

审慎推荐-A (维持)

伟星新材 002372.SZ

目标估值: 21.00-23.00 元

当前股价: 16.84 元

2011 年 12 月 11 日

基础数据

上证综指	2315
总股本(万股)	25340
已上市流通股(万股)	6340
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	22.2%
主要股东	伟星集团有限公司
主要股东持股比例	39.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	2	-24
相对表现	-4	17	-4



资料来源: 港澳资讯, 招商证券

相关报告

- 1、伟星新材(002372)-塑料水管行业的闪亮之星, 公司深度研究, 2010/7/7
- 2、伟星新材(002372)-短期虽有压力, 着眼长远, 2011/4/23
- 3、伟星新材(002372)-毛利率承压, 待股权激励获批, 2011/10/28

王晶晶

0755-82943246
wangjj@cmschina.com.cn
S1090511040035

股权激励授予, 行权价下投资价值显现

董事会公告: 决定授予公司 13 名激励对象合计 1,000 万份股票期权, 授权日为 2011 年 12 月 7 日, 行权价格为 17.39 元。授予终于尘埃落定, 股权激励的实行对公司的长远发展奠定良好基础, 行权价下投资价值凸显。

- **股权激励授予尘埃落定。**董事会公告决定授予公司 13 名激励对象合计 1,000 万份股票期权, 占股本总额的 3.95%, 授权日为 2011 年 12 月 7 日, 行权价格为 17.39 元。激励对象包括董事长、副总经理、财务总监、核心技术人员、销售经理等关键岗位。共有 2012-2014 三个行权期。
- **地产调控下股权激励坚持实行显示管理层的信心。**行权条件为: 2011-2013 年加权平均 ROE 分别不低于 10%、11%、12%, 以 2010 年为利润基数, 2011-2013 年净利润增长不低于 15%、30%、45%。根据有关会计准则和会计制度的规定, 股票期权费用应当按可行权的股票期权数量和授予日的公允价值, 将当期取得的激励对象所提供的服务计入相关费用和资本公积, 期权费用对 2011-2014 年的利润影响为 183.8、2131.13、1260.61、631.74 万元。共计 4207.38 万元。
- **后续展望: 地产调控, 家装市场承压, 但公司回款情况不错。**我们看到中期的时候家装主导的 PPR 下滑至 24%, PE 和 HDPE 增速逐步加快, 工程市场有一定的弥补。1-9 月毛利率 36.3%, 单季度 34.1%, 三季度单季度净利率 15%, 同比下降 2.5 个百分点, 环比下降 1.7 个百分点。前三季收入 12 亿, 公司应收账款 1.73 亿, 销售商品劳务收到的现金为 15.65 亿, 尚在较好的控制范围内。从同业来看, 我们看到某些采用总经销模式的企业受压情况更明显, 公司的扁平化模式具备防御能力。
- **行权价下投资价值凸显, 维持“审慎推荐-A”的投资评级。**同样是 7 月公布股权激励草案的伟星股份前期撤销了方案, 对前景展望发生变化。而伟星新材坚持执行, 我们认为管理层对于行业风险有着足够的评估, 对行权价寄予信心。2012 年是资本市场需要耐心的一年, 但这是未来公司从目前小公司、大行业格局胜出的重要阶段。一旦地产放量则进攻性显现。预测 2011-2013 年 EPS 为 0.84、1.06、1.46 元。对应 11/12 年 PE 20/16 倍。

□ **风险提示: 地产销量长期萎缩。**

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	931	1249	1747	2159	2930
同比增长	4%	34%	40%	24%	36%
营业利润(百万元)	159	205	257	325	460
同比增长	51%	29%	25%	26%	42%
净利润(百万元)	133	170	214	269	370
同比增长	39%	28%	26%	26%	37%
每股收益(元)	0.70	0.67	0.84	1.06	1.46
PE	24.4	25.3	20.2	16.0	11.6
PB	10.6	2.7	2.5	2.3	2.0

资料来源: wind, 招商证券

表1: 行权条件

行权期	业绩指标
第一个行权期	2011 年加权平均净资产收益率不低于 10%; 以 2010 年净利润为基数, 2011 年的净利润增长率不低于 15%
第二个行权期	2012 年加权平均净资产收益率不低于 11%; 以 2010 年净利润为基数, 2012 年的净利润增长率不低于 30%
第三个行权期	2013 年加权平均净资产收益率不低于 12%; 以 2010 年净利润为基数, 2013 年的净利润增长率不低于 45%

