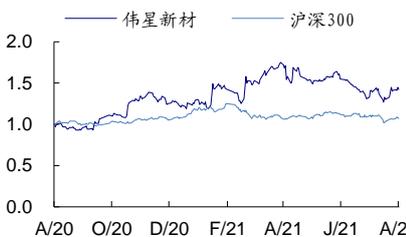


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**其他建材 II**
**伟星新材(002372)**
**买入**
**2021 年中报点评**

(维持评级)

2021 年 08 月 14 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,592/1,436   |
| 总市值/流通(百万元)   | 33,005/29,778 |
| 上证综指/深圳成指     | 3,525/14,902  |
| 12 个月最高/最低(元) | 26.81/13.64   |

**相关研究报告:**

《伟星新材-002372-2020 年年报点评: 双轮驱动逆势增长, 业绩重回增长通道》——2021-04-19

《伟星新材-002372-2020 年中报点评: 经营质量表现优异, 业绩有望持续改善》——2020-08-14

《伟星新材-002372-2019 年财报点评: 盈利能力保持良好, 双轮驱动助力长期发展》——2020-04-18

《伟星新材-002372-2019 年中报点评: 主业稳健发展, 转型升级取得成效》——2019-08-08

《伟星新材-002372-2018 年年报点评: 业绩稳健增长, 高分红提供安全边际》——2019-04-03

**证券分析师: 黄道立**

电话: 0755-82130685  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 陈颖**

电话:  
 E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

**证券分析师: 冯梦琪**

电话:  
 E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**
**业绩稳健增长, 新业务拓展成效显著**
**● 收入同比增长 32.25%, 净利润同比增长 16%**

21H1 公司实现营收 23.9 亿, 同比+32.3%, 同比 19H1 +13.4%, 归母净利润 4.1 亿, 同比+16%, 同比 19H1 -6.7%, 扣非归母净利润 3.9 亿, 同比+15.6%, EPS 0.26 元/股, 其中 Q2 单季营收 14.9 亿, 同比+20.1%, 归母净利润 3.0 亿, 同比+11.2%, 扣非归母净利润 2.9 亿, 同比+9.5%。

**● 核心业务增长稳健, 新业务拓展成效显著**

PPR/PE/PVC 实现收入 12.4/5.7/3.6 亿, 同比+35.1%/+19.6%/+33.9% 收入占比 51.9%/23.8%/15.3%, 同比+1.1 pct /-2.5 pct /+0.2pct, 毛利率为 55.5%/30.8%/12.6%, 同比-0.64pct /-1.9 pct /-9.2pct; 防水、进水等新业务拓展持续推进, 其他产品实现收入 1.5 亿元, 同比+59.4%, 收入占比 6.3%, 同比+1.1pct, 毛利率 41.4%, 同比+2.9pct。

**● 盈利稳定性强, Q2 毛利率、净利率环比回升**

综合毛利率 40.9%, 同比-4.1pct, 主因会计准则变化, 运费由销售费用调至营业成本及原材料成本上涨所致, 可比口径毛利率同比-1.4pct, 其中 Q2 毛利率 42.2%, 同比-4.7pct, 环比+3.3pct。费用率基本保持平稳, 21H1 期间费用率 19.8%, 同比-2.7pct, 可比口径同比-0.02pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.8%/7.2%/-1.2%/3%, 同比-3.1pct (可比-0.4pct) /+0.73pct/+0.14pct/-0.45pct, 净利率 17.4%, 同比-2.4%, Q2 单季度 20.3%, 同比-1.6pct, 环比+7.7pct。

**● 现金流充沛, 经营质量积极向好。**

21H1 经营活动现金流净额 4.3 亿元, 同比-13.2%, 同比 19H1 +81.6%, 主要受益于应收账款的良好控制。应收账款和存货周转率分别为 7.72 和 1.78, 上年同期为 6.96 和 1.42, 营运效率稳步提升; 截至 21H1 资产负债率 23.7%, 同比+3.1%, 资债结构良好, 经营质量持续向好。

