

商业模式打造品牌壁垒，盈利能力彰显投资价值

首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

石林(联系人)

shilin@xsdzq.cn

证书编号: S0280117110009

杨铎(联系人)

yangduo@xsdzq.cn

证书编号: S0280117110013

● 公司消费属性强且盈利能力优秀，享有估值溢价空间：

上市以来，公司核心业绩指标均持续增长，且在行业整体增速出现大幅下降时，营收维持高速增长势头，显示出优秀的穿越周期能力。公司的特色商业模式赋予其消费股属性，目前公司占比最高且盈利能力最强的 PPR 管 90% 为家装零售业务，2C 端是公司利润的核心来源；“星管家”增值服务和扁平化经销模式建立起了牢固的品牌壁垒，使公司在家装 PPR 市场中具备优秀的品牌力和定价权，可以长期维持较高的产品溢价，有力支撑高利润水平。

● 中西部地区业务开拓力度加大，增量空间可观：

自 2012 年以来，公司在中西部布局了重庆工业园一期项目和西安工业园两大重点项目。重庆工业园一期预计已于 2017 年达产，按规划达产后年新增营业收入 2.86 亿元，从西部地区营收增长测算还有 1.5 亿左右的年营收空间没有释放；西安工业园一期 2019 年一季度投产，以两年的达产期计算，如果经营情况顺利，到 2021 年也将实现 2.8 亿元左右的新增营收规模，而按照 6-12 亿元年产值的长期规划，年新增营收规模将达 5.8-11.5 亿元。

● 两大因素支撑高分红率：再生产投入比例低、大股东现金需求高

公司自 2011 年以来一直保持 70%-90% 的极高分红率，为股东提供丰厚回报，同时也为公司提供了高安全边际以及优秀的长期投资价值。公司所在行业整体供大于求，普遍扩产需求低；公司占比最高的 PPR 管属地化性质最弱，开拓各地区业务可充分利用现有产能，进一步减少扩充固定资产的需求；公司大股东现金需求较高，我们认为这一现状将维持，有力支撑公司的分红率。

● 盈利预测和投资建议：

公司是家装 PPR 龙头，消费股属性强，有估值提升空间；强大品牌效应有有力支撑高利润水平，同时高分红率保证长期投资价值。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 12.13/14.30/16.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.09/1.29 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 21.8、18.5 和 15.6 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● **风险提示：**公司利润水平下滑的风险；新项目创收力度不及预期的风险；大股东质押率较高的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,903	4,570	5,338	6,190	7,212
增长率(%)	17.5	17.1	16.8	16.0	16.5
净利润(百万元)	821	978	1,213	1,430	1,694
增长率(%)	22.5	19.1	24.0	17.9	18.4
毛利率(%)	46.7	46.8	46.7	46.7	46.7
净利率(%)	21.0	21.4	22.7	23.1	23.5
ROE(%)	25.6	26.8	30.8	32.0	32.1
EPS(摊薄/元)	0.63	0.75	0.93	1.09	1.29
P/E(倍)	32.2	27.0	21.8	18.5	15.6
P/B(倍)	8.3	7.3	6.5	5.8	5.0

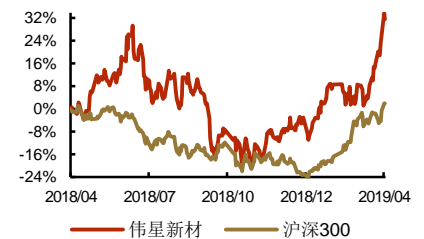
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2019.04.02

收盘价(元):	21.02
一年最低/最高(元):	12.28/26.95
总股本(亿股):	13.11
总市值(亿元):	275.56
流通股本(亿股):	11.7
流通市值(亿元):	245.89
近 3 月换手率:	35.86%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	19.79	7.93	40.21
绝对	25.76	39.92	42.14

相关报告

目 录

1、 高端管材龙头，盈利能力亮眼.....	4
1.1、 PPR 业务占比高，零售工程双轮驱动	4
1.2、 股权结构稳定，积极实施激励机制	5
1.3、 盈利指标优秀，分红率极高	5
2、 行业增速趋缓，竞争格局改变.....	7
2.1、 行业进入平稳期，增速显著放缓	7
2.2、 行业竞争格局改变：由产品竞争转为商业模式竞争.....	7
2.3、 市政、房产、燃气三大领域推动工程需求.....	8
3、 商业模式打造品牌价值，带来优秀盈利能力.....	10
3.1、 特色商业模式赋予公司消费股属性，享有估值溢价空间.....	10
3.1.1、 业绩穿越周期，持续向上	11
3.1.2、 业务集中于 2C 端，零售产品毛利率高.....	11
3.1.3、 独创的商业模式塑造品牌价值，有较强定价权	11
3.1.4、 两大优势将长期支撑公司利润水平	13
3.2、 加大中西部业务开发力度，未来业绩可期.....	16
3.3、 两大因素维持公司高分红率，长期投资价值坚挺.....	18
4、 盈利预测和投资建议.....	20
5、 风险提示	20
5.1、 公司利润水平下滑的风险	20
5.2、 新项目创收力度不及预期的风险	20
5.3、 大股东质押率较高的风险	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 2018 年公司业务占比.....	4
图 2： 公司防水、净水产品示意.....	5
图 3： 公司股权结构.....	5
图 4： 公司营业收入情况.....	6
图 5： 公司归母净利润情况.....	6
图 6： 公司毛利率和净利率情况.....	6
图 7： 公司 ROE 情况.....	6
图 8： 公司与竞争对手 PPR 管业务毛利对比.....	6
图 9： 公司与竞争对手 PE 管业务毛利对比	6
图 10： 公司分红率情况.....	7
图 11： 我国塑料管道产量增速趋缓.....	7
图 12： 2017 年各主要企业塑料管道产量占行业总产量的比例.....	8
图 13： 2015 年塑料管道主要应用领域占比.....	9
图 14： 我国存量房数量（万套）	9
图 15： 中国二手房 GMV（成交总额）占比仍有很大提升空间.....	10
图 16： 2017 年我国天然气消费量猛增.....	10
图 17： 公司核心业绩指标穿越周期.....	11
图 18： 公司营收受行业整体下行影响小	11
图 19： 公司 PPR 业务占比情况.....	11

图 20: “星管家”服务示意	12
图 21: 公司 PPR 业务增速在“星管家”推出当年达到高点	12
图 22: 公司的扁平化经销模式与传统模式对比	13
图 23: 公司人员工资薪酬在销售费用中的占比情况	14
图 24: 公司净利率远超竞争对手	15
图 25: 公司销售费用率变化情况	15
图 26: 公司人均创收/创利情况	16
图 27: 公司西部地区营收情况 (单位: 亿元)	17
图 28: 公司产能利用率情况	17
图 29: 公司中西部地区营业收入预测	18
图 30: 公司“在建工程增加额/(上年折旧+上年净利润)”指标情况	18
图 31: 行业主要企业固定资产增速情况	19
图 32: 公司库存情况 (单位: 吨)	19
图 33: 公司与竞争对手存货周转率对比	19
表 1: 三大管材特点及应用领域	4
表 1: 2016 年“浙江制造”建材装饰行业品牌价值榜	13
表 2: 重庆工业园项目进度 情况	16
表 3: 西安工业园项目进度情况	17
表 4: 公司披露的大股东质押统计	20

1、 高端管材龙头， 盈利能力亮眼

1.1、 PPR 业务占比高， 零售工程双轮驱动

公司于 2010 年上市，是一家专业从事高质量、高附加值新型塑料管道的研发、制造和销售的企业，是国内 PPR 管道的技术先驱与龙头企业。公司产品定位中高端市场，主要分为三大系列：1) PPR 系列管材管件，主要应用于建筑内冷热给水；2) PE 系列管材管件，主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域；3) PVC 系列管材管件，主要应用于排水排污、电力护套等领域。

