

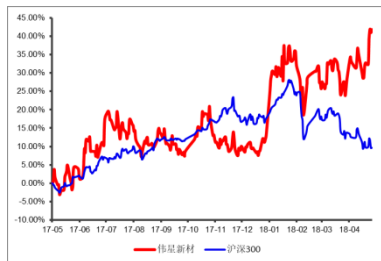
伟星新材(002372)
家装+工程+新品齐发力, PPR 龙头续写“伟”大“星”征程
评级: 增持(维持)
市场价格:
分析师: 张琰
执业证书编号: S0740518010001
电话: 021-20315169
Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn
联系人: 孙颖
Email: sunying@r.qlzq.com.cn
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,321	3,903	4,688	5,663	6,978
增长率 yoy%	20.94%	17.51%	20.11%	20.80%	23.22%
净利润(百万元)	671	821	990	1,184	1,434
增长率 yoy%	38.46%	22.45%	20.48%	19.62%	21.15%
每股收益(元)	0.67	0.83	0.75	0.90	1.09
每股现金流量	0.74	0.72	0.83	0.89	1.12
净资产收益率	24.42%	25.68%	26.74%	28.43%	30.10%
P/E	34.60	28.25	23.45	19.60	16.18
PEG	1.66	1.38	0.87	0.94	0.79
P/B	8.45	7.25	6.27	5.57	4.87

备注:

基本状况

总股本(亿股)	13.11
流通股本(亿股)	11.72
市价(元)	17.70
市值(亿元)	232
流通市值(亿元)	207

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 工程业务增速加快, 新业务稳步推进
- 2 业绩稳健增长, 关注品类扩张推进
- 3 零售业务延续快速增长, 期待新领域布局推进

投资要点

- 伟星新材是专注 PPR、PVC 和 PE 塑料管道管材生产销售的龙头企业, 2017 年营收为 39 亿, 归母净利为 8.2 亿。公司通过强大的渠道、品牌和服务能力不断提高了市占率, 建立高品牌溢价; 近年毛利率稳步提升, 2017 年为 46.7% (其中收入占比 56% 的 PPR 管材业务毛利率为 58.3%)。公司通过规模效应及精细管控, 拥有远超于同行的净利率, 2017 年达到 21%。公司始终坚持“稳中求进、风险控制第一”的经营理念, 以“可持续”的内涵为核心价值观, 尤其注重现金流, 2017 年经营性现金流量净额为 9.42 亿元。公司的 ROE 和 ROIC 自 2012 年起逐年上升, 2017 年分别为 25.7% 和 27.6%。
- 塑料管道行业有明显的“大行业、小公司”特点, 2017 年国内塑料管道产量为 1522 万吨, 中国塑协预计未来三年行业增速稳定在 2.5% 左右; 但是全国塑料管道行业较为分散, 但集中度呈现上升态势, CR20 由 09 年的 30% 提高到 14 年的 44%。公司 2017 年总产量为 19.8 万吨, 在整个塑料管道行业的市占率为 1.3%。我们测算出用于建筑给水的家装 PPR 市场空间超过 120 亿元, 公司作为 PPR 行业龙头之一, 市占率约为 7%。行业整体集中度提升仍然有明显空间。
- 得益于多年来在品牌、渠道、服务等三方面的积累, 我们认为公司在 PPR 零售领域的市占率将进一步提升: 1) 塑料管涉及饮水安全和卫生, 具有较强的消费属性, 且由于其在总体家装费用中占比较低 (塑料管材支出为 1000~2000 元), 另外作为家装隐蔽工程的重要一环, 痛点相对较多; 因此, 在家装消费升级的背景下, 消费者对价格的敏感度较低, 更倾向于选择质量有保障、服务到位的产品。公司的 PPR 产品质量过硬, 多年深耕零售市场打造了较强品牌力。 2) 公司建立了一套扁平化的营销和管理模式, 此模式能够让执行者有效执行公司决策管理思路, 并对市场变化快速响应, 具有较强的营销服务能力和市场竞争力。 3) 伟星推出的“星管家”免费增值服务已成为行业标杆, 通过“三免一告知”的方式, 为用户提供产品真伪鉴定、高倍水压测试、拍摄录制管路走向图及讲解产品知识等, 极大地提升了用户粘性, 且得益于扁平化的管理模式, 公司对下游经销商有更强的管控力, 对于增值服务的质量有更好的把控。公司将借助以上优势在 PPR 零售业务中进一步完善版图+纵深发展: 1) 成熟市场渠道进一步下沉 (浙江等地已经渗透到乡镇); 2) 近年加大新区域市场的拓展 (西北、中部市场), 且卓有成效, 不断推进“星管家”和“双质保”联动, 实现稳健发展。
- 工程和房地产市场多点开花: 近年来公司积极拓展新业务, 2011 年开始布局“燃气事业部”, 政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及

对产品质量的重视，都为伟星在这一领域的发展提供了机遇。17年公司PE产品营收增速超过PPR，达到23.80%。另外，公司不断完善房产工程业务模式，积极应对房地产行业新挑战。

- **防水、净水新产品上市，建立家装隐蔽工程完整生命线：**净水和防水两大家装隐蔽工程新业务稳步推进（目前华东地区防水试点情况推进良好，净水器销售也呈现稳健增长），**未来有望借助零售渠道和服务、品牌优势切入并拓展市场**，带来新的利润增长点，为公司带来新的增长活力。
- 我们预计公司2018-2019年实现归母净利9.9和11.84亿元，当前股价对应PE分别为23.5和20倍；考虑到公司高ROIC和高股息率，维持“增持”评级。
- **风险提示：**房地产销售超预期下滑；新业务拓展不及预期；原材料价格大幅上涨

内容目录

伟星耕耘塑料管材二十载，以“可持续”发展为核心	- 6 -
控股股东实力雄厚，核心人员持有股权激励	- 6 -
盈利能力强、现金流稳定的优质白马	- 7 -
塑料管道行业需求平稳增长，龙头企业市占率提升持续演绎	- 9 -
塑料管道行业：千亿级市场，行业平稳增长，新领域有望带动需求增加....	- 9 -
我们测算家装 PPR 市场空间超过 120 亿元	- 12 -
龙头企业在细分领域的市占率仍有较大提升空间	- 13 -
伟星以零售为主，行业主要竞争对手更多聚焦工程业务	- 14 -
三阶段渐进式成长，打造伟星强竞争力	- 16 -
零售：渠道+品牌+服务三招致胜，享受高品牌溢价，抗周期性较强	- 16 -
工程业务和地产渠道齐发力	- 19 -
防水、净水新产品上市，建立家装隐蔽工程完整生命线	- 21 -
精益生产+智能制造控制成本，人均产值不断增长	- 22 -
战略眼光拓展西北、海外市场，积极完善产能布局	- 24 -
投资建议	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1: 伟星新材发展历史	- 6 -
图表 2: 伟星新材股权结构	- 6 -
图表 3: 伟星新材核心管理人员均有直接持股	- 6 -
图表 4: 伟星新材产品系列及用途	- 7 -
图表 5: 伟星新材 2012-17 营收复合增速为 16%	- 7 -
图表 6: 伟星新材 2012-17 归母净利复合增速为 28%	- 7 -
图表 7: 伟星新材 ROE 和 ROIC 近年来逐渐提升	- 8 -
图表 8: 伟星新材具备极佳现金流	- 8 -
图表 9: 伟星新材 2017 华东地区收入占比 52%	- 8 -
图表 10: 2017 毛利率和净利率分别为 46.7%、21.0%	- 8 -
图表 11: PPR 占营收比例为 56%	- 8 -
图表 12: PPR 毛利率最高，为 58.33%	- 8 -
图表 13: 塑料管道行业产业链	- 9 -
图表 14: 全球塑料管道市场稳定增长	- 10 -
图表 15: 中国塑料管道 2007-17 年复合增长率 15.83%	- 10 -
图表 16: 塑料管道按材质分类	- 10 -
图表 17: PVC 在塑料管道中产量占比最高，为 55%	- 10 -
图表 18: 不同材质塑料管材特点比较	- 10 -

图表 19: 塑料管道在各领域中的应用.....	- 11 -
图表 20: 各类塑料管道在不同领域的应用.....	- 11 -
图表 21: 海绵城市示意图.....	- 12 -
图表 22: 综合管廊示意图.....	- 12 -
图表 23: 城市供水管道复合增长率 5.80%.....	- 12 -
图表 24: 供气管道复合增长率 11.94%.....	- 12 -
图表 25: 12 年至今房屋竣工面积保持在 10 亿平左右.....	- 13 -
图表 26: PPR 市场空间测算.....	- 13 -
图表 27: 伟星新材所有管材平均销售单价.....	- 13 -
图表 28: 我国塑料管道行业集中度稳定提升.....	- 14 -
图表 29: 不同生产规模的企业数量家数占比.....	- 14 -
图表 30: 主要公司 2017 年产量及市占率.....	- 14 -
图表 31: 伟星新材市占率近年来逐步上升.....	- 14 -
图表 32: 伟星营收增速相对稳定, 在 9~20%之间.....	- 15 -
图表 33: 伟星净利增速相对稳定, 在 22~39%之间.....	- 15 -
图表 34: 伟星新材毛利率行业领先, 为 46.72%.....	- 15 -
图表 35: 伟星新材净利率行业领先, 为 21.03%.....	- 15 -
图表 36: 伟星资产负债率维持低位, 17 年为 23.52%.....	- 15 -
图表 37: 伟星应收账款周转天数 17 年仅 17.65 天.....	- 15 -
图表 38: 销售费用率高于同行业其他公司, 达 15%.....	- 16 -
图表 39: 推广宣传费在销售费用中占比最高, 达 37%.....	- 16 -
图表 40: 传统经销渠道和扁平化经销渠道对比.....	- 17 -
图表 41: 伟星新材三阶段渐进式发展.....	- 17 -
图表 42: 伟星新材“星管家”服务介绍.....	- 17 -
图表 43: “星管家”服务流程.....	- 17 -
图表 44: 其他塑料管道企业推出的增值服务.....	- 18 -
图表 45: PPR 同规格产品价格比较.....	- 18 -
图表 46: 家装管材管件用量及造价(元).....	- 18 -
图表 47: 伟星新材第一代代言人——高亚麟.....	- 18 -
图表 48: 伟星新材现任代言人——张国立.....	- 18 -
图表 49: 公司营收增速与房屋销售面积存在一定相关性.....	- 19 -
图表 50: PPR 管材保持 15%以上的增速.....	- 19 -
图表 51: PPR 管材在总体营收中占比不断提升.....	- 19 -
图表 52: PE 产品营收增速首次超过 PPR.....	- 20 -
图表 53: 各地产商全装修精品房比例.....	- 20 -

