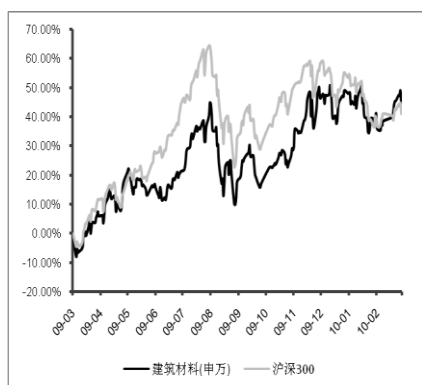



建材—管道
Construction Materials-pipes

2010 年 3 月 5 日

发行概况

发行股数	6340 万股
发行日期	2010 年 3 月 5 日
发行方式	网下申购+网上申购
主承销商	东北证券股份有限公司



王昕
+86 755 21515547
wangxin2@jyzq.cn

执业证书编号
王昕: S0370209020074

伟星新材 (002372) 新股定价报告

——渠道为王 厚积薄发

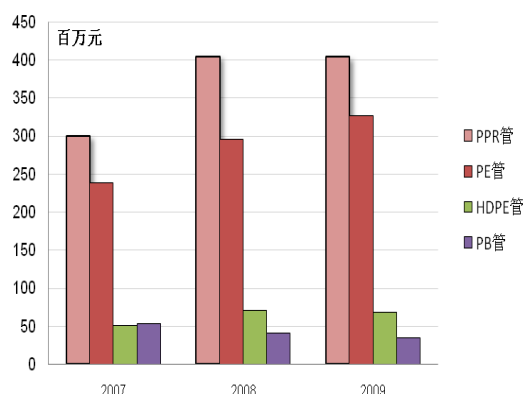
申购建议: 申购

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	701	897	931	1268	1672	1988
同比(%)	50%	28%	4%	36%	32%	19%
归属于母公司的净利润(百万元)	87	95	133	160	198	246
同比(%)	112%	9%	39%	20%	24%	24%
毛利率(%)	30.88%	31.51%	39.15%	35.70%	35.38%	35.63%
每股收益(元)	0.46	0.50	0.70	0.63	0.78	0.97
PE	35.85	27.12	29.26	21.32	16.03	18.73

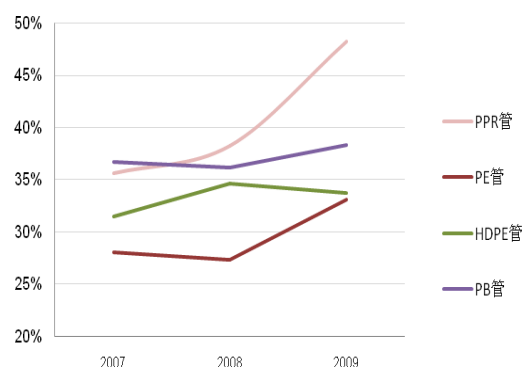
- **细分行业龙头，下游应用广泛。**公司自成立以来始终专业从事高质量、高附加值新型塑料管道的研发、生产和销售，目前已成为国内塑料管道行业产品系列化、生产规模化、经营品牌化的实力企业之一。2008 年公司主要产品 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管在国内市场占有率分别为 5.85%、3.06% 和 3.13%。公司在浙江、上海、天津建有三大生产基地，目前年产能可为 4.78 万吨。公司生产的 PPR 管、PE 管、HDPE 双壁波纹管和 PB 管等产品广泛应用于建筑内给排水、市政给水、建筑采暖、市政排水等领域。
- **未来国内塑料管道市场将保持稳定增长。**塑料管道与传统的铸铁管、镀锌钢管、水泥管等管道相比，具有节能环保、轻质高强、耐腐蚀、内壁光滑不结垢、施工和维修简便、使用寿命长等优点，用于替代铸铁管、镀锌钢管、水泥管等传统的管道，可以很好地解决了饮用水二次污染、化学防腐问题，并有效保护地下水资源免受污染。在发达国家塑料管的应用已经非常普遍，根据北京塑料工业协会资料，欧洲 15 个发达国家人均塑料管用量为 6.34 公斤，美国人均塑料管用量约为 14 公斤。截至 2008 年，我国人均塑料管道用量仅为 3.5 公斤左右。根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会的预测，保守预测我国塑料管道行业 2009-2010 年的年增长率为 15% 左右，2011-2015 年的年增长率为 5% 左右。
- **多重因素拉动下游需求增长。**塑料管道的特点符合目前国家发展节能环保产业的可持续发展战略，未来将得到国家产业政策的进一步支持。此外我国的城镇化改造、新农村建设、城市市政设施改造升级、重点项目建设以及即将出台的“建材下乡”政策等多重因素都将拉动行业下游需求增长。

