

建材研究框架系列之二：塑料管道篇

多点开花支撑行业需求，龙头强者恒强

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评报告*建材*疫情不改中期需求复苏，估值已具备吸引力》 2022-03-30

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之一：玻璃行业研究方法、历史复盘与未来展望》 2022-03-30

《行业点评报告*建材*稳增长预期强化，水泥、防水修复可期》 2022-01-19

《行业年度策略报告*建材*静待产业链修复，关注“碳中和”机遇》 2021-12-09

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（三）：能耗双控推动水泥涨价，后续盈利修复可期》

2021-11-02

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（二）：玻璃供需延续紧平衡，绿色节能空间广阔》

2021-07-15

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNANHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- **塑料管道性能优良，应用以农业、市政及建筑为主。**相比传统金属或混凝土管道，塑料管道凭借耐腐蚀、寿命长、方便运输、施工简便等优点，应用领域、渗透率不断扩大与提升。根据材料差异，塑料管道主要包括 PVC 管、PE 管、PPR 管，三类性能、应用领域存在一定差异，2019 年产量占比分别为 44%、31%、11%。从下游应用看，2019 年塑料管道应用中农业、市政给排水、建筑给排水分别占比 27%、25%、17%。从上游成本看，原材料占塑料管道成本近八成，其中下游需求、电力成本共同主导 PVC 价格变动，PE、PP 价格变动受需求、油价影响。
- **行业步入平稳发展期，基建、旧改等需求仍可观。**2000-2013 年塑料管道产量 CAGR 达 23%，随着城镇化放缓，2018-2021 年产量增速降至 2%-3%，2021 年产量约 1677 万吨。分领域看：1) 农用方面，以 PVC、PE 为主，2008-2019 年农用塑料管道规模年复合增速达 17%，占塑料管道比重从 17% 升至 27%。考虑农村集中供水普及率较高、新增灌溉面积趋减，未来农用塑料管道规模增长或将放缓。2) 市政方面，以 PE 管为主，主要用于给排水、燃气等，2008-2019 年市政领域塑料管道规模年复合增速约 11%。短期稳增长诉求下基建逐步发力，地下管廊、燃气管道建设等有望支撑塑料用管需求，中期估算“十四五”市政领域年均塑料管道需求约 470 万吨，接近 2019 年（474 万吨）。3) 建筑领域，以 PVC、PPR 为主，受益过去地产销售屡创新高，2008-2019 年年复合增速约 8.9%。短期建筑领域塑料管道需求关注新房竣工恢复节奏，中长期考虑旧改等庞大存量房翻新改造需求，叠加新房装修需求仍高，测算建筑领域塑料管道需求有望维持高位。
- **行业集中度较低，工程、零售龙头各有千秋。**从竞争格局看，塑料管道行业集中度较低，TOP5 销量市占率仅 25% 左右，呈现“一超多强”局面，中国联塑 2020 年市占率约 16%，公元股份、伟星新材等不超过 5%。其中，联塑、公元为工程市场龙头，受益地产集中度提升，以及公司自身渠道扩张、规模优势与资金实力，奠定行业领先地位。伟星则为家装零售市场龙头，零售市场盈利、现金流状况佳但客户分散、获客难，伟星通过“产品+服务”塑造品牌竞争力，树立高端管道典范，同时广铺营销网点、采取渠道扁平化策略，奠定营销优势。联塑、公元、伟星过去十年归母净利润 CAGR 分别为 9%、8%、18%，过去五年 CAGR 分别为 10%、22%、13%，三者均实现良好发展，其中伟星中长期表现更佳。

- 投资建议：**目前塑料管道行业已迈入平稳发展期，短期“稳增长”目标下地产政策持续改善、基建明显发力，原材料价格企稳，将对塑料管道行业形成利好；中长期看“以塑代钢”大趋势下未来发展依旧向好，测算“十四五”期间市政、建筑领域需求仍将维持高位，且行业集中度较低，TOP5 销量市占率仅 25%左右，行业龙头有望凭借渠道、资金、成本、品牌优势继续脱颖而出。建议关注两条投资主线，一是受地产资金端压力影响较小、盈利稳定性更佳的零售市场龙头，建议关注伟星新材；二是受益基建发力带来市政领域需求释放，同时随着 PVC 价格企稳、销售端提价将带来利润率修复的工程市场龙头，建议关注中国联塑。
- 风险提示：**(1) 下游地产竣工不及预期风险。建筑为塑料管道重要应用领域，包括给排水、供燃气、供暖等。地产基本面承压背景下，若后续楼市政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产销售、竣工修复水平与速度，既而影响塑料管道需求规模与价格表现。(2) 原材料价格大幅上涨风险。塑料管道原材料成本占总成本比重高，主要原材料 PVC、PE、PP 属于石化下游产品，价格表现与油价相关性较高。年初以来油价受地缘政治等影响大幅上涨，若后续油价继续上涨，或将导致 PVC、PE、PPR 材料成本上升，既而对塑料管道行业利润产生不利影响。(3) 新冠肺炎疫情持续的风险。三月以来国内多地疫情出现反复，导致工程建设与家庭装修进度放缓甚至搁置，且物流运输受阻，对塑料管道生产经营造成一定不利影响。若后续疫情未能得到及时控制，将进一步冲击塑料管道行业需求，影响行业发展。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS				P/E				评级
		2022-5-6	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
伟星新材	002372	18.95	0.77	0.95	1.12	1.32	24.6	20.0	16.9	14.4	暂未评级
中国联塑	2128	9.08	0.99	1.26	1.50	1.77	7.8	6.1	5.1	4.3	暂未评级

注：盈利预测来自 Wind 过去 180 天一致预期；伟星新材股价、EPS 为人民币；中国联塑股价为港元、EPS 为人民币，P/E 计算中汇率采用 5 月 6 日港元对人民币中间价，即 1 港元=0.84505 人民币

正文目录

一、 塑料管道性能优良，应用以农业、市政及建筑为主	6
1.1 塑料管道性能优良，以 PVC 管、PE 管、PPR 管为主.....	6
1.2 应用领域以农业、市政及建筑为主，周期性不强.....	8
1.3 原材料成本占比近八成，关注树脂价格变化.....	9
二、 行业迈入平稳发展期，基建、旧改等需求仍可观	12
2.1 国内塑料管道行业已进入平稳发展期.....	12
2.2 农用塑料管道需求提升快速，未来增长或放缓.....	13
2.3 市政领域受益基建发力，中长期需求规模仍可观.....	14
2.4 建筑需求关注地产竣工，存量翻新需求不容小觑.....	16
三、 行业集中度较低，工程、零售龙头各有千秋	18
3.1 行业格局：集中度较低，联塑、公元、伟星排名居前.....	18
3.2 工程市场：受益地产集中度提升，考验资金、渠道与成本.....	21
3.2 零售市场：盈利与现金流更佳，考验渠道、品牌与服务.....	23
四、 投资建议	26
五、 风险提示	26

图表目录

图表 1	雄塑科技 PVC-U 排水管材生产工艺流程	6
图表 2	雄塑科技 PE、PPR 给水管材生产工艺流程	6
图表 3	三种主要塑料管道特点对比	6
图表 4	塑料管道具体类型与应用领域	7
图表 5	2017 年我国塑料管道生产企业区域分布	8
图表 6	2019 年国内塑料管道消费结构	8
图表 7	国内塑料管道出口占比低	8
图表 8	塑料管道行业具有一定周期性	9
图表 9	水泥产量跟房地产新开工产量相关性较强	9
图表 10	PE 管材价格变动（单位 元/吨）	9
图表 11	PP 管材价格变动（单位 元/吨）	9
图表 12	伟星新材营业成本构成	10
图表 13	公元股份营业成本构成	10
图表 14	雄塑科技营业成本结构	10
图表 15	我国聚氯乙烯消费类型以管道为主	11
图表 16	PVC 电石法成本构成占比	11
图表 17	油价与 PVC 价格走势	11
图表 18	2015 年国内 LDPE 下游消费结构	12
图表 19	2020 年中国 PP 消费结构	12
图表 20	油价与 PE、PP 价格走势相关性较高	12
图表 21	2000 年以来国内塑料管道产量增速变化	13
图表 22	近年塑料管道行业产销规模增长放缓	13
图表 23	2008 与 2015 年国内塑料管道应用领域分类	13
图表 24	国内农田灌溉面积持续增长	14
图表 25	2025 年全国农村自来水普及率目标为 88%	14
图表 26	全国供水、排水管道长度持续增加	14
图表 27	2014 年塑料管道在供水领域应用比例达 23%	14
图表 28	1-3 月全口径基建投资同比增长 10.5%	15
图表 29	全国房地产投资 3 月单月同比降 2.4%	15
图表 30	全国供水、排水、燃气管道净增加值与塑料管道产量关系	15
图表 31	“十四五”市政领域塑料管道年均需求规模测算	16
图表 32	十三五期间地下综合管廊建设投资情况	16
图表 33	商品房销售面积与竣工面积差距持续扩大	17

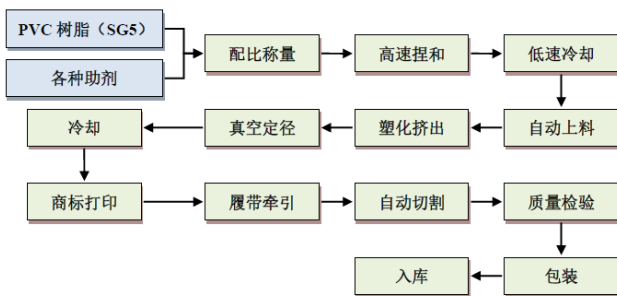
图表 34	房屋竣工与商品房销售面积增速走势.....	17
图表 35	2020-2021 年老旧小区改造数量.....	17
图表 36	老旧小区改造所需塑料管道规模测算.....	17
图表 37	建筑领域塑料管道规模测算.....	18
图表 38	5 家主流塑料管道企业合计市占率稳步提升.....	19
图表 39	5 家主流塑料管道企业销量及市占率情况.....	19
图表 40	中国联塑历年营收结构.....	19
图表 41	中国联塑塑料管道业务收入、销量结构.....	19
图表 42	中国联塑塑料管道业务收入按产品应用划分.....	20
图表 43	中国联塑营收区域结构.....	20
图表 44	公元股份历年营收结构.....	20
图表 45	公元股份营收区域结构.....	20
图表 46	伟星新材历年营收结构.....	21
图表 47	伟星新材历年营收区域结构.....	21
图表 48	联塑、公元、伟星市占率稳步提升.....	21
图表 49	联塑、公元、伟星历年营收增速.....	21
图表 50	2015-2021 年百强房企销售额市占率显著提升.....	22
图表 51	中国联塑、公元股份经销商数量持续增加.....	22
图表 52	管道龙头普遍以经销为主、直销为辅.....	22
图表 53	中国联塑生产基地分布.....	23
图表 54	营业成本中运费占比情况.....	23
图表 55	管件管材类地产商 500 强首选建材供应商品牌前十名（2017-2021 年）.....	23
图表 56	联塑、公元等应收账款周转率低于伟星新材（单位：次）.....	24
图表 57	联塑、公元等经营活动产生的现金流量净额/营业收入常年低于伟星新材（单位：%）.....	24
图表 58	伟星新材“星管家”服务介绍.....	24
图表 59	产品经销体系对比.....	25
图表 60	伟星新材销售费用率明显高于其他企业.....	25
图表 61	伟星新材 PPR 毛利率高于其他企业（单位：%）.....	25
图表 62	伟星新材 PVC 毛利率不低于其他企业（单位：%）.....	25
图表 63	伟星新材 PE 毛利率高于其他企业（单位：%）.....	25
图表 64	伟星新材净利率高于其他企业（单位：%）.....	25

一、塑料管道性能优良，应用以农业、市政及建筑为主

1.1 塑料管道性能优良，以 PVC 管、PE 管、PPR 管为主

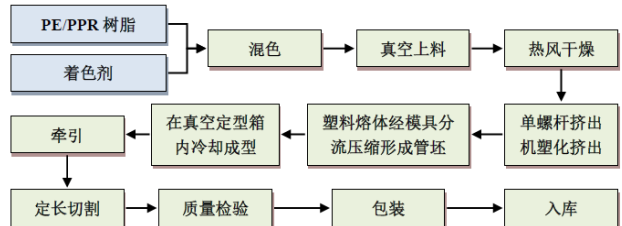
相比传统金属或混凝土管道，塑料管道具有耐腐蚀、寿命长、方便运输等优点。塑料管道行业涵盖塑料管材、管件、阀门、检查井及相关塑料配件，其中以塑料管材为核心，而管材是以 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）、PB（聚丁烯）、ABS 等高分子材料为主料，加入适量的稳定剂、增塑剂等，经过挤出、注塑以及复合成型技术等方式加工而成。相比传统的金属管道、混凝土及钢筋混凝土管道，塑料管道具有耐腐蚀、使用寿命长（一般为 50 年，金属或混凝土管道普遍 20-30 年）、重量轻而方便运输、施工和维修简便等优点，在农用、市政、建筑给排水等下游应用领域不断推广普及。