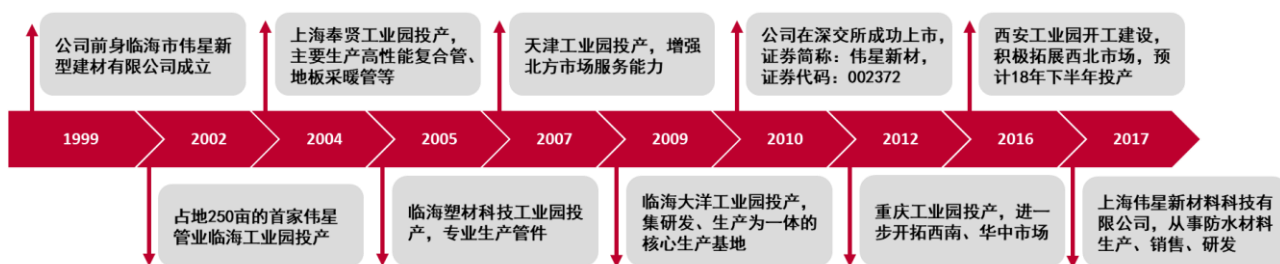
图表 54: 国家对精装房比例提出要求.....	- 21 -
图表 55: 咖乐防水.....	- 21 -
图表 56: 安内特前置过滤器.....	- 21 -
图表 57: 防水涂料行业 09-14 复合增速 13.84%	- 22 -
图表 58: 防水材料市场市占率	- 22 -
图表 59: 防水常用部位及用量估算.....	- 22 -
图表 60: 原材料成本占总营业成本的 69.54%	- 23 -
图表 61: 主要原材料价格变化趋势.....	- 23 -
图表 62: 生产人员的人均产值不断增长.....	- 23 -
图表 63: 研发投入占总体营收的 2.93%.....	- 23 -
图表 64: 公司技术人员数量.....	- 23 -
图表 65: 伟星新材目前已建成五大生产基地.....	- 24 -
图表 66: 塑料管道主要生产地区.....	- 24 -
图表 67: 出口业务增长 24.68%.....	- 24 -
图表 68: 主要塑料管材企业产能分布 (2010)	- 25 -
图表 69: 伟星新材 PE-band	- 26 -
图表 70: 伟星新材财务报表.....	- 27 -

伟星耕耘塑料管材二十载，以“可持续”发展为核心

控股股东实力雄厚，核心人员持有股权激励

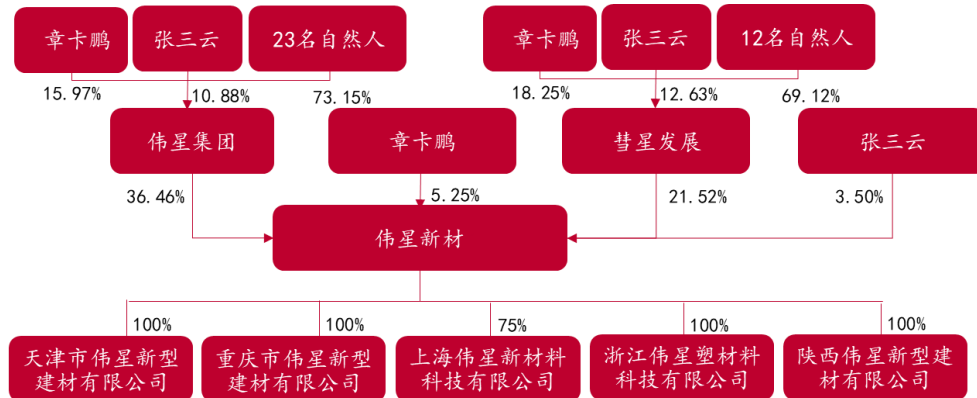
- 伟星新材创建于1999年，2010年在深交所上市，专业研发、制造、销售各类高质量、高附加值新型塑料管道（包括PPR、PE、PVC等），是**国内PPR管道的领跑企业**。
- 章卡鹏先生为伟星集团董事长兼总裁，直接及间接持有公司15%的股份；张三云先生为伟星集团副董事长，直接及间接持股10.18%；二者均为伟星新材的实际控制人。公司于11和16年进行过两次股权激励计划，分别授予公司高管、中层管理及核心团队成员合计1000和1800万股。

图表1：伟星新材发展历史



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表2：伟星新材股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表3：伟星新材核心管理人员均有直接持股

姓名	职位	持股比例
章卡鹏	董事	5.2%
张三云	董事	3.5%
谢瑾琨	董事	1.4%
金红阳	董事长, 总经理	1.0%
施国军	副总经理	0.6%
屈三炉	副总经理	0.5%
谭梅	董事会秘书, 副总经理	0.5%
陈安门	财务总监	0.5%
戚锦秀	副总经理	0.3%

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利能力强、现金流稳定的优质白马

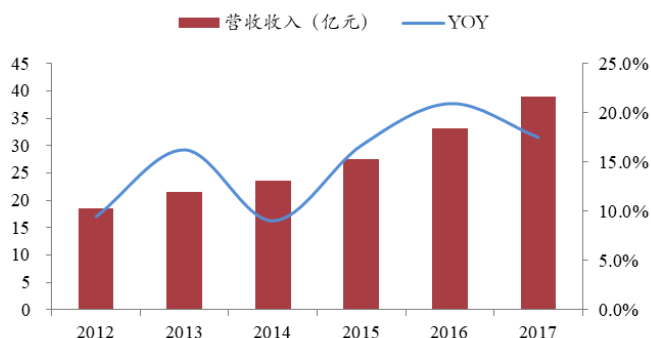
- 公司专注塑料管材的生产和销售，2012-2017年，营业收入从18.57增长至39.03亿元，复合增速为16%；归母净利从2.36增长至8.21亿，复合增速为28%。公司通过强大的渠道、品牌和服务能力不仅提高了市占率还享受了品牌溢价，近几年毛利率稳步提升，2017年为46.7%。另外，公司通过自身的规模效应、服务升级、产品创新及一系列费用管控，拥有远超前同行的利润率，2017年净利率为21.0%。公司始终坚持“稳中求进、风险控制第一”的经营理念，以“可持续”的内涵为核心价值观，从而在经营中尤其注重现金流，2017年经营性现金流量净额为9.42亿元。从历史数据看，公司的ROE和ROIC自2012年起逐年上升，2017年分别为25.7%和27.6%。

图表4：伟星新材产品系列及用途

系列	产品	用途	图片
PPR系列管材管件	PPR管	家装冷热水管道系统、地暖前端管、空调管路等	
	F-PPR复合管	高档建筑冷热水管道市场建筑主立管市场	
	PPR/Al复合管	户外抗老化管道市场	
PE系列管材管件	HDPE给水管	家装给水、地暖、空调管路、工业管道系统	
	PE燃气输送管道	燃气输送	
	PE地源热泵专用管	中央空调、热水供应	
	地板采暖用PE-RT管	低温地板辐射采暖	
PVC系列产品	HDPE双壁波纹管	室外排水排污、工业排污、低压灌溉、垃圾填埋	
	伟星PVC-U排水管	高温散热器采暖、地板辐射采暖	
PB系列产品	伟星PVC-U电工套管	高绝缘，防漏电	
	采暖用PB管	高温散热器采暖、地板辐射采暖	
前置过滤器	PB阻氧管		
	安内特前置过滤器	净水	
防水涂料	KALE咖乐防水	防水	

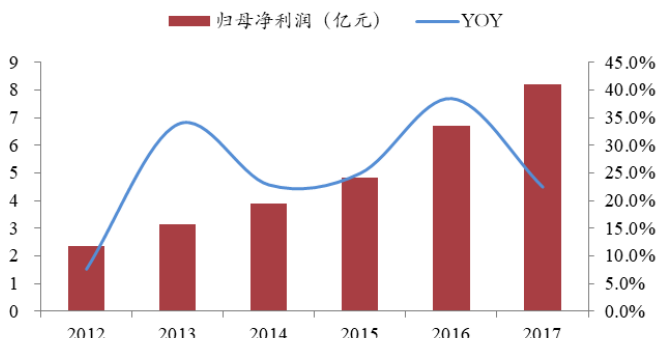
来源：公司官网、中泰证券研究所

图表5：伟星新材2012-17营收复合增速为16%

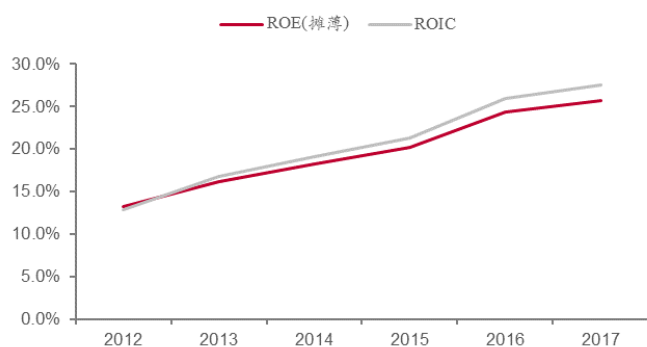


来源：公司公告，中泰证券研究所

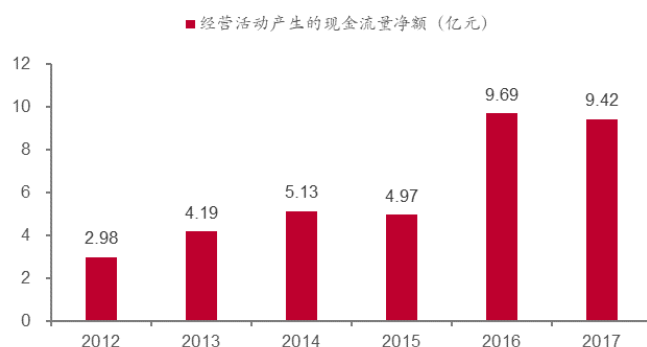
图表6：伟星新材2012-17归母净利复合增速为28%



来源：公司公告，中泰证券研究所

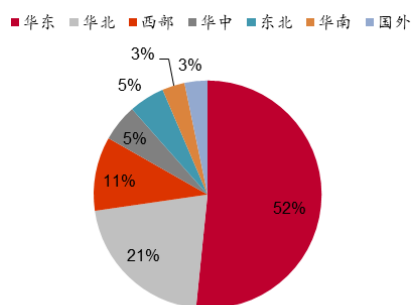
图表 7: 伟星新材 ROE 和 ROIC 近年来逐渐提升


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

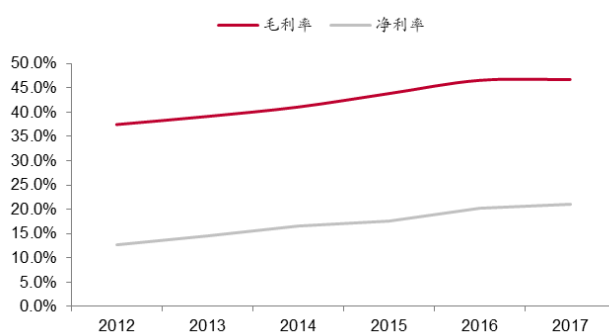
图表 8: 伟星新材具备极佳现金流


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

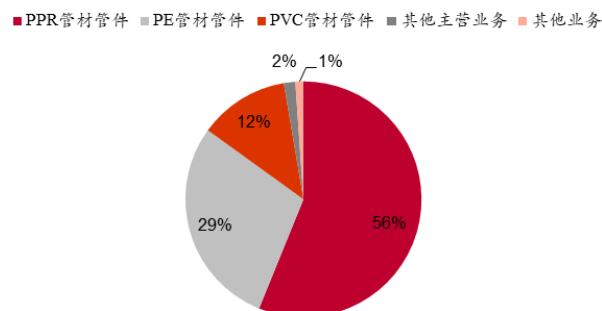
- 2017 年收入结构中, 从产品品类来看, PPR 系列管材管件占比为 56%, 作为在总体营收中占比最高的类别, 毛利率同样最高, 达到 58.33%。从地区来看, 华东地区销售收入最高, 占比为 52%。

