

零售重回增长通道，市政工程渠道拓展见效

伟星新材(002372)

| | | | |
|--------|-------|-------------|-------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 002372 |
| 上次评级: | 买入 | 52周最高价/最低价: | 26.81/11.36 |
| 目标价格: | 27.20 | 总市值(亿) | 373.19 |
| 最新收盘价: | 23.44 | 自由流通市值(亿) | 333.10 |
| | | 自由流通股数(百万) | 1,421.09 |

事件概述。公司公布2020年报。2020年，公司实现收入51.0亿元，同比增长9.45%，归母净利润11.9亿元，同比增长21.29%；对应Q4收入18.8亿元，同比增长22.03%，归母净利润4.58亿元，同比增长57.6%。公司2020年实现扣非归母净利润11.5亿元，完成激励计划的考核目标。

►**2020H2 线下零售恢复，工程发力，业绩重回增长。**2020H2，随着疫情管控结束，线下零售需求逐渐恢复，同时因为2019年公司业务架构调整完毕，市政工程、地产工程渠道拓展效果显著，2020年公司重回增长。2020年公司实现管材销量26.5万吨，同比增长17.95%，平均售价18005元/吨，同比下降8.3%，主要因为货值更低的PE、PVC管材增速更快，占比上升；由于原材料价格下降，公司单位成本同比下降3.0%，测算剔除运费重新归类后，公司可比口径单位成本同比下降7.6%，使得管材业务毛利率可比口径下基本保持平稳。

►**市政工程业务增长迅速。**分品类而言：

较好代表零售渠道的PPR管材全年收入24.2亿元，同比小幅下滑1%左右，对应2020H2收入15.0亿元左右，同比增长19.6%。2020H2前期被压制的零售需求逐渐释放，叠加竣工恢复、精装房冲击边际放缓，公司零售端重回增长，估算Q4公司零售端仍保持双位数同比增速。

较好代表市政工程渠道的PE管材业务全年收入16.2亿元，同比增长24.3%，在细分品类中增速最高；对应2020H2收入11.48亿元，同比增长39.4%。2019年公司完成市政工程业务架构改革，精选粘性高、价格敏感性低的优质客户，同时2020年在稳增长背景下市政工程需求较好，使得市政工程渠道收入增速明显，估算Q4单季度市政工程业务30%以上。

较好代表地产工程渠道的PVC管材全年收入7.36亿元，同比增长9.8%，对应2020H2收入4.64亿元，同比增长30.3%，判断除因为建筑工程渠道发展较为迅速外，还因为零售渠道配套销售增强。

►**同心圆业务稳步拓展，投资收益增厚利润。**根据年报披露，2020年公司防水、净水业务收入同比增长16%，估算2020H2收入增速30%以上，体现同心圆稳步拓展；全年费用控制良好，测算同口径下费用率基本同比保持平稳。同时，公司所投资的新疆东鹏合立基金的投资标的于科创板上市，公允价值增加，公司2020年投资收益同比上升6300万元左右，进一步增厚利润。

►**激励彰显信心，看好公司长期发展。**整体华东处于旺盛的交房周期，我们认为行业零售需求端整体处于上升态势，同时伴随公司工程渠道调整结束，看好公司重回上升快车道。2020年9月，公司发布上市后第三次股权激励，体现了管理层对于公司长期发展的信心，且前两次股权激励后，公司业绩和股价均有明显提振，我们认为公司有望重迎估值、业绩双升。

投资建议

小幅调整销量假设，考虑到年初以来原材料价格有所上涨，上调成本假设，对应小幅调整2021/2022年收入假设0.2%/0.6%至60.73/70.76亿元，小幅下调公司2021/2022年归母净利润预测6.5%/7.1%至13.6/15.4亿元，同比增长13.8%/13.7%。考虑到渠道架构调整完成，且激励计划发布利于提振信心，上调估值至2021年32x PE，小幅调整目标价至27.20元（原：27.30元），维持“买入”评级。

风险提示

渠道拓展不及预期，精装房冲击大于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4664.06 | 5104.81 | 6073.15 | 7076.12 | 8068.09 |
| YoY (%) | 2.07% | 9.45% | 18.97% | 16.51% | 14.02% |
| 归母净利润(百万元) | 983.25 | 1192.62 | 1357.58 | 1543.22 | 1781.29 |
| YoY (%) | 0.50% | 21.29% | 13.83% | 13.67% | 15.43% |
| 毛利率 (%) | 46.43% | 43.50% | 43.63% | 43.19% | 43.64% |
| 每股收益 (元) | 0.62 | 0.75 | 0.85 | 0.97 | 1.12 |
| ROE | 25.30% | 27.59% | 28.11% | 28.89% | 30.02% |
| 市盈率 | 37.95 | 31.29 | 27.49 | 24.18 | 20.95 |

