

伟星新材 (002372)

证券研究报告

2021年03月02日

Q4 增长超预期，看好 B 端 C 端双轮驱动

公司 20 年归母净利润同比增长 36%，净利率创历史新高

公司发布 2020 年业绩快报，全年实现营业收入 51 亿元，YoY+9.4%，实现归母净利润 12.5 亿元，YoY+27.3%，Q4 单季度实现收入/归母净利润 18.8/5.2 亿元，YoY+21.9%/77.7%。受益于费用率改善以及投资收益增长，公司 20 年净利率达 24.5%，创下历史新高。我们预计公司 20-22 年净利润 12.5/14.1/15.7 亿元（前值 11.0/12.0/13.0 亿元），调高至“买入”评级。

C 端业务迎向上拐点，市政工程业务稳步增长

公司 20 年收入实现逆势上涨，我们认为原因如下：1) 上半年受疫情影响所积压的家装需求在下半年迎来集中释放，根据国家统计局，20 年全年限额以上建筑装饰材料批发零售额累计同比-2.8%，其中 10/11/12 月单月同比分别达 4.2%/7.1%/12.9%，带动公司零售端快速增长；2) 工程端受益于市政工程业务增长带动，一方面因政策推动力度加大，同时公司业务模式优化效果发挥，共同驱动市政工程业务稳步增长。

20 年净利率创新高，主要受益于费用率改善及投资收益增加

公司 20 年归母净利润同比增长 27.3%，净利率 24.5%，同比提升 3.4pct，净利率创下历史新高，因公司加强费用管控，费用率有所下降，另外公司合营企业新疆东鹏合立投资的企业（新致软件、寒武纪）2020 年在科创板上市，贡献部分投资收益。

看好 B 端 C 端双轮驱动，“同心圆”战略孕育新的增长极

我们认为公司在零售端品牌+渠道+服务优势明显，未来精装修冲击逐渐减弱，且公司持续加大外围区域渠道下沉，计划每年净增销售网点 1000-2000 家，公司零售业务 21 年有望继续保持较快增长趋势，长期来看，存量需求逐步提升，公司零售业务长期增长可期，工程端公司通过主动对接优质客户及项目，采取差异化竞争策略，增长有望保持稳健。公司通过“同心圆”战略加快品类扩张，通过渠道协同以及服务模式复刻，防水、净水业务维持良好增长，未来有望成为公司新的增长极。

上调盈利预测，调高至“买入”评级

公司系管道行业零售龙头，双轮驱动初显成效，“同心圆”战略进一步赋能公司长期增长潜力，21 年原材料价格上涨明显，公司借助 C 端渠道优势或通过提价转移成本上涨压力，根据公司业绩快报情况，预计 20-22 年 EPS 0.79/0.88/0.98 元（前值 0.70/0.76/0.82 元），当前可比公司对应 21 年 Wind 一致预期 PE 32 倍，给予公司 21 年 30 倍 PE，对应目标价 26.40 元，调高至“买入”评级。

风险提示：需求增长不及预期、原材料成本上涨超预期、快报为初步核算数据，请以年报为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,569.54	4,664.06	5,099.55	5,773.22	6,483.80
增长率(%)	17.08	2.07	9.34	13.21	12.31
EBITDA(百万元)	1,344.21	1,384.72	1,467.37	1,653.14	1,843.99
净利润(百万元)	978.33	983.25	1,250.01	1,407.36	1,567.39
增长率(%)	19.12	0.50	27.13	12.59	11.37
EPS(元/股)	0.61	0.62	0.79	0.88	0.98
市盈率(P/E)	31.72	31.56	24.82	22.05	19.80
市净率(P/B)	8.51	7.98	7.47	6.99	6.53
市销率(P/S)	6.79	6.65	6.08	5.37	4.79
EV/EBITDA	14.34	13.81	19.91	17.64	15.66

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	19.49 元
目标价格	26.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,592.11
流通 A 股股本(百万股)	1,421.09
A 股总市值(百万元)	31,030.28
流通 A 股市值(百万元)	27,696.99
每股净资产(元)	2.44
资产负债率(%)	19.67
一年内最高/最低(元)	22.72/10.53

