

# 伟星新材 (002372.SZ)

## 股权激励给予员工充足动力，业绩拐点可期

### 核心观点：

- **事件描述。**2020年9月22日，公司公告第三期股权激励计划(草案)，拟向公司管理层、核心技术和业务骨干共143人定向发行共1900万股，占总股本1.21%，授予价格为7.00元/股，锁定期一年，之后每年按30%/30%/40%解锁，解锁条件是以2017-2019年度平均归母扣非净利润为基数，2020年、2021年、2022年的归母扣非净利润增长率分别不低于8.5%、23%、38%。
- **困中求变，此次股权激励给予员工充足动力，彰显公司管理层发展信心。**若要全部达到本期股权激励计划考核条件，考虑股权激励费用，2020年下半年归母扣非净利润增速要达到17.1%以上，2020年、2021年、2022年归母扣非净利润增速分别要达到1.4%、7.5%、16.6%以上。此次股权激励意义较大，一方面给予员工充足的激励动力，显示了公司管理层中长期发展信心；另一方面，在公司业绩增速放缓期提出较高的考核条件，促使管理层危中寻机、积极推进各项业务发展。
- **公司针对精装修冲击不断进行调整取得成效，业绩拐点可期。**面对精装房给家装零售业务带来的较大冲击，公司积极调整：零售领域加快推进防水、净水等同心圆产品放量；地产工程业务积极把握全装修、房企集中化、高端化的机会，市政工程业务持续结构性调整和优化。公司零售业务上半年受疫情影响较大，7月份以来企稳，工程业务(房产+市政)势头较好，叠加去年低基数，底部回升拐点可期。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计2020-2022年EPS分别为0.64/0.70/0.83元，参考可比公司估值和公司业绩增长预期，给予2021年PE 25x的判断，对应合理价值为17.5元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**房地产市场持续低迷，精装房趋势对零售端冲击加剧，原材料价格上涨，新业务拓展不及预期。

### 盈利预测：

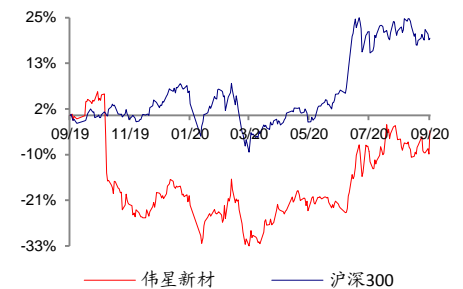
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,570	4,664	4,581	5,143	5,953
增长率(%)	17.1	2.1	-1.8	12.3	15.8
EBITDA(百万元)	1,203	1,223	1,227	1,351	1,598
归母净利润(百万元)	978	983	1,001	1,100	1,301
增长率(%)	19.1	0.5	1.8	9.9	18.3
EPS(元/股)	0.75	0.63	0.64	0.70	0.83
市盈率(P/E)	20.78	21.07	23.29	21.20	17.92
ROE(%)	26.8	25.3	24.5	25.7	28.4
EV/EBITDA	16.06	15.65	17.76	16.16	13.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	14.82元
合理价值	17.5元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-24

### 相对市场表现



分析师：

邹戈



SAC 执证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630

分析师：

xielu@gf.com.cn

李振兴



SAC 执证号：S0260520080003



SFC CE No. BPW071



010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 伟星新材(002372.SZ):主营 2020-08-16  
管材业务下滑，同心圆业务正增长
- 伟星新材(002372.SZ):疫情 2020-04-29  
冲击业绩，经营高质量仍旧保持

请务必阅读末页的免责声明

## 核心观点：股权激励给予员工充足动力，业绩拐点可期

**事件描述：**2020年9月22日，公司公告第三期股权激励计划（草案），拟向公司及下属分支机构在任的高级管理人员、主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干共143人定向发行普通股，涉及股票数量1900万股，占公告日总股本1.21%，授予价格为7.00元/股，锁定期一年，之后每年按30%/30%/40%解锁，解锁条件是：以2017-2019年度平均归母扣非净利润为基数，2020年、2021年、2022年的归母扣非净利润增长率分别不低于8.5%、23%、38%。