图表 9: 伟星新材 2017 华东地区收入占比 52%


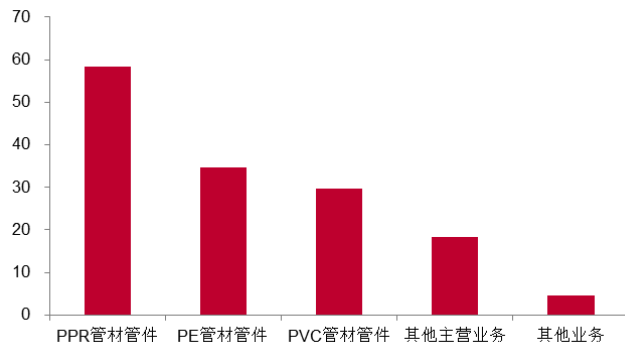
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 2017 毛利率和净利率分别为 46.7%、21.0%


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: PPR 占营收比例为 56%


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (17 年年报数据)

图表 12: PPR 毛利率最高, 为 58.33%


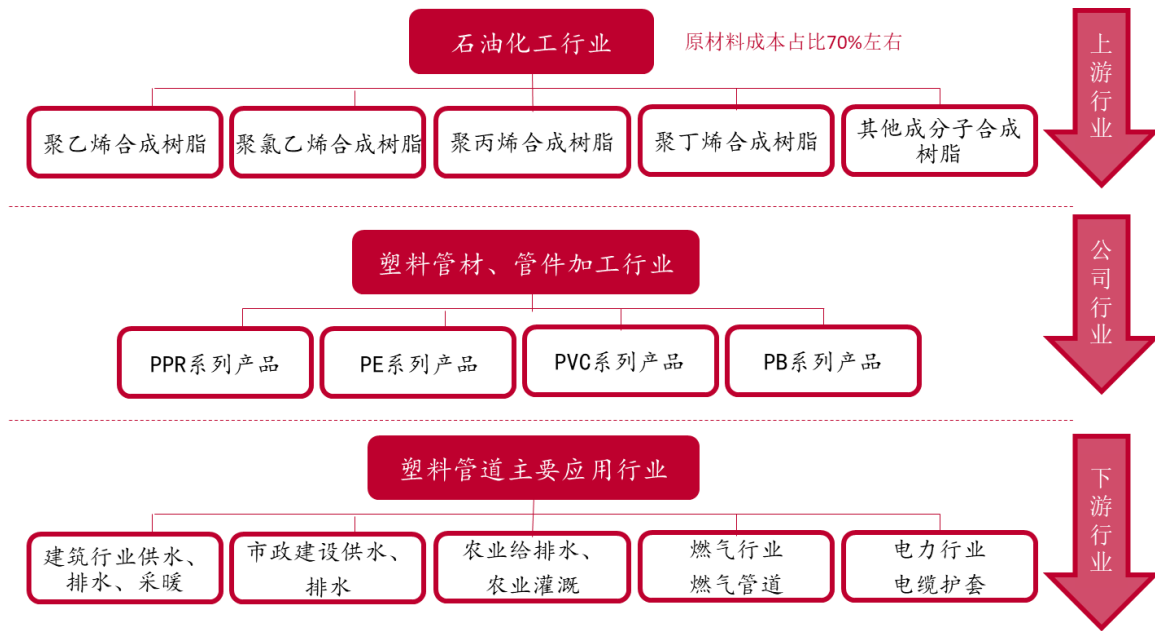
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (17 年年报数据)

塑料管道行业需求平稳增长，龙头企业市占率提升持续演绎

塑料管道行业：千亿级市场，行业平稳增长，新领域有望带动需求增加

- 塑料管道行业的上游为聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯合成树脂等石化行业；下游按用途分主要为农业（29%）、市政给水（10.9%）、市政排水（10.9%）、护套（9.4%）、建筑排水（8.7%）、建筑给水（7.2%）、市政燃气（4.7%）、工业（4%）、供暖（2.5%）和其他（12.7%）等领域。
- 2017年国内塑料管道产量为1522万吨，未来几年行业将进入平稳增长阶段。Research and Markets预测，全球塑料管道市场将以6.8%的复合增长率增长至2020年，亚太地区预计将继续保持全球最大市场的地位。近几年，我国塑料管道市场增速明显放缓，2007-2017年塑料管道产量的复合增长率为15.83%，而近五年的复合增长率仅为6.71%。根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》，2020年全国塑料管道产量将超过1600万吨，塑料管道在各类管道中市场占有率超过55%；同时中国塑协预计未来三年行业增速稳定在2.5%左右。

图表 13：塑料管道行业产业链



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 塑料管道按材质可分为聚氯乙烯（PVC）管、聚乙烯（PE）管、聚丙烯（PP）管、聚丁烯（PB）管、ABS管等。PVC、PE、PP管道是占比最大的三类（合计占比达到90%，2017年三者的产量分别为837、381、152万吨）。由于在国内推广使用最早，PVC管道是目前使用量最大的塑料管道，广泛用于给排水、通信、电力等领域。PVC管道目前在塑料管道中占比最大，但近年来产量占比总体呈下降趋势，主要原因是在消费升级、生产规模提升的背景下，柔性、热稳定性和抗冲击性更好的PPR、PE管道逐渐为更多消费者所接受，而PVC管道的价格优势逐渐减小。PE管道是近几年发展最快的一类管道，也是目前市政给水系统的首选

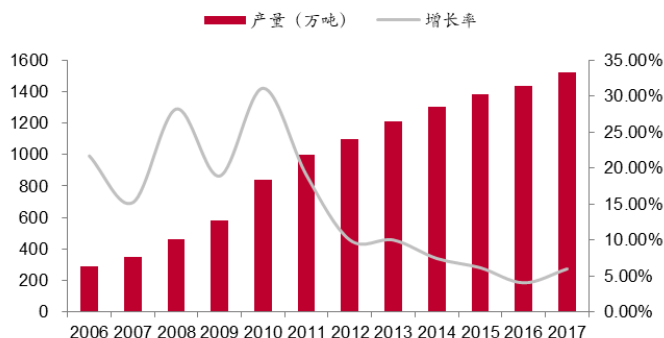
塑料管道之一，同时在燃气供应领域也发挥着巨大的作用。PP 管道以 PPR 为主，主要用于室内冷热水管及采暖。总的来说，在市政给水、市政排水、建筑排水、护套管以及农业用管等领域，PVC 和 PE 占比较高，两者之和在 90%左右；在建筑给水领域，PP 管占比较高，接近 6 成。

图表 14: 全球塑料管道市场稳定增长

年份	2000~2005	2006~2010	2011~2015
管道总产量/万吨	1400 (2005 年产量)	1 800 (2010 年产量)	2 400 (2015 预计产量)
折合米长/亿m	180(2005)	230(2010)	310(2015)
世界平均增速/%	4.2	4.4	6
亚洲增速/%	6.4	5.4	
中国增速/%	15.7	10.5	6.2

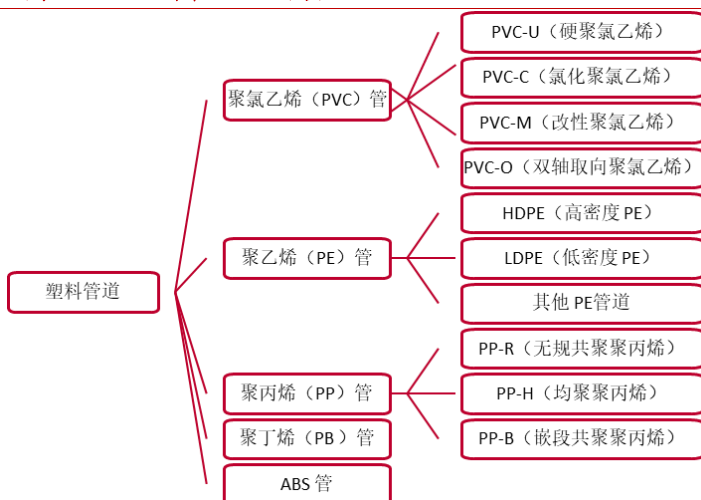
来源: GIA (Global Industry Analysts), 中泰证券研究所

图表 15: 中国塑料管道 2007-17 年复合增长率 15.83%



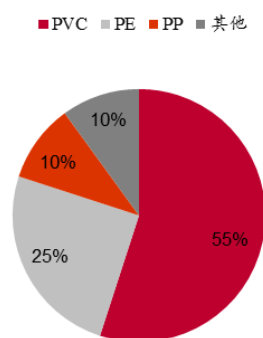
来源: 中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会, 中泰证券研究所

图表 16: 塑料管道按材质分类



来源: 产业信息网, 中泰证券研究所

图表 17: PVC 在塑料管道中产量占比最高, 为 55%

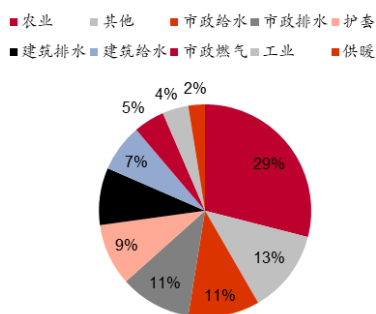


来源: 产业信息网, 中泰证券研究所

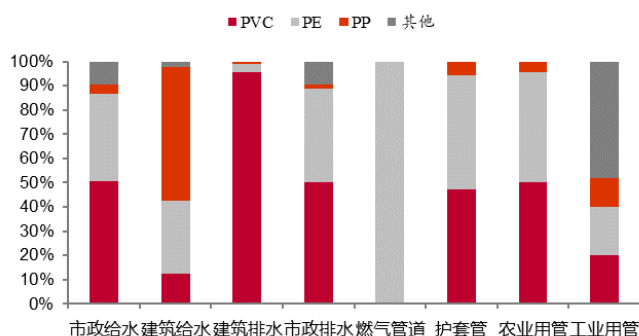
图表 18: 不同材质塑料管材特点比较

项目	PPR管	PAP管	PEX管	PB管	PVC-U管
卫生性能	好	好	一般, 含硅烷	好	一般, 含微量铅
应用范围	冷、热水	冷、热水	冷、热水	冷、热水	冷水
接头质量	好	容易漏水	容易漏水	好	容易漏水
环保性能	可回收	难回收	难回收	可回收	生产有污染
经济性	好	较好	较好	一般	好

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 19: 塑料管道在各领域中的应用


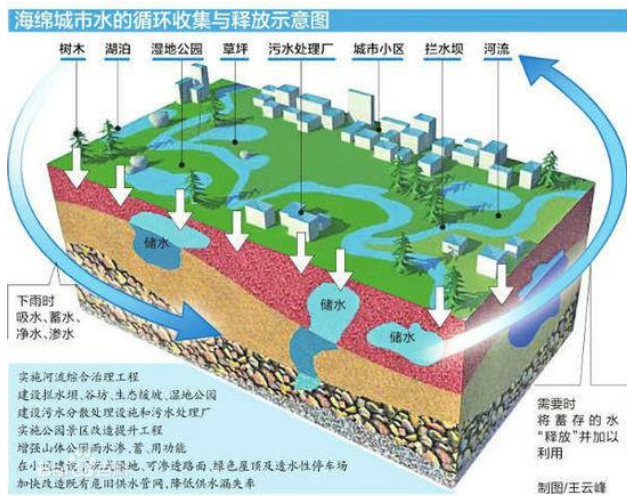
来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，中泰证券研究所