资料来源: 公司公告, 招商证券

表2: 股权激励费用影响

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
利润额影响数 (万元)	183.8	2131.23	1260.61	631.74

资料来源: 公司公告, 招商证券

表3: 授予对象

序号	姓名	职务	授予股票期权数量 (万份)	期权数量占本激励 计划期权总量的比 例 (%)	占授予时公司股本 总额比例 (%)
1	金红阳	董事长、 总经理	160	16	0.63
2	屈三炉	副总经理	120	12	0.47
3	施国军	副总经理	90	9	0.36
4	谭 梅	副总经理、 董事会 秘书	80	8	0.32
5	陈安门	财务总监	70	7	0.28
6	冯金茂	核心技术人员	60	6	0.24
7	郑敏君	办公室主任	60	6	0.24
8	李 斌	天津工厂厂长	60	6	0.24
9	王登勇	核心技术人员	60	6	0.24
10	王卫芳	财务部部长	60	6	0.24
11	许小春	浙江区域总经理	60	6	0.24
12	韩燕良	江苏区域总经理	60	6	0.24
13	方赛健	上海区域总经理	60	6	0.24
合计	1000		100		3.95

资料来源: 公司公告, 招商证券

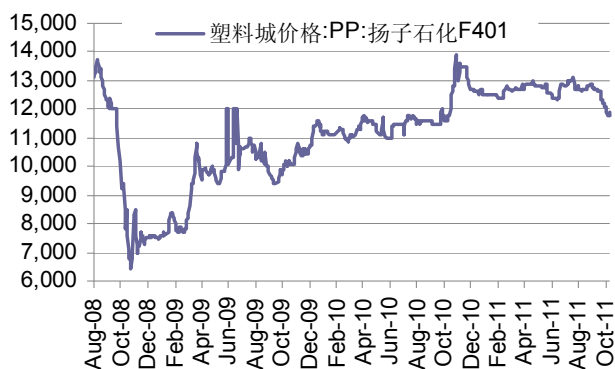
表4: 分季度盈利情况说明

单位: 百万元	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	931	182	506	851	1249	241	701	1200
营业毛利	364	70	193	329	476	90	265	435
营业费用	143	28	70	115	192	37	98	159
管理费用	42	10	30	43	65	18	42	60
财务费用	11	3	2	2	1	0	-10	-9
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	159	28	86	159	205	30	127	212
归属母公司	133	22	74	135	170	28	105	180
净利润								
EPS (元)	0.52	0.09	0.29	0.53	0.67	0.11	0.41	0.71
主要比率								
毛利率	39.2%	38.4%	38.2%	38.6%	38.1%	37.5%	37.8%	36.3%
营业费用率	15.3%	15.1%	13.8%	13.5%	15.4%	15.6%	14.0%	13.3%
管理费用率	4.6%	5.5%	5.9%	5.1%	5.2%	7.5%	5.9%	5.0%
营业利润率	17.1%	15.2%	17.0%	18.6%	16.4%	12.6%	18.1%	17.7%
有效税率	19.3%	19.1%	17.1%	17.1%	19.5%	15.6%	20.8%	18.8%
净利率	14.2%	12.1%	14.7%	15.9%	13.6%	11.6%	15.0%	15.0%
YoY								
收入	3.8%	30.6%	30.5%	25.5%	34.2%	32.3%	38.6%	41.0%
归属母公司	39.4%	26.4%	29.6%	29.2%	28.3%	26.2%	40.7%	33.0%
净利润								

