

# 伟星新材 (002372.SZ)

## 零售回暖、工程开拓，业绩稳健增长

**事件：公司发布 2020 年年报。** 实现营业总收入 51.05 亿元，同比增长 9.45%；实现归母净利润 11.93 亿元，同比增长 21.29%。

**零售业务回暖，工程业务稳定发展，“同心圆产品链”持续推进。** 分业务收入来看，PPR 管材管件全年实现收入 24.18 亿元，同比下降 0.9%，受年初疫情影响上半年零售端需求疲弱，20H1 PPR 收入同比下滑 22.58%，Q3 以来零售回暖，加之公司积极调整应对，全年 PPR 业务收入基本持平上年；20 年初疫情后工程端率先需求恢复，市政基础设施领域的塑料管道增速较为明显，公司 PE 管材管件实现收入 16.24 亿元，同比增长 24.29%；PVC 管材管件实现收入 7.36 亿元，同比增长 9.84%。公司围绕“同心圆产品链”战略，积极拓展新品类业务，防水、净水等其他产品实现营业收入 2.27 亿元，同比增长 16.01%。

**受投资收益、所得税影响等因素影响利润端大幅改善。** 期内公司调整前口径的毛利率为 45.98%，同比下滑 0.46pct，主要系产品内部结构变化，毛利率相对低的 PE 和 PVC 管道收入占比提升。销售净利率方面，公司 Q1-Q4 净利率分别为 15.36%/21.86%/26.72%/24.37%，同比分别变动 -1.31pct/-1.87pct/+2.17pct/+5.51pct。Q3、Q4 利润大幅上升，主要原因如下：**1）投资收益影响：**报告期内公司投资收益 7248 万元（去年同期为 920 万元），主要系新疆东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）投资的公司 2020 年在科创板发行上市公允价值上升致投资收益大幅增加。**2）所得税影响：**Q4 所得税率大幅下降，主要系组织架构调整后使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损的影响。

**零售+工程双轮驱动，同心圆拓展为成长新动能。** 公司聚焦零售业务，优质的产品和服务以及强大的经销渠道构筑起公司的核心竞争优势，毛利率稳定在较高水平。同时，公司近年来积极推动渠道下沉与区域扩张，PPR 管材受益于竣工修复、存量住宅改造需求等，在零售景气恢复背景之下预计零售端改善明显。公司在 18 年制定双轮驱动战略，19 年对市政工程业务模式和客户结构进行调整，提升收入质量，目前调整效果逐步显现，市政工程端业务均增长明显。在 PPR 主业稳健增长的同时，公司推出同心圆战略，产品包括 PVC 管、PE 地暖管、防水、净水等，随着产品配套率提升，有望带动客单价提升，为公司业绩持续增长提供动能。

**投资建议：** 公司上半年面对疫情防控业务开展受限和需求结构变化影响、零售业务明显承压的情况，积极调整应对，持续推进“双轮驱动”战略落地，零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸；工程业务恢复较快，在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量，下半年渠道调整效果显著，零售端经营恢复强势增长、盈利和经营质量持续改善。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.50 亿元、15.54 亿元和 17.55 亿元，对应 EPS 分别为 0.85、0.98 和 1.10 元，对应 PE 分别为 28、24、21 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：** 宏观经济增速下行及相关政策变化的风险、原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、新业务拓展带来的风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,664	5,105	5,923	6,814	7,787
增长率 yoy (%)	2.1	9.4	16.0	15.0	14.3
归母净利润 (百万元)	983	1,193	1,350	1,554	1,755
增长率 yoy (%)	0.5	21.3	13.2	15.1	13.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.62	0.75	0.85	0.98	1.10
净资产收益率 (%)	25.2	27.5	27.6	27.5	26.5
P/E (倍)	38.0	31.3	27.6	24.0	21.3
P/B (倍)	9.6	8.6	7.7	6.6	5.7

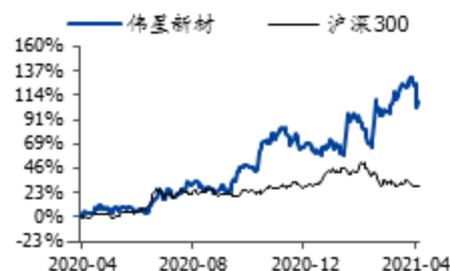
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 16 日收盘价