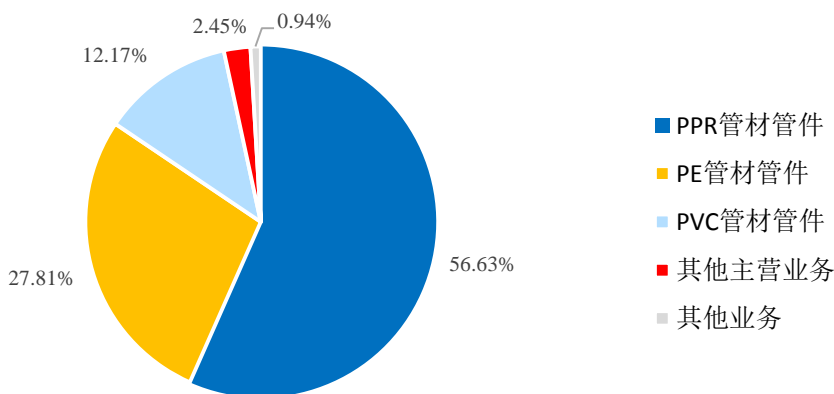
表1: 三大管材特点及应用领域

产品分类	特点	应用领域
PVC	质轻、搬运卸载方便；耐化学药品性能优良；阻力小；电气绝缘性佳；施工简 易；不影响水质；机械强度大；抗老化性好	建筑、市政给水；室外排水；建筑电线护套；建筑内热水管； 高压电缆护套；化工用管道；医用导管；花园管等
PE	环保卫生；柔韧性好；施工简单；使用 寿命长；运输方便；流通率好；耐腐蚀 性强；接口可靠	建筑同层、虹吸排水系统；城乡供水输送；地源热泵中央空调系统；农 业灌溉；市政排水、排污；城市燃气输送；电力、光纤护套；建筑内冷 热水管、采暖；建筑内地板辐射采暖等
PPR	无毒、卫生；保温节能；耐压、耐高温、 耐腐蚀性能好；耐热性较好；使用寿命 长；安装方便、连接可靠；物料可回收 利用	建筑内冷热水管；采暖；中央空调系统等

资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

目前公司占比最高的业务是 PPR 管，2018 年营收结构中 PPR 管占比 56.64%，PE 管占比 27.81%，PVC 管占比 12.16%。

图1: 2018 年公司业务占比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

另外，公司于 2016 年开始布局防水、净水两大新业务，稳步推进同心圆产业链的延伸与拓展。防水项目以“家装领域隐形工程系统供应商”为目标，高起点进入市场，通过开发多种系列产品，创新“产品+施工”模式，试点市场反响良好；净水项目以用水健康为己任，通过产品迭代升级、专业运作、同渠道推广，销售势头良好。

图2: 公司防水、净水产品示意

防水涂料产品



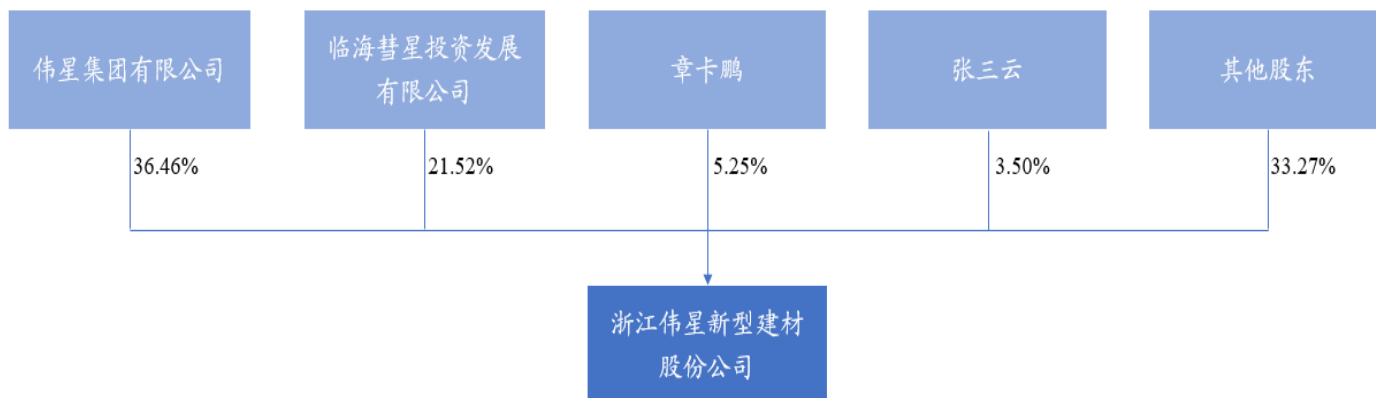
前置过滤器产品

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

公司坚持“零售、工程双轮驱动”的发展战略,以零售业务为核心支柱,目前占比70%左右;工程业务严控风险、优选客户,在稳步发展的同时保证了较好的营收质量,未来将在市政、房产、燃气三大工程业务模式进一步完善并实现突破发展。

1.2、股权结构稳定,积极实施激励机制

公司自上市以来股权结构基本未出现变化,控股股东为伟星集团,实际控制人为章卡鹏先生和张三云先生,董事长和总经理为金红阳先生。公司管理团队的长期稳定有助于促进合作效率,保证长期经营战略的实施,推动公司健康快速发展。

图3: 公司股权结构

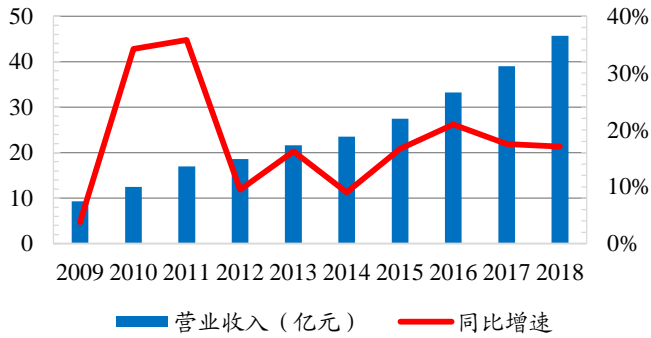
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司注重人才激励机制,于2011年和2016年分别推出了两期股权激励计划。第一期激励总数1000万股,第二期扩大至1800万股。实施当年,公司营收和净利润都出现显著增长,显示出激励措施的良好效果,也进一步提升了团队凝聚力。

1.3、盈利指标优秀,分红率极高

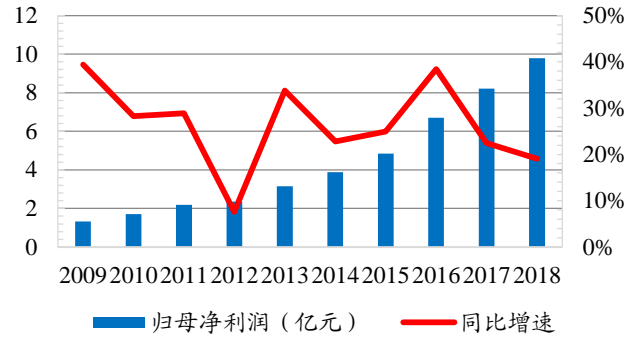
公司营收和净利润长期保持高速稳定增长,受经济周期波动的影响小。根据公司2018年年报,公司2018年实现营业收入45.70亿元,同比增长17.08%;实现归母净利润9.78亿元,同比增长19.12%。

图4: 公司营业收入情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

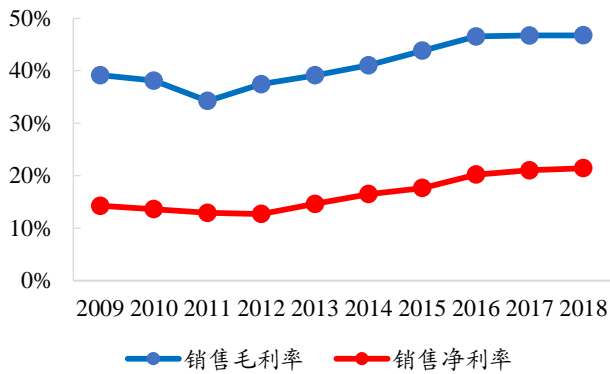
图5: 公司归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

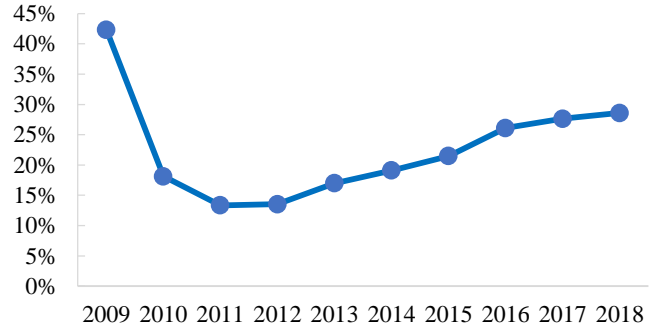
利润指标是公司的一大亮点。公司毛利率和净利率实现了连续7年稳步上涨, 且三大产品 PPR 管、PE 管和 PVC 管的毛利水平均高于竞争对手, 其中 PPR 管的盈利能力最强且业务占比最高, 有力地驱动公司综合利润水平上升。

图6: 公司毛利率和净利率情况



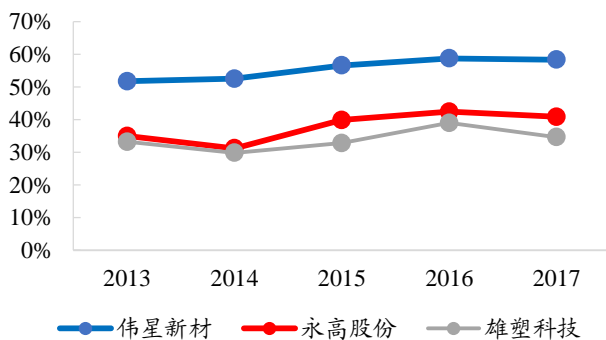
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图7: 公司 ROE 情况



