

# 雄塑科技 (300599)

## 2021 年报及 2022 年一季报点评：市政类管道快速发展，受原材料影响利润承压

增持（首次）

2022 年 04 月 30 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

研究助理 任婕

执业证书：S0600122030031

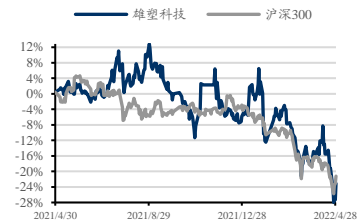
renj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,358	2,640	3,051	3,452
同比	14%	12%	16%	13%
归属母公司净利润（百万元）	111	160	210	266
同比	-48%	44%	31%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.31	0.45	0.59	0.74
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.12	18.80	14.38	11.33

### 投资要点

- **事件：公司发布 2021 年报及 2022 年一季报。**2020 年实现营收 23.58 亿元，同比+13.96%；归母净利润 1.11 亿元，同比-47.74%。22Q1 实现营收 4.78 亿元，同比+1.33%；归母净利润 737 万元，同比-83.18%。
- **21Q4 及 22Q1 收入增速放缓，市政类 PE 管道快速发展。**分季度看，公司 2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 50.55%/6.56%/22.39%/-4.60%，22Q1 营收增速 1.33%，主要系疫情影响及行业需求景气影响 21Q4 及 22Q1 增速较缓。分产品看，21 年 PVC/PPR/PE 管道收入增速分别为 10.52%/0.11%/36.54%，2021 年公司瞄准市政建设新机遇，重点加大市政管道业务投入，市政类 PE 管道增速显著高于整体增速。
- **受原材料价格上涨影响毛利率承压。**2021 年 PVC/PPR/PE 管道毛利率分别同比下降 8.45/1.46/5.99 个百分点，主要系原材料价格大幅波动。2021 年公司销售净利率为 4.71%，同比变动-5.56pct。除原材料价格波动影响外，1) 公司计提资产减值损失 892 万元，信用减值损失 668 万元；2) 2021 年公司所得税率 9.58%，2020 年同期为 17.59%。
- **经营性现金流短期承压，资产负债率维持较低水平。**公司 2021 年经营性活动现金流量净额为 0.05 亿元，较上年同期变动-2.81 亿元。期末公司应收账款及应收票据余额为 2.77 亿元，同比增长 58.19%。2021 年末公司资产负债率 21.45%，同比继续降低 1.47 个百分点。22Q1 经营性活动现金流量净额为-5531 万元，同比下滑 596.48%，主要系本期购买商品、接受劳务支付的现金增加较多。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为华南地区塑料管道行业龙头，受益于下游地产集中度提升、住宅质保期延长以及基建端多重政策推进拉动塑管需求，市场占有率有望不断提升。公司重点推进市政管道业务、持续开发市政类管道新产品，PE 管道占比持续提升，预计随着公司市政业务拓展以及新增产能陆续投产，加之后续公司并购康泰塑胶落地，产能规模效应进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.60/2.10/2.66 亿元，对应 PE 分别为 19X/14X/11X，考虑到公司未来产能增加及重组落地预期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**下游基建及房地产行业波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争风险、新建投产项目产能释放不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	8.41
一年最低/最高价	7.87/12.60
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	1,740.32
总市值(百万元)	3,011.89

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.36
资产负债率(% ,LF)	18.98
总股本(百万股)	358.13
流通 A 股(百万股)	206.93

