

## 中国联塑 VS 永高股份 VS 雄塑科技

### 2021 年 4 月跟踪：塑料管材产业链深度梳理

今天，我们对塑料管道赛道的产业链情况做一些跟踪。

考虑数据的可比性，我们重点看 B 端业务为主的中国联塑、永高股份、雄塑科技，C 端为主的代表企业伟星新材暂时不纳入对比。

2021 年 3 月 29 日，中国联塑公告 2020 年业绩——实现营业收入 281.7 亿元，同比增长 6.6%，归母净利润 37.5 亿元，同比增长 **24.0%**。

2021 年 1 月 22 日，永高股份发布 2020 年业绩快报——全年实现营业收入 70.48 亿元，同比增长 **12.04%**，净利润同比上升 **51.56%**，全年利润保持高增长，主要得益于原材料成本控制较好。

2021 年 3 月 4 日，雄塑科技发布业绩快报——2020 年实现营业收入 20.69 亿元，同比增长 **2.37%**，主要依赖市政、环保产品的份额提升实现。归母净利润 2.13 亿元，同比下降 **9.11%**，主要是下半年原材料价格波动较大，且产品价格竞争较为激烈所致。

## 从 Wind 机构一致预期收入来看：

中国联塑——2021-2023 年，机构一致预期收入规模大致为 348.03 亿元、393.22 亿元、433.67 亿元，预期同比增速分别为 23.98%、12.98%、10.29%。

永高股份——2021-2022 年，机构一致预期收入规模为 84.73 亿元、99.05 亿元，同比增速分别为 20.22%、16.8%。

雄塑科技——机构一致预测收入规模为 27.35 亿元、33.45 亿元，同比增速分别为 32.22%、22.29%。

## 看到这里，有几个值得思考的问题：

- 1) B 端管材，这条产业链近期的变化，是怎样的经营逻辑？
- 2) 从关键经营数据看，怎样的业务布局，才能带来长期的竞争优势？

## (壹)

塑料管道，是建材的重要分支，由 PVC（聚氯乙烯树脂）、PE（聚乙烯树脂）、PP（聚丙烯树脂）等高分子材料加工而成，具有柔韧性好、耐腐蚀性强、质量轻、连接方便等特点，主要用于市政给排水、建筑给排水、农业灌溉等场景。

