

伟星新材 (002372): 产品和渠道为基, 打造PPR核心业务圆

2019年10月22日

强烈推荐/维持

伟星新材 公司报告

报告摘要:

产品力突出, 毛利率行业领先。伟星新材是家装 PP-R 管材行业的绝对龙头, 同时涉足 PE 以及 PVC 管材的生产销售。长期坚持零售为先的发展战略, 通过达到在 PP-R 零售业务上的绝对领先, 公司毛利率在同业内一枝独秀。

盈利能力突出, 业绩稳增抗周期性强。自上市以来, 伟星新材 ROE 不断高增, 2015 年成为行业第一后保持至今, 2018 年加权 ROE 已达到 29.45%。公司综合优势突出, 具有优异的抗周期属性, 伟星新材是 2012-2019H1 期间塑料管材行业上市公司中唯一平稳增长, 没有出现业绩下滑的公司。

长期耕耘造就护城河, 股权激励再拓宽。通过产品+品牌+渠道+服务四位一体, 公司打造出壁垒极高的商业模式。公司重视人才, 管理层稳定性高, 连续推出两期股权激励计划拓宽商业模式的护城河。自上市以来, 累计现金分红 32.33 亿元, 累计分红率 68.40%。公司股息率长期保持在同业中的最高位置, 在 A 股 3000 余支股票中也长期处于前 10%。

零售与工程共进步, 新老业务渠道协同性强。公司优势在于零售端, 2017 年开始在工程端发力, 今年以来基建投资企稳回升, 塑料管道对传统管道有替代之势, 工程管道业务发展空间巨大。公司坚守同心圆进行新业务开拓, 围绕管道业务上下游开展防水和净水业务, 新业务与公司销售渠道协同性很强, 我们看好其增长前景。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2019 年到 2021 年的营业收入 51.27 亿、61.19 亿元和 71.83 亿元, 归属于母公司所有者的净利润为 11.02 亿元、14.13 亿元和 16.71 亿元, 对应的 EPS 为 0.70 元、0.90 元和 1.06 元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示: 需求释放程度不及预期、原材料价格上涨超出预期、新品市场开拓力度不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,902.9	4,569.5	5,127.0	6,219.0	7,183.0
增长率 (%)	17.50%	17.10%	12.20%	21.30%	15.50%
净利润 (百万元)	821.29	978.33	1,102.0	1,413.8	1,671.4
增长率 (%)	22.50%	19.10%	12.60%	28.30%	18.20%
净资产收益率 (%)	25.68%	26.85%	21.87%	21.91%	20.57%
每股收益 (元)	0.52	0.62	0.70	0.90	1.06
PE	33	27	24	19	16
PB	5	6	5	4	3

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

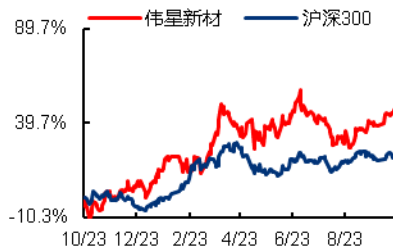
公司产品分为三大系列: 一是 PPR 系列管材管件, 主要应用于建筑内冷热给水; 二是 PE 系列管材管件, 主要应用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等领域; 三是 PVC 系列管材管件, 主要应用于排水排污、电力护套等领域。公司是 PPR 管材管件龙头企业, 在这一领域市场占有率达到 8% 左右。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (元)	17-14.33
总市值 (亿元)	267.43
流通市值 (亿元)	240.5
总股本/流通 A 股 (万股)	157311/141469
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.47

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512070003

研究助理: 韩宇

hanyu_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480119070045

目 录

1. 消费管材标杆厚积而薄发，专注零售造就行业领先毛利率	4
1.1 产品以 PP-R 为主，是消费管材标杆	4
1.2 长期专注 PP-R 筑牢公司业绩基础，毛利率一枝独秀	5
2. 行业步入稳定发展期：集中度提升，PP-R 产量占比稳步提高	6
3. 盈利能力突出，业绩稳增抗周期性强	8
3.1 优异的盈利能力来自于行业话语权的提升	9
3.2 伟星新材业绩稳健，综合优势下周周期性波动较小	9
4. 商业模式壁垒高企，股权激励拓宽护城河	10
4.1 产品+品牌+渠道+服务四位一体，用消费品模式打造宽阔护城河	10
4.2 管理层连续多年保持稳定，股权激励计划拓宽公司护城河	14
5. 零售与工程齐头并进，渠道协同造就龙头新成长	15
5.1 零售与工程双轮驱动，PE 增速首超 PP-R	15
5.2 坚守同心圆实施产品多元化，渠道协同助力龙头新成长	16
6. 上市以来持续进行高比例现金分红，现金牛特质凸显	17
6.1 伟星新材上市以来累计现金分红达到 32.33 亿元	17
6.2 公司货币资金充足，现金流量充沛	18
6.3 伟星新材股息率高，股价防守性好	19
7. 盈利预测与估值	19
8. 风险提示	20
相关报告汇总	22

表格目录

表 1：伟星新材“星管家”服务属行业首创	14
表 2：公司 2016 年股权激励对象	14
表 3：公司股权激励行权条件	14
表 4：2018 年 500 强房地产开发企业首选供应商管材管件类前 5 名	15
表 5：伟星新材股价敏感性分析	20

插图目录

图 1：伟星新材股权结构示意图	4
图 2：伟星新材产品结构（2019 年半年报）	5
图 3：伟星新材分区域营收占比（2019 年半年报）	5
图 4：PP-R 营收增速快，稳定性高	5
图 5：PP-R 营收增长对公司总营收增长贡献最大	5
图 6：2012-2018 公司三大主打管材管件毛利率变化情况	6
图 7：PP-R 毛利目前已占整体毛利的 70% 以上	6

图 8：2013-2019H1 伟星新材销售毛利率在塑料管材同业中一直保持领先地位	6
图 9：塑料管道行业产业链上下游	7
图 10：2009-2018 我国塑料管道总产量不断攀升	7
图 11：代表性上市公司产量之和占行业总产量的比例	8
图 12：塑管行业的产品格局	8
图 13：PP-R 管道产量占比稳步提升	8
图 14：PP-R 管道产量及其同比增速	8
图 15：2012-2018 伟星新材与同业公司 ROE 变化情况	9
图 16：2012-2018 伟星新材 ROE 提升驱动因素分解	9
图 17：2012-2018 伟星新材应收账款周转率上升，应付账款周转率下降	9
图 18：2012-2019H1 伟星新材扣非归母净利增速保持相对稳定	10
图 19：公司聘请优质影视演员张国立作为形象代言人	11
图 20：公司在天猫和苏宁开设的官方旗舰店	11
图 21：伟星新材保持着远高于同业的销售费用率	12
图 22：伟星新材营销网络布局全国	12
图 23：伟星新材扁平化的营销网络结构	12
图 24：伟星新材“星管家”服务模式示意图	13
图 25：职工薪酬在公司总销售费用中的占比不断走高	13
图 26：伟星新材销售人员数量占公司总员工比例同业最高	13
图 27：2017 年 PE 营收增速首超 PP-R	16
图 28：伟星新材应收账款周转率长期领先同业	16
图 29：PVC 管材管件销售收入及同比增速	16
图 30：以伟星管为圆心的同心圆多元化战略	17
图 31：伟星新材上市以来年度分红情况	18
图 32：伟星新材财务费用率在主要同业中长期保持低位	18
图 33：2013-2019H1 伟星新材货币资金情况	19
图 34：2013-2019H1 伟星新材收现比情况	19
图 35：伟星新材股息率在同业中保持在相对较高位置	19

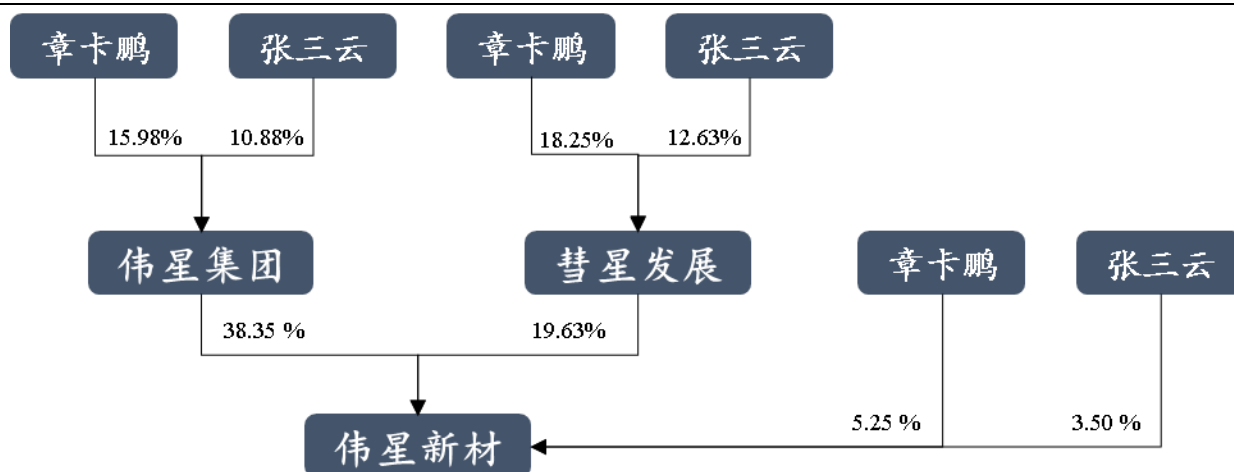
1. 消费管材标杆厚积而薄发，专注零售造就行业领先毛利率

1.1 产品以 PP-R 为主，是消费管材标杆

浙江伟星新型建材股份有限公司（伟星新材）成立于 1999 年，主营业务是生产和销售各类中高端塑料管道。伟星新材是国内装修管材的龙头，在 PP-R 管道领域保持着技术领先和绝对龙头地位，同时也是国内塑料管道行业唯一一家以 PP-R 塑管为主打产品的上市公司。