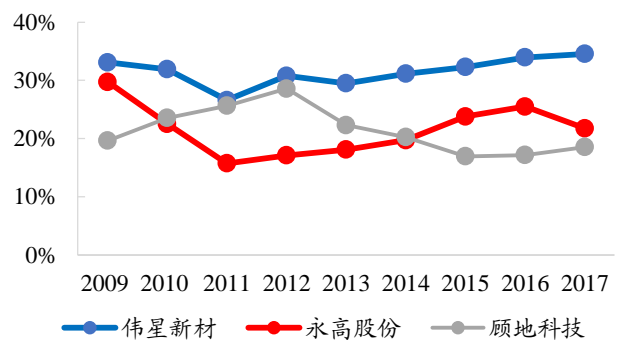
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图8: 公司与竞争对手 PPR 管业务毛利对比



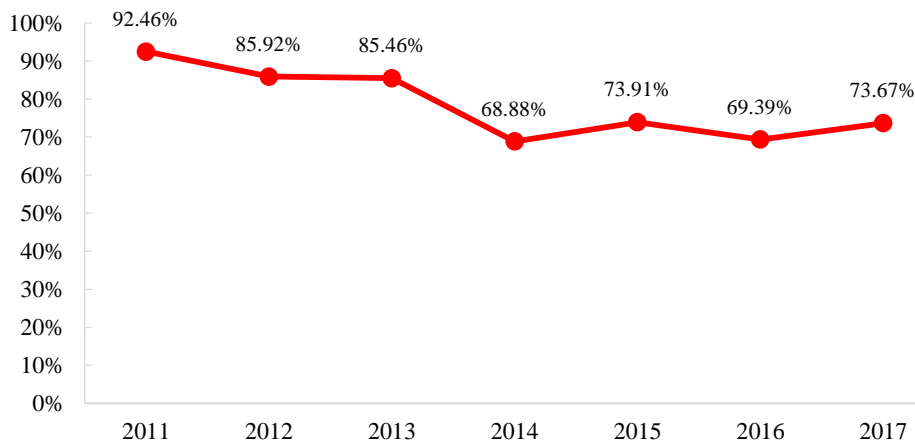
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图9: 公司与竞争对手 PE 管业务毛利对比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

另外, 公司分红率自 2011 年以来一直维持行业内极高的水平。近几年公司分红率有所下降, 但仍保持 70% 左右的水平。我们认为公司显著高于行业的分红率将继续保持, 使公司具备优秀的长期投资价值。

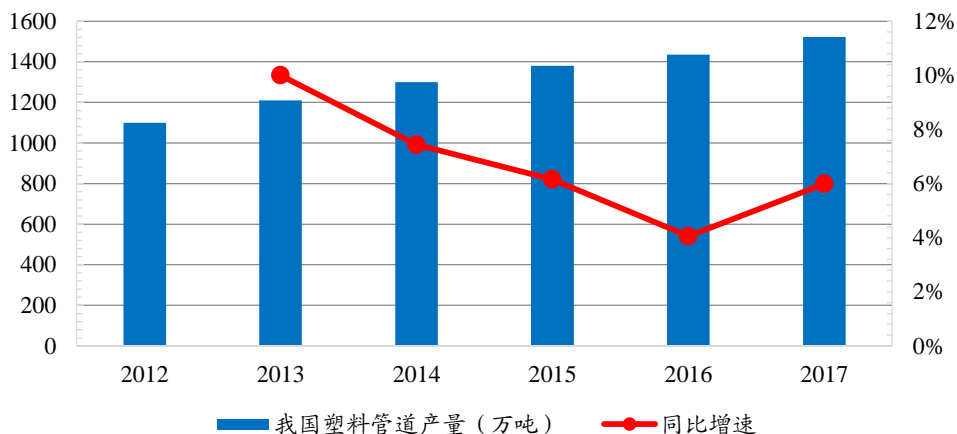
图10: 公司分红率情况

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2、行业增速趋缓, 竞争格局改变

2.1、行业进入平稳期, 增速显著放缓

根据中国塑协塑料管道专业委员会发布的《中国塑料管道行业“十三五”期间(2016-2020)发展建议》, 从“十二五”期间开始, 塑料管道行业的产量增速已开始从高位下滑, 2014年增速跌破两位数。2017年我国塑料管道产量达到1522万吨, 同比增长6%, 略超预期。但短暂的增速回升仍不能掩盖行业逐渐步入平稳期, 增速将进一步放缓的现实。根据行业协会预计, 塑料管道产量增速将在2020年下降至2%。

图11: 我国塑料管道产量增速趋缓

资料来源: 前瞻产业研究院, 新时代证券研究所

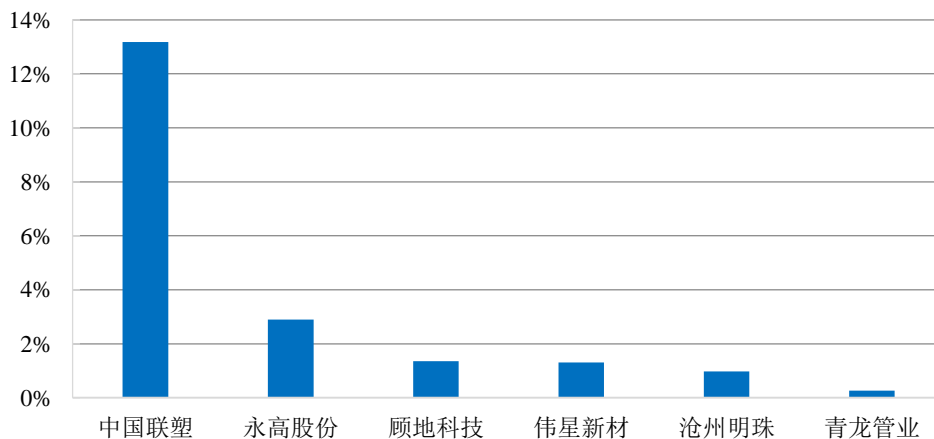
虽然行业整体的产量增长已遇到瓶颈, 但对企业来说, 业绩增长的空间仍然相对较大。这是由于我国塑料管道行业处于低端产能过剩的局面, 整体来看是供大于求的, 因此一方面下游需求有进一步开拓的空间, 另一方面随着PPR管等高档产品份额的逐步提升, 行业利润水平有提高的空间。

2.2、行业竞争格局改变: 由产品竞争转为商业模式竞争

塑料管道行业进入门槛较低, 目前产品同质化较为严重。在初步进入平稳期时,

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

图12: 2017年各主要企业塑料管道产量占行业总产量的比例



资料来源：公司公告，中国塑协塑料管道专业委员会，新时代证券研究所

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

由于 PE 管和 PVC 管的下游应用大部分集中在工程端，2B 业务较多且属地性较强，我们认为家装 PPR 管市场更能体现目前塑料管道的行业竞争格局。在这样一个竞争激烈的市场中，差异化无非体现在三个方面：**产品、营销和服务**。家装管道属于“隐形工程”，重内在而非外观，因此难以靠产品差异化吸引眼球，因此差异化只能从营销和服务来体现。而这两点又可以概括为**商业模式**的差异化。换言之，目前行业的竞争格局已经转为了商业模式的竞争。伟星新材正是最明显的例子，公司从营销和服务这两点着手，打造了有特色的商业模式，因此能够打造强大的品牌效应，在家装 PPR 业务上获得远高于竞争对手的利润水平。

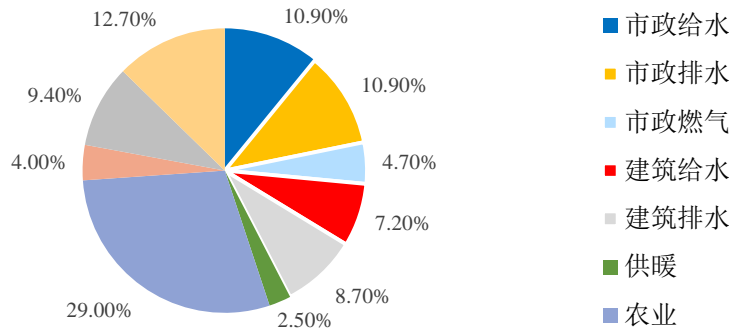
2.3、市政、房产、燃气三大领域推动工程需求

海绵城市和地下综合管廊建设带动市政工程需求。自 1978 年改革开放起，我国进入了城市化的稳定快速发展时期，城市化水平也有了显著提高，据国家统计局统计，2015 年中国城镇化率已经达到了 56.1%。随着城市化的大力发展，市政工程建设也更加刻不容缓，特别是市政排水、供水工程更是重中之重。借鉴国外先进国家的海绵城市和地下综合管廊，国务院相继推出了关于建设海绵城市和地下综合管廊的政策，并于全国各大城市激烈的竞争中选取了部分城市作为试点城市。

