

强烈推荐-A (维持)

雄塑科技 300599.SZ

目标估值: NA

当前股价: 15.08 元

2020 年 08 月 28 日

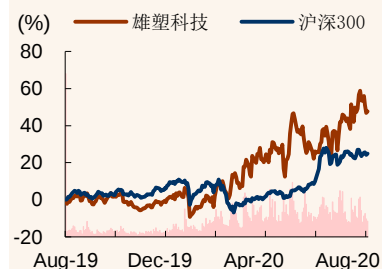
产能投放平稳推进, 市场拓展效益渐显

基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 上证综指        | 3350   |
| 总股本 (万股)    | 30400  |
| 已上市流通股 (万股) | 15009  |
| 总市值 (亿元)    | 46     |
| 流通市值 (亿元)   | 23     |
| 每股净资产 (MRQ) | 5.3    |
| ROE (TTM)   | 13.3   |
| 资产负债率       | 21.9%  |
| 主要股东        | 黄锦禧    |
| 主要股东持股比例    | 29.82% |

股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 17 | 49 | 51  |
| 相对表现 | 12 | 34 | 27  |



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《雄塑科技 (300599) 一拟定增扩产进云南, 市政工程端需求有望放量》2020-06-16
- 2、《雄塑科技 (300599) 一深耕华南进军华中, 产能释放打开成长路径》2020-04-27

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn  
S1090518080002

事件:

2020 年上半年公司实现营收 8.72 亿元, 同比减少 6.83%; 营业利润 1.22 亿元, 同比减少 14.66%; 归母净利润 0.96 亿元, 同比减少 15.87%; 经营性现金流净流入 0.65 亿元, 上年同期为净流出 0.30 亿元; EPS 为 0.31 元, 加权平均 ROE 为 5.71%。

评论:

1、经营较为稳健, 华中市场效益渐显

公司主营 B 端业务, 考虑疫情影响, 上半年业绩符合预期。分产品看, PVC 系列/PPR 系列/PE 系列的营收分别为 6.82 亿元/1.02 亿元/0.86 亿元, 分别同比 +0.63%/-9.67%/-38.29%。分地区看, 广西/广东/河南雄塑三家子公司上半年营收分别为 3.84 亿元/0.73 亿元/0.70 亿元, 分别同比 +7.98%/-22.43%/+10.21%; 净利润分别为 5636 万元/-229 万元/283 万元, 分别同比 +9.24%/-177.25%/+57.67%。公司在华中市场拓展初见成效。分季度看, Q1/Q2 营收分别为 3.13 亿元/5.59 亿元, 分别同比 -26.14%/+9.17%; Q1/Q2 归母净利润分别为 0.30 亿元/0.66 亿元, 分别同比 -46.99%/+14.89%, 考虑到上年同期大基数, 二季度业绩属稳健恢复。

2、市场拓展阶段费用率略降, 现金流有所改善

上半年销售毛利率同比下降 0.57pp 至 25.37%。分产品看, PVC 系列/PPR 系列/PE 系列的毛利率分别为 24.50%/31.88%/24.41%, 分别同比 -0.70pp/-0.42pp/-0.72pp。上半年期间费用率同比提升 0.72pp 至 10.43%, 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.12pp/+0.56pp/+0.10pp/-0.06pp 至 3.83%/3.83%/3.09%/-0.32%。异地扩产+空白市场拓展战略下, 销售和管理费用率有所增加。销售净利率下降 1.18pp 至 10.98%。资产负债率上升 5.19pp 至 21.86%, 考虑到定增募资, 后续资产结构有望改善。上半年经营性现金流量净额为 0.65 亿元, 同比增加了 0.95 亿元; 收现比提升 6.53pp 至 107.15%, 现金流情况好转, 主因营收降幅小于采购付款降幅。

3、工程用管需求空间广阔, 积极扩产利于份额提升

公司主营的 PVC、PPR、PE 管材广泛应用于工程端, 在中长期内将持续受益于 (1) 防汛补短板 and 海绵城市建设所带来的市政用管需求, (2) 老旧小区改造所带来的存量翻新需求和 (3) 精装修趋势下的高端精品家装管材需求。公司目前拥有六大生产基地, 具备设计产能约 50.4 万吨。海南雄塑预计 2020 年末建成投产, 云南雄塑预计 2021 年下半年陆续投产。公司产能陆续达产后, 有利于快速拓展市场份额, 尤其是华中、西南地区市占率有望快速提升。

