

化学品制造业

报告原因：中报公布

2011年9月1日

市场数据：2011年9月1日

收盘价(元)	19.17
一年内最高/最低(元)	25.14/15.80
市净率	3.03
股息率	1.56%
流通A股市值(百万元)	1215.4

基础数据：2011年6月30日

每股净资产(元)	6.32
资产负债率%	21.14
总股本/流通A股(百万)	253.40/63.40
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师：

裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

021-32589781

联系人：

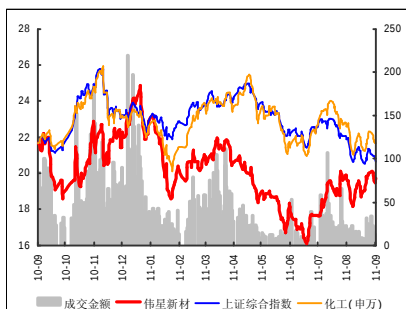
朱一闻

021-32589770

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

一年内公司股价与大盘对比走势：



伟星新材

(002372)

增持

得渠道者得天下，专业高端做品牌

首次评级

半年目标价：22.52-23.63元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2010A	1249.2	773.0	170.1	0.72	26.62
2011E	1587.12	973.9	234.2	0.92	20.74
2012E	2047.83	1255.3	295.7	1.17	16.43
2013E	2252.61	1380.4	325.4	1.28	14.93

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

■ 公司2011年中报数据显示：2011上半年营业收入7亿元，营业成本4.36亿元，实现归属母公司净利润1.05亿元，同比分别增长38.56%、39.53%和40.73%。

■ 水利、给排水和保障房促成塑料管道行业持续：2010年管道行业产量已经达到840万吨、4万亿资金投入水利建设、25亿平方米保障房将在未来5年开工建设，据此我们预计2015年塑料管道产销量有望突破1200万吨。其中水利、建筑内给排水方向需求量在104、615万吨。而且分类产品市场占有率上，公司主要产品PE管的市场占有率从2006年25%到2009年34%，而PVC管则从70%降低到48%，显示出一个替代的趋势。

■ 渠道航母建设初见成效，再接再厉拓展中西部市场：公司目前包括经销和自有直接分销网点达到16000多家；12家销售子公司中11家今年上半年扭亏为盈，显示在渠道管理上精细化程度加深，沟通认为公司将通过销售分公司进一步促成渠道管理扁平化；公司还将利用超募资金在目前业务较为薄弱、未来发展较大的中西部和华南等地区增设15家销售分公司或办事处。

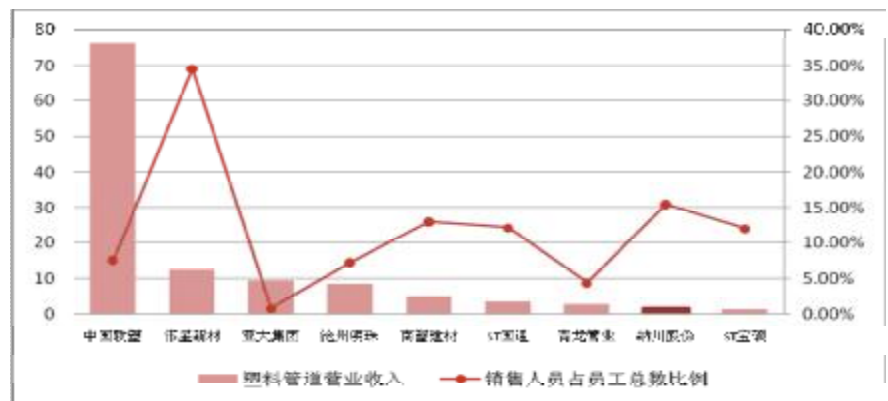
■ 内装市场持续增长，农村安全饮水助推业绩：公司认为主导产品家装水管的市场主要是自住消费住房市场，商品房调控政策对刚性需求购买者的影响主要表现在时间延迟上；此外公司积极开拓保障房市场，只要保障房的资金到位，预计将可保证市场的持续增长。今后三年2.1亿农村人口饮水安全工程也为公司业绩提升起到助推作用，公司在过去的五年针对自身产品特色，已经多次参与东部农村的饮水工程项目的招标与实施。