根据我们测算，若要全部达到本期股权激励计划考核条件，不考虑股权激励计划股份支付费用，2020年下半年归母扣非净利润增速要达到19.5%以上，2020年、2021年、2022年归母扣非净利润增速分别要达到2.7%、13.4%、12.2%以上。若进一步考虑股权激励计划股份支付费用（不考虑税收，直接用归母扣非净利润减去股权激励计划股份支付费用），则2020年下半年归母扣非净利润增速要达到17.1%以上，2020年、2021年、2022年归母扣非净利增速分别要达到1.4%、7.5%、16.6%以上。

表1：伟星新材三期股权激励方案

股权激励	第一期	第二期	第三期
公告日期	2011/11/18（修订稿）	2016/2/26	2020/9/22
激励对象	13人。1、公司的董事（不包括独立董事）、总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监；2、公司核心技术人员；3、公司总部主要职能部门负责人以及主要子公司负责人；4、公司主要销售区域负责人。	57人。包括公司董事、高级管理人员、主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干。激励对象中没有公司独立董事、监事、持有公司5%以上股权的主要股东或实际控制人及其配偶、直系亲属。	143人。主要为公司及下属分支机构在任的高级管理人员、主要中层管理骨干以及核心技术和业务骨干，不包括公司独立董事、监事、单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女。
股票来源		向激励对象定向发行普通股	向激励对象定向发行普通股
股票数量	1000万股，占公告日总股本3.95%	1800万股，占公告日总股本3.11%	1900万股，占公告日总股本1.21%
授予价格	17.39元/股	7.23元/股	7.00元/股
公告日收盘价	18.15元/股	14.25元/股	13.9元/股
解除限售比例	锁定期一年，之后每年按30%/30%/40%解锁	锁定期一年，之后每年按30%/35%/35%解锁	锁定期一年，之后每年按30%/30%/40%解锁
业绩考核指标	以2010年归母扣非净利润为基数，公司2011年、2012年、2013年的归母扣非净利润增长率分别不低于15%、30%、40%；2011年、2012年、2013年加权平均净资产收益率分别不低于10%、11%、12%。	以2013-2015年平均归母扣非净利润为基数，公司2016年、2017年、2018年的归母扣非净利润增长率分别不低于35%、50%、70%；2016年、2017年、2018年加权平均净资产收益率不低于15%。	以2017-2019年度平均归母扣非净利润为基数，2020年、2021年、2022年的归母扣非净利润增长率分别不低于8.5%、23%、38%。

数据来源：Wind，公司股权激励公告，广发证券发展研究中心

困中求变，此次股权激励给予公司骨干员工充足动力，彰显公司管理层发展信心。和前两期相比，此次股权激励计划覆盖面更广、激励人数更多，此次股权激励意义

较大，一方面给予公司骨干员工充足的激励动力，显示了公司管理层对未来三年的发展信心；另一方面，在公司业绩增速放缓期提出较高的考核条件，促使管理层危中寻机、积极推进各项业务稳健发展。公司受到精装修趋势冲击叠加地产竣工需求不振两方面影响，去年下半年业绩开始出现负增长；今年上半年又受到新冠疫情的波及，业绩增速为负，现阶段公司正处于底部区域。我们判断2020年下半年到2021年竣工会逐渐回暖，随着行业需求环境变好以及公司针对市场变化做的各项调整开始奏效，公司的业绩增速有望逐步回升。