根据中国塑料协会统计，2019 年中国塑料管道产量约 1640 万吨，同比增长 2%左右，销售额在 3000 亿元左右。

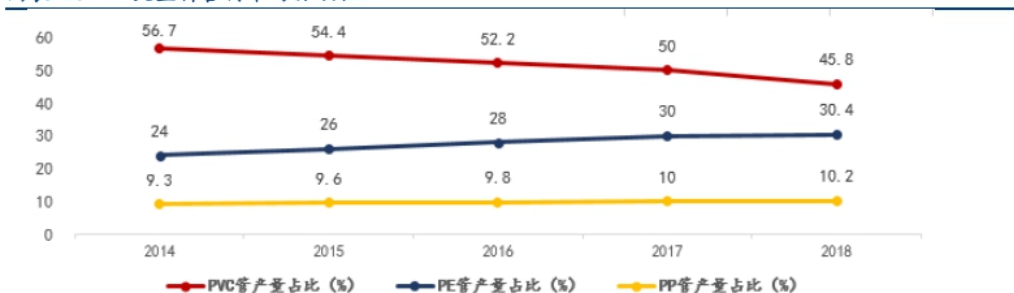
根据原材料的不同，塑料管材分为 PVC 管道、PE 管道、PPR 管道。其中：

PVC 抗拉抗压性能较好，但柔韧性、热稳定性较差，口径基本在 400mm 以下，适用于排水、电力等领域，占比 45%，在缓慢下降。

PE 管道耐腐蚀、耐低温，口径基本在 400mm-1200mm，主要用于市政给水、燃气等领域，受益于城镇化水平的提升，发展较快。

PPR 主要应用于家装冷热水管或采暖，受益于住宅装修水平提升和消费升级。

图表 20 三类塑料管材市场份额占比



资料来源：前瞻产业研究院《2014-2018 年我国塑料管道行业三大细分产品产量占比统计情况及预测》，华创证券

图：管材品类份额（单位：%）

来源：华创证券

首先，我们先从收入体量和业务结构，对三家公司有一个大致了解。

以 2019 年收入为例对比体量，中国联塑 (264 亿元) > 永高股份 (62 亿元) > 雄塑科技 (20 亿元)。

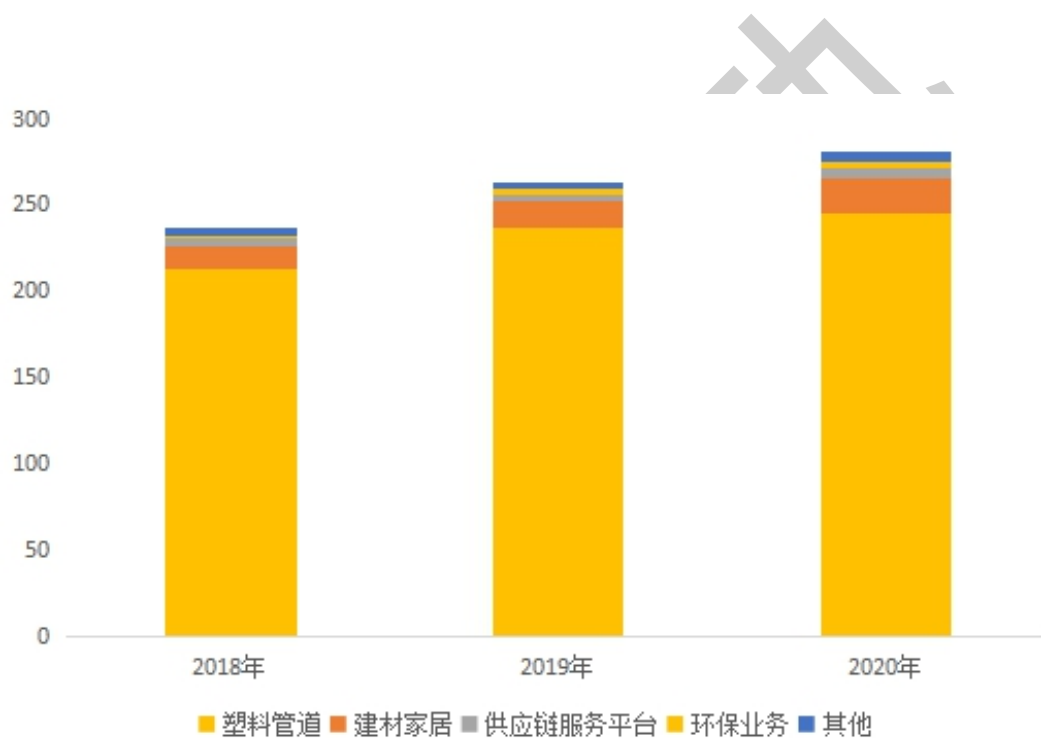
接着，从收入构成看：

中国联塑——塑料管道业务占比 90%左右，其中 PVC 占比约 60%，其余为非 PVC；建材家居产品占比 5%-6%（橱柜、衣柜、卫浴、净水机等），其他业务占比 5%左右。

永高股份——PVC 产品是主要的收入来源，占比约 48.22%，PE、PPR 占比分别为 21.76%、17.00%，主打品牌为“公元”；太阳能（光

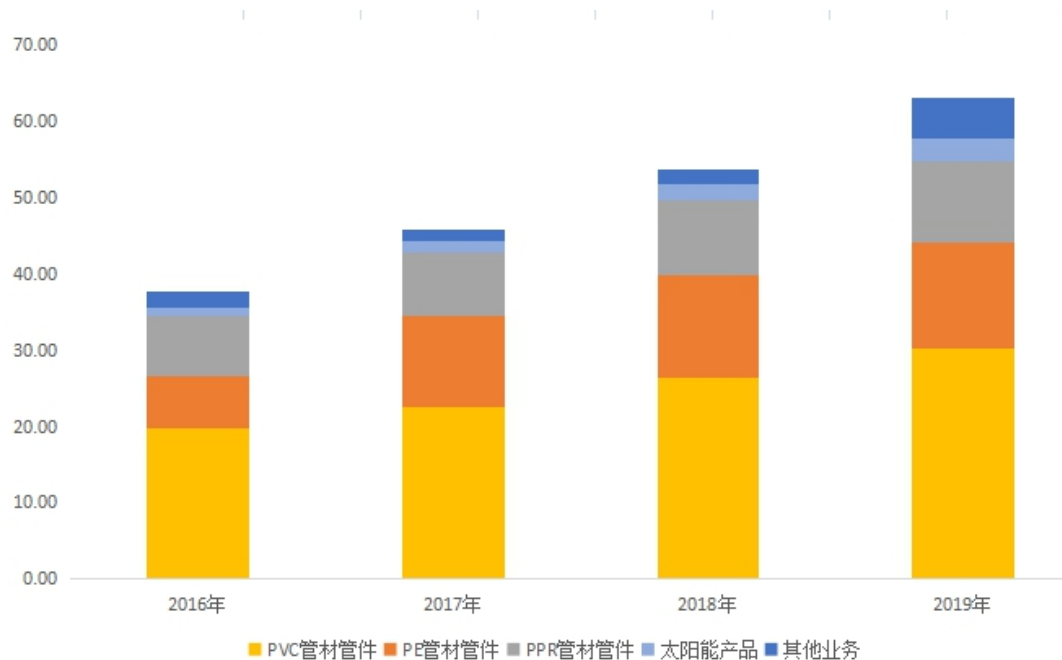
伏组件等)、电器开关业务收入占比分别为 4.60%、1.05%，占比较小，尚在培育阶段。

