

002372.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.42

板块评级: 中性

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.3	4.7	8.4	96.2
相对深证成指	29.5	(1.2)	1.7	64.5

发行股数(百万)	1,592
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	37,287
3个月日均交易额(人民币 百万)	233
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
伟星集团有限公司	38

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 6 月 10 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材
证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

伟星新材

抗周期消费建材龙头, 经营长虹基业长青可期

公司先期通过品牌营销、增值服务和渠道建设, 构建“渠道+品牌+服务”核心竞争力闭环。未来公司有望通过“零售+工程”、“同心圆战略”、新区域开发、渠道拓展等一系列措施复制优秀的商业模式维持强大的盈利能力。

支撑评级的要点

- **塑料管行业有望保持缓慢增长并走向集中:** 塑料管主要应用于市政建设和建筑装饰领域, 进入壁垒较低, 格局较为分散, 原料成本波动大但可部分转嫁。预计 2030 年行业规模将缓慢增长至 2,000 万吨产值 4,000 亿元, 并且在地产集采、下游集中、政策趋严等驱动下行业走向集中与规范。
- **构建“渠道+品牌+服务”商业模式为公司带来高毛利与高现金流:** 公司主打 PPR, 定位高端。先期通过品牌营销、增值服务和渠道建设, 构建“渠道+品牌+服务”的核心竞争力闭环。为公司带来远高于同行的毛利率和现金流表现。同时保持极高的现金分红为市场带来可观的回报。
- **行业形势冲击下, 公司多种手段应对风险:** 受地产精装集采冲击 2019 年公司收入与利润增速有所下滑。未来公司将通过“零售+工程”、“同心圆战略”、新区域开发、渠道拓展等一系列组合拳, 兼顾量价本多方面, 为公司实现新一轮的良性可持续的增长。
- **短期收入有望随竣工增速改善, 中长期营收利润有望持续增长:** 2020 年以来随着公司各项经营恢复正常, 目前市场关注度达到历史新高, 估值水平也有所恢复。我们认为短期随着竣工回暖, 公司收入增速有望提升, 但原料价格上涨或一定程度挤压利润空间。中长期公司将通过一系列措施实现营收利润的持续增长, 基业长青可期。

估值

- 考虑 2021 年原料价格上涨, 我们预计全年公司利润个位数增长。预计 2021-2023 年公司收入为 58.8、68.4、78.9 亿元; 归母净利润分别为 12.8、15.6、18.8 亿元; EPS 分别为 0.80、0.98、1.18 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- “零售+工程”拖累公司现金流、“同心圆战略”不及预期、渠道拓展不及预期、新区域开发不及预期、原料价格上涨挤压利润空间。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,664	5,105	5,880	6,841	7,895
变动(%)	2	9	15	16	15
净利润(人民币 百万)	983	1,193	1,276	1,558	1,876
全面摊薄每股收益(人民币)	0.618	0.749	0.802	0.978	1.178
变动(%)	0.0	21.3	7.0	22.0	20.4
全面摊薄市盈率(倍)			0.870	0.990	1.140
价格/每股现金流量(倍)	32.8	22.9	32.9	27.6	23.1
每股现金流量(人民币)	0.71	1.02	0.71	0.85	1.01
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.9	25.3	28.8	24.0	20.1
每股股息(人民币)	0.49	0.49	0.47	0.57	0.69
股息率(%)	2.1	2.1	2.0	2.4	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司概况：增长稳健的消费建材龙头	5
公司介绍：主营塑管，深耕华东，持股结构集中	5
公司财务：经营稳健财务优秀，股票收益率高	6
行业概况：行业增速稳步切换，行业集中不可抵挡	8
行业天花板：从高速增长转向稳步增长	8
行业格局与趋势：从分散走向集中	11
公司发展：“品牌+服务+渠道”闭环，“零售+工程+同心圆”多重驱动	15
公司发展复盘：四阶段打造高端管材龙头	15
公司核心竞争力：“品牌+渠道+服务”打造核心竞争力闭环	16
公司困境与变局：多措施兼顾量价本，再次布局重谋发展	18
未来展望：经营长虹，基业长青	23
投资建议	26
风险提示	27

图表目录

图表 1. 伟星新材股权架构	5
图表 2. PPR 管材是公司重要产品(单位: 百万元).....	5
图表 3. 华东和华北是公司重点区域(单位: 百万元).....	5
图表 4 2020 年公司主要业务收入情况	5
图表 5. 公司上市以来收益大幅跑赢大盘.....	6
图表 6. 除 2019 年, 大部分年份业绩增速稳健.....	7
图表 7. 公司常年维持超高分红率.....	7
图表 8. 公司 ROE 水平不逊于消费龙头	7
图表 9. 公司净营运周期与消费龙头差距不甚明显.....	7
图表 10. 塑料管道产业链.....	8
图表 11. 塑料管道应用场景.....	8
图表 12. PVC 和 PE 是两类需求最大的管道.....	8
图表 13. 塑料管行业规模增速逐步下行.....	8
图表 14. 塑料管行业规模稳步增长.....	9
图表 15. 产品价格保持平稳, 产销率近年来提升	9
图表 16. 多数管道是 2000 年后建造	9
图表 17. 当前中国管道建设仍落后于发达国家.....	9
图表 18. 2020-2024 年旧改小区数量预测	10
图表 19. 市政排水管道持续增长.....	10
图表 20. 未来 10 年塑料管行业增速逐步趋稳(单位:万吨).....	10
图表 21. 行业大多数厂商规模较小.....	11
图表 22. 华东与华南企业数量较多, 占比超过 50%.....	11
图表 23. PVC、PE、PP 行业产量情况.....	11
图表 24. PE 自给率较低, PP 逐步提升	11
图表 25. PVC、PE、PP 树脂价格走势.....	12
图表 26. 近年房企销售面积集中度明显提升.....	12
图表 27. 建筑行业订单快速向央企集中	12
图表 28. 精装房市场规模保持快速扩张.....	13
图表 29. 500 强地产商部分首选管材供应商情况(首选率).....	13
图表 30. 雨水管渠设计重现期	13
图表 31. 管材龙头加速产能投资(资本开支/折旧 单位倍)	13
图表 32. 管材龙头市占率快速提升.....	13

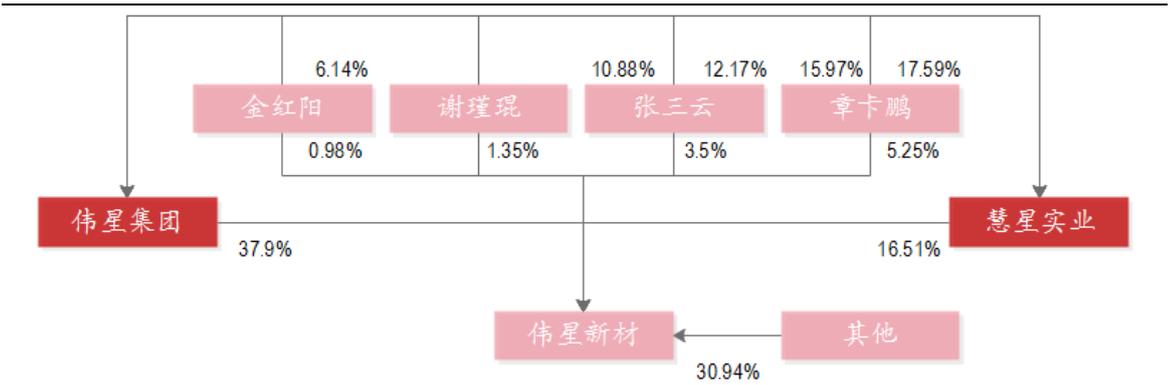
图表 33. 公司成立以来的发展战略.....	15
图表 34. 2013 年公司单位广告费用有明显抬升(元/吨).....	15
图表 35. 上市前三年, 公司尚未有明显超额收益.....	15
图表 36. 2014 后公司单位销售员工薪酬快速提升(元/吨).....	16
图表 37. 2013 年后, PPR 业绩增速进入快速稳定增长.....	16
图表 38. 公司产品单价显著高于同行.....	17
图表 39. 公司单位产品广告投入显著高于同行.....	17
图表 40. “星管家”如何处理家用管道失效问题.....	17
图表 41. 公司不断深化对产品下游的相关服务.....	17
图表 42. 公司扁平化营销网络示意图.....	18
图表 43. “品牌+服务+渠道”形成核心竞争力闭环.....	18
图表 44. 头部房企引领精装房(2019 年数据).....	19
图表 45. 公司在华东市场业务占比最高(2020 年数据).....	19
图表 46. 公司增收思路归纳.....	19
图表 47. 公司产能投放节奏.....	20
图表 48. 公司在西部地区市占率还有提升空间.....	20
图表 49. 公司商业模式与同行对比.....	20
图表 50. 公司成本结构与同行对比 (按照 2016-2020 年年报求平均计算).....	21
图表 51. 公司在人工效率方面尚不具备优势 (吨/人/年).....	21
图表 52. 提升人工效率更大作用是抵消薪酬提升.....	21
图表 53. 管材、防水、净水系统行业属性对照.....	22
图表 54. 公司过去四年股价涨幅归因.....	23
图表 55. 公募基金重仓持股份额快速恢复.....	23
图表 56. 地产竣工面积有望回升.....	23
图表 57. 公司收入增速和竣工面积增速有一定相关性.....	23
图表 58. 预计未来 5 年公司收入结构.....	24
图表 59. 预计未来 5 年公司利润结构.....	24
图表 60. 伟星新材公司盈利预测(单位: 百万元).....	25

公司概况：增长稳健的消费建材龙头

公司介绍：主营塑管，深耕华东，持股结构集中

塑料管领跑企业，产品应用于多项重大工程：伟星新材创建于1999年，2010年3月在深交所上市，是国内PPR管领跑企业，主要生产定位于中高端市场的塑料管道，并积极拓展防水和净水业务。目前PPR管、PE管、PVC管是公司三大主要产品，营收占比达到93.6%，主要应用于建筑给排水、市政给水、水排污、燃气、采暖等领域。经过二十多年发展，公司产品应用在多项重大项目，包括鸟巢、水立方、港珠澳大桥等。

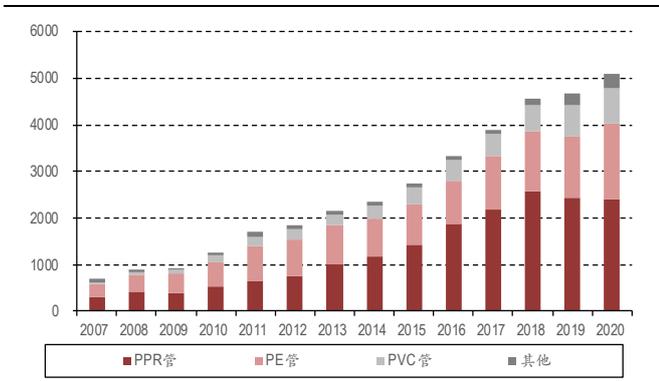
图表 1. 伟星新材股权架构



资料来源：万得、中银证券

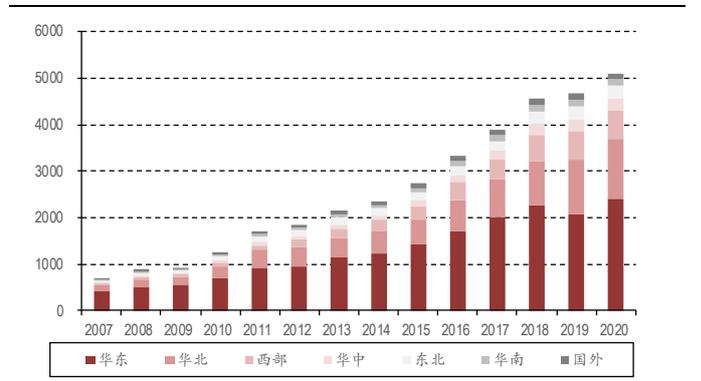
集团采用集体决策，总经理负责制：伟星新材是伟星集团旗下企业，伟星集团旗下还有另一家上市公司伟星股份(002003.SZ)，主营拉链、钮扣等。伟星集团股东为26个自然人，分管集团旗下不同产业。集团采用集体决策，总经理负责制。红阳为伟星新材董事长兼总经理。

