

谨慎申购

股票价格

发行价格	17.97 元
合理价值区间	15.00-18.00 元
网下发行数量 (万股)	1268
网上发行数量 (万股)	5072

股本结构 (发行后)

总股本 (万股)	25340
流通 A 股 (万股)	6340
B 股/H 股 (万股)	0/0

重要日期

网下缴款日	2010 年 3 月 8 日
网上申购日	2010 年 3 月 8 日

建筑与工程行业分析师
江孔亮
电话: 021-23219422
Email: klijang@htsec.com

建筑建材行业助理分析师
蒲世林
电话: 021-23219054
Email: pusl@htsec.com

伟星新材 (002372)

2010 年 3 月 8 日

渠道建设+产能扩张=成长可期

公司是一家生产 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管等塑料管道的民营企业,市场占有率位居国内前列。塑料管道节能环保、综合性能优于传统管道,应用广泛,替代效应明显。公司建立了直接面向零售商的二级经销层次,渠道掌控力较强。募集资金项目将使公司产能大幅扩张,成长可期。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率 (%)	3.80	26.63	30.73	23.18
净利润增长率 (%)	39.41	13.96	25.88	22.71
综合毛利率 (%)	39.15	36.87	36.26	35.64
每股收益 (元)	0.52	0.60	0.75	0.92

注: 每股收益按本次发行结束后的总股本 25340 万股计算。

资料来源: 海通证券研究所

- **颇具实力的塑料管道制造民营企业。**公司大股东为伟星集团,实际控制人为章卡鹏、张三云。公司主要产品为 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管,2008 年市场占有率分别为 5.85%、3.06%和 3.13%,在国内位居前列。
- **塑料管道行业需求持续增长可期。**塑料管道与传统的铸铁管、镀锌钢管、水泥管等管道相比,具有节能节材、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,替代效应明显,目前已广泛应用于建筑给排水、市政工程等领域。根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会的预测,按目前的发展态势和投资力度,保守预测 2009-2010 年的年增长率为 15%左右,2011-2015 年的年增长率为 5%左右。
- **两级经销模式是公司一大特色。**多级经销模式是业内较普遍采用的模式,而公司采用在“乡镇”至“地级市”之间的不同区域设立区域经销商的同时,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。这一模式有效减少了销售的中间环节,保证了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。2007 年、2008 年和 2009 年,通过经销模式实现销售收入约占公司主营业务收入 69.76%、68.39%和 65.15%。我们认为虽然这种经销模式带来的较高的销售费用基本抵消了高毛利,但是这有利于公司增强销售渠道的掌控力,于中长期有利。
- **募集资金项目分析。**此次募集资金用于扩大 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管产能,项目预计将分别在 2009-2011 年达产,全部达产后产能将由现有的 3.98 万吨增长至 11.18 万吨,增长 181%。我们认为由于公司产品品牌度较高,且建立了广泛的销售渠道,公司新增产能将能够逐渐消化,助推公司业绩快速增长。
- **合理价值区间为 15-18 元。**我们预测公司 2010-2012 年的摊薄每股收益将达到 0.60、0.75 和 0.92 元。公司未来 3 年利润复合增长率将达到 25%左右,鉴于塑料管道行业成长性较为明确,我们认为可以给予公司 2010 年 25-30 倍 PE,对应的价值区间为 15-18 元。建议“谨慎申购”。
- **不确定因素。**(1) 原材料价格的大幅波动;(2) 竞争加剧导致盈利水平下滑。