■ 公司定价模式和品牌策略有利于转移成本压力：公司采用的是成本加成定价，因此虽然上半年PP、PE原材料上涨较快，但公司上半年毛利率和净利率分别为37.79%、14.96%与去年同期38.22%、14.73%基本持平。此外在塑料管道行业中伟星一直维持中高端品牌形象，主要客户亦是中高端用户，具有较高价格承受能力，更易于转嫁成本压力。

■ 我们预测公司2011-2013年EPS为0.94、1.11、1.23元；公司产销规模持续扩大，渠道、品牌建设初见成效，结合较高的股权激励行权条件及行权价格，可给予20-21倍市盈率，暂时“增持”评级，半年目标价22.52-23.63元。

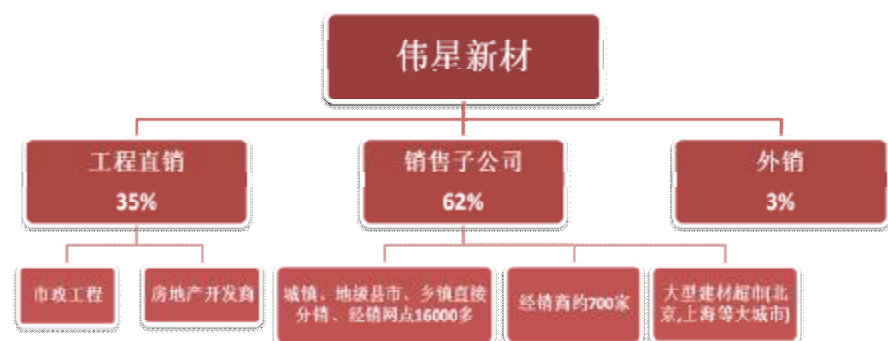
❖ **超募资金助伟星建设渠道航母：**目前公司在全国主要城市设立了 12 家销售子公司和 10 多家办事处，销售人员共 680 人，据公司透露经销网点已经达到 16000 多家。销售子公司分管深入到地级县市、甚至乡镇的经销商和公司直接分销网点。从 2011 年的中报显示，12 家销售子公司 11 家销售子公司因为市场拓展，渠道管理初见成效而开始盈利。公司在扩建营销渠道的同时更对旗下子公司加强管理，所以很可能在今后整合为分公司的形式加强母公司的控制力度。而且公司计划用 11371.50 万元的超募资金建设 15 家销售分公司或办事处开拓更广阔的中西部、华南和东北地区市场。项目建成后，公司将成为销售网络覆盖面最广、最深入、销售团队最庞大、拥有航母规模渠道的塑料管道企业。