图表 2. PPR 管材是公司重要产品(单位：百万元)



资料来源：万得、中银证券

图表 3. 华东和华北是公司重点区域(单位：百万元)



资料来源：万得、中银证券

图表 4 2020 年公司主要业务收入情况

产品名称	2020 年收入(亿)	收入占比(%)	毛利率(%)	应用
PPR 管	24.2	47.4	56.3	家庭冷热水管+建筑给水
PE 管	16.2	31.8	35.8	市政给水、燃气、排水、建筑采暖
PVC 管	7.4	14.4	23.1	建筑排水、护套管
其他	3.3	6.4	32.9	PB 采暖管道、防水、净水等

资料来源：万得、中银证券

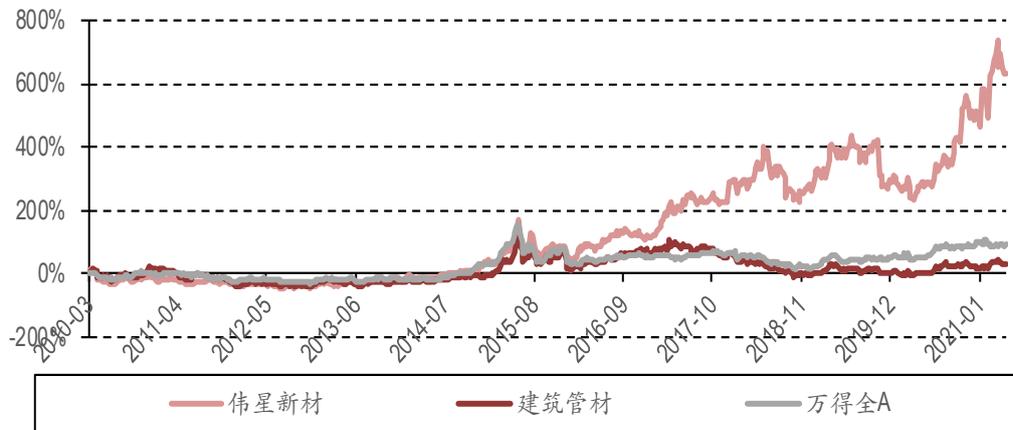
PPR管是公司拳头产品与主要利润来源；华东是公司深耕区域，华北近年发展较快：PPR管、PE管、PVC管目前是公司三大主营业务，2020年收入分别为24.2、16.2、7.4亿元，收入占比分别为47.4%、31.8%、14.4%。其中PPR管毛利率最高，是公司主要的利润来源，三大产品毛利率分别为56.3%、35.8%、23.1%。分区域看，华东是公司传统深耕地区，2020年收入为23.9亿元，占比46.9%；华北区域近年来发展较快，2020年收入13.1亿元，占比25.7%，同增12.7%。

公司财务：经营稳健财务优秀，股票收益率高

公司复合增长率极高，长期收益大幅跑赢大盘：2006年至2020年，公司收入从4.7亿元增长至51.0亿元，CAGR为18.6%；净利润从0.4亿元增长至11.9亿元，CAGR为27.2%；长期复合增长率极高。从收益的角度看，股票收益最高超过600%，大幅跑赢大盘，是建材板块为数不多可以稳定维持25%以上ROE的公司。

长年维持超高分红率，年均持有收益率超过20%：2011年以来，公司持续维持65%以上的超高分红率，充分回馈资本市场。2010年至今公司累计实现净利润65.7亿元，累计现金分红48.2亿元，平均分红率73.3%，分红金额是公司上市以来融资额的4.2倍。按照30倍的市盈率算，公司股息率仍可达到2.4%，加上年均19.5%的股票涨幅，公司股票年均持有收益率达到21.9%。

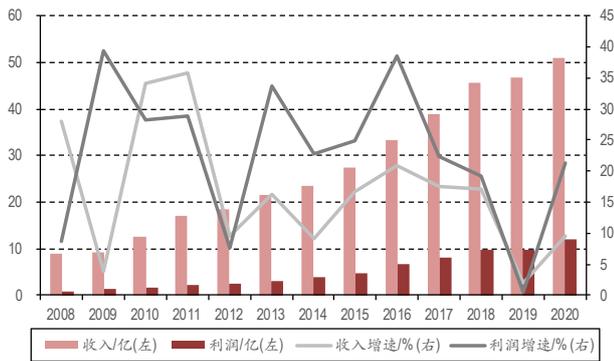
图表 5. 公司上市以来收益大幅跑赢大盘



资料来源：万得、中银证券

营收利润增速稳健，各项财务指标在同行中表现优异：公司历年营收和利润均保持稳健增长。除了2019年受到精装房集采挤压零售渠道以及台风影响之外，公司大多数年份可以保持20%以上的收入增速和15%以上的利润增速。现金流等各项财务指标在同行乃至整个建材行业表现都非常优异，明显领先同行可比公司。

图表 6. 除 2019 年，大部分年份业绩增速稳健



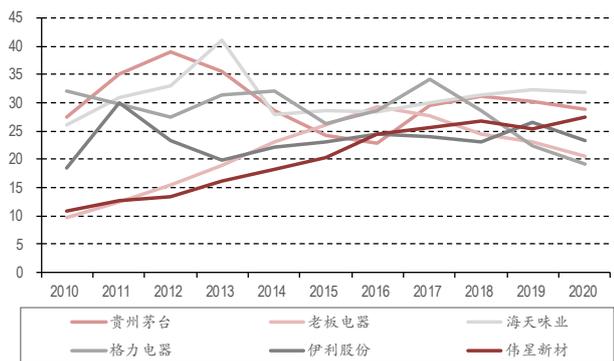
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 公司常年维持超高分红率



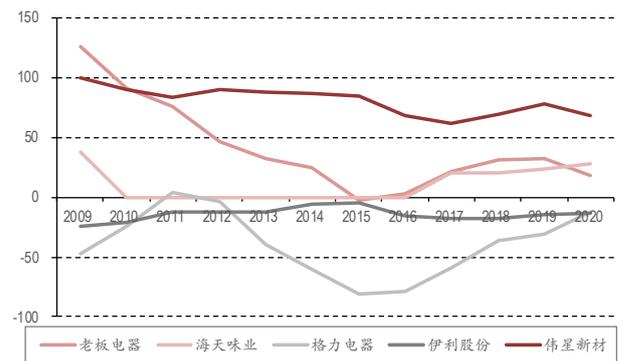
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 公司 ROE 水平不逊于消费龙头



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 公司净营运周期与消费龙头差距不甚明显



资料来源：万得，中银证券

从财务指标角度来看，公司具有一定消费属性：和消费龙头相比，公司财务指标表现也可圈可点。2012 年以来，公司 ROE 稳步提升，2016 年以后，ROE 稳定在 25% 以上的水平，相比其他消费龙头，公司 ROE 水平并不低。从现金流表现角度来看，公司净营运周期稳定在 70-80 天，相比老板电器、海天味业、格力电器、伊利股份等消费龙头差距仍不甚明显。

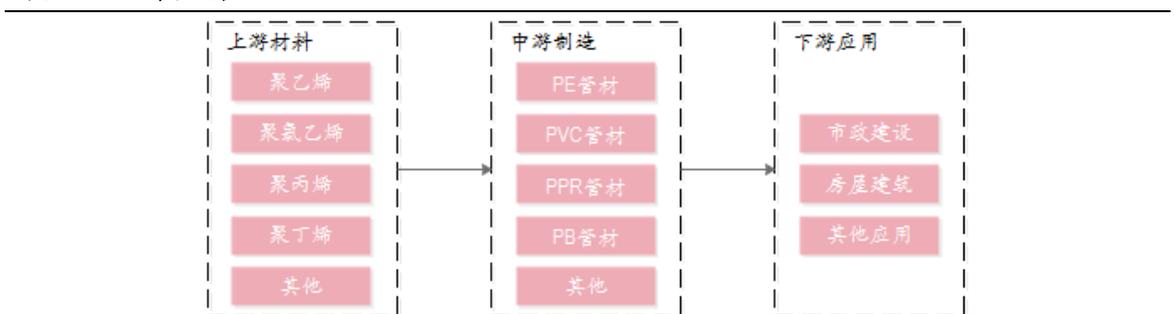
行业概况：行业增速稳步切换，行业集中不可抵挡

行业天花板：从高速增长转向稳步增长

市场规模 3,300 亿，总产量 1,600 万吨，以 PE 和 PVC 管为主

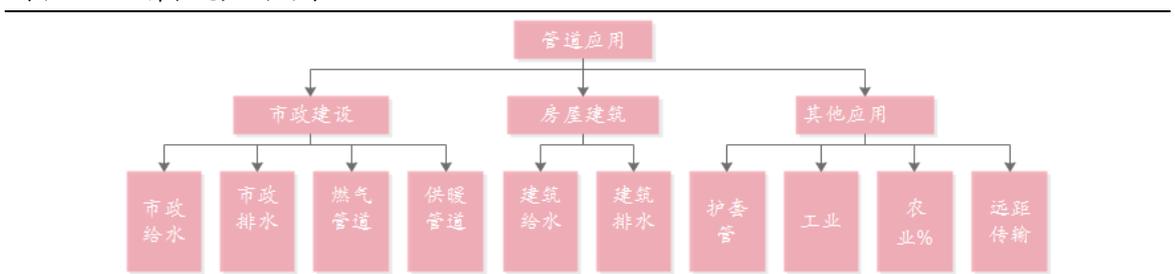
市政与建筑是管材的主要需求，PE 与 PVC 是最主要两大品种：塑料管行业上游为各类原料，以聚乙烯、聚氯乙烯、聚丙烯、聚丁烯为主；通过加工制成 PE、PVC、PPR、PB 各类管材；下游应用分为市政建设、房屋建筑、其他应用三大板块。市政建设占下游需求约 30%，主要以 PE、PVC 管为主，主要应用场景为市政给排水、燃气、供暖管道。房屋建筑是管材另一重要应用领域，主要是建筑给排水用管以及其他各类入户管道，其中建筑给水主要用 PPR 管，排水主要用 PVC 管。其他应用领域包括农业灌溉、工业排污、电线网线护套管、超远距离传送管等。总体看市政建设和房屋建筑是塑料管需求的重要组成部分，其中 PE 管和 PVC 管是需求量最大的品种。

