

管材

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人: 高熠

S0960513080002

021-62178413

gaoyi@china-invs.cn

6-12个月目标价: 16.7元

当前股价: 12.62元

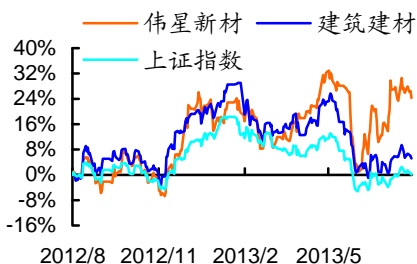
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2057.46
总股本(百万)	329
流通股本(百万)	292
流通市值(亿)	37
EPS	0.41
每股净资产(元)	5.19
资产负债率	21.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
伟星新材	10.41%	-4.42%	3.89%
建筑建材	1.07%	-13.81%	-18.55%
上证指数	0.66%	-9.59%	-11.09%



相关报告

伟星新材

002372

推荐

渠道建设进入收获期

伟星新材是于10年3月登陆深交所的塑料管道类企业(同年6月中国联塑登陆港交所), 主营业务瞄准家装市场中的中高端 PPR 管和 PE 管, 目标市场和盈利模式都显著区别于 A 股和 H 股其他的塑料管道公司。公司于8月23日晚公布了13年半年度报告, 报告期实现收入 8.97 亿元(+15.73%), 实现净利润 1.35 亿元(+23.69%), eps0.41 元。同时公司预计 1-9 月份实现净利润 1.85-2.40 亿元(增长 0%至 30%)。

投资要点:

- **塑料管道行业较水泥等大宗建材成长性更好、产品差异化更显著。**1.2001-2010 年塑料管道 CAGR 接近 25%, 超出水泥行业 10 多个百分点。塑料管道较水泥等大宗建材更为突出的成长性来自产品的替代升级和新应用领域的开拓鉴于替代升级过程和新应用领域的拓展将持续, 塑料管道行业仍将保持较快增长。2.塑料管道子行业众多、产品差异化显著。通用 PVC 塑料管产品属性和销售模式类似水泥等大宗建材, 该子领域, 企业成本控制是核心竞争力, 而应用于家装领域契合消费升级的高端品种如 PE 管和 PP-R 管更似消费品, 品牌和渠道是核心竞争力。
- **上个 10 年属于契合大宗建材快速增长的“联塑模式”, 下个 10 年属于契合消费升级的“伟星模式”。**中国联塑抓住了通用 PVC 塑料管迅猛增长的 10 年, 利用高财务杠杆快速扩张, 同时采取直销和总代的模式实现了高资产周转率, 09 年的 ROE 超 80%, 成为过去 10 年最成功的塑料管道企业, 类似水泥行业中的海螺。伟星专注消费品属性更强的家装塑料管领域, 深耕渠道, 走了一条和中国联塑完全不同的路子。公司的盈利模式要求渠道先行, 产能扩张受制于渠道建设, 这解释了为什么过去 5 年公司产能扩张速度远远落后于中国联塑。但我们认为伴随消费升级和渠道建设完成, 伟星新材有望迎来业绩的快速增长期。
- **渠道发力是 2 季度收入增速明显加快的助推手。**公司 2 季度收入增速为 22.54%, 较 1 季度的 4.26% 显著提升, 而直接受益渠道建设的 PPR 管收入增速更是达到了 36.71%, 与此形成反差的是跟市政工程关联度较大的 PE 管增速不到 10%。据此我们可以做出 PPR 管收入增速的大幅提升主要是受益渠道发力而非下游需求强劲的判断。在下游需求偏平淡的背景下, 2 季度收入增速加快可以认为是渠道建设进入收获期的信号, 我们认为未来 2-3 年公司业绩增速上新台阶的概率较大。
- **首次覆盖给予“推荐”的投资评级。**公司募投产能于 12 年 7 月完全转固, 12 年产能利用率仅为 60% 多, 若完全发挥, 销量增长将超 60%。我们预测 13-15 年归属于净利润分别为 3.05/3.96/5.12 亿元, 对应 EPS 分别为 0.93/1.20/1.55 元, 当前股价对应 13-15 年的 PE 分别为 13.62/10.50/8.12 倍。考虑到公司有望步入新一轮成长期, 给予 13 年 18 倍 PE, 目标价 16.7 元, 给予推荐的投资评级。
- **风险提示:** 1. 房地产投资增速大幅放缓; 2. 原材料价格大幅上涨。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1857	2132	2609	3151
收入同比(%)	9%	15%	22%	21%
归属母公司净利润	236	305	396	512
净利润同比(%)	8%	29%	30%	29%
毛利率(%)	37.5%	38.9%	40.0%	41.1%
ROE(%)	13.3%	17.9%	18.8%	19.6%
每股收益(元)	0.72	0.93	1.20	1.55
P/E	17.62	13.62	10.50	8.12
P/B	2.35	2.43	1.97	1.59
EV/EBITDA	10	8	7	5