随着海绵城市和地下综合管廊工程在各大城市陆续开始施工建设，市政排水、供水管材需求必将大幅提升。按行业协会披露的 2015 年塑料管道主要应用领域占

比来看，市政领域应用占比预计超过 30%，该比例仍将不断提升。

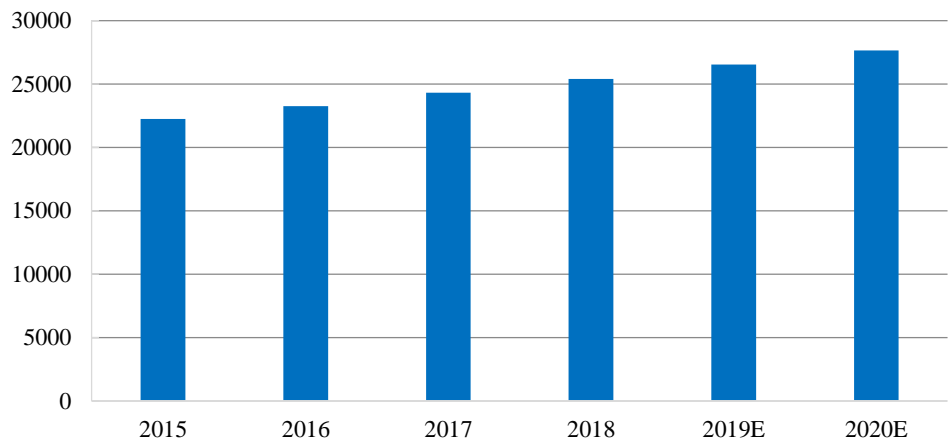
图13： 2015 年塑料管道主要应用领域占比



资料来源：中国塑协塑料管道专业委员会，新时代证券研究所

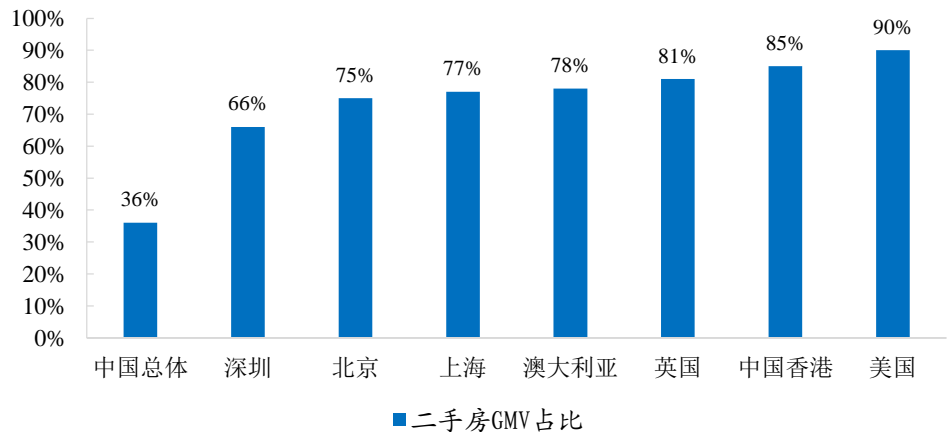
房地产存量市场开始壮大，增量市场仍有空间。我国房地产市场经过多年的迅猛发展，已逐步进入存量市场。据自然资源部 2019 年 3 月 12 日发布的数据，目前全国盘活存量土地已经占年度新增建设用地指标的 75%。事实上，我国地产、房产都在进入存量为主时代。目前全国城镇住房存量约 2.74 亿套，对应存量面积约 261 亿平方米。而房龄长、配套设施匮乏等状况是我国存量房市场存在的普遍问题，因此住房更新、乃至周边配套设施更新的需求十分巨大，也将带动大量的房产工程业务。

图14： 我国存量房数量（万套）



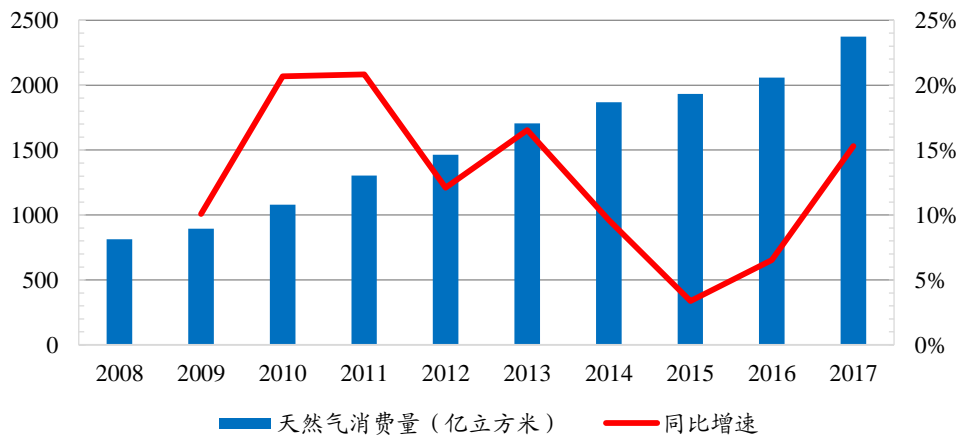
资料来源：中国产业信息网预测，新时代证券研究所

从长期来看，目前我国城镇化率不足 60%，相比发达国家仍有较大提升空间。根据国家规划，我国将于 2020 年达到 60% 城镇化率，2030 年达到 70% 城镇化率，基本接近发达国家水平；而从二手房占比来看，2017 年我国二手房成交面积占比首次超过 40%，但相比美国的 90%、中国香港的 85%、英国的 81% 尚有很大距离。因此长期来看我国房地产大周期仍未结束，增量市场空间巨大。

图15: 中国二手房GMV(成交总额)占比仍有很大提升空间


资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

煤改气政策力度大, 短期大幅推动燃气管道业务需求。 2017年是“大气十条”的第一阶段考核年, 因此“煤改气”在2017年加速推进。据国家统计局数据, 2017年, 全国天然气消费量达到2373亿立方米, 同比增长15.3%。当前国内燃气管道的主干网已经基本建成, 支管网对塑料管道的需求量较大, 再加上国家对煤改气方面的政策力度较大, 对燃气管道业务的发展具有积极的推动作用, 因此预计未来几年燃气管道业务具有较大需求量。

图16: 2017年我国天然气消费量猛增


资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

3、商业模式打造品牌价值, 带来优秀盈利能力

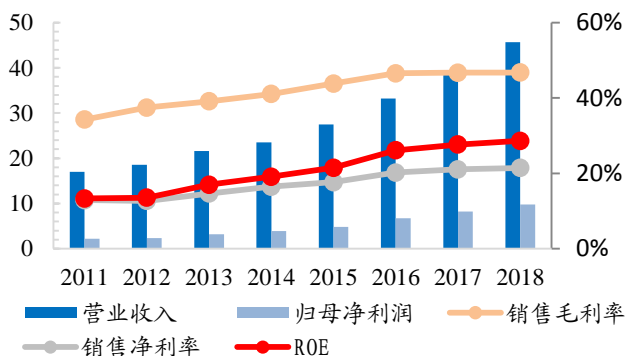
3.1、特色商业模式赋予公司消费股属性, 享有估值溢价空间

公司虽然是建材龙头, 但周期属性弱, 消费属性强。我们认为, 公司的几大特色使其与消费股可比, 从目前估值来看享有较大的溢价空间。另外, 公司独创的商业模式塑造了强大的品牌效应, 预计可以长期支撑公司的高利润水平, 进一步增加估值提升的预期。

3.1.1、业绩穿越周期，持续向上

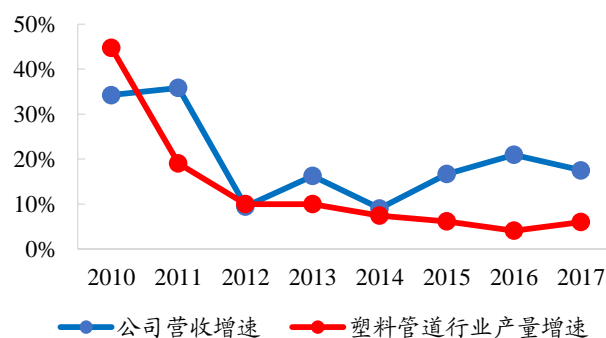
上市以来，公司营收、净利润、ROE、毛利率、净利率等核心业绩指标均持续增长，未曾出现下滑，基本不受地产、基建及宏观经济周期波动的影响。在塑料管道行业整体由高速发展期步入平稳期，增速出现大幅下降时，公司营收维持了高速增长势头，显示出优秀的穿越周期能力。