图表 10. 塑料管道产业链



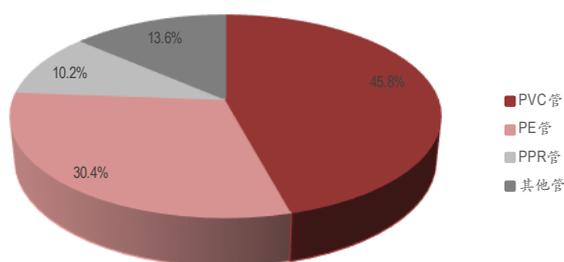
资料来源：《塑料管道产业的现状和发展》，中银证券

图表 11. 塑料管道应用场景



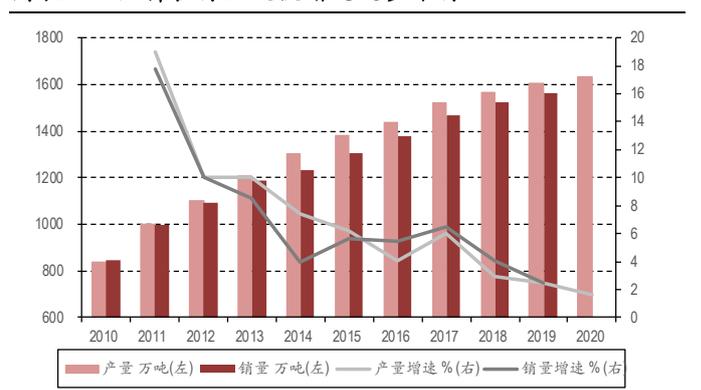
资料来源：《塑料管道产业的现状和发展》，中银证券

图表 12. PVC 和 PE 是两类需求最大的管道



资料来源：中国塑料加工业协会，中银证券

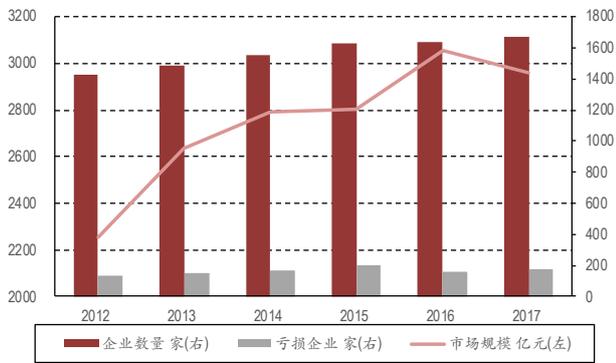
图表 13. 塑料管行业规模增速逐步下行



资料来源：中国塑料加工业协会，中银证券

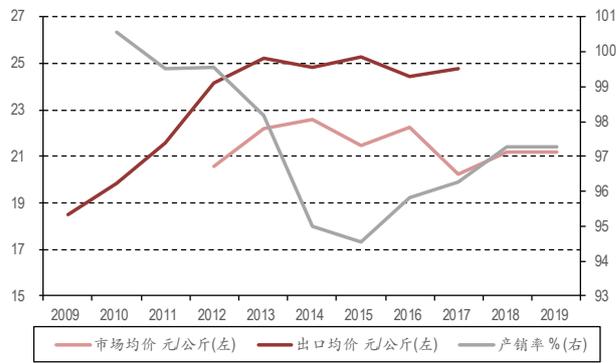
总产值约 3,300 亿元，产量约 1,600 万吨，增速保持稳定：2019 年，塑料管道行业总产值为 3,312 亿元，相比 2012 年的 2,252.6 亿元增长了 47.0%，CAGR 为 5.7%。2010-2020 年，塑料管行业产量从 840.3 万吨增长为 1,632.0 万吨，CAGR 为 6.9%；销量从 2010 年的 845.1 万吨增长为 2019 年的 1,562.0 万吨，CAGR 为 7.1%。行业总体保持稳步增长。2016 年以后，随着房屋建筑与基建投资增速逐步放缓，管道行业增速也稳定在 5% 的水平内。

图表 14. 塑料管行业规模稳步增长



资料来源：中国塑料加工业协会，中银证券

图表 15. 产品价格保持平稳，产销率近年来提升



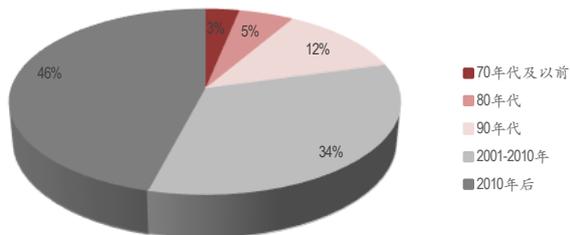
资料来源：中国塑料加工业协会，中银证券

出口与企业数量规模保持稳定，出口产品均价偏高：根据中国塑料加工业协会，2017 年我国塑料管道出口量为 66 万吨，占总产量 4.3%，总出口额为 24.2 亿美元，平均出口单价为 24.7 元/公斤，高于国内产品平均水平 22.4%。全行业企业 1,674 家，企业数量保持稳定状态，年新增企业数量约 2%，其中 177 家企业处于亏损状态。

展望 2030 年 4,000 亿市场空间与 2,000 万吨产量

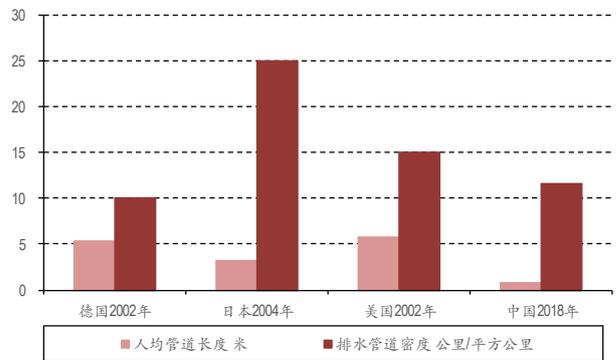
按照海外管道建设水平、中国城镇化建设、塑料管道占比推算下游需求：对于塑料管道的需求，我们可以参照海外管道建设水平和我国城市化进度来判断。当前我国管道大多数都是 2000 年后建造的，而且塑料管道占比相对较低，特别是在市政建设领域。无论在人均还是管道密度方面，都落后于十多年前的发达国家水平。随着我国城镇化建设推进以及人均生活水平提升，我国各个领域塑料管需求仍有提升空间。

图表 16. 多数管道是 2000 年后建造



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 当前中国管道建设仍落后于发达国家



资料来源：国际工程咨询中心，中银证券

短期来看，旧改、海绵城市、长江综合治理等将为塑料管道行业贡献一定的市场增量：按照相关政府部门表述，我国共有老旧小区 16 万个，涉及居民 4,200 万户，建筑面积总共 40 亿平。2020 与 2021 年，政府分别将完成 3.9 和 5.3 万个老旧小区改造，对应建筑面积分别为 9.8 和 13.3 亿平；2022-2024 年平均每年完成 2.6 万个小区改造，对应建筑面积为 5.7 亿平。假设 50% 的小区对给排水进行改造，参照行业数据，1 亿平方米建筑面积对应管道需求约为 6.5 万吨。这意味着 2021-2024 年旧改带来的管道需求达到 98.3 万吨，年均 24.6 万吨，为 2020 年产量的 1.5%。海绵城市与长江治理主要涉及市政排水管网的建设，2019 年全国城市排水管网 74.4 万公里，年新增 6 万公里。我们保守预计 2025 年市政排水管道将突破 100 万公里，年均新增 5 万公里。假设塑料管渗透率 50%，每公里 80 吨，年需求达到 200 万吨，占 2020 年产量的 12.3%，是未来几年行业增长的重要支撑。

图表 18. 2020-2024 年旧改小区数量预测



资料来源：住建部，中银证券

图表 19. 市政排水管道持续增长



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 20. 未来 10 年塑料管行业增速逐步趋稳(单位:万吨)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
市政给水	253.9	261.3	263.4	276.5	282.0	291.0	295.6	299.6	303.0	305.7	307.8
市政排水	365.0	369.9	371.7	382.5	393.1	403.5	413.6	423.5	433.2	442.8	452.3
护套管	158.7	162.7	166.9	171.1	175.4	179.9	184.4	189.1	193.8	198.7	203.7
燃气	31.7	37.3	41.0	45.0	49.3	54.0	59.0	64.5	70.4	76.8	83.9
供暖	47.6	46.9	49.8	52.8	56.0	59.4	63.0	66.7	70.7	75.0	79.5
市政领域	857.0	878.1	892.7	927.9	955.8	987.8	1,015.6	1,043.4	1,071.2	1,099.0	1,127.2
建筑给水	222.2	224.7	227.2	229.6	232.1	234.5	236.9	239.3	241.7	244.0	246.3
建筑排水	253.9	257.9	261.9	266.0	270.1	274.3	278.4	282.7	286.9	291.2	295.6
建筑领域	476.1	482.6	489.1	495.7	502.2	508.8	515.4	522.0	528.6	535.2	541.9
农业	158.7	162.7	166.8	171.0	175.3	179.7	184.2	188.8	193.6	198.5	203.4
工业	63.5	65.1	66.7	68.4	70.2	71.9	73.8	75.6	77.5	79.5	81.5
其他	76.7	78.7	80.6	82.6	84.7	86.8	89.0	91.2	93.5	95.8	98.2
其他领域	298.9	306.4	314.1	322.1	330.1	338.5	347.0	355.7	364.6	373.8	383.2
合计	1,632.0	1,667.2	1,696.0	1,745.6	1,788.2	1,835.0	1,878.0	1,921.1	1,964.4	2,008.0	2,052.2
PE	475.9	487.1	495.4	512.6	526.8	542.7	556.9	571.1	585.3	599.6	614.1
PVC	936.7	956.5	973.4	1,000.3	1,023.8	1,049.5	1,073.3	1,097.3	1,121.5	1,145.8	1,170.5
PP	169.8	172.8	175.4	179.0	182.3	185.8	189.1	192.5	195.8	199.2	202.6
其他	49.6	50.8	51.7	53.7	55.2	57.0	58.6	60.2	61.8	63.4	65.0

资料来源：国家统计局、《中国塑料管道市场分析报告—铜增强塑料管道市场前景》、中国塑协、中银证券预测

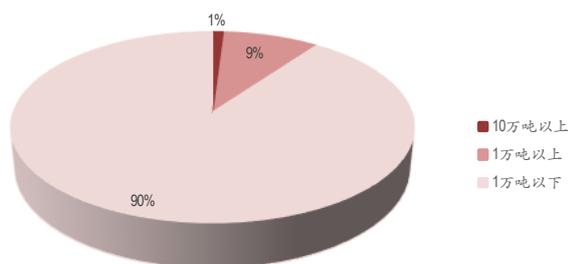
预计 2030 年全行业产量超过 2,000 万吨，产值超过 4,000 亿元，PVC 与 PE 管仍为主流：通过对各个领域需求进行分析，我们认为塑料管道行业将在未来 10 年保持缓慢增长态势，年均增速约为 2.5%，至 2030 年行业产量突破 2,000 万吨，全行业产值超过 4,000 亿元。其中随着城镇化的持续推进，市政相关领域需求占比将有所提升，PVC 和 PE 两类管材仍将是主要的两类品种。