**● 同心圆战略快速推进, “双轮驱动” 全面拓展, 维持 “买入”**

公司作为管道行业领军企业, 品牌、渠道、技术服务优势显著, “双轮驱动” 战略持续推进: 1) 零售端通过填空白、补短板、扩强势, 持续加速市场布局, 同时围绕 “同心圆产品链”, 防水、净水等新业务拓展成效明显; 2) 工程端坚持 “风险控制第一” 原则, 通过结构性调整和业务模式持续优化实现健康发展, 持续稳健增长可期。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86/0.99/1.11 元/股, 对应 PE 为 24.0/21.0/18.7x, 维持 “买入” 评级。

**● 风险提示: 新产品业务拓展不及预期; 原材料价格上涨超预期。**
**盈利预测和财务指标**

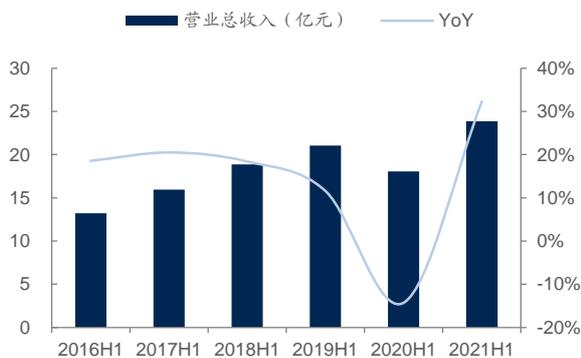
|             | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 4,664 | 5,105 | 6,017 | 6,894 | 7,678 |
| (+/-%)      | 2.1%  | 9.4%  | 17.9% | 14.6% | 11.4% |
| 净利润(百万元)    | 983   | 1193  | 1374  | 1574  | 1770  |
| (+/-%)      | 0.5%  | 21.3% | 15.2% | 14.6% | 12.4% |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.62  | 0.75  | 0.86  | 0.99  | 1.11  |
| EBIT Margin | 27.2% | 26.8% | 25.9% | 26.1% | 26.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 25.3% | 27.6% | 30.0% | 32.2% | 33.9% |
| 市盈率(PE)     | 33.6  | 27.7  | 24.0  | 21.0  | 18.7  |
| EV/EBITDA   | 24.7  | 22.9  | 20.2  | 18.0  | 16.2  |
| 市净率(PB)     | 8.49  | 7.63  | 7.20  | 6.76  | 6.33  |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

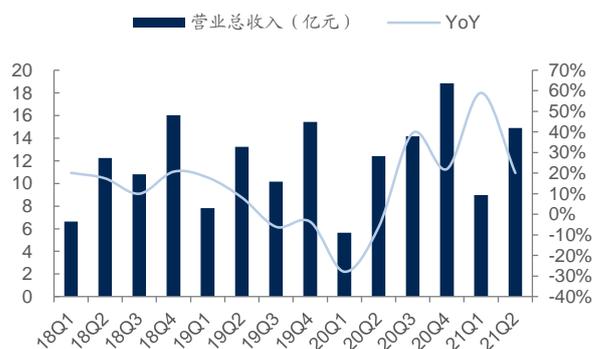
收入同比增长 32.25%，净利润同比增长 16%。2021H1 公司实现营收 23.87 亿元，同比+32.25%，同比 2019H1 +13.4%，归母净利润 4.14 亿元，同比+16%，同比 2019H1 -6.7%，扣非归母净利润 3.93 亿元，同比+15.6%，EPS 为 0.26 元/股，其中 Q2 单季实现营收 14.9 亿元，同比+20.11%，归母净利润 3.01 亿元，同比+11.22%，扣非归母净利润 2.85 亿元，同比+9.53%

图 1：公司营业收入及同比增速



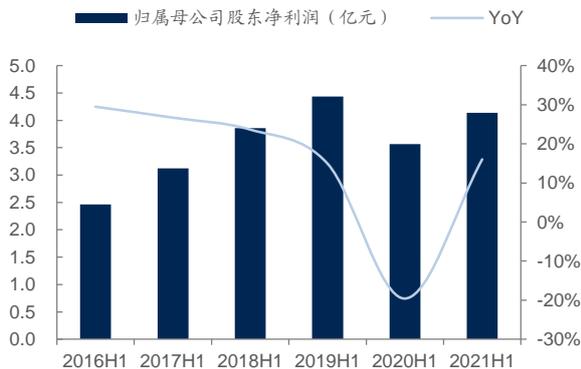
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