资料来源: 中投证券研究所

正文目录

一、塑料管道行业：产品差异化显著的成长性行业.....	4
1.1 塑料管道产业链简介.....	4
1.2 塑料管道不同产品差异化明显,高端品种呈现消费属性.....	5
1.3 替代、升级不断拓宽应用领域.....	7
1.4 PP/PE 管道成长性优异.....	9
1.4.1 PE 管道成长性分析.....	9
1.4.2 PP-R 管成长性分析.....	12
1.4.3 塑料管道行业仍处较快增长阶段.....	13
二、定位高端，专注家装，深耕渠道.....	15
2.1 公司简介：定位高端，专注家装.....	15
2.2 伟星模式 VS 联塑模式.....	17
2.2.1 PVC 管领域联塑模式占优.....	17
2.2.2 高端家装领域“伟星模式”胜出.....	19
2.3 销售网络建设初见成效.....	21
三、13 年是募投产能释放期，业绩弹性大.....	23
3.1 产能已备，13 年销量弹性大.....	23
3.2 13 年原材料价格低位维持.....	24
四、投资建议：推荐.....	25

图表目录

图 1 塑料管道是化学建材的重要分支.....	4
图 2 塑料管道行业上下游情况.....	5
图 3 塑料管道品种存在差异性的根源.....	6
图 4 塑料管道质量层次不齐根源.....	6
图 5 塑料管道下游应用领域使用占比情况.....	8
图 6 塑料管道按构成分的使用占比.....	8
图 7 PE 管道传统应用领域.....	9
图 8 PE 管道新兴应用领域.....	10
图 9 普通 PE 管经改性后耐热性增强.....	10
图 10 地板采暖的热分布更加符合人体舒适性.....	11
图 11 同层排水与传统隔层排水示意图.....	12
图 12 PP-R 管发展历程.....	13
图 13 塑料管道行业增速快于水泥行业增速.....	14
图 14 中国城镇化进程处于快速推进阶段.....	15
图 15 伟星新材股权结构.....	16
图 16 塑料管道行业增速快于水泥行业增速.....	16
图 17 伟星新材定位高端产品.....	17
图 18 伟星和联塑相关指标比较.....	17
图 19 联塑模式图解.....	18
图 20 中国联塑生产基地布局.....	19
图 21 伟星新材收入结构.....	20
图 22 伟星新材产品毛利率高出联塑一截.....	20
图 23 渠道扁平化图解.....	21
图 24 伟星新材生产基地布局.....	21
图 25 伟星新材销售人员快速增长.....	22
图 26 单位销售人员的销售额迎来向上趋势.....	22
图 27 PP-R 管道产能利用率 10 年以来不断下行.....	23
图 28 PPR 和 HDPE 价格走势.....	24

表格目录

表 1 不同管道关键使用参数的差异.....	7
表 2 不同建筑给水管使用性能比较.....	13
表 3 国家化学产业【十五】规划.....	14
表 4 联塑模式和伟星模式对比.....	19
表 5 公司产能情况.....	23
表 6 盈利预测假设.....	25