行业格局与趋势：从分散走向集中

现有格局：行业分散壁垒较低，成本压力可部分转嫁

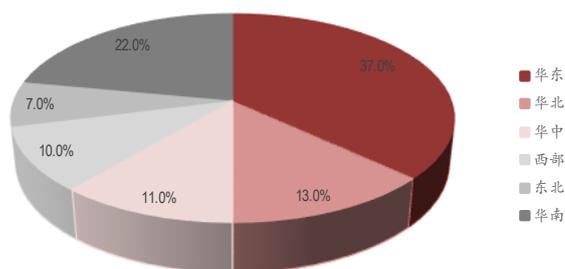
行业高度分散，企业主要集中于华东和华南区域：从供给端来看，当前公司总计超过 1,600 家，总产能超过 3,000 万吨，其中年产能超过 10 万吨的公司不超过 1%，年产能超过 1 万吨的公司不超过 10%，剩下大多数公司是年产能不超过 1 万吨的小企业。行业集中度依然低。全行业除了中国联塑年销量超过 200 万吨外，伟星新材、永高股份、顾地科技、雄塑科技规模均在 20-100 万吨，处于行业第二梯队。从区域分布来看，全行业企业主要集中于华东和华南，企业数量占比分别达到 37%和 22%，合计占比超过 50%。主要行业龙头也均来自于华东和华南。

图表 21. 行业大多数厂商规模较小



资料来源：中国塑协，中银证券

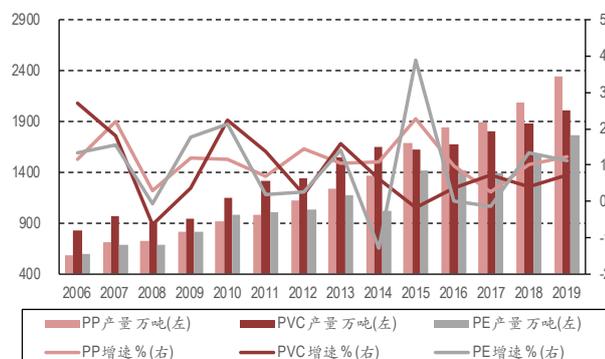
图表 22. 华东与华南企业数量较多，占比超过 50%



资料来源：中国塑协，中银证券

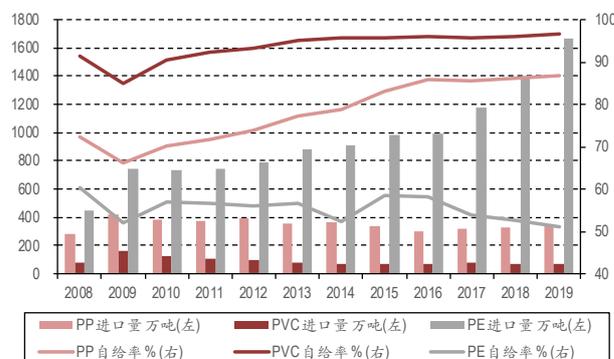
上游企业产能较为集中，部分产品国内自给率尚较低，定价权由上游掌握：目前 PE、PVC、PP 树脂三大产业产能集中度相对较高(CR10 约为 50%)，龙头以各地区石化企业为主。但国内部分产品如 PE 国内自给率相对较低，仅为 50%。PP 树脂自给率相对较高，近年来逐步提升至 50%以上。PVC 可以以煤为原料用电石法制备，自给率较高，产能也相对充足。因上游集中度相对较高且原材料以原油和煤炭为主，因此上游企业有较强的定价权，产品价格与煤炭石油等原材料相关性大，走势相近。近期因煤炭与石油价格上行，管材企业原料成本有一定压力。

图表 23. PVC、PE、PP 行业产量情况



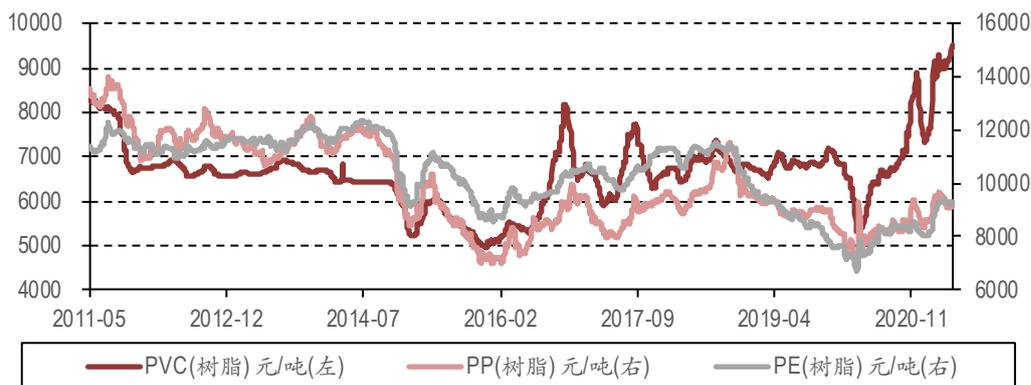
资料来源：《中国塑料管道行业现状与发展趋势》，前瞻产业研究院，中银证券

图表 24. PE 自给率较低，PP 逐步提升



资料来源：《中国塑料管道行业现状与发展趋势》，前瞻产业研究院，中银证券

图表 25. PVC、PE、PP 树脂价格走势



资料来源: 万得、中银证券

下游企业为政府、房企、装修公司 与 业主，原料压力可部分转嫁：塑料管材行业下游为装修公司、地产开发商、政府等机构，考虑塑料管道一般都应用于隐蔽领域，一旦质量出现问题返修费时费力，而且占工程费用比重也较低，因此下游对价格敏感度较低，原材料压力可部分转嫁，公司产品定价普遍采用成本加成法。

行业进入壁垒较低，现金流表现一般，尚无替代品出现风险：塑料管行业资本和技术壁垒相对较低，万吨产能投资约为 6,000 万元，大多数企业产能不超过 1 万吨，进入壁垒仅为几千万元，这也是导致行业集中度较低的主要原因。总现金流表现也较弱，多数企业净营运周期约为 80 天左右，属于中等偏高水平。塑料管质量轻成本低清洁性高，目前在建筑管材行业中渗透率稳步提升，估计平均渗透率约为 50%，主要替代混凝土管和铁管，目前尚无替代品出现的风险。

未来趋势：行业集中趋势势不可挡

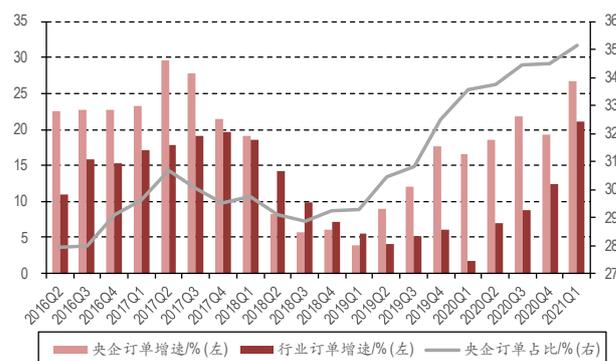
地产调控趋严+基建补短板，下游集中驱动建材行业龙头集中：当前房地产调控趋严，房企在前端拿地、海外融资、开发贷等融资渠道均受到限制；各地推行预售资金监管制度则导致房企销售回款改善资金条件的作用降低。2019 年，较多中小房企因为资金趋紧而退出市场，头部房企集中度快速提升，并带动上游消费建材集中度快速提升。以房企销售面积为例，CR5 销售面积集中度从 2009 年的 3.1% 提升到 2020 年的 15.9%，增长 12.8pct。2018 年后，为提升基建在经济体系中的托底作用，央企作为基建补短板的主要抓手，行业订单快速向央企集中，2020 年建筑央企新签订单 11.2 万亿元，建筑行业新签订单 32.5 万亿元，央企占比为 34.5%，2014 年该占比仅为 24.7%，6 年提升 9.8pct

图表 26. 近年房企销售面积集中度明显提升



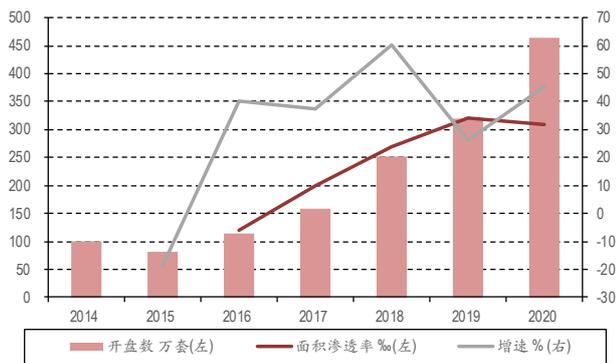
资料来源: 万得、中银证券

图表 27. 建筑行业订单快速向央企集中



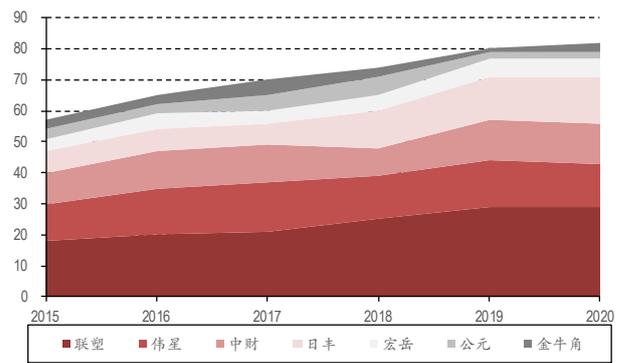
资料来源: 公司年报、中银证券

图表 28. 精装房市场规模保持快速扩张



资料来源：奥维云网，中国产业信息网，中银证券

图表 29. 500 强地产商部分首选管材供应商情况(首选率)



资料来源：中国房地产协会，中银证券

精装房渗透率持续提升，集采利于龙头进一步集中：当前地产精装房比例明显提升，一线城市如上海外环以内新房精装修率为 100%。据统计，2019-2020 年精装房渗透率均超过 30%，并且渗透率提升速度达到历史最高，预计未来将达到更高的水平。精装房加速普及也提升了房企集中采购需求，能够进入房企采购名单的建材龙头，市场份额将有进一步的提升。

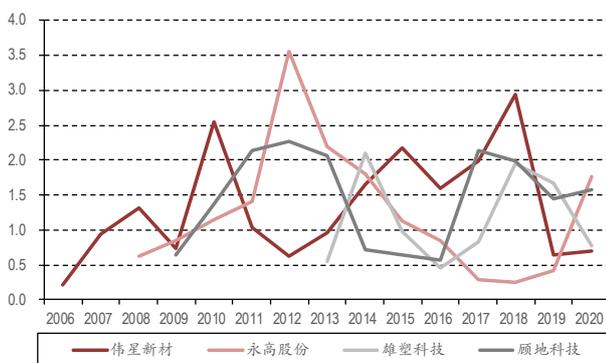
图表 30. 雨水管渠设计重现期

	中心城区地下通道	中心城区重要地区	中心城区	非中心城区
超/特大城市	30-50	5-10	3-5	2-3
大城市	20-30	5-10	2-5	2-3
中小城市	10-20	3-5	2-3	2-3

