

塑料制造业

报告原因：年报公布

2013年4月19日

市场数据：2013年4月19日

收盘价(元)	16.08
一年内最高/最低(元)	18.57/13.51
市净率	2.30
股息率	-
流通A股市值(百万元)	4074.67

基础数据：2012年12月31日

每股净资产(元)	6.99
资产负债率%	15.24
总股本/流通A股(百万)	253.40/253.40
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

深度报告《消费投资双收益，渠道扁平占高端》

2011年中报点评《得渠道者得天下，专业高端做品牌》

2012年三季报点评《货款回收率逆势加强，新市场开拓稳中求进》

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层

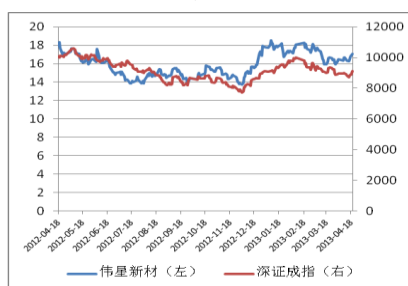
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



伟星新材 (002372)

增持

战略布局符合中西部需求增长，营销网络调整见效

维持评级

半年目标价：17.65-19.72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
2012A	1857.3	1573.4	235.9	0.93	17.3
2013E	2010.6	1229.5	293.5	1.16	13.9
2014E	2221.4	1324.8	356.3	1.41	11.4
2015E	2468.4	1450.3	416.4	1.64	9.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

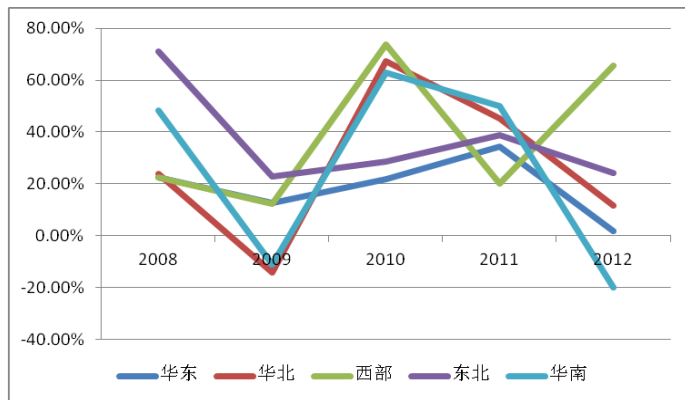
投资要点：

- **公司2012年年报显示**：2012年年度营业收入18.57亿元，营业成本15.73亿元，实现归属母公司净利润2.36亿元，同比分别增长9.46%、4.13%和7.61%。
- **管道产销量小幅增长，产品结构基本不变**：公司2012年全年产量为98880吨，同比增长9.67%；销量为101784吨，同比增长5%。公司产品仍然主要以PPR、PE管为主，分别占营业收入的40.04%和38.06%，利润占比分别为51.6%和31.3%，收入和利润占比都基本与去年持平，产品结构基本保持不变。
- **中西部需求崛起，及时完善全国布局**：公司经过多年考察，通过在本地租赁等形式对新兴市场进行初步开拓，已在重庆、上海等地购置土地为布局生产基地做准备。重庆基地一期工程将在2015年1月建成并开始对公司贡献效益。
- **股权激励费用逐年减少，管理费用压力随之减少**：2012年股权激励费用2131.12万元，占营业收入的1.15%，增厚管理费用1.15%，2014-2015年股权激励费用将以每年下降接近50%的速度减少，对管理费用影响将逐渐减小。
- **销售团队优胜劣汰，调整人员结构提高运营效率**：2012年公司生产和销售人员各减少11%，但人均产值和人均销售额也各相应提高22.5%。另外，销售人员职工薪酬总额同比增长29.24%，销售人员人均职工薪酬同比增长44.62%，销售人员优胜劣汰后提高了运营效率，也提升了精英团队的工资薪酬。
- **应收账款负增长，回款情况持续转好**：公司自2012年初应收账款回款情况已经好转，应收账款增速与营业收入增速差距逐渐减小；并且在2012年底应收账款出现负增长，货款回款情况持续转好。
- **公司业绩略超过预期**。我们略微下调2013-2015年EPS为1.16、1.41、1.64元，考虑公司在重庆布局生产基地的战略决策与市场实际需求趋势符合且该地区市场开拓有一定的提前量；另回款情况随产能的扩大而转好；营销团队在具有一定规模后，素质和效率逐步提升。因此我们给予17倍市盈率，维持“增持”评级，半年目标价17.65-19.72元。