资料来源: 公司公告, 招商证券

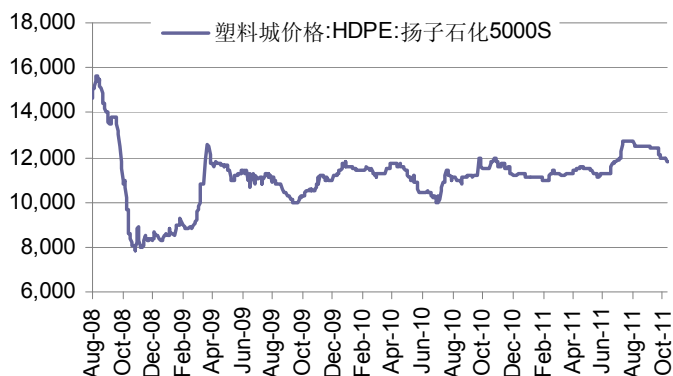
PP、HDPE 价格近期高位出现回调。

图1: PP价格情况: 近期出现5%左右回调



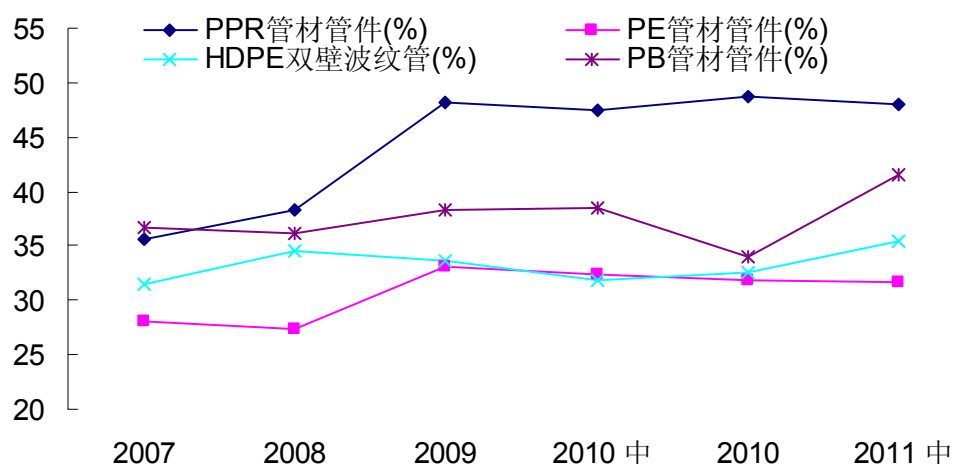
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图2: HDPE 价格: 总体较为稳定



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

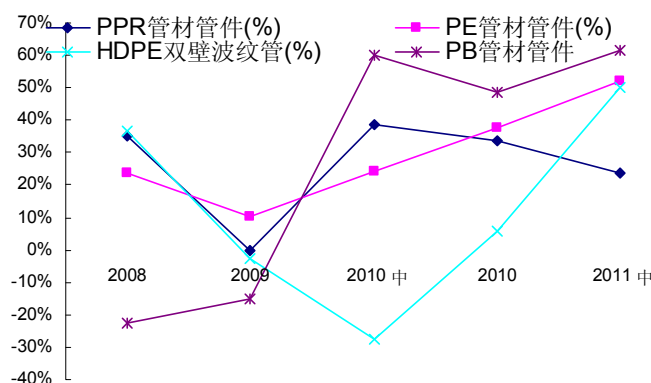
图3: 分品种毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

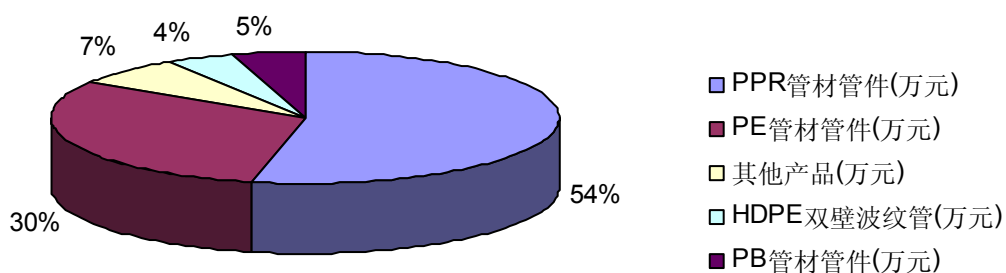
地产调控压力逐步显现, 工程收入增速上升。从中期分项收入增速来看, PPR 由于受到家装市场房地产调控的影响, 其增速从去年中期之后逐步下滑, 今年中期为 24%。PE 和 HDPE 增速逐步加快, 判断应该是工程市场开拓取得一定的进展。报告期 PE 管材管件、PB 管材管件、HDPE 双壁波纹管、其他的营业收入较上年同期分别增长 52.09%、61.31%、49.96%、58.79%。(中期数据)