伟星新材股权结构多年来一直非常稳定，公司的实控人为章卡鹏和张三云。两人通过直接持股和通过伟星集团和彗星发展间接持股两种方式，共持有公司 14.96%和 10.15%的股份，两人为一致行动人，共持股 25.11%。

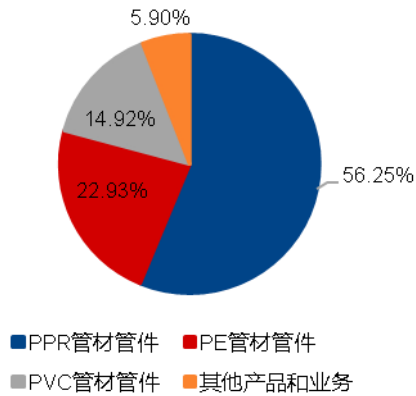
图 1：伟星新材股权结构示意图



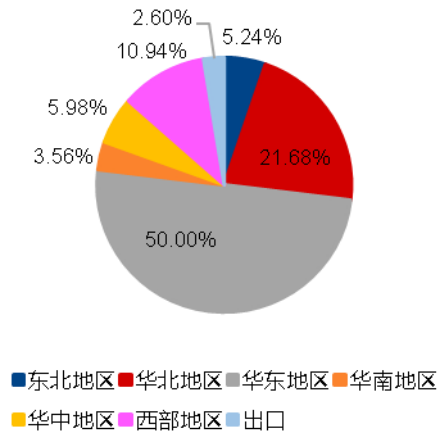
资料来源：wind，东兴证券研究所

公司以“零售+工程”的销售策略来谋划产品布局。零售方面以 PP-R 系列管材为主，目前在公司总营收中占比最大，达到 56.25%，主要用于建筑内的冷热给水。公司 PP-R 产品在全国的市占率已经达到 8%，在华东市场的市占率在 10%以上。PP-R 管产品行业市场总规模约为 300 亿左右。工程方面以 PE 系列管材为主，主要应用领域包括市政供水、采暖、燃气以及排水排污等，在总营收中占比为 22.93%。在公司营收中占比 14.92%的 PVC 管材在零售和工程渠道都有销售，且以零售为主，主要应用于排水和电力护套等领域。

伟星新材在全国布有浙江、上海、天津、重庆、西安五大生产基地，以上海为中心的华东区域是公司的传统优势市场，华东区营收占据了公司营收的半壁江山，达到了 50%。

图 2：伟星新材产品结构（2019 年半年报）


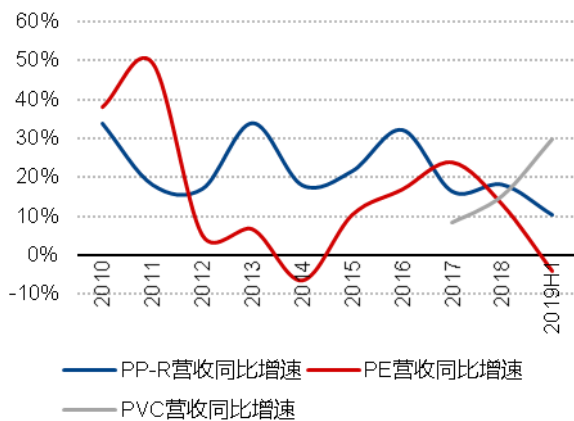
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：伟星新材分区域营收占比（2019 年半年报）


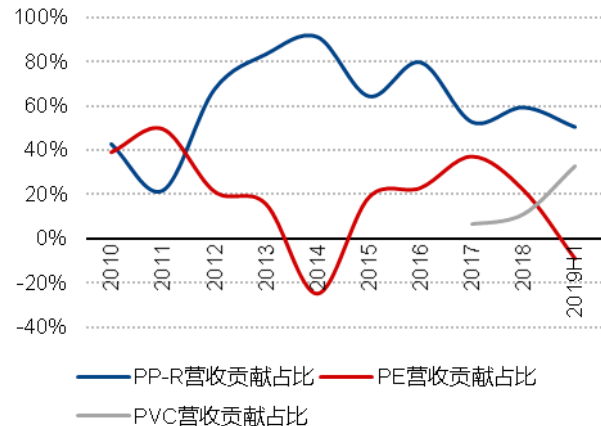
资料来源：wind，东兴证券研究所

1.2 长期专注 PP-R 筑牢公司业绩基础，毛利率一枝独秀

一直以来，公司实行以零售为先的发展战略，主推更适合零售渠道的 PP-R 管材。伟星长期坚持深耕渠道扁平化，打造“星管家”销售服务，使得 PP-R 管材零售业务成长迅速，PP-R 管材营收增速不仅长期领先其他产品，而且增速也是所有产品中最稳健的一个。PP-R 管材营收增长在公司总营收增长中所占的比例几乎一直是最大的，巅峰时期甚至达到了 91.28%。可以说，长期专注 PP-R 的产品策略筑牢了公司业绩基础。

图 4：PP-R 营收增速快，稳定性高


资料来源：wind，东兴证券研究所

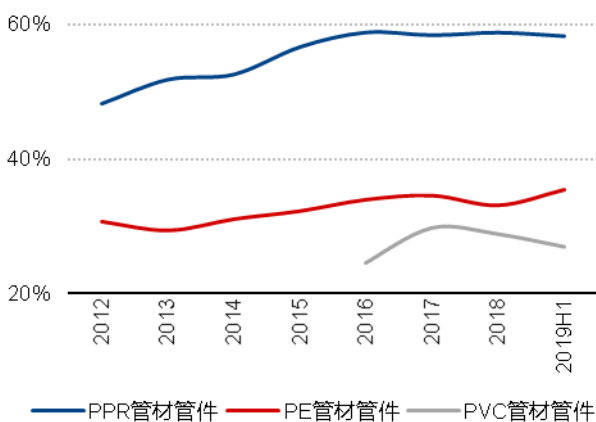
图 5：PP-R 营收增长对公司总营收增长贡献最大


资料来源：wind，东兴证券研究所

得益于 PP-R 管材在塑料管材里高端的产品地位，公司 PPR 管高品牌度所带来的溢价能力、“星管家”销售服务模式带来价格增值以及扁平化渠道对渠道利润的削减，再加上塑料管材的上游为石油化工产业，产品有 70% 的成本为原材料，即便在石油价格出现大幅波动的时期，公司也能通过调整零售端的价格以及提前采购囤货来保证毛利率的稳定。PP-R 管材一直是公司毛利率最高的产品，也在公司整体毛利中占据最大份额。PP-R 管材零售业务的蓬勃发展带动了公司整体毛利的提升以及持续领先，2013-2019H1 伟

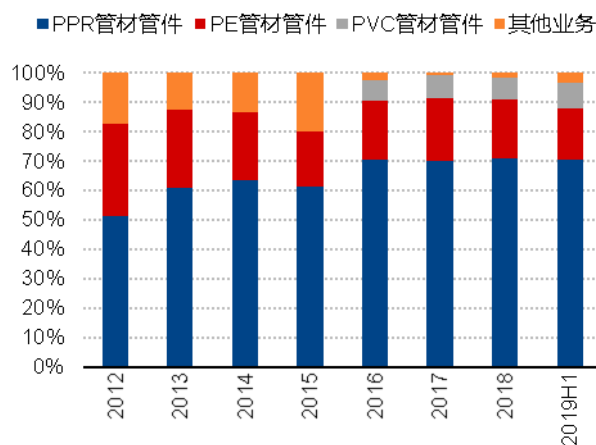
星新材销售毛利率在塑料管材同业中一直保持领先地位。

图 6：2012-2018 公司三大主打管材管件毛利率变化情况



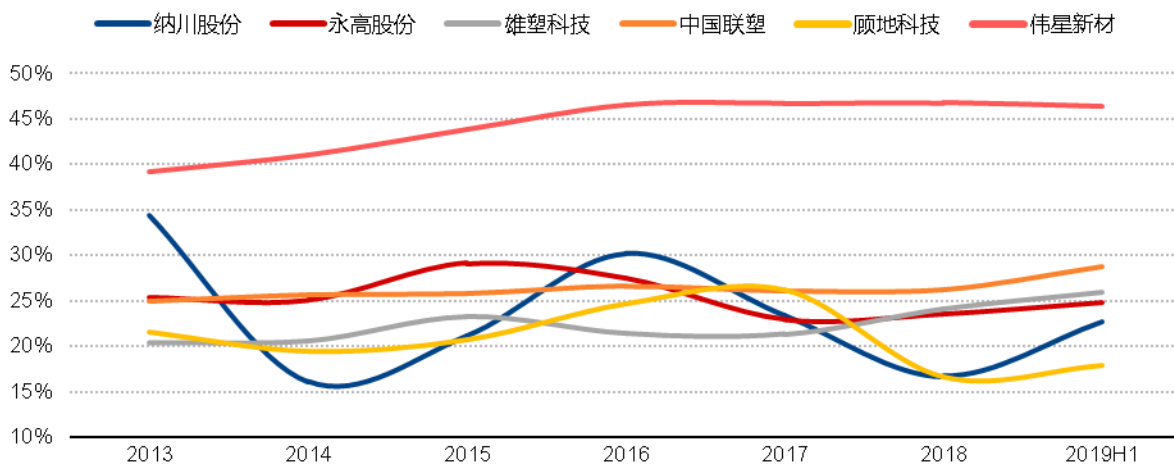
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：PP-R 毛利目前已占整体毛利的 70%以上