➤ **中西部需求崛起，及时完善全国布局：**公司经过多年考察，通过在当地租赁等形式对新兴市场进行初步开拓，已在重庆、上海等地购置土地为布局生产基地做准备。重庆基地一期工程将在 2015 年 1 月建成并开始对公司贡献效益。

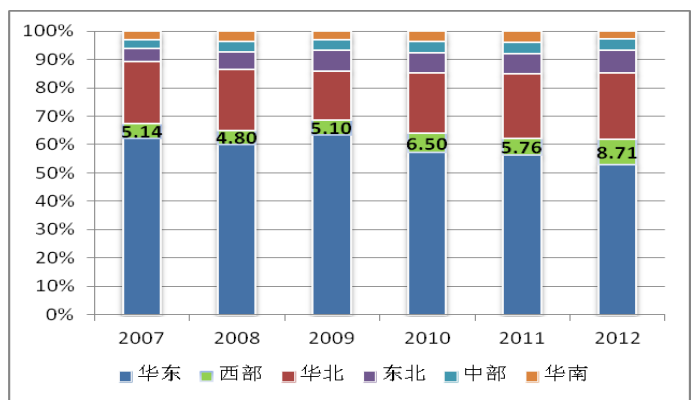
如图 3，与 2011 年华东、华北地区是公司营业收入增长的主要动力不同，2012 年全年营业收入同比增长 9.46%，其中华东、华北、西部、华南地区分别同比增长 1.72%、11.72%、65.51%、-19.91%。收入增长的主要动力来自于西部地区，全年营业收入增长 6402.90 万元，占公司增长总量的 41.0%。2012 年中西部地区需求增长趋势显著，2012 年底公司公告建设重庆工业园区一期工程，重庆基地将在 2015 年后结束租赁生产。

图表 1 各地市场增速放缓，西部市场开拓效果显著



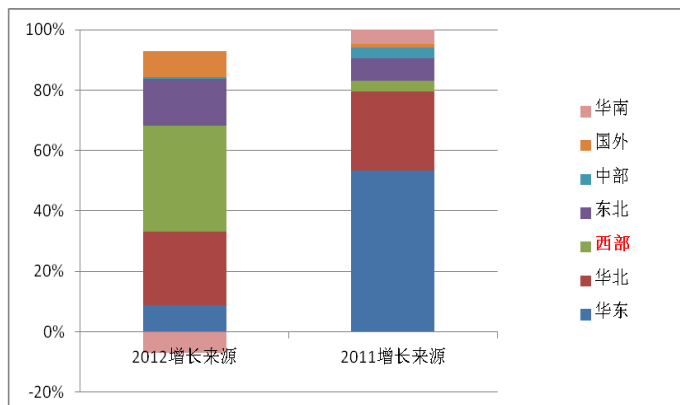
数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 2 华东仍为核心市场，西部地区成为增长主要动力



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

图表 3 西部地区是收入增长的主要动力来源



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所。

- **股权激励费用逐年减少，管理费用压力随之减少：**2012 年股权激励费用 2131.12 万元，占营业收入的 1.15%，增厚管理费用 1.15%，2014-2015 年股权激励费用将以每年下降接近 50% 的速度减少，对管理费用影响将逐渐减小。

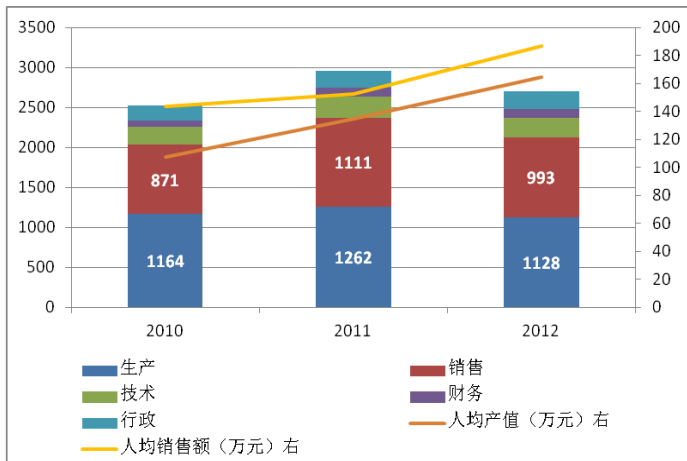
图表 4 股权激励目标完成情况及摊销费用（单位：万元）

	2010	2011	2012	2013	2014
净利润	17011.8	21925.3	23593.6		
股权激励净利润目标		19563.5	22115.3	24667.1	
净利润增速目标	基准	15%	30%	45%	
期权摊销费用		183.80	2131.23	1260.61	631.74
管理费用率	5.2%	5.0%	7.3%		