图17：公司核心业绩指标穿越周期



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图18：公司营收受行业整体下行影响小

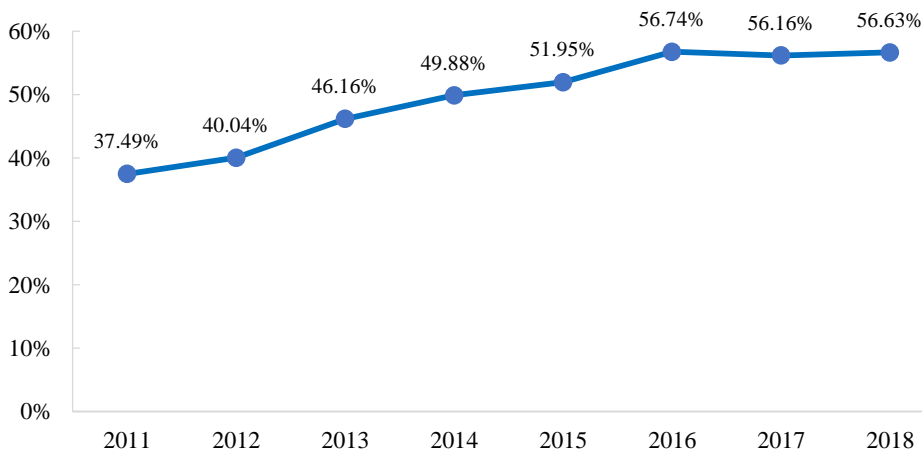


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.1.2、业务集中于2C端，零售产品毛利率高

目前公司70%为零售业务，30%为工程业务。其中占比最高且盈利能力最强的PPR管90%为家装零售业务。从业务结构看，2C端是公司利润的核心来源。

图19：公司PPR业务占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

在我国房地产市场存量壮大、增量仍存的大背景下，装修是刚性需求；随着我国经济发展，装修是会长期存在且空间只升不降的一种消费行为。因此，在自身产品力和经营状况得到保证的情况下，公司有类似消费股一样抵抗周期、业绩长期走强的能力。

3.1.3、独创的商业模式塑造品牌价值，有较强定价权

相比竞争对手，公司有两大独创的经营模式，分别是以“星管家”为代表的增值服务，以及扁平化经销模式。这两个特色为公司打造了强大的品牌壁垒，使其在行业内拥有较强的定价权。

“星管家”服务业内独创，品牌效应强大。公司在2013年行业内首创免费增

值服务——“星管家”服务，当客户在当地伟星管门店或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，通过产品真伪查询、专业水压测试检查管道密封性、拍摄管路走向图、告知使用注意事项等系统服务，避免管道系统中存在的大部分隐患。

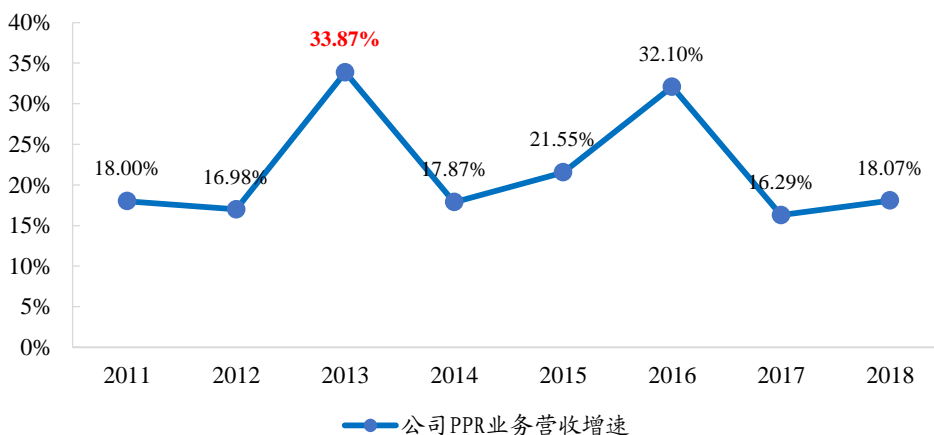
图20: “星管家”服务示意



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

该服务完美契合公司的高端品牌定位，进一步打造出品质上乘、服务优质的品牌形象。推出当年，公司零售业务同比增速达 30% 以上。

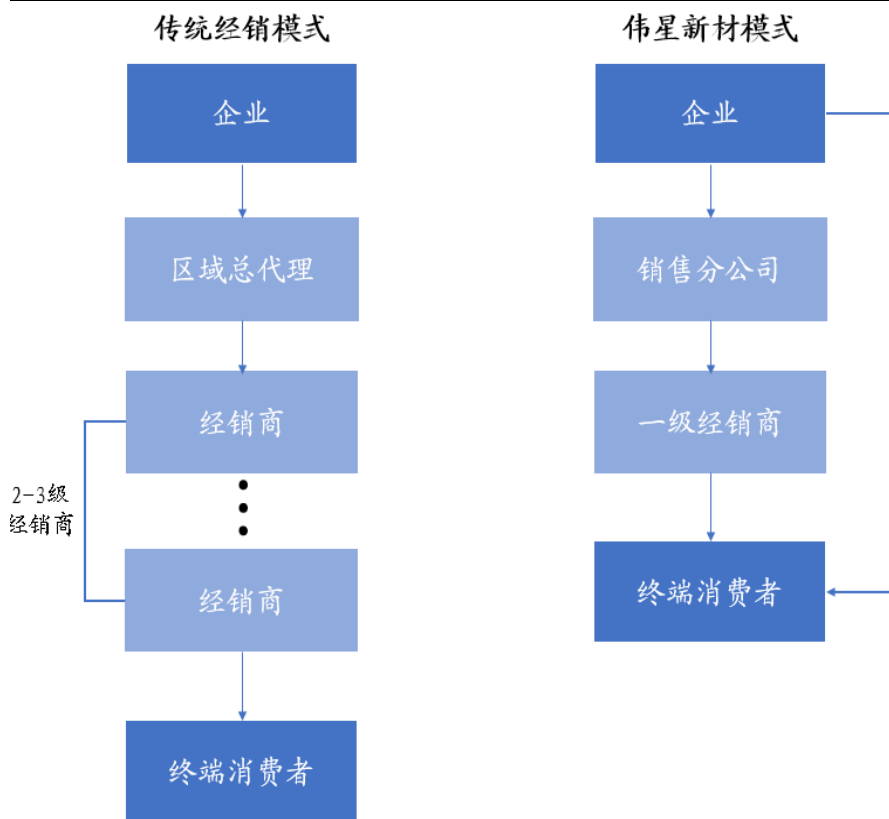
图21: 公司 PPR 业务增速在“星管家”推出当年达到高点



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

销售渠道扁平化，有效减少中间环节分流利润。公司经过十多年的发展，在全国构建了高效的营销网络和服务体系，并形成了具有公司特色的扁平化营销模式。该网络体系兼具销售、管理、物流、培训及服务一体化职能，具有较强的市场竞争力和快速反应能力。

具体来看，根据公司 2018 年半年度统计数据，公司在全国有 24000 多家销售网点，1000 多家一级经销商。而这些一级经销商均由公司在全国各地设立的 30 多家销售分公司统筹管理。在传统的经销模式中，企业与终端消费者之间存在二至三级经销商，而公司的扁平化营销模式最大限度地减少了经销商层级，并且还有一部分业务是公司直销。

图22: 公司的扁平化经销模式与传统模式对比

资料来源：公司公告，新时代证券研究所整理

我们认为，公司的特色商业模式良好地契合了自身零售业务占比高和产品高端化的特点，并建立起了牢固的品牌壁垒。家装管材市场门槛相对较低，是一个充分竞争的市场。以消费品的角度来看，在这样的市场中保持品牌特色和差异化是非常重要的。公司在产品质量过硬的前提下，通过商业模式打造差异化，一方面由增值服务获得用户的良好口碑，树立品牌形象；另一方面由扁平化的渠道对市场信息迅速反应，更好更快地解决用户需求。

另外，由于家装管道属于隐形工程，维修、改装难度较大，用户倾向于选择质量好的管材；并且管道相对于其他装修环节价格并不高，因此用户也可以接受较贵的产品。公司安装时和售后提供的优质服务进一步为消费者提供了便利，有效增强了用户粘性。因此我们认为，公司在家装 PPR 市场中具有优秀的品牌力和定价权，可以长期维持较高的产品溢价。

