



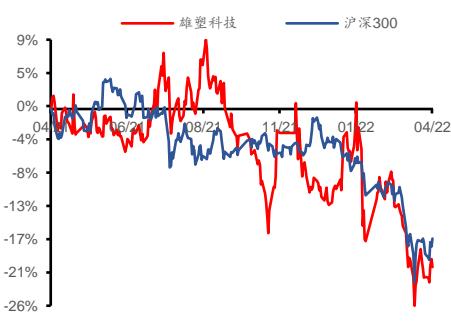
买入 (维持)

| | |
|---------|----------------------|
| 行业: | 建筑材料 |
| 日期: | 2022年4月4日 |
| 分析师: | 金文曦 |
| Tel: | 021-53686143 |
| E-mail: | jinwenxi@shzq.com |
| SAC 编号: | S0870521100003 |
| 联系人: | 蔡萌萌 |
| Tel: | 021-53686184 |
| E-mail: | caimengmeng@shzq.com |
| SAC 编号: | S0870121110010 |

基本数据

| | |
|------------------|------------|
| 最新收盘价 (元) | 9.19 |
| 12mth A股价格区间 (元) | 8.61-12.60 |
| 总股本 (百万股) | 358.13 |
| 无限售 A股/总股本 | 57.78% |
| 流通市值 (亿元) | 19.02 |

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《塑管龙头乘政策东风，拟收购康泰集团如虎添翼》

——2022年04月01日

塑管龙头乘政策东风，拟收购康泰集团如虎添翼

■ 投资摘要

国内塑料管道头部企业，专注新型化学塑料管道产品。公司是一家集聚氯乙烯 (PVC)、聚乙烯 (PE)、无规共聚聚丙烯 (PPR) 等系列产品研发、生产、销售为一体的国内技术领先的大型塑料管材管件生产企业。2021年公司实现营业收入23.54亿元 (未经审计)，同比增长13.77%。

市政工程迎来政策春风，地下管道发展驶入快车道。地产基建需求扩张夯实稳增长预期，精装渗透率提升叠加市政管网建设推动公司加码PE管道业务，下沉市场空间广阔，塑造公司新的增长曲线。

“强强联合”完善区域布局，规模提升增厚公司业绩。公司经营稳健，细分产品达6000种，拥有六大生产基地，产能规模持续攀升。销售网络覆盖全国所有地级以上城市和重要的县级城市，经销与直销相结合的销售方式可大大拓展收入来源。公司拟收购康泰集团，收购完成之后，公司将新增6家生产基地，年产能规模将达到百万吨，进一步扩大公司规模，提高行业竞争力，增厚公司业绩。

■ 盈利预测与估值

公司深耕塑料管道行业，聚焦核心区域，积极扩产能完善区域布局，顺利完成收购康泰集团后，将提振公司的营收和利润水平。我们预计公司2021-2023年营业收入为23.59、38.14、57.61亿元，分别同比增长14%、61.7%、51%；归母净利润分别为1.17、2.72、4.17亿元，同比变动分别为-45.1%、133.2%、53.2%，EPS分别为0.33/0.76/1.16元/股，对应3月31日股价，2021/2022/2023年雄塑科技估值分别为29/12/8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；募投等投资项目实施及新增产能无法及时消化的风险；重大资产重组不确定风险。

更正：本报告为2022年4月1日发布的同名报告，更正图1、雄塑科技管理费用率、康泰集团营业收入、图26-27等。

■ 数据预测与估值

| 单位: 百万元 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|--------|--------|-------|
| 营业收入 | 2069 | 2359 | 3814 | 5761 |
| 年增长率 | 2.4% | 14.0% | 61.7% | 51.0% |
| 归母净利润 | 213 | 117 | 272 | 417 |
| 年增长率 | -9.1% | -45.1% | 133.2% | 53.2% |
| 每股收益 (元) | 0.70 | 0.33 | 0.76 | 1.16 |
| 市盈率 (X) | 17.80 | 28.56 | 12.25 | 8.00 |
| 市净率 (X) | 2.56 | 1.74 | 1.53 | 1.28 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2022年04月01日收盘价)

目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1 雄塑科技：国内塑料管道龙头企业 | 4 |
| 1.1 深耕塑管行业，产品矩阵丰富 | 4 |
| 1.2 营收稳中有进，净利润有所下滑 | 5 |
| 2 市政工程迎来政策春风，地下管道发展驶入快车道 | 7 |
| 2.1 政策利好，塑料管道需求有望提升 | 7 |
| 2.2 下游需求扩张，支撑塑料管需求提振 | 9 |
| 2.3 深耕核心竞争区域，行业集中度高 | 11 |
| 3 强强联合，完善业务布局，加速全国化进程 | 13 |
| 3.1 产品质优，高技术附加助力公司长足发展 | 13 |
| 3.2 区域扩张提供增长动能，模式革新促盈利创收 | 15 |
| 3.3 拟收购康泰集团，整合业务扩大规模 | 17 |
| 3.4 公司经营稳健，风险管理能力优秀 | 17 |
| 4 盈利预测与估值 | 19 |
| 5 风险提示： | 22 |

图

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1 公司发展历程 | 4 |
| 图 2 公司股权结构 | 5 |
| 图 3 公司营业收入及增速 | 5 |
| 图 4 公司归母净利润及增速 | 5 |
| 图 5 近年公司分产品营收结构 | 6 |
| 图 6 近年公司分产品毛利率 | 6 |
| 图 7 近年公司期间费用率 | 6 |
| 图 8 近年公司毛利率及净利率 | 6 |
| 图 9 近年全国新开工房屋面积 | 10 |
| 图 10 近年全国施工房屋面积 | 10 |
| 图 11 近年中国精装修行业需求市场情况 | 10 |
| 图 12 近年地方政府专项债务发行情况 | 11 |
| 图 13 近年行业塑料管道产销量及产销率 | 11 |
| 图 14 近年塑料管道行业集中率 | 12 |
| 图 15 2019 年头部塑料管道企业区域营收情况 | 12 |
| 图 16 2019 年头部塑料管道企业华南市场份额 | 12 |
| 图 17PE 以及 PVC 系列产品模型展示 | 13 |
| 图 18PP-R 管道产品模型展示 | 14 |
| 图 19 公司近年研发费用投入及占比 | 14 |
| 图 20 公司营收结构（分区域） | 15 |
| 图 21 公司毛利率（分区域） | 15 |
| 图 22 近年公司管道产品生产量及同比增速 | 16 |
| 图 23 近年公司管道产品销售量及同比增速 | 16 |
| 图 24 主要原材料价格走势 | 16 |
| 图 25 康泰集团生产基地 | 17 |
| 图 26 近年行业部分公司营业周期 | 18 |