表2：伟星新材第三期股权激励计划考核条件

伟星新材	归母扣非净利润 (万元)	YOY	股权激励费用 (万元)	考虑股权激励费用的归母扣非净利润 (万元)	YOY
2014 年	37539	22.2%			
2015 年	46788	24.6%			
2016 年	64955	38.8%			
2017 年	78216	20.4%			
2018 年	93714	19.8%			
2019 年	93439	-0.3%			
2017-2019 年平均	88456				
2020 年	95975	2.7%	1275	94701	1.4%
2021 年	108801	13.4%	6992	101809	7.5%
2022 年	122070	12.2%	3387	118683	16.6%
半年度					
2019 年 H1	41600	15.28%			
2019 年 H2	51,839	-10.05%			
2020 年 H1	34009	-18.2%			
2020 年 H2	61,967	19.5%	1275	60,692	17.1%

数据来源：Wind，公司股权激励公告，广发证券发展研究中心

公司针对精装修冲击不断进行调整取得成效，业绩拐点可期。公司主营三大管材业务（PPR、PE、PVC），其中占比50%以上的PPR业务以零售模式为主，2019年以来受到精装房渗透率快速提升的冲击（B端采购增加），PPR业务收入下滑5.72%，面对精装房给家装零售业务带来的较大冲击，公司积极调整，采取多种措施应对精装房冲击，一方面，零售领域加快推进防水、净水等同心圆产品放量；另一方面，地产工程业务积极把握全装修、房企集中化、高端化的机会，适度聚焦实现稳健增长，市政工程业务持续结构性调整和优化，积极把握各种政策机会，实现快速健康的发展。公司零售业务上半年受疫情影响较大，7月份以来企稳，工程（房产+市政）势头较好，叠加去年低基数，底部回升拐点可期。

公司中长期增长逻辑明确。公司治理结构好、经营管理能力强，通过商业模式创新和强大的渠道管理能力在家装零售领域建立起管道高端品牌，护城河宽。公司凭借

品牌和渠道优势，开始品类扩张到家装防水和净水市场，复制其在家装管材领域的成功是大概率事件。短期虽然受到精装修率提升带来的负面冲击，不过公司也调整战略，扩展建筑工程和市政工程业务，布局精装修渠道，以经营质量为核心。综合来看，短期虽然有压力，但是中长期稳定增长仍可期，此次股权激励给予公司骨干员工充足动力，彰显公司管理层中长期发展信心。