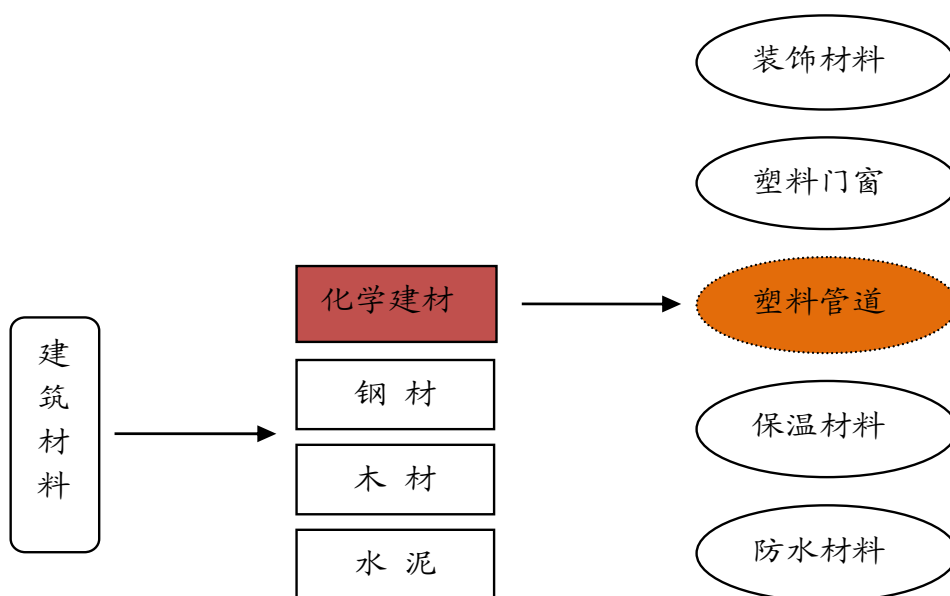
一、塑料管道行业：产品差异化显著的成长性

行业

1.1 塑料管道产业链简介

塑料管道隶属化学建材的一个重要分支。化学建材是继钢材、木材和水泥之后的第四大类新兴建筑材料，除塑料管道外，还包括塑料门窗、建筑防水材料、建筑保温材料、装饰装修材料等。

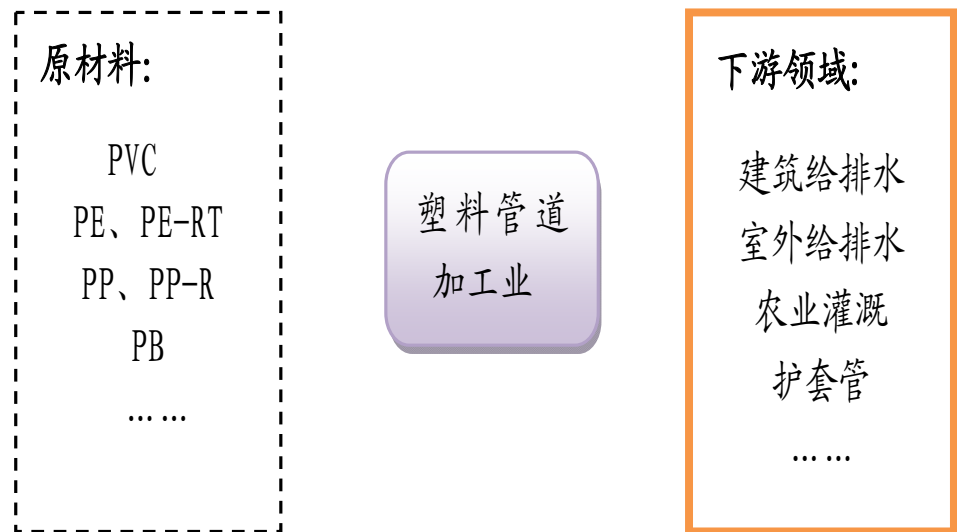
图 1 塑料管道是化学建材的重要分支



资料来源：中投证券研究所

塑料管道产业链的上游是原材料，包括 PVC\PE\PE-RT\PP\PP-R\PB 等高分子树脂，其中 PE-RT 和 PB 还不能完全自给，中游是塑料管道加工业，购进原材料加工成塑料管，下游是塑料管的应用领域包括建筑给排水、室外给排水、农业灌溉、护套管等。