雄塑科技——PVC 管道营收占比 71.77%，PPR 管道、PE 管道，分别贡献 15.81%和 12.03%。



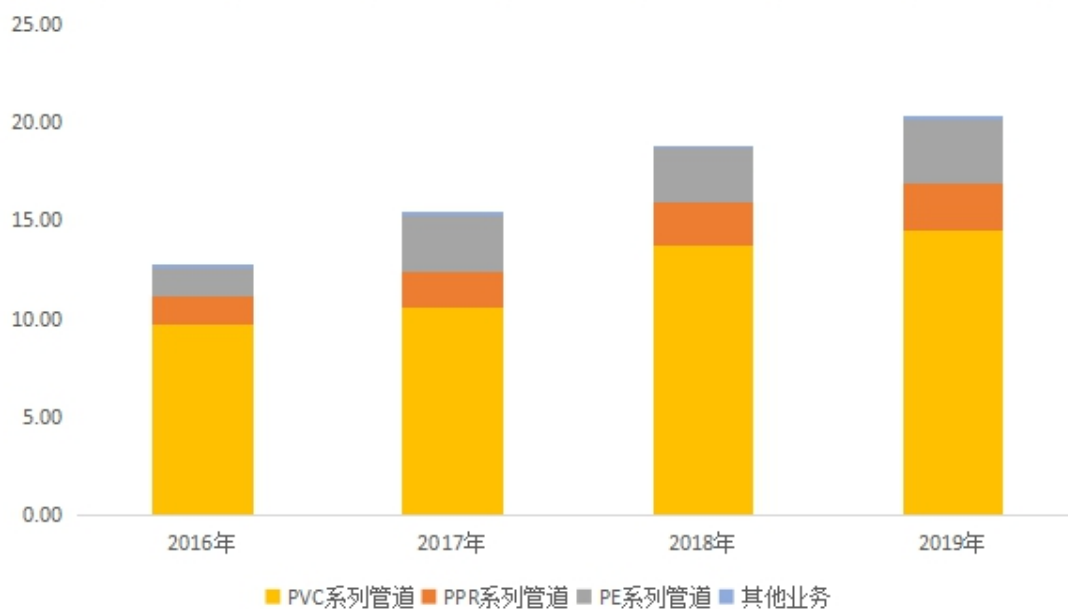
图：中国联塑收入结构 (单位：亿元)

来源：塔坚研究



图：永高股份收入结构 (单位：亿元)

来源：塔坚研究



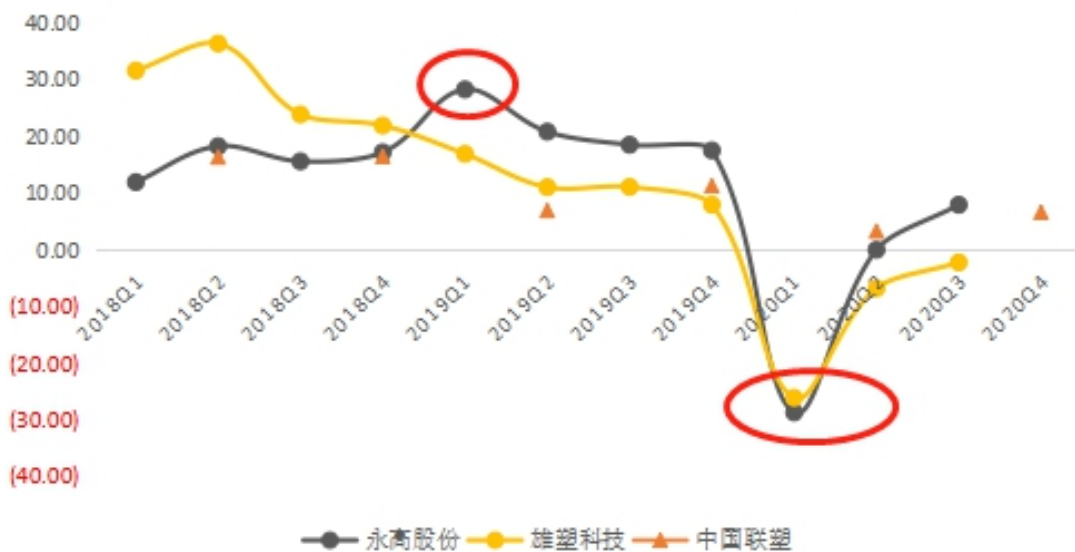
图：雄塑科技收入结构 (单位：亿元)

来源：塔坚研究

(贰)

接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

1) 收入增长



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究

从近 10 个季度收入增速对比来看，永高股份>中国联塑>雄塑科技，其中，中国联塑、雄塑科技收入有放缓趋势，永高股份 2019 年在工程渠道端的份额明显提升，拉动收入上行。