表1: 2016年“浙江制造”建材装饰行业品牌价值榜

企业名称	品牌强度	品牌价值
中国巨石	916	73.98 亿元
伟星新材	912	54.44 亿元
中财管道	835	9.01 亿元

资料来源：中国义乌网，新时代证券研究所

3.1.4、两大优势将长期支撑公司利润水平

如前所述，我们认为，公司在零售业务上的两大差异化竞争优势是 PPR 业务高毛利的主要原因，而这两大优势已融入公司品牌基因，将长期为公司 PPR 业务的高毛利水平提供支撑。

一方面，虽然类似“星管家”的增值服务已在行业内流行开来，但我们认为，服务模式可以复制，但其对于公司品牌和产品价值的支撑作用却是独一无二、不可复制的：

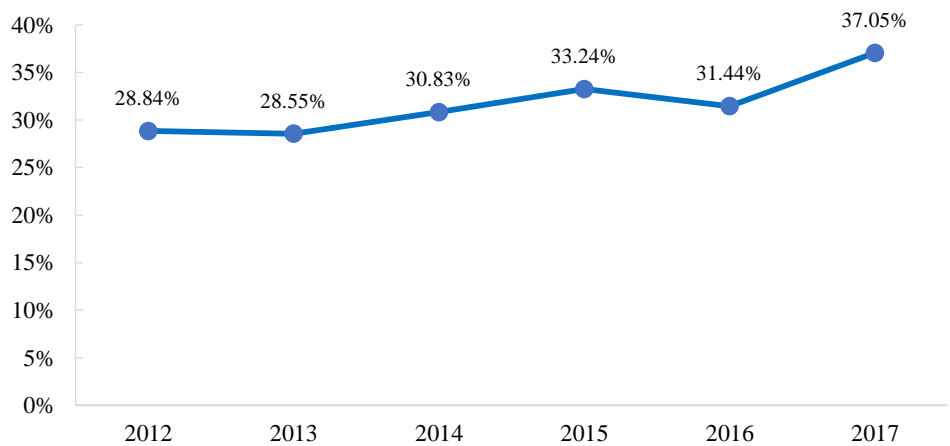
1) 公司是行业内首创增值服务模式的公司，是趋势的引领者而非跟随者，因此该模式所带来的收益也必然是远远超越后来者的；

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

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

另一方面，从扁平化经销模式来看，中间环节分流利润减少，公司的毛利率可以得到充分保障。与此相对，公司从总部层面需要投入更多的销售费用和销售费用，以保持对渠道的管控以及对终端消费者的快速反应能力。2013-2017 五年间，公司的销售人员数量虽然呈下降趋势，但工资薪酬在销售费用中的占比仍然提升较快，显示出公司对于渠道建设的重视。

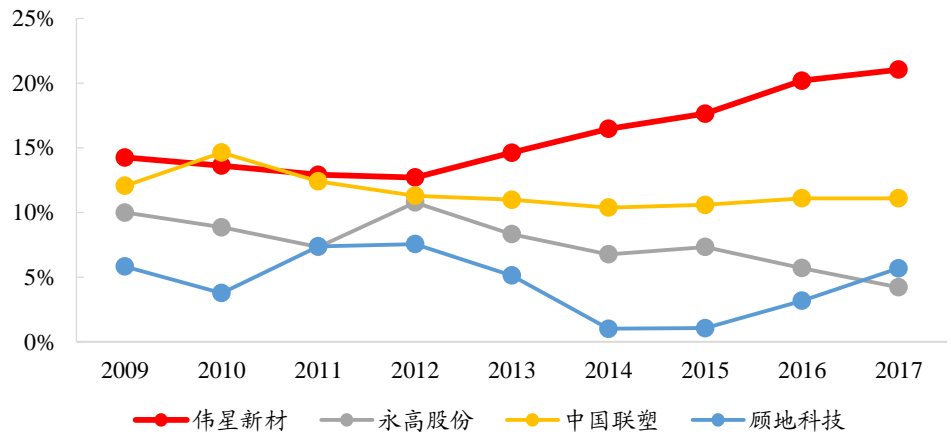
图23： 公司人员工资薪酬在销售费用中的占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

但从公司不断增加的净利润水平来看，扁平化营销模式所带来的毛利润增厚仍然超过了销售费用的增幅，使得公司净利率水平高速增长。2016 年，公司销售净利率超过 20%，2017 年该指标达 21%，远超竞争对手水平。

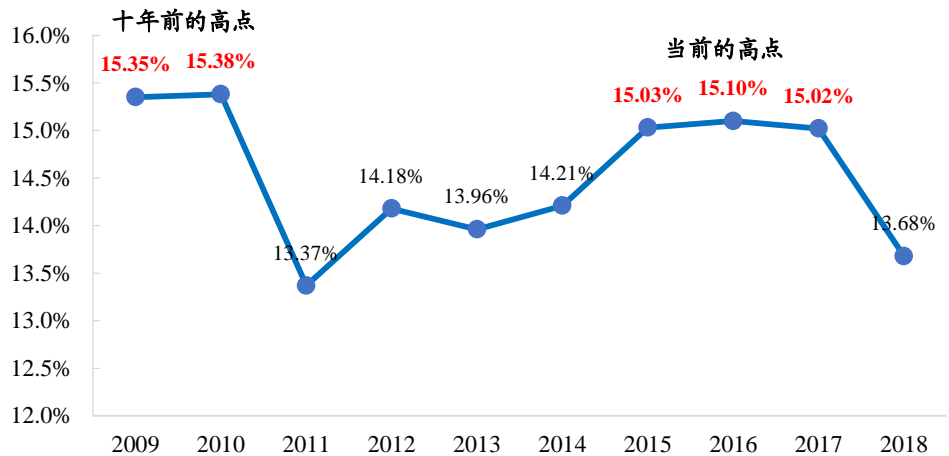
图24: 公司净利率远超竞争对手



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

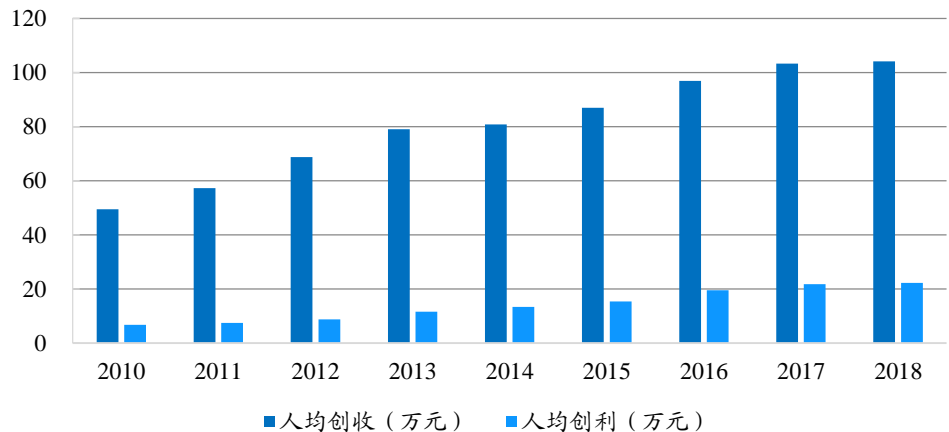
公司销售费用率从2011年开始进入上升区间, 至2015年基本企稳在15%左右的水平, 且较2009-2010年重点布局销售渠道时的高点有所下降, 显示出公司对渠道的把控能力较十年前已有提升, 并且规模效应开始显现。

图25: 公司销售费用率变化情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

另外, 公司人工成本主要集中在销售以及包装物流等环节, 而2010年以来人均创收水平持续攀升, 标志着公司通过加大流程优化与信息化管理力度, 推动自动化改造和智能工厂建设等方式, 减少用工数量、提高人均效率的举措取得了良好效果, 有力地提升了运营效率。

图26: 公司人均创收/创利情况

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司目前的销售费用率仍然处于高位, 综合公司销售费用率的变化趋势以及人均效率的提升情况, 我们认为公司未来的销售费用率有下降预期, 可有力支撑净利润水平。

3.2、加大中西部业务开发力度, 未来业绩可期

根据公司目前的发展战略, 对于中西部等发展中市场, 公司会进一步加大拓展力度, 加快网点的布局覆盖, 不断增加营销网点数量, 提升市占率。自 2012 年以来, 公司在中西部有两大重点项目, 分别是重庆工业园一期项目和西安工业园一期项目。