图表1 雄塑科技 PVC-U 排水管材生产工艺流程



资料来源：雄塑科技招股书，平安证券研究所

图表2 雄塑科技 PE、PPR 给水管材生产工艺流程



资料来源：雄塑科技招股书，平安证券研究所



塑料管道主要包括 PVC 管、PE 管、PPR 管，三类各有优劣、非绝对替代关系。根据原材料差异，塑料管道可分为聚氯乙烯（PVC）管、聚乙烯（PE）管、聚丙烯（PP）管、聚丁烯（PB）管、ABS 管等，并以 PVC 管、PE 管、PP 管为主，2019 年产量占国内塑料管道产量比重约 44%、31%、11%。

- **PVC 管：**一般口径为 400mm 以下，价格最低、推广最早、使用量最大，广泛用于给排水、通信、电力领域，尤其是建筑排水。中国联塑 2021 年 PVC 产品平均每吨收入 9143 元，非 PVC 产品 15118 元，印证 PVC 管价格较低。
- **PE 管：**一般口径为 400mm 至 1200mm，耐低温、耐化学性及柔韧度较高，主要应用在城乡供水输送、城市燃气用管、灌溉及洒水系统等。受益国内城镇化快速发展、农田灌溉面积扩大、大口径 PE 管应用场景多，PE 管占比明显提升。
- **PP 管：**以 PPR 管为主，一般口径 160mm 以下，耐高温性能佳，抗室外光照、化学物质腐蚀老化且安全无毒，主要用于建筑冷热水管及采暖，尤其是家装热水管。

随着 PVC 管、PE 管在耐高温、低温等产品改性上取得进展，PVC 管、PE 管、PPR 管应用场景有所重叠，但三者并非绝对替代关系，例如建筑排水管基本用 PVC 管，城市燃气用管基本采用 PE 管，PE 管也是市政给水系统首选塑料管道之一，家装冷热水管则大多数采用 PPR 管。

图表3 三种主要塑料管道特点对比

类型	示意图	性能特点	主要用途	应用范围	常见口径	价格	2019 年国内产量占比
PVC		耐高低温性能中等；能够抵抗大部分腐蚀性液体，强度硬度较高	住宅及工业排水、废料及污水系统、饮用水系统、工业及化学处理管道及电线导管	建筑排水、建筑电线护套、室外排水、建筑、市政给水、医用导管、花园管、高压电缆护套、建筑内热水输送	400mm 以下	较低	44%

PE		耐低温性能强;机械强度、耐化学性及柔韧性相对较高,无毒	饮用水系统、城市燃气用管、灌溉及洒水系统等	城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉、城市燃气输送、室外排水、建筑内热水、采暖、建筑内地板辐射采暖	400—1200m m	适中	31%
PP		耐高温性能佳;抗室外光照、化学物质腐蚀老化、安全无毒	冷热水供应系统	建筑内冷热水管、化工用管道、高压电缆护套、工业排水、排污	160mm 以下	较高	11%

资料来源: 智研咨询, 乐晴智库, 平安证券研究所 注: 其他管道占比 14%

图表4 塑料管道具体类型与应用领域

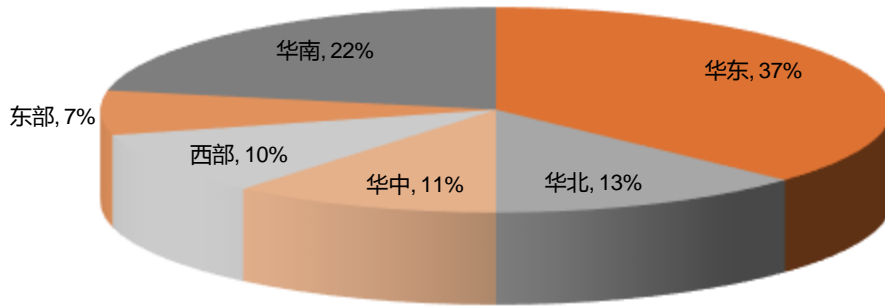
材质	产品名称	主要应用领域	
PVC	PVC-U 排水管材、管件	建筑排水	
	PVC-U 给水管材、管件	建筑、市政给水	
	PVC-U 双壁波纹管	室外排水	
	PVC-U 电工套管	建筑电线护套	
PVC	PVC-C 给水管材、管件	建筑内热水管	
	PVC-C 电缆护套	高压电缆护套	
	PVC-C 化工用管	化工用管道	
软质 PVC	软质 PVC	医用导管、花园管	
PE	PE 建筑排水用管材、管件	建筑同层、虹吸排水系统	
	HDPE PE 给水管材、管件	城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉	
	LDPE PE 双壁波纹管等结构壁管材	市政排水、排污	
	MDPE PE 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	
PE-RT	PE-RT 管材、管件	建筑内地板辐射采暖	
PP	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
PB	PB	PB 管材、管件	建筑内冷热水管、建筑内采暖道
ABS	ABS	ABS 管道	建筑内热水管、化工用管道

资料来源: 雄塑科技招股书, 平安证券研究所

与水泥等传统建材类似, 塑料管道具有区域性、季节性特征。塑料管道管内空、体积大, 运输效率较低, 尤其是大口径塑料管道, 同时因大型市政工程产品需求单一、管道直接发至工地, 无法通过套装进行运输, 导致行业具有一定区域属性。伟星新材表示公司 PPR 等零售类小口径产品运输半径为 1000 公里左右、受运输成本影响不大, 但工程类大口径产品如 PE 管运

输半径一般仅 500 公里左右。目前塑料管道企业主要分布在浙江、山东和广东等地，头部企业一般通过在全国各地设立生产基地，解决运输半径问题。季节性特征体现在一季度为塑料管道销售淡季，主要因春节假期房屋装修需求小、北方天气寒冷影响施工。

图表5 2017 年我国塑料管道生产企业区域分布

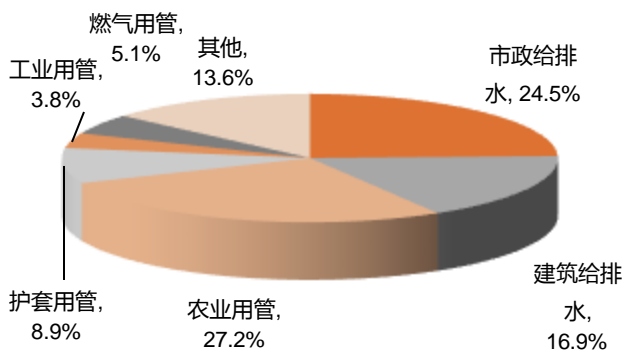


资料来源：智研咨询，平安证券研究所

1.2 应用领域以农业、市政及建筑为主，周期性不强

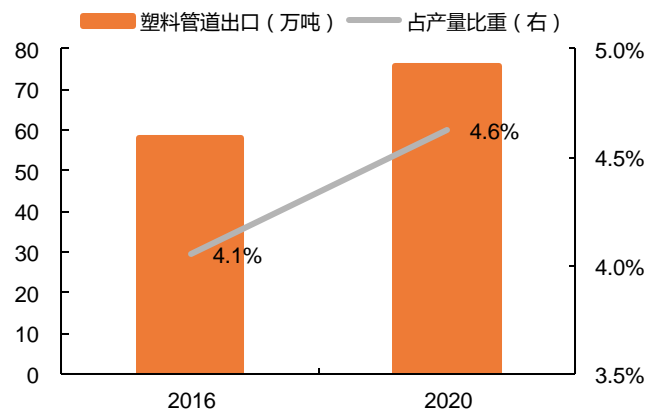
农用、市政及建筑给排水为塑料管道主要应用领域。塑料管道应用领域广泛，包括建筑给排水及采暖、市政给排水及采暖、农业给排水以及灌溉用管、电力通信护套管、工业排污管、燃气管道等，其中以农用、市政及建筑给排水为主。据智研咨询统计，2019 年中国塑料管道消费结构中，市政给排水、建筑给排水、农业用管、护套管、工业用管、燃气管管占比分别为 24.5%、16.9%、27.2%、8.9%、3.8%、5.1%。另外国内塑料管道出口规模小，2020 年塑料管道出口 75.7 万吨，占国内产量比重仅 4.6%。

图表6 2019 年国内塑料管道消费结构



资料来源：智研咨询，平安证券研究所

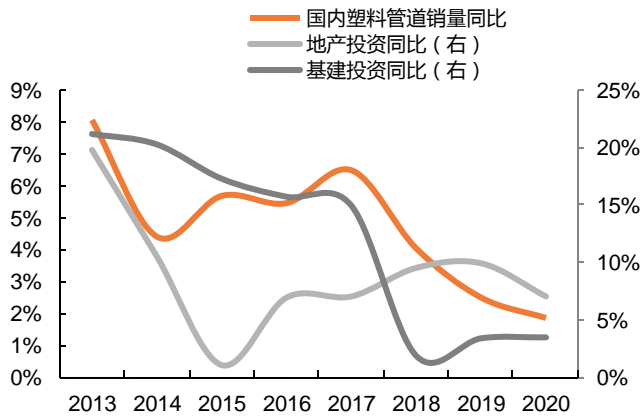
图表7 国内塑料管道出口占比低



资料来源：中塑协，平安证券研究所

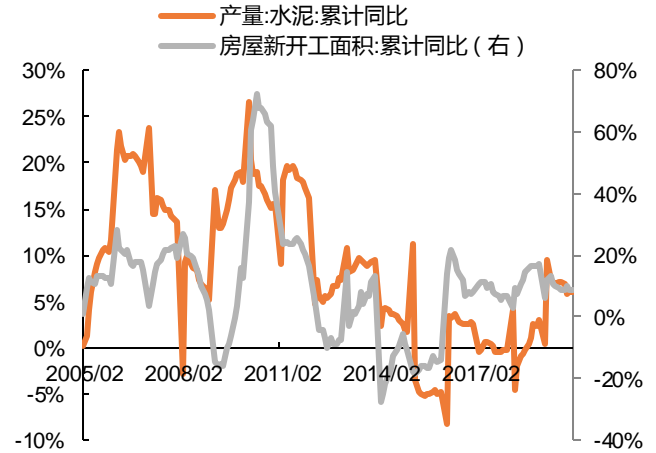
塑料管道周期性特征弱于水泥等传统建材行业。因塑料管道广泛用于建筑、市政工程、农村水利管网、电力通信建设，受宏观经济、地产与基建投资影响，具有一定周期性特征，但周期性弱于水泥、玻璃等传统建材，主要因塑料管道应用领域不断扩大、渗透率提升，带动整体需求保持增长。据产业信息网披露，2009-2015 年塑料管道占所有管道比重约从 30%升至 50%。

图表8 塑料管道行业具有一定周期性



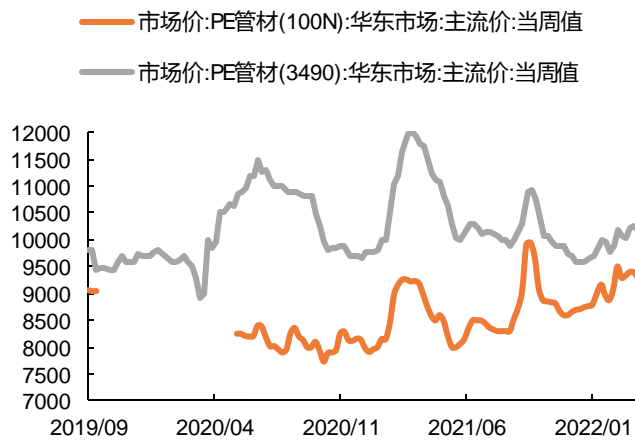
资料来源: Wind, 中国塑料加工协会、智研咨询, 平安证券研究所

图表9 水泥产量跟房地产新开工产量相关性较强



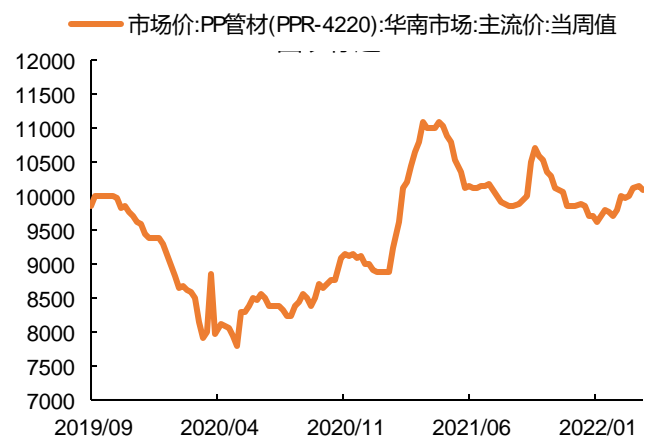
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 PE管材价格变动(单位:元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 PP管材价格变动(单位:元/吨)