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8：2013-2019H1 伟星新材销售毛利率在塑料管材同业中一直保持领先地位

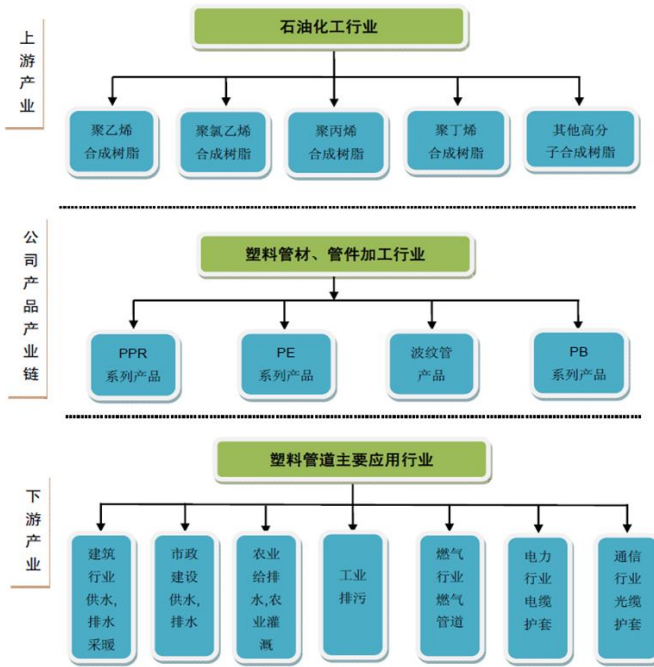


资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 行业步入稳定发展期：集中度提升，PP-R 产量占比稳步提高

伟星新材主营的塑料管材行业属于化学建材的一种，行业的上游为石油化工产业，原材料包括聚乙烯和聚氯乙烯等合成树脂，行业的下游方面，应用领域主要包括建筑给排水及采暖、市政建设给排水及采暖、农业给排水、电力护套以及燃气管道等。

图 9：塑料管道行业产业链上下游

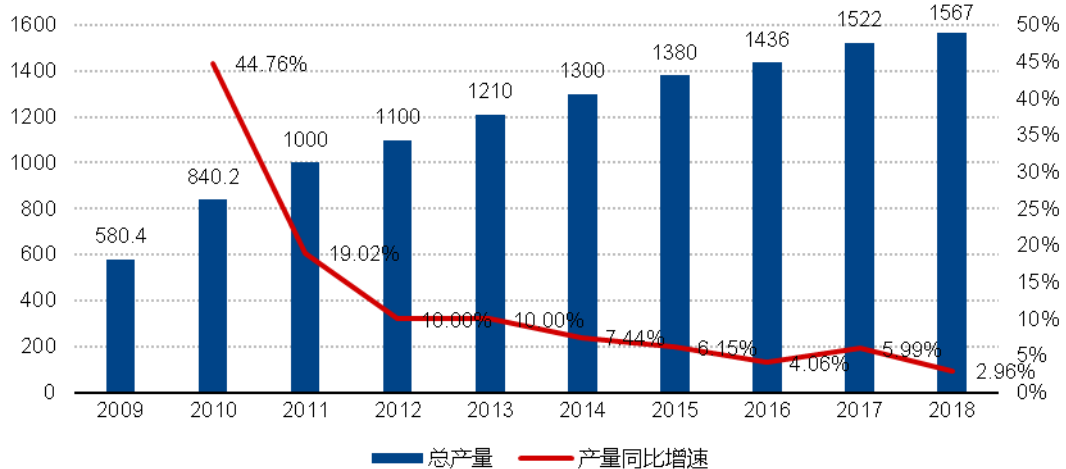


资料来源：招股书，东兴证券研究所

1999 年起我国塑料管道进入产业化发展阶段，20 年来，我国塑料管材行业在经历了高速增长期之后，行业增速趋于稳定，目前全行业年产量同比增速保持在 3-6% 之间。2009-2018 年，我国塑料管道总产量由 580.4 万吨增加到 2018 年的 1567 万吨，CAGR 达到 10.44%。根据《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》的预测，2020 年我国塑料管道行业的总产量将达到 1700 万吨。2019 和 2020 年的年均增速在 4% 左右，仍将保持稳定。

图 10：2009-2018 我国塑料管道总产量不断攀升

单位：万吨

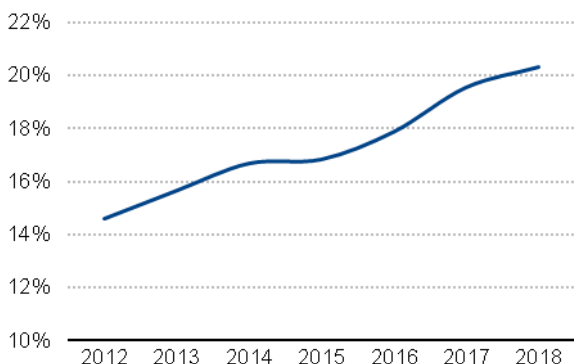


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

塑料管道行业集中度呈现明显的上升趋势。以中国联塑、伟星新材、纳川股份、永高股份、顾地科技5家为代表的上市公司产量在全行业产量中的占比由2012年的14.50%上升到2017年的20.31%。

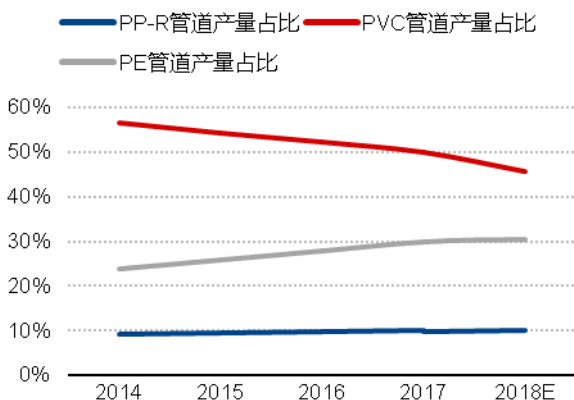
PP-R产量占比稳步提高。在产品结构方面，我国塑料管材主要包括PVC（聚氯乙烯）类、PE（聚乙烯）类和伟星主打的PP-R（无规共聚聚丙烯）类三种，根据前瞻产业研究院的数据，2018年三个品类占比分别为45.80%、30.40%和10.20%，这三种材料应用领域有所不同，但在一定程度上可以互相替代，传统制作工艺下PVC材料制造要加入含铅的热稳定剂，可能会对人身体造成伤害，近几年随着城镇化率的迅速提高，居民消费水平和健康观念不断提升，塑料管道行业产品结构也随之不断变化，PVC管道占比不断下降，而PP-R管道和PE管道的占比不断上升。已知塑管行业的总产量和产品结构历年变化情况，我们测算PP-R管道产量已由2014年的120.90万吨上升到了2018年的159.83万吨，5年CAGR为5.74%，增长较为稳健。

图 11：代表性上市公司产量之和占行业总产量的比例



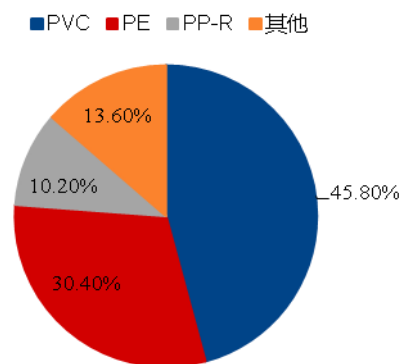
资料来源：wind，东兴证券研究所，中国联塑用销量数据替代

图 13：PP-R 管道产量占比稳步提升



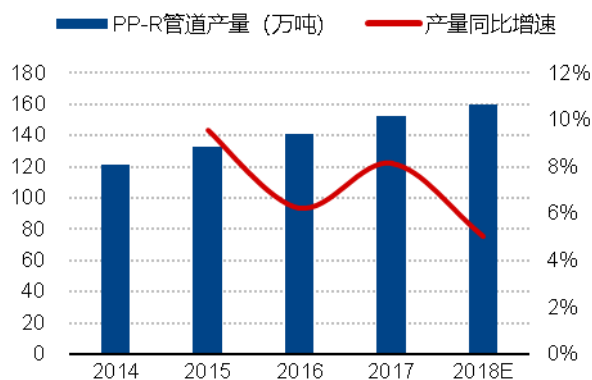
资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图 12：塑管行业的产品格局



