

零售王者，多线并进

2018年10月09日

【投资要点】

- ◆ **聚焦高端零售，差异化定位规避激烈竞争、平滑周期波动。**管材行业在经历过前几年高速增长后逐步进入成熟期，预计“十三五”期间将保持3%左右增速。当前行业集中度仍然较低，CR20不足50%，预计在落后产能加速淘汰，管材消费升级，下游地产商集中度提高推动下，行业内分化将加剧，优势企业市占率进一步提升。定位高端零售模式，规避了主流管道企业集聚的工程业务竞争。零售享有一定品牌、服务溢价，较工程业务毛利、现金流水平更优。通过完善渠道布局、提升客单价，收入增长稳定，抗周期波动能力更强。
- ◆ **品牌，渠道，服务优势明显，市占率提升空间较大。**定位高端品牌，品牌溢价较高，且较高的品牌认可度加速了市占率的提升。采用销售分公司+直营+经销的扁平化渠道体系，经销商粘性极高。现有经销网点约24000家，为市场拓展、新产品推广搭建了完善的渠道网络。推出“星管家”+“双质保”服务体系，提升用户体验，提高竞争对手复制壁垒。品牌、渠道、服务优势相辅相成作用下，市占率快速提升，目前全国市场占有率约7%，核心市场市占率更高。
- ◆ **深耕管材，同心圆产业链纵深拓展，零售增长动力不减。**当前二手房应用比例仅约10%，随着重装修需求进入集中释放期，一定程度上可弥补新房需求增速放缓，预计总需求仍有较强支撑。未来零售业务增长动力依然较强，一是在核心区域，通过同心圆产业链拓展，增加PVC管道配套销售，推广防水净水新产品，提高客单价，加快渠道下沉，市占率仍有提升空间；二是在非优势区域，加快核心区域模式复制。西安工业园预计年底投产，投产后预计增速将加快。
- ◆ **市政、燃气、房产工程三线并进，工程业务加速增长。**市政、燃气管道在政策利好刺激下需求空间广阔。精装修和地产集中度提升趋势下，房产工程业务体量也不容小觑。公司适时提出零售工程双轮驱动战略，工程端业务成为新的利润增长点，预计增速将快于零售业务。

【投资建议】

- ◆ 我们预计18/19/20年营业收入分别为46.81/56.44/68.12亿元，归母净利润分别为10.18/12.11/14.41亿元，EPS分别为0.78、0.92、1.10元，对应PE为19.08、16.04、13.48倍。
- ◆ 参考行业可比公司估值情况及公司历史估值变化，我们认为公司零售属性较强，享有一定品牌溢价，行业议价能力较高，能够支撑较高的估值。给予2019年24倍PE，对应十二个月目标价为22.08元，上调评级至“买入”。

买入 (上调)

目标价：22.08元

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：孙翠华

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	18641.39
流通市值 (百万元)	16659.62
52周最高/最低 (元)	26.95/13.15
52周最高/最低 (PE)	32.01/19.33
52周最高/最低 (PB)	8.46/5.41
52周涨幅 (%)	6.22
52周换手率 (%)	90.36

相关研究

- 《业绩增长稳定，PPR毛利率创新高》
2018.08.08
- 《毛利率持续提升，产品结构进一步优化》
2018.03.26
- 《业绩基本符合预期，防水业务有望接棒高增长》
2018.03.01

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3902.96	4681.01	5644.20	6812.40
增长率(%)	17.51	19.93	20.58	20.70
EBITDA(百万元)	1050.41	1266.39	1498.26	1763.17
归母净利润(百万元)	821.29	1018.19	1211.48	1440.96
增长率(%)	22.45	23.97	18.98	18.94
EPS(元/股)	0.63	0.78	0.92	1.10
市盈率(P/E)	23.66	19.08	16.04	13.48
市净率(P/B)	6.07	5.46	4.74	4.01
EV/EBITDA	17.13	14.13	11.53	9.35

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 新产品推广不及预期;
- ◆ 原材料价格大幅上涨;
- ◆ 房地产销售大幅下滑。

正文目录

1. 深耕管道，稳中求进	5
1.1. 家装管材龙头，控股股东实力雄厚	5
1.2. 稳健发展，业绩持续增长	7
2. 塑料管材市场增长稳定，行业集中度持续提升	8
2.1. 管材行业技术壁垒、资金壁垒较低	8
2.2. 行业发展进入成熟期，体量增长稳定	9
2.3. PP 管材应用比例逐年提升，涉水管材应用广泛	9
2.4. 行业集中度稳步提升	11
3. 差异化战略定位，盈利稳健	12
3.1. 聚焦零售，稳健增长，平滑周期波动	12
3.2. 品牌、服务、渠道优势突出，竞争力强悍	14
3.2.1. 定位高端，享品牌溢价	14
3.2.2. 渠道扁平化，经销商粘性极高	15
3.2.3. “星管家” + “双质保”，服务优势难被超越	16
3.3. 稳中求进，财务结构稳健	19
4. 零售驱动：市占率提升+同心圆产业链拓展	20
4.1. 新房+重装市场双重发力，需求仍有支撑	20
4.2. 深耕核心区域，拓展薄弱区域，市占率提升空间大	21
4.3. 同心圆产业链拓展顺利，客单价提升	22
4.3.1. 纵向拓展：防水、净水新产品试点顺利	22
4.3.2. 横向拓展：管材配套管件、线管销售增加	25
5. 工程驱动：市政、燃气、房产三线并进	25
5.1. 市政工程需求空间大	25
5.2. 入选 G5+，燃气管道增速加快	26
5.3. 房产工程业务重新出发	28
6. 盈利预测	29
7. 公司估值及投资建议	30
7.1. 相对估值	30
7.2. 绝对估值	31
7.3. 投资建议	31
8. 风险提示	31

图表目录

图表 1: 公司控股股东为伟星集团	5
图表 2: 伟星新材产品体系	5
图表 3: 伟星新材发展大事记	6
图表 4: 2013-2017 年营业收入 CAGR 15.96%	7
图表 5: 2013-2017 归母净利润 CAGR 27.00%	7
图表 6: 2018H1 PPR 管材管件营收占比 56.90%	7
图表 7: 2018H1 华东地区营收占比 52.15%	7
图表 8: 伟星新材综合毛利率、净利率稳步提高	8
图表 9: 2018H1 PPR 毛利率 58.97%，创历史新高	8
图表 10: 管材行业产业链	8
图表 11: 管材挤出工艺示意图	9
图表 12: 塑料管材产量增速放缓	9
图表 13: 塑料管材出口量增长稳定	9
图表 14: PP、PE、PVC 管材特点及应用对比	9
图表 15: 2015 年塑料管材主要品种占比	10
图表 16: PP 管材收入占比逐渐提升	10

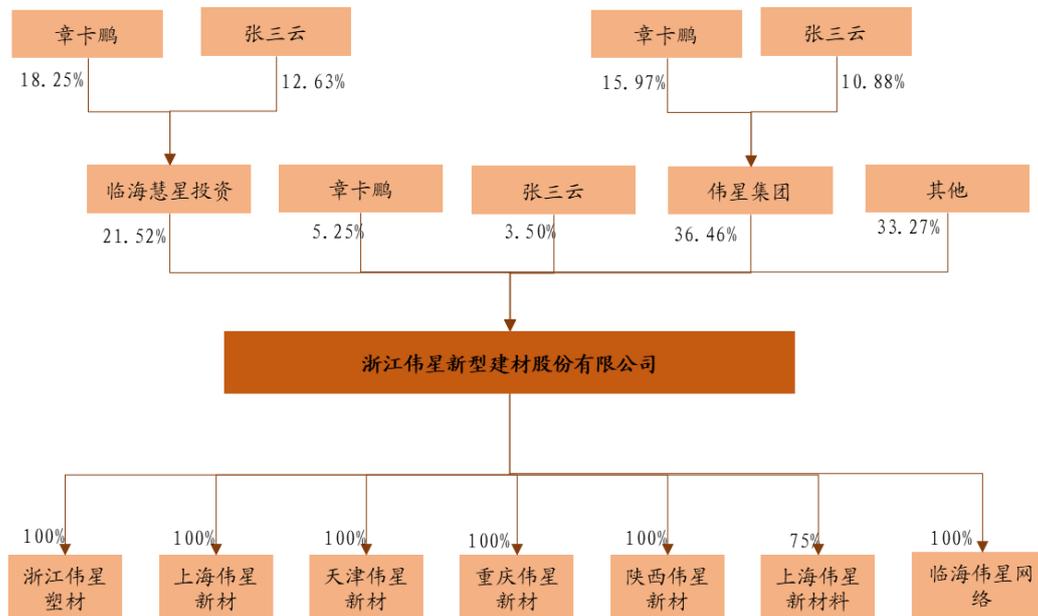
图表 17: 2016 年塑料管材应用领域占比.....	10
图表 18: 2007/2015 塑料管材主要应用领域变化.....	11
图表 19: 管材行业规模分布.....	11
图表 20: 管材行业 CR20 逐步提升.....	11
图表 21: 工程、零售业务特征对比.....	12
图表 22: 公司成立至今经营策略变化.....	12
图表 23: PPR 管材收入、利润占比逐年提高.....	13
图表 24: PPR 管材毛利率较高.....	13
图表 25: 伟星新材毛利率明显高于工程类管材企业.....	13
图表 26: 零售业务全面铺开, 盈利能力稳步提升.....	13
图表 27: 营收抗地产周期波动能力显著提高.....	14
图表 28: 伟星新材毛利率抗成本波动能力较强.....	14
图表 29: 中国联塑毛利率与成本波动对照.....	14
图表 30: 不同品牌 PPR 水管零售价对比 (元/米).....	15
图表 31: 特邀张国立先生作为公司形象代言人.....	15
图表 32: 伟星新材扁平化渠道体系.....	15
图表 33: 伟星新材销售费用率远高于同行.....	16
图表 34: 伟星新材销售人员数量占比较高.....	16
图表 35: “星管家”三免一告知服务.....	16
图表 36: 管道装修常见问题及解决方案.....	17
图表 37: 日丰、金牛推出类似“星管家”服务.....	17
图表 38: “星管家”升级至“双质保”.....	17
图表 39: 伟星新材核心竞争体系.....	18
图表 40: 考虑现金流的杜邦分析.....	19
图表 41: 伟星新材现金流水平显著优于中国联塑, 贡献 ROE.....	19
图表 42: 2013-2018 年平均资产负债率为 20%.....	20
图表 43: 伟星新材近 5 年平均分红比例为 74%.....	20
图表 44: 家装管材市场规模测算.....	20
图表 45: 二次装修需求进入快速增长期.....	21
图表 46: 伟星新材 2018H1 各区域收入占比.....	21
图表 47: 伟星新材 2013-2018H1 各区域收入增速.....	21
图表 48: 核心市场、薄弱市场同步发力.....	22
图表 49: 防水行业产业格局.....	22
图表 50: 家装防水领域主要品牌.....	23
图表 51: 伟星 KALE 咖乐防水产品.....	23
图表 52: 家装防水施工工艺.....	24
图表 53: 咖乐防水星管家服务流程.....	24
图表 54: 咖乐防水天然推广优势: 渠道+服务建设.....	24
图表 55: 安内特前置过滤器产品参数.....	25
图表 56: 海绵城市建设示意图.....	26
图表 57: 常用材质天然气管道对比.....	26
图表 58: 天然气消费量增长迅速.....	27
图表 59: 天然气规划管线示意图.....	27
图表 60: 天然气输送网络示意图.....	28
图表 61: TOP10/20/100 房企销售面积占比.....	28
图表 62: 精装房占比逐年提升.....	28
图表 63: 地产集中度提升、精装修占比提高下房产工程业务拓展新契机.....	28
图表 64: 伟星新材分业务盈利拆分预测.....	29
图表 65: 伟星新材盈利预测表 (百万元).....	30
图表 66: 历史 PE (TTM) 区间.....	30
图表 67: 历史 PB 区间.....	30
图表 68: 可比公司估值.....	30
图表 69: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设 (百万元).....	31

1. 深耕管道，稳中求进

1.1. 家装管材龙头，控股股东实力雄厚

伟星新材成立于1999年，2010年于深交所上市。是国内PPR管道龙头企业，PPR管道市占率约7%。控股股东伟星集团成立于1976年，目前已逐步形成覆盖服装辅料、新型建材、房地产、水电产业、金融投资的产业布局。公司实际控制人为章卡鹏、张三云，系一致行动人，分别任职伟星集团董事长兼总裁、副董事长。