### 相关研究

## 内容目录

1. 雄塑科技：市政类管道快速发展，受原材料影响利润承压 .....	4
1.1. 21Q4 及 22Q1 收入增速放缓，市政类 PE 管道快速发展 .....	4
1.2. 受原材料价格上涨影响毛利率承压 .....	5
1.3. 经营性现金流短期承压，资产负债率维持较低水平 .....	6
2. 盈利预测及投资建议 .....	6
3. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1:	雄塑科技单季度营业收入及增速.....	4
图 2:	雄塑科技单季度归母净利润及增速.....	4
图 3:	雄塑科技单季度销售毛利率及净利率变动.....	5
图 4:	雄塑科技分品类毛利率变动.....	5
图 5:	雄塑科技期间费用率变动情况.....	6
图 6:	雄塑科技单季度经营活动现金流量净额.....	6
图 7:	雄塑科技分单季度收现比和付现比变动情况.....	6

## 1. 雄塑科技：市政类管道快速发展，受原材料影响利润承压

事件：公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。事件：公司发布 2021 年年报。实现营业总收入 23.58 亿元，同比增长 13.96%；实现归母净利润 1.11 亿元，同比下滑 47.74%；实现扣非归母净利润 1.04 亿元，同比下滑 49.29%。其中，2021Q4 单季营业收入为 6.15 亿元，同比下滑 4.60%；归母净利润为-77.47 万元，同比下滑 101.51%。

2022 年 Q1 公司实现营业总收入 4.78 亿元，同比增长 1.33%；归母净利润 737 万元，同比下滑 83.18%。

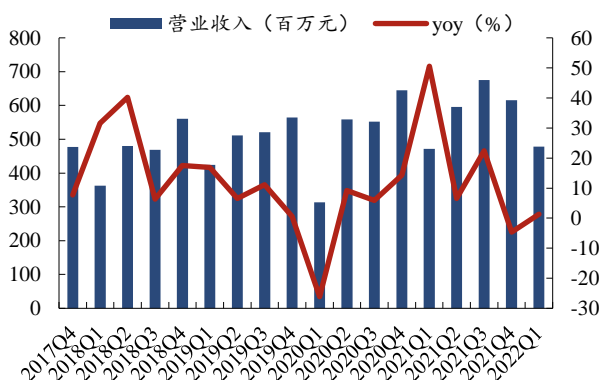
### 1.1. 21Q4 及 22Q1 收入增速放缓，市政类 PE 管道快速发展

分季度来看，公司 2021 年 Q1-Q4 营收增速分别为 50.55%/6.56%/22.39%/-4.60%，Q4 受行业需求景气影响增速下滑，22Q1 营收增速 1.33%，主要系疫情影响及行业需求景气影响增速较缓。

分产品来看，2021 年 PVC 系列管材实现营业收入 17.06 亿元，同比增长 10.52%；PPR 系列管材实现营业收入 2.35 亿元，同比增长 0.11%；PE 系列管材实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 36.54%，主要系 2021 年公司瞄准市政建设新机遇，重点加大市政管道业务投入，市政类 PE 管道增速显著高于整体增速。

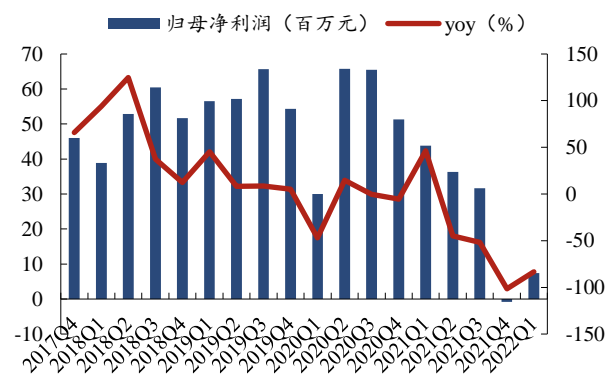
目前公司产能 47 万吨左右，公司拥有六大生产基地，分别位于广东佛山、广西南宁、河南新乡、江西宜春、海南海口、云南玉溪，海南基地于 2020 年投产，云南基地于 2021 年底建成投产。未来公计划在广东总部、广西南宁进一步购买土地，并将未来新增产能重点放在市政管网用管材方面。此外，公司拟收购康泰塑胶，预计重组完成后公司规模优势有望显著提升。康泰集团 2020 年营收规模 31.99 亿元，净利润 2.61 亿元。