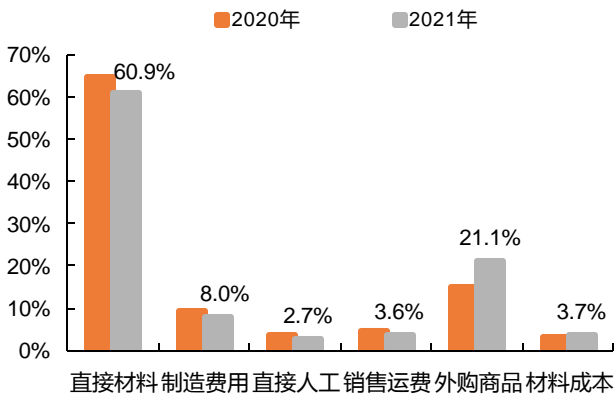


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 原材料成本占比近八成, 关注树脂价格变化

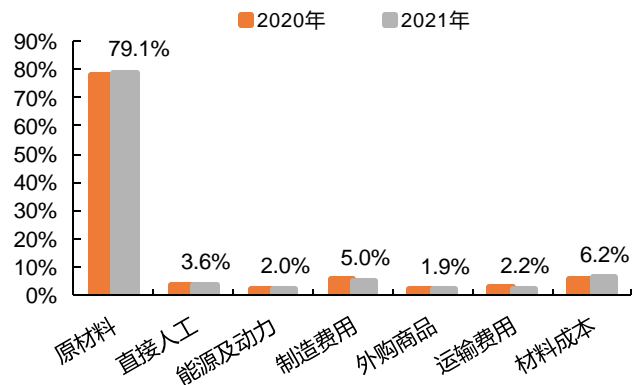
塑料管道成本中原材料占比近八成。塑料管道主要原材料 PVC、PE、PP 属于石化下游产品, 材料成本占总成本近八成, 如公元股份 2021 年原材料成本占营业成本 79.1%、雄塑科技 2020 年原材料成本占比 79.5%, 伟星新材因外购商品比重高、直接材料占比较低, 2021 年仅为 60.9%。

图表12 伟星新材营业成本构成



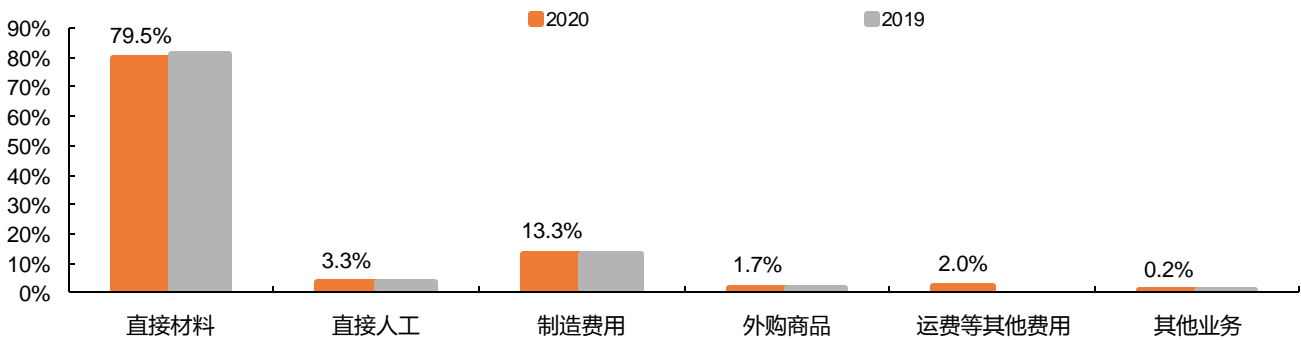
资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 最后一项材料成本为非制造业务、金额小, 其余归属制造业务, 右图公元股份“材料成本”同

图表13 公元股份营业成本构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

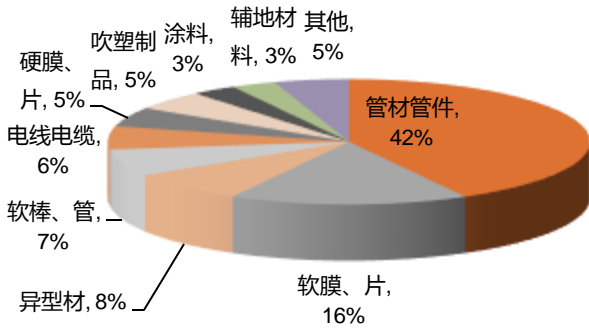
图表14 雄塑科技营业成本结构



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所 注: 2020年公司执行新收入准则, 原计入销售费用的包到运输费用计入主营业务成本

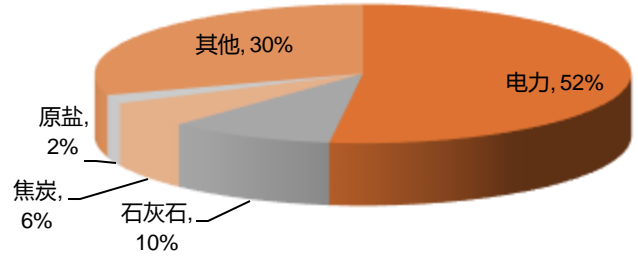
PVC下游以管道为主, 需求、电力成本等主导PVC价格变动。需求端, 我国PVC消费类型中管道占比较高, 约四成左右。成本端, PVC制法主要包括电石法和乙烯法, 国内以电石法为主, 其生产成本中电力成本占比过半; 乙烯法则是从石油中提取乙烯后经化学反应得到聚氯乙烯树脂, 生产成本主要关注石油价格。从两种方法价格看, 乙烯法和电石法PVC呈现联动, 价格走势较为一致。2021年9-10月受限电限产影响, 电石法PVC市场价一度突破13000元/吨, 乙烯法PVC超过14000元/吨, 随着能耗双控约束减弱, 四季度PVC价格显著回落。进入2022年后PVC价格整体平稳, 截至2022年4月末, 电石法PVC市场价和乙烯法PVC市场价分别为8,774元/吨、9,253元/吨, 同比下降2.6%、1.0%。

图表15 我国聚氯乙烯消费类型以管道为主



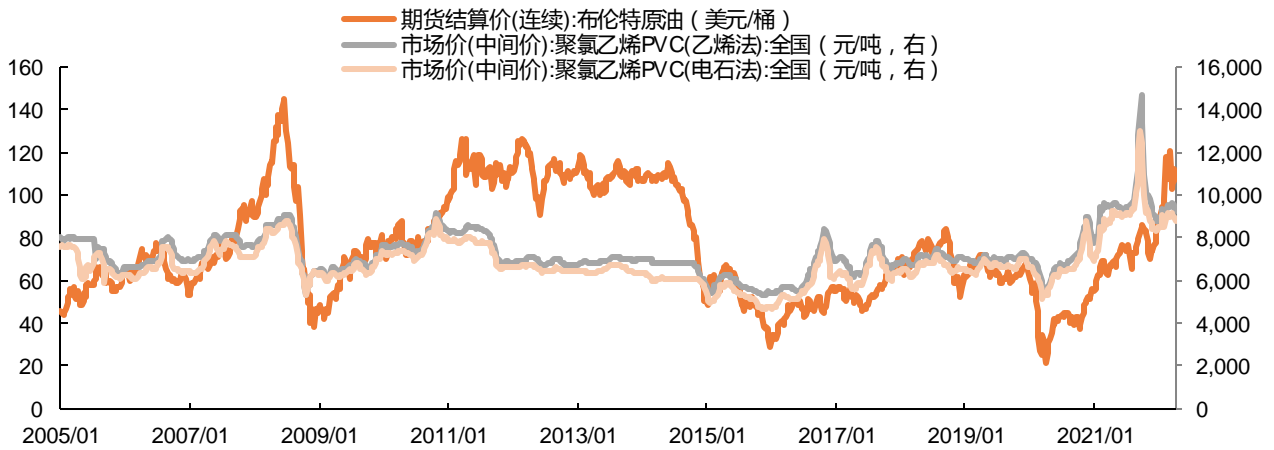
资料来源：中商情报网，平安证券研究所

图表16 PVC电石法成本构成占比



资料来源：中商情报网，平安证券研究所

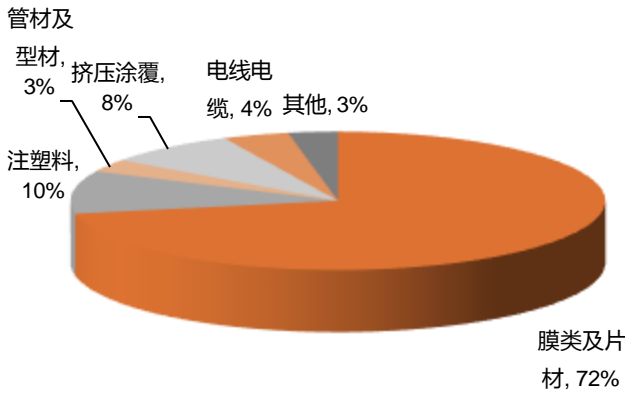
图表17 油价与PVC价格走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

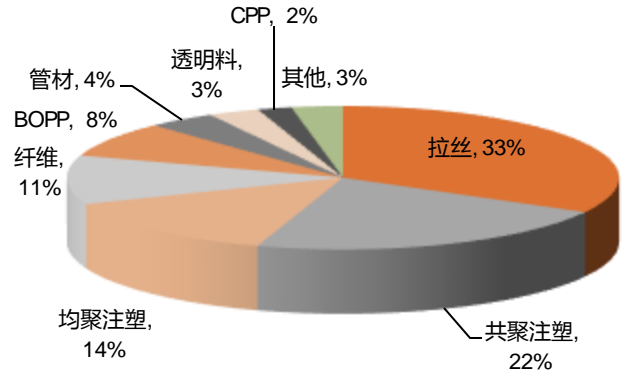
PE、PP下游需求中管道占比较低，需求、油价等主导其价格走势。从需求端看，PP、PE下游应用类型多样，其中PE消费结构以膜类及片材为主，PP消费结构以拉丝、共聚注塑为主，管道需求占比均较低。从成本端看，PP、PE直接原材料为乙烯和丙烯，乙烯、丙烯来源主要是石脑油（原油经过炼制之后的产品之一），因此PE、PP价格走势与油价较为相关。尽管年初以来油价大幅上涨，但因下游需求疲弱，PE、PP价格整体平稳，截至2022年4月末，高密度聚乙烯HDPE(燕山石化5000S)市场价、PP期货结算价(活跃合约)分别为9100元/吨、8651元/吨，同比降低5.2%、增长1.6%。

图表18 2015年国内LDPE下游消费结构



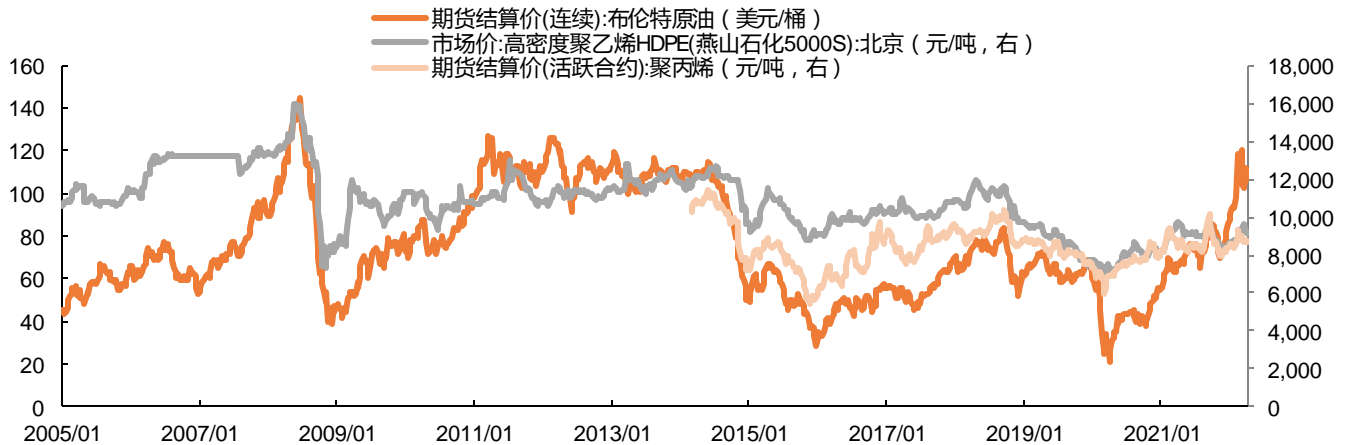
资料来源：金银岛，平安证券研究所

图表19 2020年中国PP消费结构



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图表20 油价与PE、PP价格走势相关性较高



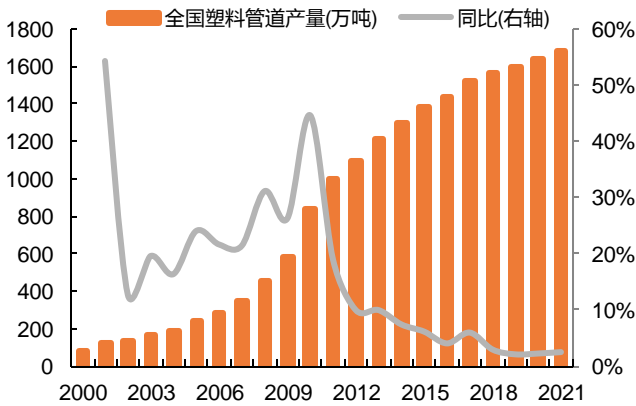
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、行业迈入平稳发展期，基建、旧改等需求仍可观