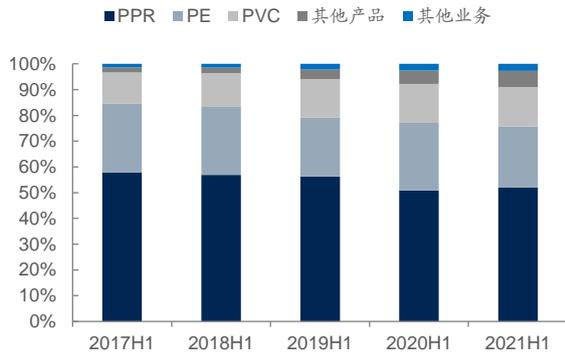
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

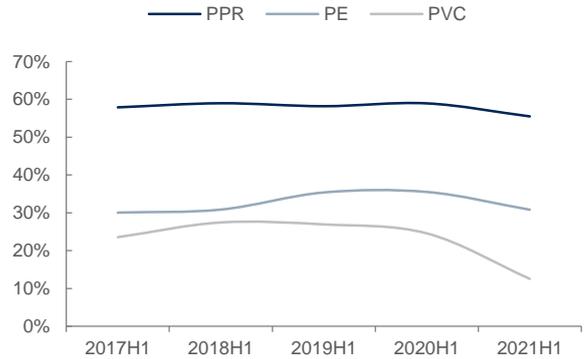
核心业务增长稳健，新业务拓展成效显著。分产品看，PPR/PE/PVC 分别实现收入 12.4/5.7/3.6 亿元，同比 +35.1%/+19.6%/+33.9%，收入占比 51.9%/23.8%/15.3%，同比 +1.1 pct /-2.5 pct /+0.2pct，毛利率为 55.5%/30.8%/12.6%，同比-0.64pct /-1.9 pct /-9.2pct；防水、进水等新业务拓展持续推进，其他产品实现收入 1.5 亿元，同比+59.4%，收入占比 6.3%，同比+1.1pct，毛利率 41.4%，同比+2.9pct。

图 5: 公司分产品收入结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

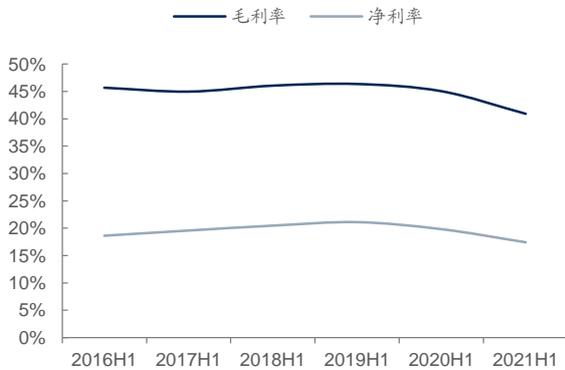
图 6: 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

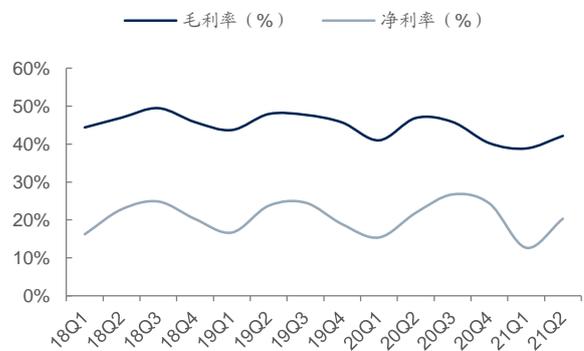
**盈利稳定性强, Q2 毛利率、净利率环比回升。**综合毛利率 40.9%, 同比-4.1pct, 主因会计准则变化, 运费由销售费用调至营业成本及原材料成本大幅上涨所致, 可比口径毛利率同比-1.4pct, 其中 Q2 毛利率 42.2%, 同比-4.7pct, 环比+3.3pct。费用率基本保持平稳, 2021H1 期间费用率 19.8%, 同比-2.7pct, 可比口径同比-0.02pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 10.8%/7.2%/-1.2%/3%, 同比-3.1pct (可比-0.4pct) /+0.73pct/+0.14pct/-0.45pct, 管理费用率提升主因股权激励费用摊销所致。投资收益同比-249.1%进一步影响净利润, 主因新疆东鹏合立股权投资收益减少所致, 净利率 17.4%, 同比-2.4%, Q2 单季度 20.3%, 同比-1.6pct, 环比+7.7pct。