## 拆开来看：

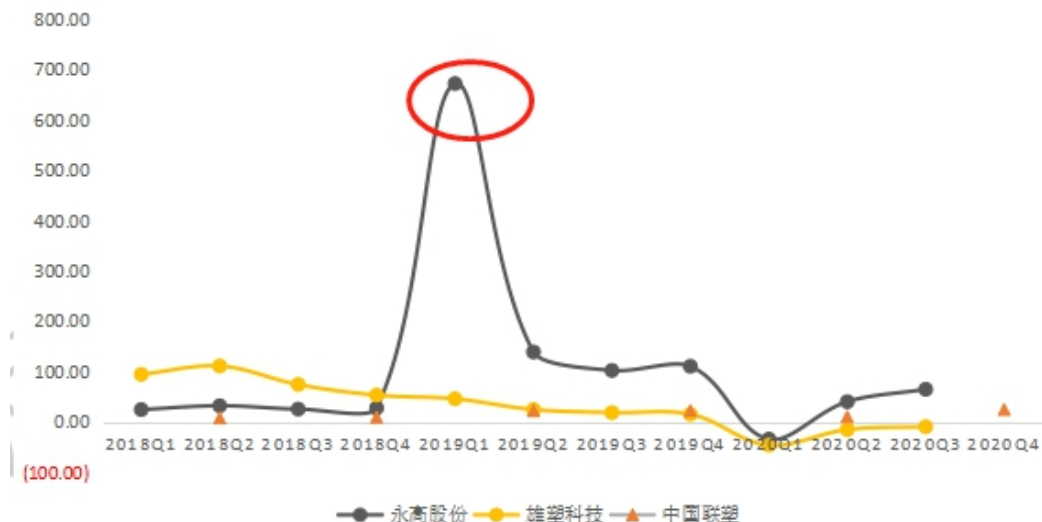
永高股份——2019 年一季度起，增速反超中国联塑、雄塑科技，主要是市场开拓力度加大，我们从两方面看：一是渠道拓展，2019 年底，其一级经销商达到 2200 多家，同比增长约 200 家左右；二是精装修带来的工程端业务增加，2019 年，在国内 500 强地产商管材管件品牌首选率达到 14%，同比提升 12 个百分点，B 端业务品牌力提升明显。它连续 7 年为万科的 A 类供应商，与恒大、中海地产、招商蛇口等保持合作。

中国联塑——整体增速波动向下，但波动小于可比公司。2019 年，其在地产商中的品牌首选率为 29%，与 2018 年持平，没有明显增长。

雄塑科技——从 2018 年一季度高点，之后一路放缓，主要是其大客户保利地产采购金额有所下降，销售额占比从 2018 年的 4.35% 下降至 2019 年的 2.28%。

## 2) 归母净利润增长





图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

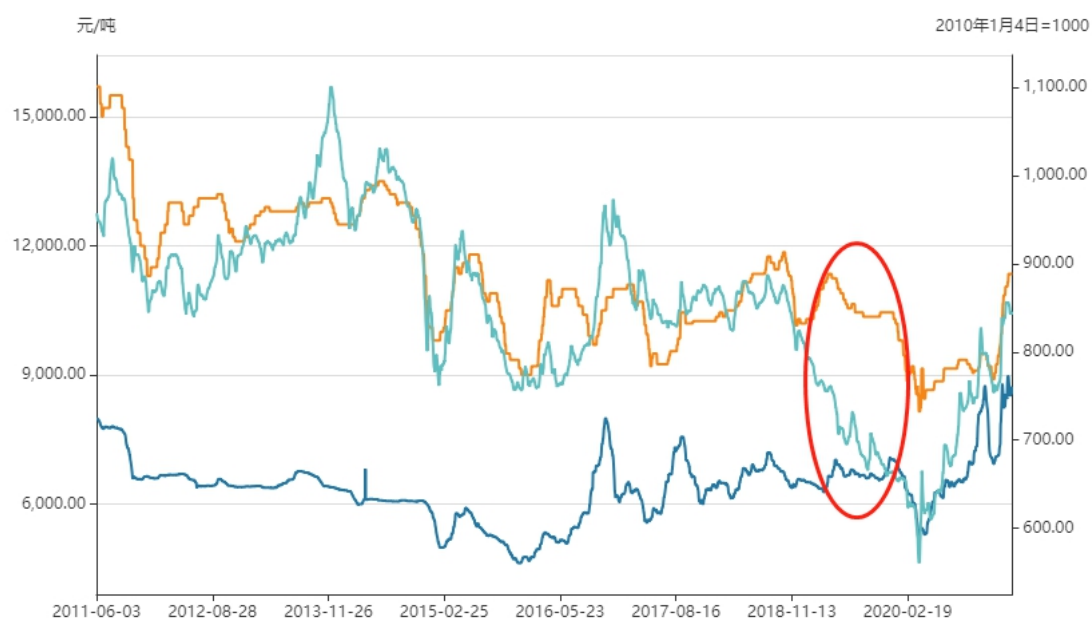
对比来看，中国联塑利润增速比较平稳，雄塑科技从2018年一季度起逐步放缓，与收入增速同步。

永高股份的净利润增速较高，主要是成本费用管控效果显现。尤其是2019年，利润增速大幅上升。其中，一季度主要是销售费用率、管理费用率较2018年同期下降，之后三个季度是毛利率上升。

2019年，其综合毛利率达到25.76%，同比提升约2.2个百分点，其中2019Q4毛利率为27.37%，同比提升约4.3个百分点，主要是PPR、PE原材料价格下降所致。

