部分金属材料，其中PE和PP原料主要来源于石油、天然气，我国PVC原料主要来源于煤炭。塑料管材行业下游应用广泛，涵盖了建筑、市政、农业、工业、燃气、电力、通信及消防等各个行业。

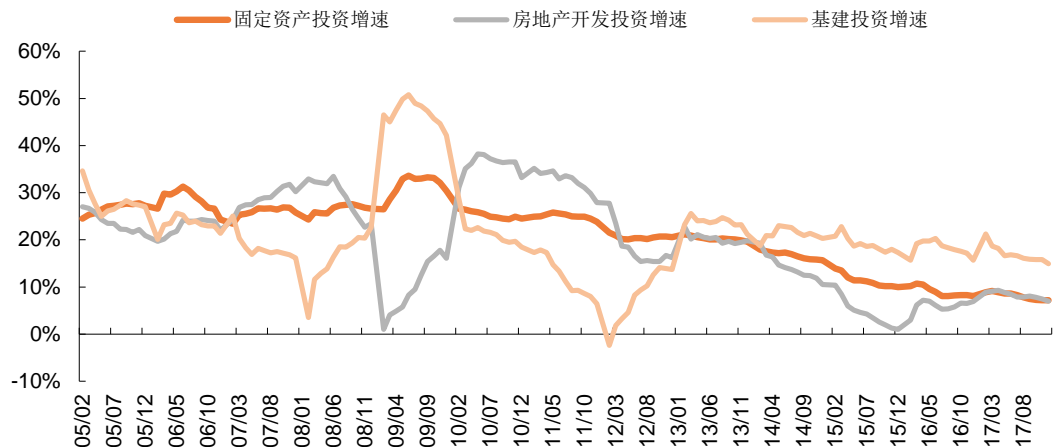
图表16 管材行业产业链及主要产品



资料来源：公司公告，平安证券研究所

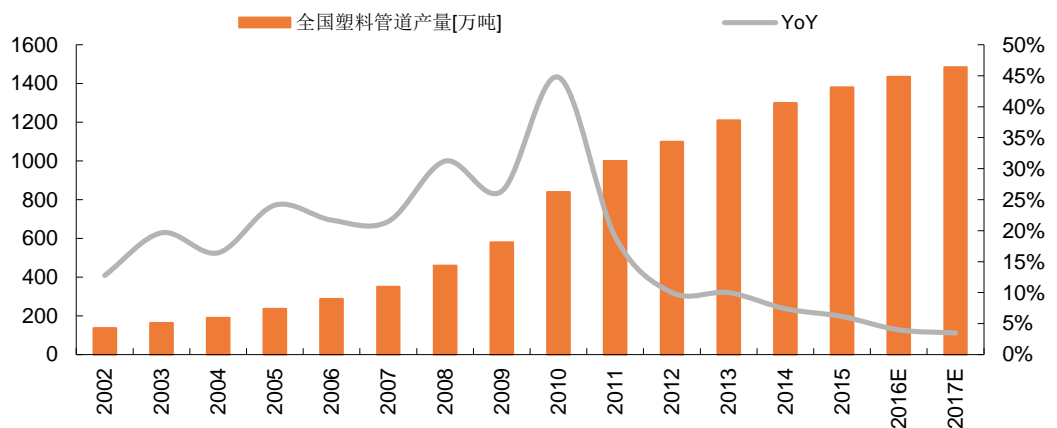
**塑料管道产量稳健增长，下游应用领域不断扩大。**2012年以来，随着我国房地产开发投资增速下行，我国塑料管道产量进入稳定增长阶段。据中国塑协估计，2016年我国塑料管道产量约为1436万吨，YoY+4.1%。从产品结构看，目前我国塑料管道中PVC管/PE管/PP管产量占比分别为55%/25%/10%。我国塑料管道下游应用领域不断扩大，2009年以来，农业/市政燃气/工业/护套等领域的塑料管道产量快速增长，09-15年各板块产量复合增速分别为38%/33%/16%/14%。塑料管道在管道领域的使用占比不断提高，据中国塑协估计，到2020年塑料管道长度在各类材料管道中平均市场占有率超过55%。

图表17 历年固定资产投资增速情况



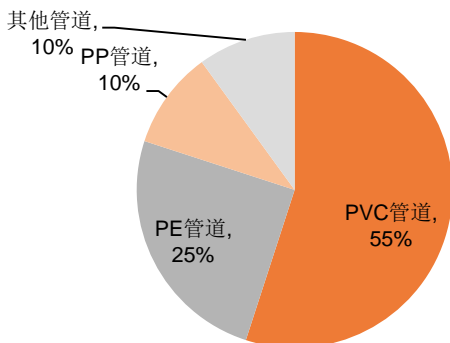
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 14年以来全国塑料管道产量保持稳健增长