2.1 国内塑料管道行业已进入平稳发展期

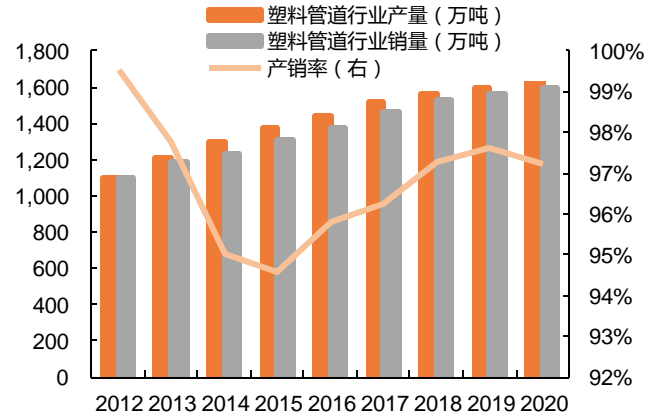
国内塑料管道行业由高速扩张期转入平稳发展期，近年产量保持微增。我国从20世纪60年代开始研制生产和应用PVC塑料管道，主要进行技术和设备的引进、消化、研究开发以及工程试点。1999年国家出台《关于加强技术创新，推进化学建材产业化的若干意见》，提出各种塑料管道的应用领域和发展目标，大力推进塑料管道在住宅建设、城镇市政工程、交通运输建设、农业灌溉等各领域的广泛应用，逐步淘汰能耗高、污染大的传统管道。政策支持叠加城镇化、工业化高速发展，2000-2013年国内塑料管道产量由78.6万吨升至1210万吨，历年增速保持10%以上。随着近年城镇化进程放缓，塑料管道行业进入平稳发展期，2018-2021年产量增速降至2%-3%。

图表21 2000年以来国内塑料管道产量增速变化



资料来源：中国塑料加工协会，公元股份，平安证券研究所
注：2021年产量为公元股份年报预测值

图表22 近年塑料管道行业产销规模增长放缓



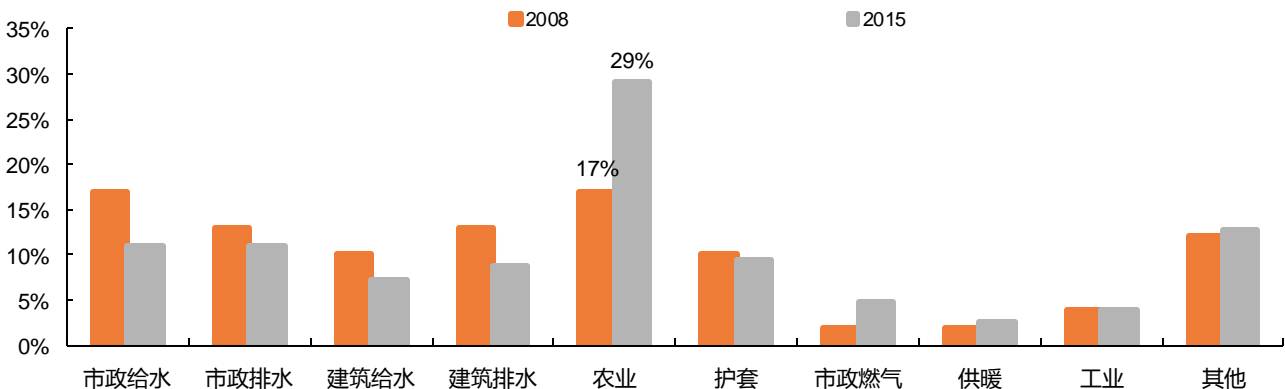
资料来源：中国塑料加工协会，智研咨询，平安证券研究所

接下来我们从农用、市政、建筑三大领域入手，展望塑料管道行业未来发展空间。

2.2 农用塑料管道需求提升快速，未来增长或放缓

受益农田灌溉面积增长、供水工程建设，2008-2015年农用塑料管道规模显著增长。农用塑料管道主要为PE管、PVC管。2008-2015年国内农田有效灌溉面积从5847万公顷增至6587万公顷，灌溉面积增加叠加农业规模化、机械化普及与节水要求提高，带来大量塑料管道需求；同时政策积极解决农村饮水安全问题，《全国农村饮水安全工程“十二五”规划》提出，优先实施城镇供水管网向农村延伸，大力发展规模化集中供水和村村通自来水工程。据中塑协统计，2008-2015年农用（含供水与灌溉）塑料管道规模从78万吨增至400万吨，占国内塑料管道比重从17%提高至29%；另据智研咨询统计，2019年农用塑料管道规模升至435万吨，占比略微降至27%。

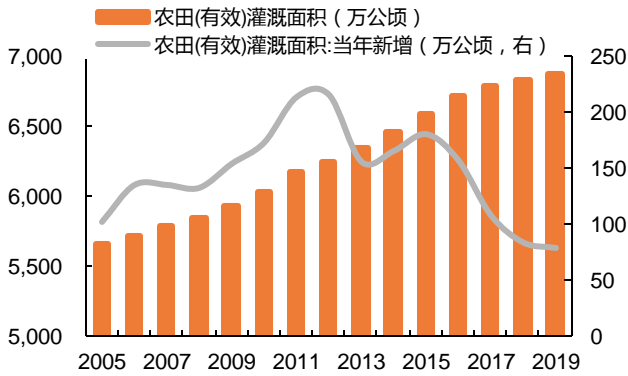
图表23 2008与2015年国内塑料管道应用领域分类



资料来源：中塑协，平安证券研究所

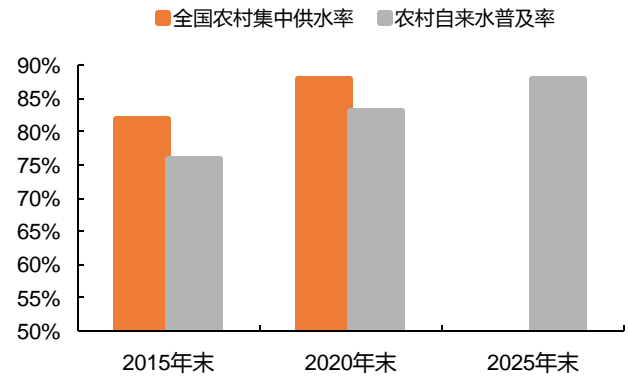
考虑农村集中供水普及率较高、新增灌溉面积趋减，未来农用塑料管道需求增长或将放缓。农田灌溉方面，“十三五”期间全国新增高效节水灌溉面积1亿亩，《“十四五”节水型社会建设规划》提出“十四五”期间将新增高效节水灌溉面积0.6亿亩，创建200个节水型灌区。饮用水方面，截至2020年底全国农村集中供水率达88%，农村自来水普及率达83%。《全国“十四五”农村供水保障规划》提出到2025年全国农村自来水普及率达到88%，增幅较“十三五”降低2pct。考虑新增灌溉面积趋减、农村自来水普及率增幅目标降低，未来农用塑料管道规模增长或将放缓。

图表24 国内农田灌溉面积持续增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 2025年全国农村自来水普及率目标为88%

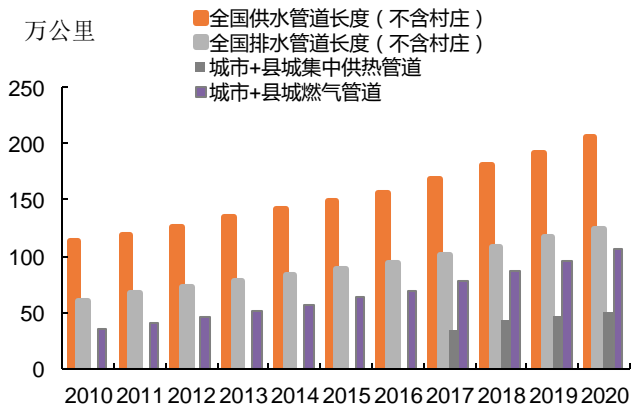


资料来源: 水利部, 平安证券研究所

2.3 市政领域受益基建发力, 中长期需求规模仍可观

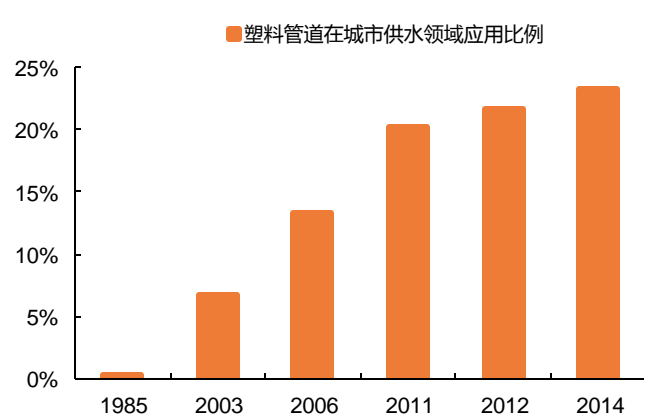
渗透率提高叠加市政管道规模增长, 2008-2019年塑料管道市政需求 CAGR 约 11%。市政管道工程包括给排水管道、燃气管道、热力管道、电力电缆保护管五类, 以给排水管道为主。受益于国内给排水、供暖、燃气等市政管道需求不断增加, 2006-2020年全国供水、排水、燃气管道长度分别增 110%、167%、404%, 叠加塑料管道渗透率不断提高(以 PE 管为主, 据中国城镇供水排水协会披露, 1985-2014年塑料管道在城市供水领域应用比例从 0%增至 23%), 带动大量塑料管道需求释放, 2008-2019年市政给排水与燃气领域合计塑料管道规模从 147 万吨增至 474 万吨, CAGR 约 11%。

图表26 全国供水、排水管道长度持续增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

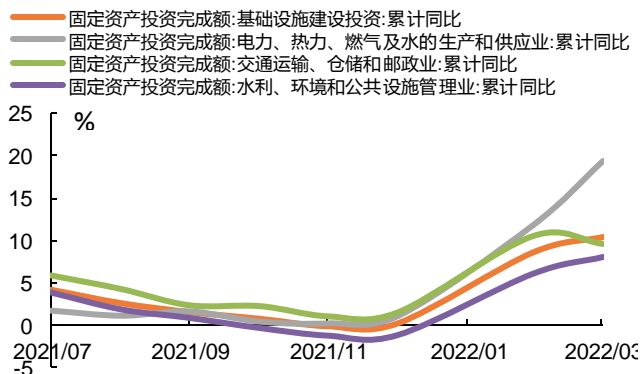
图表27 2014年塑料管道在供水领域应用比例达23%



资料来源: 中国城镇供水排水协会, 平安证券研究所

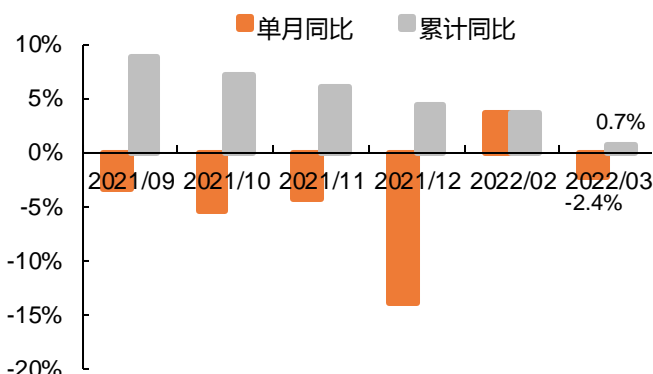
2022年稳增长目标下基建逐步发力, 地下管廊、燃气管道建设带来塑料用管需求。当前国内经济增长面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, 地产销售压力不减, 疫情反复拖累消费复苏, 大宗商品价格高居不下。3月5日政府工作报告提出全年 GDP 增速目标 5.5%, 彰显中央稳增长决心, 报告亦指出“适度超前开展基础设施投资”, “支持在建项目后续融资, 开工一批支持在建项目后续融资, 开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目”, “建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施, 加快城市燃气管道等管网更新改造, 完善防洪排涝设施, 继续推进地下综合管廊建设”; 4月26日中央财经委提出全面加强基础设施建设, 中央稳增长诉求下后续基建有望继续发力。