以大庆石化PP价格为例，2019年均价同比下滑8.2%，以浙江石化PE为例，2019年均价同比下滑约18.2%。

上述原材料属于石油产业链，因此会随着石油价格波动，原材料价格下降，毛利率上升，反之毛利率承压。



Wind

图：原材料价格波动

来源：wind

(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将两家公司的收入和利润情况拆开，看近期财报数据，其中，港市的中国联塑披露年报业绩（无三季报），但永高股份、雄塑科技年报尚未发布，我们暂且以三季报、业绩预告数据对比。

从 2020 年收入规模看，中国联塑 (281.7 亿元) > 永高股份 (70.48 亿元) > 雄塑科技 (20.69 亿元)，收入增速上，永高股份 (12.04%) > 中国联塑 (6.6%) > 雄塑科技 (2.37%)。具体来看：

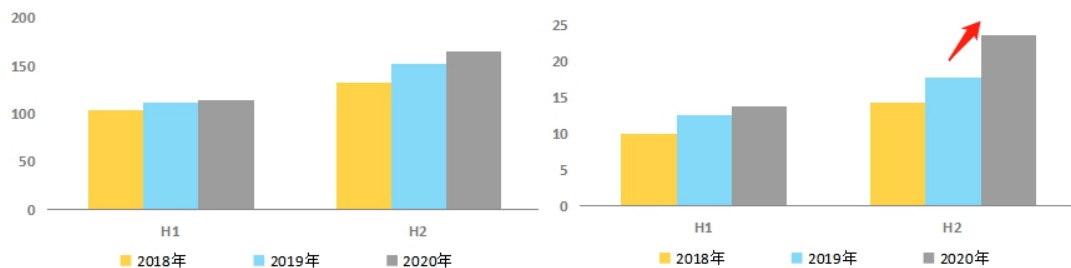
中国联塑——根据年度报告，2020 年，实现营业收入 281.7 亿元，同比增长 6.6%，归母净利润 37.5 亿元，同比增长 24.0%。

受卫生事件，以及价格随原材料成本下降影响（管道业务采用成本加法定价），收入保持低速增长。其中下半年价格有所回升，实现收入 165.29 亿元，同比增长 8.36%。

由于其在原材料价格低点加大储备，导致成本降幅较多，2020 年原材料均价下降 6.7%，大于全国 PVC 均价的降幅（1.5%），利润增长较快。

2020 年，毛利率、净利率分别提升 1.2、1.9 个百分点至 30.1%、13.3%。此外，2021 年初，其与原材料供应商签订锁价协议，后续涨价影响较小，全年成本可控。

期间费用率 10.2%，同比下降 0.9 个百分点，主要由于融资成本下降，  
导致财务费用率下降。



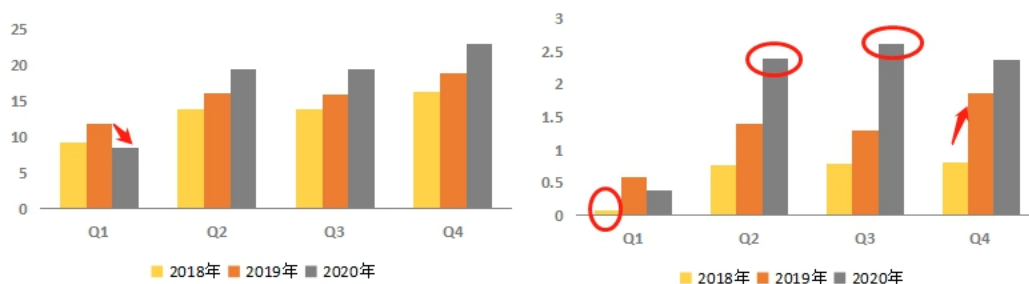
图：半年度收入（右图）、净利润及增速（左轴）

来源：塔坚研究

永高股份——2020 三季报，实现营收 47.52 亿元，同比增长 7.9%；归母净利润 5.38 亿元，同比高幅增长 64.27%，扣非后归母净利润 5.01 亿元，同比高幅增长 66.65%，业绩超预期。

前三季度公司毛利率 25.66%，同比提升 0.59 个百分点；净利率 11.32%，同比提升 3.88 个百分点，主要是费用管控效果显现，销售费用率下降。

如果单看三季度——2020Q3 实现营收 19.52 亿元，同比增长 21.78%，卫生事件之后，地产竣工等拉动需求回暖。归母净利润 2.62 亿元，同比大幅增长 102.06%，单季度利润创下新高，主要是上半年 PVC 原材料价格低点时，其期货套期提前锁定下半年原材料成本，Q3 毛利率 28.49%，同比提升 2.86 个百分点，环比提升 4.39 个百分点。