图表 20: 各类塑料管道在不同领域的应用


来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，中泰证券研究所

- 除了以上领域对塑料管道有广泛的需求之外，“海绵城市”、“地下综合管廊”、城市市政建设、棚户区改造等同样对塑料管道有着较大需求。
 - 塑料管道是海绵城市建设不可或缺的“零件”，海绵城市的建设，将给塑料管道产业带来新的机遇。截至 2017 年 4 月，海绵城市建设试点项目已建设面积 420 平方公里，完成投资约人民币 544 亿元，全国已有 370 个城市提出海绵城市建设专项规划。
 - 截至 2017 年 4 月，全国地下综合管廊试点项目已开工建设 738 公里，完成投资约人民币 400 亿元，已有 443 个城市提出地下综合管廊建设专项规划，涉及建设里程约 1.3 万公里。以地下管廊包含给水、热力、燃气、通信、电缆、污水、雨水排水七部分功能为例，至少有给水、污水、燃气、雨水排水 4 部分涉及塑料管道的使用，预计将涉及塑料管道 5.2 万公里。
 - 《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》提出国家在供水、供热、排水防涝等基础设施的发展目标，计划于“十三五”期间新建供水管网 9.3 万公里，新建污水管网 9.5 万公里，改造老旧污水管网 2.3 万公里，新建集中供热管网 4.1 万公里，新建燃气管道 13.7 万公里，建设城市雨水管道 11.24 万公里。上述规模宏大的基础设施工程，将进一步推动新型城镇化及区域经济发展，为管道行业带来庞大的市场需求。
 - 国务院决定实施棚户区改造的第二个三年计划，2018 年到 2020 年三年时间里，改造各类棚户区 1500 万套。2015 年，国务院提出，2015-2017 年全国改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1800 万套，截止目前，2015 年已完成改造 601 万套，2016 年完成改造 606 万套，2017 年开工 609 万套，基本完成预定目标。按照户均 800 元的塑料管道使用量计算，未来三年，平均每年将创造 40 亿的产值。

图表 21: 海绵城市示意图



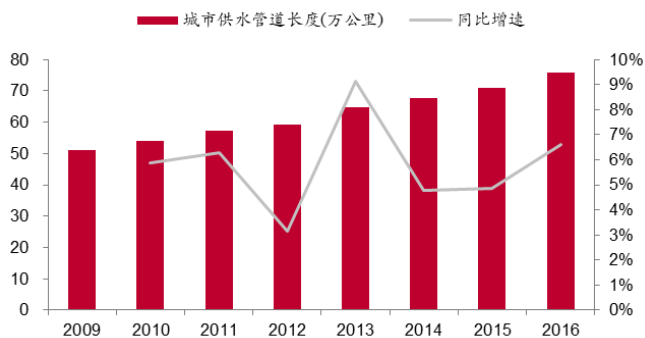
来源：湖南雨创环保工程公司官网，中泰证券研究所

图表 22: 综合管廊示意图



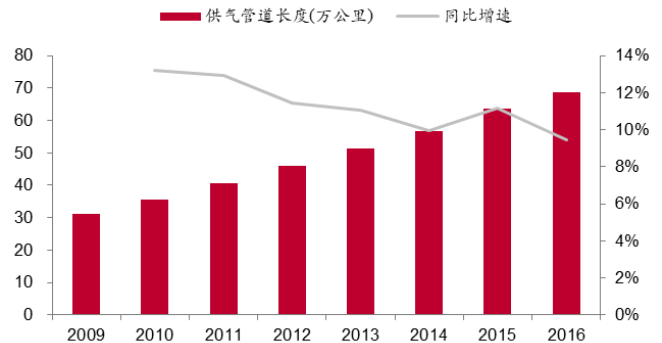
来源：北京安捷工程咨询有限公司，中泰证券研究所

图表 23: 城市供水管道复合增长率 5.80%



来源：住房与城乡建设部，中泰证券研究所

图表 24: 供气管道复合增长率 11.94%



来源：住房与城乡建设部，中泰证券研究所

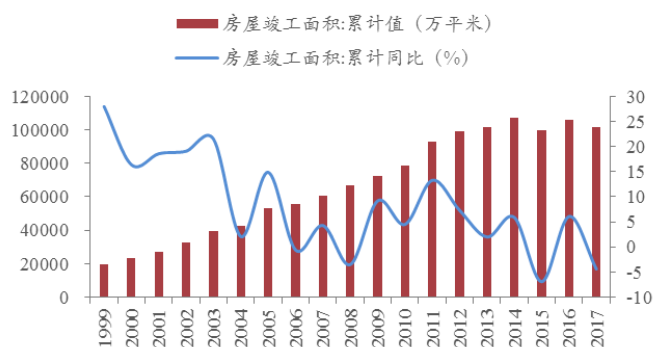
我们测算家装 PPR 市场空间超过 120 亿元

■ 新建+二次装修带来新增家装 PPR 塑料管材需求测算

- 1) 自 2012 年之后房屋竣工面积基本保持在 10-11 亿平之间，我们假设未来此面积基本平稳；2) 假设装修周期是 10 年，房屋翻新的面积在 6 亿平左右；3) 每一套 100 平的房子装修使用塑料管材的金额大约为 1000~2000 元，我们假设为 1500 元；4) 在建筑给水领域，主要使用 PPR（占比为 55%）。根据以上假设，我们计算出家装领域 PPR 的市场空间为 132 亿元。

■ 从塑料管道总量推算 PPR 实际需求量

- 2017 年全国塑料管道产量为 1522 万吨，建筑给水管道的占比为 7.2%，量为 110 万吨。建筑给水管道的 PPR 占比为 55%，量为 60.5 万吨。我们观察到伟星新材自 2012 年以来所有管材平均售价为 1.9 万元/吨，由于 1) 伟星的 PPR 单价高于 PVC 和 PE 的价格；2) 但考虑到伟星的 PPR 管材价格高于行业平均，综合以上两点考虑，我们假设行业 PPR 均价为 2 万元/吨，从而可以测算出 PPR 的市场空间为 121 亿元。

图表 25: 12 年至今房屋竣工面积保持在 10 亿平左右


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: PPR 市场空间测算

指标	指标值
新建房屋竣工面积 (亿平)	10
房屋竣工套数 (万套)	1000
二次装修房屋翻新面积 (亿平)	6
房屋翻新套数 (万套)	600
新建+二次装修合计套数 (万套)	1600
单套房装修需管材 (元)	1500
总的家装管材市场空间 (亿元)	240
PPR 占比	55%
PPR 市场空间 (亿元)	132

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: 伟星新材所有管材平均销售单价

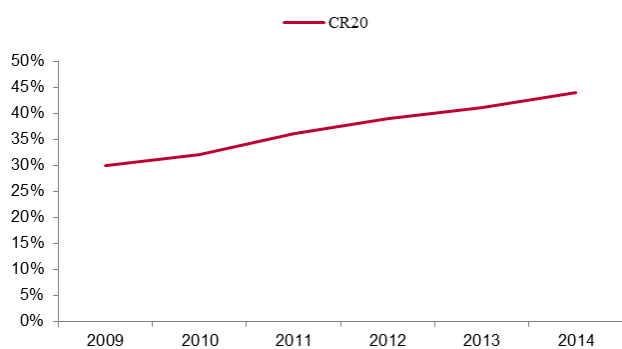
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
产量 (万吨)	9.89	11.93	12.19	15.68	18.49	19.82
销量 (万吨)	10.18	11.35	11.92	14.93	17.82	19.83
营业收入 (亿元)	18.57	21.59	23.54	27.47	33.22	39.03
销售单价(万元/吨)	1.82	1.90	1.97	1.84	1.86	1.97

来源: 公司公告、中泰证券研究所

龙头企业在细分领域的市占率仍有较大提升空间

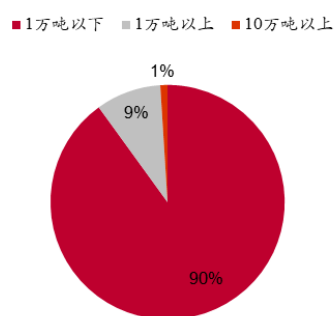
- 塑料管道行业进入壁垒不高, 中小企业众多, 是充分竞争的市场。目前国内较大规模的塑料管道生产企业 3000 家以上, 年生产能力 1 万吨以上的企业约 300 家, 年生产能力超过 10 万吨的企业有 20 家以上。行业年生产能力超过 3,000 万吨, 但是整体产能明显过剩, 产能利用率仅为 50%。
- 全国塑料管道行业 CR20 由 2009 年的 30% 提高到 2014 年的 44%, 呈现稳步上升的态势。伟星新材 2017 年总产量为 19.83 万吨, 在整个塑料管道行业的市占率为 1.3%。公司是 PPR 管材行业龙头之一, 其产品主要用在建筑给水领域。在 PPR 领域, 伟星的市占率约为 7%, 仍有较大提升空间。
- 对标欧洲和日本等成熟市场, 我国龙头企业仍有较大的成长空间。2003 年欧洲塑料管道总计用量为 250 万吨, 前 3 家企业 Wavin、Alphacan 和 Pepelife 的产量分别超过 40、20 和 20 万吨, CR3 超过 30%。日本积水化学与三菱化学两家企业的 PVC-U 管材产量之和就占日本塑料总产量的 40% 以上, 对行业具有绝对的影响力。相比之下, 在国内塑料管道行业, 伟星的市占率仅为 1.3%, 即便是在具有优势的建筑给水用 PPR 领域, 公司市占率也仅为 12.3%。我们认为在行业增速放缓的大背景下, 大企业具备渠道、品牌以及规模优势等, 中小企业生存愈加困难, 伟星等龙头企业市占率仍有提升空间。

图表 28: 我国塑料管道行业集中度稳定提升



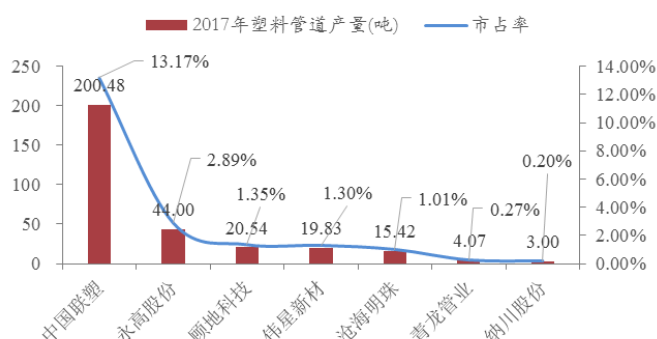
来源: 中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会, 中泰证券研究所