图1：雄塑科技单季度营业收入及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：雄塑科技单季度归母净利润及增速



数据来源：WIND，东吴证券研究所

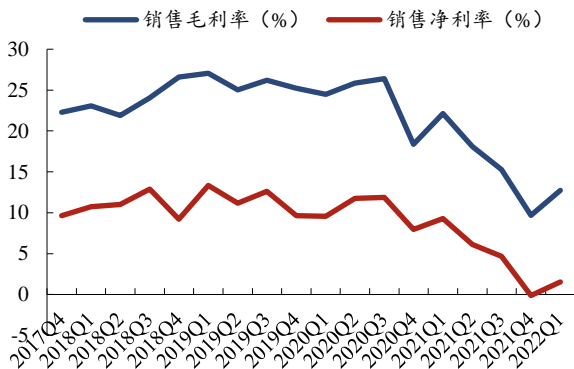
## 1.2. 受原材料价格上涨影响毛利率承压

2021 年公司销售毛利率为 15.89%，同比变动-7.57pct。分季度看，Q1-Q4 销售毛利率分别为 22.12%/18.09%/15.26%/9.68%，同比分别下滑 2.36/7.71 /11.15 / 8.69pct。Q3、Q4 受原材料 PVC 价格大幅上涨影响，毛利率下降幅度较大。22Q1 销售毛利率 12.74%，同比下滑 9.38 个百分点，环比 21Q4 提升 3.06 个百分点。

分产品看，2021 年 PVC 系列管材毛利率 14.25%，同比下降 8.45 个百分点；PPR 系列管材毛利率 31.78%，同比下滑 1.46 个百分点；PE 系列管材毛利率 13.79%，同比下滑 5.99 个百分点。

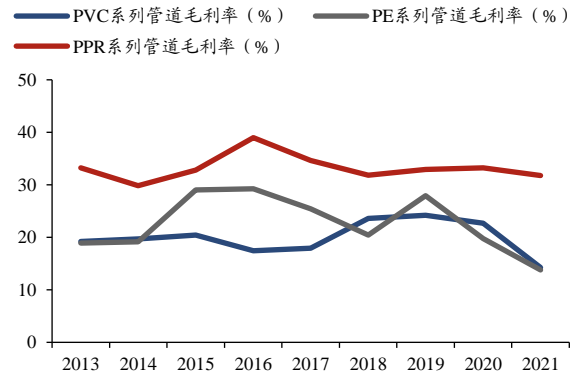
2021 年公司销售净利率为 4.71%，同比变动-5.56pct。除原材料价格波动影响外，1) 公司计提资产减值损失 892 万元，信用减值损失 668 万元；2) 2021 年公司所得税率 9.58%，2020 年同期为 17.59%。