图表 1：公司控股股东为伟星集团



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

主要产品包括PPR/PE/PVC系列管道、及防水材料、前置净水器等，广泛应用于建筑内给排水、市政给排水、排污、燃气、采暖等领域。旗下有伟星管、ännette 安内特、KALE 咖乐三大品牌。

图表 2：伟星新材产品体系

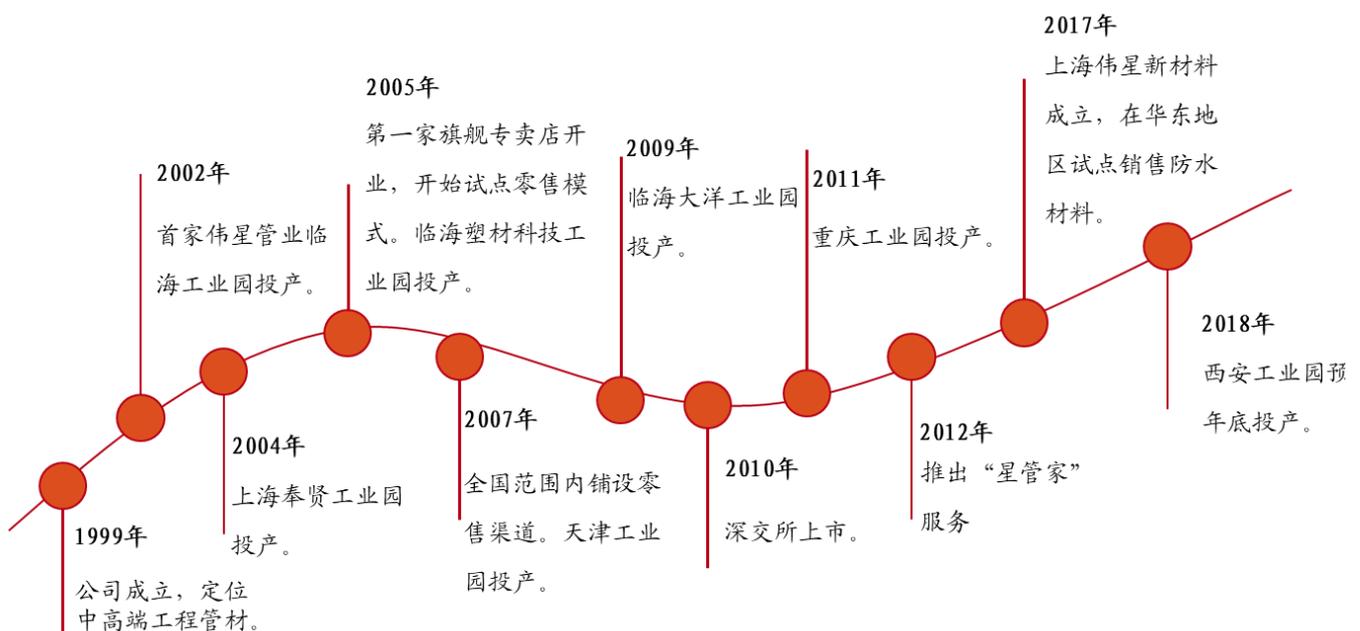
产品名称	示图	应用领域	产品名称	示图	应用领域
F-PPR 复合管		建筑冷热水管道	MF-PPR 管		建筑内给水管道系统
PPR-A1 复合管		户外抗老化管道，中央空调管道、高温散热片采暖	伟星 A+管		冷热水管道、食品加工、散热片采暖、地板辐射供暖、中央空调

HDPE 给水管		市政给水、农村给水	PE 铝塑燃气管		家用燃气管道
HDPE 双壁波纹管		市政和农村排水、排污	地板采暖用 PE-RT 管		低温地板辐射采暖
PE 燃气输送管		广泛应用于城市中低压燃气输送领域	PE-Xb 地暖管		建筑室内外冷热给水、地板采暖加热管道系统
PVC-U 排水管		建筑内排水、市政和农村排水排污	PVC-U 电工套管		电力护套
咖乐防水涂料		家装防水	前置过滤器		安装于家庭进水阀的前端过滤。

资料来源：公司公告，公司官网，东方财富证券研究所

公司在浙江、上海、天津、重庆、西安建有五大现代化生产基地。成立初期定位中高端工程管道企业，2005 年起开始试点零售模式并在全国范围内构建扁平化渠道体系。2012 年全面推出“星管家”服务；2016 年开始试点产品、施工“双质保”。17 年起开始实施“零售、工程双轮驱动”及“同心圆多元化”战略，在继续提升零售市占率的同时积极拓展工程业务，以 PPR 管材为核心，加快配套产品及新产品的推广力度。

图表 3：伟星新材发展大事记

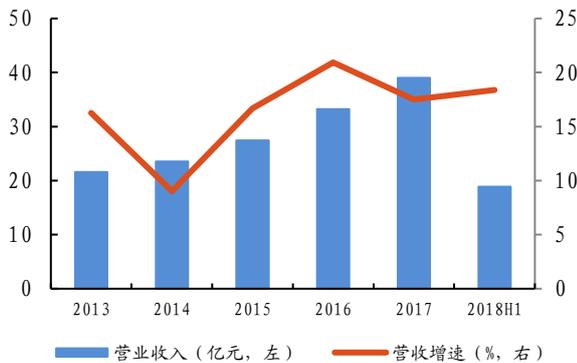


资料来源：公司公告，公司官网，东方财富证券研究所

1.2. 稳健发展，业绩持续增长

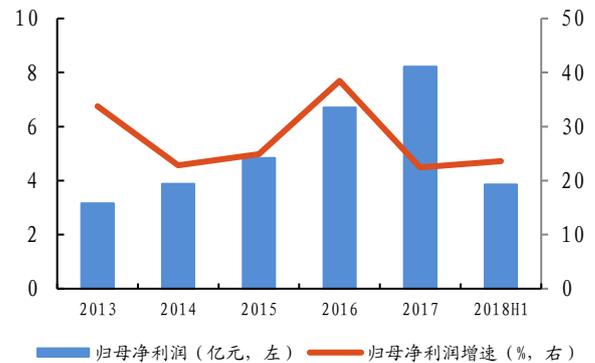
2013-2017 年营业收入 CAGR 为 15.96%，归母净利润 CAGR 为 27.00%。2018 年上半年实现营业收入 18.87 亿元，同比增长 18.39%；归母净利润 3.86 亿，同比增长 23.61%。公司秉承稳健发展的理念，业绩增长较为稳定。

图表 4：2013-2017 年营业收入 CAGR 15.96%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

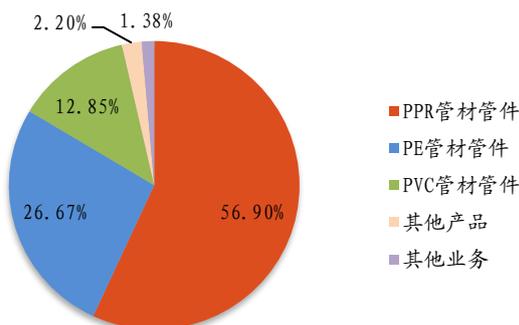
图表 5：2013-2017 归母净利润 CAGR 27.00%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

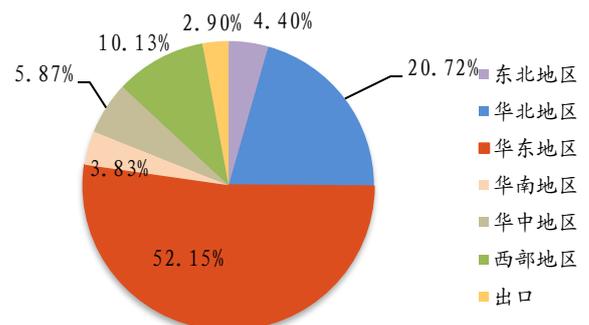
PPR 管材是公司的拳头产品，2018 年上半年贡献收入 10.74 亿元，占比 56.90%。但随着公司零售工程双轮驱动以及同心圆战略的推进，PE 管材及防水净水产品增长预计将加快。华东华北地区仍然是公司的核心市场，2018 年上半年营收占比 72.87%。公司在进一步提升核心市场市占率的同时，薄弱区域拓展也在加快，2018 年上半年华南、华中、西部地区收入增速分别为 50.82%/21.15%/26.99%。

图表 6：2018H1 PPR 管材管件营收占比 56.90%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

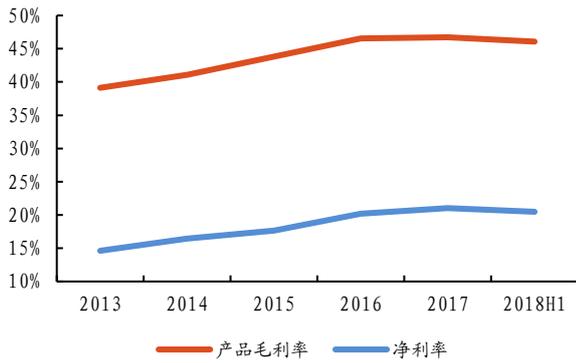
图表 7：2018H1 华东地区营收占比 52.15%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

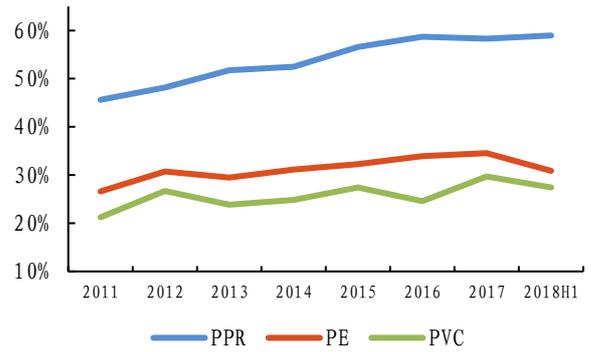
区别于工程类管道企业，公司 PPR 产品定位高端，服务模式完善，享有一定的品牌溢价。产品定价采用成本加成模式，成本传导顺畅，毛利、净利稳步提高。2018 年上半年综合毛利率、净利率分别为 46.06%、20.48%，PPPR 管材毛利率达到 58.97%，创历史新高。

图表 8：伟星新材综合毛利率、净利率稳步提高



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：2018H1 PPR 毛利率 58.97%，创历史新高



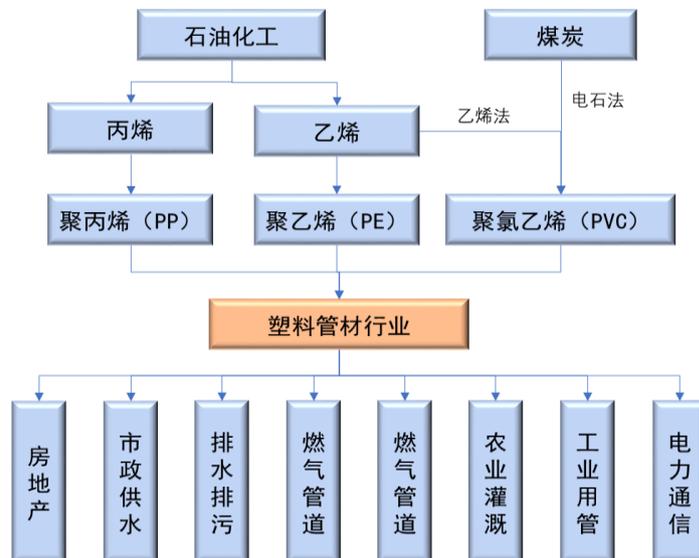
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 塑料管材市场增长稳定，行业集中度持续提升