图 2 塑料管道行业上下游情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

塑料管道于 1936 年首先在德国被研制成功，1939 年英国铺设世界上第一条塑料输水管线。相对于传统金属管材具有质量轻、水流阻力小、耐腐蚀等天然的优点，开始逐步取代传统金属管材（钢管、铸铁管等）在建筑相关领域中的应用，这一过程被称作“以塑代钢”运动。如果不考虑使用成本，技术上通过聚合物改性，塑料管可以实现对传统金属管道的完全代替。

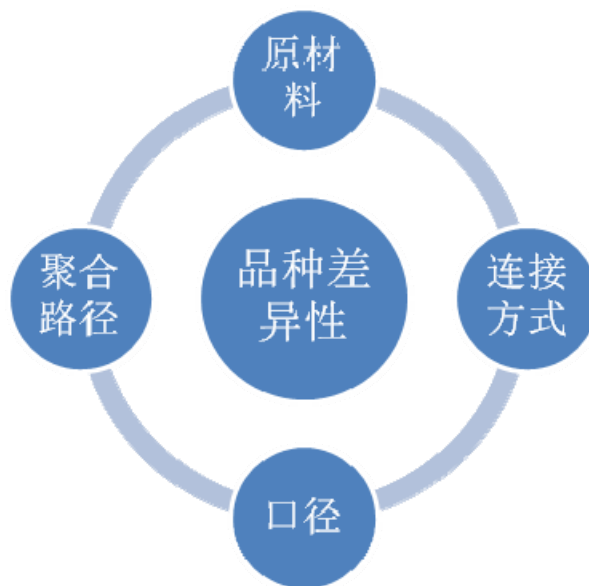
1.2 塑料管道不同产品差异化明显

塑料管道可以说是大类建材中产品差异化最为显著的，这是和水泥、平板玻璃最大的区别所在，其中的高端品种具有明显的消费属性。本节我们就来讨论塑料管道产品的差异化以及差异化形成的原因。

为了观点表述的准确性，我们来定义“差异化”，我们所指的差异化包含两层内容：1.塑料管道不同种类产品间存在差异化；2.不同公司生产的同类产品性能和质量上的差异化。

首先来看不同种类产品的差异化。塑料管道产品细分种类繁多，仅按照原材料不同就有 PVC 管、PE 管、PP 管、PB 管、ABS 管、PAP 管、SP 管等多个大类。每个大类再细分不同小类，如 PVC 管分 U-PVC 管和 C-PVC 管等，PE 管又分 PE-X 管、PE-RT 管等。此外，同一细分品种在管道口径和连接方式（有机械式、热熔式、电容式之分）上也有差异。