资料来源：《室外排水设计规范》，中银证券

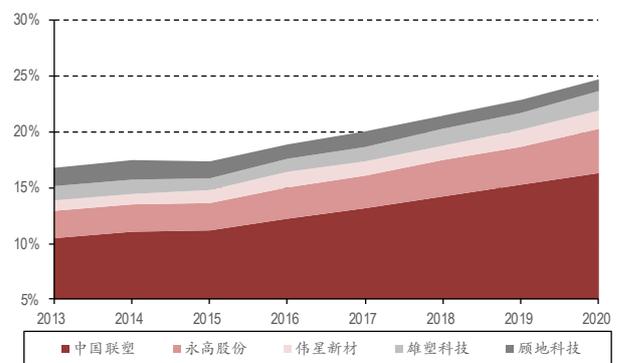
建筑与市政给排水设计标准提升加速淘汰中小企业：政策方面，90 年代以来，国家先后发布政策推进塑料管道在建筑、市政、农业各方面的应用。同时逐步淘汰落后产能。2019 年住建部发布的《住宅项目规范（征求意见稿）》要求管线工程设计年限不低于 15 年；2016 年《室外排水规范》则提高了雨水管渠设计重现期；分别提高了建筑给排水和市政管道的质量要求。政策趋严环境下，中小企业生产不规范，环保不达标，将在政策作用下逐步淘汰退出市场。

图表 31. 管材龙头加速产能投资(资本开支/折旧 单位倍)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 32. 管材龙头市占率快速提升



资料来源：公司年报，中银证券

成本上升挤压中小企业利润空间，龙头扩产加大产能供给提升市占率：2020-2021年，在海外原油价格上涨以及煤炭价格提升背景下，管材原材料PE、PP、PVC树脂价格快速提升。管材行业在下游面前有一定议价能力但并不能完全转嫁成本压力，中小企业成本管控和议价能力相比行业龙头更弱，成本上升的环境下盈利能力空间进一步被挤压。逐步退出市场。在政策趋严，下游集中，成本上升的环境下，龙头依据上市平台融资优势，加速融资，加大产能供给，进一步市场占有率。2013-2020年，中国联塑、永高股份、伟星新材、雄塑科技、顾地科技五大上市公司全行业市占率从16.8%提升为24.7%，涨幅7.9pct。

公司发展：“品牌+服务+渠道”闭环，“零售+工程+同心圆”多重驱动

公司发展复盘：四阶段打造高端管材龙头

公司成长历程可以分为准备期、导入期、扩张期、成熟期四个阶段：公司上市以来，最主要凭借产品品质和独特的经营模式，成功抵御了多次地产和基建的下行周期，并且构筑了品牌护城河，有效规避了行业壁垒较低集中度较低的弱点。我们按照公司 2012 年“星管家”问世、2013 年营销网络渠道建设完成、2017 年家装 PPR 管材营收增速放缓等关键节点，可以将公司上市 10 年以来分为 4 个阶段，分别为准备期、导入期、扩张期、成熟期。

图表 33. 公司成立以来的发展战略

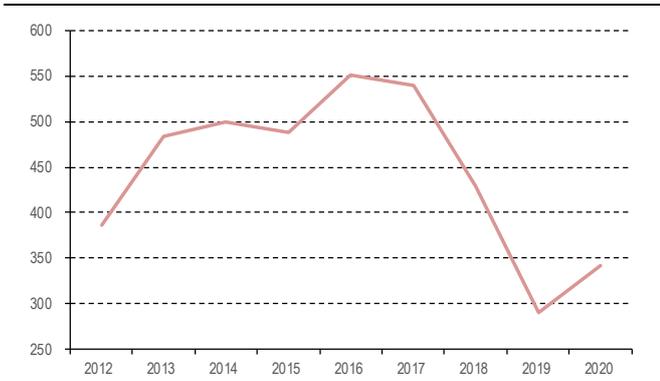
公司名称	公司策略
1999 年	公司成立，以工程项目为主
2004 年	公司确立以零售渠道为本的思路
2006 年	公司开始建设零售渠道
2008 年	逐步树立高端品牌形象，主攻零售业务
2012 年	“产品+服务”的营销模式
2013 年	零售为先
2015 年	零售为先，工程并举
2018 年	零售、工程双轮驱动，同心圆战略

资料来源：公司公告、中银证券

从销售费用入手拆解，可以分析公司不同阶段的经营策略：公司与其他管材上市公司最明显的区别就是选择了零售为主的渠道模式，相比工程渠道，零售渠道议价能力较强，毛利率较高；受宏观经济波动较小；现金流表现较好。但是铺设渠道投入以及销售费用较高。从销售费用入手来拆解，可以分析公司不同时间段营销策略与经营状况。

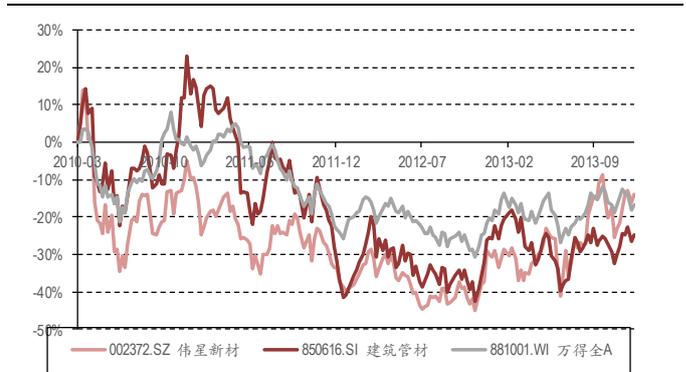
准备期公司着力建造扁平化营销渠道和高效服务体系：公司第一阶段是准备期，在上市前，公司开始建设销售网络，2010 年后，公司将超募资金进一步投入到营销网络建设，包括对原有营销网络进行升级建设以及加大在薄弱区域的开拓力度，在 3 年内新建 15 家销售公司以及办事处。

图表 34. 2013 年公司单位广告费用有明显抬升(元/吨)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 35. 上市前三年，公司尚未有明显超额收益



资料来源：万得，中银证券

导入期公司加大广告投入，推广“星管家”以及更换明星代言人，营造高端品牌形象：在导入期，公司加大广告投入，销售费用从2012年2.65亿元提升到2013年3.01亿元，同增13.6%。其中广告宣传费用提升的幅度，占销售费用比重从14.9%提升到18.2%，是销售费用提升的主要原因。广告费用明显提升主要原因是公司推广“星管家”服务系统以及更换明星代言人带来宣传推广费用的提升。可以看到，在公司上市的初期，公司广告费用一直在提升，

准备期和导入期，公司股票并无明显超额收益：在准备期和导入期，公司初步建立扁平化营销网络，以及通过加大广告投入营造了高端品牌形象。但是公司募投项目尚未投产，地产基建产业链也处于周期底部，公司产品量价均未出现明显提升，从股价上看，2010-2013年，公司股票并无明显超额收益。

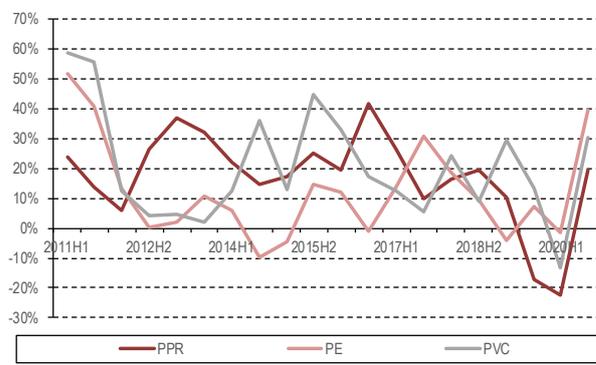
扩张期公司加大人员投入，形成“品牌-渠道-服务”闭环，业绩进入快速增长期：2013年后，公司前期募投产能逐步到位，随着前期渠道网络初步构建以及品牌形象初步设立，公司逐步进入扩张期。在扩张期，公司开始基于前期搭建的营销网络，主攻渠道和区域营销。在这个阶段，广告费用提升的速度有所放缓，但销售费用中员工薪酬占比明显提升。销售人员也有了明显的增长，通过增加终端销售人员配置，做好终端服务，形成“品牌-渠道-服务”的闭环，公司拳头产品PPR毛利和营收增速明显提升，公司业绩进入快速增长期。

图表 36. 2014 后公司单位销售员工薪酬快速提升(元/吨)



资料来源：公司年报，中银证券

图表 37. 2013 年后，PPR 业绩增速进入快速稳定增长



资料来源：万得，中银证券

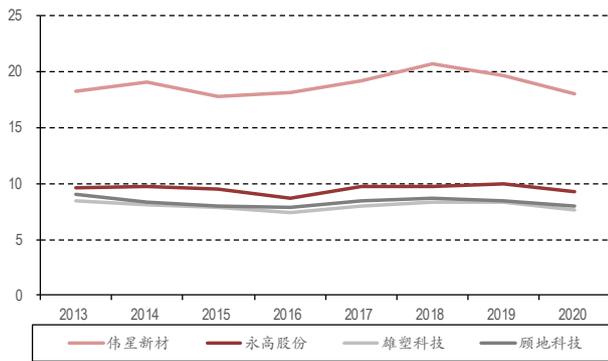
成熟期提出“零售+工程”双轮驱动，逐步完善新区域以及新品类的布局：2017年以后，随着公司PPR业绩释放逐步进入尾声，以及部分同行开始效仿公司推出零售端服务品牌，零售端PPR业绩增速开始下滑。公司逐步进入成熟期。进入成熟期后，公司开始推行“零售+工程”双轮驱动的战略。销售费用中员工薪酬进一步增长，表明公司继续加大销售团队的建设力度。此时公司商业模式已经趋于成熟，进一步加大销售团队的建设主要是加大新区域的布局以及依托现有渠道优势，逐步完善工程端渠道以及新品类的业务模式。

公司核心竞争力：“品牌+渠道+服务”打造核心竞争力闭环

1. 定位高端，规避低端竞争

行业早期价格竞争激励，规避风险能力较差：行业早期零售市场不止有伟星，日丰、金牛、金德等品牌也逐步树立品牌影响力。多数企业通过薄利多销的方式迅速占领市场，对经销商考核主要是出货量 and 出货周期，因此导致经销商更倾向于倾销进行销售，价格竞争激烈，渠道和厂商的毛利都较低。根据上文分析，塑料管面对上游是价格的被动接受者，过分的低价竞争则原料价格上涨时会面临亏损的风险。

图表 38. 公司产品单价显著高于同行



资料来源：公司年报，中银证券

图表 39. 公司单位产品广告投入显著高于同行



资料来源：公司年报，中银证券

公司定位高端品牌，利用品牌溢价减小原材料波动影响：基于此，公司一开始就把品牌定位在高端品牌上，把产品盈利能力和现金回款能力放在第一位，把迅速抢占市场放在相对次要的位置。通过价格广告投放，教育用户，打造高端品牌形象，用品牌溢价维持较高毛利率，减小原材料波动的影响。

2. 终端服务，实现产品增值

抓住制造壁垒低，安装难度大两大痛点，推出“星管家”服务：PPR 管道制造壁垒相对较低，市场上存在大量以次充好的现象。同时因为 PPR 管道安装工业特殊，安装过程非常重要。公司抓住这两大痛点，率先在行业内开展“星管家”服务，通过服务增值的方式营造产品差异性。

图表 40. “星管家”如何处理家用管道失效问题

失效情况	比例(%)	出现原因	星管家解决方法
水管爆裂	60	PPR 家用管道的制造难度低，市场存在大量以次充好现象	正品检测保证+试压
热熔连接处渗水	30	PPR 管道采用热熔安装的办法，要求在 300 度条件下将管道热解，温度太低则会形成熔接间隙，导致渗水。温度太高则会破坏材料，影响水管寿命	试压
外部划伤	5	后续施工中因为不注意对水管造成外部破坏	提醒后续注意事项
其他	5		