2.1. 管材行业技术壁垒、资金壁垒较低

管材行业上游为石化行业，主要原材料为 PP、PE、PVC 等大宗商品。下游应用于房地产、市政给排水、燃气管道、石油化工、农业、电力通信等行业。

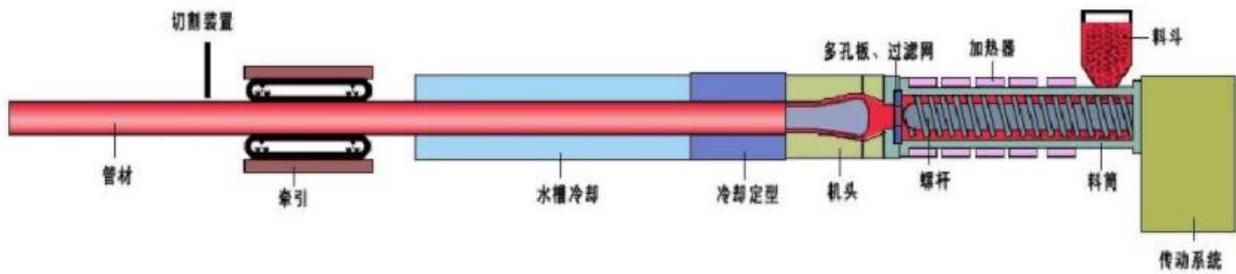
图表 10：管材行业产业链



资料来源：东方财富证券研究所

塑料管材行业壁垒不高。生产工艺为挤出工艺，借助螺杆和柱塞的挤压作用，使塑化均匀的塑料通过模口而成为具有恒定截面的连续制品。包括以下工艺流程：加料-螺杆旋转带动物料熔融塑化-机头模口挤出-定型冷却-牵引-切割。管材加工行业总体设备和技术投入较低，行业技术壁垒和资金壁垒不高。

图表 11：管材挤出工艺示意图

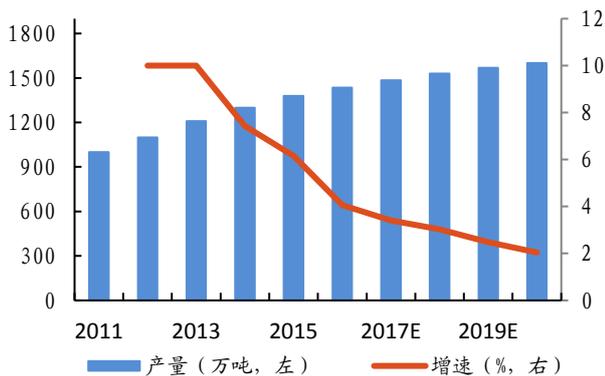


资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

2.2. 行业发展进入成熟期，体量增长稳定

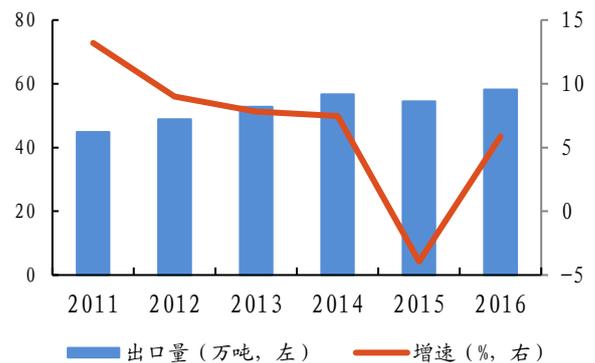
我国塑料管道行业规模持续增长。根据中国塑协数据，塑料管道总产量由 2010 年的 840.2 万吨，增长至 2016 年的 1436 万吨，CAGR 为 9.3%。根据《中国塑料管道行业“十三五”期间发展建议》，2016-2020 年，塑料管道生产量将保持 3% 左右的年增速，到 2020 年，预期全国塑料管道产量将达到 1600 万吨。

图表 12：塑料管材产量增速放缓



资料来源：中国塑协，东方财富证券研究所

图表 13：塑料管材出口量增长稳定



资料来源：中国塑协，东方财富证券研究所

2.3. PP 管材应用比例逐年提升，涉水管材应用广泛

目前应用最为广泛的塑料管道产品依次为 PVC、PP、PE 管道，PP 管材增速高于 PVC、PE 管材。根据产业信息网数据，2015 年占塑料管道总产量比重分别为 36%、28%、24%。受益家装用 PPR 管道市场空间急剧增长，PP 管材应用占比持续提升，由 2008 年的 10% 大幅提升至 2015 年的 28%。

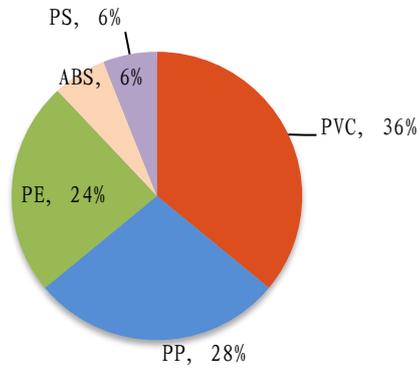
图表 14：PP、PE、PVC 管材特点及应用对比

管材类别	特点	适用领域
PE 管材	水力性能、机械强度、耐腐蚀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、市政供排水系统、腐蚀性化学品运输、气体输送等市政领域。

PVC 管材	能够抵抗大部分腐蚀性液体，强度和硬度较高。	市政领域应用较多：市政供排水、农业灌溉、污水系统、工业及化学品处理管道及电缆导管。
PP 管材	耐高、低温性能佳	主要用于家装冷热水供应系统

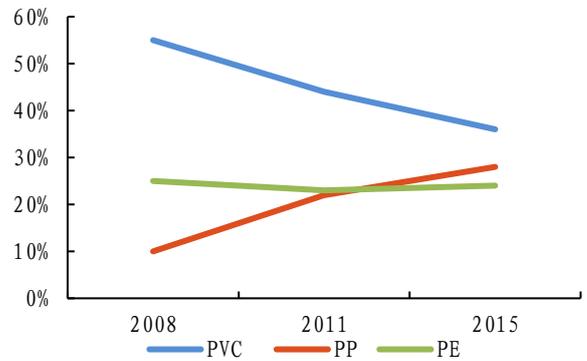
资料来源：东宏股份招股说明书，东方财富证券研究所

图表 15：2015 年塑料管材主要品种占比



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

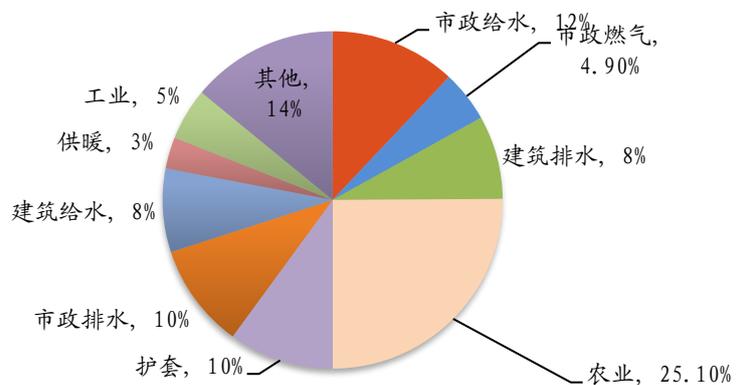
图表 16：PP 管材收入占比逐渐提升



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

目前塑料管道的主要应用领域集中在建筑给排水、市政给排水以及农业用管领域，2016 年累计占到塑料管材总用量的 63.1%。PP 管材基于良好的耐高低温性能，广泛应用于建筑内冷热水供给。PVC 和 PE 管材基于较佳的力学性能，广泛应用于市政给水、市政及建筑排水、农业用管等领域。

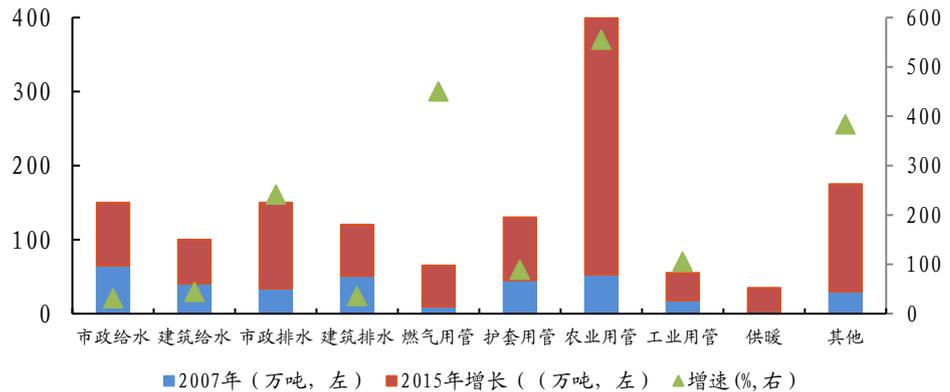
图表 17：2016 年塑料管材应用领域占比



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

从管材应用领域变化来看，增长速度最快的领域为农业、燃气、市政排水、工业用管。2015 年用量相比 2007 年分别提高了 5.5/4.5/2.4/1.0 倍。

图表 18：2007/2015 塑料管材主要应用领域变化



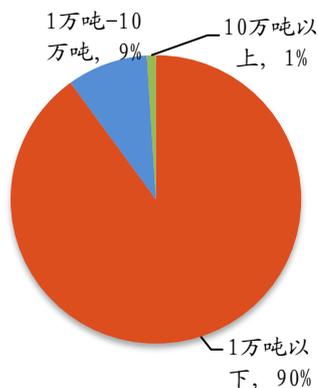
资料来源：卓创资讯，东方财富证券研究所

2.4. 行业集中度稳步提升

目前行业内仍以产能较低的小型企业为主。当前国内塑料管道规模生产企业约 3000 家以上，其中年产能 1 万吨以上的企业约为 300 家，占比 10%。年产能超过 10 万吨的企业仅有约 20 家，占比不到 1%。

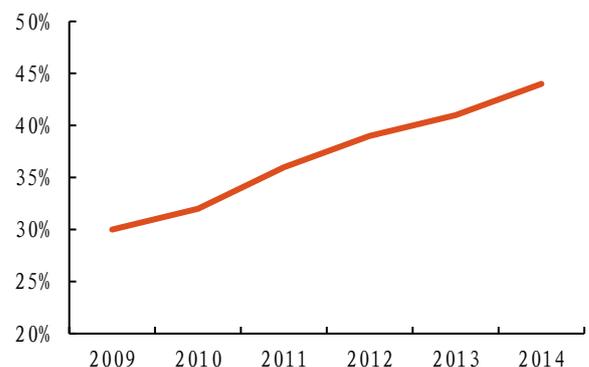
近年来，规模品牌企业兼并扩张进程加快，企业生产规模进一步扩大；同时部分小企业“兼、停、并、转、破”，产能增速放缓。行业集中度明显提升，但仍然偏低，根据智研咨询数据，2014 年全行业 CR20 提升至 44%。2015 年行业产能利用率不足 46%，产能利用率依然偏低，行业集中度仍有较大提升空间。

图表 19：管材行业规模分布



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

图表 20：管材行业 CR20 逐步提升



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

3. 差异化战略定位，盈利稳健

3.1. 聚焦零售，稳健增长，平滑周期波动

成立之初定位工程业务。公司成立初期，正值塑料管道行业快速发展阶段，质轻、性能优越的塑料管道加速对传统管道（钢筋混凝土管、铸铁管）的替代，在建筑内给排水、市政公用工程领域内应用进展很快。行业内发展较早、规模较大企业多以发展工程业务为主，零售市场多以中小企业为主。伟星最初同样着力发展工程业务，定位中高端产品。

图表 21：工程、零售业务特征对比

	工程业务	零售业务
客户群体	政府采购、自来水公司、燃气公司、地产商、大型装修公司	中小装修公司、水工、终端消费者
产品	市政用 PE 管道、PVC 管道，地产商采购 PPR 管道	家装 PPR 管道及部分 PVC 线管
定价权	下游客户议价能力较高	享有一定定价权，消费者会根据品牌、服务给予一定溢价
定价模式	成本加成，一单一价	终端产品价格维持稳定，成本变动幅度较大时会予以调整
毛利率	低	高
订单金额	一般较大	较小
账期	长，周转慢	短，现金流较好
竞争优势	规模、品牌	品牌、渠道、服务

资料来源：东方财富证券研究所

转型零售业务。工程市场产品同质化严重，市场竞争激烈，毛利率低，账期长，且公司高端品牌定位在早期工程业务拓展中并不占优势。公司 2004 年起开始启动扁平化零售渠道建设，发展重点由工程端转向零售业务，重点推进家装 PPR 管道销售。目前已经形成 30 余家销售分公司，1000 余家一级经销商，24000 余家经销网点的销售网络。