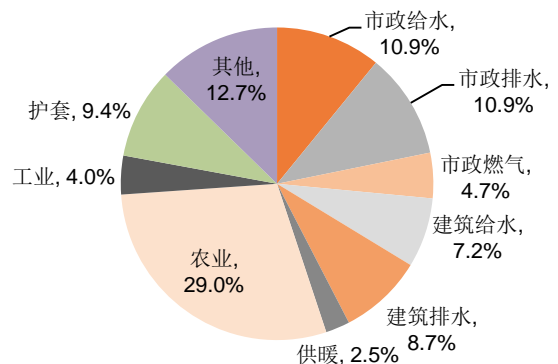
资料来源: 中国塑协, 平安证券研究所

图表19 15年我国各类塑料管道产量占比情况



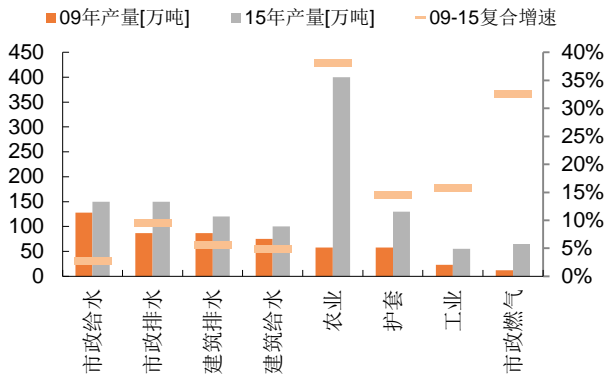
资料来源: 中国塑协, 平安证券研究所

图表20 15年塑料管道主要应用领域占比情况



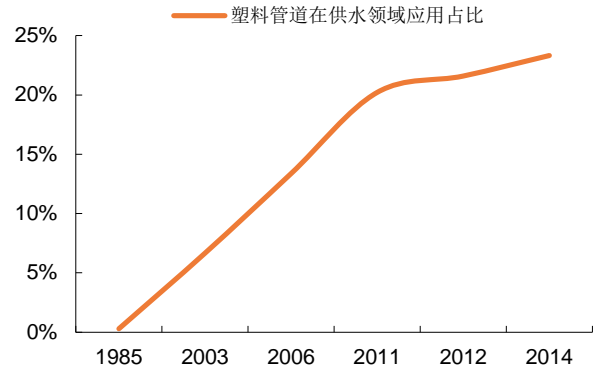
资料来源: 中国塑协, 平安证券研究所

图表21 塑料管道应用领域快速推广



资料来源: 中国塑协, 平安证券研究所

图表22 塑料管道在供水领域应用占比持续提升



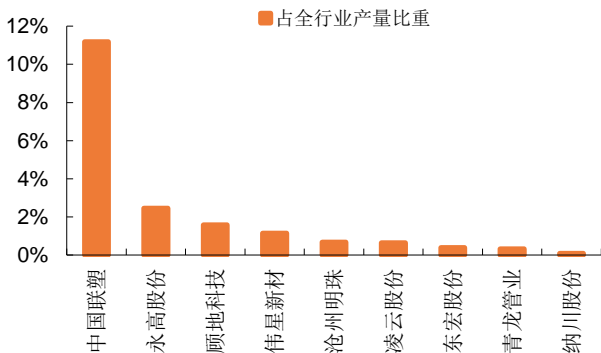
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 管道行业格局分散, 集中度提升大势所趋

**管道行业市场格局分散, 集中度提升空间大。**我国塑料管道行业市场格局分散, 集中度较低, 截止2016年底国内规模以上塑料管道生产企业超过3000家, 总产能已达到3000万吨, 其中产能1万吨以上的企业约为300家, 有20家以上企业产能超过10万吨。从产量占比看, 目前国内上市管道企业中, 除了中国联塑产量占比超过10%, 其余企业产量占比均小于5%。随着未来产业结构进一步调整, 未来我国管道市场集中度提升空间大。

**管道龙头企业加强异地扩张, 市场整合大势所趋。**由于塑料管道体积大, 占用空间多, 运输效率低, 因此管道企业产品销售均集中在生产基地周边地区, 具有一定的区域性特征。从上市企业来看, 伟星新材、永高股份产品销售主要集中在华东地区, 2016年华东地区收入占比分别达到52%和64%; 中国联塑主要集中在华南地区, 区域收入占比达到60%; 顾地科技则主要集中在华中地区与西部地区, 收入占比分别为41%与33%。近年一些大企业加快异地布点建厂, 以往塑料管道生产企业主要集中在沿海和经济发达地区的现象逐步减少, 中西部等近年市场开发较迟的地区逐渐成为行业新的热点区域。

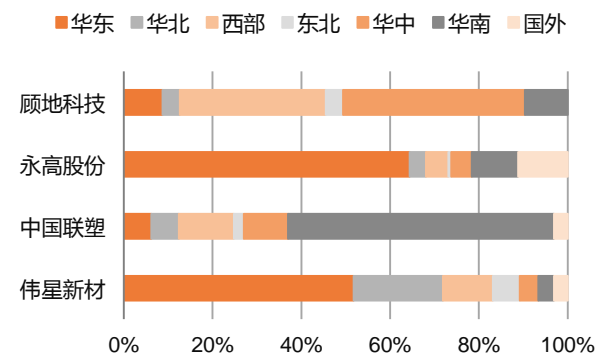
图表23 2015年主要企业塑料管道产量占比



备注: 中国联塑数据为2015年塑料管道销量。

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表24 2016年塑料管道企业分区域收入占比情况对比



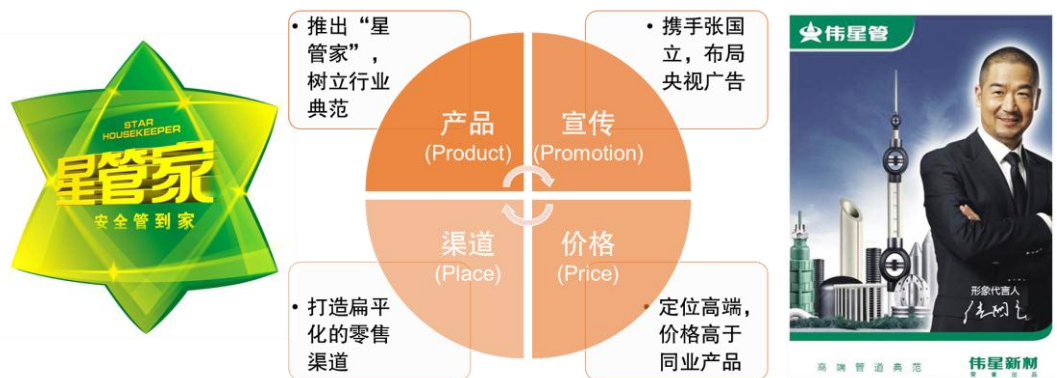
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 三、扁平化零售渠道构筑护城河，PPR 管材维持高盈利

公司的核心产品 PPR 管主要用途是室内给水管，广泛应用于家装领域。由于市面上的给水管道在外观上没有明显的差异，消费者和工程业主无法简单地从直观上鉴别管道产品的优劣，也不具备相应的专业知识对管材性能进行评比。公司精准把握建筑给水管道的需求特点，从渠道（Place）、定价（Price）、品牌（Product）、宣传（Promotion）四个维度出发对公司产品进行差异化的营销，构筑了公司护城河：

- 1) 公司自 2004 年开始 PPR 管材渠道建设，力推渠道扁平化以加强对零售终端的管控。随着公司完成了零售渠道的扩张与升级改造，2013 年以来产品盈利能力不断提升；
- 2) 公司积极把握终端消费者质量要求高，价格敏感度较低的特点，自 2012 年开始确立了“优质高价”的形象定位，消费者认同度不断提高；
- 3) 公司于 2012 年推出“星管家”特色增值服务，打造“产品+服务”业务模式，提升塑料管道产品的附加值，树立公司品牌效应；
- 4) 与著名影视演员合作，在核心电视频道投放广告，提高公司品牌的知名度。