表

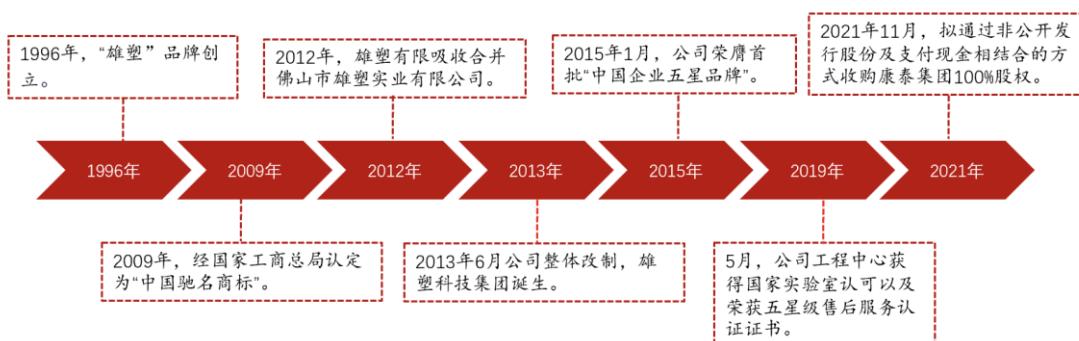
| | |
|-------------------------|----|
| 表 1 塑料管道产品以及应用领域 | 8 |
| 表 2 关于管道建设、治理相关政策 | 9 |
| 表 3 公司主要销售客户情况 | 18 |
| 表 4 公司营收拆分 | 20 |

1 雄塑科技：国内塑料管道龙头企业

1.1 深耕塑管行业，产品矩阵丰富

公司成立于 1996 年，2017 年在深圳创业板上市。2009 年经国家工商总局认定为“中国驰名商标”。2012 年雄塑有限吸收合并佛山市雄塑实业有限公司。2013 年 6 月公司整体改制，雄塑科技集团诞生。2015 年 1 月荣膺首批“中国企业五星品牌”。2019 年 5 月公司工程中心获得国家实验室认可和五星级售后服务认证证书。公司是“国内首批、行业唯一”获得“中国企业五星品牌认证”的环保高分子管道建材企业。2021 年 11 月拟通过非公开发行股份及支付现金相结合的方式收购康泰集团 100% 股权。目前公司已成为一家集聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PPR）等系列产品研发、生产、销售为一体的国内技术领先的大型塑料管材管件生产企业。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

股权结构明确，黄淦雄为实际控制人。公司的实际控制人为董事长黄淦雄，持有企业雄塑科技股份 16.42%；公司的第一大股东为黄锦禧，持股比例为 24.47%；黄铭雄直接持股 14.05%，间接持股 2.29%，三人合计直接或间接持有公司 57.23% 的股份。

图 2 公司股权结构

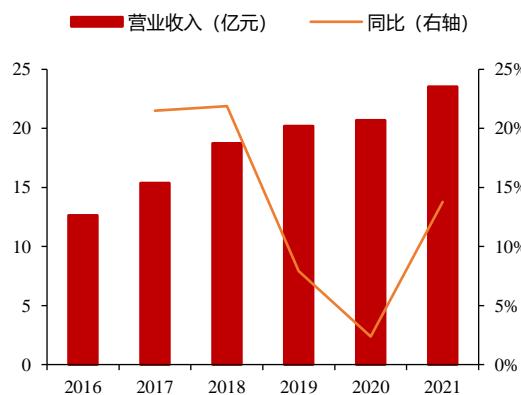


资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.2 营收稳中有进，净利润有所下滑

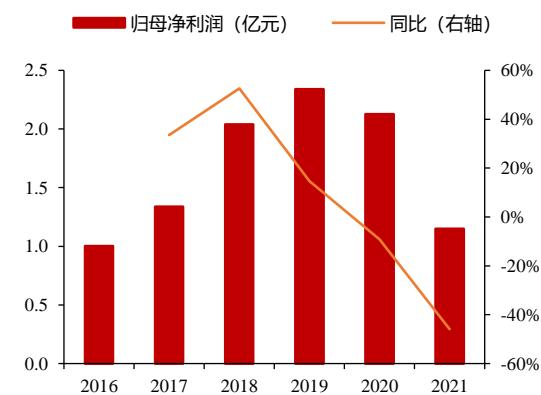
营收稳健增长，净利润有所下滑。公司是中国塑料管道行业内工艺技术先进、生产规模较大、产品规格齐全的领先企业，产品主要包括建筑用给排水管材管件、市政给排水(排污)管材管件、地下通信用塑料管材管件、采暖管、电工套管、高压电力电缆护套管等系列。为克服原材料价格上涨、地产行业波动等不利因素，公司推出多种措施保障经营工作的有序开展，持续稳步开拓市场，根据 2021 年未经审计业绩快报，2021 年，公司实现营业收入 23.54 亿元，同比增长 13.77%。由于 PVC 树脂等主要材料价格上涨幅度较大，尽管公司及时采取调整售价等一系列积极措施，但仍无法抵消因主要原材料价格上涨带来的不利影响，导致净利润同比降幅较大，2021 年公司实现归母净利润 1.15 亿元（来自 2021 业绩快报，未经审计），同比下降 45.91%。

图 3 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告，2021 年业绩快报（未经审计），上海证券研究所

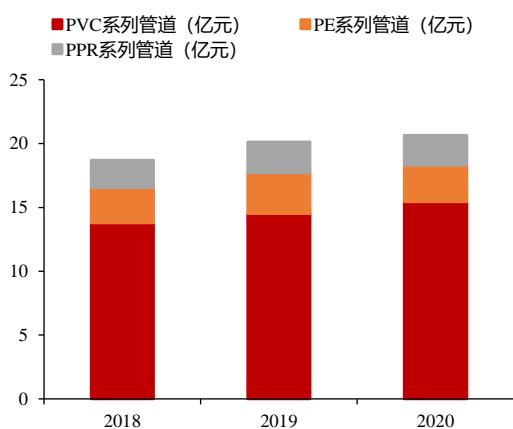
图 4 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司公告，2021 年业绩快报（未经审计），上海证券研究所

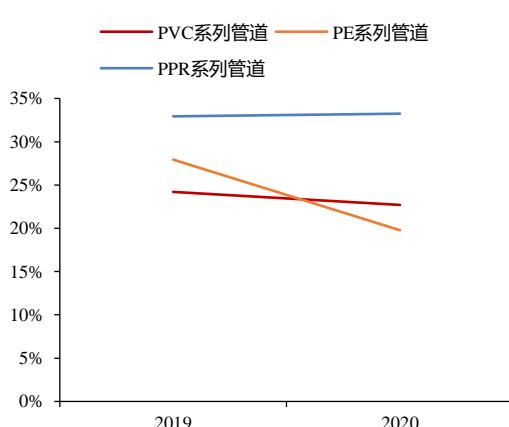
PVC 系列管道产品为主要营收来源。分产品来看，2020 年，公司 PVC 系列管道产品实现 15.44 亿元，PE 系列管道产品实现营收 2.87 亿元，PPR 系列管道产品实现营收 2.34 亿元，分别占总营收的 74.64%、13.85% 和 11.33%。从毛利率来看，公司 PPR 系列管道产品一直保持 30% 以上的毛利率，PE、PVC 系列产品有所下滑。

图 5 近年公司分产品营收结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

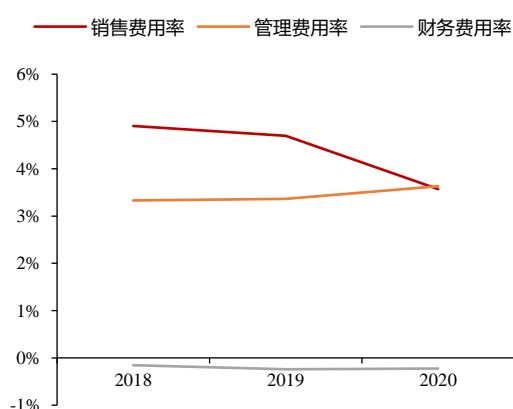
图 6 近年公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