图表28 1-3月全口径基建投资同比增长10.5%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 全国房地产投资3月单月同比降2.4%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

中长期看, 估算“十四五”市政领域年均需求约470万吨, 略低于2019年474万吨, 仍为塑料管道重要应用领域。为定量测算“十四五”期间市政领域塑料管道需求, 我们利用全国供排水管道等建设情况与塑料管道产量关系进行估算。

- 首先, 参考全国市政管道长度变化、塑料管道应用量, 估算每公里管道建设所需塑料管道量。参考中塑协披露的2008年、2015年塑料管道下游应用比例, 假设2009-2014年应用比例线性变化, 推算历年市政给水管道、市政排水管道、市政燃气管道产量。结合全国供水管道、排水管道、燃气管道历年净增加长度, 可推算每公里管道建设对应的塑料管道产量吨数(注: 这里两者并非一一对应关系, 因塑料管道渗透率低于100%)。“十二五”期间全国供水管道、排水管道、燃气管道每公里对应塑料管道平均值分别为21吨、26吨、9吨, 考虑“十四五”期间塑料管道渗透率或进一步提高, 假设每公里管道建设需要塑料管道数量均提高2吨, 即每公里供水管道、排水管道、燃气管道分别需要塑料管道23吨、28吨、11吨。

图表30 全国供水、排水、燃气管道净增加值与塑料管道产量关系

	塑料管道应用占比			塑料管道产量(万吨)			管道净增长长度(万公里)			每公里对应塑料管道吨数		
	市政给水	市政排水	市政燃气	市政给水	市政排水	市政燃气	全国供水管道	全国排水管道	城市+县城燃气管道	全国供水管道	全国排水管道	城市+县城燃气管道
2008	17%	13%	2%	78	60	9	16.3	4.2	4.3	5	14	2
2009	16%	13%	2%	94	74	14	5.2	5.1	2.3	18	14	6
2010	15%	12%	3%	128	104	24	-0.6	4.6	4.3	—	23	6
2011	14%	12%	3%	144	121	33	6.8	6.4	5.0	21	19	7
2012	14%	12%	4%	149	130	41	6.7	5.1	5.4	22	26	8
2013	13%	12%	4%	154	140	50	9.0	4.7	5.3	17	30	9
2014	12%	11%	5%	154	147	59	6.7	6.9	5.4	23	21	11
2015	11%	11%	5%	152	152	69	7.1	4.6	7.1	21	33	10
“十二五”平均值										21	26	9

资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 全国供水、排水管道长度统计范围包括城市、县城、建制镇和乡; 考虑2012-2020年行业产销量保持95%以上, 这里用产量代替需求规模

- 其次, 估算“十四五”管道增加长度并推算塑料管道需求规模。全国供水管道“十二五”、“十三五”年均分别净增加7.3万公里、11.3万公里, 排水管道净增加5.5万公里、7.3万公里, 燃气管道净增加5.7万公里、8.3万公里。2022年2月国务院办公厅转发发改委《关于加快推进城镇环境基础设施建设指导意见的通知》, 提出“到2025年城镇环境基础设施供给能力和水平显著提升”、“新增和改造污水收集管网8万公里”, 粗略假设“十四五”全国管道年均净增加

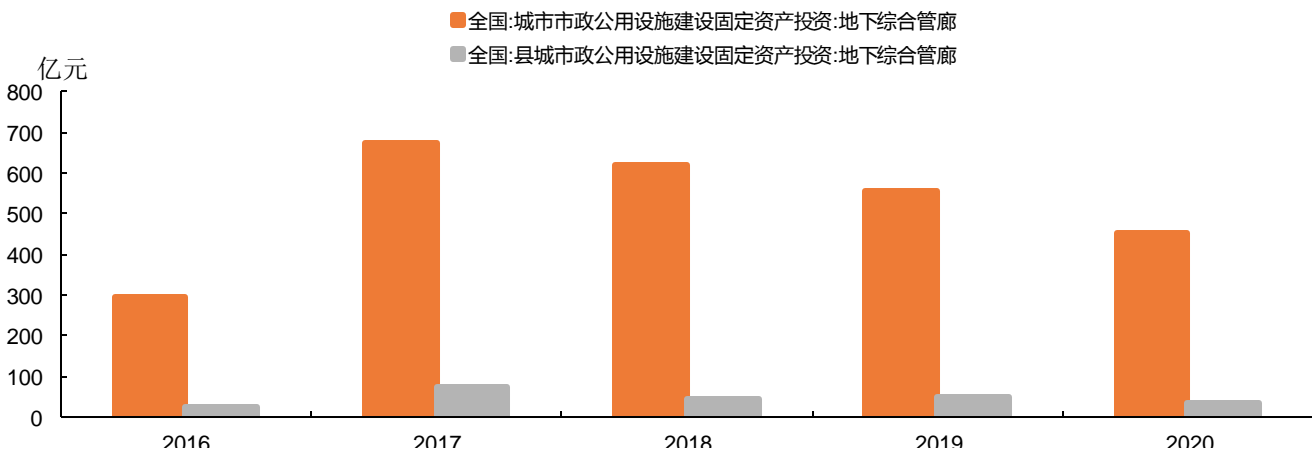
长度为“十二五”与“十三五”平均值。再根据每公里管道建设对应塑料管道需求，得到“十四五”市政领域年均塑料管道需求规模 470.1 万吨，略微低于 2019 年（473.6 万吨），市政仍将是塑料管道重要应用领域。

图表31 “十四五”市政领域塑料管道年均需求规模测算

	市政给水	市政排水	市政燃气
“十二五”期间全国管道年均净增加长度（万公里）	7.3	5.5	5.7
“十三五”期间全国管道年均净增加长度（万公里）	11.3	7.3	8.3
假设“十四五”全国管道年均净增加长度为“十二五”、“十三五”的平均值（万公里）	9.3	6.4	7.0
每公里对应塑料管道吨数（吨/公里）	23	28	11
“十四五”年均塑料管道需求规模（万吨）	213.9	179.2	77.0
合计塑料管道年均需求规模（万吨）	470.1		

资料来源：Wind，平安证券研究所 注：全国供水、排水管道长度统计范围包括城市、县城、建制镇和乡

图表32 十三五期间地下综合管廊建设投资情况



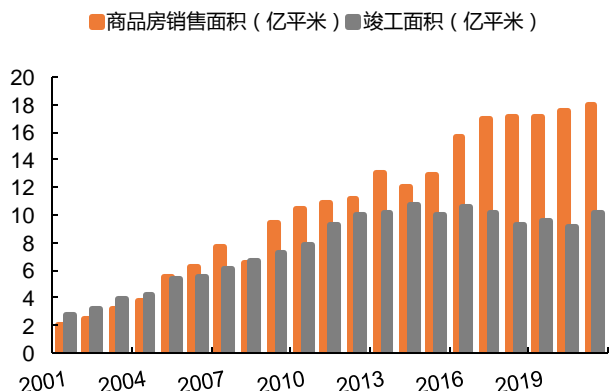
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.4 建筑需求关注地产竣工，存量翻新需求不容小觑

建筑领域短期关注新房竣工，中长期关注旧改等存量翻新需求。受益过去地产销售屡创新高，建筑领域塑料管道需求向好，2008-2019 年建筑给排水领域塑料管道规模从 106 万吨增至 270 万吨，CAGR 为 8.9%，若加上燃气用管、地暖用管，实际需求将超过 270 万吨。考虑塑料管道尤其 PPR 管安装主要涉及地产项目施工后期，短期需求应关注房屋竣工释放，中长期关注旧改等存量翻新与新房装修需求。

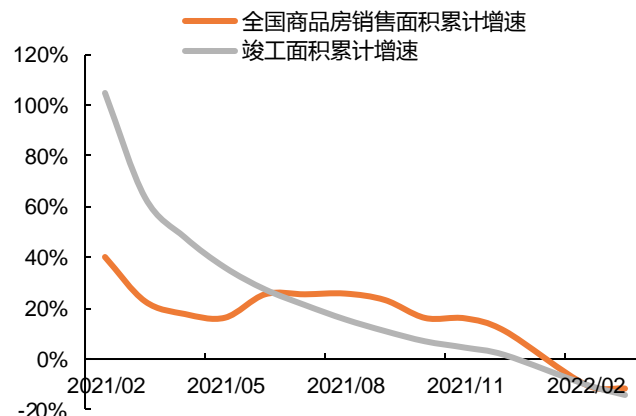
若后续地产基本面如期改善，2022H2 竣工有望重回正轨。2022 年 3 月单月全国销售面积同比降 17.7%、竣工面积同比降 15.5%，房企资金环境未见明显好转。3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会表示“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，4 月 29 日政治局提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策、支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管、促进房地产市场平稳健康发展”，预计后续政策端改善力度有望持续加大，带来房企资金环境逐步改善，叠加“保交房”政策要求，竣工端有望逐步重回正轨，带来塑料管道需求释放。

图表33 商品房销售面积与竣工面积差距持续扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

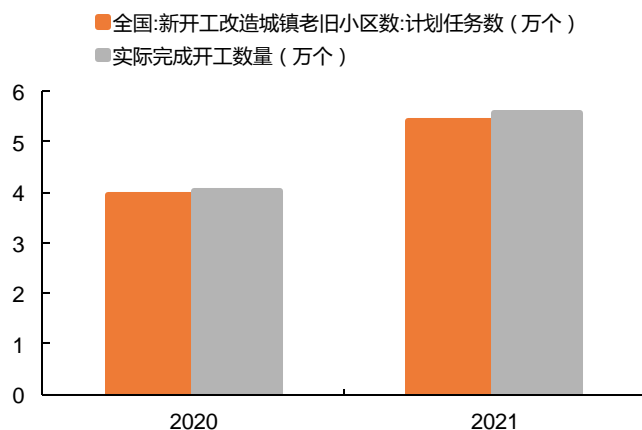
图表34 房屋竣工与商品房销售面积增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

老旧小区改造加速,“十四五”年均塑料管道需求 70 万吨至 136 万吨。据住建部摸排结果,全国 2000 年以前建成的老旧小区近 17 万个、涉及居民上亿人、超 4200 万户、建面约 40 亿平。2020 年 4 月住建部表示,需要改造的 2000 年以前建成的老旧小区约 30 亿平。2020 年 7 月国务院办公厅印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》,要求到“十四五”期末力争基本完成 2000 年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。参考《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》,塑料管道主要用于多层住宅给排水系统改造工程、小区污水外线更换工程 and 小区雨污合槽外线更换工程,三类旧改工程的管材单方消耗量分别为 0.64 米、1.03 米和 1.91 米。假设改造的老旧小区均为多层住宅,多层住宅给排水系统改造比例为 50%,小区污水外线更换比例为 40%,若“十四五”完成 30 亿平米老旧小区改造,估算需要塑料管道 22 亿米。假设老旧小区改造均采用公称外径 110mm-125mm、公称压力 0.63-1.0Mpa 的 PVC-U 管材,其 1 米重量为 1.6-3.1 千克,推算“十四五”期间老旧小区改造需要塑料管材 352 万吨至 682 万吨,年均 70.4 万吨至 136.4 万吨。

图表35 2020-2021 年老旧小区改造数量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表36 老旧小区改造所需塑料管道规模测算

工程类型	计算
多层住宅给排水系统改 (亿米)	9.6=30*50%*0.64
小区污水、雨水合槽外线更换 (亿米)	12.4=30*40%*1.03
合计需要塑料管道长度 (亿米)	22
PVC-U 管材每米重量 (千克)	1.6-3.1
塑料管道年均需求规模 (万吨)	70.4-136.4