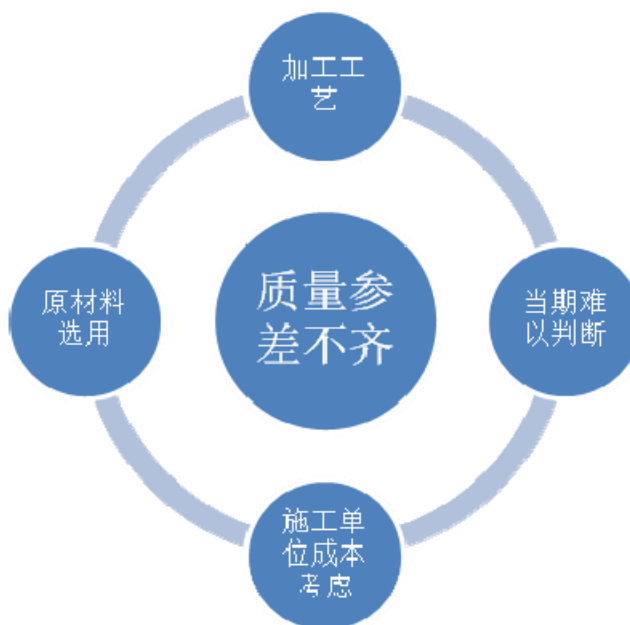
图 3 塑料管道品种存在差异性的根源



资料来源：中投证券研究所

其次，不同厂家生产的同种产品的使用性能和质量存在差异，这种情况在中低端的塑料管道中体现的尤为明显。原材料选用和加工过程是造成同种产品质量参差不齐的源头，此外塑料管道的采购商一般是施工单位，其主要考虑的是价格便宜，且消费者在当期难以发现管道的质量问题。

图 4 塑料管道质量层次不齐根源



资料来源：中投证券研究所

1.3 替代、升级不断拓宽应用领域

1.2 节简单讨论了塑料管道区别于大宗建材（水泥、玻璃）的差异化特性，本节具体讨论塑料管道在下游的应用情况。之所以把两者放在一起强调，是因为塑料管道产品的差异化特性和下游应用是相互促进的：下游应用领域的多样倒逼塑料管道产品的多样性，而产品的多样性又在不断拓展其下游应用领域。

塑料管道家族由最初单一的 PVC 管发展到现在已经形成三个大类品种，几十个细分品种。对于管道来讲，无论是传统管道（金属管、水泥管）还是塑料管道，性能方面的考虑集中在三个方面：1.适用温度范围；2.适用压力范围；3.使用寿命。

表 1 不同管道关键使用参数的差异

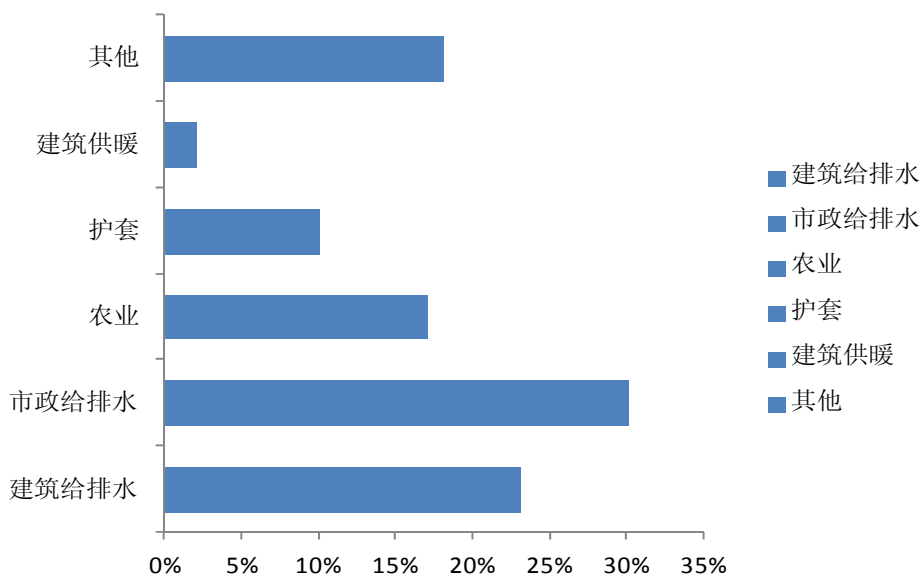
	PVC 管道	PE 管道	PP 管道
适用温度（度）	0-45	0-40	0-90
适用压力（MPa）	<2.5	>2.5	<2.5
理论寿命（年）	>50	>50	>50

资料来源：中投证券研究所

一般来讲，PP 管的耐热性是最好的，PE 管的抗压性是最好的，PVC 管没有最突出的特性，但也没有短板。PVC\PE\PP 管在性能上的差异性决定了其应用领域的差异，PVC 用在对压力、温度没有太高要求的地方，比如室内给排水（冷水），农业灌溉等领域；PE 管用在对温度要求不高但对抗压性有较高要求的地方（压力管领域），比如市政给排水、燃气主管道等；PP 管用在耐热性有较高要求的地方，比如冷热水管道。