资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

图 14：PP-R 管道产量及其同比增速

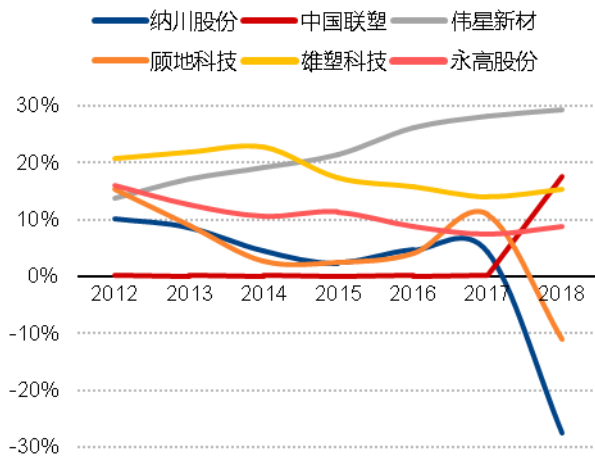


资料来源：东兴证券研究所

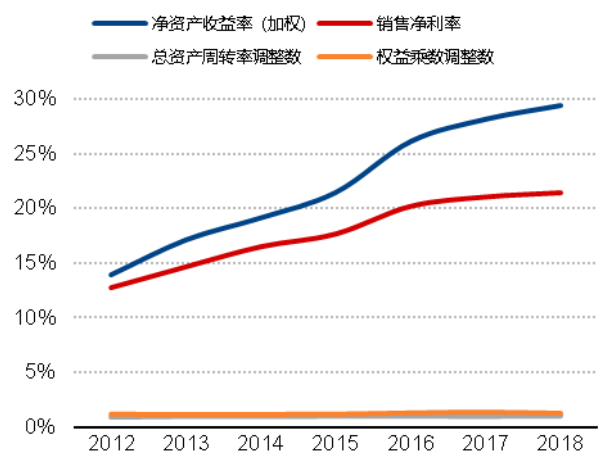
3. 盈利能力突出，业绩稳增抗周期性强

3.1 优异的盈利能力来自于行业话语权的提升

上市以来, 伟星新材 ROE 不断攀升。最重要驱动因素在于销售净利率的改善, 2012-2018 年间, 公司销售净利率从 12.70% 大幅攀升至 21.43%, 驱动 ROE (加权) 从 13.87% 上升至 29.45%。而在此期间, 权益乘数和总资产收益率几乎保持不变。

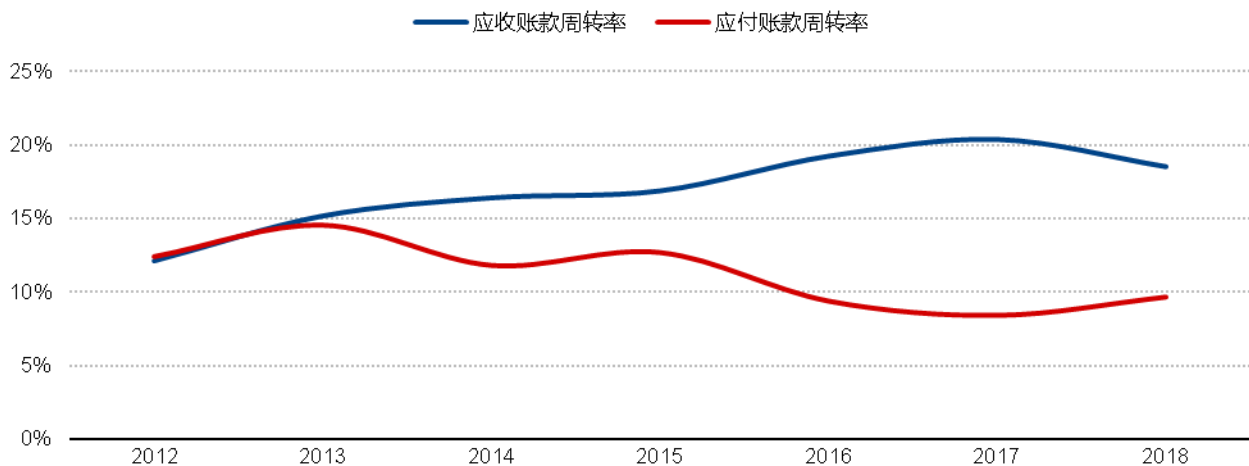
图 15: 2012-2018 伟星新材与同业公司 ROE 变化情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 16: 2012-2018 伟星新材 ROE 提升驱动因素分解


资料来源: wind, 东兴证券研究所, 调整数计算方法为: 原值/100

销售净利率的大幅提升的背后, 是公司在塑料管材行业上下游越来越高的行业话语权, 在零售端面对消费者的定价能力越来越强, 被上游供应商给予的信用周期越来越长。2012 年到 2018 年, 公司应收账款周转率不断升高, 应付账款周转率呈下降趋势。

图 17: 2012-2018 伟星新材应收账款周转率上升, 应付账款周转率下降


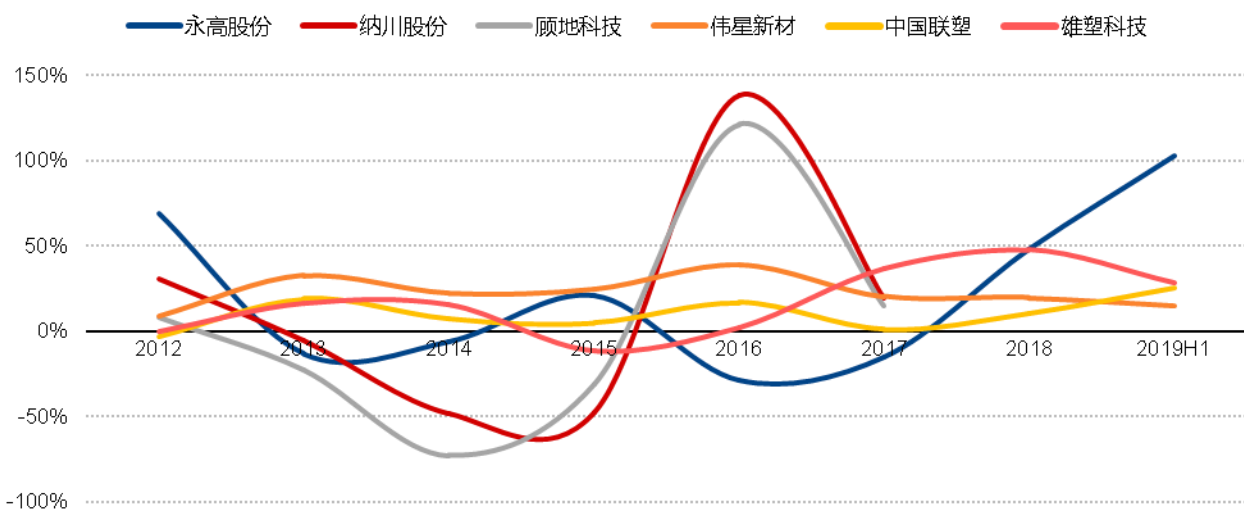
资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2 伟星新材业绩稳健, 综合优势下周期性波动较小

伟星新材所在的建材行业是典型的周期性行业，行业内公司业绩受宏观经济形势，特别是房地产端和基建投资端需求的影响很大。故业内大部分公司业绩存在大起大落的现象，伟星新材作为消费建材的龙头企业，通过打造出行业领先的To C零售商业模式，使得公司业绩增速稳健，对冲外部环境波动的能力越来越强。

伟星新材是2012-2019H1期间塑料管材行业上市公司中唯一平稳增长，没有出现业绩下滑的公司。2012-2018年间，公司扣非归母净利润和营收CAGR分别达到22.14%和13.73%，增长非常稳健。

图 18：2012-2019H1 伟星新材扣非归母净利润增速保持相对稳定



资料来源：wind，东兴证券研究所，2018和2019H1顾地科技及纳川股份业绩增速出现极端值故予以剔除

4. 商业模式壁垒高企，股权激励拓宽护城河

4.1 产品+品牌+渠道+服务四位一体，用消费品模式打造宽阔护城河

伟星新材在产品策略、渠道建设、销售服务以及品牌推广方面独具慧眼，具有超前的战略眼光。通过在这四个方向上持续发力，公司用消费品的经营模式造就出宽阔的建材生意护城河，具备了领先的综合竞争力。

4.1.1 产品策略：以PP-R为基，打造核心产品

伟星新材目前PP-R及PE完全自产，到2018年，PVC管材的自产率为30%。这样的产品策略源于公司对于盈利的重视，PP-R作为塑料管道中的高端产品，主要用于C端家装给水管道，定位高端且直接面对消费者的商业模式为厂家获取产品定价权，进而提升毛利率提供了基础。PPR管以其优异的环保稳定健康的属性成为供给水管的首选，成为公司产品的重要核心，打造出了品牌度高的自身核心产品。而在家装用材消费升级、存量房二次装修更新替换以及我国城镇化进程方兴未艾三重因素的共同作用之下，PP-R管道需求空间依然巨大，PPR管是未来家装塑料给水管道的顺势所趋。