图表 29: 不同生产规模的企业数量家数占比



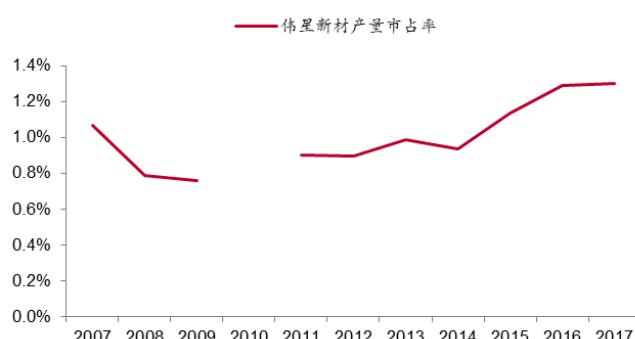
来源: 产业信息网, 中泰证券研究所

图表 30: 主要公司 2017 年产量及市占率



来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 伟星新材市占率近年来逐步上升



来源: 中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会, 中泰证券研究所

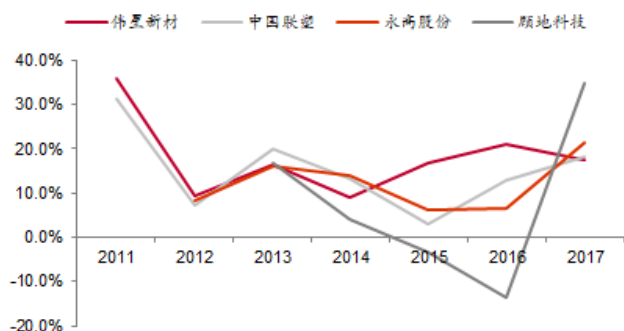
伟星以零售为主, 行业主要竞争对手更多聚焦工程业务

■ 早期均着重工程端, 后期不同企业采取差异化竞争战略

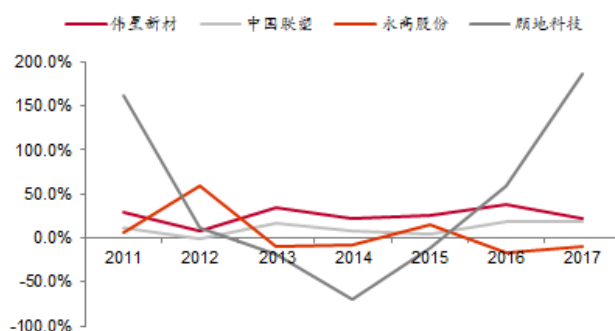
- 在塑料管道发展之初, 主要企业均以工程端业务为主, 主要原因是:
 - 1) 工程端 PE 和 PVC 市场空间相对较大 (市政给、排水、建筑排水、护套管、燃气管以及农业用管等领域均以 PVC 和 PE 为主, 占比达到 90% 左右; 而只有在建筑给水领域, PPR 占比相对较高, 占比接近 6 成);
 - 2) 早期塑料管道行业受“以塑代钢”政策鼓励, 工程端对塑料管道需求较高且市政工程项目金额较大, 销售收入较易得到保证, 相比而言, 零售端对塑料管的需求需要较长认可过程。由于工程端客户集中且具有较强议价能力, 企业的毛利率较低且存在应收账款账期长等特点。
- 伟星以零售为主, 收入和净利增速相对稳定: 伟星早年也曾主要进行工程类项目, 但由于竞争较为激烈, 从 05 年开始重点开展零售端业务, 并积极建立扁平化的零售渠道。不管是零售还是工程塑料管材均为地产和基建后周期, 均会受宏观经济的影响, 但相对来说, 以零售模式为主且注重品牌和渠道建设的伟星营收和净利增速基本平稳, 相比之下, 其他企业则波动较大。
- 伟星毛利率和净利率均最高, 进一步拉大与其他企业的差距: 公司的综合毛利率近年来远高于其他同行业公司 (伟星近年来毛利率高于 40%, 其他主要企业均低于 30%)。其中以零售为主的 PPR 管

材毛利率更是达到 58.3%，高于 PE 的 34%和 PVC 的 25%。由于公司进行精细化管理，近年来净利率稳步提升，行业领先，2016 和 2017 年均超过 20%。

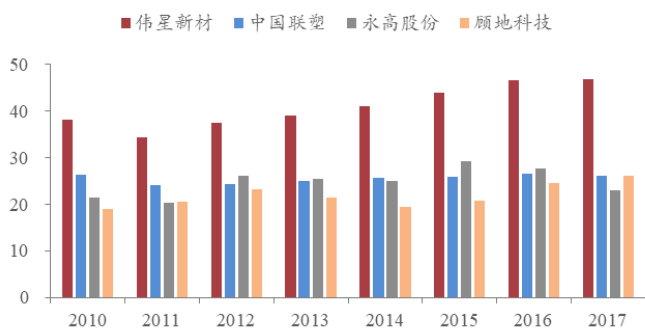
- **伟星发展稳健，更注重现金流；零售模式致销售费用率行业领先：**公司以零售业务为主，回款速度快，应收账款周转天数仅 17.65 天，为行业最低。公司投入大量资金优化销售渠道和建立优质服务，销售费用率约 15%，高于以工程业务为主的其他企业。销售费用中市场推广宣传费和包装运输费占比最高。这也是公司在行业周期整体出现波动时，抵御风险能力较强的原因之一。

图表 32：伟星营收增速相对稳定，在 9~20%之间


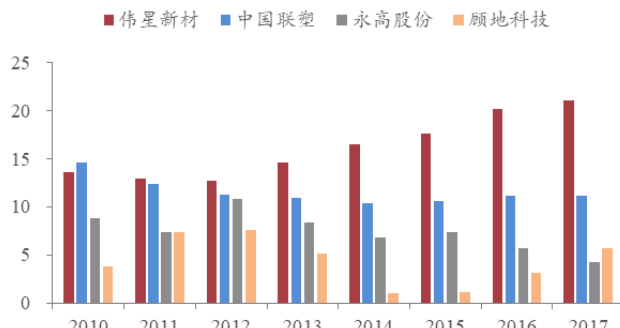
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 33：伟星净利增速相对稳定，在 22~39%之间


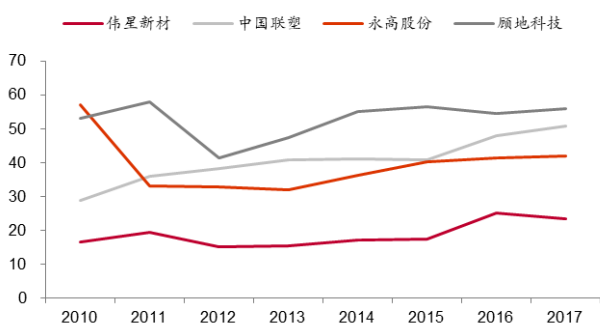
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 34：伟星新材毛利率行业领先，为 46.72%


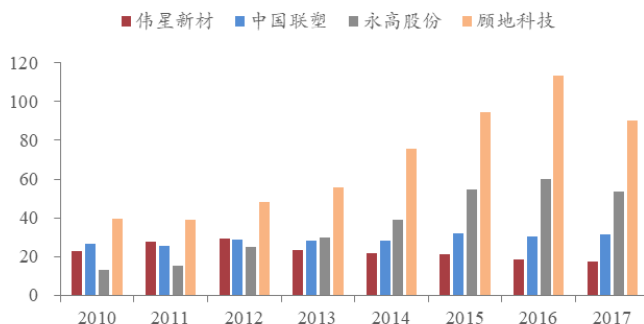
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 35：伟星新材净利率行业领先，为 21.03%


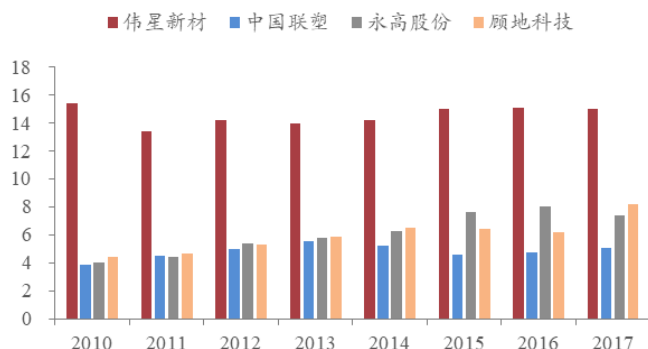
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 36：伟星资产负债率维持低位，17 年为 23.52%


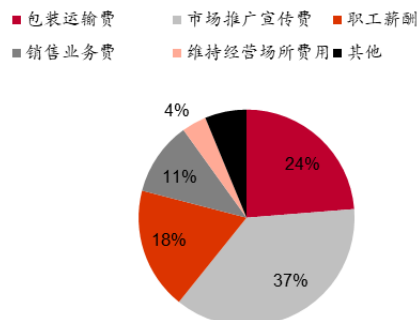
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 37：伟星应收账款周转天数 17 年仅 17.65 天


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 38: 销售费用率高于同行业其他公司, 达 15%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 39: 推广宣传费在销售费用中占比最高, 达 37%


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

三阶段渐进式成长, 打造伟星强竞争力

零售: 渠道+品牌+服务三招致胜, 享受高品牌溢价, 抗周期性强

- 主攻零售渠道, 定位中高端, 扁平化管理+“星管家”构筑核心竞争力
 - 扁平化渠道不仅可以加强市场管控, 亦可减少利润分流: 自创立以来, 经过十多年的努力, 公司建立了一套扁平化的营销新模式, 具有销售、物流、设计、施工、培训、管理一体化的服务功能。截止 2017 年底, 公司已在全国建立了 30 多家销售分公司, 拥有 1000 多名专业营销人员, 营销网点 24000 多个, 遍布全国各地。此模式不仅能够让执行者有效执行公司决策管理思路, 并对市场变化快速响应, 具有较强的营销服务能力和市场竞争力, 而且可以减少利润分流。
 - “星管家”服务变革增强用户粘性: 2012 年, 伟星管在行业内首创推出免费增值服务——“星管家服务”, 成为行业标杆。当消费者在当地伟星管门店/装饰公司购买全套伟星管并安装完毕后, 凭服务凭证可免费预约“星管家”上门验收服务, 免费产品真伪鉴定、免费专业水压测试、免费拍摄管路走向图、讲解使用注意事项等系统服务, 同时将管路图上传系统永久保存, 以便于消费者的后续查看。在伟星推出“星管家”服务之后, 其他企业也纷纷推出类似的“三免一讲解”增值服务, 例如, 金牛管业的“金牌服务”, 日丰管业的“安全卫士”, 公元管道的“优管家”。虽然一直在被模仿, 但从未被超越, 主要原因如下: 1) 消费者先入为主的认知模式, 对于伟星长期以来建立的良好品牌形象产生的很强的信赖感; 2) 由于有了前期的扁平化渠道建设的铺垫, 公司对于下游经销商有更强的管控力, 对于增值服务的质量有更好的把控。

图表 40: 传统经销渠道和扁平化经销渠道对比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 41: 伟星新材三阶段渐进式发展



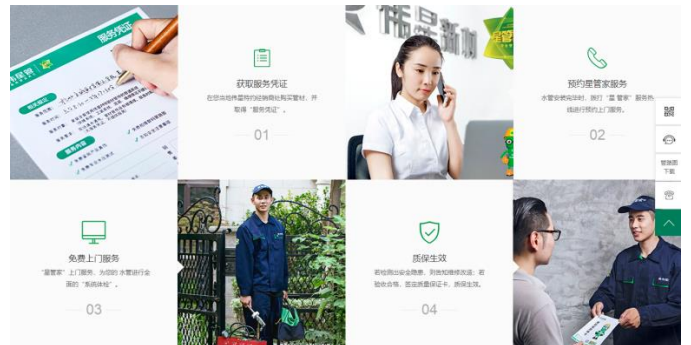
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 42: 伟星新材“星管家”服务介绍