资料来源：公司官网，中银证券

公司推出“双质保”服务减少水电工负担，增加其利润，提升其推荐粘性：2016 年开始，公司逐步加强对导流者粘性建立，开展“双质保”服务，推出前置过滤器，水电工省时省力，同时预留出另一部分费用与导流者分享，提高导流者利润，增强导留者对伟星品牌的推荐意愿。

图表 41. 公司不断深化对产品下游的相关服务

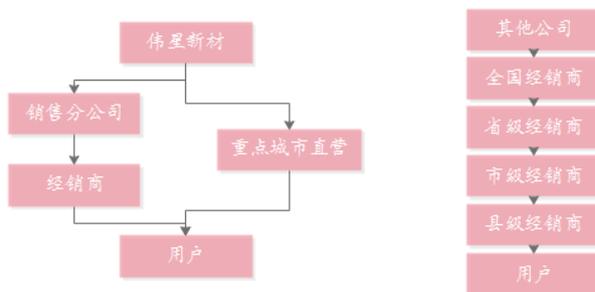
	服务内容	对消费者影响	对水电工影响
星管家(2012 年)	“三免一告知”，提供产为消费者提供安全余量保证，保证用户体验，树立品质保服务	进一步提高家用给水安全余量，夯实品牌形象	建立起与水电工长的联系
双质保(2016 年)	产品质保+安装质保	进一步提高家用给水安全余量，夯实品牌形象	公司或大经销商负责维修，水电工省时省力
前置过滤器(2016 年)	提高用水质量	解决消费者对于隐蔽工程长期无法清理造成的用水质量的担心	水电工有强烈推荐意愿

资料来源：公司公告，中银证券

3. 扁平化网络，减少渠道分润

扁平化网络提升了公司利润率，加强公司响应能力，降低销售风险：公司在上市初期，投入了较多资金用于建设扁平化的营销网络。相比较于传统的经销商层层分级的模式，扁平化渠道的优势有以下几点：1.尽管销售费用提升，但是减少中间经销环节的利润分流；2.加强公司对经销网络的掌控和议价能力，产品利润率更高；3.销售层级减少，信息传递效率更高，利于公司对市场变化做出快速响应。4.降低了公司对单一经销商的依赖程度，降低市场销售风险。

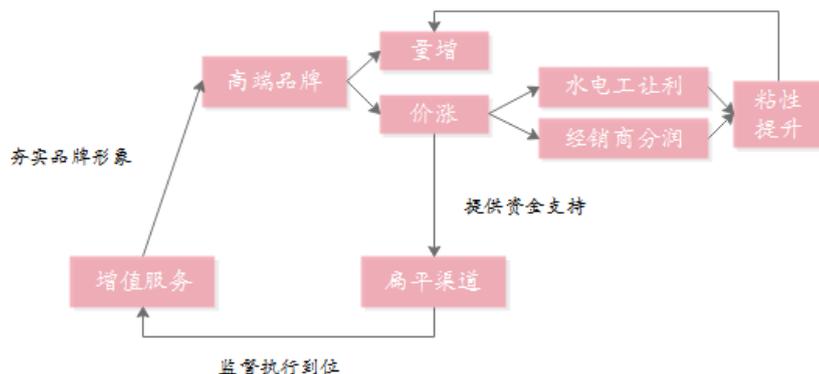
图表 42. 公司扁平化营销网络示意图



资料来源：公司公告、中银证券

“品牌+服务+渠道”形成核心竞争力闭环：公司通过长期积累，形成了“品牌+服务+渠道”的核心竞争力闭环，高端品牌形象增加了经销商和水电工的分润，增加其粘性，增加产品市场份额。同时高端产品利润率更高，积累更多资金用于建设扁平化渠道。扁平化渠道建设提升公司对经销商的掌控力，监督产品增值服务执行到位。产品增值服务进一步夯实品牌形象，最终形成核心竞争力闭环。三者中任一环节，市场上其他竞争者都可以模仿，但是形成闭环整体却绝非一夕之功。

图表 43. “品牌+服务+渠道”形成核心竞争力闭环

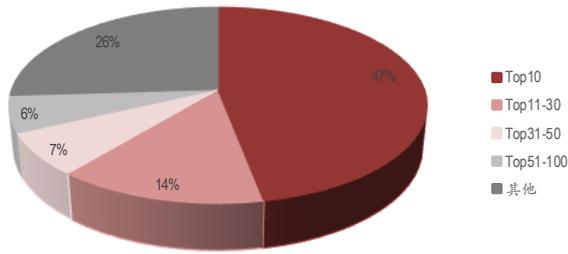


资料来源：公司公告、中银证券

公司困境与变局：多措施兼顾量价本，再次布局重谋发展

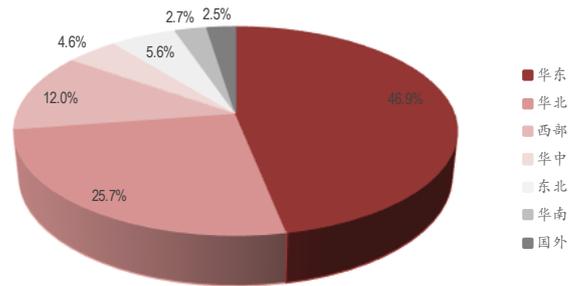
多重因素冲击下，公司主打的 PPR 业务增速有所下滑乃至出现负增长：公司在过去几年业绩的快速增长，主要是在产能和渠道均布局较为完善的华东地区，依托主打产品 PPR 走高端零售的路线，并形成“品牌+服务+渠道”的核心竞争力闭环。但是，近年来，市场出现了关键的变化，主要可以概括为 3 点：1.PPR 产品市场空间增长后劲相比 PE 和 PVC 较低，且 PE 和 PVC 下游客户是市政和地产施工，工程业务居多。2.地产集中度提升，精装房渗透率提升，地产总部集采带动工程渠道挤压零售渠道的市场份额。3.公司重点布局的华东市场，是精装房渗透率提升最高的区域，公司业务受到精装房渗透的冲击最大。受到以上因素冲击，近年来公司 PPR 业绩增速出现下滑乃至负增长，必须指出，精装房集采对公司华东地区零售业务的冲击是不可逆的，但短期内趋势有可能放缓。

图表 44. 头部房企引领精装房(2019 年数据)



资料来源：奥维云网，中银证券

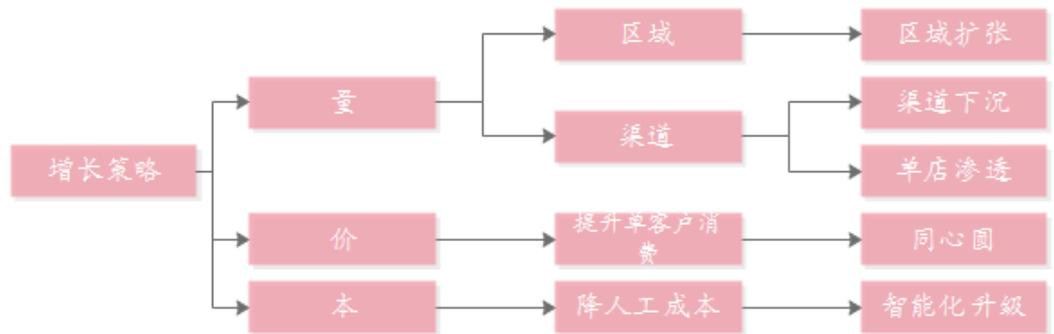
图表 45. 公司在华东市场业务占比最高(2020 年数据)



资料来源：公司年报，中银证券

多措施并举，兼顾量价本，公司进入第二轮业务布局期：针对精装修趋势对公司主打的零售渠道的挤压，公司推出众多举措来应对市场变化。基本可以概括为以下四点：**1.布局西部，新区域再扩张；2.渠道下沉“零售+工程”双轮渠道；3.单店渗透，加大单位经销商渗透率；4.同心圆战略，提升产品配套率。**和原来相比，公司增长的思路主要是提升产品单价，从“价”上下功夫。而未来公司增长的思路会兼顾“量”、“价”和“本”，“量”体现在布局新区域，“零售+工程”双轮驱动，加大单店渗透，增加客户数量；“价”体现在利用“同心圆战略”提升产品配套率，提升单位客户销售额；“本”体现在公司未来将逐步推进产能智能化升级改造，降低人工成本。多措施并举，我们认为公司业务进入第二轮布局期。

图表 46. 公司增收思路归纳



资料来源：公司公告，中银证券

1. 布局西部，新区域再扩张

贯彻“先市场，后基地”，全国性产能布局框架形成：目前公司在国内一共有五大生产基地，分别是台州临海、上海奉贤、天津北辰、重庆江津、西安沣西，目前已经形成全国性的产能布局框架。除了西安基地，其他基地都在公司上市前或者上市初投产，在当地已有较强的市场基础。因为 PPR 管材管径较小，相比市政用的 PE 和 PVC 管，运输效率较高，运输半径较长。因此公司一直采用“先市场，后基地”的思想进行开拓，用相对较高的运输费用来减小后续区域产能不达产的风险。

图表 47. 公司产能投放节奏

投产时间	地点	辐射地区
2002 年	台州临海	伟星建材工业园, 辐射华东市场
2004 年	上海奉贤	高性能复合管、地板采暖管
2005 年	台州临海	塑材科技工业园, 辐射华东市场
2007 年	天津北辰	华北市场
2009 年	台州临海	大洋工业园, 研产一体
2012 年	重庆江津	西南、华中、西北市场
2019 年	西安沣西	西北市场
在建	泰国	海外市场

资料来源: 公司公告、中银证券

公司在西部地区市占率仍有提升空间: 从公司区域业务占比来看, 公司在华东和华北占比较高。其中华东是公司的传统强势区域, 根基牢固; 华北区域近年来增长较快。华中和华南地区市占率较低, 主要原因是当地有较强的竞争对手 (华南有中国联塑和日丰, 华中有金牛等), 提升市占率难度相对较大。近年来, 公司在西安产能新近投产, 西部地区市占率也较低, 未来通过渠道的培育建设, 市占率提升空间较大, 本质上其实是商业模式在西部地区的重新复制, 需要更多的时间。

图表 48. 公司在西部地区市占率还有提升空间

		华东	华北	西部	华中	东北	华南
公司零售额	亿元	11.3	6.2	2.9	1.1	1.4	0.7
零售市场空间	亿元	107.5	30.0	57.5	48.8	17.5	38.8
区域市占率	%	10.5	20.7	5.1	2.3	7.7	1.7

资料来源: 公司公告、中银证券

2. 渠道下沉, “零售+工程”双轮驱动

拓展工程渠道不忘平衡增长与现金流质量: 与同行上市公司相比, 公司一直主打 PPR 管道, 重零售, 重经销, 重服务。在经营数据上表现为零售占比和销售占比明显高于同行。在地产精装集采的冲击下, 公司启动“零售+工程”双轮驱动战略, 逐步提升工程渠道占比。在与拓展工程渠道的同时, 公司不忘维持较好的现金流水平, 相比大型房企, 公司更加注重两类工程渠道: 1. 区域性品牌房企, 公司相对中小房企有更强的议价能力账期控制水平; 2. 中小型装修公司, 据万得公开投资者交流纪要, 目前公司在一二线城市前 20 名的装修企业合作占比仅为 20%, 但中小型装修企业合作数量占比已经达到 40%。

