



买入 **20% ↑**
目标价格: 人民币 17.30

002372.CH

价格: 人民币 14.46

目标价格基础: 18倍12年市盈率

板块评级: 增持

伟星新材

现金流充沛 持续稳健经营

伟星新材前三季度实现营业收入13.2亿元,同比增长9.7%;实现归属上市公司股东净利润1.85亿元,同比增长2.9%,对应每股收益0.73元。短期看,公司在房地产调控政策背景下采用谨慎的经营和信用政策,收入增速放缓的情况未有明显改善,但现金流同比大幅改善,体现出公司今年更注重增长的质量;长期来看,在消费升级的推动下,拥有较高品牌美誉度的公司将获得更高的市场份额,同时盈利能力能够维持在较高水平。从公司自身情况来看,募投产能将逐步释放,同时销售渠道的建设将推动公司产品在华东以外区域保持较快的增长,股权激励的实施使公司释放业绩动力更强。我们维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 公司3季度单季收入5.42亿,同比增长8.5%,单季度净利润7,559万,同比增长1.2%。今年以来公司在房地产调控政策背景下采用谨慎的经营和信用政策,收入增速有所放缓,从3季度情况来看,收入和净利润增速未有明显改善。
- 前三季度经营现金净流量1.92亿,较去年同期的2,055万大幅提升,3季度单季现金流量净额也大幅高于去年同期水平,主要是因为公司今年以来保持了较高的收现比同时降低了预付原料款比例,体现了公司一贯稳健经营的风格。
- 公司前三季度毛利率37.2%,同比提升0.9个百分点;期间费用率19.7%,同比提升2.2个百分点,其中管理费用率提升1.9个百分点至6.9%,主要是因为本期新增股权激励费用摊销较大;净利润率14%,同比降低0.9个百分点。
- 公司今年完成股权激励需要完成的净利润目标为以2010年净利润为基数,2012年净利润增长率不低于30%,即为2.21亿元,对应每股收益0.87元,从目前看达到这一目标难度不大。
- 公司的募投项目今年7月基本达到预定可使用状态,未来产能逐步释放,成长空间大。预计未来伴随着公司营销网络的建设和完善,华东以外区域收入的持续较快增长将带动公司整体收入保持较快增长。

评级面临的主要风险

- 下游资金紧张使得公司增速放缓的风险。

估值

- 我们对公司2012-2014年每股盈利预测为0.959、1.141和1.355元,维持17.30元的目标价,对应2012年18倍的估值,维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,249	1,697	2,009	2,470	3,018
变动(%)	34	36	18	23	22
净利润(人民币 百万)	170	219	243	289	343
全面摊薄每股收益(人民币)	0.671	0.865	0.959	1.141	1.355
变动(%)	28.3	28.9	10.8	18.9	18.8
市场预期每股收益(人民币)			1.075	1.298	
核心每股收益(人民币)	0.666	0.848	0.950	1.128	1.340
变动(%)	30.5	27.2	12.0	18.8	18.7
全面摊薄市盈率(倍)	21.5	16.7	15.1	12.7	10.7
核心市盈率(倍)	21.7	17.1	15.2	12.8	10.8
每股现金流量(人民币)	0.38	0.67	0.91	0.98	1.15
价格/每股现金流量(倍)	38.0	21.6	15.8	14.8	12.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.8	9.9	8.9	7.5	6.2
每股股息(人民币)	0.300	0.800	0.432	0.513	0.610
股息率(%)	2.1	5.5	3.0	3.5	4.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4)	11	7	(20)
相对新华富时A50指数	(1)	8	11	(7)

发行股数(百万)	253
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	3,664
3个月日均交易额(人民币 百万)	12
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
亚厦控股	39

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年10月26日收市价为标准

银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑与基建

李大振

(8610) 6622 9353
dazhen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080001

李攀, CFA

(8610) 6622 9073
pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	11年3季度	12年3季度	同比变化(%)
营业收入	1,200	1,317	9.7
营业成本	(765)	(827)	8.1
营业税金及附加	(7)	(9)	19.6
销售费用	(159)	(171)	7.5
管理费用	(60)	(91)	51.8
财务费用	9	3	(71.9)
资产减值损失	(6)	(3)	(48.9)
营业利润	212	218	2.9
营业外收入	11	10	(9.6)
营业外支出	(2)	(4)	59.8
利润总额	221	225	1.6
所得税费用	(42)	(40)	(4.2)
净利润	180	185	2.9
归属于母公司所有者的净利润	180	185	2.9