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 43: “星管家”服务流程



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 44: 其他塑料管道企业推出的增值服务



来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

- 得益于品牌建设, 零售端产品享受高溢价: 消费者对塑料管材的价格敏感度较低, 更倾向于选择质量有保障、服务到位的产品, 主要基于以下原因: 1) 塑料管材在总体家装费用中占比较低(塑料管材支出为 1000~2000 元), 在家装消费升级的背景下, 消费者愿意为品牌买单; 2) 塑料管材作为家装隐蔽工程的重要一环, 良好的售后服务让消费者安心。伟星多年积累的品牌和服务美誉度为其产品提供了品牌溢价。另外, 公司注重品牌建设, 积极宣传自身价值, 选择家喻户晓有良好社会影响力的明星为公司代言。

图表 45: PPR 同规格产品价格比较

品牌	产品规格	价格 (元/米)
伟星	Ø25*3.5	19.00
联塑	Ø25*3.5	8.67
公元	Ø25*3.5	18.64
金牛	Ø25*3.5	5.11

来源: 各公司天猫旗舰店, 中泰证券研究所

图表 46: 家装管材管件用量及造价 (元)

	一厨一卫	一厨两卫	单件价格
水管	40	72	19
直接	14	18	3.5
90度弯头	14	18	5
45度弯头	35	66	4.5
总价	1036.5	1818	

来源: 公司天猫旗舰店, 中泰证券研究所

图表 47: 伟星新材第一代代言人——高亚麟



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 48: 伟星新材现任代言人——张国立

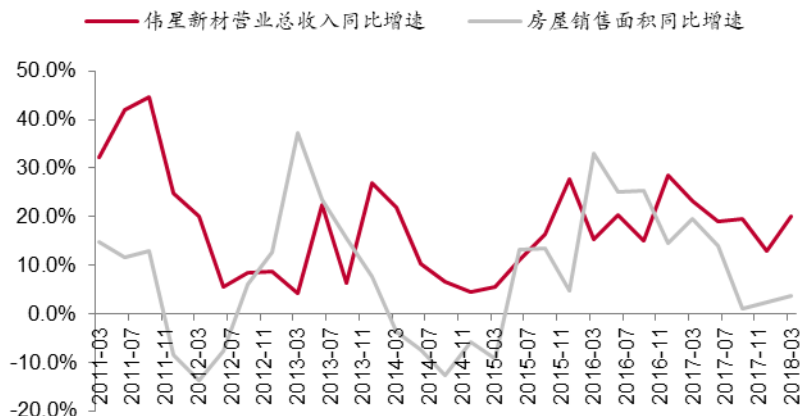


来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 得益于渠道和品牌建设, 公司抵御周期性能力较强: 公司营收与房地产销售面积增速存在一定相关性, 一般滞后于销售面积一个季度, 但其抗周期性能力较强, 单季度增速一直为正, 且 16 年之后均维持在 10% 以上, 主要原因是公司以零售业务为主 (PPR 管), 且具备较强的渠道和品牌优势。PPR 管材作为零售端主要产品, 在公司总体营收中占比不断提高

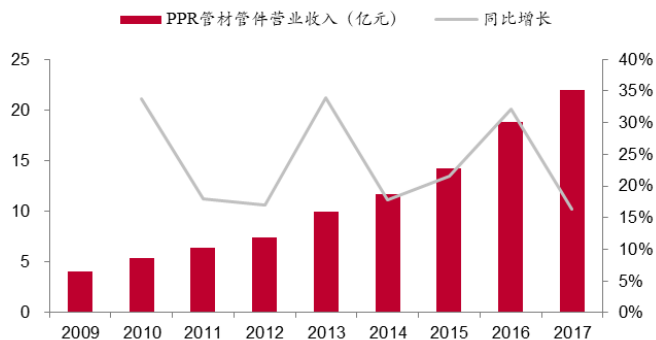
(2017 年占比为 56%)，由于其高端品牌定位和较强议价能力，PPR 的毛利率在公司所有品类中位列首位高达 58.33%。

图表 49: 公司营收增速与房屋销售面积存在一定相关性



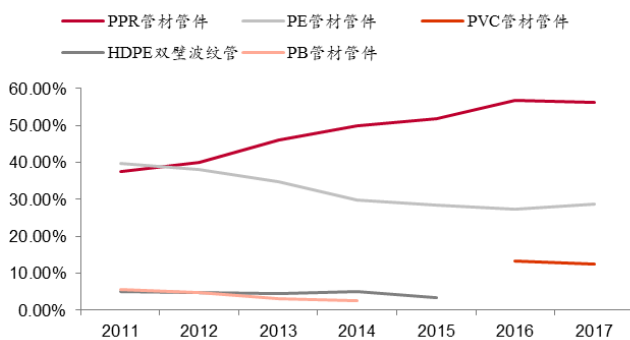
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 50: PPR 管材保持 15%以上的增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 51: PPR 管材在总体营收中占比不断提升

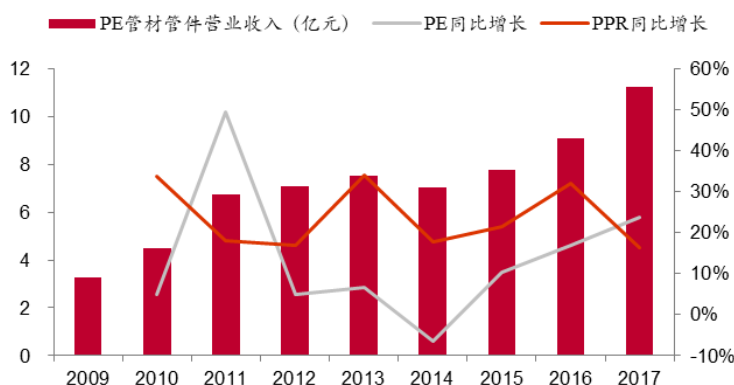


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

工程业务和地产渠道齐发力

- 工程端:** 除了零售业务之外, 近年来公司积极拓展新业务, 2011 年开始布局“燃气事业部”, 2014 年成立“工程部”, 目前均已初具规模, 相关团队日趋成熟。PE 管道作为市政给、排水, 供气的主要产品, 政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及对产品质量的重视, 都为伟星在这一领域的发展提供了机遇。17 年公司 PE 产品营收增速超过 PPR, 达到 23.80%。另外, 在壁垒较高的燃气供应领域, 北京燃气、港华煤气、成都城市燃气、广州燃气、深圳燃气等国内五家燃气公司参与成立“燃气企业聚乙烯 (PE) 输配系统质量控制合作小组”(简称“G5+合作小组”), 公司的管件产品在 2017 年上半年通过 G5+小组的认证审核, 预计未来在燃气供应领域将有较大发展。

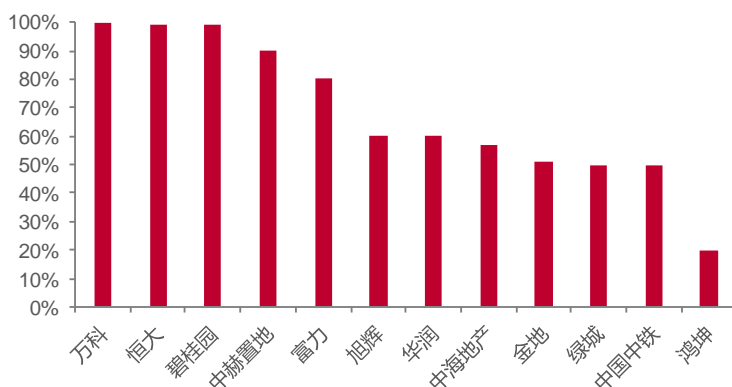
图表 52: PE 产品营收增速首次超过 PPR



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **完善房产工程业务模式，积极应对房地产行业新挑战：2017 年出台的《建筑业“十三五”规划》明确指出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。**地产商也通过提高精装房占比提升产品价值和后续增值服务，少数几家大型房企的全装修比例达到 80%以上，如万科、恒大、碧桂园、富力等；另一部分地产商比例在 50%-60%之间。精装修对整体品质的要求会比毛坯房高，为了避免因隐形工程问题而对装修造成严重影响，采购方往往会趋向选用质量有保证的产品，对于进水管等隐性产品，更是如此。公司原有的质量、品牌、渠道、服务优势将为公司房产商的竞争中占得一定优势。对此，公司也专门成立“房地产工程事业部”，与一些知名的地产公司、装饰公司进行合作，以求在竞争中占得先机。

图表 53: 各地产商全装修精品房比例



来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

图表 54: 国家对精装房比例提出要求

政策发布人	政策发布时间	政策内容
住建部	2017年4月26日	《建筑业发展“十三五”规划》：要求新开工全装修成品住宅面积达到30%
北京市住建委	2015年10月30日	自2015年5月1日起，由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房。自2015年10月31日起，凡新纳入我市保障性住房年度建设计划的项目(含自住型商品住房)全面推行全装修成品交房。
上海市住建委	2016年11月	自2017年起，外环线以内城区新建商品住宅实施全装修的比例要达到100%，其他地区达到50%。
江苏省住建厅	2017年8月1日	《江苏省“十三五”住宅产业现代化发展规划》：到2020年精装修新房比例要达到40%以上
山东省住建厅	2016年12月3日	《关于转发省住房城乡建设厅山东省建筑设计和装修服务业转型升级实施方案的通知》，要求大力推广住宅精装修，推进土建装修一体化，推广精装房和装修工程菜单式服务。2017年，设区城市新建高层住宅实行全装修；2020年，新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
浙江省住建厅	2016年12月7日	公开解读《关于加快推进住宅全装修工作的指导意见》，明确住宅全装修实施范围为各市、县(市、区)中心城区，出让或划拨国有土地上的新建住宅，推行全装修，实现成品交房。
海南省住建厅	2016年12月9日	《关于继续落实“两个暂停”政策，进一步促进房地产市场健康发展的通知》，要求从2017年7月1日起，各市(县)商品住宅项目全部实行全装修。
湖北省住建厅	2017年6月30日	《湖北建筑业发展“十三五”规划纲要》：到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。
河南省住建厅	2017年8月22日	《关于加快发展成品住宅的指导意见》：2018年1月1日起河南省新建住宅全为成品房即精装房
成都市城建委	2016年12月11日	《成都市建设行业大气污染防治十条措施》要求，从2017年起，将成品住宅建设要求纳入土地出让建设条件，大力发展成品住宅。2020年底，成都中心城区、高新区和天府新区新建商品住宅中成品住宅比例要达到80%。

来源：住建部等网站，中泰证券研究所

防水、净水新产品上市，建立家装隐蔽工程完整生命线

- 利用现有渠道协同，延伸品类发展：**2017 年公司以自有资金与 5 位核心经销商共同出资设立上海伟星新材料科技有限公司，从事**防水涂料业务**。17 年仅在华东地区 9 个试点开始启动，18 年将在华东地区全面推开，其他区域个别城市尝试推广。2016 年推出**安内特前置过滤器**，市场反馈较好，2017 年净水设备销售规模 2.7 万套左右。从源头净水、中段输水排水、尾端处理防水，对家装隐蔽工程关于“水”的生命线进行了系统性覆盖。**利用伟星原有的品牌+服务+渠道优势，或将在未来取得较大发展。**