简单由 PVC\PE\PP 管的一般性能，可以大致将其应用领域划分为压力管领域（PE）、高温管领域（PP）和普通管领域（PVC），具体来看有建筑给排水、建筑供暖、市政给排水、农业灌溉、燃气运输、通信电力等领域。从用量规模来讲，建筑给排水和市政给排水、农业灌溉是目前用量最大的三块传统应用领域，用量占比分别为 23%、30%、17%。

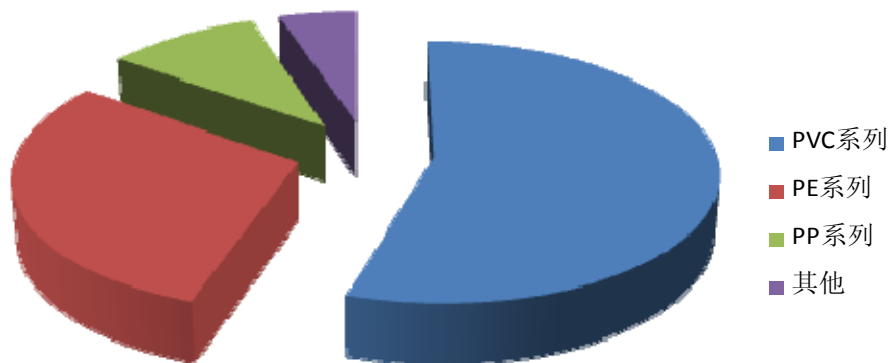
图 5 塑料管道下游应用领域使用占比情况



资料来源：Freedonia, 中投证券研究所

PVC 在建筑给排水、市政给排水和农业灌溉上都普遍使用，因此用量上来看，PVC 管占据主导地位，占整个塑料管道用量的 55%左右；用量排在第二的是在市政给排水和燃气运输领域被越来越广泛使用的 PE 管，占比为 30%左右，最后是在建筑冷热水领域主导的 PPR 管道，占比为 10%左右。

图 6 塑料管道按构成分的使用占比



资料来源：Freedonia, 中投证券研究所

1.4PP/PE 管道成长性优异

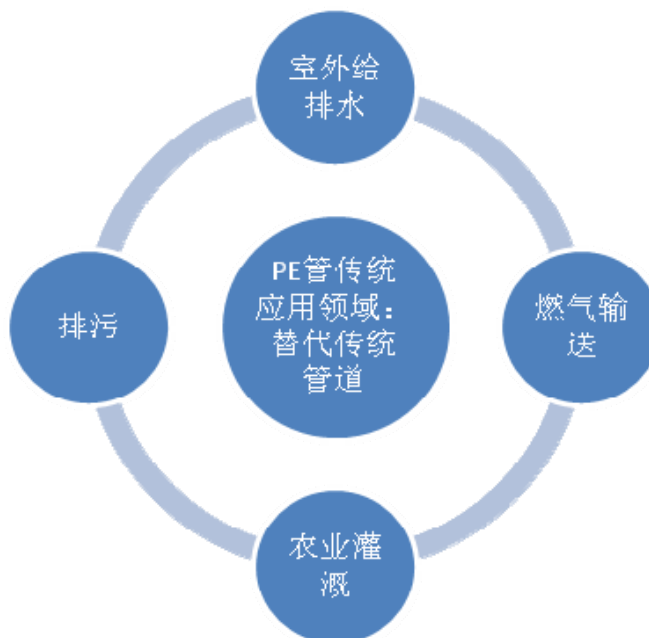
在本节中我们讨论 PP/PE 管道的成长性。PP/PE 管道的成长性来源于三个方面：1.替代过程尚未结束；2.不断拓展新的应用领域；3.传统应用领域需求平稳增长。

1.4.1PE 管道成长性分析

PE 管道是继 PVC-U 管道之后，世界上消费量第二大的塑料管道品种，其应用始于 20 世纪 40 年代，目前应用于给排水（室外为主）、排污、燃气输送、农业灌溉等传统领域。