图表 49. 公司商业模式与同行对比

(%)		联塑	伟星	永高
渠道结构	直销	31	35	40
	经销	69	56	60
终端用户	工程	100	38	96
	零售		62	4
销售人员	人数		1706	775
	占比	15-20	37	13

资料来源: 公司公告、中银证券

零售和工程渠道将维持温和增长态势: 未来公司将同时兼顾工程和零售渠道的拓展, 目前公司一共有 2.8 万家门店, 预计未来几年将以每年 1,000 家的速度进行拓展; 工程方面将维护好装修公司和区域性房企的基本盘, 适当扩张工程渠道的覆盖面。按照每年 1,000 家门店, 未来公司零售渠道仍将以 3.5% 左右的年增速增长。

3. 智能化改造与提升单店渗透

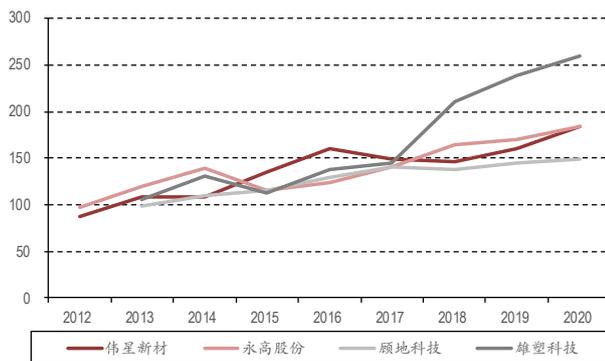
公司产品定位高端，降低人工成本对提升利润边际效用有限：公司近年来陆续实行智能化改造，旨在降低人工成本。参照 2016-2020 年公司和其他同行上市公司成本结构，我们认为公司塑料管材业务定位一直是高端品类产品，单价高于同行，成本与费用高于同行(吨成本 10,081.0 元，高于同行 45%-66%；吨费用 4,221.3 元，高于同行 147%-380%)，利润高于同行(单吨经营利润达到 4,809.9 元，为同行 5-6 倍)。因此在此基础上对单吨仅为 350.2 元的人工费用进行管控，实际上对吨利润的边际提升作用有限。

图表 50. 公司成本结构与同行对比 (按照 2016-2020 年年报求平均计算)

		伟星新材	永高股份	顾地科技	雄塑科技
吨单价	元/吨	19,112.2	9,499.2	8,305.4	7,981.3
直接材料	元/吨	7,203.5	5,903.5	5,823.9	4,930.5
制造费用	元/吨	2,527.3	774.3	604.5	932.8
直接人工	元/吨	350.2	275.5	234.2	216.3
吨成本	元/吨	10,081.0	6,953.3	6,662.6	6,079.7
运输费用	元/吨	646.1	260.6	145.5	58.3
销售费用	元/吨	2,081.0	480.8	489.6	319.5
管理费用	元/吨	972.8	601.1	639.4	279.0
财务费用	元/吨	(100.5)	21.0	202.3	(10.1)
研发费用	元/吨	621.9	345.4	284.3	233.5
吨费用	元/吨	4,221.3	1,708.8	1,761.1	880.2
经营利润	元/吨	4,809.9	837.0	(118.3)	1,021.4

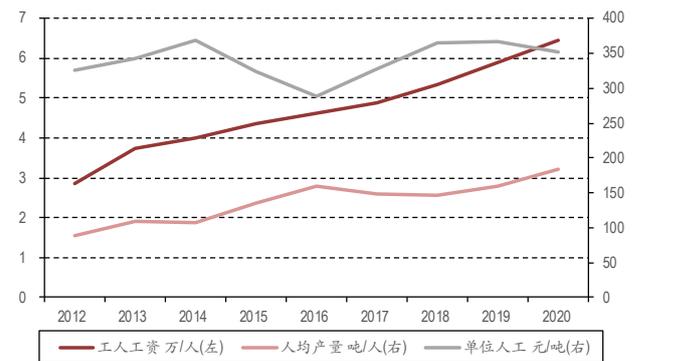
资料来源：公司年报、中银证券

图表 51. 公司在人工效率方面尚不具备优势 (吨/人/年)



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 52. 提升人工效率更大作用是抵消薪酬提升



资料来源：公司公告，中银证券预测

智能化改造以抵消日益增长的工人薪资：公司进行智能化改造更大的作用在于应对日益增长的薪酬水平。与同行相比，公司在工人生产效率方面并不具备优势，成本管控表现较为优秀的同行是雄塑科技，人均产量为 260 吨/年，是伟星的 1.4 倍。2012-2020 年公司人均人工薪酬从 2.9 提升到 6.5 万元/年，而人均产量从 87.7 吨提升到 2020 年的 183.7 吨。员工薪酬以及人工效率的同步增长使公司单吨人工成本得以维持在 320-370 元/吨的水平内。

提升单个经销商渗透率有利于公司巩固已有市场：加大区域布局以及“零售+工程”是公司开拓增量市场，而提升单个经销商占有率是公司在已有市场进行的进一步深耕。未来公司将逐步实现华东等优势区域内每个县贡献 1,000 万元的收入，外围区域每个县贡献 100 万元的收入。同时逐步深挖传统拳头产品 PPR 管材，实现 PPR 管市占率从 8%提升到 20%的水平。

4. 同心圆战略，新品类再扩张

“同心圆战略”提升单位用户收入贡献率，打造新的利润增长点：公司近年来提出“同心圆”战略，旨在利用渠道协同效应，进行家居建材相关产品投放，具体包括室内防水、净水系统。通过提升防水与净水产品的配套率，提高单客户收入贡献额，为公司打造新的利润增长点。

公司 PPR 管道模式有望复制到防水涂料上：公司开展防水涂料业务有三大优势。第一是行业竞争格局相似，都有门槛低、同质化竞争严重，龙头企业注重工程渠道，零售市场竞争不激烈的特点。公司进军防水涂料走零售渠道的路线不会与龙头形成激烈竞争。第二是销售渠道接近，公司过去通过长时间投入建立了一流的零售渠道，可以借助原有的渠道优势实现产品的快速投放。第三是防水和塑料管产品性质相似，可以通过增值服务以及用户教育提升产品附加值，打造在防水涂料的另一个核心竞争力“闭环”。

图表 53. 管材、防水、净水系统行业属性对照

		塑料管	防水涂料	净水系统
市场结构	生产工艺	简单	简单	较简单
	行业门槛	低	低	有一定门槛，需要较多初期投入
	集中度	低	低	低
	竞争格局	龙头注重工程业务，零售市场分散	龙头注重工程业务，零售市场分散	建材、家居、家电企业均有涉及
	非标产品	原料以次充好	原料以次充好	暂无
销售渠道	购买途径	装修工推荐或五金店购买	装修工推荐或五金店购买	互联网、门店或装修工推荐
产品性质	装修流程	隐蔽工程，装修第一道工序	隐蔽工程，水电改造后入场	成品安装阶段进行
	安装工艺	热熔连接操作不好易导致漏水	涂刷偷工减料易导致渗水	较为方便，可自助安装
	检测程序	试压实验	闭水试验	
消费者教育		“星管家”+“双质保”	“防水涂料涂三遍”	

资料来源：公司公告、《家用电器行业：净水器研究—智能化发展助力净水器走进千家万户》、中银证券

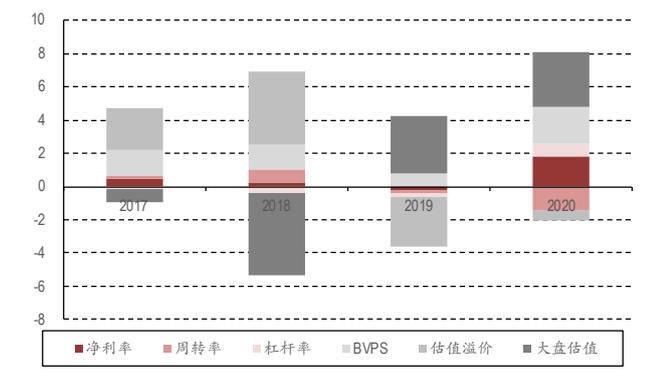
净水业务定位高端，配套率提升难度或高于防水，但有望贡献更高单客户收入：净水系统相比管材和防水行业有所区别，行业目前处于高速发展期，随着人均收入水平的提升对饮用水品质的要求提升，净水系统在家装领域渗透率正在快速提升。相比防水和管材，净水系统技术要求和门槛相对较高，目前行业较为分散，第一梯队的美的、沁园收入为 10 亿量级，市占率约为 3%；第二梯队包括飞利浦、格力等家电企业。行业头部企业以家电企业为主，具有技术与成本优势。公司切入净水行业，利用渠道协同以及自身高品质的品牌背书，我们认为未来公司在净水行业或较难像防水行业一样快速提升配套率，但高端定位将为公司贡献高的单客户收入。

同心圆战略重点考察配套销售率，未来防水和净水业务均有望快速增长：针对同心圆战略，公司目前重点考察销售人员产品配套率而非销售额，在产品推进的初期阶段强调配套销售的实现而不是销售总额，以便更好发挥渠道协同效应。2020 年，公司防水业务贡献收入 0.94 亿元，同增 20%，毛利率 44%，99% 为零售渠道，充分体现了渠道的协同在公司防水涂料业务开展的作用。目前在成熟区域产品配套率是 10%-15% 的水平，我们预计 5 年内配套率将达到 40%。考虑客户量自身的增长，预计 5 年内防水业务收入有望增长 3 倍，达到 4 亿元的水平。2020 年公司前置过滤器销售收入增速达到 90%，基数较低，目前配套率仅为 5%，未来仍有一定增长空间。

未来展望：经营长虹，基业长青

公司经营恢复正常，公募基金持股达到历史高位，估值溢价提升：回溯 2017-2020 年公司四年股价涨幅，可以发现 2017 至 2019 年上半年公司股价屡创新高。将股价进行归因，我们可以发现公司股票价格上涨一方面是公司经营稳健，每股净资产稳定增加，各项经营指标向好所致，另一方面是市场对公司盈利能力认可，公募基金持续加仓给公司带来较高估值溢价所致。2019 年公司受到地产集采渠道挤压以及台风“利奇马”影响下业绩下滑，公募基金持仓减少估值溢价快速下挫；2020 年以来，随着公司经营恢复正常，公募基金持股份额快速恢复并且在市场二八分化效应作用下达到高位，估值溢价迅速提升。

图表 54. 公司过去四年股价涨幅归因



资料来源：万得，中银证券

图表 55. 公募基金重仓持股份额快速恢复



资料来源：万得，中银证券

短期公司营收增速有望随着竣工回暖迎来提升：地产开工和竣工分化持续了较长时间，在前期开工项目交房约束下，未来 1-2 年内地产竣工增速回升是大概率事件。随着地产竣工回升，管材等装修建材行业需求将有所复苏，对应相关行业龙头迎来业绩修复，公司营收增速与地产竣工增速有一定关联性，未来增速提升可能性较高。