图表 22：公司成立至今经营策略变化

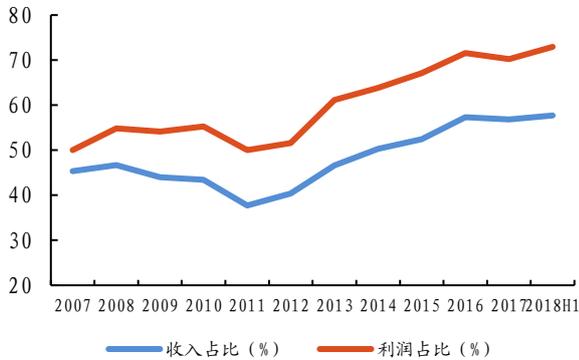


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

零售业务定价权明显，毛利持续提升。经过多年在零售领域的积淀，自 11

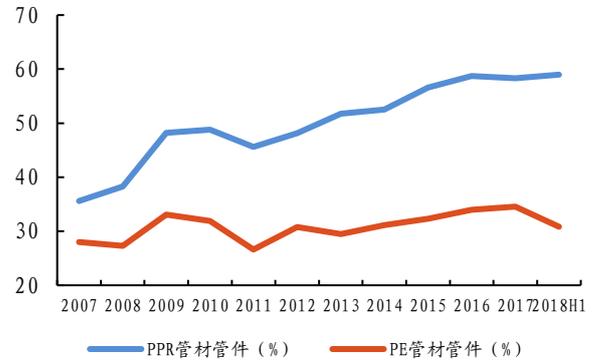
年起，PPR 管材营收利润占比大幅提升，截至 2018H1，营收、毛利占比分别为 57.70%、72.94%。零售业务毛利率明显高于工程业务，且提升速度较快，2018H1 PPR 管材毛利率 58.97%，远高于 PE 管材毛利率（2018H1 为 30.86%）。

图表 23: PPR 管材收入、利润占比逐年提高



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

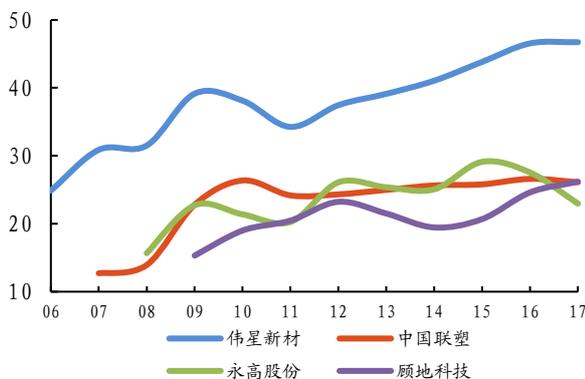
图表 24: PPR 管材毛利率较高



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

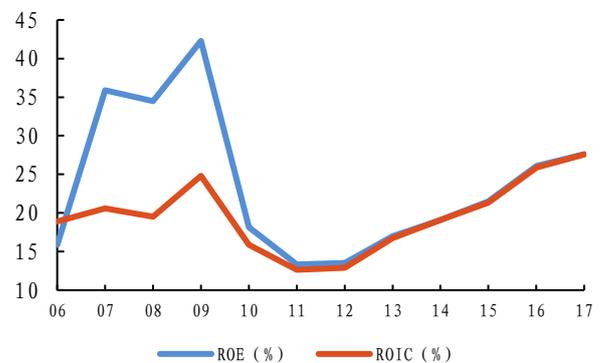
盈利能力稳定，抗周期波动能力较强。横向对比其他工程类管道企业，伟星新材毛利率水平显著较高。纵向来看，公司全面铺开零售业务后，盈利波动性大幅降低，ROE/ROIC 稳步提升。

图表 25: 伟星新材毛利率明显高于工程类管材企业



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

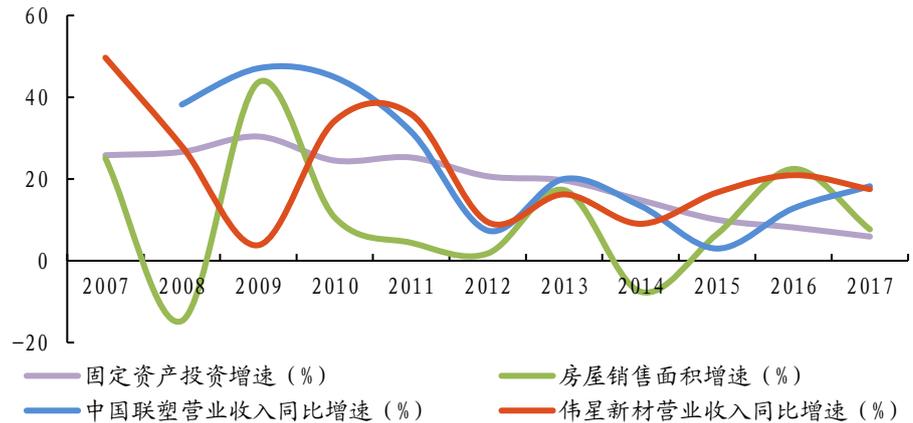
图表 26: 零售业务全面铺开 after, 盈利能力稳步提升



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

塑料管材行业收入水平受需求波动影响较大，收入增速与房屋销售面积增速相关度较高。公司零售业务全面铺开 after，市场份额持续提升，一定程度上平滑了需求波动对营收的影响。12 年起，伟星新材营收增速波动明显弱于工程类代表企业中国联塑，13-17 年平均营收增速为 16.1%，增长稳定。且家装管材行业集中度较低，公司作为国内 PPR 管材龙头，市占率当前约 7%，仍有较大提升空间。

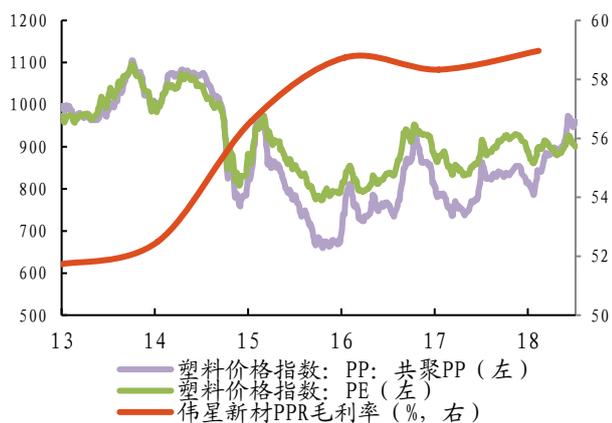
图表 27: 营收抗地产周期波动能力显著提高



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

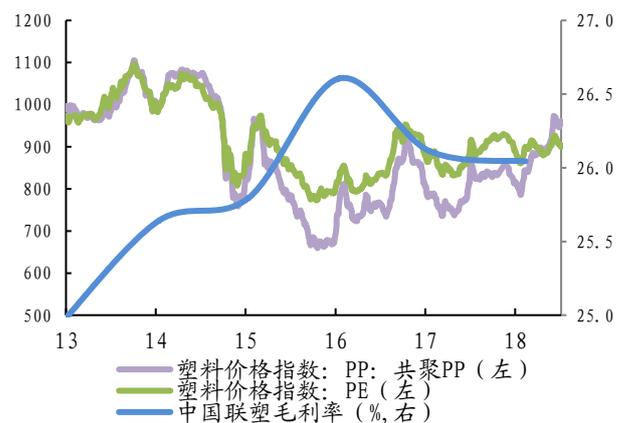
16 年以来, 受油价上行影响, 主要原材料 PP、PE、PVC 价格均有所上涨, 塑料管材企业普遍成本承压。公司充分发挥品牌优势, 定价权逐步凸显, 毛利率逆势持续上涨, 18 年上半年 PPR 毛利率达到 58.97%, 创历史新高。而工程类企业自身议价能力较弱, 且产品提价有一定滞后, 毛利受成本压制更为明显。

图表 28: 伟星新材毛利率抗成本波动能力较强



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 29: 中国联塑毛利率与成本波动对照



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

3.2. 品牌、服务、渠道优势突出, 竞争力强悍

3.2.1. 定位高端, 享品牌溢价

公司品牌定位“健康、可靠、喜悦”, 在研发和产品品质控制方面持续加大投入, 原材料选购把控严格, 产品品质较高, 定位高端。家装水管在装修费用中占比较低, 100 平米住房冷热水管费用约 1000-2000 元, 消费者对水管的价格敏感度较低, 有意愿承担部分品牌溢价。除个别外资品牌外, 伟星 PPR 管道价格显著高于竞争对手。按照一厨一卫需 45 根水管计算, 全部采用伟星 4.2 壁厚 6 分管, 造价为 2025 元, 金牛为 1384 元, 公元为 1172 元。较高的品牌溢价及品牌认可度带来的市占率提升, 双双增厚盈利。

图表 30：不同品牌 PPR 水管零售价对比（元/米）

	4 分管（20*3.4 壁厚）	6 分管（25*4.2 壁厚）
伟星	29	45
金牛	21.53	30.76
公元	16.97	26.05
联塑	10.24	16.12
上海白蝶	7.5	9.4
德国微法	42.36	49.6
皮尔萨	20.3	25.2

资料来源：天猫，东方财富证券研究所

公司品牌深入人心离不开多年的品牌推广。根据 2018 中国品牌价值排行榜，公司品牌价值为 52.06 亿元，位居全国建材行业第六位。

图表 31：特邀张国立先生作为公司形象代言人



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.2.2. 渠道扁平化，经销商粘性极高

渠道扁平化，经销商掌控力度高。公司营销渠道主要包括两条路线，**直营**：在一二线城市核心区域设立直营网点，新产品推广、新政策实施先在直营网点试行，直营市场作为以公司为主导的样板市场，带动经销商业务增长。**经销**：分销体系不超三级，设立 30 多家销售分公司，加强经销商管理，经销商掌控力较高。经销网点每年净增 1000 家左右，目前总计约 24000 家。

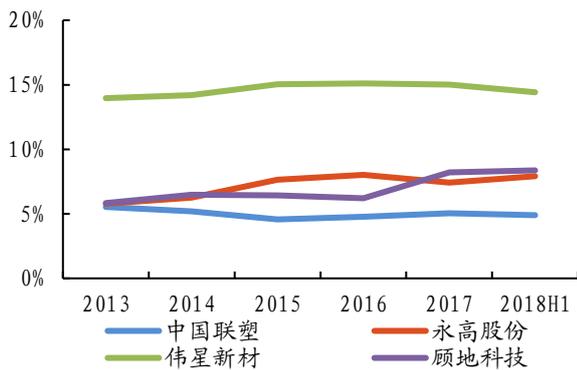
图表 32：伟星新材扁平化渠道体系



资料来源：东方财富证券研究所

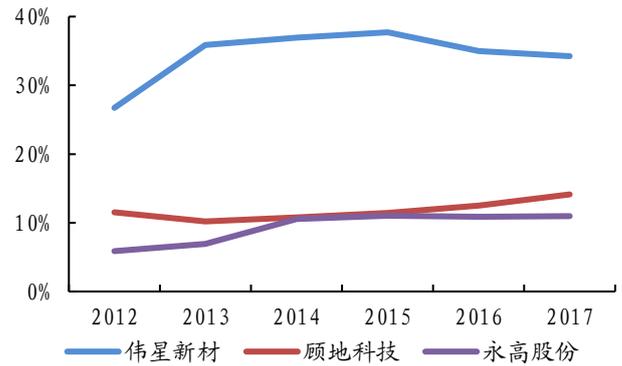
让利经销商，经销商粘性极高。公司采取以销定产的销售模式，要求一级经销商专营伟星产品，分销网点不做要求。对于伟星专营店会给予政策支持，逐步转化竞争对手份额。实行严格的市场管理机制，确保代理商利润行业中高水平以上，经销商粘性极高。

图表 33: 伟星新材销售费用率远高于同行



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 34: 伟星新材销售人员数量占比较高



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

销售费用投入高于同行。近年来公司在经销网络铺设上的投入由销售费用水平可见一斑，远高于同行业其他企业。

3.2.3. “星管家” + “双质保”，服务优势难被超越

管道工程是家庭装修中典型的隐蔽工程，如果发生质量问题，需重新返工和覆盖，造成较大损失，故安装施工和验收服务尤为重要。

率先推出“星管家”三免一告知服务。伟星 2012 年推出“星管家”服务，消费者在当地门店购买伟星管并安装完毕后，可预约“星管家”上门验收，享受免费产品真伪查询、免费专业水压测试、免费拍摄管路走向图、告知使用注意事项等系统服务。