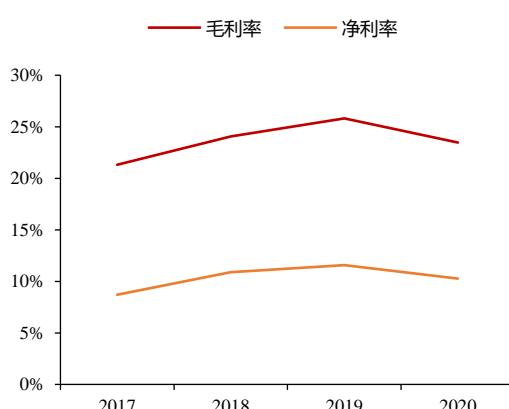
成本管控能力优秀，毛利率受原材料价格影响有所下滑。受原材料价格大幅上涨影响，2020 年，公司毛利率为 23.46%，较上年下降 2.35%，公司净利率下降 1.3% 至 10.27%。整体来看，公司成本管控能力优秀，2020 年销售费用率微降至 3.57%，管理费用率从 2018 年的 3.33% 提升至 2020 年的 3.63%。

图 7 近年公司期间费用率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 8 近年公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，上海证券研究所

2 市政工程迎来政策春风，地下管道发展驶入快车道

2.1 政策利好，塑料管道需求有望提升

管道产品品类多样，应用广泛。塑料管道是化学建材行业众多组成部分中的一个重要分支，以 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）、PB（聚丁烯）等高分子材料为主料，经过挤出、注塑以及复合成型技术等方式加工而成的产品。从原材料类别上看，塑料管道可分为 PVC 管、PE 管、PP 管、PB 管、ABS 管等。一般而言，PVC-U 及 PVC-C 管道等统称 PVC 管道，HDPE、LDPE 及其他 PE 管道统称 PE 管道，PP-R、PP-H、PP-B 等统称为 PP 管道。PVC 管道作为主要的塑料管道品种，在国内推广使用最早，也是目前使用量最大的塑料管道，广泛用于给排水、通信、电力领域；PE 管道是近几年发展最快的一类管道，也是目前市政给水系统的首选塑料管道之一；PP 管道以 PPR 管道为主，主要用于冷热水管及采暖。上述塑料管道中，PVC 管道、PE 管道、PPR 管道是占比最大的三类，各自凭借其自身优势在各细分市场被广泛应用，不存在绝对的相互替代关系，几乎每种细分产品都有自己的专用领域。

表 1 塑料管道产品以及应用领域

| 材质 | 产品 | 产品名称 | 分类依据 |
|-----|--------|----------------|------------------------|
| PVC | PVC-U | PVC-U 排水管材、管件 | 建筑排水 |
| | | PVC-U 给水管材、管件 | 建筑、市政排水 |
| | | PVC-U 双壁波纹管 | 室外排水 |
| | | PVC-U 电工套管 | 建筑电线护套 |
| | PVC-C | PVC-C 给水管材、管件 | 建筑内热水管 |
| | | PVC-C 电缆护套 | 高压电缆护套 |
| | | PVC-C 化工用管 | 化工用管道 |
| | 软质 PVC | 软质 PVC | 医用导管、花园管 |
| | PE | PE 建筑排水用管材、管件 | 建筑同层、虹吸排水系统 |
| | | PE 给水管材、管件 | 城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉 |
| | | PE 双壁波纹管等结构壁管材 | 市政排水、排污 |
| | | PE 燃气用管材、管件 | 城市燃气输送 |
| | | PE 护套管 | 电力光纤护套 |
| | PE-X | PE-X | 建筑内冷热水管、采暖 |
| PP | PE-RT | PE-RT 管材、管件 | 建筑内地板辐射采暖 |
| | PE-X | PE-X | 建筑内冷热水管、采暖 |
| | PE-RT | PE-RT 管材、管件 | 建筑内地板辐射采暖 |
| | PP-R | PP-R 管材、管件 | 建筑内冷热水管、采暖 |
| | PP-H | PPH 管材、管件 | 化工用管道 |
| | MPP | 改性 MPP 管材 | 高压电缆护套 |
| | PP | PP 双壁波纹管 | 工业排水、排污 |

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

“厂网一体化”、管网改造全面铺开。2021 年国家发展改革委下发了《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》提出要推进城镇污水管网全覆盖，推动生活污水收集处理设施“厂网一体化”。加快建设完善城中村、老旧城区、城乡结合部、建制镇和易地扶贫搬迁安置区生活污水收集管网。同年，国务院也发布了《关于印发“十四五”推进农业农村现代化规划的通知》采用符合农村实际的污水处理模式和工艺，优先推广运行费用低、管护简便的治理技术，积极探索资源化利用方式。有条件的地区统筹城乡生活污水处理设施建设和管护。浙江省政府提出实施“易涝区域整治工程、河道综合治理工程、城市排洪防涝工程、排水管网畅通工程、雨水泵站能力提升工程、雨水收集和调蓄工程、海绵城市示范性工程”等七方面重点工程建设，建设雨水管道 2000 公里，雨水分流改造管网 2000 公里。城镇化推进、农村水利工程建设、地下管廊建设都可以提升市政给、排水管道、燃

气管道的铺设需求不断增加，给塑料管道的应用市场开拓带来重大机遇。

表 2 关于管道建设、治理相关政策

| 时间 | 发布部门 | 文件名称 | 涉及内容 |
|---------|-------------|------------------------------------|---|
| 2019.10 | 安徽省人民政府 | 《安徽省人民政府关于进一步加强城市精细化管理工作的指导意见》 | 三年改造城市污水管网 2600 公里以上。 |
| 2021.01 | 住房和城乡建设部 | 《关于加强城市地下市政基础设施建设的指导意见》 | 加强城市老旧地下市政基础设施更新改造工作力度，对超过设计使用年限、材质落后的老旧地下市政基础设施进行更新改造。 |
| 2021.03 | 四川省人民政府 | 《四川省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》 | 推广海绵城市建设模式，加快城镇供水管网以及污水再生利用设施改造。 |
| 2021.04 | 国务院 | 《关于加强城市内涝治理的实施意见》 | 到 2025 年，各城市因地制宜基本形成“源头减排、管网排放、蓄排并举、超标应急”的城市排水防涝工程体系。 |
| 2021.05 | 浙江省发改委 | 《浙江省城市内涝治理“十四五”规划》 | 建设雨水管道 2000 公里，雨水分流改造管网 2000 公里。 |
| 2021.11 | 国务院 | 《关于印发“十四五”推进农业农村现代化规划的通知》 | 采用符合农村实际的污水处理模式和工艺，优先推广运行费用低、管护简便的治理技术，积极探索资源化利用方式。 |
| 2021.12 | 广东省住房和城乡建设厅 | 《广东省城镇燃气发展“十四五”规划》 | 2025 年珠三角地区实现管网互联互通全省新建互联互通管道 299.3 公里。 |

资料来源：中国政府网，住房和城乡建设部官网，安徽省政府官网，四川省政府官网，浙江省人民政府官网，广东省住房和城乡建设厅官网，上海证券研究所

2.2 下游需求扩张，支撑塑料管需求提振

地产开发建设对塑料管道需求具有提振作用。建筑给排水管道是塑料管道的主要用途，下游房地产扩展对塑料管道需求具有提振作用。2021 年全国施工房屋面积达到 97.54 亿平方米，同比增长 5.25%；全年实现新开工房屋面积为 19.89 亿平方米，同比减少 11.38%，随着房地产行业政策端持续改善，市场信心逐步修复，地产开发建设将对塑料管道需求具备一定的支撑作用。