图 7: 公司毛利率和净利率 (%)



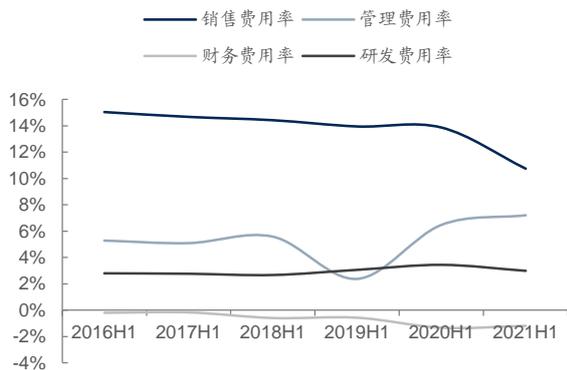
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司单季度毛利率和净利率 (%)



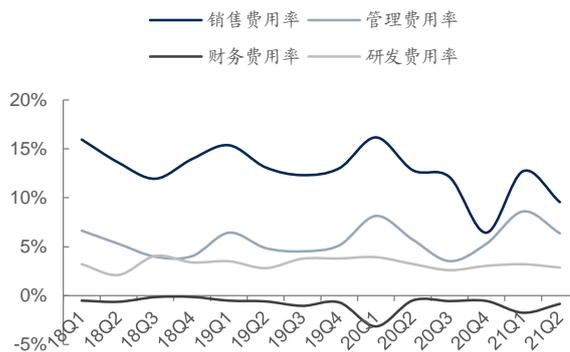
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司单季度期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**现金流充沛, 经营质量积极向好。**2021H1 公司实现经营活动现金流净额 4.3 亿元, 同比-13.2%, 同比 2019H1 +81.6%, 主要受益于应收账款的良好控制, 工程业务端公司始终坚持“风险控制第一”原则, 旨在实现健康发展。报告期应收账款和存货周转率分别为 7.72 和 1.78, 上年同期为 6.96 和 1.42, 营运效率稳步提升; 截至 2021H1 资产负债率 23.7%, 同比+3.1%, 资债结构良好, 经营质量持续向好。

