

## 伟星新材(002372)/建筑材料

## 业绩超预期，零售、工程深耕细作成效显著

**评级：增持（维持）**

市场价格：19.49

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

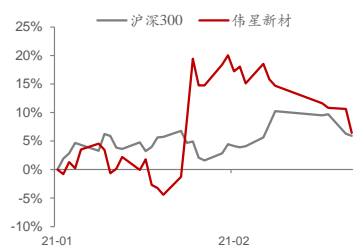
Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,592
流通股本(百万股)	1,421
市价(元)	19.49
市值(亿元)	310.3
流通市值(亿元)	310.3

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司深度】伟星新材深度-家装+工程+新品齐发力，PPR龙头续写“伟”大“星”征程（20180814）

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,570	4,664	5,103	5,817	6,611
增长率 YoY%	17.1%	2.1%	9.4%	14.0%	13.6%
净利润(百万元)	978	983	1,251	1,359	1,525
增长率 YoY%	19.1%	0.5%	27.3%	8.6%	12.2%
每股收益(元)	0.61	0.62	0.80	0.86	0.97
每股现金流量	0.60	0.56	0.74	0.82	0.94
净资产收益率	26.85%	25.30%	29.36%	29.10%	29.74%
P/E	31.72	31.56	24.50	22.56	20.11
PEG	2.73	2.00	1.62	1.95	1.28
P/B	8.51	7.98	7.19	6.57	5.98

备注：股价取自 2021 年 3 月 1 日收盘价

**投资要点**

- **事件：3月1日晚伟星新材发布2020年业绩快报，业绩超预期。20年公司实现营业收入51.03亿元，同比增长9.41%；归母净利润12.51亿元，同比增长27.26%。全年加权平均ROE达30.8%。单四季度收入18.8亿元，同增22%，增速环比-18pct；归母净利润5.17亿元，同增78%，增速环比+26pct。**
- **收入端，Q4营收18.8亿元，增速22%，仍保持双位数增长，零售+工程双轮持续驱动。四季度经营保持了相对稳健的增长态势。**
  - **零售端，精装修趋势放缓+竣工回暖，毛坯新房和旧房装修带来的终端市场需求集中释放，公司提市占率+扩品类策略成效显著，未来市场占有率仍有较大上升空间，防水和净水等同心圆产品拓展，进一步打开市场空间。**
  - **工程端，Q3以来发货保持两位数增长，整体恢复快于零售端。建筑工程领域，三道红线等地产政策对建筑工程领域优质客户影响不大，且公司主抓全装修、房企集中化、高端化等市场机会，与大地产商不断加强合作；市政工程领域，未来几年市场整体容量大，公司持续结构性调整优化，更加注重订单质量和现金流的稳健。**
- **利润端，Q4归母净利润5.17亿元，同增78%，增速环比+26pct。净利率27.5%，较Q3环比+1pct。利润高增、净利率提升有两点原因：**
  - **单位成本和费用率继续下降：20年原材料市场价格较往年偏低（20Q4HDPE、PPR、PVC市场价同比-15%、-7%、+14%），成本端受益，整体毛利率有所提升。同时，公司加强成本、费用管控，费用率有所下降，净利率有所提升。**
  - **投资收益增加：新疆东鹏合立股权投资合伙企业（有限合伙）投资的企业2020年在科创板发行上市公允价值上升，相应的投资收益增加。其中20Q3投资收益4131万元，较上年同期数增加788.47%。**
- **未来看点：2C和2B双轮驱动，新品类持续拓张，股权激励业绩目标彰显信心。**
  - **2C市场空间仍较大，精装修对伟星的边际影响逐步减小（主因公司优势市场在华东一二线城市），我们认为公司具备品牌、渠道、服务等方面的优势，2C市占率将进一步提升。**
  - **2B工程业务领域，建筑工程和市政领域齐头并进。建筑工程领域，公司以精装房业务为主，但未来不会局限于精装房业务，将积极拓展公共建筑领域，应用品类更广。市政工程业务继续保持良好发展态势，主要由于基建需求旺盛，以及公司自身调整优化和大客户拓展见到成效。**
  - **防水和净水作为同心圆业务的拓展，稳步推进，打造全屋伟星系。**
  - **股权激励计划业绩目标具有挑战性，彰显管理层信心。我们根据股权激励目标测算2020/21/22年扣非净利润同比增长率下限为3%、13%、12%。**

- **盈利预测及投资建议：**21 年竣工修复或超预期，零售、工程市场有望加速增长，结合业绩快报的数据，我们预计公司 2020-2021 年实现归母净利 12.5 和 13.6 亿元（上调前为 10.2 和 11.5 亿元），当前股价对应 PE 分别为 25 和 23 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**房地产销售、施工及竣工超预期下滑；精装修占比提高大幅影响零售端管材需求；工程领域拓展不及预期；新业务拓展不及预期。