图表25 公司 PPR 管材营销策略

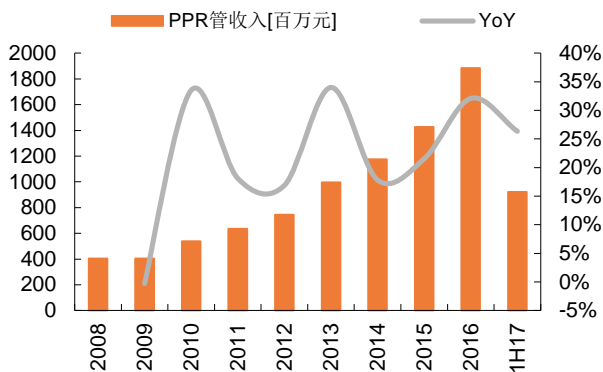


资料来源：平安证券研究所

#### 3.1 PPR 营销渠道扁平化，提升公司盈利能力

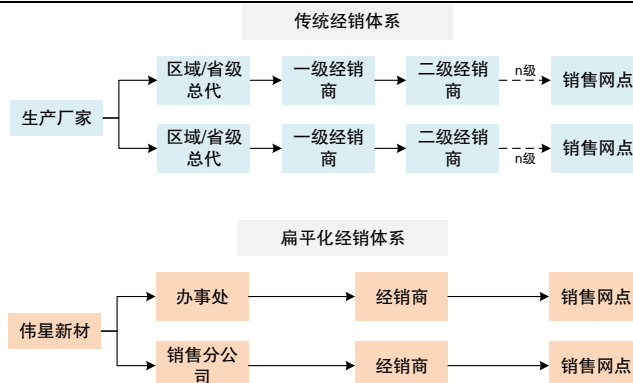
公司自 2004 年开始推进 PPR 零售渠道建设，于 2013 年完成了公司销售网络的升级扩张，目前已在全国主要大中城市建立了 30 多家销售分公司及办事处，配备 1000 多名专业营销人员，经销网点覆盖全国大部分区域。得益于公司齐全的营销网络，2010 年以来公司 PPR 管业务保持快速增长，2017 年上半年公司 PPR 管收入达 9.22 亿元，YoY+26%。

图表26 公司 PPR 管收入保持快速增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表27 产品经销体系对比

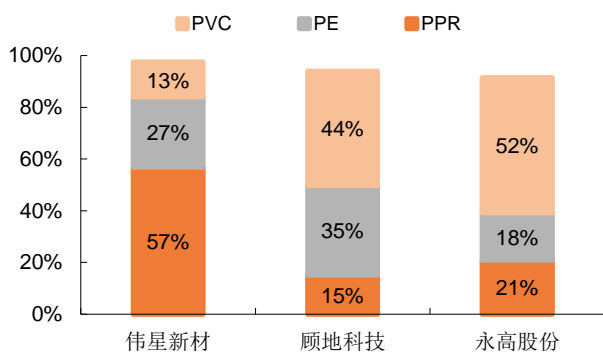


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司扁平化的营销模式（“乡镇”至“地级市”之间的不同区域设立区域经销商，在部分区域建立只有公司和零售商两个层次的经销模式）有效减少了销售的中间环节，保证了公司产品销售能够获得较高的毛利率，且有利于增强渠道控制力。2016年公司管道产品的综合毛利率达到46.5%，较永高股份/顾地科技/中国联塑的毛利率平均值高出20.3pct。

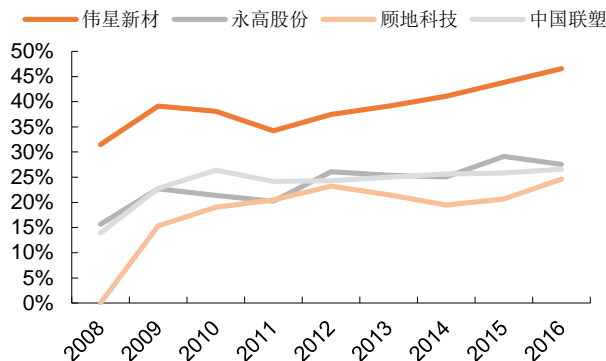
虽然扁平化的零售渠道存在经销网络管理难度大，营销投入较高的情况，但是综合考虑公司较高的毛利率，公司净利率仍明显高于其他企业。2016年公司销售费用率为15.1%，较永高股份/顾地科技/中国联塑的均值高出8.8pct，由于公司毛利率较高，公司2016年净利率达到20.2%，较中国联塑仍高出9pct。

图表28 16年公司 PPR 管材收入占比达 57%



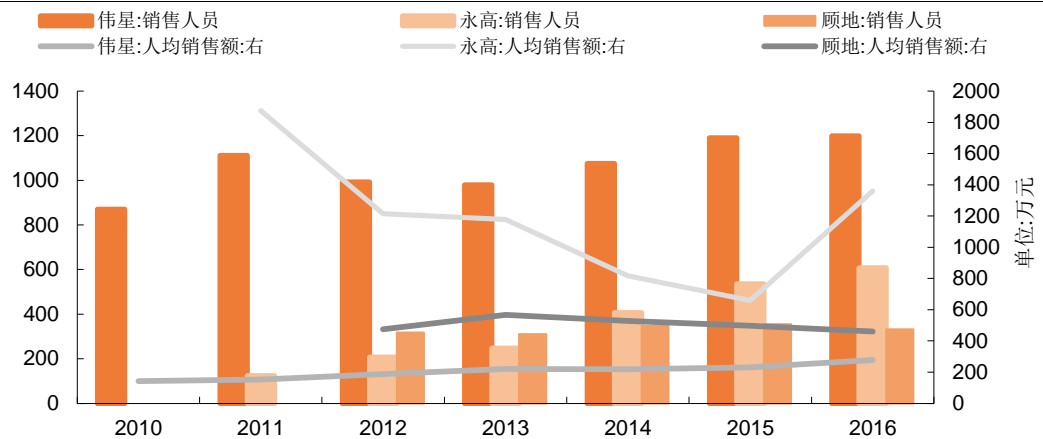
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表29 16年公司毛利率水平较同行高出约 20pct



