

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王钦

S0960110060055

0755-82026709

wangqin1@cjis.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 19.70元

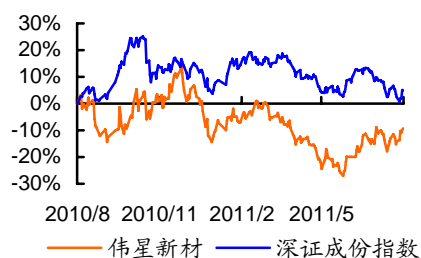
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11568.17
总股本(百万)	253
流通股本(百万)	63
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.69
每股净资产(元)	6.21
资产负债率	16.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伟星新材	3.20	16.22	-0.93
深证成份指数	-3.67	0.32	-8.44



相关报告

伟星新材

002372

推荐

成本转嫁+渠道完善=业绩稳定增长

公司公告半年报,上半年实现营业收入7.01亿元,同比增长38.56%;实现净利润1.05亿元,同比增长40.73%;基本每股收益0.41元。

投资要点:

- **产能部分释放和财务费用下降推动业绩稳定增长。**初始募投项目部分生产线投产释放业绩。虽然初始募投项目完全投产要到12年,但由于部分生产线已经开始生产,募投项目上半年贡献的业绩较去年同期相比有所增加;尚未使用的IPO募集资金降低公司财务费用。去年3月公司IPO募集资金11亿元,截至今年中期仍有5亿元尚未使用,使得公司财务费用明显下降,同比下降1200万元。
- **公司具有较强成本转嫁能力,但原材料成本急剧上涨会削弱公司短期成本转嫁能力。**上半年公司主要原材料PPR价格同比上涨10%,但公司毛利率下降不到0.5%,成本上涨基本由下游客户来承担。去年四季度PPR价格短时间内出现20%的上涨,导致去年四季度公司毛利率环比出现2%的降幅。7月以来公司另一主要原材料PE价格迅速上涨预计将影响三季度毛利率,但长期影响相对有限。
- **渠道建设作用显现,亏损销售子公司开始盈利。**公司加大华东以外市场的营销网络建设和市场拓展力度,收入占比逐步从40%上升至45%。随着其他区域营销网络完善和品牌知名度提高,公司大力进行渠道建设的作用显现,连续多年亏损的销售子公司开始扭亏为盈。由于公司在除华东和华北以外的其它市场销售基数依然偏小,预计有较大增长潜力。
- **今明两年是产能释放高峰期。**根据项目建设进度,初始募投项目3.2万吨PPR管材、2.5万吨PE管材、1.5万吨HDPE管材今年年底完全投产,超募投资项目1.5万吨PE管材12年7月完全投产。由于生产线在完全投产前可以释放部分产能,因此今明两年将是产能释放高峰期。
- **公司目前无资金压力。**根据中报披露,公司目前资产负债率仅21.14%,且超募资金有将近5亿元尚未使用,因此即使上半年公司经营活动现金净流量出现下滑,但公司依然无资金压力。
- **给予“推荐”评级。**根据我们对公司的综合分析,预测公司11-13年EPS为0.95、1.33、1.60元,目前股价对应11年20.65倍PE,估值基本合理,给予推荐评级。

风险提示:

- 原材料价格大幅上涨

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1249	1729	2330	2793
同比(%)	34%	38%	35%	20%
归属母公司净利润(百万元)	170	242	337	407
同比(%)	28%	42%	39%	21%
毛利率(%)	38.1%	37.9%	38.1%	38.1%
ROE(%)	10.8%	15.2%	17.9%	18.5%
每股收益(元)	0.67	0.95	1.33	1.60
P/E	29.34	20.65	14.83	12.28
P/B	3.17	3.13	2.66	2.27
EV/EBITDA	18	12	8	7

资料来源:中投证券研究所

一、产能部分释放和财务费用下降推动业绩稳定增长

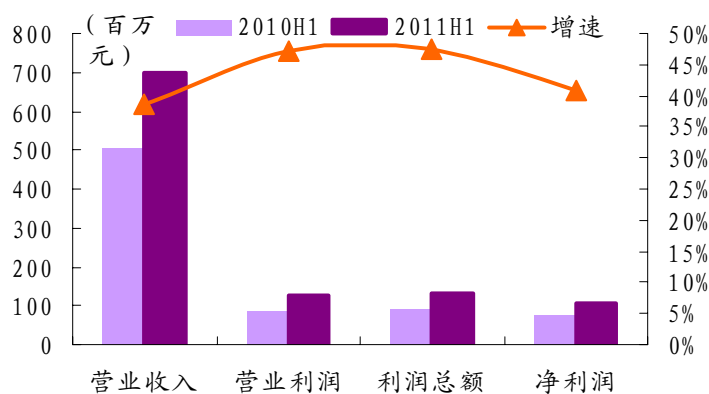
11年上半年，公司实现营业收入7.01亿元，同比增长38.56%；实现净利润1.05亿元，同比增长40.73%；基本每股收益0.41元。业绩增速较去年同期相比有明显提升。