PE 管在上述传统领域的应用扮演的是替代传统管道（水泥管、铸铁管、钢管等）的角色，这一替代过程远未结束。以城市供水管网为例，30%多的供水管网铺设于 80 年代之前，这部分的管网近几年面临升级改造的刚性需求。

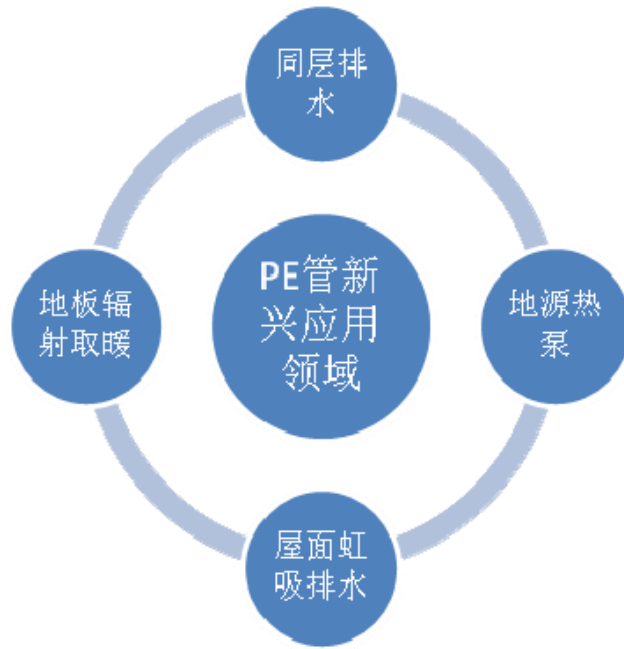
图 7PE 管道传统应用领域



资料来源：公司公告，中投证券研究所

除在传统领域替代传统管道外，PE 管（改性产品）在新兴应用领域的成长性更为显著。下面我们重点讨论 PE 管在地板辐射取暖、地源热泵和同层排水这三块新兴应用领域的使用情况。

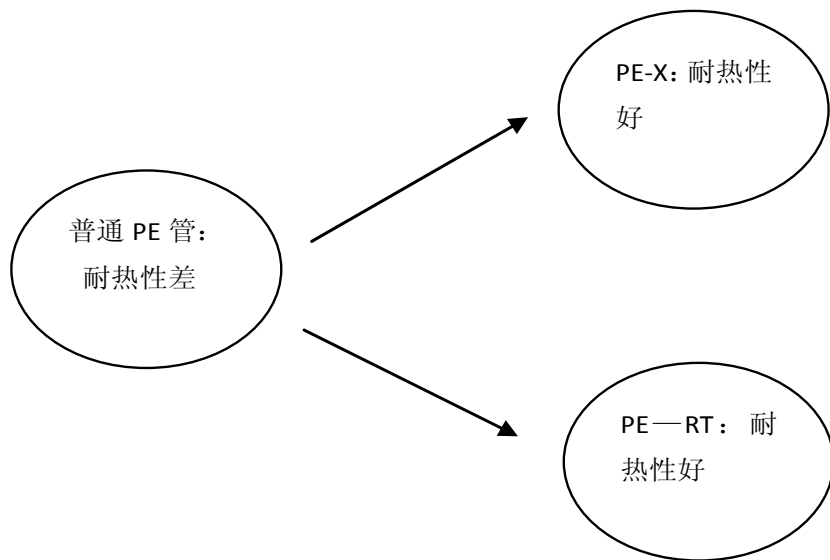
图 8 PE 管道新兴应用领域



资料来源：公司公告，中投证券研究所

地板辐射取暖和地源热泵要求输水管道具备两个条件：1.易卷曲；2.一定的耐热性。普通 PE 管天然满足第一个条件，但第二个条件不满足。但是通过对普通的 PE 管进行改性得到的 PE-X 管（交联 PE 管）和 PE-RT 管（耐热型 PE 管）就很好地满足了第二个条件。