数据来源：公司公告、山西证券研究所。

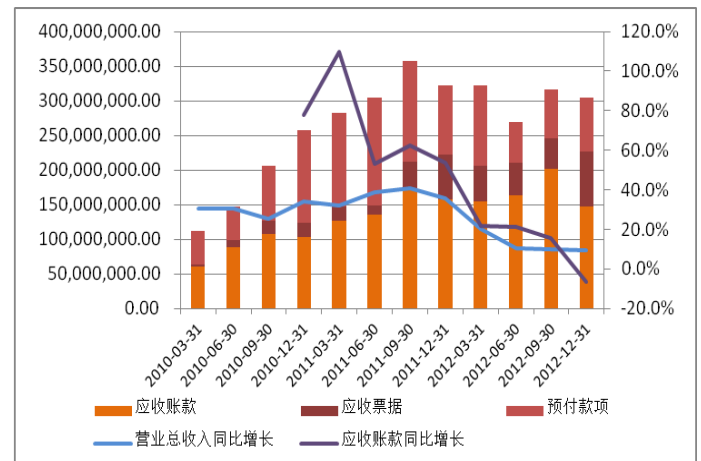
- **销售团队优胜劣汰，调整人员结构提高运营效率：**公司在 2010-2011 年快速扩张生产规模和销售网络规模，但在 2012 年重点调整了团队结构，注重在快速扩张规模后提高销售团队素质，提高运营效率。2012 年公司生产和销售人员各减少 11%，但人均产值和人均销售额也各相应提高 22.5%。另外，销售人员职工薪酬总额同比增长 29.24%，销售人员人均职工薪酬同比增长 44.62%，销售人员优胜劣汰后提高了运营效率，也提升了精英团队的工资薪酬。

图表 5 调整人员结构提升效率



数据来源：公司公告、山西证券研究所；
注：人均产值为营业收入/生产人员人数；
人均销售额为营业收入/销售人员人数。

图表 6 应收账款负增长，回款情况继续转好



数据来源：公司公告、山西证券研究所；

- **应收账款负增长，回款情况持续转好：**公司自 2012 年初应收账款回款情况已经好转，应收账款增速与营业收入增速差距逐渐减小；并且在 2012 年底应收账款出现负增长，货款回款情况持续转好。



- **核心假设：**
1. 募投的 PP-R、PE、HDPE 双壁波纹管管材管件项目按计划达产，产能和销售规模逐渐提升。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. 重庆工业园区 2015 年建成，不考虑 2013-2014 年可能提前投产产生的效益。
 4. 不再出现 2010 年公司上市推广时，使用大笔资金推广宣传。销售费用不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。
- **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. 产能因客观不可控因素等未能有效释放，营销渠道得不到充分发挥导致过高销售费用率。