业绩增长主要来自两方面：

(1) 初始募投项目部分生产线投产释放业绩。虽然初始募投项目完全投产要到12年，但由于部分生产线已经开始生产，募投项目上半年贡献的业绩较去年同期相比有所增加；

(2) 尚未使用的IPO募集资金降低公司财务费用。去年3月公司IPO募集资金11亿元，截至今年中期仍有5亿元尚未使用，使得公司财务费用明显下降，同比下降1200万元。

图1 公司半年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表1 初始募投项目产生的效益

单位：万元

	2010H1	2011H1	增加
3.2万吨PPR管	2727.03	3016.49	289.46
2.5万吨PE管	527.84	1352.33	824.49
1.5万吨HDPE管	39.77	168.41	128.64

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司具有较强成本转嫁能力，但原材料成本急剧

上涨会削弱公司短期成本转嫁能力

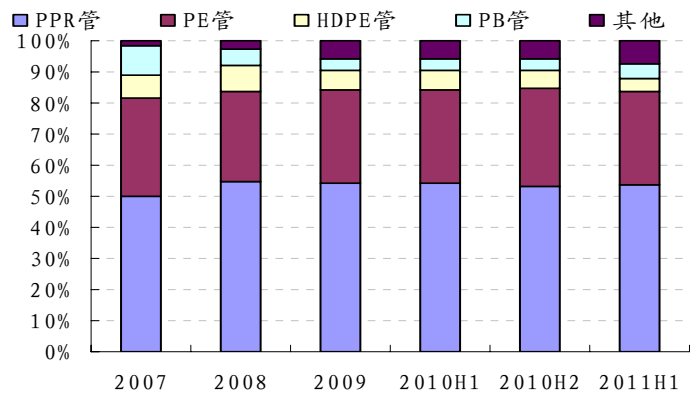
公司的核心业务是PPR管和PE管，其中PPR管贡献50%利润，PE管贡献30%利润。

公司具有较强的成本转嫁能力。上半年公司主要原材料 PPR 价格同比上涨 10%，但公司毛利率下降不到 0.5%，成本上涨基本由下游客户来承担。由于 PPR 涨价始于去年四季度，因此相对低价格存货对上半年毛利率影响有限。

原材料成本短期的急剧上涨会削弱公司短期成本转嫁能力。去年四季度 PPR 价格短时间内出现 20%左右的上涨，由于说服下游客户接受更高的产品价格需要时间，因此短期内成本上涨不能完全转嫁出去，所以去年四季度公司毛利率环比出现 2%的降幅。

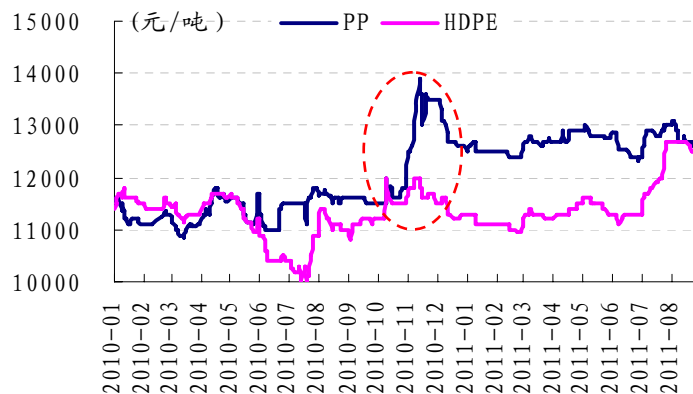
目前 PE 价格迅速上涨影响三季度毛利率，长期影响相对有限。7月以来公司另一重要原材料 PE 价格出现 15%左右的涨幅，按照前文逻辑，三季度公司毛利率可能受一定影响，但长期来看，公司可以将成本上涨转嫁给下游客户。

图 2 公司各种管材营业利润占比



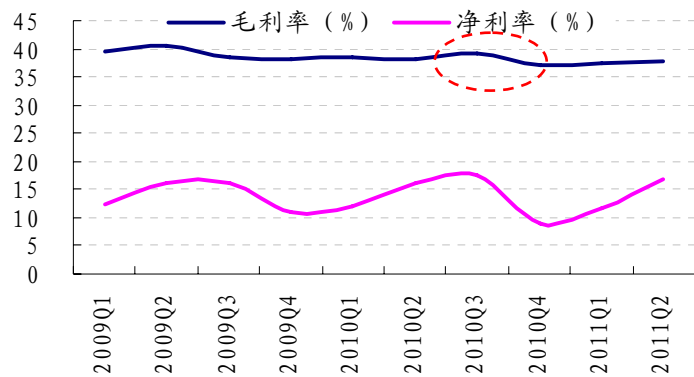
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 PP 和 PE 树脂价格走势