- **公司收入利润稳步增长，议价能力较强。**公司收入主要来自于主营业务。2006-2009 年，公司营业收入复合增长率为 25.7%，归属于母公司的净利润复合增长率达到 47.6%。由于公司具有产品质量、品牌及渠道等优势，因此公司产品的议价能力较强，公司综合毛利率始终高于同行业上市公司。
- **渠道为王，厚积薄发。**我们认为公司的产品作为终端消费品，其竞争力主要体现在品牌的树立和销售网络的覆盖。公司根据多年的销售实践，探索出了一套行之有效的销售模式。目前公司的销售分为经销和工程直销两种模式。在经销模式下，建立了只有公司和零售商两个层次的更为直接的经销模式。有效减少了销售的中间环节，实现了渠道“扁平化”，从而使公司产品销售能够获得较高的毛利率。截至 2009 年末，公司区域经销商 999 家，通过区域经销商管理的销售网点达到 6230 家，公司直接分销网点达到 7395 家，经销网点总家数达到 13625 家。这些经销网点在为公司创造效益的同时也起到了宣传公司品牌形象的作用。工程直销模式工程是指公司直接向工程客户投标获得订单的销售方式，价格相对比较透明，竞争比较激烈，为此，公司开发了个性化的产品（如工程专用管）并采取有竞争力的报价策略。正是大力发展营销网络，深耕渠道建设使公司的产品及品牌形象得到了良性的发展，也因此给公司创造了可观的效益。
- **募投项目将为未来持续发展提供支持。**本次募集资金将投入年产 3.2 万吨节能环保型 PPR 系列管材、管件扩建项目、年产 2.5 万吨节能节水型 PE 系列管材、管件扩建项目以及年产 1.5 万吨环保型排水、排污用聚烯烃系列双壁波纹管扩建项目等三个项目。预计总投资为 4.86 亿元，项目建设周期为一年，公司已经以自筹资金及银行贷款进行了先期投入。募投项目的建设将使公司产能规模扩大，有利于未来的持续发展。
- **投资建议：**根据公司募投项目的投产进度，我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 0.63 元、0.78 元和 0.97 元。目前 A 股建材板块 2010 年市盈率在 20 倍左右，根据公司的成长性，我们认为可给予 2010 年 25-30 倍的估值，对应合理价值区间为 15.75-18.9 元。
- **风险因素：** 原材料价格波动对公司盈利的影响；项目建设能否如期完成对公司的影响；市场竞争的风险。

图表 1 公司主要产品历年收入情况



图表 2 公司主要产品历年毛利率情况



数据来源: 招股说明书

图表 3 公司主要产品及用途

产品		用途
PPR 系列管材管件	PPR 管	建筑冷热水管道市场
	F-PPR 复合管	高档建筑冷热水管道市场 建筑主立管市场
	PPR/Al 复合管	户外抗老化管道市场 中央空调管道 高温散热片采暖市场
PE 系列管材管件	PE 城乡给水管	市政给水、农村给水
	PE 同层/虹吸排水管	建筑排水
	PE 地源热泵专用管	中央空调、热水供应
	地板采暖用 PE-RT 管	低温地板辐射采暖
HDPE 双壁波纹管	HDPE 双壁波纹管	室外排水排污、工业排污、低压灌溉、垃圾填埋
PB 系列产品	采暖用 PB 管	高温散热器采暖、地板辐射采暖
	PB 阻氧管	

数据来源: 招股说明书

图表 4 2001-2015 年我国塑料管产量增长预测 单位: 万吨

年度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2010	2015
年产量	121.40	136.90	163.80	190.70	236.70	288.10	331.80	459.30	600.00	750.00
年增长(%)	54.45	12.77	19.65	16.42	24.12	21.72	15.17	38.43	14.30	4.56

数据来源: 招股说明书

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.