**投资建议：维持“买入”评级。**我们预计2020-2022年EPS分别为0.64/0.70/0.83元，参考可比公司估值水平和公司业绩增长预期，给予2021年PE 25x的判断，对应合理价值为17.5元/股，维持“买入”评级。

**风险提示。**房地产市场持续低迷，精装房趋势对零售端冲击加剧，原材料价格上涨，新业务拓展不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,850</b>	<b>3,094</b>	<b>2,981</b>	<b>3,083</b>	<b>3,551</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>957</b>	<b>895</b>	<b>1,118</b>	<b>1,145</b>	<b>1,351</b>
货币资金	1,010	1,590	1,519	1,474	1,737	净利润	979	985	1,003	1,102	1,303
应收及预付	412	344	344	387	448	折旧摊销	100	116	86	94	102
存货	651	728	688	781	914	营运资金变动	-129	-216	41	-39	-43
其他流动资产	777	432	430	440	453	其它	7	10	-11	-12	-12
<b>非流动资产</b>	<b>1,764</b>	<b>1,731</b>	<b>2,045</b>	<b>2,251</b>	<b>2,250</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-773</b>	<b>469</b>	<b>-389</b>	<b>-289</b>	<b>-89</b>
长期股权投资	317	200	200	200	200	资本支出	-216	-169	-399	-298	-98
固定资产	862	1,195	1,316	1,429	1,534	投资变动	-245	109	0	0	0
在建工程	251	48	248	348	248	其他	-311	529	10	10	10
无形资产	272	265	258	250	243	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-605</b>	<b>-782</b>	<b>-800</b>	<b>-900</b>	<b>-1,000</b>
其他长期资产	63	23	24	24	25	银行借款	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,614</b>	<b>4,825</b>	<b>5,026</b>	<b>5,334</b>	<b>5,801</b>	股权融资	0	4	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>930</b>	<b>893</b>	<b>891</b>	<b>998</b>	<b>1,161</b>	其他	-605	-787	-800	-900	-1,000
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>-421</b>	<b>581</b>	<b>-71</b>	<b>-44</b>	<b>262</b>
应付及预收	677	666	656	737	857	<b>期初现金余额</b>	<b>1,423</b>	<b>1,003</b>	<b>1,590</b>	<b>1,519</b>	<b>1,474</b>
其他流动负债	253	227	235	260	305	<b>期末现金余额</b>	<b>1,003</b>	<b>1,583</b>	<b>1,519</b>	<b>1,474</b>	<b>1,737</b>
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	27	26	26	26	26						
<b>负债合计</b>	<b>957</b>	<b>919</b>	<b>918</b>	<b>1,024</b>	<b>1,188</b>						
股本	1,311	1,573	1,573	1,573	1,573						
资本公积	421	175	175	175	175						
留存收益	1,942	2,139	2,340	2,540	2,841						
归属母公司股东权益	3,644	3,887	4,088	4,288	4,589						
少数股东权益	13	19	20	22	24						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,614</b>	<b>4,825</b>	<b>5,026</b>	<b>5,334</b>	<b>5,801</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>4,570</b>	<b>4,664</b>	<b>4,581</b>	<b>5,143</b>	<b>5,953</b>
营业成本	2,432	2,498	2,474	2,781	3,245
营业税金及附加	47	39	46	51	60
销售费用	625	620	577	648	732
管理费用	216	240	205	276	272
研发费用	145	161	137	129	149
财务费用	-15	-34	-22	-20	-19
资产减值损失	9	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	9	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>1,165</b>	<b>1,194</b>	<b>1,216</b>	<b>1,336</b>	<b>1,581</b>
营业外收支	0	2	1	2	2
<b>利润总额</b>	<b>1,165</b>	<b>1,196</b>	<b>1,218</b>	<b>1,338</b>	<b>1,583</b>
所得税	186	211	215	236	279
<b>净利润</b>	<b>979</b>	<b>985</b>	<b>1,003</b>	<b>1,102</b>	<b>1,303</b>
少数股东损益	1	2	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>978</b>	<b>983</b>	<b>1,001</b>	<b>1,100</b>	<b>1,301</b>
EBITDA	1,203	1,223	1,227	1,351	1,598
EPS (元)	0.75	0.63	0.64	0.70	0.83

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	17.1%	2.1%	-1.8%	12.3%	15.8%
营业利润增长	21.1%	2.5%	1.9%	9.9%	18.3%
归母净利润增长	19.1%	0.5%	1.8%	9.9%	18.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.8%	46.4%	46.0%	45.9%	45.5%
净利率	21.4%	21.1%	21.9%	21.4%	21.9%
ROE	26.8%	25.3%	24.5%	25.7%	28.4%
ROIC	25.4%	23.3%	22.9%	24.0%	26.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.7%	19.0%	18.3%	19.2%	20.5%
净负债比率	26.2%	23.5%	22.3%	23.8%	25.8%
流动比率	3.07	3.47	3.34	3.09	3.06
速动比率	2.28	2.55	2.47	2.21	2.17
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.99	0.97	0.91	0.96	1.03
应收账款周转率	16.31	17.70	17.31	17.26	17.35
存货周转率	7.02	6.40	6.66	6.58	6.51
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.75	0.63	0.64	0.70	0.83
每股经营现金流	0.73	0.57	0.71	0.73	0.86
每股净资产	2.78	2.47	2.60	2.73	2.92
<b>估值比率</b>					
P/E	20.78	21.07	23.29	21.20	17.92
P/B	5.58	5.33	5.70	5.44	5.08
EV/EBITDA	16.06	15.65	17.76	16.16	13.51



## 广发建材行业研究小组

- 邹 戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢 璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 李 振 兴：高级研究员，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 张 乾：南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。