

塑料管道行业

报告原因：公司调研

2012年5月24日

市场数据：2012年5月24日

总股本/流通股本(亿)	2.53/0.63
收盘价(元)	15.35
流通市值(亿元)	9.73

基础数据：2012年3月31日

资产负债率	24.29%
毛利率	36.49%
净资产收益率(摊薄)	1.60%

相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张良 张小玲

021-38529769 0351-8686990

zhangliang@sxzq.com

zhangxiaoling@sxzq.com

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>

伟星新材 (002372)

维持评级

工程与零售并举，随市场复苏稳健布局

增持

公司研究/调研简报

投资要点：

① **企业规模效应渐显，经销网点将超20000家。**2011年产能9.7万吨，其中PPR管2.9万吨、PE管5.6万吨、HDPE管1.1万吨、PB管0.15万吨。今年产能投放受园区规划调整的影响将推迟6个月，预计今年7月建成募投规划剩余的3.1万吨，届时企业产能将达12.8万吨。超募资金建设经销网点2000家/年后已拥有17000多家，2012年底将达20000家。

② **独创扁平化渠道站稳高端市场。**公司的经营策略与传统管道行业不同是根据自身高端建筑家装市场的定位建立与之匹配的扁平化渠道，逐渐取代多层级的总经销商制，直接服务终端获取高毛利。

③ **12家销售分公司与经销商共存互补，深化扁平渠道。**公司今年将所有销售子公司转为销售分公司，方便上市后人员与财务管理。分公司1111名业务员与1000多家经销商合作互补开拓市场，共同管理17000多家经销网点，直营与经销占比各50%。但在偏远未开发地区经销商依赖程度仍较高。华东市场销售渠道已深入到村级经销商。

④ **稳健合理布局待市场复苏。**公司瞄准中西部市场潜力，将重庆物流中心转型成为生产基地。现以租赁形式使用厂房，投放2万吨产能的同时先利用经销商进行渠道建设。另外，公司将运输半径限制较大的HDPE工程管道分别布局在华东临海基地和天津基地，兼顾两大区域。

⑤ **定位精准：4P策略全方位打造“高端消费品”形象。**伟星是塑料管材行业广告投入比例最大的企业，定位中高端家装市场，品牌策略明显。通过学习日丰“万店工程”建立产品体验展示中心，渠道改变瞄准“高端消费品”，让终端消费者亲身体验核心生活用管产品，同时加深品牌认识度。产品策略：公司在建立研发团队跟踪国内外最新高端产品，并在此基础上开发高端新产品结构应对客户需求，在调研中看到如PE地源热泵、PE地暖、同层排水、纳米抗菌等产品。定价策略：公司已经建立起了优质高价的品牌形象，主动采取高价策略，核心产品PPR冷水给水管道价格在国内最高，高出行业内公司武汉金牛同类产品10%。可见公司通过品牌、定价、渠道、产品四大策略打造高端品牌形象，定位十分清晰，并且与企业高毛利战略发展方向完全契合。企业核心家装管道产品贴近日常生活，产品品质要求更加严格，产品结构趋向高端。综上我们认为，企业“高端消费品”策略与产品结构高端化趋势相符，盈利能力将保持。

④ **加速经销网点建设提升产能消化能力。**结合去年下游需求状况及公司整体开工率达 80%，公司方认为地产需求爆发增长可能不大，但今年产能消化不成问题。我们看到，虽然去年年底业绩受房地产调控政策影响，但 3-4 月市场复苏迹象初现，企业毛利从上年四季度的 29%回升至一季度的 36%。此外，去年超募资金渠道建设新增 2000 多家经销网点，新增的至少 4.3 万吨产能开工率超 66%；今年将增加 3.1 万吨产能，但将增加 3000 家经销网点。我们认为伴随市场底部逐步确认，释放产能将被有序消化。

④ **工程市场品牌意识渐强，提出“工程与零售并举”战略。**公司计划今年工程与零售销售额将各占半壁江山。过去因为公司定位与招投标低价策略不符，工程项目占比仅 35%。但随保障房市场等工程市场超预期的品牌意识，以及工程管道新产能投放，产品结构将向同时兼顾建筑与市政的综合化方向发展。公司还针对工程项目低毛利的特点，主动降低价格打开招投标市场需求。目的在于应对房地产市场调控，提高开工率。

④ **进口设备提高生产效率。**天津基地新建产能采用巴顿菲尔挤出设备（单台）购置成本在 2000 万元左右，是国产设备的 4-5 倍。但其产品合格率在 99.9%以上（国产 90%），生产效率是国产设备的 2 倍。整体核算其具有成本优势。

④ **盈利预测及评级。**预计 2012-2014 年每股收益为 0.96、1.21 和 1.41 元，由于企业定位清晰，持续发展可期，同时当前下游已至底部复苏可期，我们认为可给予 19 倍 PE，暂时给予“增持”评级。