图 1：塑料管道上市公司营业收入及销售团队规模对比



数据来源：公司公告、山西证券研究所

图 2：伟星新材营销渠道

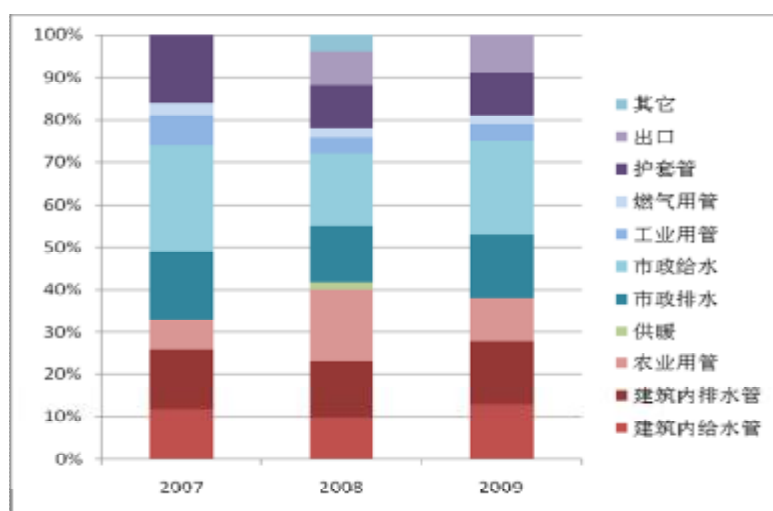


数据来源：公司投资者互动平台

Ø 公司品牌建设见成效，加大力度抢占开发程度低的中西部市场：在建筑内装领域，管道成本在整个装修费用中占比不高，而市场逐渐认识到质量问题带来返工的成本将不仅限于水管本身的成本，故此一旦返工的损失远大于使用低质量产品低成本的收益，因此高品质高品牌知名度的产品未来的市场份额提升可期；同时中西部地区经济发展强劲，使得管材市场的高端化趋势明显，PE 管的市场占有率从 2006 年 25%到 2009 年 34%，而 PVC 管则从 70%降低到 48%，显然 PE 管道对 PVC 管道的逐年替代趋势更有利于公司 PE 管产品线在中西部市场的开拓。因此近年公司加大在中西部和华南等地区的品牌推广力度，目前初见成效，消费者认知度开始提高，今年上半年西部、中部、华南地区的营业收入分别增长 40.34%、47.88%和 78.33%。

Ø “十二五”把农村饮水安全摆在 4 千亿水利投资的突出位置，带来又一新业绩增长点：至 2013 年底将解决 2.1 亿农村人口饮水安全问题，将使用约 242 万吨塑料管道。伟星的 PE 管道可用于城乡供水，也参与到“十五”规划中的解决农村人口饮水安全工程中。比上阶段 5 年解决 1.54 亿人饮水安全的工程进度，今后三年工程密度将更高、进度更为紧凑。公司主要从事的 PE 给水管道安全性高，在公司核心业务区域东部经济较富裕地区市场广阔。对上市公司业绩增长的影响会更快显现。