### 增持 (维持)

#### 股票信息

行业	其他建材
前次评级	增持
04 月 16 日收盘价	23.44
总市值(百万元)	37,319.13
总股本(百万股)	1,592.11
其中自由流通股(%)	89.26
30 日日均成交量(百万股)	7.42

#### 股价走势



#### 作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

#### 相关研究

- 《伟星新材 (002372.SZ)：零售改善，调整显效，全年业绩超预期》2021-03-02
- 《伟星新材 (002372.SZ)：Q3 业绩超预期，经营调整效果显现》2020-10-29
- 《伟星新材 (002372.SZ)：业绩承压、逆势有为，关注调整变化》2020-08-13



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3094	3557	4410	4844	6077
现金	1590	2024	2388	2948	3740
应收票据及应收账款	264	292	315	366	342
其他应收款	76	27	58	66	76
预付账款	81	64	104	90	132
存货	728	769	1163	993	1407
其他流动资产	355	381	381	381	381
<b>非流动资产</b>	1731	2102	2275	2455	2630
长期投资	200	522	592	662	737
固定资产	1195	1231	1343	1457	1561
无形资产	265	258	254	244	233
其他非流动资产	71	92	86	93	99
<b>资产总计</b>	4825	5660	6684	7300	8706
<b>流动负债</b>	893	1280	1748	1604	2048
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	319	399	446	524	586
其他流动负债	574	880	1302	1080	1463
<b>非流动负债</b>	26	33	33	33	33
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	33	33	33	33
<b>负债合计</b>	919	1313	1781	1637	2081
少数股东权益	19	24	26	28	31
股本	1573	1592	1592	1592	1592
资本公积	175	320	320	320	320
留存收益	2139	2545	2880	3260	3711
归属母公司股东权益	3887	4323	4877	5635	6594
<b>负债和股东权益</b>	4825	5660	6684	7300	8706

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	895	1346	1322	1514	1736
净利润	985	1195	1352	1556	1758
折旧摊销	116	135	125	134	153
财务费用	-34	-43	-45	-56	-73
投资损失	-9	-72	-80	-90	-95
营运资金变动	-218	81	-19	-19	4
其他经营现金流	54	51	-10	-11	-10
<b>投资活动现金流</b>	469	-402	-207	-214	-222
资本支出	169	216	102	111	99
长期投资	109	-263	-70	-71	-75
其他投资现金流	747	-449	-174	-174	-198
<b>筹资活动现金流</b>	-782	-651	-751	-740	-723
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	262	19	0	0	0
资本公积增加	-247	145	0	0	0
其他筹资现金流	-798	-815	-751	-740	-723
<b>现金净增加额</b>	581	292	365	560	791

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	4664	5105	5923	6814	7787
营业成本	2498	2884	3381	3880	4439
营业税金及附加	39	40	49	57	64
营业费用	620	543	628	715	810
管理费用	240	266	299	337	382
研发费用	161	156	175	204	234
财务费用	-34	-43	-45	-56	-73
资产减值损失	8	6	12	13	13
其他收益	52	57	68	65	60
公允价值变动收益	0	1	0	1	0
投资净收益	9	72	80	90	95
资产处置收益	0	6	10	10	10
<b>营业利润</b>	1194	1387	1607	1854	2111
营业外收入	4	2	5	5	5
营业外支出	2	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	1196	1384	1610	1857	2113
所得税	211	189	258	301	355
<b>净利润</b>	985	1195	1352	1556	1758
少数股东损益	2	3	2	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	983	1193	1350	1554	1755
EBITDA	1265	1459	1668	1910	2166
EPS (元)	0.62	0.75	0.85	0.98	1.10

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.1	9.4	16.0	15.0	14.3
营业利润(%)	2.5	16.2	15.9	15.4	13.8
归属于母公司净利润(%)	0.5	21.3	13.2	15.1	13.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	46.4	43.5	42.9	43.1	43.0
净利率(%)	21.1	23.4	22.8	22.8	22.5
ROE(%)	25.2	27.5	27.6	27.5	26.5
ROIC(%)	24.2	26.3	26.5	26.3	25.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.0	23.2	26.7	22.4	23.9
净负债比率(%)	-40.1	-46.1	-48.3	-51.7	-56.1
流动比率	3.5	2.8	2.5	3.0	3.0
速动比率	2.2	1.9	1.6	2.2	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	15.6	18.4	19.5	20.0	22.0
应付账款周转率	8.5	8.0	8.0	8.0	8.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.75	0.85	0.98	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.85	0.83	0.95	1.09
每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.72	3.06	3.54	4.14
<b>估值比率</b>					
P/E	38.0	31.3	27.6	24.0	21.3
P/B	9.6	8.6	7.7	6.6	5.7
EV/EBITDA	28.3	24.2	20.9	18.0	15.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 16 日收盘价