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

股价走势



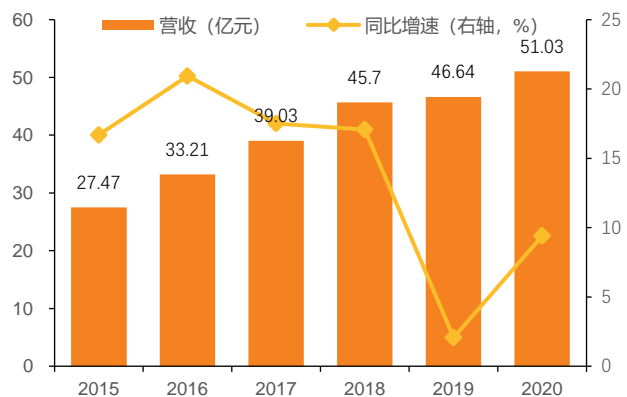
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《伟星新材-季报点评:营收单季迎拐点，长期成长性关注品类拓展》 2020-10-30
- 2 《伟星新材-半年报点评:双轮驱动稳发展，走出疫情影响》 2020-08-14
- 3 《伟星新材-季报点评:凸显抗压能力，灵活驱动双轮》 2020-04-30

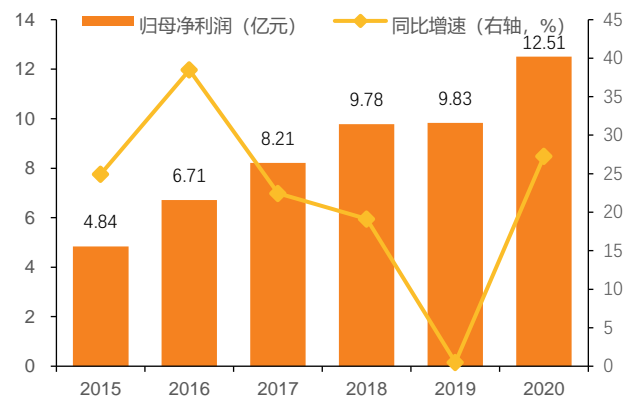
公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司 2015–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2015–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

		股价	市值 (百万元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)		
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
002271.SZ	东方雨虹	50.00	117,387	1.39	1.81	1.66	35.97	27.62	30.12	6.27	7.91	9.81	7.97	6.32	5.10
603737.SH	三棵树	185.88	49,980	2.18	2.23	3.07	85.27	83.35	60.55	9.25	8.47	11.04	20.10	21.95	16.84
603816.SH	顾家家居	74.90	47,358	1.93	2.09	2.53	38.81	35.84	29.60	9.27	10.49	12.18	8.08	7.14	6.15
002641.SZ	永高股份	6.69	8,265	0.46	0.64	0.73	14.57	10.45	9.16	3.01	3.58	4.30	2.22	1.87	1.56
	平均值						43.65	39.32	32.36				9.59	9.32	7.41
002372.SZ	伟星新材	19.49	31,030	0.62	0.79	0.88	31.56	24.82	22.05	2.44	2.61	2.79	7.98	7.47	6.99

注：数据截至 20210301 收盘，除伟星新材 20-21 年为天风预测外，其余公司 20-21 年 EPS、BVPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,010.00	1,589.61	1,795.95	1,967.63	2,209.81
应收票据及应收账款	334.94	263.55	331.40	406.29	422.20
预付账款	76.87	80.65	94.75	97.12	122.02
存货	651.39	728.38	751.02	844.72	942.14
其他	777.18	431.73	387.61	403.03	410.00
流动资产合计	2,850.38	3,093.92	3,360.73	3,718.79	4,106.16
长期股权投资	316.59	199.63	199.63	199.63	199.63
固定资产	861.85	1,195.32	1,180.77	1,185.05	1,207.07
在建工程	250.85	47.85	170.28	291.53	412.70
无形资产	271.87	264.79	257.80	250.79	243.77
其他	62.52	23.16	41.03	31.95	27.98
非流动资产合计	1,763.69	1,730.75	1,849.51	1,958.94	2,091.15
资产总计	4,614.08	4,824.67	5,210.23	5,677.73	6,197.32
短期借款	0.00	0.00	0.00	104.35	53.23
应付票据及应付账款	270.97	318.68	323.89	355.15	444.44
其他	658.67	573.83	683.65	731.24	896.92
流动负债合计	929.64	892.51	1,007.54	1,190.73	1,394.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	27.22	26.47	25.92	26.54	26.31
非流动负债合计	27.22	26.47	25.92	26.54	26.31
负债合计	956.85	918.97	1,033.46	1,217.27	1,420.90
少数股东权益	13.01	18.89	20.80	22.96	25.37
股本	1,310.93	1,573.11	1,592.11	1,592.11	1,592.11
资本公积	421.46	174.82	174.82	174.82	174.82
留存收益	2,363.75	2,313.80	2,563.86	2,845.39	3,158.94
其他	(451.93)	(174.91)	(174.82)	(174.82)	(174.82)
股东权益合计	3,657.22	3,905.70	4,176.77	4,460.47	4,776.42
负债和股东权益总计	4,614.08	4,824.67	5,210.23	5,677.73	6,197.32