资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》,平安证券研究所

长期而言,考虑庞大的存量房二次装修需求,叠加新房需求仍高,建筑领域塑料管道需求有望维持高位。

- 估算每万平米房屋装修需要塑料管道 15.9 吨。2020 年我国塑料管道销量为 1591 万吨,根据产业信息网,建筑给排水用管占比 17%,考虑还有部分燃气、供暖用管,假设建筑领域合计占比 20% (即 318 万吨)。塑料管道主要用于房屋施工后期,2016、2017 年房屋新开工面积为 16.7 亿平米、17.9 亿平米,房屋施工周期一般历时 3 年至 4 年,且该数据未包含非房企建设房屋,粗略假设 2020 年全国建筑装修需求为 20 亿平米,结合 318 万吨塑料管道用量,推算每万平米房屋建造对应塑料管道 15.9 吨。

- **估算存量房改造翻新对应塑料管道年均需求约 175 万吨。**2021 年末我国城镇常住人口、农村常住人口分别为 9.1 亿人、5.0 亿人，住建部披露 2019 年我国城镇居民人均住房建面 39.8 平方米，农村居民为 48.9 平方米，假设 2021 年末保持不变，估算全国城镇、农村住房总面积分别为 364 亿平米、244 亿平米。若仅考虑城镇存量房，扣除 40 亿平米的旧改，剩余城镇住房建面 324 亿平米，按照 30 年装修周期推算，城镇住房翻新装修年均规模近 11 亿平米，估算年均塑料管道需求为 175 万吨。
- **新房需求仍将维持较高水平，估算年均塑料管道需求约 204 万吨。**平安证券地产团队在 2022 年年度策略《2022 年度策略报告破困局，望新机》中测算 2021-2030 年新建商品住宅需求为 116.7 亿平米，扣除 2021 年实际销售面积 15.7 亿平米，2022-2030 年年均需求约 11.2 亿平米。假设 2022-2030 年商品住宅销售面积占商品房销售面积比重与 2021 年（87%）保持一致，则 2022-2030 年商品房年均需求为 12.8 亿平米。根据上文每万平米房屋需塑料管道 15.9 吨，推算新房领域 2022-2030 年年均塑料管道需求为 204 万吨。
- 综上，存量房二次装修需求叠加新房需求维持高位，估算年均塑料管道合计需求约 379 万吨，高于 2020 年建筑领域塑料管道需求 318 万吨。**需要注意的是，以上测算存在一定高估可能**，主要因新房需求测算中超过一半来自存量房更新，这部分塑料管道需求与存量房二次装修带来的塑料管道需求存在重叠，因此真实需求或小于测算值。

图表 37 建筑领域塑料管道规模测算

项目	数量
每万平米房屋装修所需塑料管道用量	20
假设 2020 年全国房屋装修面积（亿平米）	318
2020 年建筑领域塑料管道规模（万吨）	15.9
每平米房屋装修对应需要塑料管道（吨/万平米）	11
存量房翻新改造需求	175
未来城镇存量住房年均翻新规模（亿平米）	11.2
未来城镇存量住房翻新年均塑料管道需求（万吨）	12.8
新建住房装修需求	204
2022-2030 年新建商品住宅年均需求（亿平米）	379
2022-2030 年新建商品房年均需求（亿平米）	
2022-2030 年新房年均塑料管道需求（万吨）	
2022-2030 年年均塑料管道总需求（万吨）	

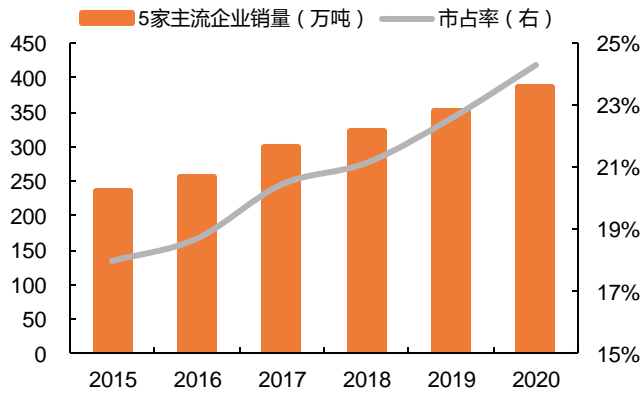
资料来源：Wind，平安证券研究所

三、行业集中度较低，工程、零售龙头各有千秋

3.1 行业格局：集中度较低，联塑、公元、伟星排名居前

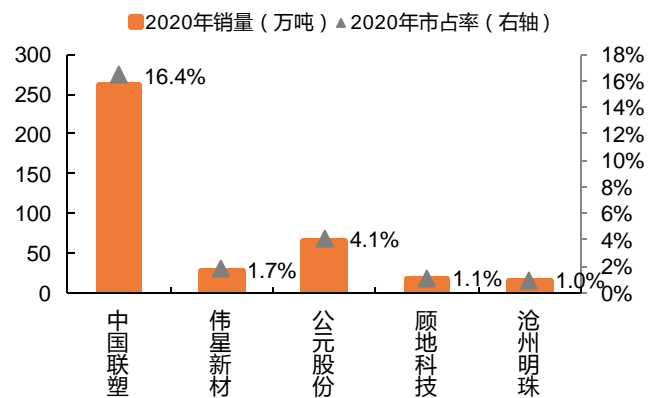
行业集中度较低，呈现“一超多强”局面。据华经产业研究院估算，目前国内规模以上塑料管道企业数量在 3000 家以上，其中年产能 1 万吨以上的企业约 300 家，仅 20 家左右年产能超过 10 万吨。2015-2020 年，五家主流塑料管道企业（中国联塑、伟星新材、公元股份、顾地科技、沧州明珠）合计销量市占率从 18.0% 提升至 24.3%，但集中度仍明显低于水泥等建材行业。其中，中国联塑销量市占率最高，2020 年为 16.4%，伟星新材、公元股份、顾地科技、沧州明珠分别为 1.7%、4.1%、1.1%、1.0%。

图表38 5家主流塑料管道企业合计市占率稳步提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 5家企业包括中国联塑、伟星新材、公元股份、顾地科技、沧州明珠

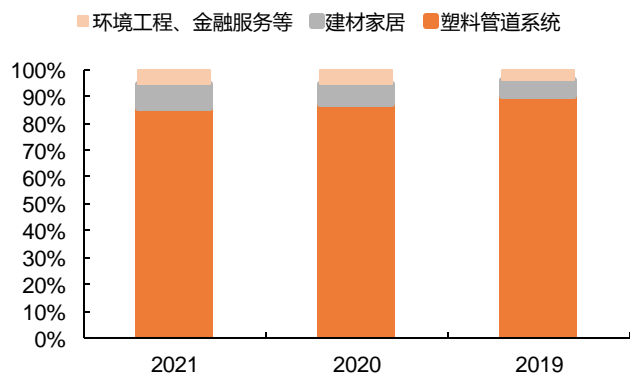
图表39 5家主流塑料管道企业销量及市占率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

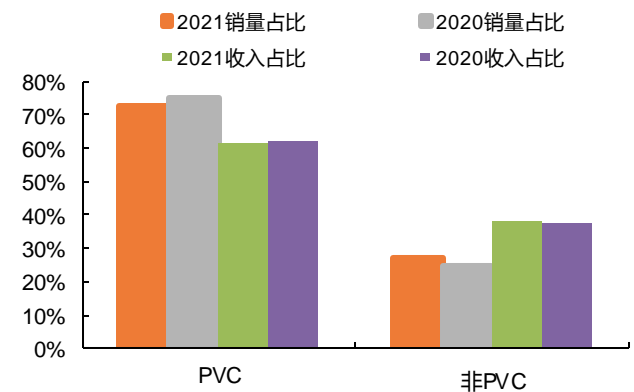
中国联塑为塑料管道行业领军者, 产品以 PVC管为主, 主要布局华南区域。中国联塑为国内大型管道建材产业集团, 产品广泛应用于家居装修、民用建筑、市政给水、排水、电力通信、燃气、消防、环境保护、农业及海洋养殖。从产销规模看, 2021年中国联塑塑料管道销量 254.9 万吨, 年产能达 320 万吨, 年内产能使用率约 81%。从产品结构看, 公司以 PVC 管为主, 2021年销量、营收分别占塑料管道业务比重 73%、62%。从区域布局看, 公司已基本实现全国化布局, 其中华南为主要布局区域, 2021年华南营收占比 53%。

图表40 中国联塑历年营收结构



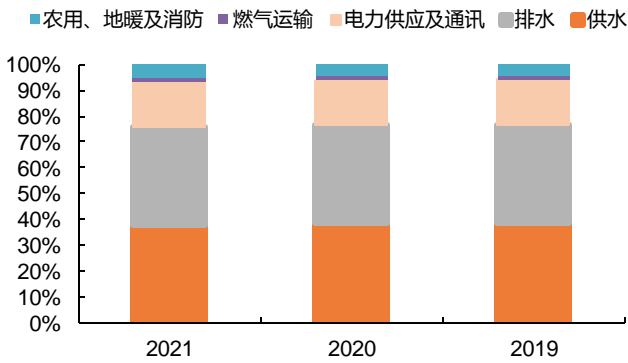
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表41 中国联塑塑料管道业务收入、销量结构



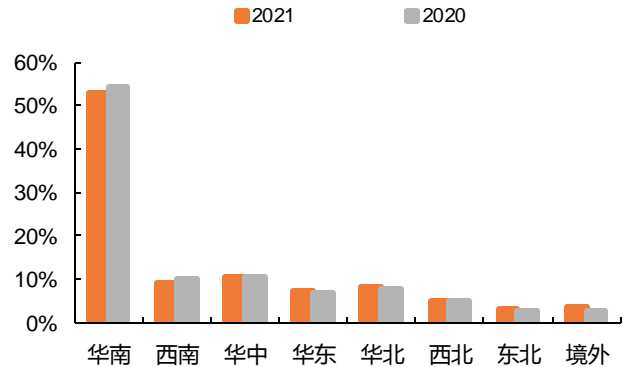
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 中国联塑塑料管道业务收入按产品应用划分



资料来源: Wind, 平安证券研究所

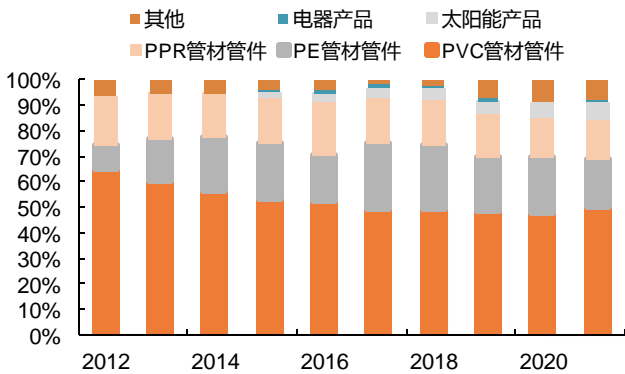
图表43 中国联塑营收区域结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

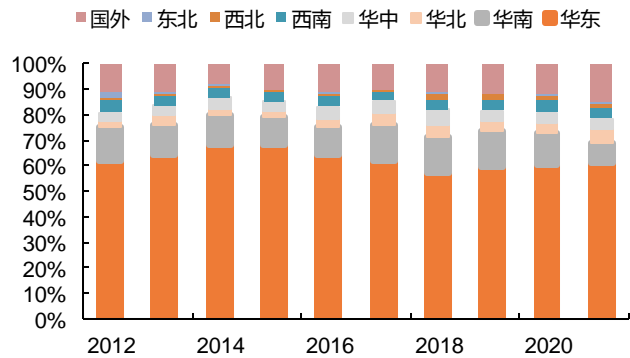
公元股份塑料管道产销规模行业第二，产品同样以 PVC 管为主，主要布局华东区域。公元股份为国内大型城乡管网建设综合配套服务商，公司产品广泛应用于建筑工程给水、排水、市政工程给水、排水排污、供暖、电力电缆保护、城镇中低压燃气输送、工业系统、农村饮用水、农业灌溉。2021 年公司塑料管道销量 72.9 万吨，年产能 100 万吨以上，产销规模仅次于中国联塑。从产品结构看，公司以 PVC 管为主，2021 年 PVC 管、PE 管、PPR 管营收分别占比 50.1%、18.9%、15.3%。从区域结构看，公司布局以华东区域为主，2021 年营收占比 61%。据公元股份披露，经销渠道占其 2021 年主营业务收入 60%左右，出口（含塑料管道业务和太阳能业务）占比约 15%，地产直接配送占比约 12%，家装业务占比约 6%，市政直接招投标业务工程占比约 4%，燃气管道占比约 3%。

图表44 公元股份历年营收结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

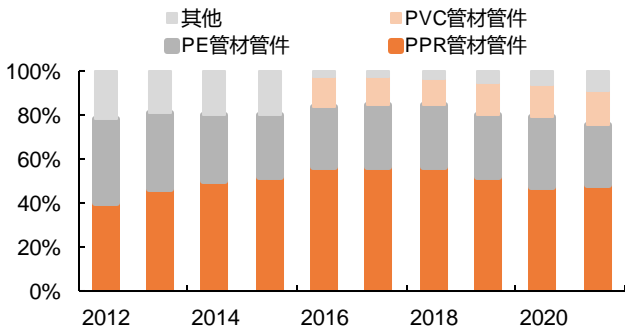
图表45 公元股份营收区域结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