图表 56. 地产竣工面积有望回升



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 公司收入增速和竣工面积增速有一定相关性

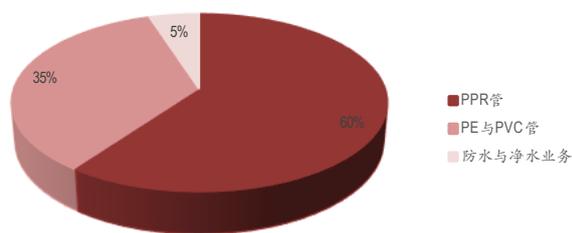


资料来源：万得，防水行业协会，《中国涂料》，中银证券

预计新区域营销以及同心圆战略有较大概率成功；渠道下沉以及提升单位经销商渗透率是未来收入提升的关键：未来公司将从加强新区域营销、渠道下沉、提升单个经销商渗透率、同心圆战略、智能化改造等多方面布局来提升公司盈利能力。我们认为公司产能的智能化改造主要作用是对冲日益增长的员工薪酬，未来对提升公司盈利的作用相对较小。新区域营销本质上是公司商业模式在西部地区的复制，未来成功的概率较高；同心圆战略本质上是公司利用渠道协同进行与管材属性相近的新产品投放，未来同样有较大概率成为收入增长点。渠道下沉以及提升单个经销商渗透率的做法需要公司加大销售领域的投入和考核，考虑西部地区以及同心圆产品基数较低，未来对收入带动更多还是需要靠传统区域的龙头产品进一步带动。

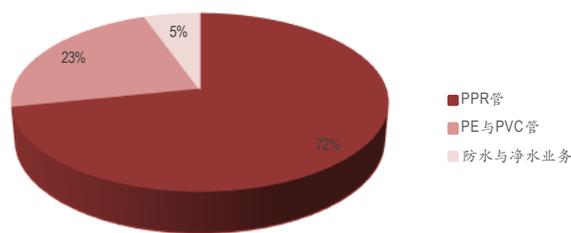
长期公司股价有望持续增长：公司股票价格能否持续增长关键在于能不能维持较高水平的 ROE。首先是利润率，我们认为公司对于工程渠道的推进会采取兼顾收入和现金流的思路，而新产品定位高端以及新区域开拓有望维持公司较高的利润率水平。其次是周转率，未来随着公司加强渠道下沉，继续深挖传统业务，公司周转率有望提升。最后是杠杆率，考虑公司持续稳健经营的思路，未来杠杆率有望保持稳定，高 ROE 水平有望维持，公司股价有望保持长期增长。

图表 58. 预计未来 5 年公司收入结构



资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 59. 预计未来 5 年公司利润结构



资料来源：公司公告，中银证券预测

多措并举，公司未来有望稳步增长实现百亿营收：综合考察公司未来各项业务发展，我们认为未来公司借助区域扩张、渠道下沉、单店渗透、同心圆战略等多种举措，未来 3-5 年内，PPR 管道收入规模将接近 60 亿元，贡献毛利 30 亿元；PE 与 PVC 管道收入规模将达到 35 亿元，贡献毛利 10 亿元；防水和净水业务收入规模将达到 5 亿元，贡献毛利 2.5 亿元。未来几年，公司仍有望维持 14-15% 左右的收入和利润增速，并在 2025 年左右达到 100 亿元的收入规模，20-25 亿元的利润规模。

图表 60.伟星新材公司盈利预测(单位:百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PPR 管						
收入	2,588.1	2,440.2	2,418.3	2,820.0	3,420.0	4,140.0
成本	1,068.7	1,028.0	1,056.9	1,240.8	1,493.4	1,794.0
毛利	1,519.5	1,412.2	1,361.4	1,579.2	1,926.6	2,346.0
PE 管						
收入	1,270.7	1,306.5	1,623.8	1,789.2	1,945.4	2,101.6
成本	849.6	808.8	1,042.3	1,159.2	1,246.7	1,332.0
毛利	421.2	497.7	581.6	630.0	698.7	769.6
PVC 管						
收入	555.7	669.8	735.7	829.5	924.0	1,018.5
成本	395.6	492.8	565.9	655.7	712.8	776.0
毛利	160.1	177.0	169.8	173.8	211.2	242.5
其他						
收入	155.0	247.6	326.9	441.3	551.7	634.4
成本	118.4	168.8	219.3	287.3	348.0	387.6
毛利	36.6	78.8	107.6	154.1	203.6	246.9
汇总						
收入	4,569.5	4,664.1	5,104.8	5,880.0	6,841.1	7,894.5
成本	2,432.3	2,498.3	2,884.4	3,343.0	3,800.9	4,289.6
毛利	2,137.3	2,165.7	2,220.4	2,537.1	3,040.1	3,605.0
费用	826.0	825.7	767.0	1,058.1	1,224.5	1,408.2
净利	978.3	983.2	1,192.6	1,276.4	1,557.8	1,876.2

资料来源:公司公告、中银证券预测

投资建议

“渠道+品牌+服务”构建核心竞争力闭环，未来有望成功复制：公司先期通过品牌营销、增值服务和渠道建设，构建“渠道+品牌+服务”的核心竞争力闭环。2018-2019年受到地产集采挤压后，公司采取“零售+工程”、“同心圆战略”、渠道下沉、新区域开发等多重措施，目前公司各项经营已经恢复正常。未来公司有望顺利借助渠道协同实现新产品投放完成同心圆战略，借助“零售+工程”缓解地产集采的挤压，借助渠道下沉巩固已有业务基本盘，借助新区域开发完成商业模式的复制，维持强大的盈利能力。预计2021-2023年公司营收分别为58.8、68.4、78.9亿元；归母净利分别为12.8、15.6、18.8亿元；EPS分别为0.80、0.98、1.18元。

风险提示

1. **“零售+工程”拖累公司现金流：**工程渠道账期较长，目前公司工程渠道主要采取与区域性房企合作为主。若未来开始开发全国性地产龙头则公司账期或将延长，拖累公司现金流。
2. **“同心圆战略”不及预期：**目前较多建材龙头如三棵树、北新建材都开始介入防水市场，防水涂料市场竞争有可能升温；而净水领域目前已经形成竞争梯队，家电企业有一定先发优势从而导致公司“同心圆战略”不及预期。
3. **渠道拓展不及预期：**公司在传统地区传统业务已经取得一定成绩，未来进一步渠道下沉以及提升单位经销商占有率或需要更多销售费用的投入，具有一定的不确定性。
4. **新区域开发不及预期：**管材行业较为分散，运输半径有限，每个区域都存在区域龙头，公司新区域开发或存在一定不确定性。
5. **原材料上行挤压利润：**原油与煤炭价格上行导致 PVC、PE、PPR 树脂价格提升，公司或面临一定成本压力。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,664	5,105	5,880	6,841	7,895
销售成本	2,498	2,884	3,343	3,801	4,290
经营费用	898	850	1,164	1,355	1,563
息税折旧前利润	1,277	1,474	1,556	1,869	2,224
折旧及摊销	116	135	127	129	130
经营利润(息税前利润)	1,161	1,339	1,429	1,740	2,094
净利息收入/(费用)	34	43	47	62	76
其他收益/(损失)	11	71	65	65	65
税前利润	1,194	1,382	1,476	1,802	2,170
所得税	211	189	200	244	294
少数股东权益	2	3	3	4	6
净利润	983	1,193	1,276	1,558	1,876
核心净利润	972	1,122	1,211	1,493	1,811
每股收益(人民币)	0.618	0.749	0.802	0.978	1.178
核心每股收益(人民币)	0.611	0.705	0.761	0.937	1.137
每股股息(人民币)	0.494	0.494	0.470	0.570	0.690
收入增长(%)	2	9	15	16	15
息税前利润增长(%)	1	15	7	22	20
息税折旧前利润增长(%)	2	15	6	20	19
每股收益增长(%)	0	21	7	22	20
核心每股收益增长(%)	4	15	8	23	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,194	1,382	1,476	1,802	2,170
折旧与摊销	116	135	127	129	130
净利息费用	(34)	(43)	(47)	(62)	(76)
运营资本变动	(449)	107	32	83	90
税金	423	454	228	268	324
其他经营现金流	(1,254)	(475)	(501)	(553)	(658)
经营活动产生的现金流	895	1,346	1,251	1,500	1,799
购买固定资产净值	169	197	1	0	0
投资减少/增加	(129)	250	(63)	(63)	(63)
其他投资现金流	509	747	47	62	76
投资活动产生的现金流	469	300	110	125	139
净增权益	4	137	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	944	796	898	1,089	1,318
其他融资现金流	157	8	150	0	0
融资活动产生的现金流	(782)	(651)	(748)	(1,089)	(1,318)
现金变动	581	292	613	536	620
期初现金	962	1,691	1,547	2,190	2,726
公司自由现金流	1,364	1,646	1,361	1,625	1,938
权益自由现金流	1,521	1,654	1,511	1,625	1,938

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,691	1,547	2,190	2,726	3,346
应收帐款	264	292	333	384	440
库存	728	769	882	1,022	1,175
其他流动资产	833	361	337	337	337
流动资产总计	3,044	2,946	3,742	4,469	5,298
固定资产	1,195	1,231	1,152	1,043	926
无形资产	265	258	249	241	232
其他长期资产	271	614	575	563	560
长期资产总计	1,731	2,102	1,976	1,847	1,718
总资产	4,774	5,048	5,719	6,316	7,016
应付帐款	319	399	493	555	622
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	524	269	297	342	394
流动负债总计	842	668	790	898	1,016
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	33	50	67	84
股本	1,573	1,592	1,911	1,911	1,911
储备	2,333	2,755	2,968	3,441	4,005
股东权益	3,906	4,347	4,878	5,352	5,915
少数股东权益	19	24	27	32	37
总负债及权益	4,774	5,048	5,719	6,316	7,016
每股帐面价值(人民币)	2.44	2.72	2.54	2.78	3.08
每股有形资产(人民币)	2.36	2.96	2.85	3.17	3.54
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.87)	(0.94)	(1.12)	(1.39)	(1.71)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.4	28.9	26.5	27.3	28.2
息税前利润率(%)	24.9	26.2	24.3	25.4	26.5
税前利润率(%)	25.6	27.1	25.1	26.3	27.5
净利率(%)	21.1	23.4	21.8	22.8	23.8
流动性					
流动比率(倍)	3.6	4.4	4.7	5.0	5.2
利息覆盖率(倍)	38.0	34.6	32.9	30.3	29.3
净权益负债率(%)	(42.6)	(34.8)	(43.9)	(49.7)	(55.1)
速动比率(倍)	2.7	3.3	3.6	3.8	4.1
估值					
市盈率(倍)	37.9	31.3	29.2	23.9	19.9
核心业务市盈率(倍)	38.4	33.3	30.8	25.0	20.6
市净率(倍)	9.6	8.6	9.2	8.4	7.6
价格/现金流(倍)	32.8	22.9	32.9	27.6	23.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.9	25.3	28.8	24.0	20.1
周转率					
存货周转天数	57.0	55.0	54.7	54.5	54.3
应收帐款周转天数	20.6	20.9	20.7	20.5	20.3
应付帐款周转天数	46.6	50.5	53.8	53.3	53.0
回报率					
股息支付率(%)	80.0	66.0	58.6	58.3	58.6
净资产收益率(%)	25.2	27.5	26.2	29.2	31.8
资产收益率(%)	20.6	23.7	22.4	24.7	26.8
已运用资本收益率(%)	24.3	26.4	25.1	27.8	30.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371