4、产能投放助力业绩增厚, 维持“强烈推荐-A”评级

由于下游客户集中化、精装修趋势和环保趋严, 塑料管道行业集中度持续提升。公司作为华南地区塑料管道龙头, 积极筹建新产能, 募投项目平稳推进, 有利于深度拓展空白市场, 提高市占率, 目前华中区域已初显成效, 看好云南产能建成投产后西南市场贡献业绩增量。渠道方面, 公司依托经销商基本实现全国性网络覆盖。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.96、1.23 元, 对应 PE 分别为 15.6 倍、12.3 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示: 原材料价格成本大幅提升、产能投放不及预期。

表 1: 公司盈利预测简表

| 会计年度      | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 2021 | 2557  | 3197  | 3954  |
| 同比增长      | 8%   | 27%   | 25%   | 24%   |
| 营业利润(百万元) | 292  | 366   | 466   | 576   |
| 同比增长      | 17%  | 25%   | 27%   | 24%   |
| 净利润(百万元)  | 234  | 293   | 373   | 461   |
| 同比增长      | 15%  | 25%   | 27%   | 24%   |
| 每股收益(元)   | 0.77 | 0.96  | 1.23  | 1.52  |
| P/E(倍)    | 19.6 | 15.6  | 12.3  | 9.9   |
| P/B(倍)    | 2.9  | 2.6   | 2.3   | 1.9   |

资料来源: Wind、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2018        | 2019        | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 1109        | 1110        | 1554        | 1964        | 2468        |
| 现金             | 579         | 532         | 844         | 1030        | 1351        |
| 交易性投资          | 0           | 35          | 35          | 35          | 35          |
| 应收票据           | 1           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收款项           | 158         | 184         | 210         | 263         | 325         |
| 其它应收款          | 3           | 3           | 4           | 5           | 6           |
| 存货             | 263         | 280         | 356         | 490         | 576         |
| 其他             | 106         | 77          | 106         | 141         | 175         |
| <b>非流动资产</b>   | 677         | 876         | 872         | 866         | 857         |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 398         | 425         | 449         | 470         | 490         |
| 无形资产           | 185         | 222         | 200         | 180         | 162         |
| 其他             | 94          | 230         | 223         | 216         | 206         |
| <b>资产总计</b>    | <b>1786</b> | <b>1987</b> | <b>2426</b> | <b>2831</b> | <b>3325</b> |
| <b>流动负债</b>    | 322         | 333         | 631         | 765         | 910         |
| 短期借款           | 2           | 3           | 237         | 290         | 340         |
| 应付账款           | 115         | 188         | 237         | 296         | 365         |
| 预收账款           | 126         | 51          | 64          | 80          | 98          |
| 其他             | 79          | 92          | 93          | 99          | 106         |
| <b>长期负债</b>    | 52          | 56          | 56          | 56          | 56          |
| 长期借款           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 52          | 56          | 56          | 56          | 56          |
| <b>负债合计</b>    | <b>374</b>  | <b>389</b>  | <b>687</b>  | <b>821</b>  | <b>966</b>  |
| 股本             | 304         | 304         | 304         | 304         | 304         |
| 资本公积金          | 575         | 575         | 575         | 575         | 575         |
| 留存收益           | 534         | 719         | 860         | 1131        | 1480        |
| 少数股东权益         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 归属于母公司所有者权益    | 1412        | 1597        | 1738        | 2009        | 2359        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>1786</b> | <b>1987</b> | <b>2426</b> | <b>2831</b> | <b>3325</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2018      | 2019        | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|----------------|-----------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 106       | 243         | 298        | 308        | 452        |
| 净利润            | 204       | 234         | 293        | 373        | 461        |
| 折旧摊销           | 57        | 66          | 82         | 81         | 79         |
| 财务费用           | 0         | 0           | 2          | 8          | 9          |
| 投资收益           | (5)       | (2)         | (11)       | (13)       | (11)       |
| 营运资金变动         | (157)     | (60)        | (67)       | (150)      | (96)       |
| 其它             | 7         | 4           | 0          | 8          | 9          |
| <b>投资活动现金流</b> | (0)       | (248)       | (67)       | (63)       | (60)       |
| 资本支出           | (146)     | (256)       | (75)       | (75)       | (75)       |
| 其他投资           | 146       | 8           | 8          | 12         | 15         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (45)      | (48)        | 80         | (58)       | (71)       |
| 借款变动           | 107       | 100         | 234        | 53         | 50         |
| 普通股增加          | 0         | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 资本公积增加         | 0         | 0           | 0          | 0          | 0          |
| 股利分配           | (152)     | (152)       | (152)      | (103)      | (112)      |
| 其他             | (0)       | 4           | (2)        | (8)        | (9)        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>61</b> | <b>(53)</b> | <b>312</b> | <b>187</b> | <b>321</b> |