图4: 分品种收入增速



资料来源: 公司公告, 招商证券

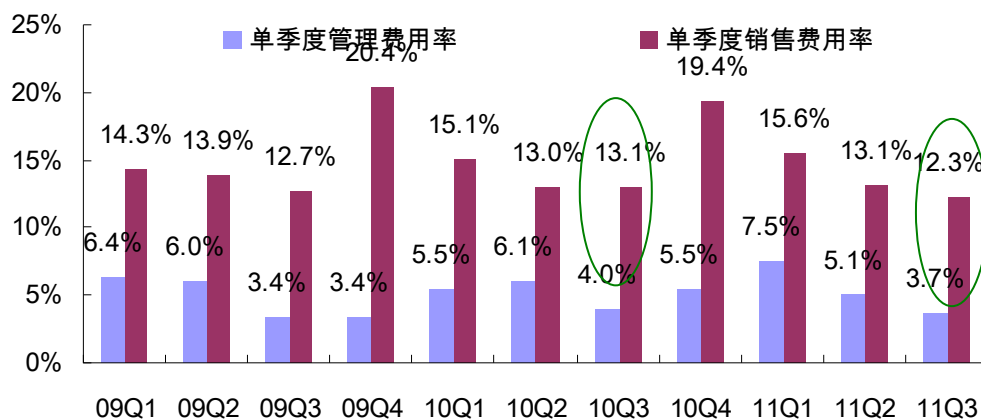
图5: 2011H分品种毛利额占比



资料来源: 公司公告, 招商证券

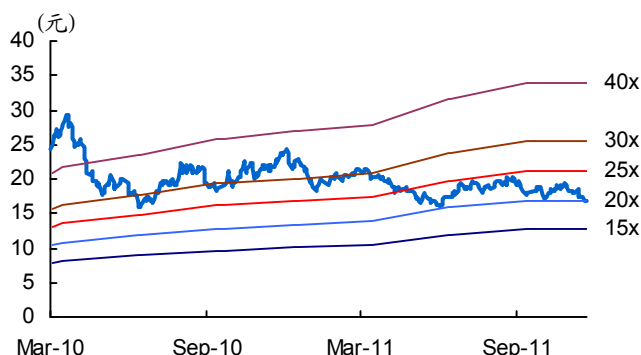
三季度单季度来看销售费用率 12.3%，同比下滑 0.8 个点。管理费用率 3.7%，同比下滑 0.3 个点。后续的管理费用率还要关注股权激励费用的摊销。销售费用率的下降我们猜想与工程的加速相关。但后续公司对工程接单会进一步严格要求；其战略重点会回到家装渠道的建设。

图6：单季度管理费用、营业费用率：三季度同比出现小幅下滑，预计四季度会提示



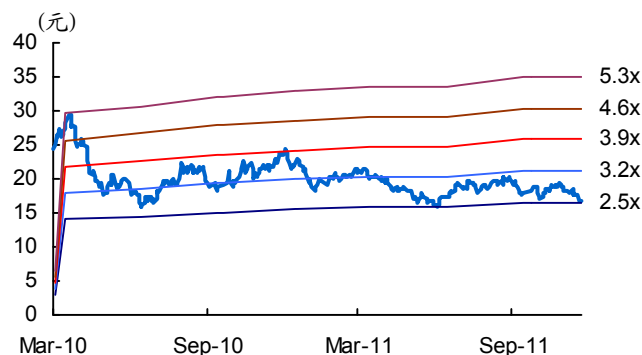
资料来源：公司公告，招商证券

图 7：伟星新材历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

图 8：伟星新材历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心、港澳资讯

参考报告：

1、伟星新材（002372）-塑料水管行业的闪亮之星，公司深度研究，2010/7/7，

公司是塑料管道龙头的有力竞争者，共同面向家装与工程市场。我们在文中详细分析了下游细分需求的增长前景，并认为其增长仍较为乐观。家装水管为主的特点决定了品牌和渠道占优者为王。考虑到公司在品牌、渠道建设、管理层的竞争优势，我们认为公司是行业的一颗闪亮之星，率先成为行业品牌龙头的概率较大，首次给予“审慎推荐-A”投资评级。

2、伟星新材（002372）-保持高净利率，已部分显现品牌企业特质，2010/8/22

伟星新材上半年实现净利润增长 29.6%，在毛利率下降的同时保持了净利率的基本平稳，可能说明公司渠道建设的规模效应正在显现。随着募投产能的逐步释放和三大强势销售圈的打造，我们越发认为公司能够成为行业品牌龙头，略微上调 11-12 年的盈利预测，建议继续关注。

3、伟星新材（002372）-营销网络建设迈开步子，期待来年质的飞跃，2011/1/28

公司公告利用超募资金 1.13 亿元用于营销网络建设。结合前期对公司和联塑的跟踪调研情况，我们认为建设坚强营销网络是公司制胜的关键，地产持续调控为行业洗牌、公司的布局赢得了时间，目前估值为 2011 年 20 倍，长期投资者可关注。我们曾对比过伟星和联塑。联塑在 08、09、2010H 的净利润增长率分别为 71%、331%、189%，收入增长 41%、48%、78%。增长势头强于伟星。我们认为其中的差异之一在于两家对销售的理解不同。伟星更倾向于渠道扁平化，销售费用率高于联塑十个点左右，资金消耗较大。导致扩张看起来过于稳健，而上市无疑为公司的资金提供了坚实的后盾。联塑的另一个启示是，即使是竞争性行业，仍然有望做到连续多年高增长！