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	979.14	984.76	1,250.01	1,407.36	1,567.39
折旧摊销	99.85	116.42	52.10	54.68	58.34
财务费用	0.00	0.78	(47.28)	(49.95)	(54.40)
投资损失	(11.99)	(9.20)	(80.00)	(80.00)	(70.00)
营运资金变动	(438.88)	204.80	36.16	(97.84)	113.52
其它	328.67	(402.90)	1.92	2.16	2.41
经营活动现金流	956.80	894.65	1,212.90	1,236.40	1,617.25
资本支出	442.90	115.39	153.53	172.58	194.74
长期投资	239.08	(116.97)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,454.49)	470.73	(226.52)	(265.78)	(319.25)
投资活动现金流	(772.50)	469.15	(72.99)	(93.20)	(124.51)
债权融资	0.00	0.00	0.00	104.35	53.23
股权融资	98.76	90.35	77.18	60.75	65.20
其他	(703.80)	(872.61)	(1,010.75)	(1,136.63)	(1,368.99)
筹资活动现金流	(605.04)	(782.25)	(933.57)	(971.53)	(1,250.55)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(420.75)	581.55	206.34	171.68	242.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,569.54	4,664.06	5,099.55	5,773.22	6,483.80
营业成本	2,432.26	2,498.34	2,689.81	3,055.67	3,440.93
营业税金及附加	47.18	39.09	40.80	46.19	51.87
营业费用	625.14	619.76	632.34	710.11	791.02
管理费用	216.17	239.58	229.48	254.02	278.80
研发费用	145.19	161.20	163.19	178.97	194.51
财务费用	(15.33)	(33.64)	(47.28)	(49.95)	(54.40)
资产减值损失	9.47	0.00	8.66	9.81	11.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.99	9.20	80.00	80.00	70.00
其他	(67.55)	(63.25)	(160.00)	(160.00)	(140.00)
营业利润	1,165.03	1,193.78	1,462.56	1,648.41	1,840.05
营业外收入	2.67	4.32	10.56	11.00	11.00
营业外支出	2.73	2.29	0.26	1.15	4.23
利润总额	1,164.97	1,195.81	1,472.86	1,658.26	1,846.82
所得税	185.83	211.05	220.93	248.74	277.02
净利润	979.14	984.76	1,251.93	1,409.52	1,569.80
少数股东损益	0.81	1.51	1.92	2.16	2.41
归属于母公司净利润	978.33	983.25	1,250.01	1,407.36	1,567.39
每股收益(元)	0.61	0.62	0.79	0.88	0.98

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	17.08%	2.07%	9.34%	13.21%	12.31%
营业利润	21.11%	2.47%	22.51%	12.71%	11.63%
归属于母公司净利润	19.12%	0.50%	27.13%	12.59%	11.37%
获利能力					
毛利率	46.77%	46.43%	47.25%	47.07%	46.93%
净利率	21.41%	21.08%	24.51%	24.38%	24.17%
ROE	26.85%	25.30%	30.08%	31.72%	32.99%
ROIC	56.79%	36.96%	52.46%	58.07%	59.17%
偿债能力					
资产负债率	20.74%	19.05%	19.84%	21.44%	22.93%
净负债率	-27.62%	-40.70%	-43.00%	-41.77%	-45.15%
流动比率	3.07	3.47	3.34	3.12	2.94
速动比率	2.37	2.65	2.59	2.41	2.27
营运能力					
应收账款周转率	14.95	15.59	17.14	15.65	15.65
存货周转率	7.69	6.76	6.89	7.24	7.26
总资产周转率	1.04	0.99	1.02	1.06	1.09
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.62	0.79	0.88	0.98
每股经营现金流	0.60	0.56	0.76	0.78	1.02
每股净资产	2.29	2.44	2.61	2.79	2.98
估值比率					
市盈率	31.72	31.56	24.82	22.05	19.80
市净率	8.51	7.98	7.47	6.99	6.53
EV/EBITDA	14.34	13.81	19.91	17.64	15.66
EV/EBIT	15.40	14.98	20.64	18.24	16.17

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com