图表 55: 咖乐防水

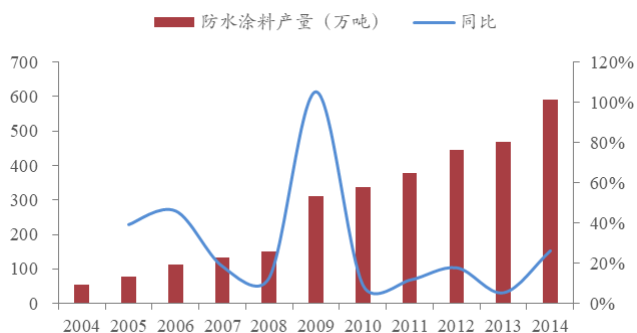

来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 56: 安内特前置过滤器


来源：公司官网，中泰证券研究所

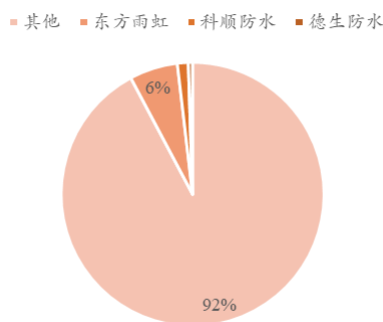
- 防水涂料与塑料管道行业有很大的相似性，“大行业、小企业”是行业的主要特征，CR5 仅为 8%。目前国内包括东方雨虹在内的主要企业市场领域集中在工程客户端，而非家装市场。**公司推出的“咖乐防水”系列产品定位明确，主要针对家装环节的隐蔽工程施工。在家装工程领域，以一厨两卫一阳台为例，需要 6 桶防水涂料涂刷两遍，材料成本 1500 元左右，占家装总成本比例较低。**

图表 57: 防水涂料行业 09-14 复合增速 13.84%



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 58: 防水材料市场市占率



来源: 公司公告, 中国建筑防水协会, 中泰证券研究所

图表 59: 防水常用部位及用量估算

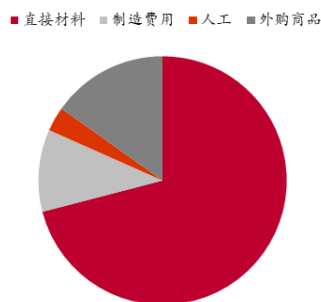


来源: 东方雨虹天猫店铺, 中泰证券研究所

精益生产+智能制造控制成本，人均产值不断增长

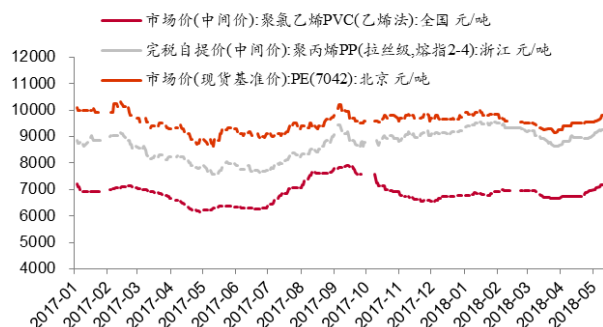
- **匠心质造，降本提效，向“精益型生产”转型：**塑料管道的原材料成本在总成本的占比很高，2017 年为 69.54%，受原材料价格波动的影响较大。公司的原材料采取浮动库存的方式，库存原材料可以达到 3 个月以上，从而公司可以通过提前备货的方式，在一定程度上应对原材料市场的价格波动。另外，公司积极进行“机器换人”、“两化融合”，向“智造型生产”转型。**公司生产人员的人均产值不断增长，2017 年达到 297 万元。**

图表 60: 原材料成本占总营业成本的 69.54%



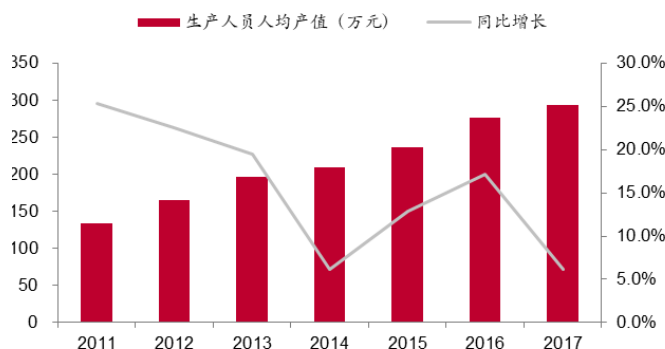
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (2017 年数据)

图表 61: 主要原材料价格变化趋势



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

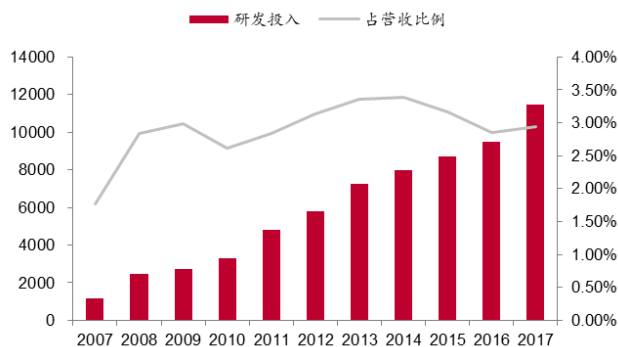
图表 62: 生产人员的人均产值不断增长



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

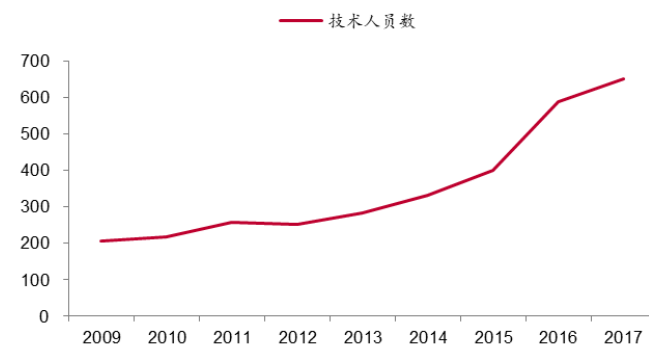
- **公司注重研发投入, 技术人员数量稳步增加: 2017 年公司研发投入占总体营收的 2.93%, 在研项目 23 项, 其中通过公司鉴定 9 项, 省级新产品鉴定 4 项; 发布标准 10 项; 申报专利 88 件, 其中发明专利 18 件。公司技术人员数量持续增长, 一方面是在产品升级换代、新产品新技术研发、基于未来发展的前瞻性项目中进行人员储备, 另一方面在星管家等偏服务型的技术人员也在增长。**

图表 63: 研发投入占总体营收的 2.93%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 64: 公司技术人员数量



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

战略眼光拓展西北、海外市场，积极完善产能布局

- 公司先后建成临海、临海大洋、上海奉贤、天津、重庆五处工业园，西安工业园、上海伟星新材料的防水材料生产基地目前仍在建设当中。由于塑料管道行业的运输半径限制，早在 2011 年，公司与西安沣渭新区管理委员会签署了《在西安沣渭新区投资建设新型复合材料管材研发生产基地项目的意向书》，意图利用西部的劳动力及资源优势，降低物流成本，更好地拓展西北市场。而在当时，塑料管道行业主要的生产地区集中在广东、浙江、山东等地，占比达到 38%，且鲜有企业布局西北。新生产基地的建成将给公司的业务增长带来巨大动力。
- 紧跟国家“一带一路”战略步伐，积极“走出去”，加快海外市场开拓步伐。积极突破国际市场认证，提升公司产品在海外的品牌知名度和影响力。海外市场业务小步快跑，2017 年出口增长 24.68%。

图表 65: 伟星新材目前已建成五大生产基地



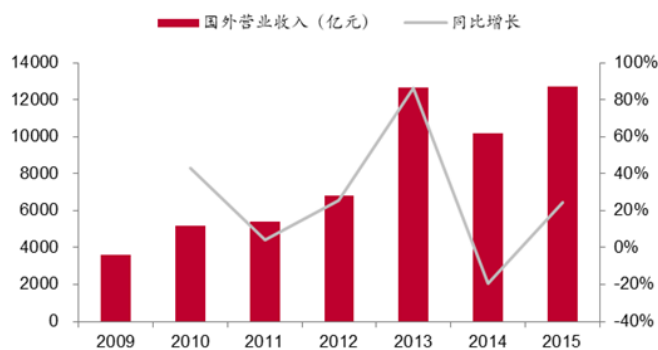
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 66: 塑料管道主要生产地区

年份	产量前3位地区	比例/%
2006	广东, 浙江, 福建	50.2
2007	广东, 浙江, 山东	49.8
2008	浙江, 广东, 山东	51
2009	广东, 浙江, 山东	45
2010	广东, 浙江, 山东	38

来源：中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，中泰证券研究所

图表 67: 出口业务增长 24.68%



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 68: 主要塑料管材企业产能分布 (2010)

	华北	东北	华东	中南	华南	西南	西北
联塑	河北任丘	黑龙江大庆、长春	南京	武汉、河南周口	广东顺德、鹤山、中山	贵阳、四川德阳	乌鲁木齐
金德	山东德州	沈阳	浙江衢州、金华	湖南株洲	广东清远	四川资阳	陕西宝鸡
顾地	北京、河北邯郸		安徽马鞍山	湖北鄂州、河南商丘	广东顺德、高明	重庆	甘肃临洮
康泰	石家庄	长春、辽宁鞍山	上海、合肥	郑州	江西万载	成都重庆	
亚通	北京承德	呼和浩特		河南开封、湖北仙桃	福建福清	重庆贵阳	甘肃
伟星	天津		浙江临海、上海				
中财	天津		浙江新昌	湖南长沙		成都	乌鲁木齐
枫叶			浙江诸暨		广州	贵阳	
公元			上海、浙江黄岩		广东深圳		
亚大	河北涿州	长春	上海		广东深圳	四川都江堰	
宝硕	河北保定		杭州、江苏常州				新疆克拉玛依
明珠	河北沧州			安徽芜湖			
胜邦	山东东营						西安
国通				合肥	广州	重庆	
森普	天津					德阳、贵阳	
盛象	天津	沈阳					
华创天元	廊坊	长春	镇江				乌鲁木齐