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,249	1,697	2,009	2,470	3,018
销售成本	(773)	(1,116)	(1,267)	(1,565)	(1,922)
经营费用(包括折旧及摊销)	(241)	(280)	(400)	(500)	(619)
息税折旧前利润	235	302	341	404	477
折旧及摊销	(24)	(41)	(48)	(51)	(54)
经营利润(息税前利润)	210	261	294	354	423
净利息收入/(费用)	(1)	10	2	(2)	(5)
其他收益/(损失)	2	5	4	5	6
税前利润	211	275	300	357	424
所得税	(41)	(56)	(57)	(68)	(81)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	170	219	243	289	343
核心净利润	169	215	241	286	340
每股收益(人民币)	0.671	0.865	0.959	1.141	1.355
核心每股收益(人民币)	0.666	0.848	0.950	1.128	1.340
每股股息(人民币)	0.300	0.800	0.432	0.513	0.610
收入增长(%)	34	36	18	23	22
息税前利润增长(%)	22	24	13	20	19
息税折旧前利润增长(%)	21	28	13	18	18
每股收益增长(%)	28	29	11	19	19
核心每股收益增长	31	27	12	19	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	211	275	300	357	424
折旧与摊销	24	41	48	51	54
净利息费用	1	(10)	(2)	2	5
运营资本变动	(103)	(86)	(61)	(98)	(115)
税金	0	1	0	0	0
其他经营现金流	(37)	(51)	(53)	(64)	(77)
经营活动产生的现金流	96	170	232	247	291
购买固定资产净值	(161)	(329)	(98)	(108)	(120)
投资减少/增加	0	7	0	0	0
其他投资现金流	7	19	1	1	1
投资活动产生的现金流	(154)	(303)	(97)	(107)	(119)
净增权益	1,110	0	0	0	0
净增债务	(139)	52	34	8	29
支付股息	(95)	(76)	(203)	(109)	(130)
其他融资现金流	103	(9)	2	(2)	(4)
融资活动产生的现金流	978	(33)	(167)	(103)	(106)
现金变动	920	(166)	(32)	37	67
期初现金	48	968	802	770	807
公司自由现金流	(51)	(114)	146	149	179
权益自由现金流	(197)	(71)	171	146	197

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	968	802	770	807	874
应收帐款	141	237	280	345	421
库存	254	286	324	401	492
其他流动资产	132	100	113	140	172
流动资产总计	1,496	1,424	1,488	1,693	1,959
固定资产	259	537	581	631	690
无形资产	120	162	164	166	168
其他长期资产	10	9	9	9	9
长期资产总计	390	708	754	806	867
总资产	1,886	2,132	2,242	2,499	2,826
应付帐款	194	236	274	337	413
短期债务	10	116	146	146	146
其他流动负债	45	53	50	56	65
流动负债总计	249	405	470	539	624
长期债	54	0	4	12	41
其它长期负债	10	10	10	10	10
股本	253	253	253	253	253
资本公积	1,319	1,464	1,505	1,684	1,898
股东权益	1,573	1,718	1,758	1,938	2,151
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,886	2,132	2,242	2,499	2,826
每股帐面价值(人民币)	6.21	6.78	6.94	7.65	8.49
每股有形资产(人民币)	5.73	6.14	6.29	6.99	7.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.57)	(2.71)	(2.45)	(2.56)	(2.71)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	18.8	17.8	17.0	16.4	15.8
息税前利润率	16.8	15.4	14.6	14.3	14.0
税前利润率	16.9	16.2	14.9	14.4	14.0
净利率	13.6	12.9	12.1	11.7	11.4
流动性(倍)					
流动比率	6.0	3.5	3.2	3.1	3.1
利息覆盖倍数	27.5	26.9	27.5	31.9	33.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	5.0	2.8	2.5	2.4	2.4
估值(倍)					
市盈率	21.5	16.7	15.1	12.7	10.7
核心业务市盈率	21.7	17.1	15.2	12.8	10.8
目标价对应核心业务市盈率	26.0	20.4	18.2	15.3	12.9
市净率	2.3	2.1	2.1	1.9	1.7
价格/现金流	38.0	21.6	15.8	14.8	12.6
企业价值/息税折旧前利润	11.8	9.9	8.9	7.5	6.2
周转率					
存货周转天数	96.2	88.4	87.9	84.6	84.8
应收帐款周转天数	34.7	40.6	47.0	46.2	46.3
应付帐款周转天数	46.0	46.2	46.3	45.1	45.4
回报率 (%)					
股息支付率	44.7	92.5	45.0	45.0	45.0
净资产收益率	18.1	13.3	14.0	15.6	16.8
资产收益率	13.3	10.3	10.9	12.1	12.9
已运用资本收益率	20.3	16.1	16.4	18.1	19.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371