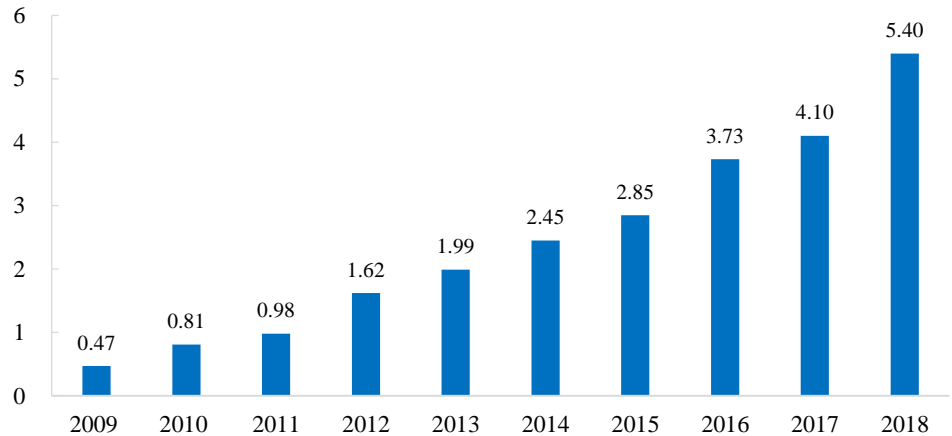
重庆工业园项目 2017 年达产, 业绩空间未全部释放。根据公司 2012 年 12 月 8 日的公告, 重庆工业园一期项目建设期约为两年, 建成后分两年逐步达产。公司 2014 年年报数据显示该项目未建设完毕, 因此以 2015 年建成计, 该项目预计已于 2017 年达产。

表2: 重庆工业园一期项目进度 情况

项目名称	年份	预算数	期初数	本期增加	转入 固定资产	工程投入占预算比例 (%)	工程进 度	资金来源	期末数
重庆工业园一期	2013	0.97 亿元		0.47 亿元		48.13%	50%	募集资金	0.47 亿元
	2014	0.97 亿元	0.47 亿元	0.44 亿元	0.90 亿元	93.27%	100%	募集资金	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

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

图27: 公司西部地区营收情况 (单位: 亿元)

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

西安工业园 2019 年一季度投产, 一期即达到重庆基地规模。从年报信息来看, 公司位于西咸新区的西安工业园项目于 2016 年开始建设, 预计已于 2018 年建成, 并将于 2019 年一季度投产。

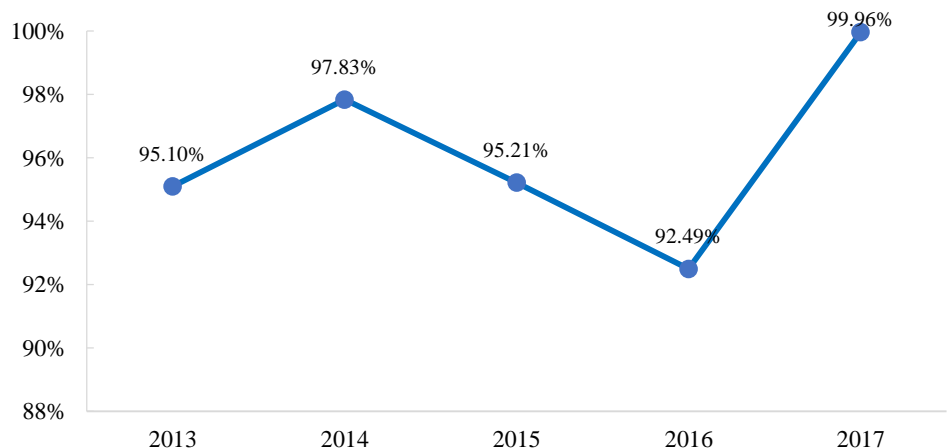
表3: 西安工业园项目进度情况

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

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

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

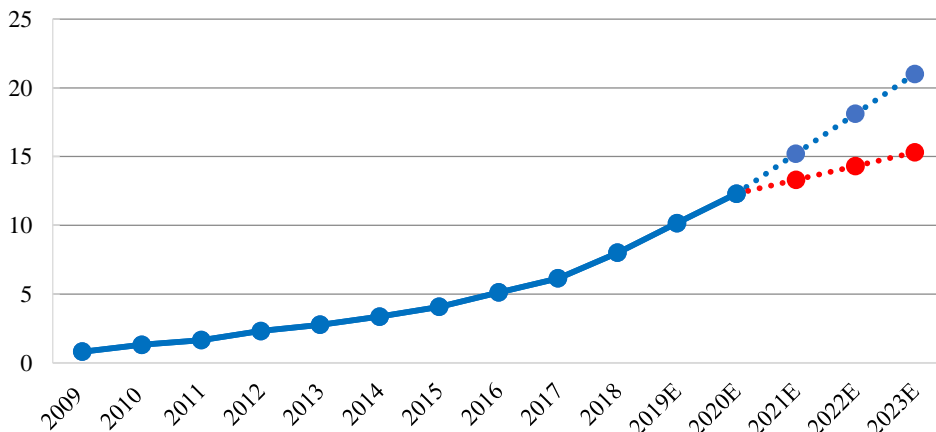
而从长期规划来看, 公司在西安工业园的项目总投资金额为 5 亿元, 预计将实现 6-12 亿元年产值。以公司 2013-2017 五年来的平均产能利用率计算, 年新增营收规模将达到 5.8-11.5 亿元。

图28: 公司产能利用率情况

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

按照最乐观的情况测算，公司重庆工业园和西安工业园在营收空间完全释放后，将为中西部地区 13 亿元的年新增营收，以 2017 年公司营业收入计算，中西部地区总计营收规模将远超华北地区，直逼华东地区，成为公司业绩增长的第二极。

图29： 公司中西部地区营业收入预测



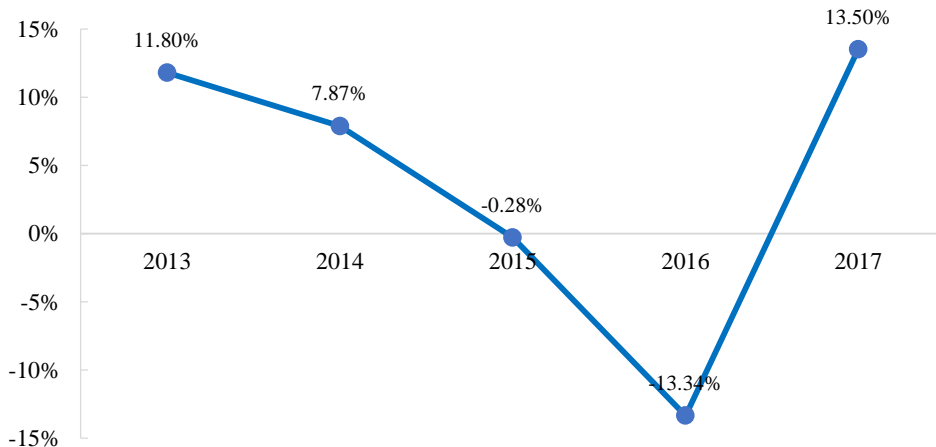
资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测（注：虚线部分为预测值，其中蓝色虚线为最乐观情况，红色虚线为最不乐观情况）

3.3、两大因素维持公司高分红率，长期投资价值坚挺

公司自 2011 年以来一直保持行业内极高的分红率，为股东提供丰厚回报，同时也为公司提供了高安全边际以及优秀的长期投资价值。我们认为，公司的高分红率将能够长期维持，主要源于两大因素：**公司再生产投入比例低、大股东现金需求高。**

行业和产品结构决定公司再生产投入比例低。从财务角度来说，公司之所以能够常年维持极高分红率，与其极低的再生产投入需求是密不可分的。我们用在建工程增加额与上年折旧和净利润总和的比值，即“在建工程增加额/（上年折旧+上年净利润）”指标测算公司进行再生产投入的水平，可以看到 2013-2017 的五年里该指标维持在极低水平，显示出公司极低的再生产投入比例。再生产投入需求低，是公司维持高分红率的财务保障。

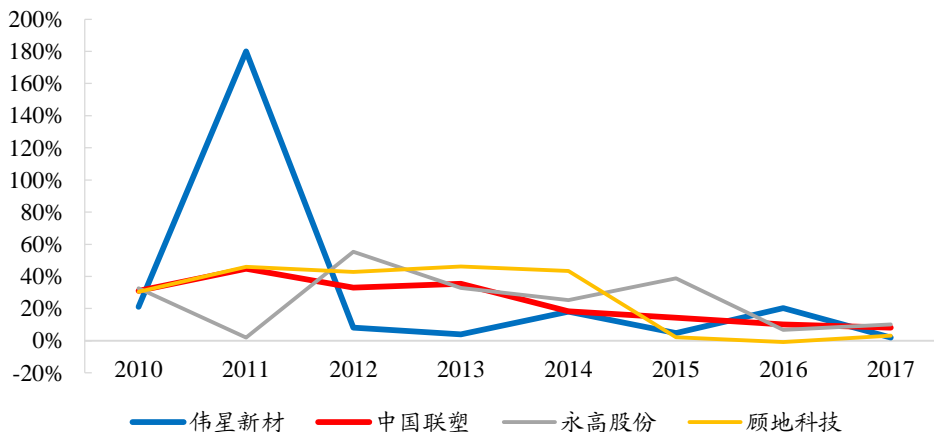
图30： 公司“在建工程增加额/（上年折旧+上年净利润）”指标情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司的再生产投入比例低并不是被迫为之，而是由行业属性和自身业务结构决定的。如行业逻辑部分所述，目前塑料管道行业整体已经出现较严重的供大于求情况，产能并不是制约行业及公司发展的首要因素。我们可以看到，行业内主要企业的固定资产增速都处于相对较低水平。如何优化现有产能，开拓下游市场需求才是各企业目前主要考虑的问题。