图表 35: “星管家”三免一告知服务



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

图表 36: 管道装修常见问题及解决方案

常见问题	原因	星管家解决方案
管道渗漏	管道划伤损坏或管件接头处密封不良	免费专业水压测试，管道系统检测。
水管爆裂	水管质量低劣；接头处强度不够；安装不当	免费产品真伪鉴定，现场演示鉴别方法。 免费专业水压测试。
安装不当造成潜在威胁	走线、埋藏方式不当；固定方式不当	免费管道系统检测。
使用中水管损坏漏水	使用不当造成水管损坏漏水	告知后期使用注意事项，开具质保卡。免费拍摄管路走向图，方便日后管路改造。

资料来源：东方财富证券研究所

“星管家”自推出后，逐步成为业内标杆，成为竞争对手模仿对象。日丰推出“安全卫士”，金牛推出“金牌服务”，服务性质与“星管家”类似。是否意味着伟星建立起来的服务优势弱化了呢？我们认为不尽然。一是，长期完善的服务进一步提升了伟星品牌影响力，消费者品牌认可度较高，竞争对手短期内难以追平；二是，“星管家”推出时间较长，已经摸索出完善的运营体系，组建了完善的服务团队，消费者体验更好。竞争对手服务若较好落地，需投入大量资金和人力。

图表 37: 日丰、金牛推出类似“星管家”服务



资料来源：日丰官网，金牛官网，东方财富证券研究所

推出“双质保”，增加竞争对手复制难度，扩大服务优势。2016年推出“双质保”服务，经过伟星培训认证的水电工施工，公司会提供产品+服务双质保。推出“双质保”旨在进一步完善星管家体系，提升消费者体验，使竞争对手难以复制。我们认为“双质保”的顺利推广，归根结底依托于完善的扁平化经销体系，由水工、经销商自下而上的推广。另外，推出双质保对公司资金和人员配备要求较高，竞争对手复制难度大。

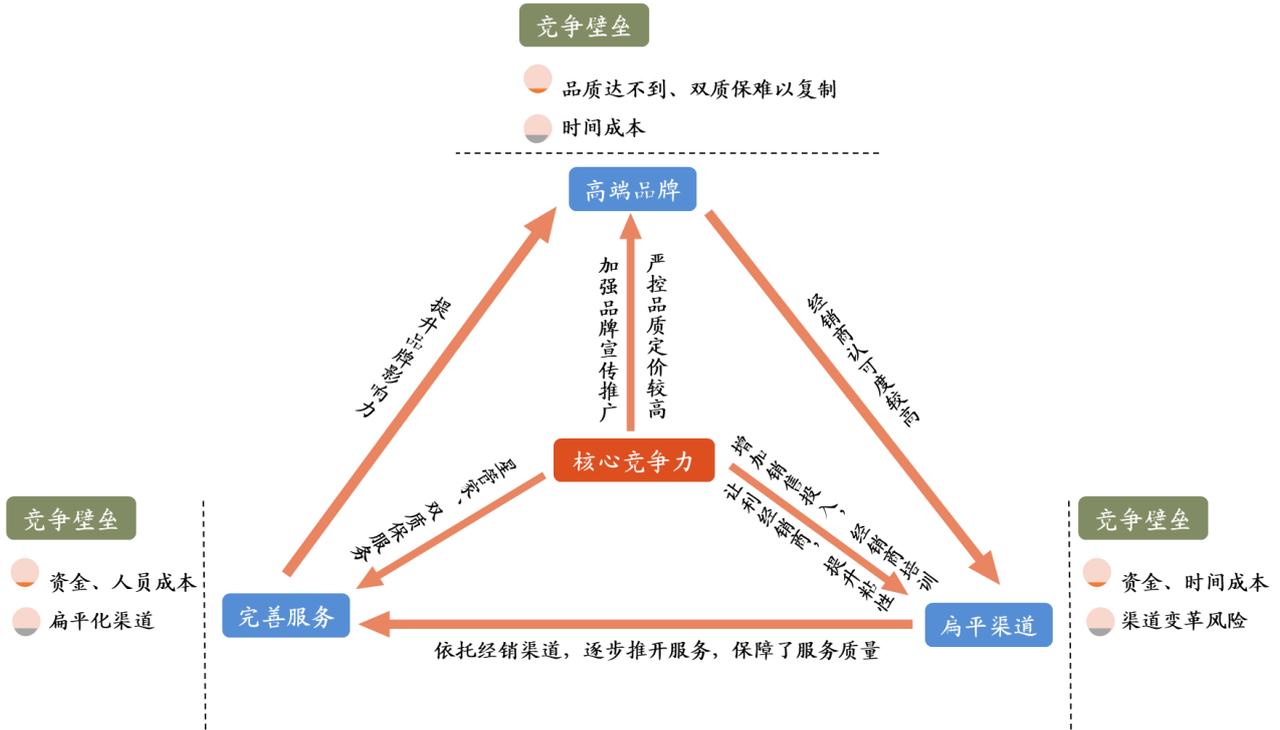
图表 38: “星管家”升级至“双质保”

常见问题	星管家	双质保
服务内容	验收服务+产品质保	产品+服务双质保

消费者体验	验收服务为消费者提供了安全保障	产品+施工双质保，免去消费者后顾之忧，消费体验更好
经销商体验	服务完善，品牌较好，推广较为容易	进一步完善品牌，免去后顾之忧
公司影响	完善品牌，扩大竞争优势	进一步扩大竞争壁垒，竞争对手难以复制

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 39：伟星新材核心竞争体系

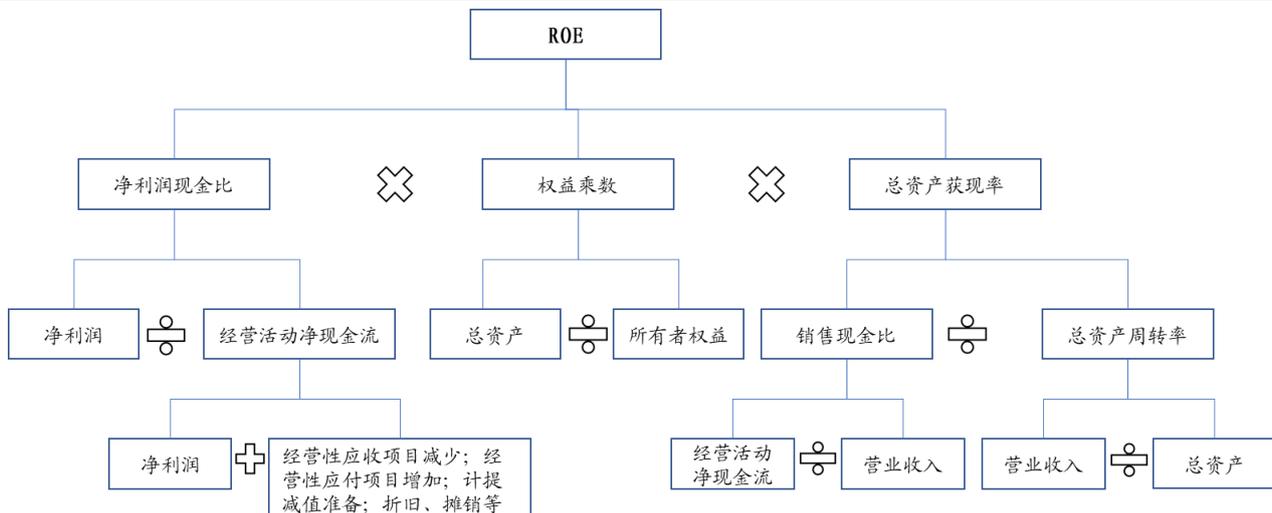


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.3. 稳中求进，财务结构稳健

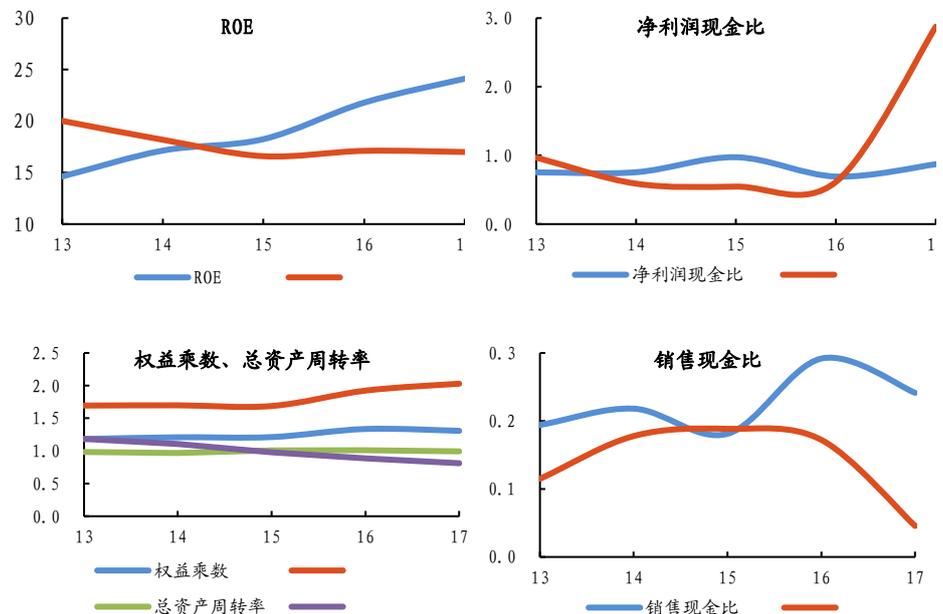
公司 ROE 自 15 年起持续领先中国联塑，从考虑现金流后的杜邦分析来看，公司净利润现金比、权益乘数、总资产周转率并无明显优势，但销售现金比大幅高于中国联塑，优异的现金流表现带动 ROE 表现靓丽。

图表 40：考虑现金流的杜邦分析



资料来源：东方财富证券研究所

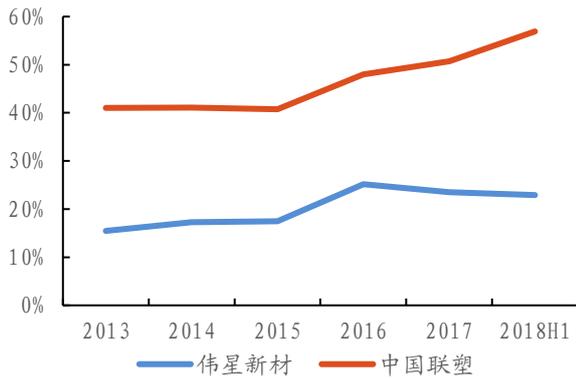
图表 41：伟星新材现金流水平显著优于中国联塑，贡献 ROE



资料来源：choice，东方财富证券研究所

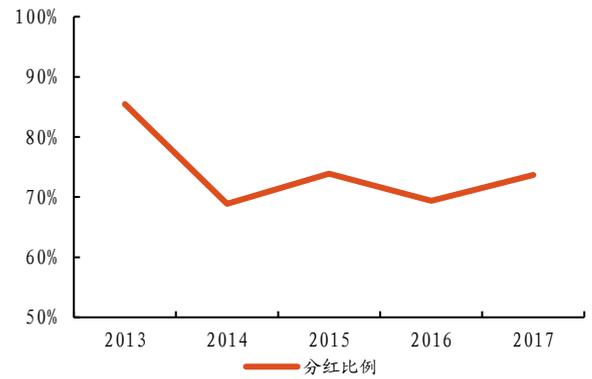
公司 2013-2018 年平均资产负债率为 20%，较以工程业务为主的管材企业负债水平偏低，资本结构稳健。近年来分红比例持续维持较高水平，17 年分红率为 73.67%，分红总额高达 6.05 亿元。

图表 42: 2013-2018 年平均资产负债率为 20%



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 43: 伟星新材近 5 年平均分红比例为 74%



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

4. 零售驱动: 市占率提升+同心圆产业链拓展

4.1. 新房+重装市场双重发力, 需求仍有支撑

我们以商品房销售面积表征当年新装房总面积 (实际新装房除商品房外, 还包括经济适用房、房改房、安置房等, 但比例较低), 按照单套房平均面积 90 平方米计算。根据管材产品品牌不同, 单套房管材费用约 1000-2000 元, 考虑到市场高端品牌占比较低, 客单价按照 1200 元进行估算。估算得到 2017 年新房家装管材市场空间约为 226 亿元。