4、伟星新材（002372）-股权激励确定安全边际，2011/7/5。伟星新材面临着比以往更好的投资机会。1、短期来看低位股权激励草案的出台基本确定估价的安全边际，中长期来看，长期激励机制将保证公司业绩成长的确定性，提升竞争中胜出的概率 2、成本端来看，油价见顶，压力缓解，3、IPO 产能陆续释放。我们坚信凭借卓越的管理层，公司将受益“小公司、大行业”格局的转变。假设股权激励费用摊销（共计 5241 万）从明年开始，预测 2011-2013 年 EPS 为 0.88、1.15、1.68 元。给予 12 年 20-23 倍目标估值，一年目标价 23-26 元。维持“审慎推荐-A”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	360	1496	1634	1821	2137
现金	78	971	1004	1046	1079
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	22	30	37	51
应收款项	58	103	136	168	228
其它应收款	6	14	10	11	12
存货	153	254	334	413	566
其他	62	132	118	146	201
非流动资产	294	390	652	708	759
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	149	180	225	291	353
无形资产	122	120	108	97	87
其他	23	90	320	319	319
资产总计	653	1886	2286	2529	2896
流动负债	295	249	505	564	677
短期借款	149	10	200	200	200
应付账款	45	76	110	135	186
预收账款	76	118	141	170	227
其他	25	45	55	59	64
长期负债	54	64	58	53	49
长期借款	54	54	49	44	39
其他	0	10	10	10	10
负债合计	349	313	564	618	726
股本	190	253	253	253	253
资本公积金	8	1044	1044	1044	1044
留存收益	106	276	425	614	873
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	304	1573	1722	1911	2170
负债及权益合计	653	1886	2286	2529	2896

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	212	96	216	236	267
净利润		170	214	269	370
折旧摊销		0	39	45	58
财务费用		0	9	8	8
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(47)	(87)	(171)
其它		(74)	2	1	2
投资活动现金流	(53)	(154)	(300)	(100)	(110)
资本支出		0	(300)	(100)	(110)
其他投资		(154)	(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	(200)	978	117	(94)	(124)
借款变动		0	190	(5)	(5)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(64)	(81)	(111)
其他		978	(9)	(8)	(8)
现金净增加额	(40)	920	33	41	34

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	931	1249	1747	2159	2930
营业成本	566	773	1118	1380	1894
营业税金及附加	7	8	12	14	20
营业费用	143	192	259	307	404
管理费用	42	65	93	125	144
财务费用	11	1	9	8	8
资产减值损失	1	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	159	205	257	325	460
营业外收入	7	8	11	13	3
营业外支出	2	2	3	3	3
利润总额	164	211	265	334	460
所得税	32	41	52	65	89
净利润	133	170	214	269	370
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	133	170	214	269	370
EPS (元)	0.70	0.67	0.84	1.06	1.46

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	4%	34%	40%	24%	36%
营业利润	51%	29%	25%	26%	42%
净利润	39%	28%	26%	26%	37%
获利能力					
毛利率	39.2%	38.1%	36.0%	36.1%	35.4%
净利率	14.3%	13.6%	12.2%	12.5%	12.6%
ROE	43.6%	10.8%	12.4%	14.1%	17.1%
ROIC	27.1%	10.1%	10.8%	12.4%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	53.5%	16.6%	24.7%	24.4%	25.1%
净负债比率	31.1%	3.4%	11.1%	9.8%	8.4%
流动比率	1.2	6.0	3.2	3.2	3.2
速动比率	0.7	5.0	2.6	2.5	2.3
营运能力					
资产周转率	1.4	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	3.7	3.8	3.8	3.7	3.9
应收帐款周转率	13.8	15.6	14.6	14.2	14.8
应付帐款周转率	15.8	12.8	12.1	11.3	11.8
每股资料(元)					
每股收益	0.70	0.67	0.84	1.06	1.46
每股经营现金	1.12	0.38	0.85	0.93	1.05
每股净资产	1.60	6.21	6.80	7.54	8.56
每股股利	0.50	0.30	0.25	0.32	0.44
估值比率					
PE	24.4	25.3	20.2	16.0	11.6
PB	10.6	2.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	22.6	18.8	14.0	11.3	8.1

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。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007年加盟招商证券，入围2009年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业分析师。

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。