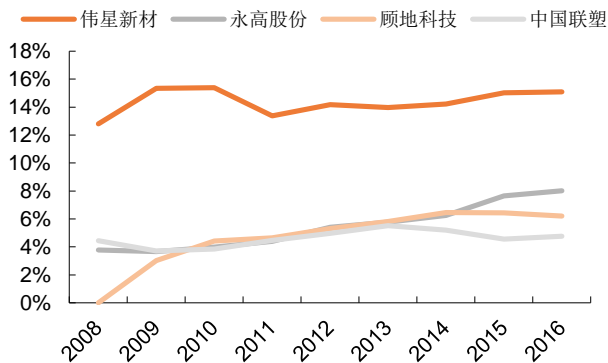
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表30 伟星新材销售人员多于其他管道生产企业



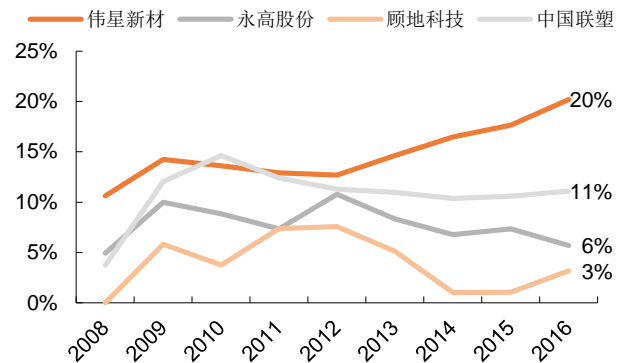
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表31 公司销售费用率较同行高出约 9pct



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 公司净利率较中国联塑高出 9pct



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

### 3.2 “产品+服务”塑造品牌竞争力, 树立“高端管道典范”

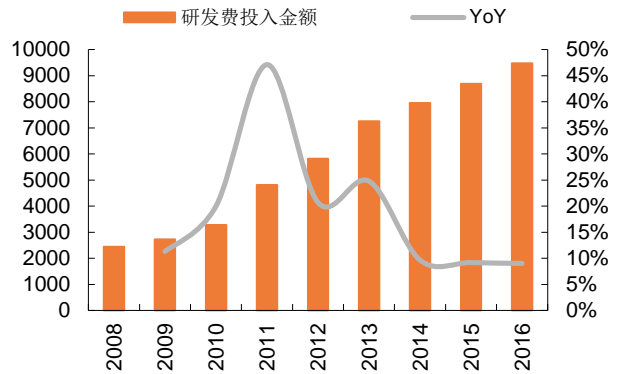
2012年,公司在确立了“优质高价”的品牌形象下,推出了“星管家”特色增值服务,进一步深化品牌内涵,提升公司PPR管材竞争力。此外,公司积极推动产品研发,推动产品的升级换代和产品链延伸,提高公司的集成供应能力。通过扁平化的零售渠道,公司能够及时地收集消费终端的客户反馈意见,对公司管材产品及时作出改进,推动产品迭代升级,为公司打造了良好的口碑,公司管材产品的品牌效应持续凸显。

图表33 “星管家”服务内容



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表34 公司研发费用投入保持稳定增长

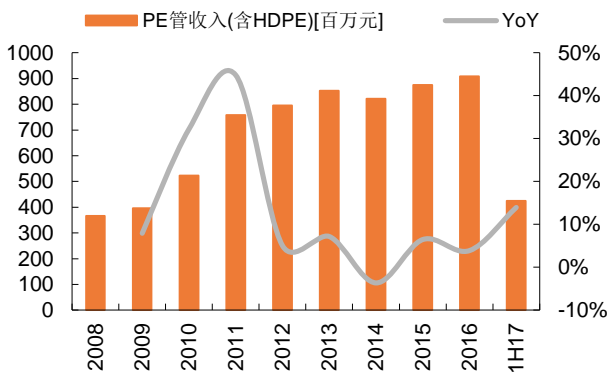


资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.3 因势而动加码工程业务，PE 产品收入加速释放

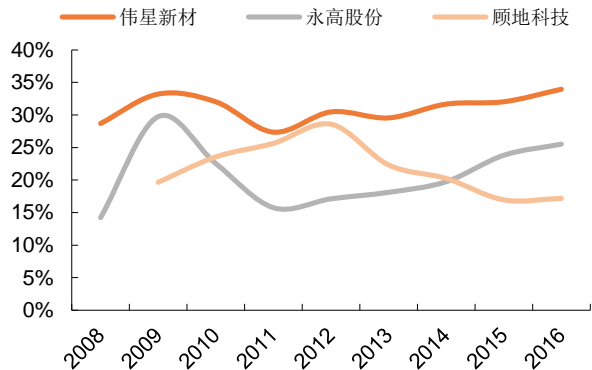
公司 PE 管道主要通过工程代理或直接参与招投标方式获取订单，业主单位主要为：自来水公司、燃气公司、电力公司、市政公司等。2017 年以来，公司把握基建领域发展机遇，及时调整经营策略，加大工程业务推进力度。2017 年上半年，公司 PE 产品实现收入 4.25 亿元，YoY+14%。公司严控风险的前提下稳步推进工程业务，优选质量较好的项目参与，因此 PE 产品毛利率高于同行，2016 年公司 PE 产品毛利率达 33.9%，高于永高股份（25.5%）和顾地科技（17.2%）。

图表35 2017 年上半年公司 PE 产品收入增速达 14%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表36 主要管材企业 PE 产品毛利率情况对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 四、 公司对下游议价能力强，彰显品牌优势