住宅的装修周期约为 8-12 年, 我们取后推 8-12 年所得年份的平均销售面积作为当前年份重装修需求面积, 重装管道更换比率按照 70% 计算。同样按照单套房平均面积 90 平方米, 单套客单价 1200 元进行估算, 得到 2017 年重装家装管材市场规模约 66 亿元。

图表 44: 家装管材市场规模测算

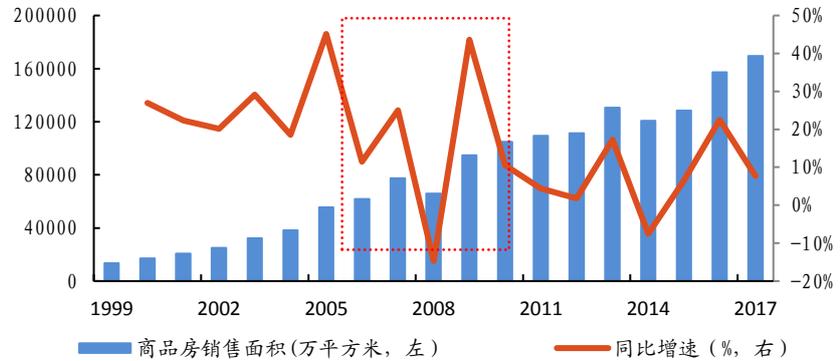
年份	新房销售面积 (万平)	新房折算套数	新装市场空间 (亿元)	重装需求面积 (万平)	重装房折算套数	重装市场空间 (亿元)	合计市场空间 (亿元)	合计增速	重装市场占比
2013	130550.59	1450.56	174.07	34342.72	381.59	32.05	206.12		15.55%
2014	120648.54	1340.54	160.86	42558.29	472.87	39.72	200.59	-2.69%	19.80%
2015	128494.97	1427.72	171.33	53035.38	589.28	49.50	220.83	10.09%	22.42%
2016	157348.53	1748.32	209.80	59779.90	664.22	55.79	265.59	20.27%	21.01%
2017	169407.82	1882.31	225.88	71084.57	789.83	66.35	292.22	10.03%	22.70%

资料来源: choice, 东方财富证券研究所

估算 2017 年家装管材市场总体规模约 292 亿, 且近五年市场空间平稳增长, CAGR 为 9.1%。其中, 重装修市场占比由 2013 年 15.6% 提升至 2017 年的 22.7%。

08年四万亿计划后，房屋销售面积增速加快，反映到现在正值重装修需求集中释放期，预计重装修市场占比仍将提升。新房销售不断崖式下滑的情况下，预计家装管材市场需求稳定。

图表 45：二次装修需求进入快速增长期

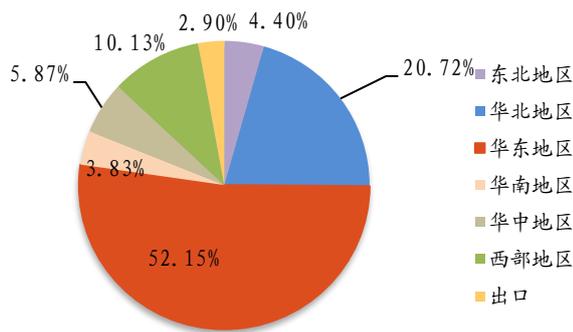


资料来源：choice，东方财富证券研究所

4.2. 深耕核心区域，拓展薄弱区域，市占率提升空间大

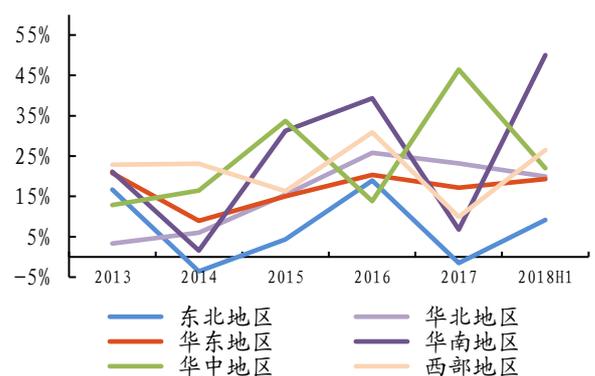
管材产品由于管径大，占用空间较大，具有一定运输半径。目前塑料管道行业功能聚集区主要集中在沿海经济发达区域，以广东、浙江、山东、河北四省份为主，产能占到全国总产能的接近一半。伟星新材核心市场以华东、华北市场为主，2018上半年收入占比达到72.87%。全国市占率约为7%，其中核心市场市占率更高。

图表 46：伟星新材 2018H1 各区域收入占比



资料来源：choice，东方财富证券研究所

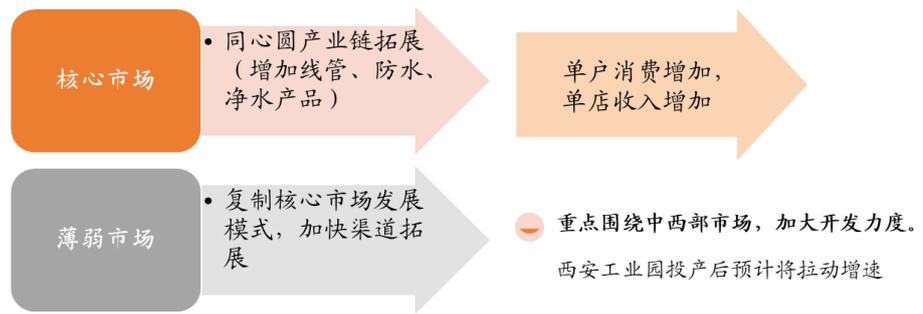
图表 47：伟星新材 2013-2018H1 各区域收入增速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

预计公司市占率仍有较大提升空间，一：核心市场通过拓展产品品类，加大防水、净水、PVC 管的销售力度，从而提高客单价，增加单店收入。二：在薄弱市场复制核心市场发展模式，加快渠道拓展，配套产能建设（西安工业园预计年底投产），挤占竞争对手市场份额。

图表 48：核心市场、薄弱市场同步发力



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.3. 同心圆产业链拓展顺利，客单价提升

4.3.1. 纵向拓展：防水、净水新产品试点顺利

防水材料行业集中度低，市场空间大。

与管材行业类似，防水行业也属于“大行业、小企业”，生产企业多达 5000 多家，行业集中度低，CR10 不到 10%。多数厂家规模较小，且行业内大部分企业定位以工程业务为主，高端家装防水产品和施工服务有效供给不足，目前主流家装防水品牌以外资品牌为主，主要有德高、汉高、西卡、马贝等。

图表 49：防水行业产业格局

企业梯队	数量、规模	特点
 <p>行业龙头</p>	产品品类齐全，全国布局，市场占有率约 5%。	产品高端，品牌优势明显。
 <p>领先企业</p>	收入规模 10-20 亿元，具有多个生产基地，市场占有率约 1%。	具备一定品牌吸引力。
 <p>具有生产许可证中小企业</p>	1500 余家，其中销售收入 2000 万元以上企业 400 余家。	产能利用率较低。
 <p>小工厂、作坊</p>	数以千计，产值约占行业总产值的一半。	工艺落后，质量低劣，环保不达标。

资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

综合考量主流企业防水产品价格和用量，我们估计，单桶（约 15-18kg）零售均价约 300 元，单套房平均用量约 4 桶，单套房施工费用约 1000 元。按照前述新装和重装房屋面积，2017 年新装和重装室内防水材料及施工市场规模约为 588 亿元。2017 年行业龙头东方雨虹防水材料市场占有率仅约 5%，行业集中度较低。

图表 50: 家装防水领域主要品牌

企业	防水产品品牌	公司简介
伟星新材	咖乐防水	2017年6月推出咖乐防水涂料产品，目前已在全国大部分城市完成布点，试点城市客户反响较好。
东方雨虹	雨虹防水	东方雨虹成立于1998年3月，现已发展成为一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业。
德高	Davco/德高	创建于1998年，是全球著名的干砂浆领导公司—法国PAREX集团在中国设立的全资企业。已成为中国特种干砂浆行业领导者之一。
汉高	Pattex/百得	德国汉高集团旗下最有力的品牌。涉及世界48个国家，拥有14个品类，2700个左右的产品，正逐步成为民用粘合剂领域的首选品牌。
西卡	Sika/西卡	活跃于建筑和工业两大业务领域。密封、粘接、消声、结构加固和保护材料在全球市场居领先地位。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

伟星咖乐防水渠道和服务优势显著

2017年初，公司与5位核心经销商共同出资设立防水子公司，定位高端家装防水产品，2017年6月推出咖乐防水涂料产品。

图表 51: 伟星 KALE 咖乐防水产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

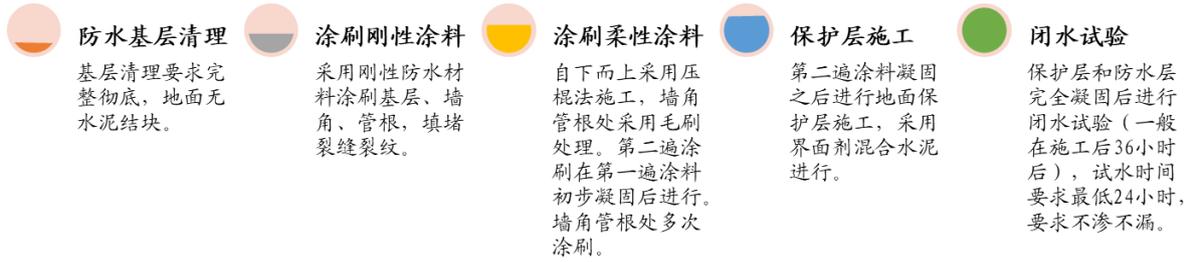
咖乐防水天然优势一：充分依托现有渠道。防水工程处于家装中管道工程的下道工序，同属家装隐蔽工程，产品+服务的销售模式具有一定相似性，对应的客户群体均为终端消费者。产品推广可完全基于现有渠道体系进行推开，相比竞争对手重新搭建零售体系所需的时间和资金大为压缩。目前已经形成30余家销售分公司，1000余家一级经销商，24000余家经销网点的销售网络。防水产品已在华东市场全面铺开，后期增速预计将加快。

咖乐防水天然优势二：“星管家”服务优势延伸至防水领域

防水产品“三分靠材料，七分靠施工”。由于防水产品是典型的后验产品，通常需要较长时间才能验证产品的质量和性能，一旦施工出现问题，对业主生

活影响较大且后续维修成本较高，施工是防水工程中的关键环节。

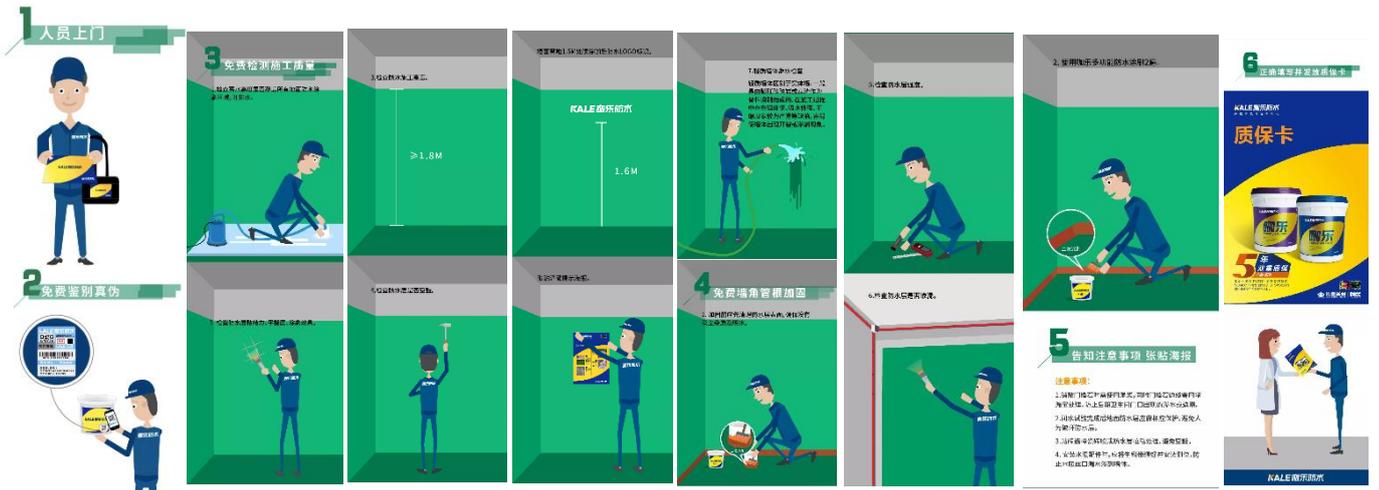
图表 52: 家装防水施工工艺



资料来源：东方财富证券研究所

咖乐防水采取产品+施工服务的模式，由公司施工团队上门服务，“星管家”团队提供“三免一告知”验收服务，验收通过后提供 5 年产品+服务双质保，全程保障施工质量，免除用户后顾之忧。