**图表 1: 伟星新材财务报表**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>4,570</b>	<b>4,664</b>	<b>5,103</b>	<b>5,817</b>	<b>6,611</b>	货币资金	1,010	1,590	1,899	2,084	2,554
增长率	17.1%	2.1%	9.4%	14.0%	13.6%	应收款项	335	264	391	355	493
营业成本	-2,432	-2,498	-2,693	-3,090	-3,535	存货	651	728	759	947	1,005
% 销售收入	53.2%	53.6%	52.8%	53.1%	53.5%	其他流动资产	854	512	571	637	699
毛利	2,137	2,166	2,410	2,727	3,076	流动资产	2,850	3,094	3,620	4,024	4,751
% 销售收入	46.8%	46.4%	47.2%	46.9%	46.5%	% 总资产	61.8%	64.1%	67.9%	69.1%	73.9%
营业税金及附加	-47	-39	-43	-49	-55	长期投资	333	205	200	193	186
% 销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	862	1,195	1,202	1,322	1,239
营业费用	-625	-620	-663	-756	-859	% 总资产	18.7%	24.8%	22.6%	22.7%	19.3%
% 销售收入	13.7%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%	无形资产	272	265	250	236	221
管理费用	-216	-240	-324	-369	-420	非流动资产	1,764	1,731	1,710	1,797	1,682
% 销售收入	4.7%	5.1%	6.4%	6.4%	6.4%	% 总资产	38.2%	35.9%	32.1%	30.9%	26.1%
息税前利润 (EBIT)	1,249	1,267	1,380	1,553	1,741	<b>资产总计</b>	<b>4,614</b>	<b>4,825</b>	<b>5,330</b>	<b>5,821</b>	<b>6,433</b>
% 销售收入	27.3%	27.2%	27.0%	26.7%	26.3%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	15	34	13	16	23	应付款项	677	666	793	874	1,026
% 销售收入	-0.3%	-0.7%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	其他流动负债	253	227	227	227	227
资产减值损失	9	0	0	0	0	流动负债	930	893	1,020	1,101	1,253
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	12	9	80	30	30	其他长期负债	27	26	26	26	26
% 税前利润	0.9%	0.7%	5.4%	1.9%	1.7%	<b>负债</b>	<b>957</b>	<b>919</b>	<b>1,047</b>	<b>1,128</b>	<b>1,280</b>
营业利润	1,286	1,310	1,473	1,599	1,795	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,644</b>	<b>3,887</b>	<b>4,262</b>	<b>4,670</b>	<b>5,127</b>
营业利润率	28.1%	28.1%	28.9%	27.5%	27.1%	少数股东权益	13	19	21	23	25
营业外收支	0	2	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,614</b>	<b>4,825</b>	<b>5,330</b>	<b>5,821</b>	<b>6,433</b>
税前利润	1,286	1,312	1,475	1,601	1,797						
利润率	28.1%	28.1%	28.9%	27.5%	27.2%	<b>比率分析</b>					
所得税	-186	-211	-221	-240	-270						
所得税率	14.5%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>					
净利润	979	985	1,253	1,361	1,527	每股收益 (元)	0.61	0.62	0.80	0.86	0.97
少数股东损益	1	2	2	2	2	每股净资产 (元)	2.29	2.44	2.71	2.97	3.26
归属于母公司的净利润	978	983	1,251	1,359	1,525	每股经营现金净流 (元)	0.60	0.56	0.74	0.82	0.94
净利率	21.4%	21.1%	24.5%	23.4%	23.1%	每股股利 (元)	0.49	0.49	0.56	0.60	0.68
						<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	26.85%	25.30%	29.36%	29.10%	29.74%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	21.22%	20.41%	23.52%	23.38%	23.74%
净利润	979	985	1,253	1,361	1,527	投入资本收益率	56.79%	36.96%	54.10%	56.64%	57.69%
加: 折旧和摊销	100	116	100	118	121	<b>增长率</b>					
资产减值准备	9	8	0	0	0	营业总收入增长率	17.08%	2.07%	9.41%	13.99%	13.64%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	38.01%	2.01%	14.34%	8.45%	11.91%
财务费用	0	1	-13	-16	-23	净利润增长率	19.12%	0.50%	27.28%	8.58%	12.23%
投资收益	-12	-9	-80	-30	-30	总资产增长率	9.91%	4.56%	10.47%	9.21%	10.51%
少数股东损益	1	2	2	2	2	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-391	130	-80	-135	-105	应收账款周转天数	20.0	21.0	21.0	21.0	21.0
<b>经营活动现金净流</b>	<b>957</b>	<b>895</b>	<b>1,180</b>	<b>1,298</b>	<b>1,490</b>	存货周转天数	46.8	53.2	52.5	52.8	53.2
固定资本投资	-121	-130	-100	-222	-20	应付账款周转天数	37.3	42.5	42.5	42.5	42.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-773</b>	<b>469</b>	<b>-8</b>	<b>-178</b>	<b>25</b>	固定资产周转天数	67.8	79.4	84.6	78.1	69.7
股利分配	-787	-787	-876	-951	-1,067	<b>偿债能力</b>					
其他	182	4	13	16	23	净负债/股东权益	-43.46%	-48.61%	-48.65%	-54.43%	-60.05%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-605</b>	<b>-782</b>	<b>-863</b>	<b>-935</b>	<b>-1,044</b>	EBIT利息保障倍数	-81.6	-37.9	-112.3	-97.6	-75.4
<b>现金净流量</b>	<b>-421</b>	<b>582</b>	<b>309</b>	<b>185</b>	<b>470</b>	资产负债率	20.74%	19.05%	19.64%	19.38%	19.90%

资料来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。