图 9 近年全国新开工房屋面积



资料来源: Wind, 上海证券研究所

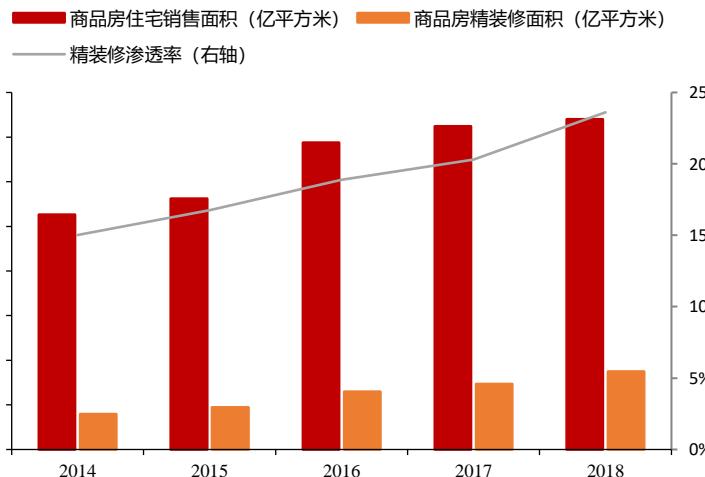
图 10 近年全国施工房屋面积



资料来源: Wind, 上海证券研究所

精装修行业数据稳定增长，推动管道需求增长。2018 年商品房住宅销售面积为 14.79 亿平方米，商品房精装修面积为 3.49 亿平方米，精装修渗透率达到 23.61%，较上年增长 3.3%。2017 年住建部发布《建筑业发展“十三五”规划》明确提出新开工全装修成品住宅面积达到 30% 的发展目标。而 PPR 管道主要用于家庭精装修，随着生活水平、建筑装修水平的提高，PPR 管道的用量将逐年增长，精装修行业的扩展将会带来管道行业需求增加。

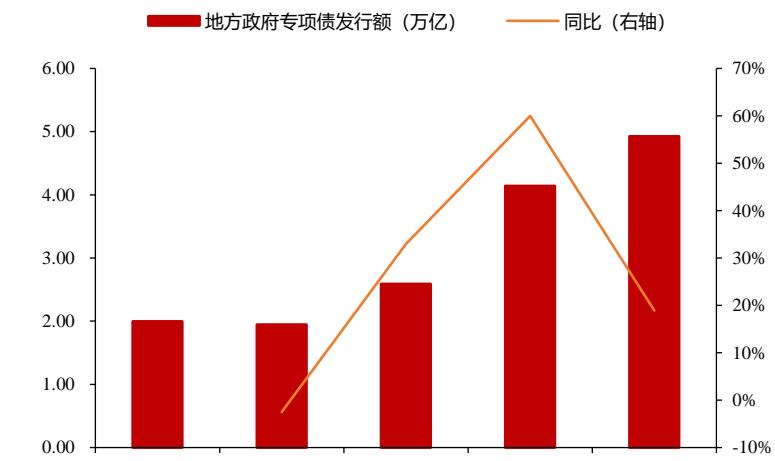
图 11 近年中国精装修行业需求市场情况



资料来源: 产业信息网, 上海证券研究所

地方专项债发行维持高位，配套管网建设支撑塑管需求。2021 年 12 月中央经济工作会议提出“适度超前开展基础设施投资”，地方政府专项债总量持续扩大，2021 年地方专项债发行额达到 4.92 万亿，同比增长 18.9%。随着“稳增长”背景下市政工程需求向好，塑料管道需求将持续提升。

图 12 近年地方政府专项债务发行情况

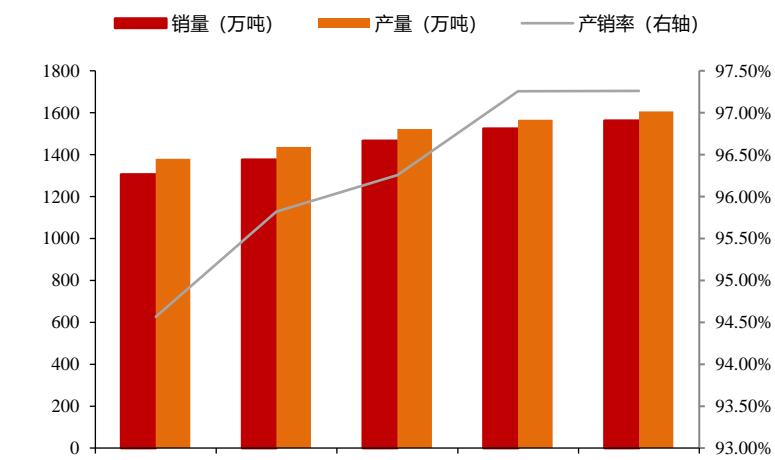


资料来源：Wind, 上海证券研究所

2.3 深耕核心竞争区域，行业集中度高

塑料管道行业产量持续攀升。塑料管道行业在经历了产业化发展阶段后，进入稳定成熟的阶段，每年的生产量都会稳步攀升。2019 年塑料管道产量 1606 万吨，同比增长 2.49%。销量逐年上涨，2019 年销量达 1562 万吨，产销率在 95%上下波动，并逐年上升，产销趋于平衡。

图 13 近年行业塑料管道产销量及产销率



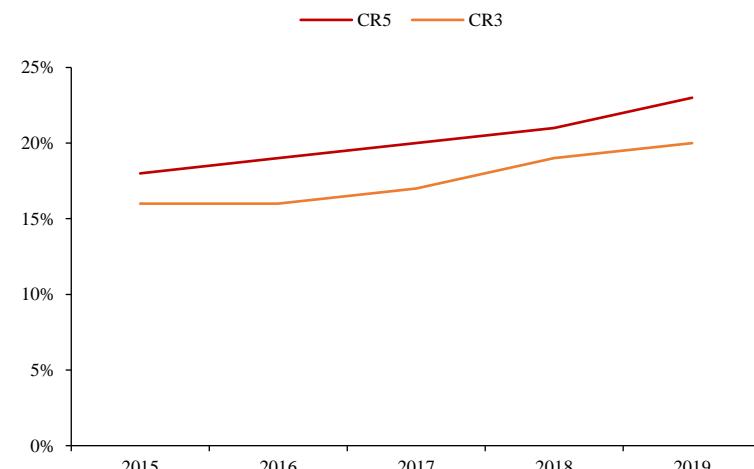
资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

竞争激烈，行业集中度攀升。较大规模塑料管道生产企业超 3000 家，年生产能力超 1500 吨左右，年产能 1 万吨以上企业达 300 家，有 20 家多家年产能超过 10 万吨。随着行业竞争的不断加剧，部分小企业被逐步淘汰出局，行业的集中度进一步提升。据统计资料显示，塑料管道行业排名前二十的企业年销量已占据全行业销售总量的 40%以上。塑料管道行业集中率呈逐年上升的趋势，