图表 53: 咖乐防水星管家服务流程



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 54: 咖乐防水天然推广优势：渠道+服务建设

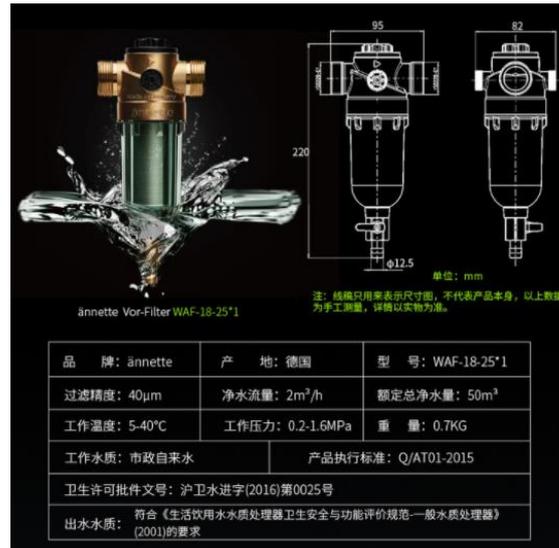
企业	伟星新材
核心市场	华东、华北
零售布局	依托管材现有渠道铺开，现有经销网点约 24000 家。
施工服务	提供施工服务，“星管家”三免一告知验收服务，并提供 5 年产品+服务双质保。成立“星工会”，加强施工人员培训管理。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

推出净水产品，产品线进一步扩充

公司 2016 年起推出“安内特”品牌前置过滤器，用于家庭进水阀的前端，可与公司的管道产品配套销售。内置高精度滤网，有效过滤颗粒物、悬浮物、石棉纤维等杂质，保护水龙头及涉水电器。目前前置过滤器在中国市场普及率较低，市场空间较广。

图表 55: 安内特前置过滤器产品参数



资料来源: 公司官网, 东方财富证券研究所

4.3.2. 横向拓展: 配套 PVC 管销售增加

以 PPR 管材为核心, 加大配套 PVC 管材销售力度, 客单价进一步提升。以 PVC 管材为例, 原来用在工程领域较多, 今年加快家装领域销售, 零售、工程应用比例约为 8:2, 均价有一定提升。同时公司加大 PVC 管材自产比例, 当前自产比例约 25%, 计划提升至 30%以上。毛利率大幅提升, 2018H1 毛利率达到 27.46%, 同比提升 3.9pct。

5. 工程驱动: 市政、燃气、房产三线并进

5.1. 市政工程需求空间大

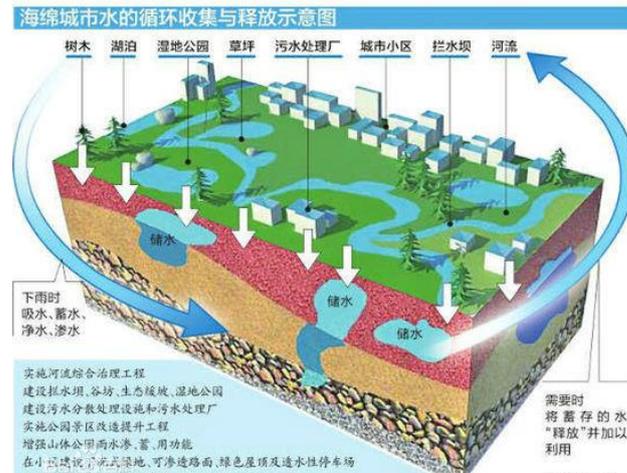
近年来, 国家接连发布数项重大工程项目(海绵城市、地下管网、水十条等), 加强城市内涝治理、地下管道改造, 加强城市排水排污功能等, 促进了塑料管道(主要为 PE、PVC 排水、排污管道)需求的大幅增长。

海绵城市

海绵城市是指通过加强城市规划建设管理, 发挥建筑、道路和绿地、水系等生态系统对雨水的吸纳、蓄渗和缓释作用, 将 70%的降雨就地消纳和利用。海绵城市系统工程主要由低影响开发雨水系统、城市雨水管渠系统及超标雨水径流排放系统构成, 其中雨水收集模块、蓄水装置、塑料检查井等模块大量采用了塑料管道产品。

根据海绵城市建设指导意见, 2020 年, 城市建成区 20%以上的面积需达到目标要求, 2030 年要求提高至 80%。据住建部统计数据显示, 海绵城市建设每平方公里投资约为 1 亿元至 1.5 亿元, 2020 年, 全国 658 个城市建成区 20%以上面积达到要求, 年投资总额将超过 4000 亿元; 80%以上面积达到目标, 需要资金约 16000 亿元。项目建设体量巨大, 将大大带动市政塑料管道需求增长。

图表 56: 海绵城市建设示意图



资料来源：百度，东方财富证券研究所

城市管网

城市地下管线是指城市供水、排水、燃气、热力、电力、通信等管线设施。2014 年国务院办公厅印发《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，提出 5 年时间完成城市地下老旧管网改造，10 年建成城市地下管线体系。2016 年开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上，极大的带动了塑料管道在地下管线中的应用。

水十条

2015 年 4 月，国务院正式发布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）。要求全面加强水环境治理配套管网建设，加快实施雨污分流改造，对使用超过 50 年和材质落后的供水管网进行全面更新改造。要求到 2020 年全国公共供水管网漏损率控制在 10% 以内。城镇老旧供水管网改造，推动了市政给排水、排污管道需求量增加。

5.2. 入选 G5+，燃气管道增速加快

PE 燃气管较传统钢管综合性能更为优越。PE 燃气管道相比于传统的钢管，耐腐蚀、耐老化、抗挠性能好，连接采取电熔方式，接口强度较高，使用寿命长（50 年以上），远高于钢管（约 18 年左右），安装费用较钢管低约 50%，综合性价比更高。近年来发展速度较快，广泛用于中低压燃气输送管道，在支线管道中应用较多。

图表 57: 常用材质天然气管道对比

材质	无缝钢管	焊接钢管	PE 管	铝塑复合管	薄壁不锈钢管
适用温度	-20-100℃	-20-100℃	-20-40℃	-20-60℃	-20-100℃
压力	小于 27.5MPa	小于 10MPa	小于 0.7MPa	小于 0.4MPa	小于 0.4MPa
优点	截面形式多样，力学性能较好，受力均匀，稳定性好。	壁厚均匀，残余应力低，焊缝强度高，一致性好。	连接可靠，抗应力开裂性好，耐腐蚀，耐老化，寿命长（50 年左右），阻力小，施工方便。	卫生性能突出，寿命长，施工简便。	卫生环保，使用寿命长（30 年以上），维护方便、施工简便。

缺点	壁厚不均，具有残余应力，表面光洁度差，口径较小。	焊缝易撕裂。	温度敏感，需埋地使用。	抗氧化性、接口可靠性不足。	防腐、防雷、防静电性能不佳。
连接方式	焊接或法兰连接	焊接或法兰连接	电热熔方式	搭接焊式	氩弧焊式、卡套式、卡压式等
使用条件	中低压和小口径管道	压力较大、口径较大管道	中低压管道	室内燃气管道	室内燃气管道

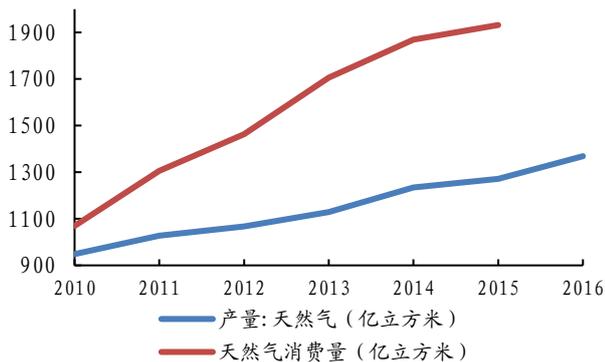
资料来源：知网，东方财富证券

（注：PE 管材在-20-20℃时，压力折减系数为 1，20-30℃时为 0.9，30-40℃时为 0.76）

我国近年来天然气消费量增长迅速，2010-2015 年天然气消费量 CAGR 为 12.6%，天然气产量 CAGR 为 6.5%，2015 年全国天然气表观消费量达 1931 亿立方米。2015 年底，全国干线管道总里程已达 6.4 万公里。

根据《天然气发展十三五规划》，我国管道天然气输送量将持续增长，2020 年干线输气能力将超过 4000 亿立方米/年。要求新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，CAGR 为 10.2%。

图表 58：天然气消费量增长迅速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 59：天然气规划管线示意图

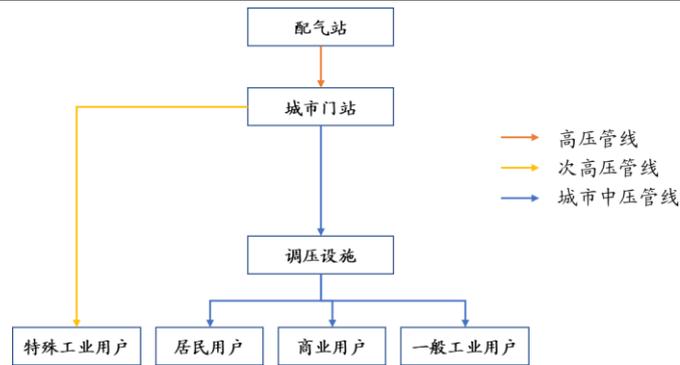


资料来源：中国塑协，东方财富证券研究所

“煤改气”工程引爆天然气需求增长。2017 年 12 月，发改委、能源局等十部委共同发布《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》及北方重点地区冬季清洁供暖“煤改气”气源保障总体方案，天然气供暖面积预期将快速增长。2016 年底，北方地区天然气供暖面积约 22 亿平方米，占总取暖面积的 11%，占清洁取暖面积的 63%。规划到 2019 年，北方地区清洁取暖率达到 50%，2021 年达到 70%。假设建筑取暖总面积以及天然气供暖占清洁取暖比例不变，天然气供暖面积 2019/2010 年需达到 64.7/90.6 亿平方米，较 2016 年底增长 194.1%/311.7%。

目前天然气输送管道建设尚存在短板，为确保有效的天然气供给，规划 2017-2021 年新增 8 条主干管道，新增供应能力约 750 亿立方米/年，增幅约 80%，CAGR 为 12.5%。新增支线管道里程 4300 公里，增幅约 30%，CAGR 为 5.4%。

图表 60: 天然气输送网络示意图



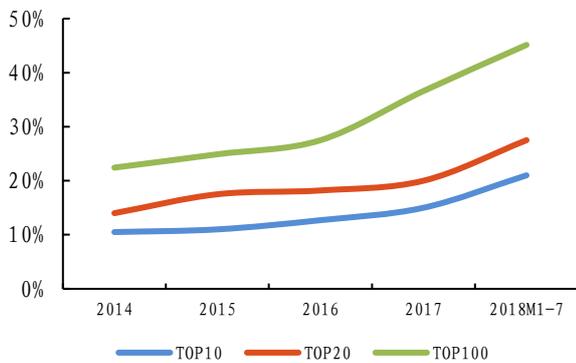
资料来源: 东方财富证券研究所

燃气管道管件产品占比预计将提升。目前 PE 管道中燃气管道占比约 30%，17 年上半年起公司燃气管件入选 G5+（燃气企业聚乙烯（PE）输配系统质量控制合作小组），预计燃气管道增速将加快。另外，公司计划加快管件销售，管件技术难度更高，议价能力更强，毛利仍有上升空间。

5.3. 房产工程业务重新出发

地产集中度提升、精装房占比提高趋势下，地产商对高端品牌管材需求增加，与公司产品定位更趋一致。公司品牌、服务优势更为突出，竞争优势明显。成立房产工程事业部，针对不同房产公司客户进行独立考核，积极推进大地产商战略合作，预计未来增速将加快。