4.1.2 品牌推广：广告投入超前行业，近期品牌形象再升级

早在 2013 年，公司便聘请张国立为公司产品代言人，通过优质影视演员来强化公司产品在消费者心目中高端的产品形象。除了传统的电视广告渠道之外，公司还积极利用互联网进行传播，不仅在各大门户网站投放广告，并且在天猫、淘宝和苏宁开设了直营店。公司互联网平台目前主要定位为企业品牌形象宣传的窗口。2019 年，伟星新材启用了新的品牌形象和英文名称“VASEN”，在公司对品牌建设一如既往的重视之下，伟星管和星管家服务已经深入工长、家装公司以及消费者的内心，此次品牌形象的再次升级是对以往品牌力的巩固，也是公司开启国际化征程，完成品牌力再次提升的注脚。

图 19：公司聘请优质影视演员张国立作为形象代言人



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 20：公司在天猫和苏宁开设的官方旗舰店



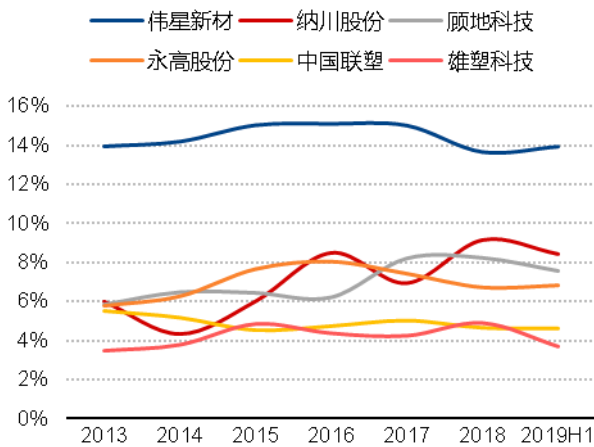
资料来源：天猫，苏宁，东兴证券研究所

4.1.3 渠道建设：零售为先战略下打造扁平化销售网络

伟星新材深耕零售渠道已有 10 年，2019 年伟星在全国设立了 30 多家销售分公司，1000 多家一级经销商，拥有 26000 家左右的销售网点。相较于传统多层级的渠道模式，伟星新材长期耕耘，打造出扁平化的渠道营销网络，扁平化渠道主要有两个方面的独特优势：一、经销商的层级只有 2-3 级，公司到消费者之间的距离非常短，这有利于公司及时掌握市场变化，真正做到以客户为中心；二、以分公司而不是子公司的形式在全国各地设置营销网点，使得公司对分支机构的掌控力加强，有利于公司经营政策在各地得到强有力的执行。

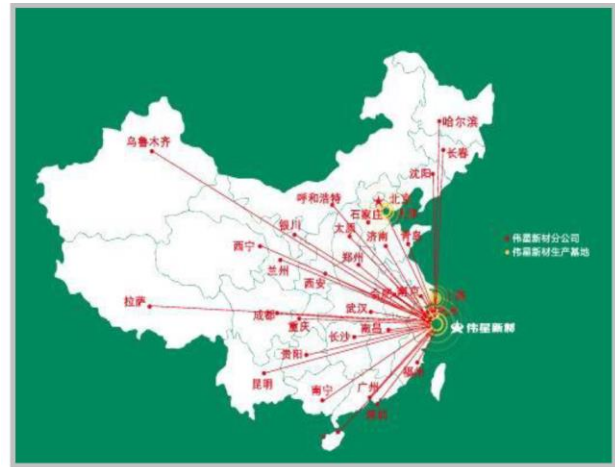
自设销售网点和缩减经销商层级的做法是伟星新材以消费者为中心，提供优质产品和服务的基础，但同时也增加了公司需要直接控制的营销网点的数目，这拉高了公司在销售人员工资薪酬、销售推广宣传上的费用支出。2013-2019H1，伟星新材保持着远高于同业的销售费用率。

图 21: 伟星新材保持着远高于同业的销售费用率



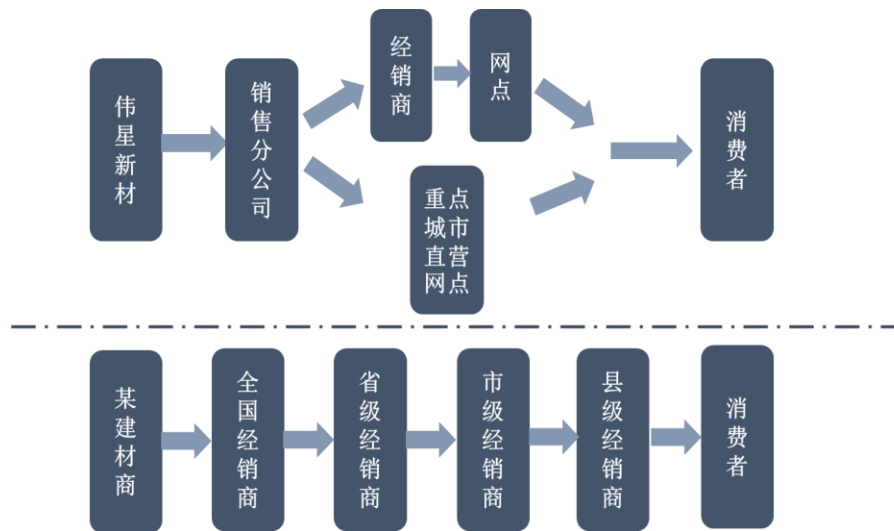
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 22: 伟星新材营销网络布局全国



资料来源: 公司社会责任报告, 东兴证券研究所

图 23: 伟星新材扁平化的营销网络结构



资料来源: 东兴证券研究所

4.1.4 售后服务: “星管家”式服务业界首创, 紧靠客户掌握定价权

建筑内给排水属于室内装修中的隐蔽工程的一部分, 如果所用管道质量有问题, 那么返修所花费的成本会非常大, 所以消费者普遍非常注重管材的品质, 而对产品价格敏感度不高。针对于此, 公司 2012 年率先推出“星管家”服务, 通过“三免一告知”的方式, 解除客户对管材的后顾之忧。“星管家”服务内容主要包括: ①产品真伪鉴定, 确保业主使用的是公司的高品质产品; ②高倍水压测试等服务, 为安装完毕的管道进行“系统体检”, 减少安全隐患; ③拍摄录制管路走向图, 方便业主日后管路改造和软装; ④专业讲解产品知识和使用须知, 帮助业主了解并选择合适的管道及知晓今后使用中的注意事项。

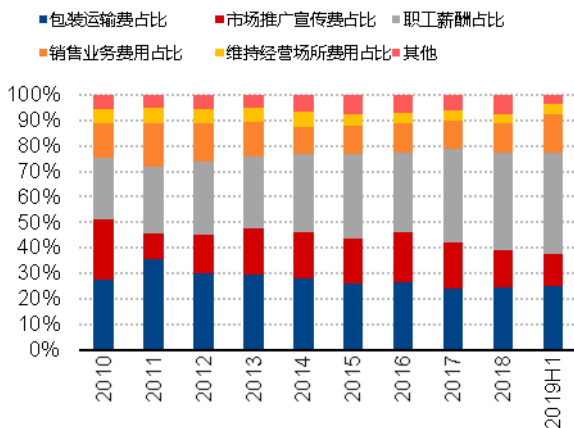
图 24：伟星新材“星管家”服务模式示意图



资料来源：公司 2017 年社会责任报告，东兴证券研究所

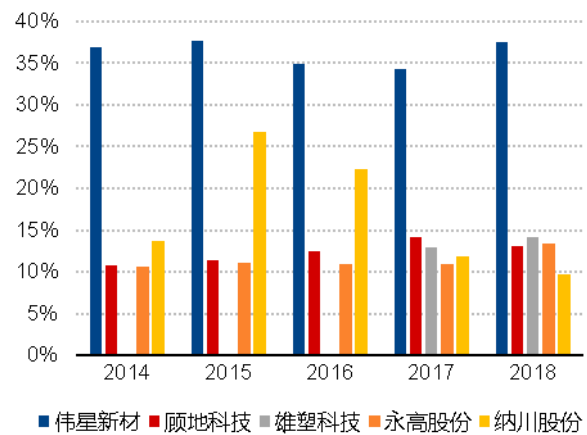
“星管家”服务的推出真正解决了消费者对室内给排水管道隐蔽工程的痛点，并且在消费者心中塑造了产品安全可靠，服务完善周到的品牌形象。“星管家”服务对消费者是免费的，星管家服务人员一部分属于公司正式员工，一部分是由经销商提供。伴随“星管家”服务的推出，公司销售服务人员不断增多，销售费用中的职工薪酬支出不断增长，在销售费用中的占比从 2010 年上市之初的 24.22% 增长到 2019H1 的 39.94%。同时，伟星新材也是可比 A 股上市公司中销售人员占公司总员工比例最大的，所占比例长期保持在 35% 左右。