图31： 行业主要企业固定资产增速情况

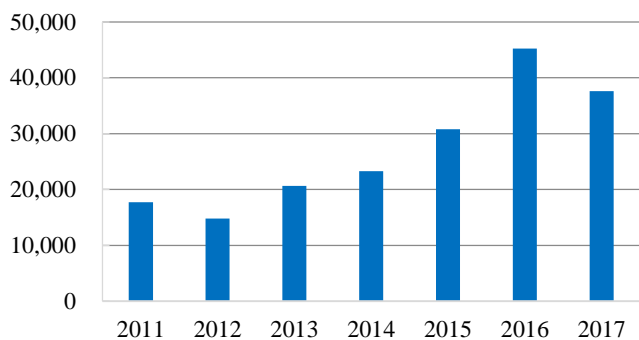


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

另一方面，从公司本身业务结构来说，占比最高的 PPR 管是属地化性质最弱的。举例来说，PE 管多为大口径管道，运输半径一般为 500 公里左右，会受运输半径限制，因此企业一般围绕生产基地周边市场开展 PE 管业务；而 PPR 管道口径相对较小，运输半径可达 1000 公里，受运输成本的影响不大。这使得公司开拓各地区的 PPR 管业务时可充分利用现有产能，无需像 PE 管业务一样需要在当地新建生产基地。这进一步减少了公司扩充固定资产的需求。

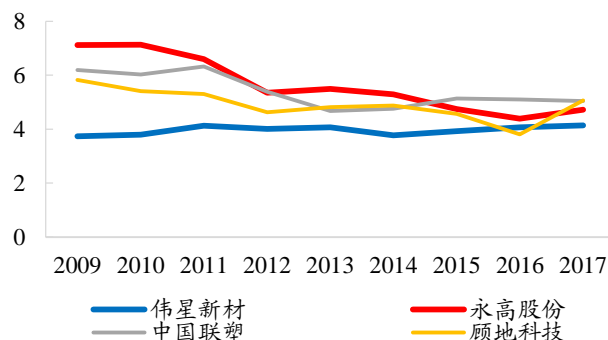
从库存情况来看，公司近年来库存量处于高位，且存货周转率在行业内处于较低水平，这也是由于公司扁平化的营销模式需要较多备货所致。这一经营模式上的特点也降低了公司扩充产能的意愿。

图32： 公司库存情况 (单位: 吨)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图33： 公司与竞争对手存货周转率对比



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

大股东现金需求较高，长期支撑高分红率。与公司的高分红率相伴随的是公司一直以来的高质押率。公司质押率近几年一直保持在 30%-50% 的高位，结合公司的高分红率来看，大股东对现金流的需求是较为强烈的。我们认为这一现状将长期

维持，有力支撑公司的分红率。

表4： 公司披露的大股东质押统计

	未解押股权质押数量	占总股本(%)	占其持有的股份数(%)
伟星集团有限公司	30,720.48	23.43	61.1
临海慧星投资发展有限公司	21,813.11	16.64	84.76
张三云	2,250.00	1.72	49.07
合计	54,783.59	41.79	67.97

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、 盈利预测和投资建议

公司是家装 PPR 龙头，消费股属性强，有估值提升空间；强大品牌效应有力支撑高利润水平，同时高分红率保证长期投资价值。预计 2019-2021 年归母净利润分别为 12.13/14.30/16.94 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.09/1.29 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 21.8、18.5 和 15.6 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

5、 风险提示

5.1、 公司利润水平下滑的风险

目前公司各项业务毛利率和公司整体净利率已达高点，公司市场开拓力度加大时可能从价格端和成本端影响利润水平，降低公司盈利预期。

5.2、 新项目创收力度不及预期的风险

按照我们乐观估计，重庆和西安工业园项目将使公司中西部地区营收大幅增长；若新项目业绩释放不及预期，可能对公司总体营收增速造成影响。

5.3、 大股东质押率较高的风险

公司大股东的股权质押率长期维持在较高水平，若市场出现波动可能带来平仓风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2771	2850	3321	3440	4293	营业收入	3903	4570	5338	6190	7212
现金	1430	1010	1313	1235	1847	营业成本	2079	2432	2846	3298	3842
应收账款	213	280	295	372	406	营业税金及附加	43	47	65	75	88
其他应收款	16	0	18	3	22	营业费用	586	625	785	905	1046
预付账款	69	77	94	104	127	管理费用	300	216	362	408	465
存货	536	651	739	872	1005	财务费用	-8	-15	-33	-38	-46
其他流动资产	507	832	861	854	887	资产减值损失	6	9	0	0	0
非流动资产	1427	1764	2127	2491	2875	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	78	317	556	796	1036	投资净收益	19	12	12	12	14
固定资产	859	862	1022	1169	1327	营业利润	962	1165	1325	1554	1830
无形资产	279	272	268	266	266	营业外收入	4	3	96	121	152
其他非流动资产	212	313	281	259	246	营业外支出	2	3	4	4	5
资产总计	4198	4614	5448	5931	7168	利润总额	963	1165	1416	1670	1978
流动负债	963	930	1275	1199	1600	所得税	142	186	142	167	198
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	821	979	1275	1503	1780
应付账款	233	271	319	365	432	少数股东损益	-0	1	62	73	86
其他流动负债	730	659	956	835	1168	归属母公司净利润	821	978	1213	1430	1694
非流动负债	24	27	27	27	27	EBITDA	1016	1235	1475	1741	2061
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.63	0.75	0.93	1.09	1.29
其他非流动负债	24	27	27	27	27						
负债合计	987	957	1302	1226	1627	主要财务比率					
少数股东权益	12	13	75	148	234	成长能力					
股本	1008	1311	1573	1573	1573	营业收入(%)	17.5	17.1	16.8	16.0	16.5
资本公积	695	421	159	159	159	营业利润(%)	24.3	21.1	13.7	17.3	17.8
留存收益	1569	1942	2276	2663	3098	归属于母公司净利润(%)	22.5	19.1	24.0	17.9	18.4
归属母公司股东权益	3198	3644	4071	4557	5307	获利能力					
负债和股东权益	4198	4614	5448	5931	7168	毛利率(%)	46.7	46.8	46.7	46.7	46.7
						净利率(%)	21.0	21.4	22.7	23.1	23.5
						ROE(%)	25.6	26.8	30.8	32.0	32.1
						ROIC(%)	24.3	26.0	30.4	32.0	32.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.5	20.7	23.9	20.7	22.7
						净负债比率(%)	-44.5	-27.6	-31.7	-26.3	-33.3
						流动比率	2.9	3.1	2.6	2.9	2.7
						速动比率	2.3	2.4	2.0	2.1	2.1
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
						应收账款周转率	20.4	18.5	18.5	18.5	18.5
						应付账款周转率	8.4	9.6	9.6	9.6	9.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.63	0.75	0.93	1.09	1.29
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.41	1.15	0.98	1.53
						每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.78	3.11	3.48	4.05
						估值比率					
						P/E	32.2	27.0	21.8	18.5	15.6
						P/B	8.3	7.3	6.5	5.8	5.0
						EV/EBITDA	29.9	24.9	20.7	17.6	14.6
现金流量表(百万元)											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E						
经营活动现金流	942	957	1502	1287	2010						
净利润	821	979	1275	1503	1780						
折旧摊销	95	100	94	109	130						
财务费用	-8	-15	-33	-38	-46						
投资损失	-19	-12	-12	-12	-14						
营运资金变动	18	-137	179	-274	160						
其他经营现金流	35	42	0	0	0						
投资活动现金流	-62	-773	-445	-460	-500						
资本支出	265	221	124	124	144						
长期投资	170	-245	-240	-238	-241						
其他投资现金流	374	-797	-561	-574	-597						
筹资活动现金流	-464	-605	-753	-906	-898						
短期借款	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
普通股增加	233	303	262	0	0						
资本公积增加	-183	-273	-262	0	0						
其他筹资现金流	-513	-634	-753	-906	-898						
现金净增加额	417	-421	303	-78	612						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>