## 利润表

| 单位：百万元           | 2018       | 2019       | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>营业收入</b>      | 1873       | 2021       | 2557       | 3197       | 3954       |
| 营业成本             | 1422       | 1499       | 1896       | 2362       | 2917       |
| 营业税金及附加          | 15         | 16         | 20         | 25         | 31         |
| 营业费用             | 92         | 95         | 118        | 144        | 180        |
| 管理费用             | 62         | 68         | 87         | 109        | 134        |
| 研发费用             | 52         | 61         | 77         | 93         | 115        |
| 财务费用             | (5)        | (5)        | 2          | 8          | 9          |
| 资产减值损失           | (4)        | (4)        | (4)        | (3)        | (4)        |
| 公允价值变动收益         | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 其他收益             |            |            |            |            |            |
| <b>投资收益</b>      | 18         | 9          | 11         | 13         | 11         |
| 营业利润             | 249        | 292        | 366        | 466        | 576        |
| 营业外收入            | 0          | 1          | 1          | 0          | 1          |
| <b>营业外支出</b>     | 4          | 2          | 3          | 3          | 3          |
| 利润总额             | 245        | 290        | 363        | 464        | 574        |
| 所得税              | 41         | 57         | 70         | 90         | 113        |
| 少数股东损益           | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>204</b> | <b>234</b> | <b>293</b> | <b>373</b> | <b>461</b> |

## 主要财务比率

|                 | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入            | 22%   | 8%    | 27%   | 25%   | 24%   |
| 营业利润            | 53%   | 17%   | 25%   | 27%   | 24%   |
| 净利润             | 53%   | 15%   | 25%   | 27%   | 24%   |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率             | 24.1% | 25.8% | 25.8% | 26.1% | 26.2% |
| 净利率             | 10.9% | 11.6% | 11.5% | 11.7% | 11.7% |
| ROE             | 14.4% | 14.6% | 16.9% | 18.6% | 19.6% |
| ROIC            | 14.1% | 14.3% | 14.9% | 16.5% | 17.4% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 20.9% | 19.6% | 28.3% | 29.0% | 29.1% |
| 净负债比率           | 0.1%  | 0.2%  | 9.8%  | 10.2% | 10.2% |
| 流动比率            | 3.4   | 3.3   | 2.5   | 2.6   | 2.7   |
| 速动比率            | 2.6   | 2.5   | 1.9   | 1.9   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 1.0   | 1.0   | 1.1   | 1.1   | 1.2   |
| 存货周转率           | 6.0   | 5.5   | 6.0   | 5.6   | 5.5   |
| 应收帐款周转率         | 13.1  | 11.8  | 13.0  | 13.5  | 13.5  |
| 应付帐款周转率         | 11.6  | 9.9   | 8.9   | 8.9   | 8.8   |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS             | 0.67  | 0.77  | 0.96  | 1.23  | 1.52  |
| 每股经营现金          | 0.35  | 0.80  | 0.98  | 1.01  | 1.49  |
| 每股净资产           | 4.65  | 5.25  | 5.72  | 6.61  | 7.76  |
| 每股股利            | 0.50  | 0.50  | 0.34  | 0.37  | 0.46  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| PE              | 22.5  | 19.6  | 15.6  | 12.3  | 9.9   |
| PB              | 3.2   | 2.9   | 2.6   | 2.3   | 1.9   |
| EV/EBITDA       | 12.8  | 11.0  | 8.2   | 6.6   | 5.6   |

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017 年 1 月加入招商证券，从事建材行业研究，2019 年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选 2019 年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

**于泽群：**华东师范大学金融学硕士，2018 年 5 月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019 年开始从事建材行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。