图：季度收入（右图）、季度净利润及增速（左轴）

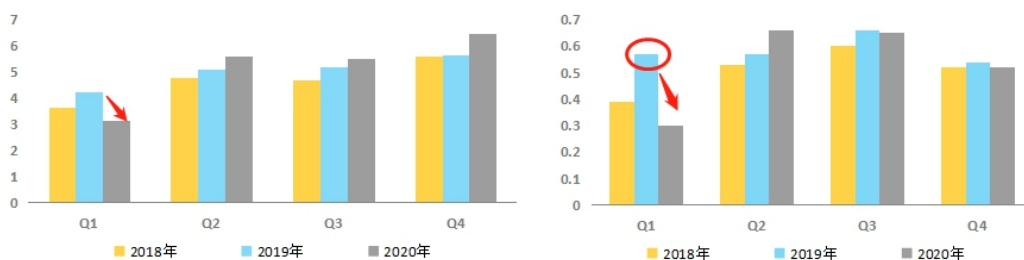
来源：塔坚研究

展望全年情况，根据其发布的 2020 年业绩快报，全年实现营业收入 70.48 亿元，同比增长 12.04%，营业利润、利润总额、净利润同比分别上升 51.88%、51.17%、51.56%。

全年利润保持高增长，主要得益于原料 PVC 低价时增加储备，以及套期保值的方式降低了原料成本（PVC 四季度涨幅严重）。Q4 单季度收入 22.96 亿元，同比增长 21.74%。

雄塑科技——2020 年前三季度，实现营业收入 14.24 亿元，同比-2.3%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比-10.2%，主要是其二季度开始，为加快出货抢占市场份额而采取降价措施，叠加销售费用率等提升，收入、利润承压。

如果仅看 Q3 单季度，实现营收 5.52 亿元，同比增长 5.93%，环比基本持平，Q3 收入增速环比 Q2 的 9.17%有所下滑，主要因行业竞争激烈，导致销量承压。Q3 归母净利润 0.65 亿元，同比下降 0.35%。



图：季度收入（右图）、季度净利润及增速（左轴）

来源：塔坚研究

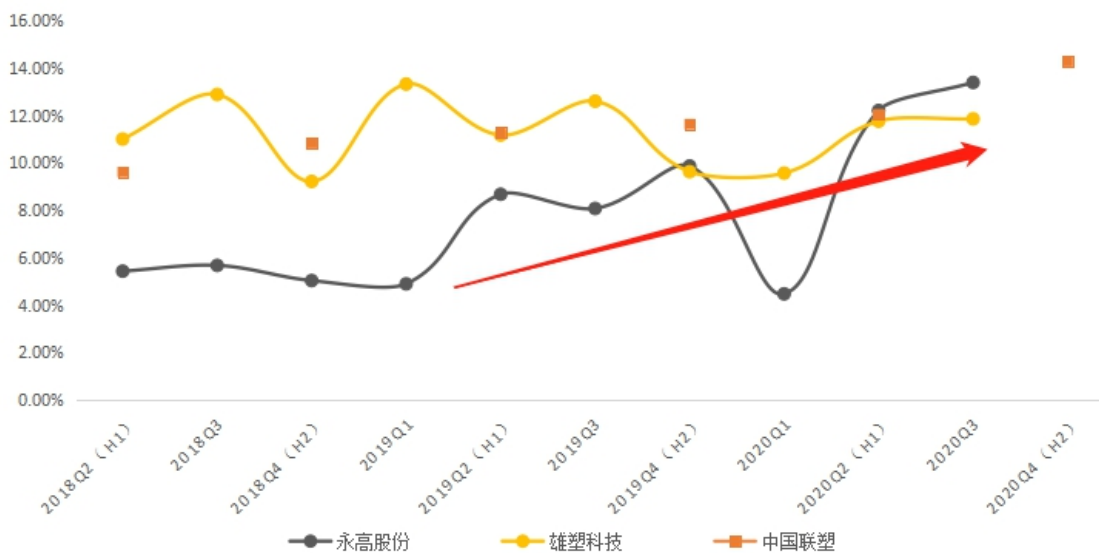
展望全年业绩——2021 年 3 月 4 日，其公告业绩快报，2020 年实现营业收入 20.69 亿元，同比增长 2.37%，主要得益于市政、环保产品的份额提升，营业利润 2.61 亿元，同比下降 10.65%；归母净利润 2.13 亿元，同比下降 9.11%。利润下滑主要是下半年原材料价格波动较大，且产品价格竞争较为激烈所致。

综上，永高股份 2020 年在收入、利润增长上表现较好，中国联塑保持稳健增长，且两家公司原材料价格管理措施比较有效。

(肆)

盈利能力方面，从净利率的趋势变化看，中国联塑、永高股份净利率呈

上升趋势，雄塑科技在一定区间平稳波动。 净利率排序为：中国联塑>雄塑科技>永高股份，差异主要来自毛利率、期间费用率。



图：净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

其中：

1) 毛利率，主要受原材料成本（成本占比 80%以上）、产品结构（以永高股份为例，PVC、PPR、PE 管材管件的毛利率分别在 22%、40%、23%左右）等因素影响。

整体来看，中国联塑较高，其产能规模较大，集采优势下议价能力较强，具有成本优势，以 PVC 管件为例，毛利率高出同行约 5 个百分点。

此外，值得注意的是，2020 年四季度，中国联塑成为中泰化学新进第四大股东，中泰化学是国内氯碱行业及电石法生产 PVC 龙头，后续二者能否产生协同效应，我们保持跟踪。