图 11: 公司经营性净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司存货周转率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司应收账款周转率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：同心圆战略快速推进，“双轮驱动”全面拓展，维持“买入”评级。**公司作为管道行业领军企业，品牌、渠道、技术服务优势显著，“双轮驱动”战略持续推进：1) 零售端通过填空白、补弱势、扩强势，持续加速市场布局，同时围绕“同心圆产品链”，防水、净水等新业务拓展成效明显；2) 工程端坚持“风险控制第一”原则，通过结构性调整和业务模式持续优化实现健康发展，持续稳健增长可期。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.86/0.99/1.11 元/股，对应 PE 为 24.0/21.0/18.7x，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |             |             |             |             | 利润表 (百万元)        |              |               |              |               |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|                  | 2020        | 2021E       | 2022E       | 2023E       |                  | 2020         | 2021E         | 2022E        | 2023E         |
| 现金及现金等价物         | 2024        | 2016        | 2500        | 3000        | 营业收入             | 5105         | 6017          | 6894         | 7678          |
| 应收款项             | 292         | 338         | 383         | 423         | 营业成本             | 2884         | 3430          | 3919         | 4338          |
| 存货净额             | 769         | 912         | 1039        | 1139        | 营业税金及附加          | 40           | 48            | 55           | 61            |
| 其他流动资产           | 360         | 391         | 467         | 509         | 销售费用             | 543          | 620           | 710          | 791           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3557</b> | <b>3770</b> | <b>4502</b> | <b>5184</b> | 管理费用             | 266          | 359           | 410          | 456           |
| 固定资产             | 1287        | 1355        | 1410        | 1453        | 财务费用             | (43)         | (61)          | (62)         | (65)          |
| 无形资产及其他          | 258         | 248         | 237         | 227         | 投资收益             | 72           | 60            | 60           | 60            |
| 投资性房地产           | 36          | 36          | 36          | 36          | 资产减值及公允价值变动      | 1            | 0             | 0            | 0             |
| 长期股权投资           | 522         | 625         | 837         | 995         | 其他收入             | (100)        | (100)         | (110)        | (120)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>5660</b> | <b>6033</b> | <b>7022</b> | <b>7894</b> | 营业利润             | 1387         | 1581          | 1811         | 2037          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0           | 0           | 393         | 793         | 营业外净收支           | (2)          | 2             | 2            | 2             |
| 应付款项             | 399         | 486         | 561         | 619         | <b>利润总额</b>      | <b>1384</b>  | <b>1583</b>   | <b>1813</b>  | <b>2039</b>   |
| 其他流动负债           | 880         | 903         | 1120        | 1194        | 所得税费用            | 189          | 206           | 236          | 265           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1280</b> | <b>1389</b> | <b>2074</b> | <b>2606</b> | 少数股东损益           | 3            | 3             | 4            | 4             |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1193</b>  | <b>1374</b>   | <b>1574</b>  | <b>1770</b>   |
| 其他长期负债           | 33          | 36          | 41          | 45          |                  |              |               |              |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>33</b>   | <b>36</b>   | <b>41</b>   | <b>45</b>   | 现金流量表 (百万元)      |              |               |              |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>1313</b> | <b>1425</b> | <b>2115</b> | <b>2651</b> | 净利润              | 1193         | 1374          | 1574         | 1770          |
| 少数股东权益           | 24          | 24          | 25          | 26          | 资产减值准备           | (2)          | 0             | 0            | 0             |
| 股东权益             | 4323        | 4583        | 4882        | 5217        | 折旧摊销             | 127          | 142           | 155          | 168           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5660</b> | <b>6033</b> | <b>7022</b> | <b>7894</b> | 公允价值变动损失         | (1)          | 0             | 0            | 0             |
|                  |             |             |             |             | 财务费用             | (43)         | (61)          | (62)         | (65)          |
|                  |             |             |             |             | 营运资本变动           | 463          | (108)         | 49           | (46)          |
|                  |             |             |             |             | 其它               | 3            | 0             | 1            | 1             |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             | <b>经营活动现金流</b>   | <b>1783</b>  | <b>1408</b>   | <b>1779</b>  | <b>1892</b>   |
| 每股收益             | 0.75        | 0.86        | 0.99        | 1.11        | 资本开支             | (163)        | (200)         | (200)        | (200)         |
| 每股红利             | 0.50        | 0.70        | 0.80        | 0.90        | 其它投资现金流          | (113)        | 0             | 0            | 0             |
| 每股净资产            | 2.72        | 2.88        | 3.07        | 3.28        | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(598)</b> | <b>(303)</b>  | <b>(412)</b> | <b>(358)</b>  |
| ROIC             | 32%         | 36%         | 38%         | 38%         | 权益性融资            | 137          | 0             | 0            | 0             |
| ROE              | 28%         | 30%         | 32%         | 34%         | 负债净变化            | 0            | 0             | 0            | 0             |
| 毛利率              | 43%         | 43%         | 43%         | 44%         | 支付股利、利息          | (788)        | (1113)        | (1276)       | (1434)        |
| EBIT Margin      | 27%         | 26%         | 26%         | 26%         | 其它融资现金流          | 689          | 0             | 393          | 400           |
| EBITDA Margin    | 29%         | 28%         | 28%         | 29%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(751)</b> | <b>(1113)</b> | <b>(882)</b> | <b>(1034)</b> |
| 收入增长             | 9%          | 18%         | 15%         | 11%         | <b>现金净变动</b>     | <b>434</b>   | <b>(8)</b>    | <b>484</b>   | <b>500</b>    |
| 净利润增长率           | 21%         | 15%         | 15%         | 12%         | 货币资金的期初余额        | 1590         | 2024          | 2016         | 2500          |
| 资产负债率            | 24%         | 24%         | 30%         | 34%         | 货币资金的期末余额        | 2024         | 2016          | 2500         | 3000          |
| 息率               | 2.4%        | 3.4%        | 3.9%        | 4.3%        | 企业自由现金流          | 1611         | 1191          | 1570         | 1689          |
| P/E              | 27.7        | 24.0        | 21.0        | 18.7        | 权益自由现金流          | 2300         | 1244          | 2017         | 2145          |
| P/B              | 7.6         | 7.2         | 6.8         | 6.3         |                  |              |               |              |               |
| EV/EBITDA        | 22.9        | 20.2        | 18.0        | 16.2        |                  |              |               |              |               |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032