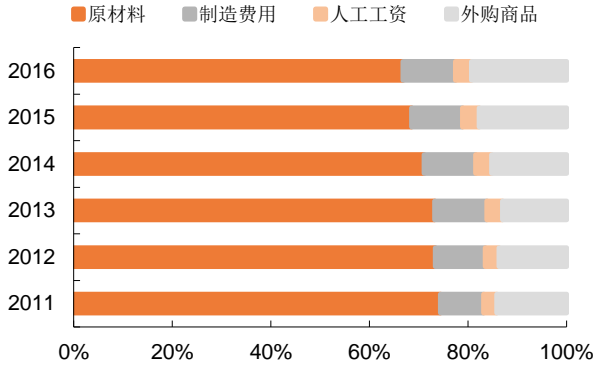
### 4.1 公司产品原材料成本占比高

从结构上看，公司塑料管道产品的成本可分为原材料、制造费用、人工工资和外购商品四大板块，2016 年各块占比分别为 67%、11%、3%和 19%。其中，公司塑料管道原材料主要为 PP、PE 和 HDPE 等树脂原材料。作为石油化工产业链的下游产品，公司管道产品综合吨成本受国际原油价格影响显著。2015~2016 年，由于国际市场原油价格持续下滑，公司吨管材原材料成本同比分别下降



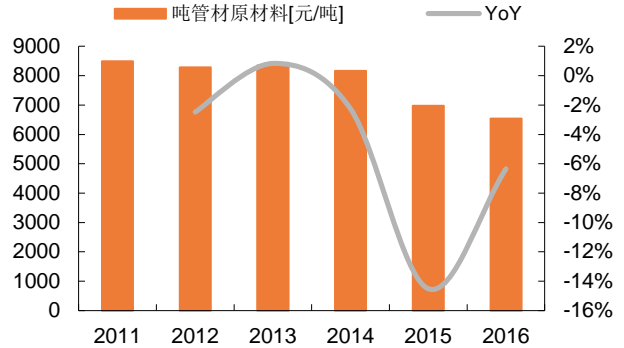
了 14.5%和 6.3%，2016 年公司吨管材原材料成本下降至 6538 元/吨。原材料价格下滑带动公司综合吨成本持续降低，2016 年公司综合吨成本为 9783 元/吨，较去年同期下降了 3.85%。

图表37 公司管道业务成本结构情况



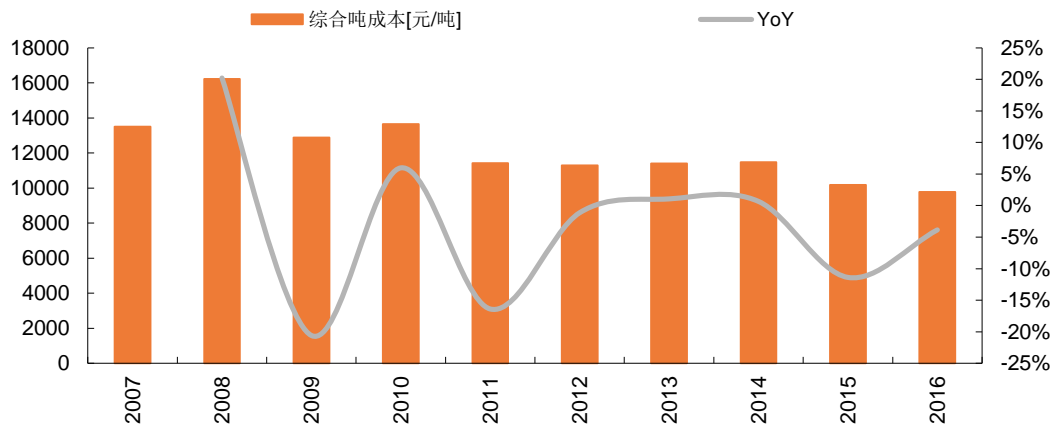
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 2014 年以来吨原材料价格持续下滑



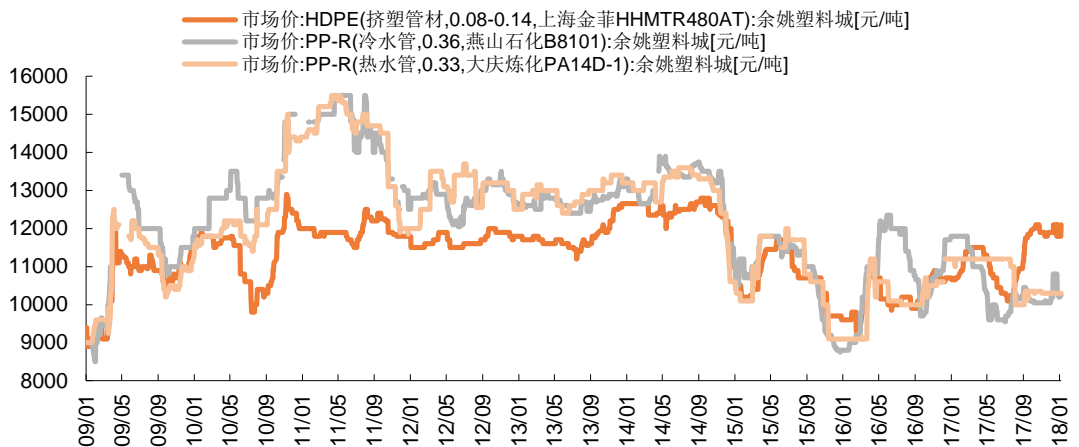
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表39 2016 年公司综合吨成本 9783 元，同比下滑 3.9%



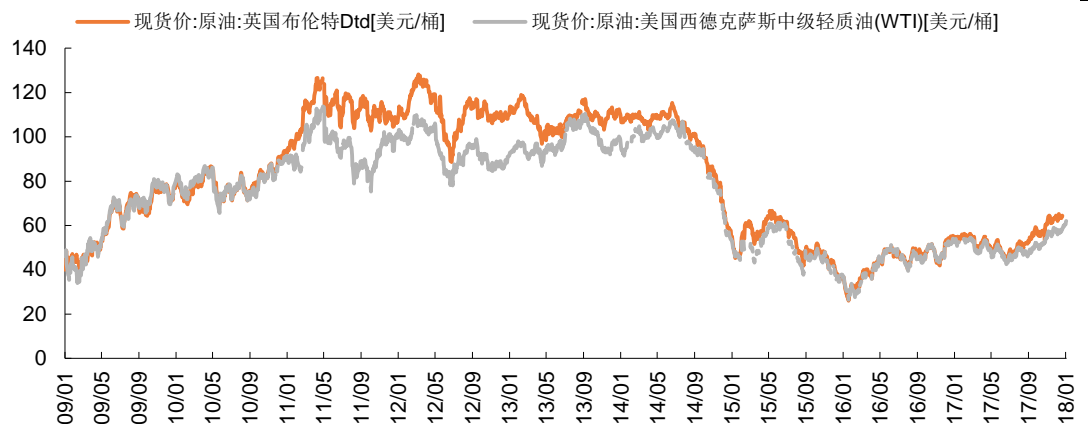
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 管材上游原材料价格变动情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表41 国际原油价格变动情况