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 5104.81 | 6073.15 | 7076.12 | 8068.09 | 净利润 | 1195.39 | 1360.73 | 1546.81 | 1785.42 |
| YoY (%) | 9.45% | 18.97% | 16.51% | 14.02% | 折旧和摊销 | 134.76 | 112.44 | 115.65 | 121.37 |
| 营业成本 | 2884.41 | 3423.33 | 4019.77 | 4546.98 | 营运资金变动 | 87.92 | -667.65 | -88.56 | -82.71 |
| 营业税金及附加 | 40.29 | 47.94 | 55.86 | 63.69 | 经营活动现金流 | 1346.25 | 731.43 | 1499.80 | 1749.99 |
| 销售费用 | 543.16 | 646.19 | 752.91 | 858.46 | 资本开支 | -197.25 | -89.69 | -89.69 | -89.69 |
| 管理费用 | 266.40 | 316.93 | 369.27 | 421.04 | 投资 | -262.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | -42.60 | -43.79 | -48.79 | -53.79 | 投资活动现金流 | -402.06 | -74.69 | -74.69 | -74.69 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 股权募资 | 137.10 | 53.25 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 72.48 | 15.00 | 15.00 | 15.00 | 债务募资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1386.89 | 1503.75 | 1717.63 | 1991.90 | 筹资活动现金流 | -651.21 | -853.02 | -1031.29 | -1190.20 |
| 营业外收支 | -2.42 | 60.31 | 60.31 | 60.31 | 现金净流量 | 292.98 | -196.28 | 393.82 | 485.10 |
| 利润总额 | 1384.47 | 1564.06 | 1777.94 | 2052.21 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 189.08 | 203.33 | 231.13 | 266.79 | 成长能力 (%) | | | | |
| 净利润 | 1195.39 | 1360.73 | 1546.81 | 1785.42 | 营业收入增长率 | 9.45% | 18.97% | 16.51% | 14.02% |
| 归属于母公司净利润 | 1192.62 | 1357.58 | 1543.22 | 1781.29 | 净利润增长率 | 21.29% | 13.83% | 13.67% | 15.43% |
| YoY (%) | 21.29% | 13.83% | 13.67% | 15.43% | 盈利能力 (%) | | | | |
| 每股收益 | 0.75 | 0.85 | 0.97 | 1.12 | 毛利率 | 43.50% | 43.63% | 43.19% | 43.64% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率率 | 23.42% | 22.41% | 21.86% | 22.13% |
| 货币资金 | 2023.70 | 1827.42 | 2221.24 | 2706.34 | 总资产收益率 ROA | 21.07% | 23.93% | 24.43% | 25.34% |
| 预付款项 | 64.47 | 64.47 | 64.47 | 64.47 | 净资产收益率 ROE | 27.59% | 28.11% | 28.89% | 30.02% |
| 存货 | 768.83 | 912.48 | 1071.46 | 1211.99 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 其他流动资产 | 700.30 | 729.01 | 786.44 | 843.25 | 流动比率 | 2.78 | 4.50 | 4.54 | 4.70 |
| 流动资产合计 | 3557.31 | 3533.38 | 4143.61 | 4826.05 | 速动比率 | 2.13 | 3.26 | 3.30 | 3.46 |
| 长期股权投资 | 521.91 | 521.91 | 521.91 | 521.91 | 现金比率 | 1.58 | 2.33 | 2.43 | 2.64 |
| 固定资产 | 1230.60 | 1153.22 | 1133.56 | 1138.66 | 资产负债率 | 23.20% | 14.41% | 14.96% | 15.08% |
| 无形资产 | 257.85 | 250.90 | 243.96 | 237.01 | 经营效率 (%) | | | | |
| 非流动资产合计 | 2102.34 | 2139.90 | 2174.24 | 2202.87 | 总资产周转率 | 0.98 | 1.07 | 1.18 | 1.21 |
| 资产合计 | 5659.64 | 5673.28 | 6317.85 | 7028.91 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益 | 0.75 | 0.85 | 0.97 | 1.12 |
| 应付账款及票据 | 399.25 | 473.85 | 556.41 | 629.38 | 每股净资产 | 2.72 | 3.03 | 3.36 | 3.73 |
| 其他流动负债 | 880.49 | 310.61 | 355.90 | 397.55 | 每股经营现金流 | 0.85 | 0.46 | 0.94 | 1.10 |
| 流动负债合计 | 1279.75 | 784.46 | 912.31 | 1026.93 | 每股股利 | 1.15 | 0.55 | 0.63 | 0.72 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 33.10 | 33.10 | 33.10 | 33.10 | PE | 31.29 | 27.49 | 24.18 | 20.95 |
| 非流动负债合计 | 33.10 | 33.10 | 33.10 | 33.10 | PB | 6.89 | 7.73 | 6.99 | 6.29 |
| 负债合计 | 1312.85 | 817.56 | 945.41 | 1060.03 | | | | | |
| 股本 | 1592.11 | 1645.36 | 1645.36 | 1645.36 | | | | | |
| 少数股东权益 | 23.71 | 26.86 | 30.45 | 34.58 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4346.80 | 4855.72 | 5372.45 | 5968.88 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 5659.64 | 5673.28 | 6317.85 | 7028.91 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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