请务必阅读尾页重要声明 11

2019 年前三名集中率达 20%，前五名集中率达 23%，行业产能逐渐向头部企业集中，且行业集中度还存在上涨趋势。

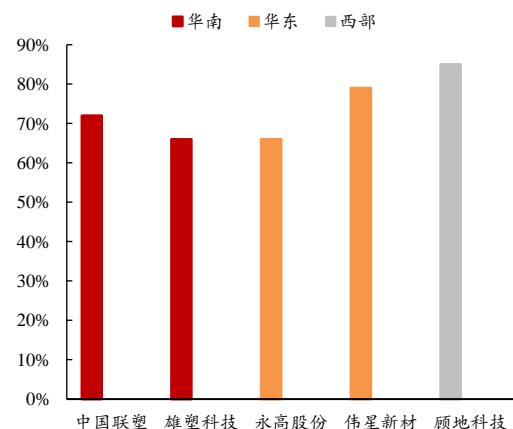
图 14 近年塑料管道行业集中率



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

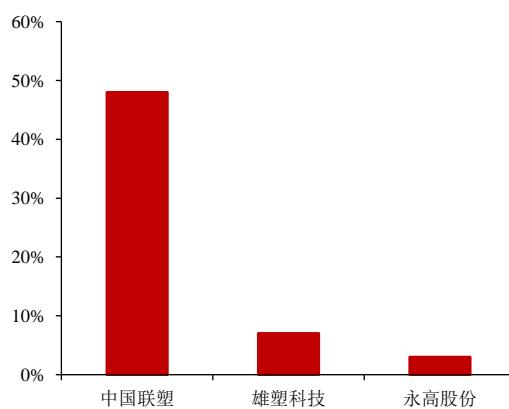
行业公司竞争格局区域特征明显。从 2019 年区域营收情况来看，中国联塑与雄塑科技在华南地区营业收入占比较高，分别为 72% 和 66%；从华东区域来看，永高股份和伟星新材收入占比分别达到 66% 和 79%；注重开拓西部市场的顾地科技，营收占比 85%。由于运输成本问题，塑料管道头部企业形成了各自的核心竞争区域，中国联塑和雄塑科技在华南地区市场份额分别为 48% 和 7%。各头部企业在自己的区域内都有着绝对优势。

图 15 2019 年头部塑料管道企业区域营收情况



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 16 2019 年头部塑料管道企业华南市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

3 强强联合，完善业务布局，加速全国化进程

3.1 产品质优，高技术附加助力公司长足发展

产品品类丰富，满足客户多元化消费需求。公司持续深耕“环保、安全、卫生、高性能”塑料管道领域，致力于为市场和客户提供优质的产品。公司管道产品主要可以分为 PVC、PPR、PE 三大系列，细分品种超过 6000 个，是行业内产品系列最齐全、产品类型最丰富的企业之一，能全方位满足客户多样化的消费需求。

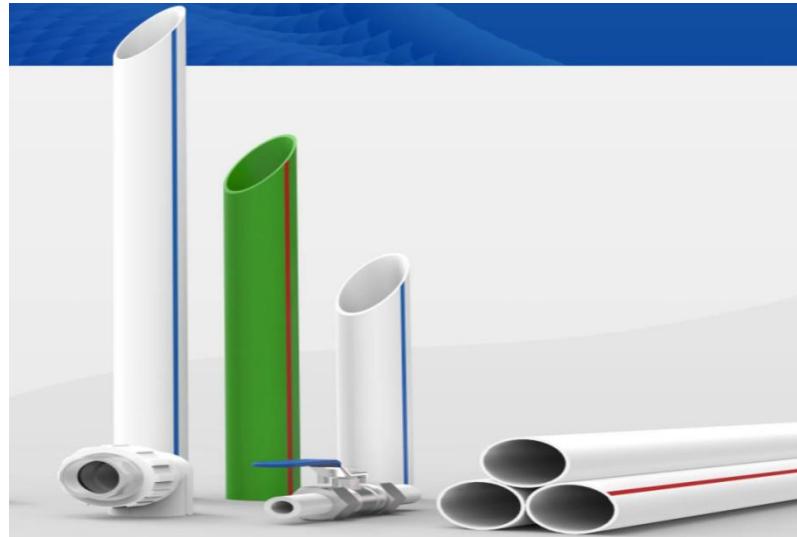
图 17PE 以及 PVC 系列产品模型展示



资料来源：公司官网，上海证券研究所

产品质优，性能优异。雄塑家装专用 PP-R 管道作为新型管材的典型代表，具备五大优点：第一，产品卫生无毒，原料分子只有碳、氢元素，卫生可靠；第二，其保温节能效果突出，PP-R 管道的导热系数为 $0.21\text{W}/\text{mK}$ ，仅为钢管的 $1/200$ ；第三，此产品拥有较好的耐热性，维卡软化点 131.5°C ，最高工作温度可达 95°C ，可以满足建筑给排水规范中的热水系统的使用要求；第四，使用寿命长，PP-R 管在工作温度为 70°C ，工作压力 (P.N) 1.0MPa 条件下，使用寿命可达到 50 年以上；常温下 (20°C) 使用寿命可达 100 年以上；第五，安装方便/连接可靠，PP-R 具有良好的焊接性能，管材，管件可采用热熔和电熔连接，安装方便，接头可靠。

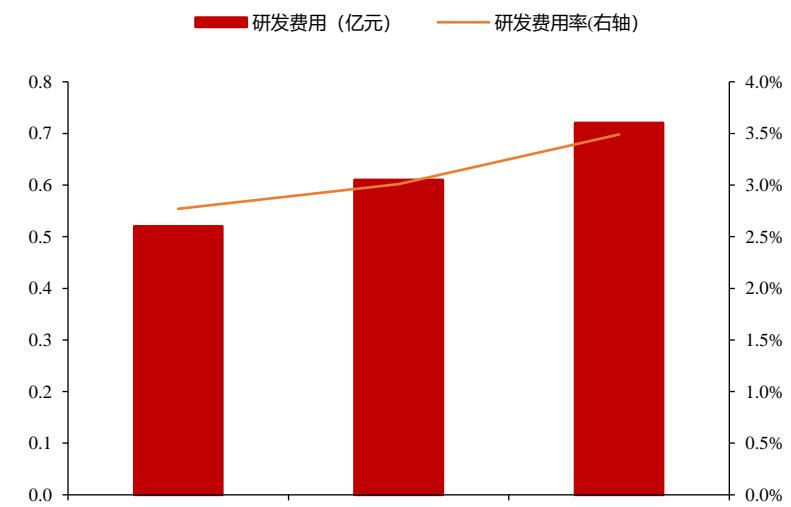
图 18PP-R 管道产品模型展示



资料来源：公司官网，上海证券研究所

拥有高技术团队和实验室，研发投入不断提高。公司是经认定的高新技术企业，拥有国家CNAS认可工程实验室，研发管理体系完备，储备了一支经验丰富、精干的核心技术研发团队。公司通过其配方独特性，灵活运用改性剂和稳定剂使公司的产品在抗冲击性、耐热性、韧性、延展性等方面较原材料均有较大幅度的提升。近年来，公司研发取得的技术成果包括端面注射成型技术、石墨烯材料应用技术、环保无毒配方专有技术、消音节能技术等。2018年以来公司研发投入不断提高，2020年研发费用已经达到0.72亿元，同比增长18.5%。

图 19 公司近年研发费用投入及占比



资料来源：公司公告，上海证券研究所

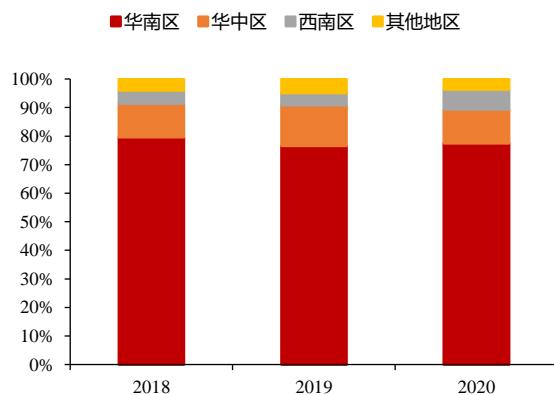
经销与直销相结合，拓展业务来源。公司产品销售模式以经销为主、直销为辅，经销业务作为公司营业收入的主要来源，主
请务必阅读尾页重要声明14