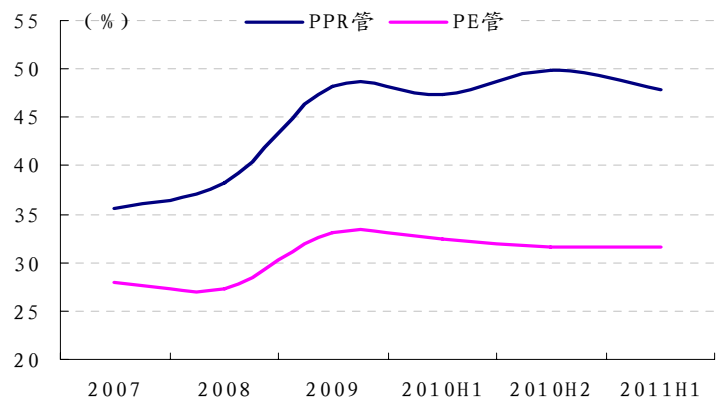
资料来源：WIND、中投证券研究所

图 4 公司单季度毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司 PPR 管和 PE 管毛利率情况



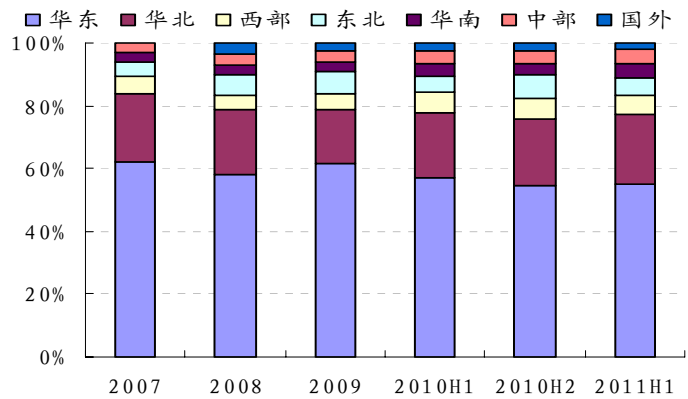
资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、渠道建设作用显现，亏损销售子公司开始盈利

华东是公司传统业务区域，销售收入约占 60%；近年来公司加大了其他区域的营销网络建设和市场拓展力度，其他区域的收入占比逐步从 40% 上升至 45%。随着其他区域营销网络完善和品牌知名度提高，公司大力进行渠道建设的作用显现，连续多年亏损的销售子公司开始扭亏为盈。由于公司在除华东和华北以外的其它市场销售基数依然偏小，预计有较大增长潜力。

此外，为了进一步完善营销网络建设，加大部分地区的市场开拓力度，公司又决定在扬州、芜湖、郑州、石家庄设立四家销售分公司。

图 6 各区域销售收入占比



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 公司部分销售子公司净利润情况 单位：万元

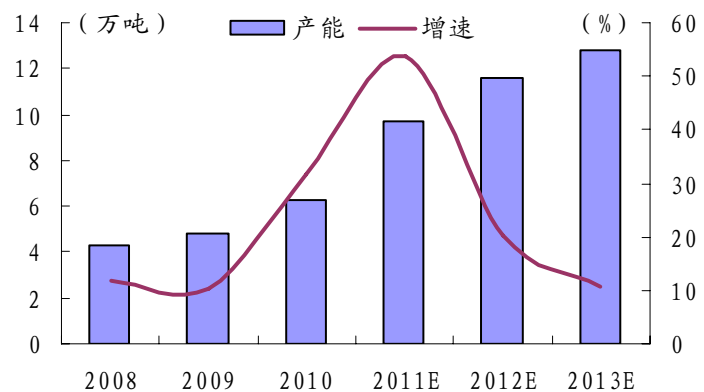
	2010H1	2011H1
无锡市凯威建筑材料有限公司	29.16	294.54
合肥市荣锦建筑材料有限公司	-23.66	236.97
北京中汇世纪建材有限公司	-40.04	252.73
沈阳市恒汇达建材有限公司	-90.29	7.95
深圳市鼎力建筑材料有限公司	22.84	112.41
青岛浙伟星新型建材有限公司	-35.06	170.06
合计	-137.05	1074.66

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、今明两年是产能释放高峰期

根据项目建设进度，初始募投项目 3.2 万吨 PPR 管材、2.5 万吨 PE 管材、1.5 万吨 HDPE 管材今年年底完全投产，超募投资项目 1.5 万吨 PE 管材 12 年 7 月完全投产。由于生产线在完全投产前可以释放部分产能，因此今明两年将是产能释放高峰期。