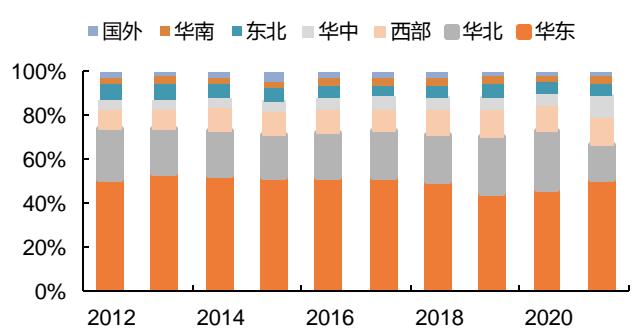
伟星新材为 PPR 管龙头，主要面向零售市场，以华东区域贡献为主。伟星新材主要从事各类中高档新型塑料管道的制造与销售，为国内 PPR 管道行业技术先驱，PPR 产品在国内市占率约 8%，2021 年公司塑料管道整体销量为 29.8 万吨。从业务结构看，2021 年 PPR 管营收占比 48%，PE 管占比 27%，PVC 管占比 16%。公司还实施“同心圆产品链”战略，积极拓展家装防水、净水等新品类业务。从区域结构看，伟星新材收入贡献以华东为主，2021 年营收占比 51%。

图表46 伟星新材历年营收结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

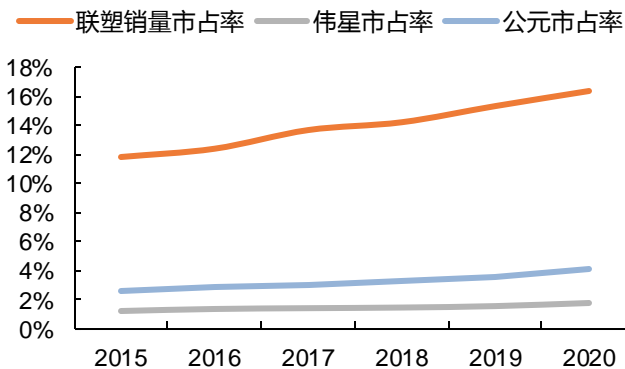
图表47 伟星新材历年营收区域结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

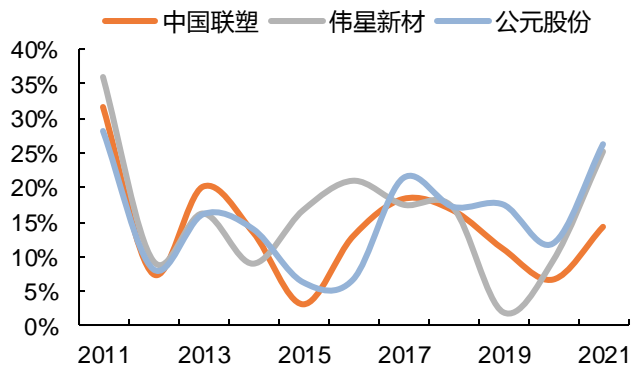
联塑、公元以工程市场为主，伟星则为零售市场龙头。根据管道类型与终端消费者不同，塑料管道可分为工程市场和零售市场，其中 PVC 管多用于建筑排水排污以及电力护套等，PE 管多用于市政供水、采暖、燃气、排水排污等，因而 PVC 管、PE 管多用于市政工程及地产项目，主要面向工程市场，典型企业为中国联塑、公元股份；PPR 管主要用于建筑内冷热给水，主要面向零售市场，典型企业为伟星新材，后者 2021 年零售业务、工程业务销售收入占比约为 65%和 35%。

图表48 联塑、公元、伟星市占率稳步提升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表49 联塑、公元、伟星历年营收增速



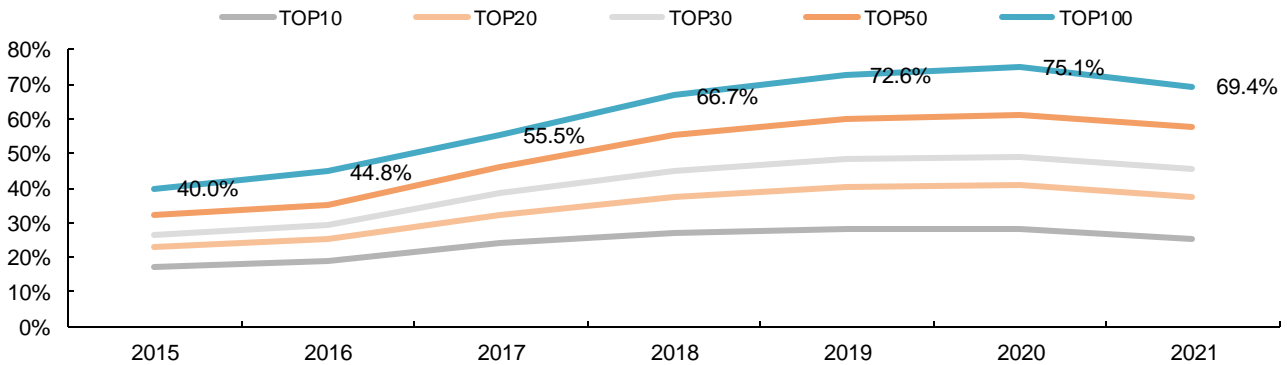
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 工程市场：受益地产集中度提升，考验资金、渠道与成本

工程市场主要指市政与房建市场，考验管道企业渠道、成本、资金实力。

- 营销渠道是企业销售网络、商情网络、宣传网络、客户网络和服务网络组成的有机体系，运营顺畅的营销网络可为公司提供适合各地特点的营销力量支撑、完备的客户跟踪机制和优质的售后服务体系，从而提升企业品牌形象和抢占、巩固市场份额的能力，使之能依据市场需求状况变化作出快速反应。特别是面对市政工程客户如自来水公司、水务公司、燃气公司等，需要塑料管道经销商具备一定人脉关系，优质经销商价值更加凸显。
- 成本优势方面，因中低端塑料管道产品同质化较为严重，在工程项目招投标时产品价格成为项目中标的重要因素。
- 资金实力方面，2015-2020年百强房企销售额市占率从40%升至75%，下游地产集中度提升且集采模式推广的背景下，大型房企采购订单金额较大且普遍有一定账期，因此对管道企业及其供应商提出的资金实力要求更高。另外产能扩充、技术改进与升级、产品研发与配套、市场开拓与营销网络建设、人才培养等都需要大量的资金支持。

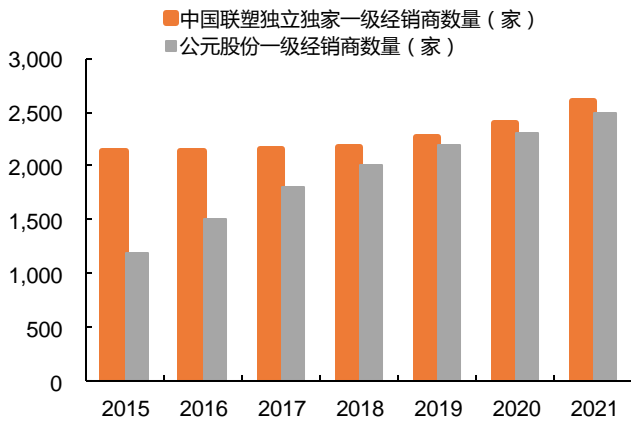
图表50 2015-2021年百强房企销售额市占率显著提升



资料来源：克而瑞，平安证券研究所

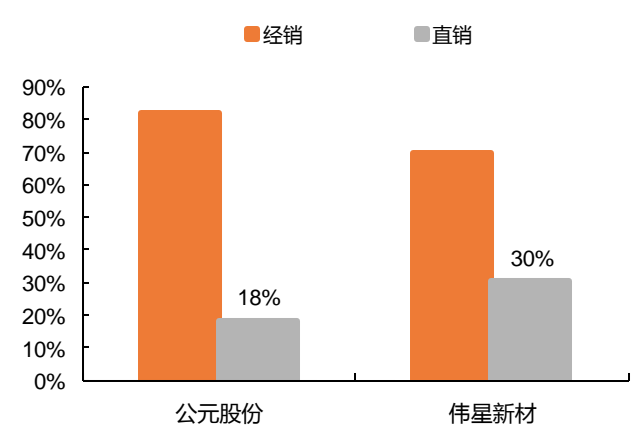
联塑等行业龙头纷纷大力拓展经销商，奠定渠道优势。目前塑料管道龙头企业普遍采取经销为主、直销为辅的销售模式，2015-2021年末中国联塑拥有的独立独家一级经销商数量从2130多家升至2603家；公元股份亦构建一张涵盖省地级中心城市，并辐射下属县城、乡镇的庞大经销网络，2014-2021年一级经销商数量从1100多家升至2500多家。由于渠道建设需要投入大量资金、以及较长的渠道和销售队伍建设周期，特别是建设全国性营销网络需要一套科学的组织结构、标准化的业务管理流程、完善的人才引进及培育体系，以实现营销管理、价格与质量管控、物流配送、库存等各个环节的精细化管理，联塑等行业龙头已奠定领先的渠道优势。

图表51 中国联塑、公元股份经销商数量持续增加



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表52 管道龙头普遍以经销为主、直销为辅



资料来源：Wind，平安证券研究所

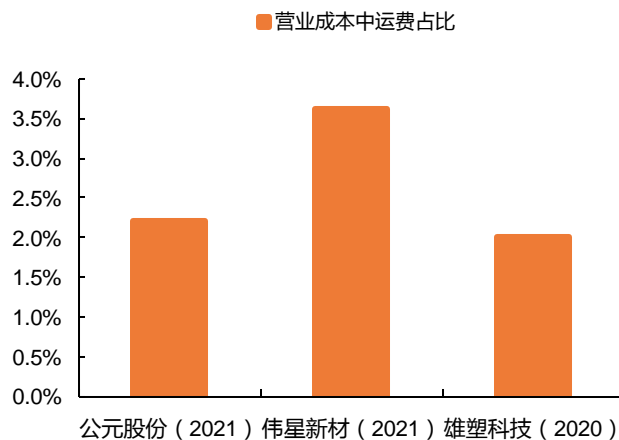
管道龙头具备规模化优势与更强的资金实力。塑料管道龙头具有明显的规模经济效应，形成更强的供应能力、更低的单吨成本、更稳定的原材料供应、更强的供应商议价能力。由于塑料管道存在一定运输半径，行业龙头普遍通过全国化布局降低运输费用。目前中国联塑建立超过30个先进生产基地，分布在国内18个省份与海外国家。公元股份在全国拥有九大生产基地，分别位于浙江、安徽、上海、江苏（在建）、天津、重庆、湖南、广州、深圳。

图表53 中国联塑生产基地分布



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表54 营业成本中运费占比情况



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表55 管件管材类地产商 500 强首选建材供应商品牌前十名 (2017-2021 年)

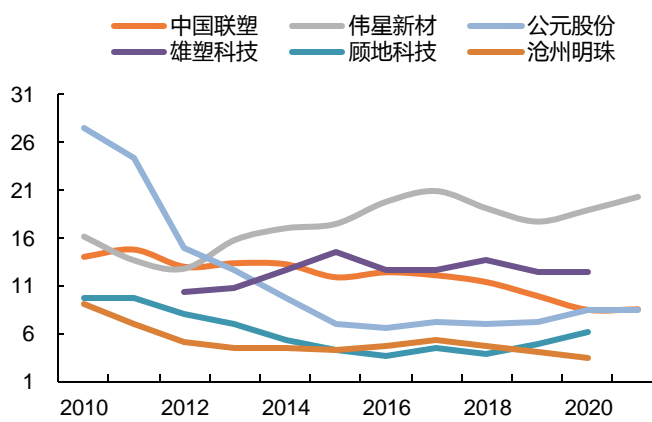
排序	2017		2018		2019		2020		2021	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	联塑	25%	联塑	29%	联塑	29%	联塑	29%	联塑	30%
2	伟星	14%	伟星	15%	日丰	15%	日丰	15%	日丰	15%
3	日丰	12%	日丰	14%	公元	14%	伟星	14%	伟星	14%
4	中财	9%	中财	13%	中财	13%	宏岳	10%	宏岳	10%
5	金德	7%	宏岳	6%	宏岳	6%	公元	9%	多联实业	9%
6	公元	6%	多联实业	5%	多联实业	6%	多联实业	7%	公元	7%
7	宏岳	5%	金德	3%	川路	5%	川路	6%	川路	6%
8	多联实业	4%	公元	2%	金牛角	3%	中财	4%	中财	3%
9	金牛角	3%	川路	2%	伟星	2%	中德管业	3%	中德管业	3%
10	中德管业	2%	金牛角	1%	中德管业	2%	金鹏管材	2%	金鹏管材	2%
合计		87%		90%		95%		99%		99%