## 内容目录

伟星新材：零售回暖、工程开拓，业绩稳健增长 .....	4
零售业务回暖，工程业务稳定发展，“同心圆产品链”持续推进 .....	4
受投资收益、所得税影响等因素影响利润端大幅改善 .....	4
现金回款持续优异，经营质量继续提升 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 伟星新材单季度收入变化（百万元） .....	4
图表 2: 伟星新材单季度归母净利润变化（百万元） .....	4
图表 3: 伟星新材毛利率、净利率变化 .....	5
图表 4: 伟星新材分业务毛利率变化（%） .....	5
图表 5: 伟星新材经营性现金流净额变化（百万元） .....	6
图表 6: 伟星新材季度收现比、付现比变化 .....	6

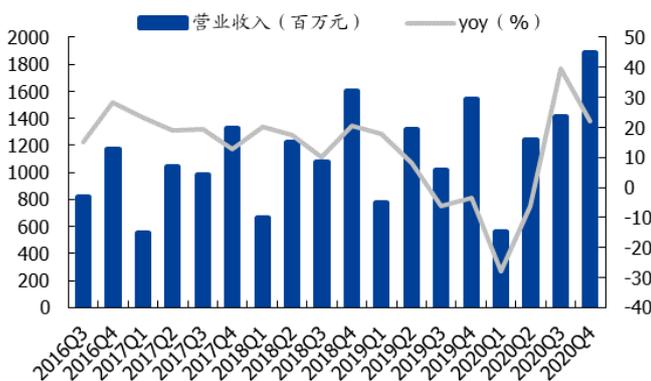
## 伟星新材：零售回暖、工程开拓，业绩稳健增长

**事件：公司发布 2020 年年报。** 实现营业总收入 51.05 亿元，同比增长 9.45%；实现归母净利润 11.93 亿元，同比增长 21.29%；实现扣非归母净利润 11.47 亿元，同比增长 22.72%。其中，2020Q4 单季营业收入为 18.84 亿元，同比增长 22.03%；归母净利润为 4.58 亿元，同比增长 57.60%。

### 零售业务回暖，工程业务稳定发展，“同心圆产品链”持续推进

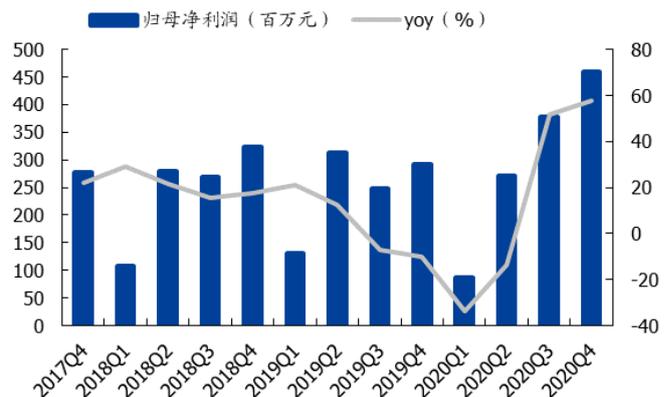
- ✓ 分业务收入来看，PPR 同比基本持平，PE、PPR 快速增长，“同心圆产品链”持续推进。公司核心业务 PPR 管材管件全年实现收入 24.18 亿元，同比下降 0.9%，受年初疫情影响上半年零售端需求疲弱，20H1PPR 收入同比下滑 22.58%，Q3 以来零售回暖，加之公司积极调整应对，全年 PPR 业务收入基本持平上年；20 年初疫情后工程端率先需求恢复，市政基础设施领域的塑料管道增速较为明显，公司 PE 管材管件实现收入 16.24 亿元，同比增长 24.29%；PVC 管材管件实现收入 7.36 亿元，同比增长 9.84%。公司围绕“同心圆产品链”战略，积极拓展新品类业务，防水、净水等其他产品实现营业收入 2.27 亿元，同比增长 16.01%。
- ✓ 分季度来看，伴随零售端业务回暖，Q3、Q4 迎来业绩快速修复。公司 Q1-Q4 营收增速分别为-27.88%/-6.25%/39.54%/22.03%，上半年受疫情影响收入规模有所下滑，零售家装业务开展受限，PPR 业务同比下滑明显。随着下游需求和经营恢复，加之公司积极调整，Q3 以来零售端收入持续快速增长。
- ✓ 分地区来看，华东业务占比进一步提升，华中、华南业务有所下滑。收入占比最高的华东地区实现业务收入 23.92 亿元，同比增长 14.90%，市场占有率进一步提升；华中、华南业务收入分别下滑 9.6%、11.48%，华中地区主要受年初疫情影响较大，华南地区受疫情及水灾影响等工程有所延迟影响全年收入。公司在东北、华北、西部等区域已形成较强的品牌效应，收入分别同比增长 3.97%、12.70%和 2.10%。