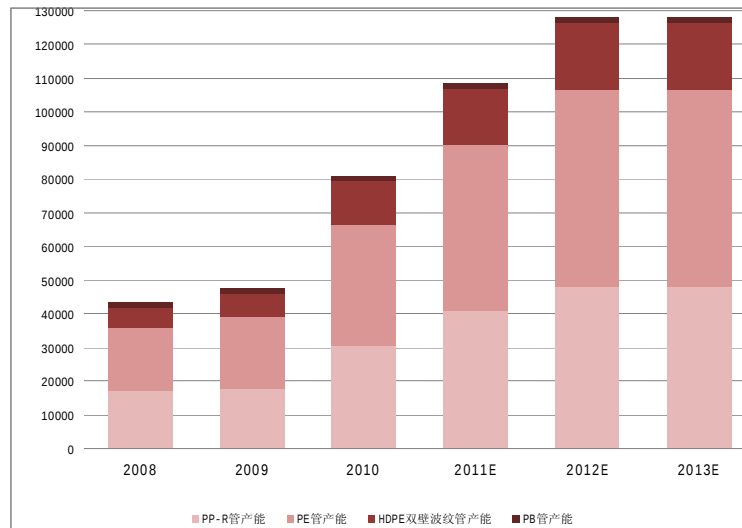
图 3：塑料管道下游分布趋势



数据来源：山西证券研究所

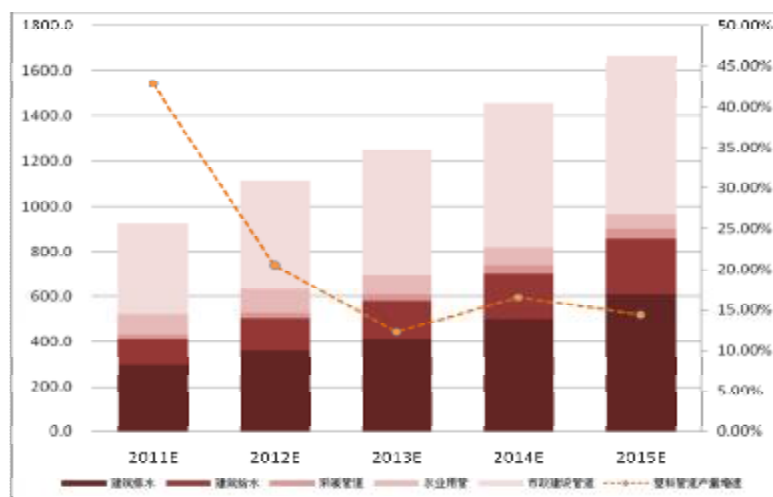
国内 PP-R、PE 管道龙头，规模效应明显：2012 年 1 月四个扩产项目建成后共增加产能 90000 吨产能将在今后 3 年逐渐释放产能。目前拥有 109000 左右塑料管道产能，今年底即将建成 128300 吨：48100 吨 PP-R 管材、管件；58400 吨 PE 管材、管件；20300 吨 HDPE 双壁波纹管材、管件；1500 吨 PB 管材、管件。

图 4:伟星新材未来 3 年产能增长



数据来源：公司公告、山西证券研究所

图 5: 我国塑料管道未来 5 年分类产量预测



数据来源：山西证券研究所



核心假设： 1. 公司表示去年募投的 PP-R、PE、HDPE 双壁波纹管材管件项目竣工期因变电站审批原因推迟 9 个月，但是由于营销网络的建成期在 2013 年，所以公司产能的投放和销售仍将稳定增长。产销规模的扩大配合营销网络的逐步建成将降低销售费用率，提升公司的盈利能力。

2. 地方政府能够保证保障房建设资金流通状况良好，以确保保障房开工率。认为公司所瞄准的商品房家装水管市场和住房刚需密切相关，所受到一定影响，至多也会延时展现。

3. 产能投放按计划。2013 年不再有新产能建成。

4. 公司资本公积+未分配利润超过 5 元/股，有转增的充分条件，但在预测期不考虑转增股本。

5. 不再出现 2010 年公司上市推广时，使用大笔资金推广宣传。销售费用随营销网络的扩建而同比增长。募集资金不再带来大笔利息收入，财务费用率保持稳定趋势。

6. 认为公司期权行权能够完全执行，也就是 17.39 元/股，2012-2014 年每年 300 万、300 万、400 万股。

风险提示： 1. 房地产行业为公司主要客户之一，政策对商品房市场的调控可能抑制下游需求。

2. 国际石油价格继续上涨带来成本压力，压缩盈利空间。

3. 产能没有按时投放，营销渠道得不到充分发挥导致过高销售费用率。

利润表

单位：百万元

	2010-A	2011-E	2012-E	2013-E
一、营业总收入	1,249.18	1,587.12	2,047.83	2,252.61
营业收入	1,249.18	1,587.12	2,047.83	2,252.61
其中：PP-R	538.68	695.17	895.52	985.07
PE	450.54	583.99	792.20	871.42
其他产品	126.43	145.39	159.93	175.93
HDPE 双壁波纹管	72.65	97.65	128.78	141.66
PB	51.84	59.62	65.58	72.14
其他业务收入	9.04	5.29	5.82	6.40
二、营业总成本	1,044.00	1,301.30	1,683.96	1,851.39
营业成本	772.96	973.85	1,255.31	1,380.24
其中：PP-R	275.92	361.70	465.24	511.95
PE	306.71	398.85	540.97	595.19
其他产品	98.71	113.22	124.51	136.86
HDPE 双壁波纹管	48.99	63.64	84.13	92.40
PB	34.21	36.45	40.47	43.84
其他业务成本	8.43	4.88	5.36	5.90
营业税金及附加	8.37	11.53	14.87	16.67
销售费用	192.12	226.66	296.55	322.27
管理费用	65.44	91.05	115.91	129.44
财务费用	0.58	-8.54	-7.12	-6.78
资产减值损失	4.53	6.75	8.43	9.55
三、营业利润	205.18	285.81	363.88	401.22
加：营业外收入	8.47	8.50	8.50	8.50
减：营业外支出	2.41	2.50	2.50	2.50
四、利润总额	211.24	291.81	369.88	407.22
减：所得税	41.12	57.63	74.20	81.79
五、净利润	170.12	234.19	295.67	325.43
减：少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	170.12	234.19	295.67	325.43
六、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.72	0.92	1.17	1.28
(二) 稀释每股收益(元)	0.72	0.92	1.15	1.27

