

2022 历真金火炼，2023 年将持续受益竣工

伟星新材(002372)

评级:	买入	股票代码:	002372
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	26.66/16.88
目标价格:		总市值(亿)	337.20
最新收盘价:	21.06	自由流通市值(亿)	307.87
		自由流通股数(百万)	1,453.57

► **2022 年业绩实现逆势增长，23Q1 启蓄力出发。**2022 年公司实现营收 69.54 亿元，同比增长 8.86%，归母净利润 12.97 亿元，同比增长 6.06%。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 收入依次为 10.06/14.96/16.61/27.90 亿元，同比 +12.21%/+0.39%/+1.31%/+18.18%，归母净利润依次为 1.17/2.48/4.04/5.28 亿元，同比 +3.87%/-17.68%/+12.49%/+17.33%，可以看到公司在 22Q4 收入和利润端均大幅提升，逆势突围，判断公司在 22Q4 有系列促销活动，增速亮眼。公司在 2022 年行业地产行业下行（房地产开发投资同比-10.0%，新开工面积同比-39.4%，竣工面积同比-15.0%）叠加疫情干扰的情况下逆势上涨，领先行业，体现公司优异的经营韧性。我们判断，公司在 2022 年业绩的增长主要是来持续推进零售业务（渠道不断下沉，“星管家”持续深耕），加大零售业务比重，在零售端的市场占有率不断提升，同步推进同心圆战略扩产品类，以实现经营稳健增长；工程端则优化客户结构，风险有效把控，现金流回款方面有效保证。23Q1 实现营收 8.96 亿元，同比减少 10.87%，归母净利润 1.74 亿元，同比增加 8.19%，扣非后归母净利 1.71 亿元，同比增加 51.55%；我们判断 23 Q1 收入下降主要是由于受到 22Q4 促销后需求集中释放，加上有部分的春节和疫情等干扰因素造成，Q1 利润增长判断主要得益于联营企业投资受益增加所致，一季度投资收益同比增加 8976 万元，因此我们测算剔除投资收益影响后净利润约 9800 万元同比降低 16.5%，基本跟收入下降趋同，我们认为符合市场预期。我们认为公司 Q2 开始将进入刚需新房和二手房装修拉动的新一轮成长周期中。

► **管材业务提升明显，净水防水未来可期。**公司通过加快渠道下沉及拓展空白市场，实现整体销售量的逆势增长，公司 2022 年管道销量为 32.46 万吨，同比增长 8.89%，公司市占率也在不断提升。年度拆分来看，**1) PPR:** 业务营业收入为 32.85 亿元，同比+6.43%，毛利率 54.62%（同比-0.53pct），占全年收入比重 47.24%；**2) PE:** 营业收入为 17.80 亿元，同比+3.69%，PE 业务毛利率为 30.66%（同比-0.67pct），占全年收入比重 25.61%；**3) PVC:** 业务营业收入为 10.99 亿元，同比+7.93%，PVC 业务毛利率为 15.14%（+3.26pct），占全年收入 15.8%；其中 PVC 业务毛利率增加主要是因为原材料价格同比下降，以及公司的工程客户质量较优所致。公司综合毛利率为 39.76%，同比下降 0.03%。分地区看，西部地区占比 13.42%，同比增加 13.16%，除西部外其他区域收入增速均低于华东，华南地区占比 3.24%，收入同比增加 5.73%；华北地区占比 13.83%，同比增加 1.00%，华中地区占比 9.53%，同比增加 6.97%，东北地区占比 5.27%，同比增加 4.82%。**4) 其他产品:** 公司防水及净水等新业务收入实现 6.76 亿元，同比增加 64.82%，主要因为防水、净水业务增长明显、整体配套率的提高以及并表新加坡捷流公司所致。23Q1 公司由于原材料采购金额增加，经营现金流净流出 1.42 亿元，同比增加 0.71 亿元。

► **产品研发强扩品类，“同心圆”战略提升成长空间。**公司共获得 400 多项专利，主编或参编了 180 项国家和行业标准（其中 113 项已经发布）。2022 年公司获“中国专利优秀奖”“国家知识产权示范企业”等多项国家奖项；公司通过不断研发高性能新产品、系统配套水平研发速度加快，与公司的“同心圆”战略相互契合。营销方面，充分利用在全国设立的 40+家销售分公司、1700+名营销人员及 30000+个营销网点，在防水、净水等业务方面，吸收公司零售端的“产品+服务”模式优势，以安内特和咖乐防水定位高端增加产品单价，施工+检测服务与传统管材“星管家”专业化服务具备高度协调性，“同心圆”产品链将得到大力发展，同时实现配套率不断提升。

► **竣工端或迎新机，优异企业优先获益。**23Q1 住宅竣工面积 14396 万平方米，同比增+16.8%，而住宅新开工面积为 17719 万平方米，同比-17.8%；我们判断住宅竣工端和开工端的这种分化将会是中周期的趋势，而住宅竣工面积将攀升回到中周期的出清位置，保交楼推进和现房交房占比上升等因素会促进竣工面积与销售面积的差距出现弥合，预计今年开始竣工端将迎来底部修复的机会，而基本面优异的竣工端企业将优先受益。