图表 1: 伟星新材单季度收入变化 (百万元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 2: 伟星新材单季度归母净利润变化 (百万元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

### 受投资收益、所得税影响等因素影响利润端大幅改善

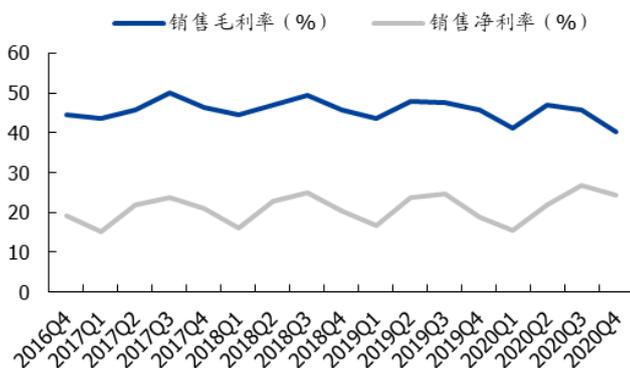
期内公司销售毛利率为 43.50%，同比变动-2.94pct，主要由于收入准则调整将运输费调

整至营业成本，调整前口径的毛利率为 **45.98%**，同比下滑 **0.46pct**，主要系产品内部结构变化，毛利率相对低的 **PE** 和 **PVC** 管道收入占比提升；成本端，**2020** 年公司原材料的采购均价低于上年同期。1) 从产品结构来看，PPR 业务毛利率 56.30%，同比下降了 1.57 个百分点；PE 业务毛利率 35.81%，同比下降了 2.29 个百分点；PVC 业务毛利率 23.08%，同比下降了 3.35 个百分点。2) 分季度来看，公司调整前 Q1-Q4 毛利率分别为 40.99%/46.88%/45.84%/46.97%，同比分别变动 -2.71pct/-1.04pct/-1.87pct/+1.27pct。

销售净利率方面，全年销售净利率为 23.42%，同比提升 2.3pct。分季度来看，公司 Q1-Q4 净利率分别为 15.36%/21.86%/26.72%/24.37%，同比分别变动 -1.31pct/-1.87pct/+2.17pct/+5.51pct。Q3、Q4 利润大幅上升，主要原因如下：**1) 投资收益影响**：报告期内公司投资收益 7248 万元（去年同期为 920 万元），主要系新疆东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）投资的公司 2020 年在科创板发行上市公允价值上升致投资收益大幅增加，Q3/Q4 东鹏带来的投资收益分别为 3830 万元和 2558 万元。**2) 所得税影响**：Q1-Q4 实际税率分别为 17.89%/15.64%/14.66%/10.68%，Q4 所得税率大幅下降，主要系组织架构调整后使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损的影响。

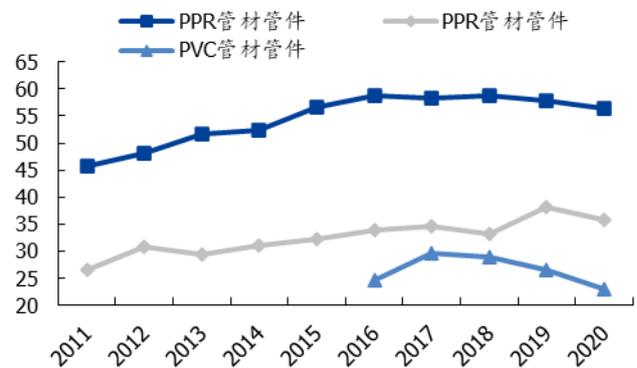
期间费用率管控良好，同口径下较去年同期下降 **0.6 个百分点**。销售费用率 10.64%，同比变动 -2.65pct，主要系收入准则变化将销售运费调整至营业成本，调整前销售费用率为 13.12%，同比变动 -0.17pct；管理费用率 5.22%，同比变动 +0.08pct；研发费用率 3.06%，同比变动 -0.4pct；财务费用率 -0.83%，同比变动 -0.11pct。