图 25：职工薪酬在公司总销售费用中的占比不断走高



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 26：伟星新材销售人员数量占公司总员工比例同业最高



资料来源：wind，东兴证券研究所

“星管家”属于伟星新材提供的免费增值服务，在行业内属于首创，扁平化的销售渠道也是伟星在行业内先行试水成功。这两项营销创新推高了公司销售费用支出，但拉近了公司产品与消费者之间的距离。再加之人们对塑料水管隐蔽工程的质量普遍有所担忧，在预算允许的情况下会尽最大可能选购自己信得过的管材品牌，因而大多消费者对管材价格不是很敏感。伟星新材正是依靠这两项营销创新，使得自身

在面对消费者时掌握了较高的定价权。

表 1：伟星新材“星管家”服务属行业首创

公司名称	售后增值服务名称	售后增值服务推出时间
伟星新材	星管家	2012
永高股份	优管家	2015
日丰管业	安全卫士	2015
金牛管业	金牌服务	2016
金德管业	臻服务	2017

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 管理层连续多年保持稳定，股权激励计划拓宽公司护城河

4.2.1 上市以来，公司凝聚力强仅有一位高管离职

伟星新材自 2010 年上市以来便保持着极为稳定的高级管理层结构，上市至今，公司仅有一位副总经理屈三炉屈总因为退休而离任，后又被公司以顾问的形式进行返聘。管理层结构稳定，公司凝聚力强，激励机制也比较到位，经营战略多年来都得到了扎实地执行。

4.2.2 重视经销商队伍，股权激励对象拓展至全国区域负责人

公司高度重视经销商队伍，积极运用股权激励工具。早在 2011 年第一批股权激励对象中，浙江、江苏和上海区域总经理便在列。在公司顺利达成股权激励计划方案列明的业绩目标后，紧跟业务扩张的步伐，于 2016 年再次推出激励范围更广的股权激励方案，将激励范围扩大到了公司在全国各地经销分公司的负责人。目前，公司第二期股权激励计划设定的第三个解锁期的解锁条件已经成就。

表 2：公司 2016 年股权激励对象

序号	姓名	职务/职级	获授股票期权数量 (万股)	获授股票期权占公司股 本总额比例
1	金红阳	董事长兼总经理	235.00	0.41%
2	屈三炉	副总经理	60.00	0.10%
3	施国军	副总经理	160.00	0.28%
4	戚锦秀	副总经理	150.00	0.26%
5	谭梅	董事会秘书兼副总经理	120.00	0.21%
6	陈安门	财务总监	120.00	0.21%
7	主要中层管理骨干以及核心技术和业 务骨干 (51 人)		955.00	1.65%
合计	-	-	1,800.00	3.11%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：公司股权激励行权条件

	2016 年	2017 年	2018 年
行权期（自授权日起 X 个月）	12-24	24-36	36-48

行权比例	30.00%	35.00%	35.00%
加权平均净资产收益率	15.00%	15.00%	15.00%
归属于上市公司股东的净利润 较 2013-2015 年平均净利润增长	35.00%	50.00%	70.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在塑料管材行业，人才是核心的竞争力。特别是在公司经过多年发展，在产品研发及策略、渠道扁平化、销售服务以及品牌传播方面培育起一大批业绩突出的营销、管理和技术人员之后，适时扩大激励范围，对于维持公司的人才梯队稳定、保持商业模式的持续领先以及实行精细化管理提升整体运营效率这三个方面有着非常积极的意义。

5. 零售与工程齐头并进，渠道协同造就龙头新成长

5.1 零售与工程双轮驱动，PE 增速首超 PP-R

随着工程业务领域市场秩序的不断规范，以及公司生产基地的全国布局，伟星新材于 2017 年开始执行零售与工程双轮驱动的发展战略，积极参与以 PE 管道为主的工程业务，公司工程业务主要在市政工程、燃气业务以及房地产工程三个方面。

5.1.1 多重利好助力公司工程业务增长

伟星新材工程业务多重利好加持。市政工程方面，公司 PE 管材产品定位中高端，近年来愈加受到市政项目的青睐。燃气业务方面，公司燃气管件于 2017 年上半年成功进入 G5+（2008 年，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成立“燃气企业聚乙烯输配系统质量控制合作小组”，简称“G5+合作小组”），获取了参与燃气管道市场竞争的入场券，目前国内燃气管道的主干网已经基本建成，支管网的建设对塑料管道需求比较大，加之国家层面对煤改气的支持力度不减，公司燃气管道业务发展前景广阔。房产工程方面，住房精装修的趋势近年来愈发明显，而精装修将工程质量责任落实到了地产商，因而采购方倾向于中高端塑料管材，伟星新材不仅产品力突出，并且综合服务能力强，来自中国房地产协会的数据显示，伟星新材在房地产企业管材管件类供应商中首选率在 2018 年排名第 2。2019 年以来公司工程类业务营业收入的占比提升至 30%。

表 4：2018 年 500 强房地产开发企业首选供应商管材管件类前 5 名

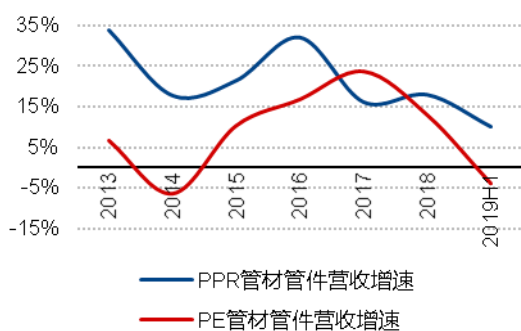
排名	品牌	首选率
1	联塑	25%
2	伟星	14%
3	日丰	12%
4	中财	9%
5	金德	7%

资料来源：中国房地产协会，东兴证券研究所

5.1.2 PE 增速首超 PP-R，主动控规模行稳致远

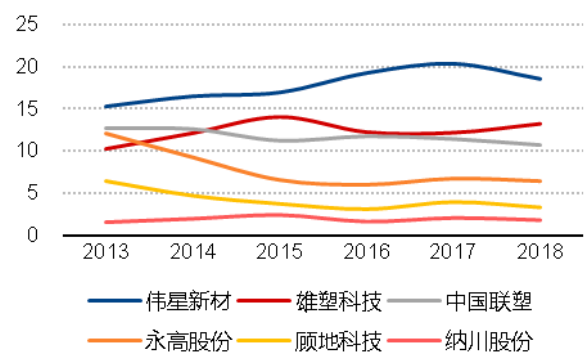
公司自 2017 年对零售与工程给予同等战略地位之后, PE 管材管件业务营收增速于 2017 年首次超过 PP-R 管材管件。与此同时, 公司非常注重对工程业务回款风险的控制及项目挑选, 会优先选择优质工程项目提升盈利能力并保证现金流回收, 公司把工程款回收列为经销人员的考核指标之一, 有效控制了回款风险, 再加之 To C 业务为主的商业模式, 伟星新材整体应收账款周转率在上市同业中长期保持领先。2019H1, 公司主动控制了业务扩张, 导致营收规模缩减 4.08%, PE 管材管件在增速超过 PP-R 之后所有回落, 我们认为正是公司谨慎发展市政工程业务的体现, 从 17 年发力到 18 年增速首超 PP-R, 公司 PE 管材管件具备巨大的发展潜力, 公司出于保证现金流质量的考虑主动控制 PE 管材规模, 行稳致远。

图 27: 2017 年 PE 营收增速首超 PP-R



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 28: 伟星新材应收账款周转率长期领先同业



资料来源: wind, 东兴证券研究所

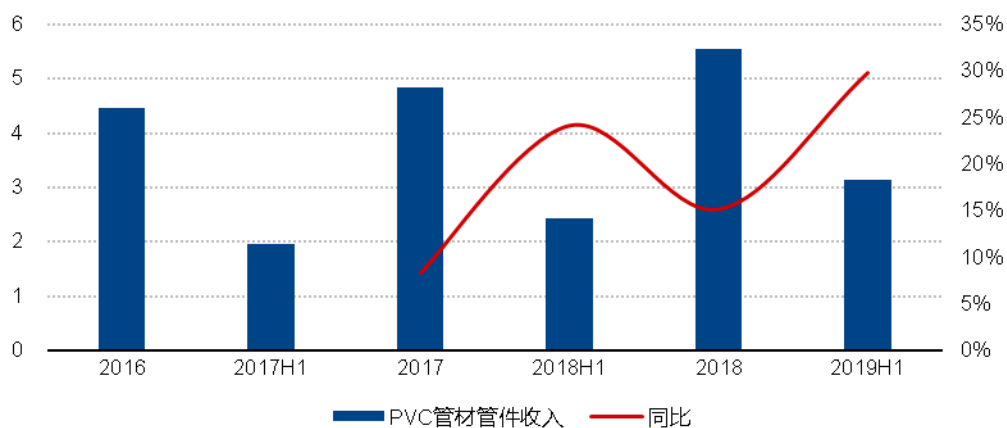
5.2 坚守同心圆实施产品多元化, 渠道协同助力龙头新成长

5.2.1 管材管件业务加强渠道协同, PVC 同比大增

PVC 管材管件同样可用于家装, 售价较 PP-R 管材管件低, 应用最为广泛。2019 年上半年, 地产大环境景气度低迷, 需求端面临较大的压力, 伟星新材加大了渠道端对 PVC 管道的协同销售力度, 2019H1, 公司 PVC 管材管件销售同比增速达到 29.75%, PP-R 和 PVC 在零售端的协同效应体现得非常明显。