要依托各地经销渠道运营，销售网络基本覆盖全国所有地级以上城市和重要的县级城市，公司与经销商的关系为买卖关系；直销业务主要服务于公司重点大客户，由公司依托大型企业集团战略采购、政府采购、大型项目开发商（或其总承包商）直接招投标等方式运营。2021年公司成立了直销部门，以服务市政工程业务为主，提高市政工程业务承接能力。目前公司已研发了包括PE给水管、PE电信管、PE实壁排水管、PE波纹管、PE中空壁缠绕管、PE克拉管、PE钢丝网骨架管等多种PE系列管道，产品可用于市政工程业务的多种应用场景。2022年，市政管道建设需求增大，公司会继续加大对市政工程业务的投入。市政管道主要应用于城市管网建设，城乡供水一体化，水环境综合治理等，公司将从这些领域加大市场拓展力度。

3.2 区域扩张提供增长动能，模式革新促盈利创收

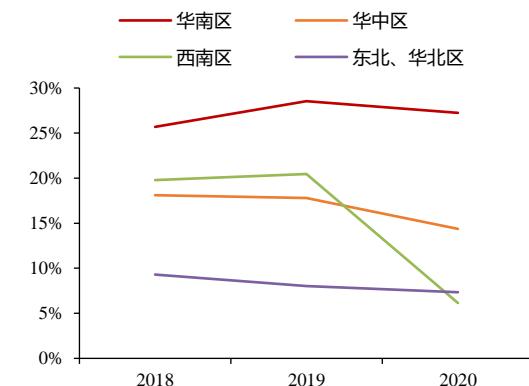
深耕华南地区，稳健发展。公司长期以来围绕华南区域作为核心发展地区，从营收的区域结构来看，2020年，公司营收来源主要集中在华南地区，华南地区实现营业收入15.88亿元，占总营收的76.76%。同时华南地区毛利率较高，稳定在25%左右。

图 20 公司营收结构（分区域）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 21 公司毛利率（分区域）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

新建云南基地，区域性扩展增加产能。公司拥有六大城市，分别位于广东佛山、广西安宁、河南新乡、江西宜春、海南海口、云南玉溪，其中广东、广西两个生产基地运营已非常成熟，江西、河南基地产量持续攀升，海南基地于2020年投产，2021年云南基地已经建成投产。云南年产7万吨PVC/PPR/PE高性能高分子环保复合材料项目有助于提升公司的运营效力；海南和云南项目的顺利推进有利于公司持续深耕华南市场，提升西南地区的市

场开发力度，稳步推进下属子公司在辐射地区的经营计划有序开展。

扩产能规模化生产，降低生产成本。2020 年公司管道产品年生产量为 26.95 万吨，同比增加 13.80%，年销售量 26.91 万吨，同比增长 11.63%。公司目前年生产能力在 47 万吨左右，在国内塑料管道行业产销规模排行前列。良好的生产布局使得产品配送能够覆盖全国大部分地区，规模优势有助降低生产成本，稳定客户服务能力。

图 22 近年公司管道产品生产量及同比增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

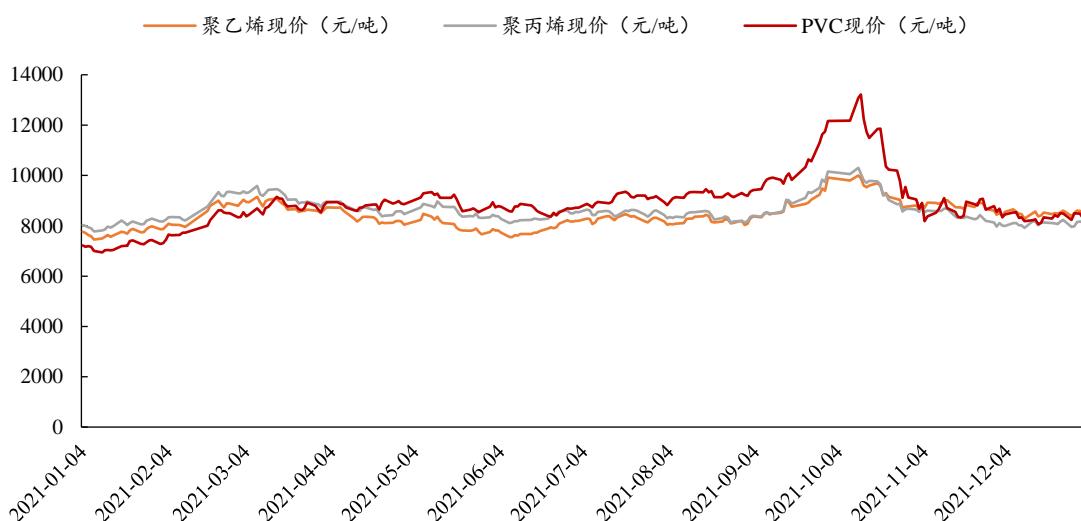
图 23 近年公司管道产品销售量及同比增速



资料来源：公司公告，上海证券研究所

完善原料采购体系，积极应对原材价格波动。公司主营产品塑料管道的主要原材料包括聚氯乙烯、聚丙烯、聚乙烯等，都属于石化产业下游产品。原材料价格的波动是行业面临的共同问题，为应对原材料价格波动带来的成本压力，公司合理安排采购周期，根据生产需求适度增加原材料的储备额。公司将不断拓宽采购渠道，进一步完善产品销售价格体系。

图 24 主要原材料价格走势



资料来源：iFind，上海证券研究所

3.3 拟收购康泰集团，整合业务扩大规模

公司拟通过发行股份及支付现金方式收购康泰集团 100% 股权。

2021 年 11 月，雄塑科技发布收购兼并暨增发预案公告，公司拟发行股份及支付现金方式购买康泰集团 100% 股权，届时康泰集团将成为公司全资子公司。康泰集团成立于 1999 年，先后组建了成都康泰、浙江康泰、河北康泰、河南康泰、辽宁康泰、广东康泰等 6 家成员企业，具备国际先进水平的专用生产设备 1000 余台（套），产能 80 万吨以上。

图 25 康泰集团生产基地



资料来源：康泰集团官网，上海证券研究所

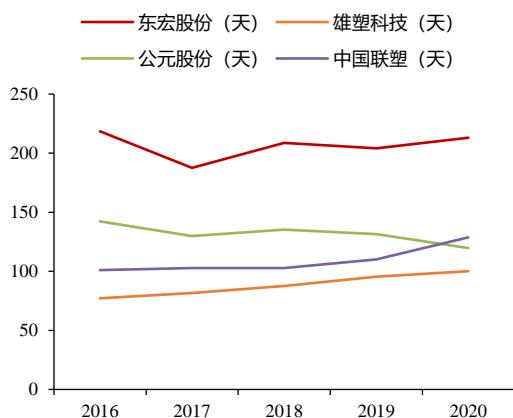
完善销售网络，开拓优质客户资源。经过多年发展，康泰集团在业内积累大量优质客户资源，包括万科、绿城等全国或地区性房地产商，中国石油、中燃物资等全国性知名企业，成都水务、重庆燃气等地区性知名企业等，此类大型优质客户为公司全国化布局奠定良好的基础。康泰集团打造直销+经销的业务模式，业务分布覆盖西南、华东、华北区域，收购完成后双方通过将打通销售网络，公司客户服务能力将得到进一步提升。