资产负债表

单位：百万元

	2010-A	2011-E	2012-E	2013-E
流动资产：				
货币资金(元)	970.83	832.55	1226.59	1411.43
应收票据及账款	124.46	184.15	145.78	179.60
预付款项(元)	132.38	167.89	216.21	237.08
其他应收款(元)	13.51	30.60	39.48	43.43
存货(元)	254.46	205.41	303.69	225.40
流动资产合计(元)	1495.63	1420.60	1931.74	2096.94
非流动资产：				
固定资产(元)	180.24	448.01	593.08	777.77
在建工程(元)	79.17	289.18	39.69	3.59
无形资产(元)	119.72	117.32	115.56	113.83
商誉(元)	0.72	0.72	0.72	0.72
长期待摊费用(元)	2.46	2.63	2.76	2.84
递延所得税资产(元)	7.73	10.82	12.98	15.57
非流动资产合计(元)	390.03	868.68	764.80	914.32
资产总计(元)	1885.66	2289.28	2696.54	3011.26
流动负债：				
短期借款(元)	10.00	100.00	100.00	100.00
应付账款(元)	75.75	167.72	250.72	247.70
预收款项(元)	118.42	150.46	194.14	213.55
应付职工薪酬(元)	24.86	29.33	38.38	41.71
应交税费(元)	10.58	-9.14	-11.79	-12.96
应付利息(元)	0.10	0.12	0.12	0.12
其他应付款(元)	9.47	12.03	15.53	17.08
流动负债合计(元)	249.18	450.52	587.10	607.20
非流动负债：				
长期借款(元)	54.00	54.00	54.00	54.00
其他非流动负债(元)	9.73	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计(元)	63.73	54.00	54.00	54.00
负债合计(元)	312.91	504.52	641.10	661.20
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)(元)	253.40	253.40	256.40	256.40
资本公积金(元)	1043.61	1043.61	1043.61	1043.61
盈余公积金(元)	37.98	61.40	90.97	123.51
一般风险准备(元)				
未分配利润(元)	237.76	426.36	664.47	926.54
少数股东权益(元)				
归属于母公司所有者权益合计(元)	1572.75	1784.76	2055.44	2350.06
所有者权益合计(元)	1572.75	1784.76	2055.44	2350.06
负债和所有者权益总计(元)	1885.66	2289.28	2696.54	3011.26

现金流量表

单位：百万元

	2010-A	2011-E	2012-E	2013-E
经营活动现金流	96.39	80.96	644.83	462.48
净利润	170.12	234.19	295.67	325.43
折旧摊销	31.17	36.46	85.03	108.36
财务费用	0.58	-8.54	-7.12	-6.78
投资收益	-	-	-	-
营运资金变动	-105.48	-181.14	271.25	35.45
其它	-	-	-	-
投资活动现金流	-154.37	-325.64	-269.80	-296.63
资本支出	-161.41	-325.64	-269.80	-296.63
长期投资	-	-	-	-
其它	7.04	-	-	-
筹资活动现金流	978.22	109.00	19.00	19.00
短期借款	-139.24	90.00	-	-
长期借款	-	-	-	-
普通股增加	63.00	-	-	-
资本公积增加	1,035.29	-	-	-
其它	19.18	19.00	19.00	19.00
现金净增加额	920.24	-135.68	394.03	184.84
期初现金及现金等价物余额(元)	48.00	968.24	832.55	1,226.59
期末现金及现金等价物余额(元)	968.24	832.55	1,226.59	1,411.43

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。