图 29: PVC 管材管件销售收入及同比增速

单位: 亿元



资料来源: wind, 东兴证券研究所

5.2.2 以伟星管为圆心，实施同心圆多元化战略

伟星新材一直坚持以伟星管为圆心，并沿可以产生渠道协同性的净水、防水产品链进行延伸。2016 年，公司推出德国原装进口的安内特前置过滤器，进军净水领域，这种前置过滤器一般安装在室内给水管道前端，可以有效拦截因为长途输水带来的颗粒性杂质，目前在零售渠道，特别是一二线城市推广良好。2017 年，公司联合 5 家核心经销商共同出资设立防水子公司上海新材料，公司占其中 75% 的股份，5 家经销商各占 5% 左右的股份，推出了咖乐防水品牌，进军防水涂料领域，防水和净水业务是公司的重点业务培育方向。

图 30：以伟星管为圆心的同心圆多元化战略



资料来源：东兴证券研究所

5.2.3 新业务与零售渠道协同性高，助力龙头新成长

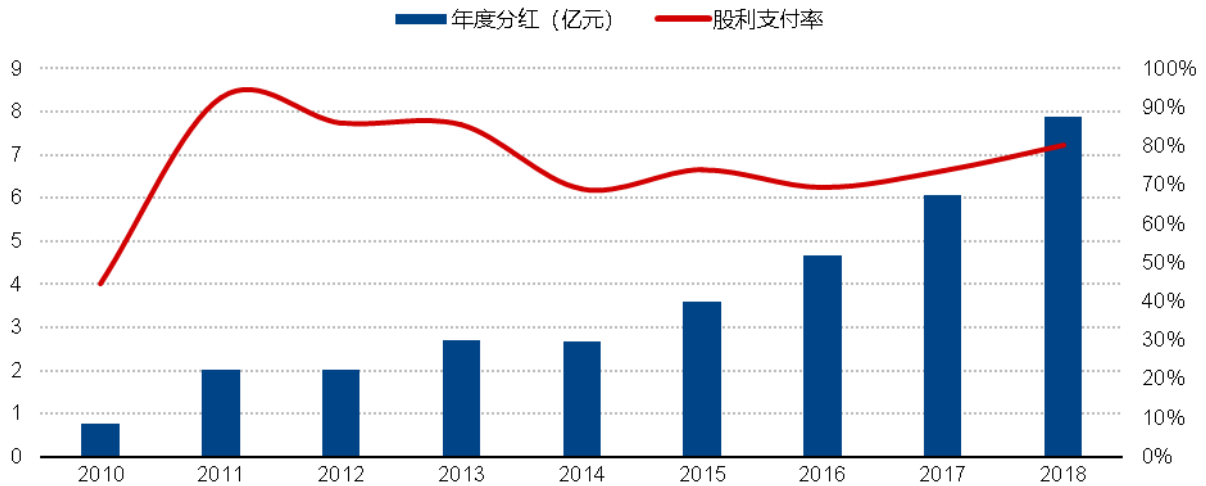
公司坚持沿着可以产生渠道协同性的产品链进行扩张，现有的渠道和经销商网络与新业务具有很高的协同性。伟星新材经营扁平化渠道和“星管家”服务达十年之久，打造出具有很高壁垒的消费建材营销模式。而新推出的防水和净水业务都是瞄准 To C 家装业务，销售模式与伟星管类似，具有很强的零售属性。我们认为公司新产品会与目前已有的零售渠道产生很强的协同性。目前来看，公司防水和净水业务发展迅速，市场反响较好，2017 年新成立的上海新材料公司，已于 2018 年实现盈利。

6. 上市以来持续进行高比例现金分红，现金牛特质凸显

6.1 伟星新材上市以来累计现金分红达到 32.33 亿元

伟星新材一直坚持高比例分红，与投资者共享公司发展成果。自 2010 年上市以来，已经累计分红 32.33 亿元，累计分红率目前已高达 68.40%，公司每年的股利支付率长期保持在 70% 以上。

图 31: 伟星新材上市以来年度分红情况

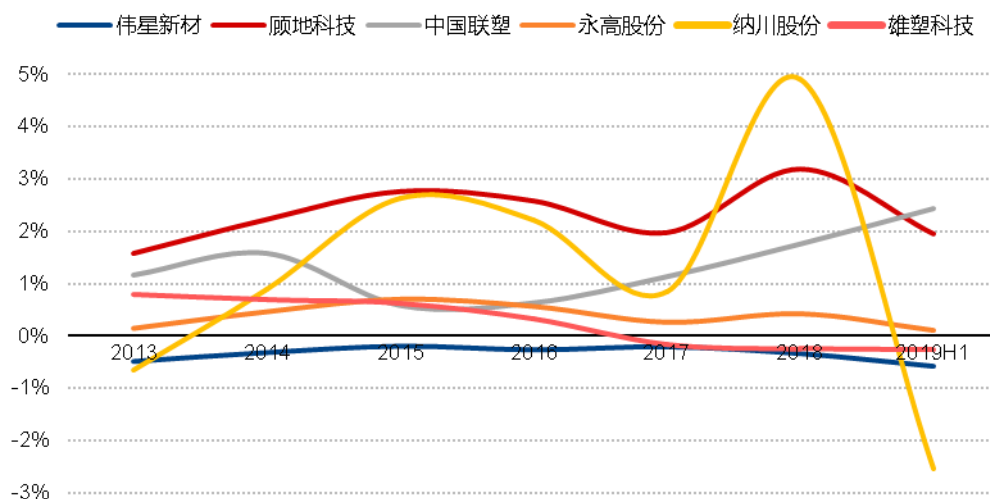


资料来源: wind, 东兴证券研究所

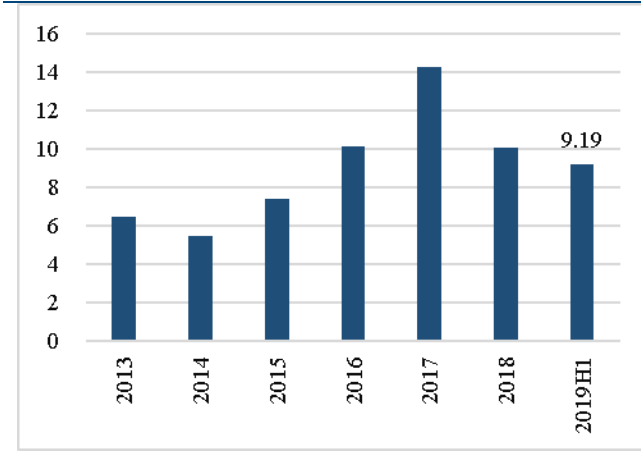
6.2 公司货币资金充足, 现金流量充沛

公司日常经营和项目投资所需资金主要通过经营盈余来筹集。资产负债率和财务费用率在同业中长期保持低位, 没有大的偿债压力。与此同时, 货币资金及经营性现金流充裕, 在手货币资金不断增长, 截止 2019H1, 货币资金账面余额为 9.19 亿元。公司销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入同步增长, 收现比长期保持在高位, 收入变现能力非常强大。总之, 公司现金牛称号名副其实。

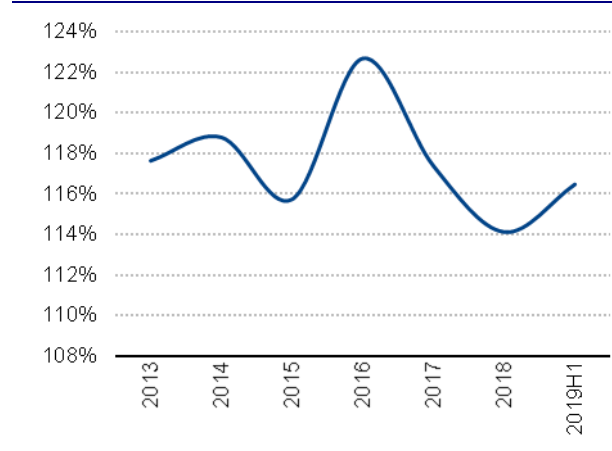
图 32: 伟星新材财务费用率在主要同业中长期保持低位



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 33: 2013-2019H1 伟星新材货币资金情况 单位: 亿元