投资建议

考虑到今年竣工端的有效改善，地产后端的消费建材市场需求将得到有效提升，我们对应上调 2023-2024 年收入预测至 79.48/90.75 亿元（原：77.43/88.44 亿元），但同样考虑到今年原材料价格有一定不确定性，我们审慎并下调归母净利润 16.00/18.04 亿元（原 16.23/18.42 亿元），新增 2025 年收入和归母净利润为 103.00/20.76 亿元；2023-2025 年 EPS 预测至 1.00/1.13/1.30 元，对应 5 月 15 日 21.06 元收盘价 20.96/18.59/16.15xPE，考虑到近期股价回调较多且公司业绩韧性良好，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，原材料大幅度波动，产能投放不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,388	6,954	7,948	9,075	10,300
YoY (%)	25.1%	8.9%	14.3%	14.2%	13.5%
归母净利润(百万元)	1,223	1,297	1,600	1,804	2,076
YoY (%)	2.6%	6.1%	23.3%	12.8%	15.1%
毛利率 (%)	39.8%	39.8%	39.5%	39.5%	39.5%
每股收益 (元)	0.77	0.82	1.00	1.13	1.30
ROE	24.9%	24.4%	23.1%	20.7%	19.2%
市盈率	27.35	25.68	20.96	18.59	16.15

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523020003

联系电话：

研究助理：金兵

邮箱：jinbing@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,954	7,948	9,075	10,300	净利润	1,311	1,611	1,818	2,092
YoY (%)	8.9%	14.3%	14.2%	13.5%	折旧和摊销	152	104	116	132
营业成本	4,189	4,809	5,494	6,235	营运资金变动	16	202	-200	126
营业税金及附加	58	64	73	83	经营活动现金流	1,531	1,851	1,713	2,316
销售费用	750	817	934	1,068	资本开支	-205	-615	-486	-530
管理费用	278	368	411	461	投资	150	87	161	170
财务费用	-60	-94	-136	-179	投资活动现金流	-104	-458	-299	-320
研发费用	189	225	255	288	股权募资	98	0	0	0
资产减值损失	-29	0	0	0	债务募资	0	11	12	13
投资收益	-17	72	27	42	筹资活动现金流	-874	10	11	11
营业利润	1,533	1,883	2,126	2,447	现金净流量	559	1,404	1,426	2,007
营业外收支	2	0	1	1					
利润总额	1,535	1,883	2,127	2,448	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	224	272	309	356	成长能力				
净利润	1,311	1,611	1,818	2,092	营业收入增长率	8.9%	14.3%	14.2%	13.5%
归属于母公司净利润	1,297	1,600	1,804	2,076	净利润增长率	6.1%	23.3%	12.8%	15.1%
YoY (%)	6.1%	23.3%	12.8%	15.1%	盈利能力				
每股收益	0.82	1.00	1.13	1.30	毛利率	39.8%	39.5%	39.5%	39.5%
					净利率	18.7%	20.1%	19.9%	20.2%
					总资产收益率 ROA	18.7%	18.0%	16.5%	15.7%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净资产收益率 ROE	24.4%	23.1%	20.7%	19.2%
货币资金	3,177	4,581	6,007	8,014	偿债能力				
预付款项	139	130	154	178	流动比率	3.64	3.79	4.22	4.79
存货	892	1,218	1,285	1,534	速动比率	2.80	2.94	3.45	3.97
其他流动资产	720	450	718	391	现金比率	2.34	2.72	3.10	3.79
流动资产合计	4,927	6,379	8,162	10,116	资产负债率	21.5%	20.5%	19.0%	17.1%
长期股权投资	278	250	162	74	经营效率				
固定资产	1,289	1,751	2,092	2,460	总资产周转率	1.04	1.00	0.91	0.85
无形资产	286	343	381	425	每股指标 (元)				
非流动资产合计	2,011	2,503	2,794	3,113	每股收益	0.82	1.00	1.13	1.30
资产合计	6,939	8,882	10,956	13,229	每股净资产	3.35	4.35	5.48	6.79
短期借款	14	21	29	38	每股经营现金流	0.96	1.16	1.08	1.45
应付账款及票据	438	472	595	609	每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	903	1,190	1,312	1,467	估值分析				
流动负债合计	1,355	1,684	1,936	2,114	PE	25.68	20.96	18.59	16.15
长期借款	0	0	0	0	PB	6.38	4.84	3.84	3.10
其他长期负债	133	137	141	145					
非流动负债合计	133	137	141	145					
负债合计	1,488	1,821	2,077	2,259					
股本	1,592	1,592	1,592	1,592					
少数股东权益	123	135	148	165					
股东权益合计	5,450	7,061	8,878	10,971					
负债和股东权益合计	6,939	8,882	10,956	13,229					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

金兵：建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。