④ **风险提示。**电力配套设施建设再次因园区规划调整延期，影响产能充分释放致使无法抓住市场复苏机遇。



财务报表预测与财务指标						更新日期: 12-05-24					
单位: 百万											
利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,249.18	1,696.76	1,889.99	2,100.83	2,299.05	现金	970.83	804.98	880.66	1,035.23	1,330.74
YOY(%)	34.2%	35.8%	11.4%	11.2%	9.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	772.96	1,115.57	1,233.85	1,360.56	1,480.13	应收款项净额	137.96	234.09	260.75	289.84	317.19
营业税金及附加	8.37	8.64	11.57	12.92	14.06	存货	254.46	285.62	312.40	343.34	372.83
销售费用	192.12	226.82	231.95	226.99	219.17	其他流动资产	132.38	99.58	110.92	123.30	134.93
占营业收入比(%)	15.4%	13.4%	12.3%	10.8%	9.5%	流动资产总额	1,495.63	1,424.27	1,564.73	1,791.71	2,155.68
管理费用	62.34	81.46	115.38	119.16	136.23	固定资产净值	184.77	509.33	618.77	690.96	726.92
占营业收入比(%)	5.0%	4.8%	6.1%	5.7%	5.9%	减: 资产减值准备	(4.53)	(4.58)	(5.56)	(6.21)	(6.54)
EBIT	210.29	260.82	294.01	377.97	446.23	固定资产净额	180.24	504.75	613.20	684.75	720.39
财务费用	0.58	(9.69)	(0.76)	3.11	4.32	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.0%	-0.6%	0.0%	0.1%	0.2%	在建工程	79.17	32.60	25.15	47.18	33.74
资产减值损失	(4.53)	(4.58)	(2.00)	(2.00)	(2.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.67)	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	259.41	537.35	638.35	731.92	754.13
营业利润	205.18	265.27	292.77	372.86	439.91	无形资产	119.72	161.60	158.37	155.14	151.91
营业外净收入	6.06	10.21	10.00	10.00	10.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	211.24	275.48	302.77	382.86	449.91	其他长期资产	10.90	9.15	9.15	9.15	9.15
所得税	41.12	56.23	60.55	76.57	89.98	资产总额	1,885.66	2,132.36	2,370.60	2,687.92	3,070.86
所得税率(%)	19.5%	20.4%	20.0%	20.0%	20.0%	循环贷款	10.00	116.00	120.00	150.00	200.00
净利润	170.12	219.25	242.22	306.29	359.92	应付款项	75.75	114.91	125.68	138.13	149.99
占营业收入比(%)	13.6%	12.9%	12.8%	14.6%	15.7%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	163.43	173.91	191.48	206.01	221.15
归属母公司净利润	170.12	219.25	242.22	306.29	359.92	流动负债	249.18	404.81	437.16	494.14	571.15
YOY(%)	28.3%	28.9%	10.5%	26.5%	17.5%	长期借款	54.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.67	0.87	0.96	1.21	1.42	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	9.73	9.73	9.73	9.73	9.73
						负债总额	312.91	414.54	446.89	503.87	580.88
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	1,572.75	1,717.82	1,923.71	2,184.05	2,489.98
						负债和股东权益	1,885.66	2,132.36	2,370.60	2,687.92	3,070.86
主要财务比率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力						税后利润	170.12	219.25	242.22	306.29	359.92
营业收入	34.2%	35.8%	11.4%	11.2%	9.4%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.9%	29.3%	10.4%	27.4%	18.0%	公允价值变动	4.53	4.58	2.00	2.00	2.00
净利润	28.3%	28.9%	10.5%	26.5%	17.5%	折旧和摊销	24.49	40.69	59.76	70.06	78.54
获利能力						营运资金的变动	-140.96	-43.05	-35.45	-44.78	-41.14
毛利率(%)	38.1%	34.3%	34.7%	35.2%	35.6%	经营活动现金流	58.17	221.48	268.53	333.57	399.32
净利率(%)	13.6%	12.9%	12.8%	14.6%	15.7%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	10.8%	12.8%	12.6%	14.0%	14.5%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	9.0%	10.3%	10.2%	11.4%	11.7%	固定资产投资	-114.51	-310.67	-160.52	-163.06	-99.83
偿债能力						投资活动现金流	-114.51	-310.67	-160.52	-163.06	-99.83
流动比率	6.00	3.52	3.58	3.63	3.77	股权融资	1,109.82	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	4.98	2.81	2.86	2.93	3.12	长期贷款的增加/(0.00	-54.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	16.6%	19.4%	18.9%	18.7%	18.9%	公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-7.10	-84.96	-36.33	-45.94	-53.99
总资产周转率	66.2%	79.6%	79.7%	78.2%	74.9%	计入循环贷款前融	1,102.72	-138.96	-36.33	-45.94	-53.99
应收账款周转天数	40.31	50.36	50.36	50.36	50.36	循环贷款的增加(注	-146.28	201.27	4.00	30.00	50.00
存货周转天数	122.22	95.91	95.91	95.91	95.91	融资活动现金流	949.33	-76.66	-32.33	-15.94	-3.99
每股指标 (元)						现金净变动额	892.99	-165.85	75.67	154.58	295.50
每股收益	0.67	0.87	0.96	1.21	1.42						
每股净资产	6.21	6.78	7.59	8.62	9.83						
估值比率											
P/E	22.9	17.7	16.1	12.7	10.8						
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6						

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

特别申明：

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。市场有风险，投资需谨慎。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。