图3：雄塑科技单季度销售毛利率及净利率变动



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：雄塑科技分品类毛利率变动

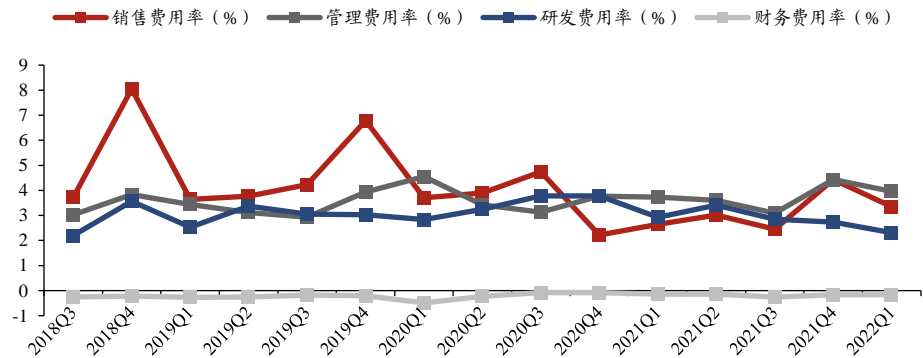


数据来源：WIND，东吴证券研究所

期间费用率保持稳定。2021 年公司销售费用率 3.15%，同比变动-0.43pct，主要系职工薪酬同比减少以及广宣费增速相对收入增速较缓；管理费用率 3.70%，同比变动+0.07pct，主要系职工薪酬、中介服务费、业务招待费等管理费用增速高于收入增速；研发费用率 2.98%，同比变动-0.51pct；财务费用率-0.18%，同比变基本持平。

Q1 受增速放缓影响费用率有所增加。2022Q1 公司销售费用率 3.35%，同比变动+0.71pct；管理费用率 3.96%，同比变动+0.23pct；研发费用率 2.31%，同比变动-0.62pct；财务费用率-0.16%，同比基本持平。

图5：雄塑科技期间费用率变动情况



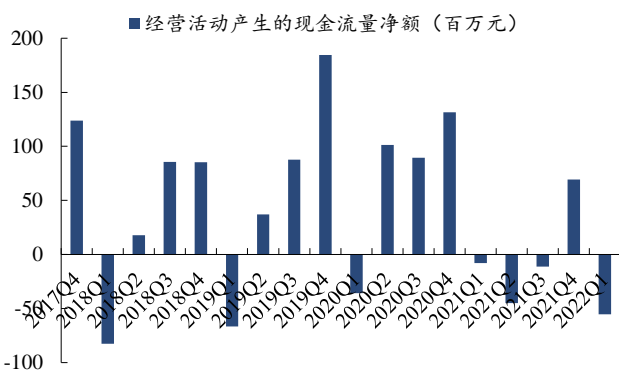
数据来源：WIND，东吴证券研究所

### 1.3. 经营性现金流短期承压，资产负债率维持较低水平

受收现情况影响经营性现金流略有承压。公司 2021 年经营性活动现金流量净额为 0.05 亿元，较上年同期变动-2.81 亿元，去年同期为 2.86 亿元。1) 收现比情况：2021 年公司收现比 108.40%，较上年同期变动-5.26pct，期末公司应收账款及应收票据余额为 2.77 亿元，去年同期为 1.75 亿元，同比增长 58.19%；2) 付现比情况：期内公司付现比 111.30%，较上年同期变动+3.56pct，期末应付账款及应付票据余额为 2.64 亿元，同比基本持平。2021 年末公司资产负债率 21.45%，同比继续降低 1.47 个百分点。

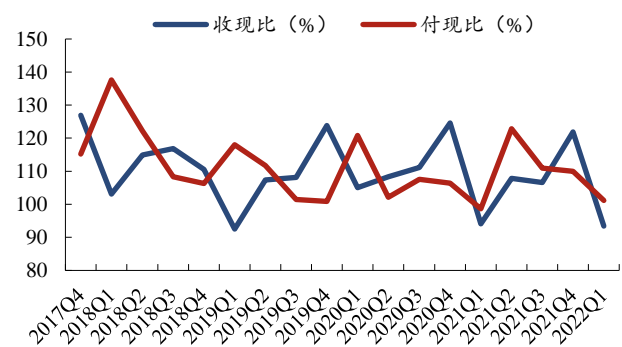
2022Q1 经营性活动现金流量净额为-5531 万元，同比下滑 596.48%，主要系本期购买商品、接受劳务支付的现金增加较多。

图6：雄塑科技单季度经营活动现金流量净额



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图7：雄塑科技分单季度收现比和付现比变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