中泰化学[002092.SZ] - 十大股东明细

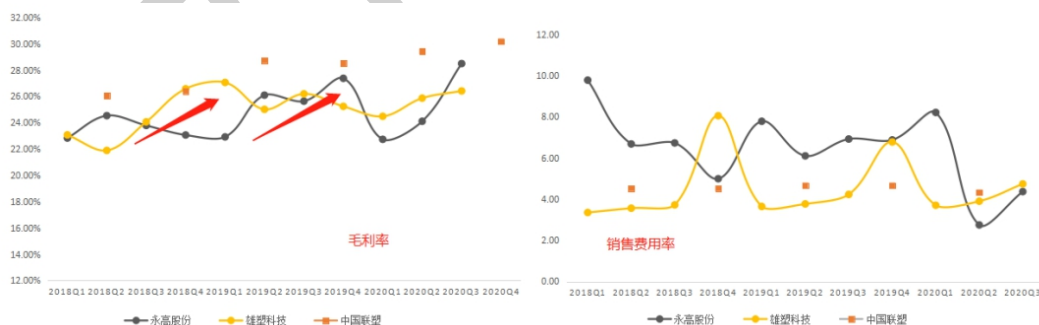
2020 年报

排名	股东名称	方向	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	持股数量变动(股)	占总股本比例(%)
1	新疆中泰(集团)有限责任公司	不变	25.5498	415,444,140	0	19.3500
2	鸿达兴业集团有限公司	不变	13.7794	224,055,772	0	10.4400
3	乌鲁木齐环塑有限公司	不变	4.6125	75,000,000	0	3.4900
4	广东联塑科技实业有限公司	新进	4.4620	72,552,167		3.3800
5	香港中央结算有限公司(陆股通)	增加	4.1429	67,364,111	43,141,843	3.1400
6	浙江富丽达股份有限公司	不变	4.1097	66,824,700	0	3.1100
7	中央汇金资产管理有限责任公司	不变	2.3779	38,664,500	0	1.8000
8	广州市玄元投资管理有限公司—玄元六度元宝8号私募投资基金	不变	1.7865	29,048,608	0	1.3500
9	乌鲁木齐国有资产经营(集团)有限公司	不变	1.6612	27,011,952	0	1.2600
10	挪威中央银行-自有资金	新进	1.0867	17,669,927		0.8200
合计			63.5686	1,033,635,877		48.1400

图：中泰化学十大股东

来源：wind

2018 年，雄塑科技毛利率上升，主要因为大客户贡献收入增加，拉动核心产品 PVC 管道业务增长，摊薄单位成本。永高股份毛利率 2019 年上升，主要得益于原材料价格下降。



图：三家公司毛利率&销售费用率（单位：%）

来源：塔坚研究



2) 销售费用率方面，永高股份>雄塑科技>中国联塑，差异主要来自运输费用。

从行业特征来看，塑料管道由于中空、体积大，运输效率较低。同一容积车辆装载不同口径管材，导致不同车次运输的货物价值迥异，难以进行运输费率预算管控，加上不同客户需求的品种差异较大，进一步加大了运输费用管控的难度。

根据永高股份投资者关系记录表，一般情况下小管道的运输半径在 800-1000 公里左右，大管道的运输半径在 300-500 公里左右。

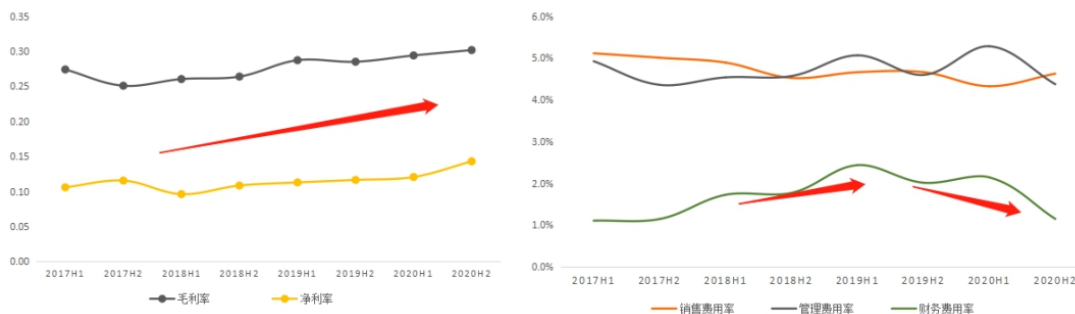
此处需注意，中国联塑销售费用率较低，主要是其产品齐全、种类丰富，客户粘性及客单价较高；由于其在国内 18 个省份已有或在建生产基地，布局以物流便捷为准则，生产基地布局合理，可以优化配送路线，销售费用低于同行。

中国联塑销售费用率在 4%-5%左右，永高股份销售费用率在 6%以上，主要是其运输及配送费占比较高，在 50%左右。雄塑科技销售费用率较低，主要是其采取客户自提货物或自行承担运费的销售政策，运费较低。

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将三家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

1) 中国联塑



图：利润表比率 (单位：%)