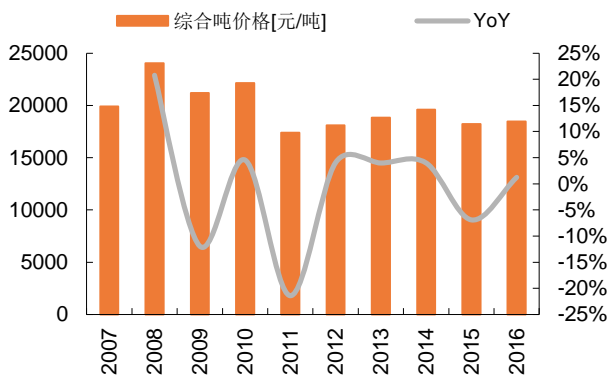


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 4.2 公司对下游议价能力强, 保障盈利水平

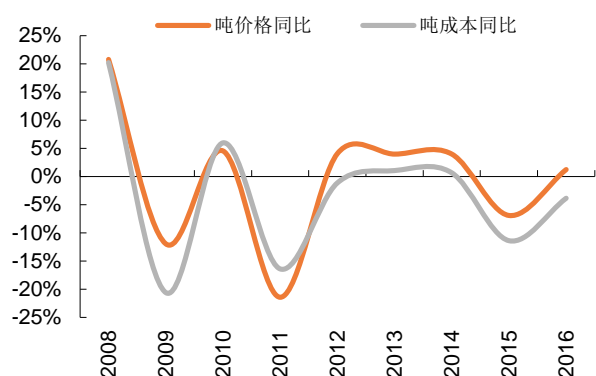
公司对下游议价能力强, 保障盈利水平。从公司收入结构看, 2016年 PPR 管材收入占比达 57%, 凭借 PPR 管材的品牌效应, 公司对终端消费者形成较强的议价能力, 当原材料价格上涨时, 公司可以顺畅得将成本向下游传导, 保障公司的盈利能力。

图表42 公司管道产品综合吨价格情况



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表43 公司成本转嫁能力强



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 五、拓展家装防水涂料业务, 打造新业绩增长点

2017年, 公司积极利用现有零售渠道资源, 进一步做强家装隐蔽工程系统, 切入防水材料领域, 重点培育家装防水涂料业务, 未来将为公司打造新的业绩增长点。公司新业务专注于家装防水, 致力于为消费者提供系统的防水解决方案。防水材料与塑料管道同属于隐蔽工程, 防水材料施工属于管道安装的下道工序, 两者具有较高的协同性。

从行业发展现状看, 我国防水涂料行业与塑料管道行业存在“行业增长稳定, 市场格局分散”等相似之处。我国防水涂料行业在经历了 2008 年到 2013 年的高速发展后, 目前已进入平稳发展阶段, 2016 年我国防水涂料产量达 5.16 亿平米, YoY+8.6%, 我国防水涂料占我国防水材料的比重不断提

升，2016 年达到 27%。目前我国防水行业呈现“大行业、小企业”的格局，据中国建筑防水协会统计，2015 年防水行业规模以上企业(年收入超过 2000 万元)数量为 456 家，行业 CR10 不到 10%，我国最大的防水企业东方雨虹市占率仅 5%左右。

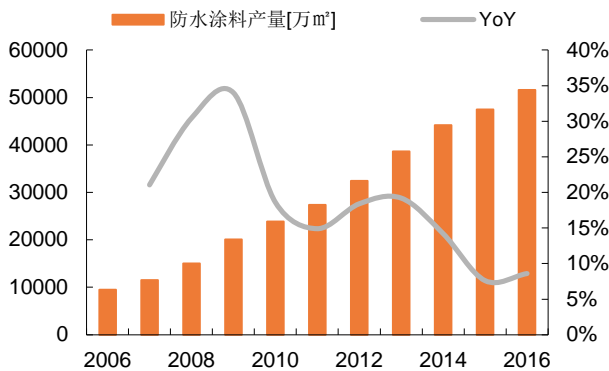
防水施工在整体家装投入中占比较小，但施工质量的好坏对消费者后续的生活影响十分重大，消费者对防水施工质量要求苛刻，对于价格的敏感性相对较低。目前厨房、卫浴间等家装防水工程主要选用的是现场容易操作的防水涂料或聚合物水泥防水砂浆等新型防水材料。目前我国主要的防水材料生产企业的防水涂料业务占比较低，其中最高的为东方雨虹(16 年收入 19 亿元，占比 27%)，家装防水涂料行业内仍未出现知名度较高的品牌。公司于 17 年向市场推出了“咖乐”牌防水涂料，产品定位“高端品牌、高端服务、高端价值”，目前主要在华东地区开展试点。我们认为公司通过借鉴 PPR 管道的发展经验走高端发展路线，在销售防水涂料产品时提供为客户一系列增值服务，有望复制 PPR 管材的成功。

图表 44 公司防水涂料业务主要产品

产品名称	产品图片	产品介绍	适用范围	技术参数
聚合物防水浆料(通用型)		产品为双组份水性防水，以高强度水泥、精细骨料、聚合物乳液和多种助剂配制而成。固化后形成的防水层，坚实耐用，具有一定的柔性。	适用于卫生间、浴室、厨房、阳台、楼层墙壁与地板、泳池、地下室、水池等。	抗渗压力 $\geq 0.5\text{MPa}$ ； 粘结强度 $\geq 0.7\text{MPa}$ ； 抗压强度 $\geq 12\text{MPa}$ ； 抗折强度 $\geq 4\text{MPa}$ 。
聚合物防水涂料(柔韧型)		产品为双组份水性防水，以优质的聚合物乳液和高强度水泥为主要原料，并加入精细骨料和多种助剂配制而成。通过水分挥发和水泥水化反应，产品可以固化成致密坚韧的防水膜。	适用于墙角、管根、卫生间、浴室、厨房、阳台、楼层墙壁与地板、泳池、地下室、水池等。	抗渗压力 $\geq 0.6\text{MPa}$ ； 粘结强度 $\geq 0.7\text{MPa}$ ； 无处理拉伸强度 $\geq 1.8\text{MPa}$ ； 无处理断裂伸长率 $\geq 80\%$
咖乐堵漏宝(通用型)		咖乐堵漏宝是特种水泥及添加剂配制而成的快硬、高强度的刚性堵漏材料。	厨卫间、地下室、屋面等非伸缩性混凝土或砂浆结构修补；各种穿墙管、套管周边缺陷修补、阴阳角圆弧处理；各种孔洞的修补。	执行标准： GB 23440-2009《无机防水堵漏材料》