## 2. 盈利预测及投资建议

公司作为华南地区塑料管道行业龙头，受益于下游地产集中度提升、住宅质保期延长以及基建端多重政策推进拉动塑管需求，市场占有率有望不断提升。公司重点推进市

政管道业务、持续开发市政类管道新产品，PE管道占比持续提升，预计随着公司市政业务拓展以及新增产能陆续投产，加之后续公司并购康泰塑胶落地，产能规模效应进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.60/2.10/2.66 亿元，对应 PE 分别为 19X/14X/11X，考虑到公司未来产能增加及重组落地预期，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 3. 风险提示

下游基建及房地产行业波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争风险、新建投产项目产能释放不及预期。

## 雄塑科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,679</b>	<b>1,674</b>	<b>1,882</b>	<b>2,131</b>	<b>营业总收入</b>	<b>2,358</b>	<b>2,640</b>	<b>3,051</b>	<b>3,452</b>
货币资金及交易性金融资产	850	686	815	968	营业成本(含金融类)	1,983	2,167	2,476	2,774
经营性应收款项	367	476	511	548	税金及附加	16	18	21	23
存货	405	453	497	556	销售费用	74	82	93	104
合同资产	0	0	0	0	管理费用	87	96	107	117
其他流动资产	57	58	58	59	研发费用	70	84	98	110
<b>非流动资产</b>	<b>1,212</b>	<b>1,399</b>	<b>1,475</b>	<b>1,536</b>	财务费用	-4	-4	-1	-3
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	10	12	14	16
固定资产及使用权资产	839	956	1,017	1,070	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	24	99	119	136	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	211	206	200	192	减值损失	-16	-18	-22	-26
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	92	92	92	92	<b>营业利润</b>	<b>126</b>	<b>191</b>	<b>251</b>	<b>318</b>
其他非流动资产	47	47	47	47	营业外净收支	-4	-3	-3	-3
<b>资产总计</b>	<b>2,891</b>	<b>3,073</b>	<b>3,356</b>	<b>3,667</b>	<b>利润总额</b>	<b>123</b>	<b>188</b>	<b>248</b>	<b>315</b>
<b>流动负债</b>	<b>562</b>	<b>584</b>	<b>658</b>	<b>702</b>	减:所得税	12	28	38	49
短期借款及一年内到期的非流动负债	147	147	147	147	<b>净利润</b>	<b>111</b>	<b>160</b>	<b>210</b>	<b>266</b>
经营性应付款项	264	237	285	304	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	50	65	74	83	<b>归属母公司净利润</b>	<b>111</b>	<b>160</b>	<b>210</b>	<b>266</b>
其他流动负债	101	134	151	168	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.45	0.59	0.74
非流动负债	58	58	58	58	EBIT	130	192	256	323
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	231	305	381	462
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	15.89	17.92	18.83	19.64
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	4.71	6.07	6.87	7.70
其他非流动负债	56	56	56	56	收入增长率(%)	13.96	11.95	15.59	13.15
<b>负债合计</b>	<b>620</b>	<b>642</b>	<b>716</b>	<b>760</b>	归母净利润增长率(%)	-47.74	44.24	30.80	26.84
归属母公司股东权益	2,271	2,431	2,641	2,906					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,271</b>	<b>2,431</b>	<b>2,641</b>	<b>2,906</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,891</b>	<b>3,073</b>	<b>3,356</b>	<b>3,667</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5	147	339	363	每股净资产(元)	6.34	6.79	7.37	8.12
投资活动现金流	-197	-302	-201	-201	最新发行在外股份(百万股)	358	358	358	358
筹资活动现金流	508	-9	-9	-9	ROIC(%)	5.60	6.54	8.07	9.34
现金净增加额	317	-164	129	152	ROE-摊薄(%)	4.89	6.59	7.93	9.14
折旧和摊销	100	113	125	139	资产负债率(%)	21.45	20.88	21.32	20.74
资本开支	-216	-303	-203	-203	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.12	18.80	14.38	11.33
营运资本变动	-220	-187	-44	-94	P/B(现价)	1.33	1.24	1.14	1.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