资料来源：优采平台，中国房地产业协会，中国房地产测评中心，平安证券研究所

3.2 零售市场：盈利与现金流更佳，考验渠道、品牌与服务

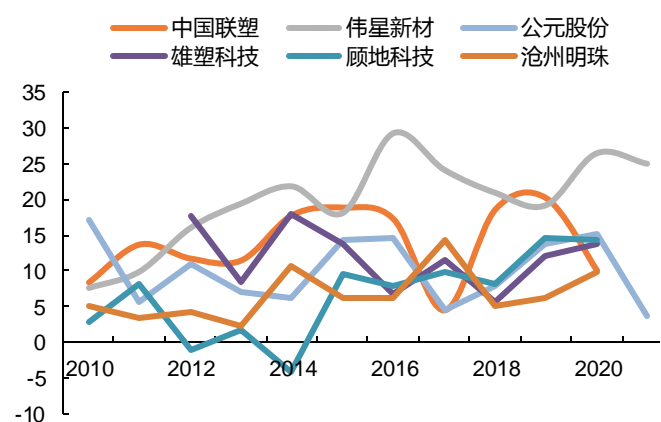
零售市场客户分散，考验企业渠道、品牌与服务能力，盈利、现金流优于工程市场。零售市场产品主要为家装 PPR 管，面向 C 端消费者，因购买频次低、成本占装修比重低（据伟星新材介绍，一般 100 平米的房屋使用公司 PPR 管材管件大概仅需要 1000-2000 元）、产品更换难度大、产品功能性及专业性强，消费者对产品的选择更依赖管道企业渠道、品牌、服务能力，同时零售客户相比工程客户更加分散，渠道铺设更加重要。另一方面，因消费者对产品价格敏感度低，零售市场 PPR 产品盈利能力更强，且现金流状况更好，伟星新材披露其零售业务大多为现款现货。

图表56 联塑、公元等应收账款周转率低于伟星新材(单位次)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

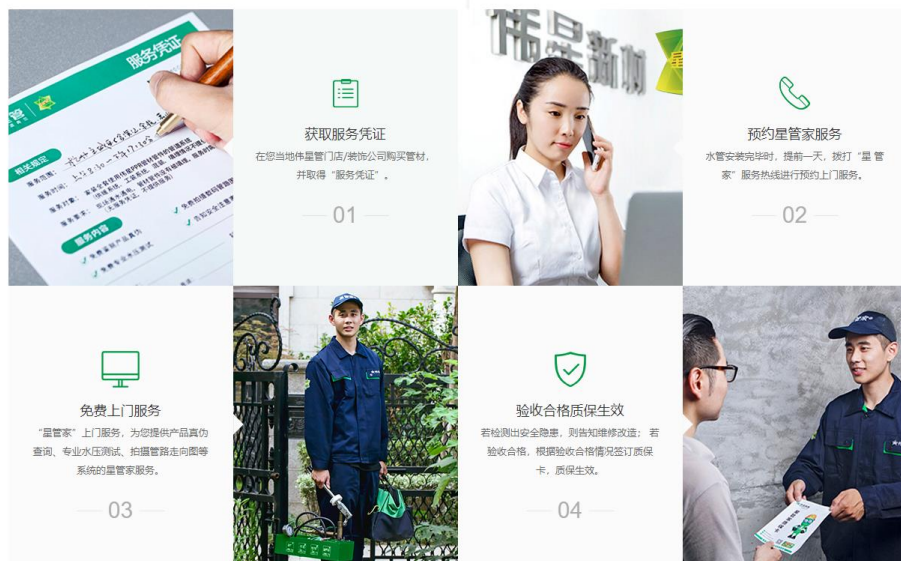
图表57 联塑、公元等经营活动产生的现金流量净额/营业收入常年低于伟星新材(单位%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

伟星新材通过“产品+服务”塑造品牌竞争力, 树立高端管道典范。伟星新材设立于1999年, 是国内PPR管道行业的技术先驱, 2012年公司在确立“优质高价”的品牌形象下, 推出“星管家”特色增值服务, 提升公司PPR管材竞争力, 成为行业服务标杆, 客户可免费预约“星管家”上门验收服务(跨地区、偏远地区除外), 通过产品真伪查询、专业水压测试检查管道密封性、拍摄管路走向图、告知使用注意事项等系统服务, 避免管道系统中存在的大部分隐患。

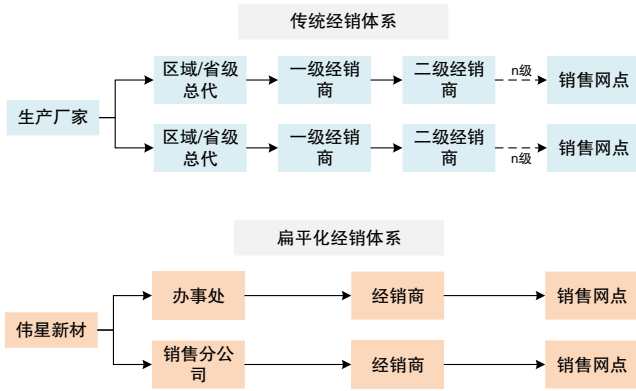
图表58 伟星新材“星管家”服务介绍



资料来源: 公司官网, 平安证券研究所

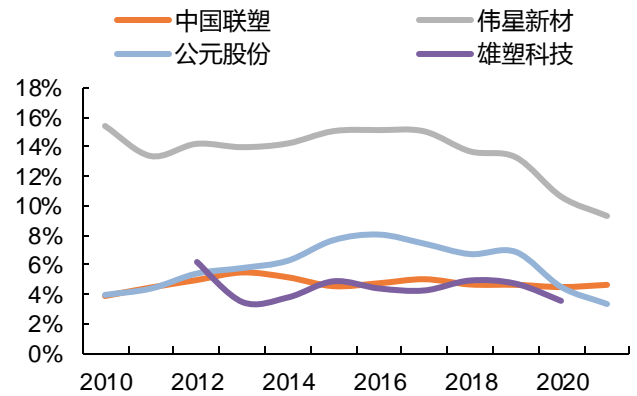
伟星新材广铺营销网点、并通过渠道扁平化策略, 奠定营销优势。目前伟星新材在全国设立30多家销售分公司, 拥有1700多名专业营销人员, 营销网点3万多个, 每年净增加1000-2000家, 仍处不断扩张阶段, 销售渠道包括家装公司、水电工长、业主自购三类。值得一提的是, 不同于传统多层经销代理体系, 公司采取扁平化的营销模式, 即“乡镇”至“地级市”之间的不同区域设立区域经销商, 在部分区域建立只有公司和零售商两个层次的经销模式, 有效减少销售的中间环节, 保证公司产品销售能够获得较高毛利率, 并增强渠道控制力。尽管扁平化的零售渠道存在经销网络管理难度大, 营销投入较高问题, 2021年伟星销售费用率为9.4%, 高于中国联塑(4.7%)、公元股份(3.4%), 但毛利率高叠加PPR收入占比大, 伟星净利率显著高于联塑等其他企业。

图表59 产品经销体系对比



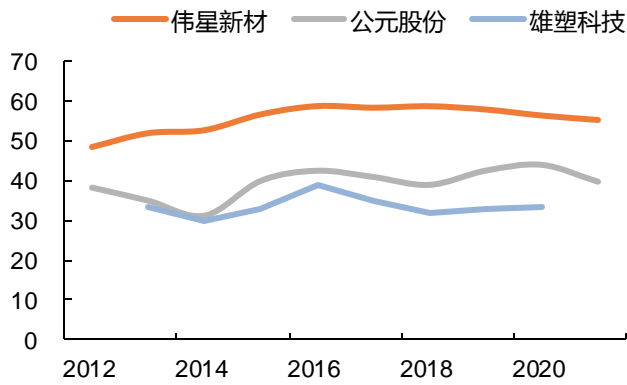
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表60 伟星新材销售费用率明显高于其他企业



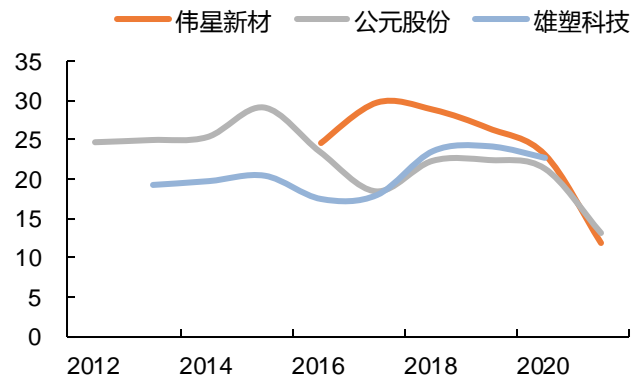
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表61 伟星新材 PPR 毛利率高于其他企业 (单位 %)



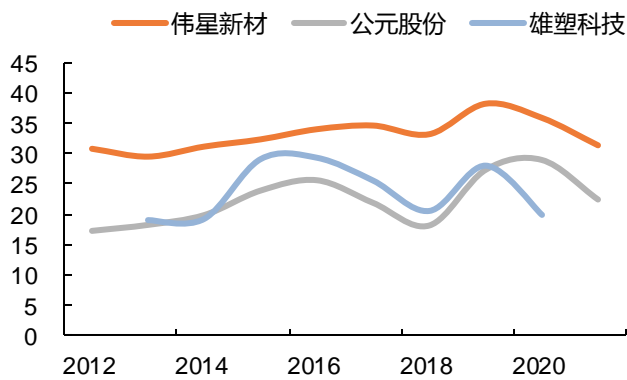
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表62 伟星新材 PVC 毛利率不低于其他企业 (单位 %)



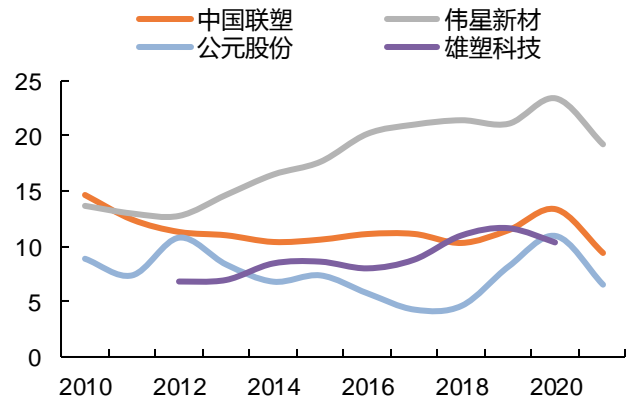
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表63 伟星新材 PE 毛利率高于其他企业 (单位 %)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表64 伟星新材净利率高于其他企业 (单位 %)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、投资建议

目前塑料管道行业已迈入平稳发展期，短期“稳增长”目标下地产政策持续改善、基建明显发力，原材料价格企稳，将对塑料管道行业形成利好；中长期看“以塑代钢”大趋势下未来发展依旧向好，测算“十四五”期间市政、建筑领域需求仍将维持高位，且行业集中度较低，TOP5销量市占率仅25%左右，行业龙头有望凭借渠道、资金、成本、品牌优势继续脱颖而出。建议关注两条投资主线，一是受地产资金端压力影响较小、盈利稳定性更佳的零售市场龙头，建议关注伟星新材；二是受益基建发力带来市政领域需求释放，同时随着PVC价格企稳、销售端提价将带来利润率修复的工程市场龙头，建议关注中国联塑。

五、风险提示

(1) 下游地产竣工不及预期风险。建筑为塑料管道重要应用领域，包括给排水、供燃气、供暖等。地产基本面承压背景下，若后续楼市政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产销售、竣工修复水平与速度，既而影响塑料管道需求规模与价格表现。

(2) 原材料价格大幅上涨风险。塑料管道原材料成本占总成本比重高，主要原材料PVC、PE、PP属于石化下游产品，价格表现与油价相关性较高。年初以来油价受地缘政治等影响大幅上涨，若后续油价继续上涨，或将导致PVC、PE、PPR材料成本上升，既而对塑料管道行业利润产生不利影响。

(3) 新冠肺炎疫情持续的风险。三月以来国内多地疫情出现反复，导致工程建设与家庭装修进度放缓甚至搁置，且物流运输受阻，对塑料管道生产经营造成一定不利影响。若后续疫情未能得到及时控制，将进一步冲击塑料管道行业需求，影响行业发展。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 0% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 1 层
邮编：100033