图表 3: 伟星新材毛利率、净利率变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 4: 伟星新材分业务毛利率变化 (%)

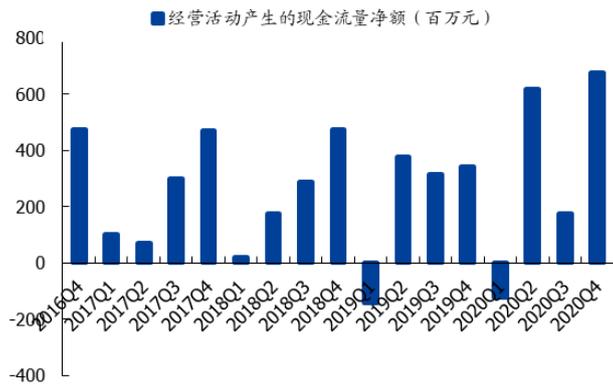


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

### 现金回款持续优异，经营质量继续提升

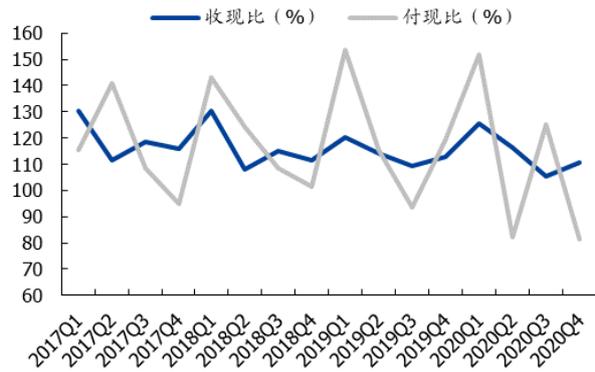
公司期内经营性活动现金流量净额为 13.46 亿元，较上年同期增加 4.52 亿元，去年同期为 8.95 亿元。**1) 收现比情况**：期末公司应收账款及应收票据余额为 2.92 亿元，去年同期为 2.64 亿元，同比变动 10.92%。期内公司收现比 112.14%，较上年同期变动 -1.58pct；期内公司付现比 101.31%，较上年同期变动 -17.61pct。**2) 付现比情况**：期末公司应付账款及应付票据余额 3.99 亿元，同比增长 25.29%，高于收入增速，合同负债 4.31 亿元。

图表 5: 伟星新材经营性现金流净额变化 (百万元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 6: 伟星新材季度收现比、付现比变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

## 投资建议

公司上半年面对疫情防控业务开展受限和需求结构变化影响、零售业务明显承压的情况,积极调整应对,持续推进“双轮驱动”战略落地,零售端强化渠道下沉、空白市场扩张以及同心圆产品延伸;工程业务恢复较快,在地产、市政等领域拓展增量市场同时保证经营质量,下半年渠道调整效果显著,零售端经营恢复强势增长、盈利和经营质量持续改善。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 13.50 亿元、15.54 亿元和 17.55 亿元,对应 EPS 分别为 0.85、0.98 和 1.10 元,对应 PE 分别为 28、24、21 倍,维持“增持”评级。

## 风险提示

### 宏观经济增速下行及相关政策变化的风险

如果国民经济增长放缓、增速持续下行、国家对建筑装饰、地下管网及海绵城市建设等基础设施建设、新型城镇化建设等相关政策进行调整,将可能影响塑料管道的市场需求,或者对现有销售模式形成冲击,从而对公司的销售产生不确定的影响。

### 原材料价格大幅波动的风险

公司原材料成本占总成本 70%左右,其中主要原材料属于石化下游产品。如果国际原油价格大幅波动或原材料市场供需关系发生变化,可能会对公司的销售和定价产生不利影响。

### 市场竞争加剧的风险

随着国内塑料管道行业的不断发展与成熟,以及国际品牌不断进入,品牌企业间的竞争日趋激烈。如果公司不能在竞争中保持领先优势,将对公司经营产生不利影响。

### 新业务拓展带来的风险

公司近两年将家装防水涂料业务作为重点新业务进行培育和拓展,可能会面临市场、经营、管理等各方面不确定因素带来的风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com