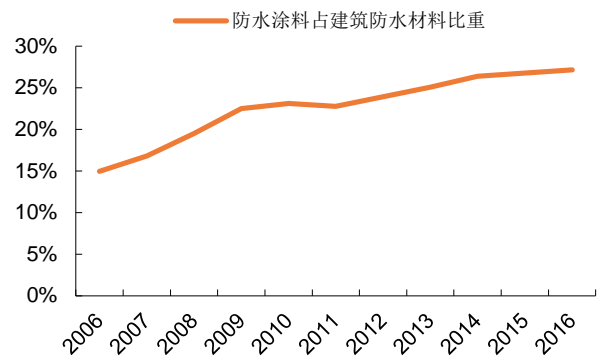
资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表45 2016年全国防水涂料产量同比增长8.6%



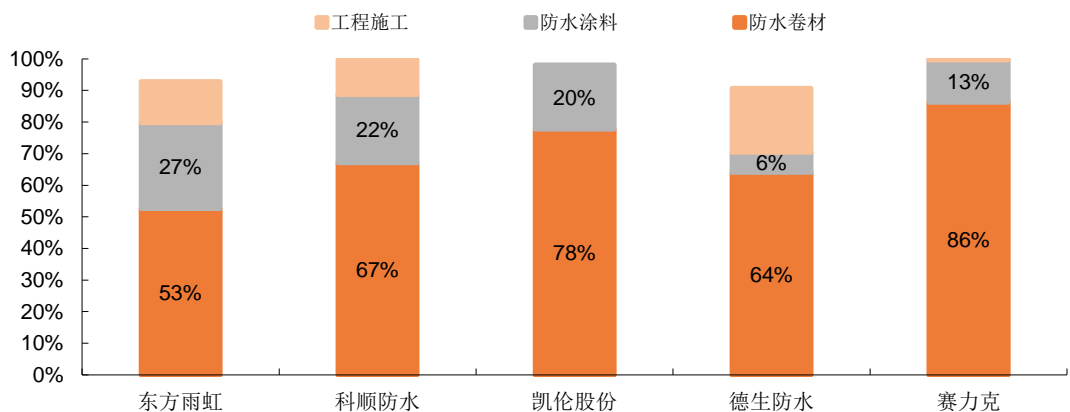
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表46 我国防水涂料占建筑防水材料比重持续提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 国内主要防水材料生产企业以生产防水卷材为主



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 六、股权激励绑定员工利益，共享企业长期成长

公司分别于2011年12月和2016年5月推出两期股权激励计划，其中第一期股权激励计划共覆盖了董事、高管和核心骨干共13人，充分调动了员工积极性，完成了业绩考核目标；第二期股权激励计划覆盖范围扩大至中层管理骨干和业务骨干，总人数达57人，解锁条件是2016-2018年归母净利润不低于5.3亿元、5.9亿元和6.7亿元。此次股权激励计划进一步绑定了员工利益，为公司业绩增长注入充足动力。

图表48 公司两期股权激励计划情况

	第一期（股票期权激励计划）	第二期（限制性股票激励计划）
时间	2011年12月	2016年5月
覆盖人数	董事、高级管理人员、核心技术人员、经营管理骨干等13名激励对象	董事、高级管理人员6人，主要中层管理骨干及核心技术/业务骨干51人，合计57人
授予数量	1000万份股票期权	1800万股限制性股票

	第一期（股票期权激励计划）	第二期（限制性股票激励计划）
解锁条件	2011-2013 年加权平均 ROE 分别为 10%/11%/12%； 2011-2013 年扣非归母净利润 1.91 亿元/2.16 亿元/2.41 亿元	2016-2018 年加权平均 ROE 均不低于 15%； 2016-2018 年扣非归母净利润分别为 5.46 亿元/5.99 亿元/6.59 亿元。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 七、盈利预测与投资建议

公司营业收入核心假设：

- 1、管材销量：假设 2018 年开始公司新建产能陆续投产，预计 2017-2019 年公司产品销量增速为 12%/13%/11%；
- 2、管材吨成本：2017 年原油价格持续回升，带动树脂产品价格上调，预计 2018 年原材料价格仍将小幅上涨，预计 2017-2019 年上涨幅度分别为 5%/2%/1%，考虑制造费用、人工费用小幅下降，2017-2019 年公司管材吨成本将上涨 4%/2%/1%；
- 3、管材吨价格：公司对下游具有较强的议价能力，预计 2017-2019 年管材吨价格将上涨 6%/3%/2%。