图表 61: TOP10/20/100 房企销售面积占比



资料来源: 克尔瑞, 东方财富证券研究所

图表 62: 精装房占比逐年提升



资料来源: 全装联, 东方财富证券研究所

图表 63: 地产集中度提升、精装修占比提高下房产工程业务拓展新契机

	以前	现在
地产商集中度	低	高, 集中拓展大客户
精装修占比	低, 以毛坯房为主。	精装修比例逐年提高。
产品需求定位	低端, 与公司品牌定位不一致。	消费升级, 与高端楼盘合作增多。
竞争情况	工程管道企业竞争激烈。	品牌、服务优势明显, 竞争壁垒提高。

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

6. 盈利预测

关键假设:

PPR: 华东华北优势区域持续深耕, 提升单店销售收入并推进渠道下沉。华中、华南、西部地区加快市场拓展, 完善渠道铺设, 逐步提升单店收入增长。成本传导顺畅, 毛利率保持稳定。

PE: 受益市政、燃气工程需求大幅增加, 增速快于 PPR。市政业务价格随行就市, 原材料价格波动对毛利率影响不大。同时, 公司在逐步加大管件销售比重, 综合毛利率逐步提升。

PVC: 依托 PPR 加大 PVC 管配套销售力度, 较工程用 PVC 管价格有一定提升, 同时 PVC 管自产比例提高, 毛利率适当上调。

防水净水产品: 当前还在布点环节, 已开始贡献少量收入, 后续随着渠道全面铺开, 预期增速和毛利水平将加快提升。

图表 64: 伟星新材分业务盈利拆分预测

	2017	2018E	2019E	2020E
PPR 管材				
收入(百万元)	2191.87	2598.22	3071.26	3608.64
收入增速(%)	16.30%	18.54%	18.21%	17.50%
成本(百万元)	913.33	1065.72	1262.26	1486.06
成本增速(%)	17.46%	16.69%	18.44%	17.73%
毛利率	58.33%	58.98%	58.90%	58.82%
收入占比	56.16%	55.51%	54.41%	52.97%
PE 管材				
收入(百万元)	1124.81	1349.772	1646.72	2025.47
收入增速(%)	23.80%	20.00%	22.00%	23.00%
成本(百万元)	736.24	877.35	1067.08	1310.48
成本增速(%)	22.67%	19.17%	21.62%	22.81%
毛利率	34.55%	35.00%	35.20%	35.30%
收入占比	28.82%	28.84%	29.18%	29.73%
PVC 管材				
收入(百万元)	482.61	603.26	754.08	942.60
收入增速(%)	8.22%	25.00%	25.00%	25.00%
成本(百万元)	339.22	422.28	527.85	659.82
成本增速(%)	0.84%	24.49%	25.00%	25.00%
毛利率	29.71%	30.00%	30.00%	30.00%
收入占比	12.37%	12.89%	13.36%	13.84%
防水、净水产品				
收入(百万元)	60.54	84.76	127.13	190.70
收入增速(%)	13.16%	40%	50%	50%
成本(百万元)	49.44	58.48	86.45	127.77
成本增速(%)	37.95%	18%	48%	48%
毛利率	18.33%	31.00%	32.00%	33.00%
收入占比	1.55%	1.81%	2.25%	2.80%

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 65：伟星新材盈利预测表（百万元）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3902.96	4681.01	5644.20	6812.40
增长率（%）	17.51	19.93	20.58	20.70
EBITDA（百万元）	1050.41	1266.39	1498.26	1763.17
归母净利润（百万元）	821.29	1018.19	1211.48	1440.96
增长率（%）	22.45	23.97	18.98	18.94
EPS（元/股）	0.63	0.78	0.92	1.10
市盈率（P/E）	23.66	19.08	16.04	13.48
市净率（P/B）	6.07	5.46	4.74	4.01
EV/EBITDA	17.13	14.13	11.53	9.35

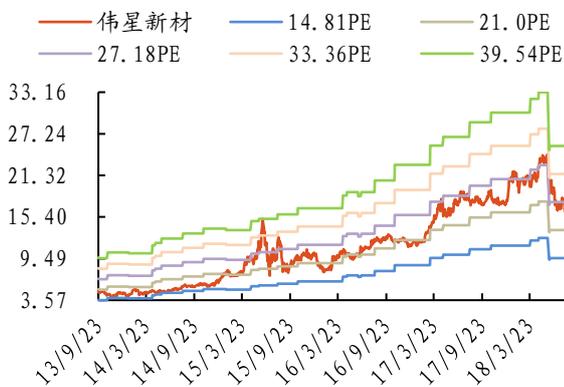
资料来源：东方财富证券研究所

7. 公司估值及投资建议

7.1. 相对估值

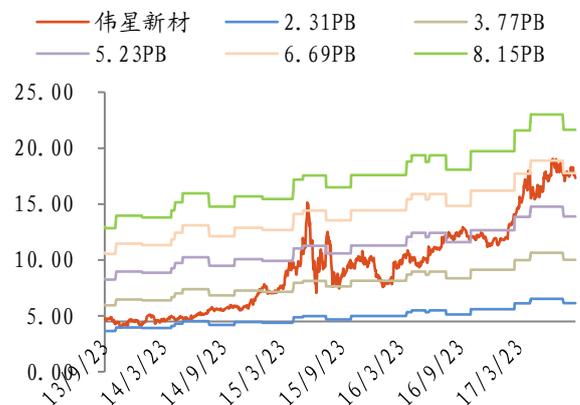
公司作为家装管材龙头企业，近年来业绩增长较快，估值中枢持续提升。近五年 PE 分布在 14.8-39.5 倍，PB 分布在 2.3-8.1 倍。

图表 66：历史 PE (TTM) 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 67：历史 PB 区间



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

伟星是塑料管材行业上市公司中唯一以零售业务为主的企业，可比公司选择工程管道企业永高股份、东宏股份、沧州明珠、顾地科技、纳川股份，平均 PE (TTM) 31 倍，伟星新材 PE 偏低。

图表 68：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	PE(倍)		市净率 PB (MRQ)
			TTM	2017	
603856.SH	东宏股份	50.10	39.56	38.70	3.39
002108.SZ	沧州明珠	64.94	16.92	12.14	2.12

002641.SZ	永高股份	37.63	17.70	19.71	1.37
002694.SZ	顾地科技	31.47	25.17	29.39	2.82
300198.SZ	纳川股份	39.71	57.29	56.08	2.39
平均		44.23	31.00	31.21	2.38
002372.SZ	伟星新材	194.28	21.71	22.19	6.37

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7.2. 绝对估值

采用 DCF 四段法对公司进行估值，计算得加权平均资本成本 WACC 假设值为 9.77%。2018-2020 年为显性增长期，2021-2023 年为半显性增长期，半显性增速假设为 12%，2024-2026 年为过渡期，假设永续增长率为 3%，得到公司价值为 273.52 亿元，股本价值为 273.39 亿元，对应当前每股价值为 20.85 元。

图表 69：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设（百万元）

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.14	WACC	9.77%
市场收益率 Rm	9.00%	半显性增速	12.00%
无风险利率 Rf	3.50%	永续增速	3.00%
风险溢价	5.50%	公司价值	27351.56
实际税率	15.71%	股票价值	27339.36
债务利率	0.00%	每股价值	20.85

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7.3. 投资建议

基于以上分析，我们预计伟星新材 18/19/20 年营业收入分别为 46.81/56.44/68.12 亿元，同比增速分别为 19.93%/20.58%/20.70%。归母净利润分别为 10.18/12.11/14.41 亿元，同比增速分别为 23.97%/18.98%/18.94%。EPS 分别为 0.78、0.92、1.10 元，对应 PE 为 19.08、16.04、13.48 倍。

参考行业可比公司估值情况及公司历史估值变化，我们认为公司零售属性较强，享有一定品牌溢价，行业议价能力较高，能够支撑较高的估值。给予 2019 年 24 倍 PE，对应十二个月目标价为 22.08 元，上调评级至“买入”。

8. 风险提示

新产品推广不及预期；
原材料价格大幅上涨；
房地产销售大幅下滑。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2770.50	3038.73	3863.52	4917.25
货币资金	1429.51	1536.20	2157.49	2945.61
应收及预付	361.38	454.63	533.90	643.18
存货	536.48	604.77	728.99	885.31
其他流动资产	443.14	443.14	443.14	443.14
非流动资产	1427.40	1656.60	1632.06	1604.79
长期股权投资	77.51	327.51	327.51	327.51
固定资产	859.15	873.64	859.22	833.98
在建工程	132.36	92.36	77.36	72.36
无形资产	289.63	283.21	288.07	291.23
其他长期资产	68.76	79.88	79.89	79.71
资产总计	4197.90	4695.33	5495.57	6522.05
流动负债	963.31	1098.23	1362.93	1644.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	963.31	1098.23	1362.93	1644.62
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	24.09	24.09	24.09	24.09
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	24.09	24.09	24.09	24.09
负债合计	987.40	1122.32	1387.02	1668.71
股本	1008.41	1008.41	1008.41	1008.41
资本公积	694.60	694.60	694.60	694.60
留存收益	1569.00	1931.72	2467.57	3212.73
归属母公司股东权益	3198.30	3561.02	4096.87	4842.03
少数股东权益	12.20	11.99	11.69	11.31
负债和股东权益	4197.90	4695.33	5495.57	6522.05

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3902.96	4681.01	5644.20	6812.40
营业成本	2079.39	2463.84	2983.64	3624.13
营业税金及附加	43.48	50.65	62.27	74.80
销售费用	586.16	678.75	818.41	987.80
管理费用	300.47	350.78	423.60	513.21
财务费用	-8.16	-28.59	-30.72	-43.15
资产减值损失	5.71	9.33	8.95	9.25
公允价值变动收益	0.00	-0.50	0.00	0.00
投资净收益	18.94	13.31	13.89	14.54
资产处置收益	0.14	0.07	0.08	0.09
其他收益	46.92	23.46	27.37	29.33
营业利润	961.92	1192.60	1419.40	1690.32
营业外收入	3.86	13.89	13.10	11.82
营业外支出	2.47	4.36	4.24	3.99
利润总额	963.31	1202.12	1428.25	1698.15
所得税	142.32	184.15	217.08	257.58
净利润	820.99	1017.97	1211.18	1440.58
少数股东损益	-0.30	-0.22	-0.30	-0.38
归属母公司净利润	821.29	1018.19	1211.48	1440.96
EBITDA	1050.41	1266.39	1498.26	1763.17

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	941.95	1071.21	1359.31	1551.70
净利润	820.99	1017.97	1211.18	1440.58
折旧摊销	95.26	92.86	100.72	108.16
营运资金变动	36.45	-26.62	61.20	16.09
其它	-10.75	-13.00	-13.80	-13.12
投资活动现金流	-61.59	-309.06	-62.38	-67.78
资本支出	-264.47	-72.37	-76.27	-82.32
投资变动	202.88	-236.69	13.89	14.54
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-463.72	-655.46	-675.63	-695.80
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	12.50	0.00	0.00	0.00
其他	-476.22	-655.46	-675.63	-695.80
现金净增加额	416.64	106.69	621.29	788.12
期初现金余额	1014.17	1429.51	1536.20	2157.49
期末现金余额	1430.81	1536.20	2157.49	2945.61

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	17.51	19.93	20.58	20.70
营业利润增长	24.33	23.98	19.02	19.09
归属母公司净利润增长	22.45	23.97	18.98	18.94
获利能力 (%)				
毛利率	46.72	47.37	47.14	46.80
净利率	21.04	21.75	21.46	21.15
ROE	25.68	28.59	29.57	29.76
ROIC	22.31	24.33	25.33	25.60
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.52	23.90	25.24	25.59
净负债率	-0.45	-0.43	-0.53	-0.61
流动比率	2.88	2.77	2.83	2.99
速动比率	2.32	2.22	2.30	2.45
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.05	1.11	1.13
应收账款周转率	20.39	19.35	19.67	19.68
存货周转率	4.14	4.07	4.09	4.09
每股指标 (元)				
每股收益	0.63	0.78	0.92	1.10
每股经营现金流	0.93	1.06	1.35	1.54
每股净资产	3.17	3.53	4.06	4.80
估值比率				
P/E	23.66	19.08	16.04	13.48
P/B	6.07	5.46	4.74	4.01
EV/EBITDA	17.13	14.13	11.53	9.35

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。