图 7 公司产能及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司各种类型管材产能情况

单位：万吨

年份	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能 (万吨)	4.5	5.0	10.0	11.5	13.0

PPR 管材管件	1.8	2.57	3.85	4.49	4.81
+/-	3.4%	42.8%	49.8%	16.6%	7.1%
PE 管材管件	2.12	2.59	4.09	5.09	5.84
+/-	14.6%	22.2%	57.9%	24.4%	14.7%
双壁波纹管	0.71	0.98	1.58	1.88	2.03
+/-	20.3%	38.0%	61.2%	19.0%	8.0%
PB 管材管件	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
合计	4.78	6.29	9.67	11.61	12.83

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、公司目前无资金压力

根据中报披露，公司目前资产负债率仅 21.14%，且超募资金有将近 5 亿元尚未使用，因此即使上半年公司经营活动现金净流量出现下滑，但公司依然无资金压力。

六、盈利预测假设

表 4 公司盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
PPR 管材管件					
收入 (百万元)	404.14	540.00	736.31	992.29	1,188.07
毛利率 (%)	48.20%	48.78%	48.00%	48.00%	48.00%
PE 管材管件					
收入 (百万元)	327.24	445.50	660.54	890.75	1,073.10
毛利率 (%)	33.10%	31.92%	31.00%	31.00%	31.00%
双壁波纹管					
收入 (百万元)	69.02	73.80	118.50	192.51	237.51
毛利率 (%)	33.70%	32.56%	36.00%	36.00%	36.00%
PB 管材管件					
收入 (百万元)	32.58	54.00	54.00	54.00	54.00
毛利率 (%)	38.30%	34.02%	36.00%	36.00%	36.00%
其他外购配套					
收入 (百万元)	82.48	126.43	160.00	200.00	240.00
毛利率 (%)	24.10%	21.93%	22.00%	23.00%	23.00%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

七、投资建议：推荐

根据我们对公司的综合分析，预测公司 11-13 年 EPS 为 0.95、1.33、1.60 元，目前股价对应 11 年 18.2 倍 PE，估值基本合理，给予推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1496	1338	1596	2001	营业收入	1249	1729	2330	2793
现金	971	721	738	960	营业成本	773	1074	1442	1730
应收账款	103	127	172	210	营业税金及附加	8	12	16	19
其它应收款	14	14	20	25	营业费用	192	259	338	405
预付账款	132	138	201	244	管理费用	65	88	116	137
存货	254	317	436	527	财务费用	1	-3	-0	-2
其他	22	20	28	36	资产减值损失	5	7	8	9
非流动资产	390	698	794	779	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	180	521	653	653	营业利润	205	292	409	495
无形资产	120	114	109	103	营业外收入	8	10	12	14
其他	90	63	32	23	营业外支出	2	3	4	5
资产总计	1886	2036	2390	2780	利润总额	211	299	417	504
流动负债	249	386	457	529	所得税	41	57	80	97
短期借款	10	80	80	80	净利润	170	242	337	407
应付账款	76	89	126	151	少数股东损益	0	0	0	0
其他	163	217	252	298	归属母公司净利润	170	242	337	407
非流动负债	64	54	54	54	EBITDA	232	342	502	607
长期借款	54	54	54	54	EPS (元)	0.67	0.95	1.33	1.60
其他	10	0	0	0					
负债合计	313	440	511	583	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	253	253	253	253	成长能力				
资本公积	1044	901	901	901	营业收入	34.2%	38.4%	34.7%	19.9%
留存收益	276	442	724	1043	营业利润	28.9%	42.3%	40.1%	20.9%
归属母公司股东权益	1573	1596	1879	2198	归属于母公司净利润	28.3%	42.1%	39.2%	20.8%
负债和股东权益	1886	2036	2390	2780	获利能力				
					毛利率	38.1%	37.9%	38.1%	38.1%
					净利率	13.6%	14.0%	14.5%	14.6%
					ROE	10.8%	15.2%	17.9%	18.5%
					ROIC	24.7%	23.6%	26.1%	29.3%
					偿债能力				
					资产负债率	16.6%	21.6%	21.4%	21.0%
					净负债比率	20.45	30.47%	26.20	22.99%
					流动比率	6.00	3.47	3.49	3.78
					速动比率	4.98	2.65	2.54	2.79
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.88	1.05	1.08
					应收账款周转率	15	14	14	14
					应付账款周转率	12.85	13.06	13.46	12.49
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.67	0.95	1.33	1.60
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.97	1.07	1.61
					每股净资产(最新摊薄)	6.21	6.30	7.41	8.67
					估值比率				
					P/E	29.34	20.65	14.83	12.28
					P/B	3.17	3.13	2.66	2.27
					EV/EBITDA	18	12	8	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王钦, 中投证券研究所建筑建材行业分析师, 金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434