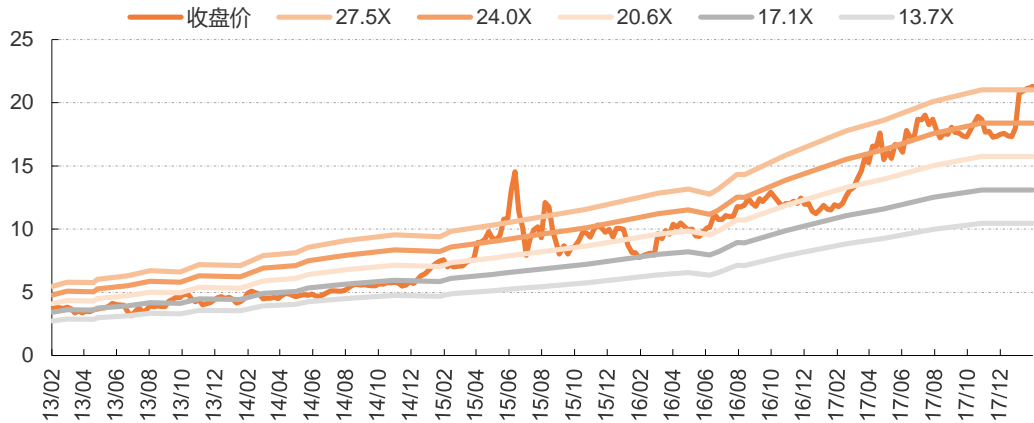
图表49 公司主营业务收入预测

单位:百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>收入合计</b>									
收入	1,697	1,857	2,159	2,354	2,747	3,321	3,941	4,548	5,151
收入 YoY	36%	9%	16%	9%	17%	21%	19%	15%	13%
成本	1,116	1,162	1,314	1,387	1,543	1,775	2,066	2,359	2,645
毛利	581	696	845	966	1,204	1,546	1,875	2,189	2,506
毛利率(%)	34.3%	37.5%	39.1%	41.1%	43.8%	46.5%	47.6%	48.1%	48.7%
<b>主营业务收入</b>									
收入	1,687	1,843	2,137	2,334	2,722	3,288	3,905	4,510	5,111
收入 YoY	36%	9%	16%	9%	17%	21%	19%	15%	13%
成本	1,107	1,149	1,294	1,369	1,519	1,743	2,031	2,323	2,607
毛利	580	694	843	966	1,203	1,545	1,874	2,187	2,504
毛利率(%)	34.4%	37.7%	39.4%	41.4%	44.2%	47.0%	48.0%	48.5%	49.0%
<b>其他业务</b>									
收入	10	14	22	19	24	34	36	38	40
收入 YoY	7%	45%	55%	-12%	26%	39%	7%	6%	5%
成本	9	13	20	18	23	32	35	36	38
毛利	1	1	2	1	1	1	1	2	2
毛利率(%)	7%	9%	9%	4.0%	3.6%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%

资料来源：平安证券研究所

公司是塑料管材行业翘楚，核心产品为面向家装业务的 PPR 管。公司凭借自身 PPR 管材的品牌效应和零售渠道的优势构筑竞争护城河，助力业绩持续高增长。此外，公司于 2017 年拓展家装防水业务，未来将为公司打造新的业绩增长点。预计 2017~2019 年 EPS 为 0.83 元、1.00 元和 1.20 元，对应当前 PE 为 26.1 倍、21.6 倍和 18.0 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表50 伟星新材 PE Bands ( TTM )



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表51 行业可比公司估值比较

代码	简称	收盘价(元/股)		EPS (元/股)			PE			
		2018-1-30	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
002043.SZ	兔宝宝	11.04	0.30	0.45	0.64	0.89	36.6	24.7	17.2	12.4
002271.SZ	东方雨虹	39.79	1.17	1.49	1.95	2.51	34.1	26.7	20.4	15.8

资料来源：Wind，平安证券研究所（估值为 Wind 一致预期）

## 八、风险提示

- 1、房地产投资大幅下滑；
- 2、原油价格快速上涨提升原料成本；
- 3、新业务拓展不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2214	2368	2741	3330
现金	1014	1002	1248	1817
应收账款	170	224	255	236
其他应收款	20	33	40	43
预付账款	81	90	102	107
存货	469	538	585	604
其他流动资产	459	480	512	524
<b>非流动资产</b>	1458	1662	1760	1851
长期投资	247	347	367	387
固定资产	844	860	884	917
无形资产	275	291	298	303
其他非流动资产	92	164	210	244
<b>资产总计</b>	3671	4030	4500	5181
<b>流动负债</b>	902	892	1009	1095
短期借款	0	0	0	0
应付账款	262	224	273	315
其他流动负债	639	668	736	781
<b>非流动负债</b>	22	21	21	21
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	21	21	21
<b>负债合计</b>	924	913	1030	1117
少数股东权益	0	0	0	0
股本	776	1008	1008	1008
资本公积	878	645	645	645
留存收益	1213	1436	1733	2081
<b>归属母公司股东权益</b>	2747	3117	3471	4064
<b>负债和股东权益</b>	3671	4030	4500	5181

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	969	722	1073	1357
净利润	671	835	1009	1211
折旧摊销	87	88	98	102
财务费用	-9	-8	-9	-9
投资损失	-6	-7	-9	-8
营运资金变动	196	-176	-11	66
其他经营现金流	30	-10	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	-449	-275	-182	-179
资本支出	140	96	73	66
长期投资	-250	-100	0	-20
其他投资现金流	-559	-279	-109	-134
<b>筹资活动现金流</b>	-217	-459	-646	-608
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	197	233	0	0
资本公积增加	-37	-233	0	0
其他筹资现金流	-377	-459	-646	-608
<b>现金净增加额</b>	303	-12	245	570

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3321	3941	4548	5151
营业成本	1775	2066	2359	2645
营业税金及附加	38	41	46	52
营业费用	502	599	673	721
管理费用	238	276	305	330
财务费用	-9	-8	-9	-9
资产减值损失	9	8	9	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	7	9	8
<b>营业利润</b>	774	968	1173	1412
营业外收入	29	30	32	34
营业外支出	7	8	11	14
<b>利润总额</b>	795	990	1194	1432
所得税	125	154	185	221
<b>净利润</b>	671	835	1009	1211
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	671	835	1009	1211
EBITDA	867	1062	1275	1515
EPS(元)	0.67	0.83	1.00	1.20

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	20.9	18.7	15.4	13.3
营业利润(%)	36.0	25.1	21.3	20.3
归属于母公司净利润(%)	38.5	24.5	20.9	20.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	46.5	47.6	48.1	48.7
净利率(%)	20.2	21.2	22.2	23.5
ROE(%)	24.4	26.8	29.1	29.8
ROIC(%)	23.8	26.2	28.5	29.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.2	22.7	22.9	21.6
净负债比率(%)	-36.9	-32.2	-36.0	-44.7
流动比率	2.5	2.7	2.7	3.0
速动比率	1.9	2.1	2.1	2.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	19.3	20.0	19.0	21.0
应付账款周转率	9.4	8.5	9.5	9.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.83	1.00	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.72	1.06	1.35
每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.09	3.44	4.03
<b>估值比率</b>				
P/E	32.5	26.1	21.6	18.0
P/B	7.9	7.0	6.3	5.4
EV/EBITDA	24.0	19.6	16.1	13.2

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033