表 1 伟星新材盈利预测主要假设条件

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
产能（吨）						
PPR 管材管件	15200.00	17400.00	18000.00	26000.00	38000.00	44000.00
PE 管材管件	16700.00	18500.00	21200.00	25500.00	36000.00	40000.00
HDPE 双壁波纹管	5300.00	5900.00	7100.00	10000.00	15000.00	18000.00
PB 管材管件	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
销量（吨）						
PPR 管材管件	13438.45	14792.38	16676.88	22100.00	29640.00	37400.00
PE 管材管件	14779.70	15737.02	20178.26	22950.00	28800.00	34000.00
HDPE 双壁波纹管	3998.00	4838.00	5773.54	7800.00	10500.00	13500.00
PB 管材管件	971.37	676.87	642.90	675.00	675.00	675.00
产能利用率（%）						
PPR 管材管件	88.41	85.01	92.65	85.00	78.00	85.00
PE 管材管件	88.50	85.06	95.18	90.00	80.00	85.00
HDPE 双壁波纹管	75.43	82.00	81.32	78.00	70.00	75.00
PB 管材管件	64.76	45.12	42.86	45.00	45.00	45.00
单价（元/吨）						
PPR 管材管件	22297.59	27349.84	24192.94	25402.58	25910.64	26169.74
PE 管材管件	16172.17	18822.13	16210.99	17021.54	17361.97	17535.59
HDPE 双壁波纹管	12882.17	14564.59	11883.47	12477.65	12727.20	12854.47
PB 管材管件	54757.20	60824.24	54313.42	57029.09	58169.68	58751.37
收入（万元）						
PPR 管材管件	29964.50	40456.93	40346.27	56139.71	76799.12	97874.83
PE 管材管件	23901.98	29620.43	32710.96	39064.44	50002.48	59621.01
HDPE 双壁波纹管	5150.29	7046.35	6860.97	9732.56	13363.56	17353.53
PB 管材管件	5318.95	4117.01	3491.81	3849.46	3926.45	3965.72
其他产品	1759.49	5452.29	8248.08	9072.89	9980.18	10978.19
总收入	66095.21	86693.01	91658.09	117859.06	154071.79	189793.29
成本（万元）						
PPR 管材管件	19300.13	24982.15	20903.40	31999.63	44543.49	57746.15
PE 管材管件	17204.65	21542.94	21883.63	26563.82	34501.71	41734.71
HDPE 双壁波纹管	3532.07	4606.90	4546.76	6520.82	9087.22	11800.40
PB 管材管件	3365.83	2629.95	2153.75	2425.16	2493.30	2518.23
其他产品	1382.96	4707.51	6256.99	6895.39	7584.93	8343.43
总成本	44785.64	58469.45	55744.54	74404.83	98210.65	122142.92
毛利率（%）						
PPR 管材管件	35.59	38.25	48.19	43.00	42.00	41.00
PE 管材管件	28.02	27.27	33.10	32.00	31.00	30.00
HDPE 双壁波纹管	31.42	34.62	33.73	33.00	32.00	32.00
PB 管材管件	36.72	36.12	38.32	37.00	36.50	36.50
其他产品	21.40	13.66	24.14	24.00	24.00	24.00
综合毛利率	32.24	32.56	39.18	36.87	36.26	35.64

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

表 2 伟星新材盈利预测表（万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	70052.61	89665.67	93071.38	117859.06	154071.79	189793.29
同比增长（%）	49.67	28.00	3.80	26.63	30.73	23.18
营业成本	48420.26	61407.61	56630.24	74404.83	98210.65	122142.92
毛利率（%）	30.88	31.51	39.15	36.87	36.26	35.64
营业税金及附加	344.67	505.77	723.92	942.87	1232.57	1518.35
税金及附加/收入（%）	0.49	0.56	0.78	0.80	0.80	0.80
销售费用	7394.38	11479.05	14282.12	18268.15	23881.13	28468.99
销售费用率（%）	10.56	12.80	15.35	15.50	15.50	15.00
管理费用	2375.32	3748.04	4246.13	5303.66	6779.16	8161.11
管理费用率（%）	3.39	4.18	4.56	4.50	4.40	4.30
财务费用	1402.43	1924.70	1147.16	800.00	1000.00	1200.00
财务费用率（%）	2.00	2.15	1.23	0.68	0.65	0.63
资产减值损失	-1222.49	106.17	124.14			
投资净收益		51.17				
营业利润	11338.05	10545.51	15917.67	18139.55	22968.28	28301.92
同比增长（%）	200.89	-6.99	50.94	13.96	26.62	23.22
营业外收入	957.57	1165.16	705.57	700.00	700.00	700.00
营业外支出	415.83	179.15	181.07	180.00	180.00	180.00
利润总额	11879.80	11531.52	16442.17	18659.55	23488.28	28821.92
所得税费用	3137.88	2018.32	3179.60	3545.31	4462.77	5476.16
有效所得税率（%）	26.41	17.50	19.34	19.00	19.00	19.00
净利润	8741.91	9513.20	13262.57	15114.24	19025.50	23345.75
归属母公司净利润	8748.73	9513.20	13262.57	15114.24	19025.50	23345.75
同比增长（%）	112.13	8.74	39.41	13.96	25.88	22.71
少数股东损益	-6.82					
摊薄每股收益（元）	0.35	0.38	0.52	0.60	0.75	0.92

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国建筑、金螳螂

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通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。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。