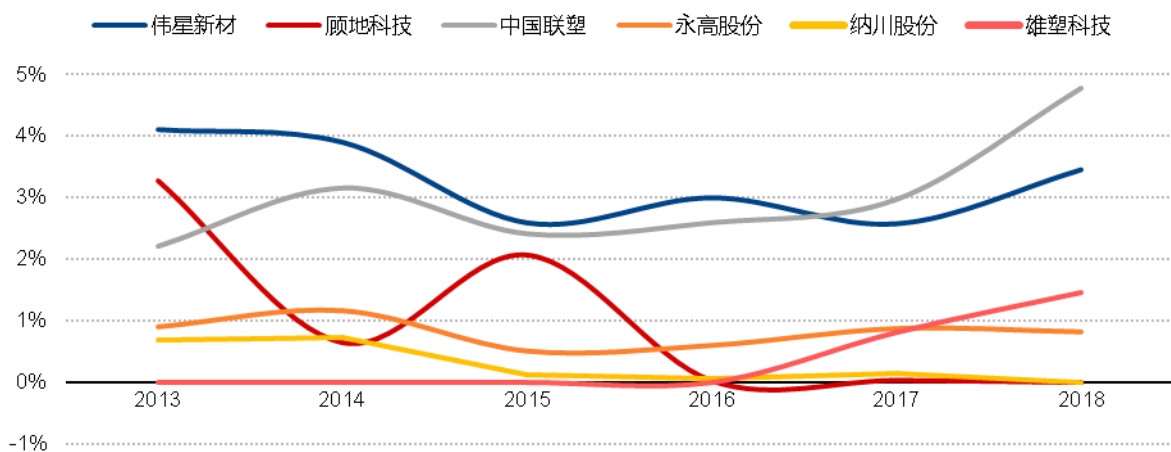
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 34: 2013-2019H1 伟星新材收现比情况


资料来源: wind, 东兴证券研究所

6.3 伟星新材股息率高, 股价防守性好

伟星新材股价合理股息率高。2013-2018 年, 公司股息率处于 2.5-4.1% 的区间范围内, 在同业中一直保持着较高的位置。另外, 根据我们统计, 公司股息率长期保持在 A 股所有 3000 余支股票的前 10% 中, 股价合理, 在经济下行, 市场不确定因素较多的当下, 公司现金流优质稳定, 且股息率较高, 具有很高的安全边际。

图 35: 伟星新材股息率在同业中保持在相对较高位置


资料来源: wind, 东兴证券研究所

7. 盈利预测与估值

公司作为 PPR 管龙头企业, 品牌知名度高、产品优质、销售服务模式和渠道架构具备领先优势, 总体看

综合优势明显。在客户层面打造出实实在在的认可度, 这提升了公司的议价能力, 加快公司市占率的进一步快速提升。同时公司利用渠道协同优势积极发展新产品拓展新空间, 带来新成长。我们预计公司 2019 年到 2021 年的营业收入 51.27 亿、61.19 亿元和 71.83 亿元, 归属于母公司所有者的净利润为 11.02 亿元、14.13 亿元和 16.71 亿元, 对应的 EPS 为 0.70 元、0.90 元和 1.06 元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

我们假设公司第二阶段增长率为 10%, 长期增长率为 2%, 贝塔值为 1, 则公司的绝对价值为 25.27 元。

表 5: 伟星新材股价敏感性分析

敏感性测试结果	长期增长率(g)								
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
WACC									
6.50%	32.27	33.89	35.80	38.10	40.91	44.42	48.94	54.96	63.38
7.00%	29.64	30.95	32.49	34.31	36.49	39.16	42.49	46.77	52.48
7.50%	27.37	28.46	29.71	31.17	32.89	34.96	37.49	40.66	44.72
8.00%	25.41	26.31	27.34	28.53	29.91	31.55	33.52	35.92	38.92
8.50%	23.69	24.45	25.30	26.28	27.41	28.72	30.28	32.14	34.42
9.00%	22.18	22.81	23.53	24.34	25.27	26.34	27.59	29.07	30.84
9.50%	20.83	21.37	21.98	22.66	23.43	24.32	25.33	26.52	27.92
10.00%	19.64	20.10	20.61	21.19	21.84	22.57	23.41	24.37	25.50
10.50%	18.56	18.96	19.40	19.89	20.44	21.05	21.75	22.54	23.46
11.00%	17.59	17.94	18.32	18.73	19.20	19.72	20.30	20.97	21.72
11.50%	16.72	17.02	17.34	17.70	18.10	18.54	19.04	19.59	20.22

资料来源: 东兴证券研究所

8. 风险提示

需求释放程度不及预期、原材料价格上涨超出预期、新品市场开拓力度不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	2770.5	2850.38	3438.09	4734.01	6295.52	营业收入	3902.	4569.5	5127.0	6219.0	7183.00
货币资金	1429.5	1010.00	2113.31	3270.58	4620.61	营业成本	2079.	2432.2	2711.0	3251.0	3742.00
应收账款	212.61	280.17	314.36	381.32	440.43	营业税金及附加	43.48	47.18	52.00	63.00	73.00
其他应收款	15.65	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	586.1	625.14	697.27	808.47	905.06
预付款项	69.33	76.87	76.87	76.87	76.87	管理费用	300.4	216.17	384.53	447.77	517.18
存货	536.48	651.39	822.58	870.64	1002.14	财务费用	(8.16)	(15.33)	(7.81)	(13.46)	(19.73)
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.71	9.47	9.47	9.47	9.47
非流动资产合计	1427.4	1763.69	1888.46	2057.76	2250.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00
长期股权投资	77.51	316.59	317.00	317.00	317.00	投资净收益	18.94	11.99	12.00	12.00	12.00
固定资产	859.15	861.85	1149.04	1408.24	1659.96	营业利润	961.9	1165.0	1297.5	1664.7	1968.02
无形资产	279.04	271.87	244.68	217.49	190.30	营业外收入	3.86	2.67	2.70	2.70	2.70
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.47	2.73	2.73	2.73	2.73
资产总计	4197.9	4614.08	5326.55	6791.77	8546.45	利润总额	963.3	1164.9	1297.5	1664.7	1967.99
流动负债合计	963.31	929.64	928.60	951.62	1006.32	所得税	142.3	185.83	194.63	249.71	295.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	820.9	979.14	1102.8	1415.0	1672.79
应付账款	233.21	270.97	339.13	362.15	416.85	少数股东损益	(0.30)	0.81	0.88	1.13	1.34
预收款项	429.75	405.67	405.67	405.67	405.67	归属母公司净利润	821.2	978.33	1102.0	1413.8	1671.45
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1039.	1242.6	1402.7	1782.2	2101.97
非流动负债合计	24.09	27.22	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.52	0.62	0.70	0.90	1.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	987.40	956.85	928.60	951.62	1006.32	成长能力					
少数股东权益	12.20	13.01	13.89	15.02	16.36	营业收入增长	17.51	17.08%	12.20%	21.30%	15.50%
实收资本 (或股本)	1008.4	1310.93	1573.11	1573.11	1573.11	营业利润增长	24.33	21.12%	11.37%	28.30%	18.22%
资本公积	694.60	421.46	421.46	421.46	421.46	归属于母公司净利润增长	22.45	19.12%	12.64%	28.30%	18.22%
未分配利润	1259.9	1546.00	2549.70	3837.46	5359.82	获利能力					
归属母公司股东权益合计	3198.3	3644.21	5038.86	6452.74	8124.19	毛利率 (%)	46.72	46.77%	47.12%	47.72%	47.90%
负债和所有者权益	4197.9	4614.08	5326.55	6791.77	8546.45	净利率 (%)	21.04	21.41%	21.49%	22.73%	23.27%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	19.56%	21.22%	18.44%	19.07%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	25.68	26.85%	21.87%	21.91%	20.57%
经营活动现金流	767.36	707.36	1016.11	1414.39	1647.43	偿债能力					
净利润	820.99	979.14	1102.88	1415.01	1672.79	资产负债率 (%)	23.52	20.74%	15.52%	12.83%	11.00%
折旧摊销	86.20	92.90	2.85	131.00	153.68	流动比率	2.88	3.07	3.70	4.97	6.26
财务费用	8.16	15.33	7.81	13.46	19.73	速动比率	2.32	2.37	2.82	4.06	5.26
应付账款的变化	(29.23)	37.76	68.16	23.02	54.70	营运能力					
预收账款的变化	76.24	(24.08)	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.99	1.04	1.03	1.03	0.94
投资活动现金流	53.63	(346.82)	(213.26)	(270.58)	(317.13)	应收账款周转率	20.39	18.55	17.25	17.88	17.48
公允价值变动收	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00	应付账款周转率	8.39	9.65	8.89	9.27	9.61
长期股权投资投资减	(169.9)	239.08	0.41	0.00	0.00	每股指标 (元)					
投资收益	18.94	11.99	12.00	12.00	12.00	每股收益 (摊薄)	0.52	0.62	0.70	0.90	1.06
筹资活动现金流	92.73	87.95	300.46	13.46	19.73	每股净现金流 (摊薄)	0.60	0.61	0.70	0.74	0.86
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (摊薄)	3.17	2.78	3.20	4.10	5.16
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	232.71	302.52	262.18	0.00	0.00	P/E	33	27	24	19	16
资本公积增加	(182.9)	(273.14)	0.00	0.00	0.00	P/B	5	6	5	4	3
现金净增加额	913.72	448.49	1103.31	1157.27	1350.03	EV/EBITDA	14.74	16.72	17.13	12.83	10.24

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	伟星新材（002372）2019 年半年报点评：稳健增长，积极应对市场变化	2019-08-09
公司	伟星新材（002372）2019 年 1 季报点评：业绩稳定增长，品牌和渠道优势助力新成长	2019-04-25
公司	伟星新材（002372）2018 年年报点评：PPR 龙头稳健增长，同心圆发展基础固	2019-03-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。