来源: 北京塑料工业协会, 中泰证券研究所

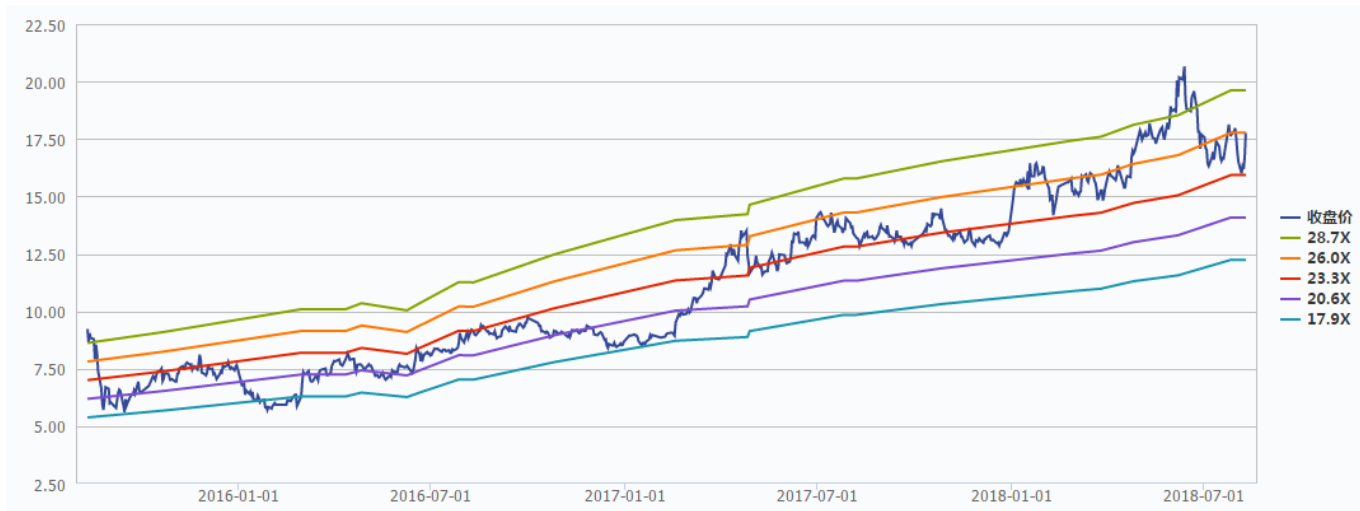
投资建议

- 伟星新材是专注 PPR、PVC 和 PE 塑料管道管材生产销售的龙头企业，2017 年营收为 39 亿，归母净利为 8.2 亿。公司通过强大的渠道、品牌和服务能力不断提高了市占率，建立高品牌溢价；近年毛利率稳步提升，2017 年为 46.7% (其中收入占比 56% 的 PPR 管材业务毛利率为 58.3%)。公司通过规模效应及精细管控，拥有远超于同行的净利率，2017 年达到 21%。公司始终坚持“稳中求进、风险控制第一”的经营理念，以“可持续”的内涵为核心价值观，尤其注重现金流，2017 年经营性现金流量净额为 9.42 亿元。公司的 ROE 和 ROIC 自 2012 年起逐年上升，2017 年分别为 25.7% 和 27.6%。
- 塑料管道行业有明显的“大行业、小公司”特点，2017 年国内塑料管道产量为 1522 万吨，中国塑协预计未来三年行业增速稳定在 2.5% 左右；但是全国塑料管道行业较为分散，但集中度呈现上升态势，CR20 由 09 年的 30% 提高到 14 年的 44%。公司 2017 年总产量为 19.8 万吨，在整个塑料管道行业的市占率为 1.3%。我们测算出用于建筑给水的家装 PPR 市场空间超过 120 亿元，公司作为 PPR 行业龙头之一，市占率约为 7%。行业整体集中度提升仍然有明显空间。
- 得益于多年来在品牌、渠道、服务等三方面的积累，我们认为公司在 PPR 零售领域的市占率将进一步提升：1) 塑料管涉及饮水安全和卫生，具有较强的消费属性，且由于其在总体家装费用中占比较低（塑料管材支出为 1000~2000 元），另外作为家装隐蔽工程的重要一环，痛点相对较多；因此，在家装消费升级的背景下，消费者对价格的敏感度较低，更倾向于选择质量有保障、服务到位的产品。公司的 PPR 产品质量过硬，多年深耕零售市场打造了较强品牌力。2) 公司建立了一套扁平化的营销和管理模式，此模式不仅能够让执行者有效执行公司决策管理思路，并对市场变化快速响应，具有较强的营销服务能力和市场竞争力。3) 伟星推出的“星管家”免费增值服务已成为行业标杆，通过“三免一告知”的方式，为用户提供产品真伪鉴定、高倍水压测试、拍摄录制管路走向图及讲解

产品知识等，极大地提升了用户粘性，且得益于扁平化的管理模式，公司对下游经销商有更强的管控力，对于增值服务的质量有更好的把控。公司将借助以上优势在 **PPR 零售业务中进一步完善版图+纵深发展:1) 成熟市场渠道进一步下沉(浙江等地已经渗透到乡镇); 2) 近年加大新区域市场的拓展(西北、中部市场), 且卓有成效, 不断推进“星管家”和“双质保”联动, 实现稳健发展。**

- **工程和房地产市场多点开花:** 近年来公司积极拓展新业务, 2011 年开始布局“燃气事业部”, 政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及对产品质量的重视, 都为伟星在这一领域的发展提供了机遇。17 年公司 PE 产品营收增速超过 PPR, 达到 23.80%。另外, 公司不断完善房产工程业务模式, 积极应对房地产行业新挑战。
- **防水、净水新产品上市, 建立家装隐蔽工程完整生命线:** 净水和防水两大家装隐蔽工程新业务稳步推进(目前华东地区防水试点情况推进良好, 净水器销售也呈现稳健增长), **未来有望借助零售渠道和服务、品牌优势切入并拓展市场,** 带来新的利润增长点, 为公司带来新的增长活力。
- 我们预计公司 2018-2019 年实现归母净利 9.9 和 11.84 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 23.5 和 20 倍; 考虑到公司高 ROIC 和高股息率, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 房地产销售超预期下滑; 新业务拓展不及预期; 原材料价格大幅上涨

图表 69: 伟星新材 PE-band



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **房地产销售超预期下滑:** 公司所在的塑料管材行业处于地产产业链后周期, 虽然公司主打的 PPR 产品以零售为主, 但仍会受到地产销售和竣工面积的影响, 如果宏观经济进一步下滑且对房地产的调控进一步趋严, 则会对整个塑料管道的需求产生较大影响, 公司的收入增速也会在一定程度上受到影响。
- **新业务拓展不及预期:** 虽然防水涂料以及净水器同属于家装隐蔽工程, 在渠道上也可以进行协同, 但公司完全进入新的业务领域, 需要一定的时间进行对产品和客户进行积累, 存在新业务拓展不及预期的风险。
- **原材料成本大幅上涨:** 公司的成本中原材料占比较高(接近 70%), 而上游原材料主要受石油化工等大宗原材料影响, 如果原材料成本持续上行, 则可

能对公司的毛利率产生影响进而影响盈利水平。

图表 70: 伟星新材财务报表

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3,321	3,903	4,688	5,663	6,978	货币资金	1,014	1,430	1,971	2,393	3,052
增长率	20.9%	17.5%	20.1%	20.8%	23.2%	应收款项	253	292	363	428	546
营业成本	-1,775	-2,079	-2,499	-3,035	-3,767	存货	469	536	672	796	1,026
% 销售收入	53.5%	53.3%	53.3%	53.6%	54.0%	其他流动资产	477	512	555	551	608
毛利	1,546	1,824	2,189	2,627	3,210	流动资产	2,214	2,771	3,560	4,169	5,232
% 销售收入	46.5%	46.7%	46.7%	46.4%	46.0%	% 总资产	60.3%	66.0%	71.3%	74.8%	79.7%
营业税金及附加	-38	-43	-28	-29	-36	长期投资	269	98	97	95	94
% 销售收入	1.1%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%	固定资产	844	859	827	775	690
营业费用	-502	-586	-675	-815	-1,005	% 总资产	23.0%	20.5%	16.6%	13.9%	10.5%
% 销售收入	15.1%	15.0%	14.4%	14.4%	14.4%	无形资产	275	279	276	273	270
管理费用	-238	-300	-361	-436	-537	非流动资产	1,458	1,427	1,433	1,404	1,335
% 销售收入	7.2%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	% 总资产	39.7%	34.0%	28.7%	25.2%	20.3%
息税前利润 (EBIT)	769	893	1,125	1,347	1,633	资产总计	3,671	4,198	4,993	5,573	6,567
% 销售收入	23.1%	22.9%	24.0%	23.8%	23.4%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	9	8	28	34	42	应付款项	768	775	1,068	1,186	1,579
% 销售收入	-0.3%	-0.2%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	其他流动负债	134	188	188	188	188
资产减值损失	9	6	4	4	4	流动负债	902	963	1,256	1,374	1,768
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	6	19	10	10	10	其他长期负债	22	24	24	24	24
% 税前利润	0.7%	2.0%	0.8%	0.7%	0.6%	负债	924	987	1,281	1,398	1,792
营业利润	793	926	1,167	1,395	1,688	普通股股东权益	2,747	3,198	3,701	4,163	4,765
营业利润率	23.9%	23.7%	24.9%	24.6%	24.2%	少数股东权益	0	12	12	11	11
营业外收支	22	1	1	1	1	负债股东权益合计	3,671	4,198	4,993	5,573	6,567
税前利润	814	928	1,168	1,396	1,690						
利润率	24.5%	23.8%	24.9%	24.7%	24.2%	比率分析					
所得税	-125	-142	-171	-205	-248						
所得税率	15.3%	15.3%	14.7%	14.7%	14.7%	每股指标					
净利润	671	821	989	1,183	1,433	每股收益 (元)	0.51	0.63	0.75	0.90	1.09
少数股东损益	0	0	0	0	-1	每股净资产 (元)	2.10	2.44	2.82	3.18	3.63
归属于母公司的净利润	671	821	990	1,184	1,434	每股经营现金净流 (元)	0.74	0.72	0.83	0.89	1.12
净利率	20.2%	21.0%	21.1%	20.9%	20.6%	每股股利 (元)	0.36	0.36	0.43	0.55	0.64
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	24.42%	25.68%	26.74%	28.43%	30.10%
净利润	671	821	989	1,183	1,433	总资产收益率	18.27%	19.56%	19.81%	21.23%	21.83%
加: 折旧和摊销	87	95	90	92	92	投入资本收益率	40.49%	48.89%	56.65%	68.98%	81.42%
资产减值准备	9	6	0	0	0	增长率					
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	20.94%	17.51%	20.11%	20.80%	23.22%
财务费用	0	0	-28	-34	-42	EBIT 增长率	35.77%	18.54%	24.75%	19.62%	21.11%
投资收益	-6	-19	-10	-10	-10	净利润增长率	38.46%	22.45%	20.48%	19.62%	21.15%
少数股东损益	0	0	0	0	-1	总资产增长率	26.55%	14.35%	18.94%	11.61%	17.85%
营运资金的变动	83	24	53	-66	-10	资产管理能力					
经营活动现金净流	969	942	1,094	1,166	1,464	应收账款周转天数	20.7	19.3	19.3	19.3	19.3
固定资本投资	-52	-126	-100	-63	-20	存货周转天数	47.3	46.4	46.4	46.7	47.0
投资活动现金净流	-449	-62	-94	-56	-14	应付账款周转天数	38.4	42.9	40.7	41.8	41.2
股利分配	-465	-465	-561	-721	-833	固定资产周转天数	83.7	78.5	64.7	50.9	37.8
其他	248	2	102	34	42	偿债能力					
筹资活动现金净流	-217	-464	-459	-687	-791	净负债/股东权益	-52.04%	-61.38%	-64.46%	-73.11%	#REF!
现金净流量	303	417	541	422	659	EBIT 利息保障倍数	-86.8	-111.1	-40.2	-39.8	-39.1
						资产负债率	25.17%	23.52%	25.65%	25.08%	27.28%

来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。