收购完成后有望增厚公司业绩。本次收购完成后，上市公司将新增 6 家生产基地，年产能规模将达到百万吨。雄塑科技 2020 年度营业收入规模 20.69 亿元，净利润 2.13 亿元；康泰集团 2020 年度营业收入 32 亿元，净利润 2.61 亿元（未经审计）。交易完成后，康泰集团将成为雄塑科技全资子公司，康泰集团注入公司上市平台后，可充分拓展融资渠道，改善资本结构，促进公司业务的持续健康发展。

3.4 公司经营稳健，风险管理能力优秀

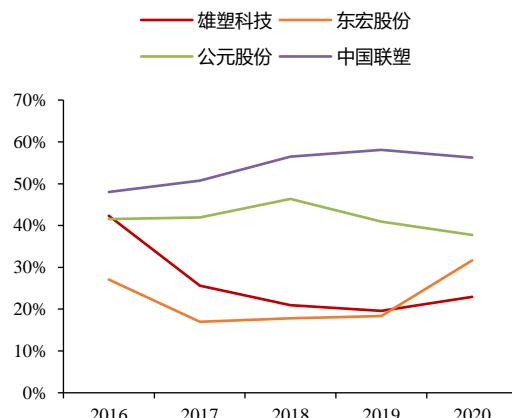
与同业相比，资产负债率保持较低水平。公司运营稳健，资产负债率保持稳定，2020年公司资产负债率23%，公司在手资金充裕，资金使用风险相对可控，可以把流动资金更好地利用在新产业投建、重大战略项目合作，包括市政工程、地产大客户的合作和新业务的开拓上。应收账款周转率远远高于同业水平，表明资产流动性强，短期偿债能力强，能够更好地应对风险，运营效率突出。

图 26 近年行业部分公司营业周期



资料来源：iFind, 上海证券研究所

图 27 近年行业部分公司资产负债率



资料来源：iFind, 上海证券研究所

风险管理措施完善，应收风险低。从账龄结构看，公司80%以上的应收账款都在一年以内，且长账龄应收账款不断减少，账龄结构不断改善。且公司制定了稳健的坏账准备计提政策，并已按要求足额计提坏账准备，加强对应收账款的管理，应收账款到期不能收回的风险较低。从行业营业周期来看，公司在行业头部公司中保持较低水平，营业周期稳定保持在100天以内，公司前五大销售客户累计加总的比例为8.17%，不超过10%。

表 3 公司主要销售客户情况

| 内容 | 金额或比例 |
|----------------------|-------|
| 前五名客户合计销售金额 (亿元) | 1.69 |
| 前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例 | 8.17% |

资料来源：公司公告，上海证券研究所

4 盈利预测与估值

基于上述分析，我们对公司的主要假设如下：

PVC 系列管道作为公司的主要收入来源，近年来受益于精装修渗透率提升，下游地产、基建需求提振，公司作为行业龙头市占率有望进一步提升。2021 年底公司拟收购康泰集团，康泰集团并表情况视重组工作进度确定，若重组工作顺利完成，将对公司的营收、净利润具有一定的提振作用。我们预计 PVC 系列管道产品业绩在 2021 年获得 15% 左右的增长至 17.76 亿元，2022 和 2023 年随着收购工作的逐步推进并完成，预计 PVC 产品收入将同比变动 65%、54% 至 29.30 亿、45.12 亿元，毛利率将稳定在 20% 左右。

PE、PPR 系列管道随着新产品研发的推进，以及零售家居市场需求量提升，公司 PE、PPR 系列管道产品收入或将进一步提升。我们预计，2021-2023 年，公司 PE 系列产品营业收入分别同比变动 12%、45%、38% 至 3.21 亿、4.66 亿和 6.43 亿元，毛利率将稳定在 22% 左右。公司 PPR 系列管道营业收入分别同比变动 10%、60%、45% 至 2.57 亿、4.12 亿和 5.97 亿元，毛利率将稳定在 32% 左右。

综合来看，公司深耕塑料管道行业，聚焦核心区域，积极扩产能完善区域布局，顺利完成收购康泰集团后，将提振公司的营收和利润水平。我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 23.59、38.14、57.61 亿元，分别同比增长 14%、61.7%、51%；归母净利润分别为 1.17、2.72、4.17 亿元，同比变动分别为 -45.1%、133.2%、53.2%。

表 4 公司营收拆分

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|
| 总营收 | | | | |
| 收入 (亿元) | 20.69 | 23.59 | 38.14 | 57.61 |
| yoy | 2.38% | 14.00% | 61.70% | 51.05% |
| 成本 (亿元) | 15.83 | 19.09 | 29.99 | 44.42 |
| yoy | 5.60% | 20.62% | 57.04% | 48.13% |
| 毛利 (亿元) | 4.85 | 4.49 | 8.16 | 13.19 |
| yoy | -7.09% | -7.35% | 81.50% | 61.78% |
| 毛利率 | 23.46% | 19.05% | 21.38% | 22.90% |
| | | | | |
| PVC 系列管道 | | | | |
| 收入 (亿元) | 15.44 | 17.76 | 29.30 | 45.12 |
| yoy | 6.45% | 15.00% | 65.00% | 54.00% |
| 成本 (亿元) | 11.94 | 14.65 | 23.44 | 35.19 |
| yoy | 8.55% | 22.69% | 60.00% | 50.15% |
| 毛利 (亿元) | 3.51 | 3.11 | 5.86 | 9.93 |
| yoy | 0.00% | -11.47% | 88.57% | 69.40% |
| 毛利率 | 22.70% | 17.50% | 20.00% | 22.00% |
| | | | | |
| PE 系列管道 | | | | |
| 收入 (亿元) | 2.87 | 3.21 | 4.66 | 6.43 |
| yoy | -10.33% | 12.00% | 45.00% | 38.00% |
| 成本 (亿元) | 2.30 | 2.60 | 3.73 | 5.08 |
| yoy | -0.19% | 13.20% | 43.21% | 36.28% |
| 毛利 (亿元) | 0.57 | 0.61 | 0.93 | 1.35 |
| yoy | -35.96% | 7.15% | 52.63% | 44.90% |
| 毛利率 | 19.78% | 19.00% | 20.00% | 21.00% |
| | | | | |
| PPR 系列管道 | | | | |
| 收入 (亿元) | 2.34 | 2.57 | 4.12 | 5.97 |
| yoy | -3.58% | 10.00% | 60.00% | 45.00% |
| 成本 (亿元) | 1.56 | 1.80 | 2.76 | 4.06 |
| yoy | -4.02% | 15.50% | 53.14% | 47.16% |
| 毛利 (亿元) | 0.78 | 0.77 | 1.36 | 1.91 |
| yoy | -2.50% | -1.00% | 76.00% | 40.61% |
| 毛利率 | 33.24% | 30.00% | 33.00% | 32.00% |
| | | | | |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (亿元) | 0.04 | 0.0432 | 0.06 | 0.09 |
| yoy | -48.14% | 8.00% | 50.00% | 40.00% |
| 成本 (亿元) | 0.04 | 0.0397 | 0.06 | 0.08 |
| yoy | -33.33% | -0.64% | 50.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 7.68% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |

资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司作为塑料管道行业龙头，地产基建需求扩张夯实稳增长预期，精装渗透率提升叠加市政管网建设推动公司加码 PE 管道业

务。另外，公司深耕核心竞争区域，并新建云南生产基地，区域性扩展增加产能，进一步提升公司竞争优势。目前来看，我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 0.33/0.76/1.16 元/股，对应 3 月 31 日股价，2021/2022/2023 年雄塑科技估值分别为 29/12/8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示:

原材料价格波动风险。公司主营产品塑料管道的主要原材料包括聚氯乙烯、聚丙烯、聚乙烯等，都属于石化产业下游产品，价格受石油石化产品波动影响较大，由于原材料成本占产品成本比例较高，原材料的价格波动，将导致公司盈利能力受到较大影响。公司未来面临主要原材料价格波动导致公司业绩受到影响的风险。

市场竞争加剧。目前，我国塑料管道行业存在着竞争主体大小不一、从业企业水平参差不齐的现象。全国塑料管道生产能力已达 3000 万吨以上，较大规模的塑料管道生产企业约有 3000 家以上，年生产能力超过 1500 万吨，其中年生产能力 1 万吨以上的企业约为 300 家，有 20 家以上企业的年生产能力已超过 10 万吨。公司目前年产能超过 20 万吨，在国内同行业中位居前列，但仍面临市场竞争激烈的风险。

募投等投资项目实施及新增产能无法及时消化的风险。公司 IPO 募集资金用于“江西新型塑料管材及配件项目”、“河南新型 PVC 管材、PE 管材及 PPR 管材投资项目”以及“海南高性能高分子复合管材生产、海洋养殖装备制造和现代农业设施基地项目”，以及公司 2020 年向特定对象发行募集资金拟投资于“云南年产 7 万吨 PVC/PPR/PE 高性能高分子环保复合材料项目”等项目在项目实施及后续经营过程中，若出现市场开拓滞后或市场环境发生重大不利变化，公司新增产能将存在无法及时消化的风险，将对项目的实施及公司的整体盈利能力产生不利影响。

重大资产重组不确定风险。公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买康泰塑胶科技集团有限公司 100% 股权。若重组完成后整合不及预期，将导致公司业绩不确定性增强。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金 | 536 | 670 | 754 | 865 |
| 应收票据及应收账款 | 175 | 205 | 331 | 498 |
| 存货 | 335 | 395 | 615 | 918 |
| 其他流动资产 | 124 | 293 | 325 | 430 |
| 流动资产合计 | 1169 | 1563 | 2024 | 2711 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 665 | 608 | 712 | 828 |
| 在建工程 | 83 | 87 | 74 | 66 |
| 无形资产 | 217 | 225 | 229 | 235 |
| 其他非流动资产 | 123 | 123 | 123 | 123 |
| 非流动资产合计 | 1088 | 1043 | 1138 | 1252 |
| 资产总计 | 2257 | 2607 | 3162 | 3963 |
| 短期借款 | 54 | 100 | 150 | 150 |
| 应付票据及应付账款 | 258 | 261 | 430 | 642 |
| 合同负债 | 56 | 34 | 62 | 99 |
| 其他流动负债 | 91 | 238 | 273 | 409 |
| 流动负债合计 | 459 | 633 | 916 | 1300 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 58 | 63 | 63 | 63 |
| 非流动负债合计 | 58 | 63 | 63 | 63 |
| 负债合计 | 517 | 696 | 979 | 1363 |
| 股本 | 304 | 358 | 358 | 358 |
| 资本公积 | 575 | 575 | 575 | 575 |
| 留存收益 | 861 | 978 | 1250 | 1667 |
| 归属母公司股东权益 | 1740 | 1911 | 2183 | 2600 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 1740 | 1911 | 2183 | 2600 |
| 负债和股东权益合计 | 2257 | 2607 | 3162 | 3963 |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流量 | 286 | 361 | 479 | 704 |
| 净利润 | 213 | 117 | 272 | 417 |
| 折旧摊销 | 83 | 283 | 361 | 489 |
| 营运资金变动 | -19 | -49 | -144 | -192 |
| 其他 | 10 | 11 | -10 | -11 |
| 投资活动现金流量 | -254 | -329 | -440 | -586 |
| 资本支出 | -245 | -245 | -444 | -594 |
| 投资变动 | -12 | -83 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | -1 | 5 | 9 |
| 筹资活动现金流量 | -20 | 102 | 44 | -7 |
| 债权融资 | 51 | 5 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 0 | 54 | 0 | 0 |
| 其他 | -71 | 43 | 44 | -7 |
| 现金净流量 | 12 | 134 | 83 | 111 |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 2069 | 2359 | 3814 | 5761 |
| 营业成本 | 1583 | 1909 | 2999 | 4442 |
| 营业税金及附加 | 16 | 35 | 61 | 104 |
| 销售费用 | 74 | 85 | 137 | 236 |
| 管理费用 | 75 | 94 | 145 | 236 |
| 研发费用 | 72 | 97 | 164 | 253 |
| 财务费用 | -4 | -21 | -23 | -26 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | -1 | 5 | 9 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 261 | 157 | 348 | 533 |
| 营业外收支净额 | -3 | -6 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 258 | 152 | 349 | 535 |
| 所得税 | 45 | 35 | 77 | 118 |
| 净利润 | 213 | 117 | 272 | 417 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东净利润 | 213 | 117 | 272 | 417 |
| 主要指标 | | | | |
| 指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 盈利能力指标 | | | | |
| 毛利率 | 23.5% | 19.1% | 21.4% | 22.9% |
| 净利率 | 10.3% | 4.9% | 7.1% | 7.2% |
| 净资产收益率 | 12.2% | 6.1% | 12.5% | 16.0% |
| 资产回报率 | 9.4% | 4.5% | 8.6% | 10.5% |
| 投资回报率 | 12.0% | 5.0% | 10.9% | 14.4% |
| 成长能力指标 | | | | |
| 营业收入增长率 | 2.4% | 14.0% | 61.7% | 51.0% |
| EBIT 增长率 | -10.4% | -49.8% | 149.1% | 56.1% |
| 归母净利润增长率 | -9.1% | -45.1% | 133.2% | 53.2% |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.70 | 0.33 | 0.76 | 1.16 |
| 每股净资产 | 4.86 | 5.34 | 6.10 | 7.26 |
| 每股经营现金流 | 0.80 | 1.01 | 1.34 | 1.96 |
| 每股股利 | | | | |
| 营运能力指标 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.92 | 0.90 | 1.21 | 1.45 |
| 应收账款周转率 | 12.66 | 11.92 | 11.98 | 12.07 |
| 存货周转率 | 4.73 | 4.83 | 4.88 | 4.84 |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 22.9% | 26.7% | 31.0% | 34.4% |
| 流动比率 | 2.55 | 2.47 | 2.21 | 2.09 |
| 速动比率 | 1.67 | 1.61 | 1.34 | 1.16 |
| 估值指标 | | | | |
| P/E | 17.80 | 28.56 | 12.25 | 8.00 |
| P/B | 2.56 | 1.74 | 1.53 | 1.28 |
| EV/EBITDA | 9.63 | 6.69 | 3.98 | 2.63 |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

| | |
|---------|---|
| 股票投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 买入 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 5-20% |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±5%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 5%以上 |
| 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| 行业投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持 | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数 |
| 中性 | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平 |
| 减持 | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数 |

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。