财务报表预测与财务指标						更新日期：13/04/19					
单位：百万											
利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,696.76	1,857.30	2,010.64	2,221.43	2,468.44	现金	804.98	660.35	895.21	1,033.58	1,380.41
YOY(%)	35.8%	9.5%	8.3%	10.5%	11.1%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	1,115.57	1,161.61	1,229.46	1,324.81	1,450.32	应收款项净额	234.09	236.64	256.18	283.03	314.51
营业税金及附加	8.64	11.79	12.06	13.33	14.81	存货	285.62	293.22	309.25	332.48	363.93
销售费用	226.82	263.44	278.88	316.78	356.44	其他流动资产	99.58	78.26	84.72	93.60	104.01
占营业收入比(%)	13.4%	14.2%	13.9%	14.3%	14.4%	流动资产总额	1,424.27	1,268.47	1,545.35	1,742.70	2,162.86
管理费用	81.46	131.49	130.78	125.34	132.18	固定资产净值	509.33	552.95	617.15	687.27	698.74
占营业收入比(%)	4.8%	7.1%	6.5%	5.6%	5.4%	减：资产减值准备	(4.58)	(6.89)	(7.69)	(8.56)	(8.71)
EBIT	260.82	284.96	350.56	432.28	505.79	固定资产净额	504.75	546.06	609.46	678.71	690.03
财务费用	(9.69)	(5.87)	(2.86)	(3.36)	(6.03)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.6%	-0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	在建工程	32.60	45.02	18.63	49.73	25.97
资产减值损失	(4.58)	(6.89)	(10.00)	(10.00)	(10.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.67)	(0.05)	6.00	6.00	6.00	固定资产总额	537.35	591.08	628.09	728.44	716.00
营业利润	265.27	283.88	349.42	431.64	507.83	无形资产	161.60	222.46	213.56	204.66	195.76
营业外净收入	10.21	9.21	20.00	20.00	20.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	275.48	293.09	369.42	451.64	527.83	其他长期资产	9.15	10.28	10.28	10.28	10.28
所得税	56.23	57.15	73.88	90.33	105.57	资产总额	2,132.36	2,092.29	2,397.28	2,686.08	3,084.91
所得税率(%)	20.4%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	循环贷款	116.00	20.05	50.00	0.00	0.00
净利润	219.25	235.94	295.54	361.31	422.26	应付款项	114.91	102.00	107.58	115.66	126.60
占营业收入比(%)	12.9%	12.7%	14.7%	16.3%	17.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	(2.00)	(5.00)	(5.84)	其他流动负债	173.91	178.87	187.84	202.15	221.82
归属母公司净利润	219.25	235.94	293.54	356.31	416.42	流动负债	404.81	300.92	345.41	317.80	348.42
YOY(%)	28.9%	7.6%	24.4%	21.4%	16.9%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.87	0.93	1.16	1.41	1.64	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	9.73	19.02	28.31	37.60	46.89
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	414.54	319.94	373.72	355.40	395.31
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	1.70	5.95	10.92
营业收入	35.8%	9.5%	8.3%	10.5%	11.1%	股东权益	1,717.82	1,772.35	2,021.86	2,324.72	2,678.68
营业利润	29.3%	7.0%	23.1%	23.5%	17.7%	负债和股东权益	2,132.36	2,092.29	2,397.28	2,686.08	3,084.91
净利润	28.9%	7.6%	24.4%	21.4%	16.9%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	34.3%	37.5%	38.9%	40.4%	41.2%	税后利润	219.25	235.94	293.54	356.31	416.42
净利率(%)	12.9%	12.7%	14.7%	16.3%	17.1%	加：少数股东损益	0.00	0.00	1.70	4.25	4.97
ROE(%)	12.8%	13.3%	14.5%	15.3%	15.5%	公允价值变动	4.58	6.89	10.00	10.00	10.00
ROA(%)	10.3%	11.3%	12.2%	13.3%	13.5%	折旧和摊销	40.69	56.17	67.89	75.67	82.39
偿债能力						营运资金的变动	-43.05	13.69	-17.39	-26.42	-33.28
流动比率	3.52	4.22	4.47	5.48	6.21	经营活动现金流	221.48	312.69	355.74	419.82	480.49
速动比率	2.81	3.24	3.58	4.44	5.16	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	19.4%	15.3%	15.6%	13.2%	12.8%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-310.67	-101.32	-106.80	-178.00	-71.20
总资产周转率	79.6%	88.8%	83.9%	82.7%	80.0%	投资活动现金流	-310.67	-101.32	-106.80	-178.00	-71.20
应收账款周转天数	50.36	46.50	46.50	46.50	46.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	95.91	95.45	95.45	95.45	95.45	长期贷款的增加/	-54.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标(元)						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.87	0.93	1.16	1.41	1.64	股利分配	-84.96	-213.90	-44.03	-53.45	-62.46
每股净资产	6.78	6.99	7.98	9.17	10.57	计入循环贷款前融	-138.96	-213.90	-44.03	-53.45	-62.46
估值比率						循环贷款的增加/	201.27	71.79	29.95	-50.00	0.00
P/E	18.6	17.3	13.9	11.4	9.8	融资活动现金流	-76.66	-356.01	-14.08	-103.45	-62.46
P/B	2.4	2.3	2.0	1.8	1.5	现金净变动额	-165.85	-144.63	234.86	138.37	346.83

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(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司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。入市有风险，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。