来源：塔坚研究

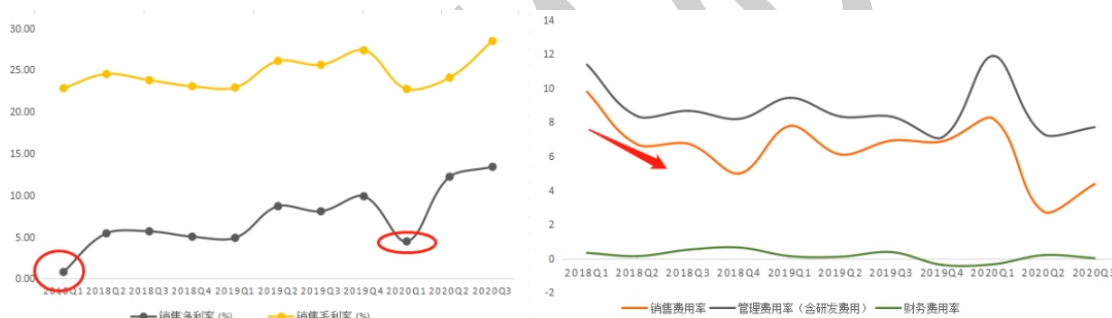
由于中国联塑采用**成本加成定价模式**，整体毛利率比较稳定，2019 年有小幅上升，主要是毛利率较高的 PPR、PE 管材销售比重增加，以及原材料管控降低了采购成本。

期间费用中，财务费用波动比较明显，2018 年、2019 年银行借款增加，主要用于在美国、加拿大、澳大利亚等地购置海外物业，打造海外一站式家居展厅商城，并对外出租，是商业地产属性，类似于国内的美凯龙。

此外，布局市政污水、土壤修复、海绵城市等环保领域，资本支出增加（此处，从业务拓展方向看，资产属性较重，回收期长，其多元化布局的逻辑未来可以作为调研点）。

从借款比重来看，境外融资占比较高，其中 2019 年美元借款占比 51%，港币借款占比 22%，澳元借款占比 3.8%，主要是境外融资成本相对较低。

## 2) 永高股份



图：利润表比率 (单位：%)

来源：塔坚研究

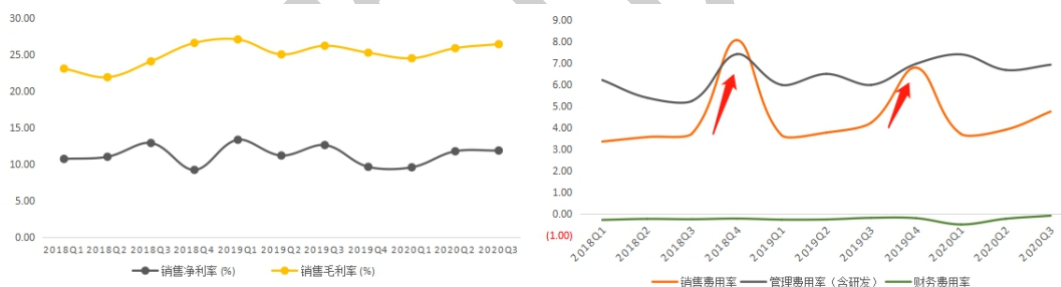
净利率的波动与毛利率趋势基本一致，其中：

2018 年一季度净利率处于低位，主要是受管理费用、销售费用影响，支出用于优化经销网络，同时大力建设物流仓储中心，优化物流配送方式，分别在贵阳、西安、长沙、昆明和重庆等地设立配送中心，初步建成西

北、西南和华中的配送网点，导致销售费用中运输费、配送服务费、工资薪金等增加。

2019 年，毛利率的提升，拉动净利率上升，如前文所述，主要是原材料价格下滑。2020 年一季度，毛利率下降，同时期间费用率上升，拉低净利率，主要是卫生事件导致需求下降，但费用相对刚性所致。二季度之后销售费用率整体下降，主要是采用新的收入准则，运输费重分类计入营业成本。

### 3) 雄塑科技



图：利润表比率 (单位：%)

来源：塔坚研究

毛利率波动平稳，净利率主要受销售费用率等影响，有所波动，其中 2018 年四季度、2019 年四季度，销售费用率明显上升，主要是职工薪酬、市场服务费、广告促销费等在四季度确认较多。

(陆)

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权与免责声明】** 1) 版权声明：版权所有，违者必究，未经许可不得以任何形式翻版、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创声明：如报告内容有引用但未标注来源，请随时联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容声明：我们只负责财务分析、产业研究，内容不支持任何形式决策依据，也不支撑任何形式投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来变化做背书，未来发生任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。所有内容仅服务于行业研究、学术讨论需求，如为股市相关人士，请务必取消对本号的关注。4) 阅读权限声明：我们仅在公众平台仅呈现部分报告内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题声明：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的行业都能覆盖，也不接受私人咨询和问答，请谅解。6) 平台声明：所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

**【数据支持】** 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、理杏仁；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内外研究，以上几家必不可少。如大家对以上数据终端有意向，欢迎和我们联系，我们可代为联络相关负责人。