图 9 普通 PE 管经改性后耐热性增强



资料来源：公司公告，中投证券研究所

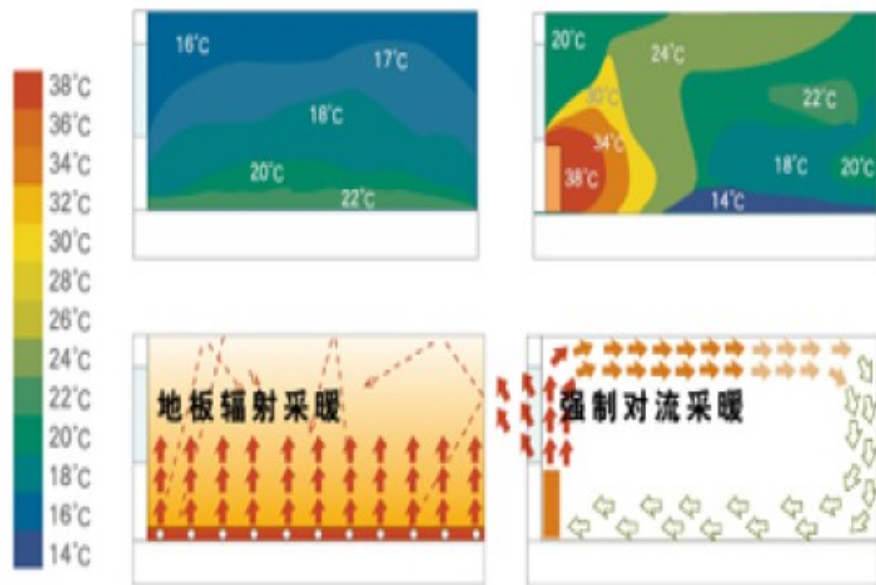
PE-X 管道是采取交联方式获得的，按照交联方式的不同又可以分为 PE-Xa、PE-Xb、PE-Xc。PE-X 管道的交联度决定了管材的耐热性能，但是由于交联过程难以控制且 PE-X 管不能采用热熔连接只能采用机械式连接，使得其应用受到了限制，近年来 PE-RT 成为主流。

PE-RT 管（耐热增强聚乙烯）由乙烯和辛烯共聚而成，除具备 PE 管的一般优点（抗裂、抗压、易卷曲）外，耐高温性能优异，且能够采取热熔连接，逐步成为地板辐射采暖领域中的主流品种。

传统的采暖方式包括暖气片采暖和空调采暖，原理都是通过热空气对流达到取暖效果。但是热空气对流的缺陷在于室内温度呈现“上暖下凉”分布，人体的舒适度不够，而地面辐射采暖是利用埋在地板下的管道系统向室内辐射热量而使温度“自下而上”逐渐升高，人体的舒适度较传统取暖方式显著提升。

05 年地板采暖占据 30% 的份额，这一比例未来逐步提升。在该领域 PE-RT 超过 50%，根据北京塑料工业协会资料，10 年 PE-RT 在地板采暖中的应用量接近 5 万吨。

图 10 地板采暖的热分布更加符合人体舒适性



资料来源：中投证券研究所

地源热泵的工作原理简言之就是利用地下水作为冷热源（夏天作为冷源，冬天作为热源），采用热泵原理实现夏季制冷、冬天制热。相比传统中央空调，地源热泵采暖更加节能和高效。

在地源热泵的工程造价中，室内机组、室外管道和工程施工三部分的费用相当。05 年地源热泵空调系统的规模约为 6 亿元，以此推算 PE 管道用量接近 1 万吨，随着这一技术在国内逐步推广，新增大量 PE 管需求。

图 11 同层排水与传统隔层排水示意图



资料来源：伟星新材网站，中投证券研究所

同层排水是指所有的卫生器具的排水支管不穿越楼板至下层，在本层直接接入主立管，一旦发生需要疏通清理的情况，在本层内就能解决问题的排水方式，如图 11 所示。相较传统隔层排水方式，同层排水具有低噪音、布局灵活、不易漏水等优点。

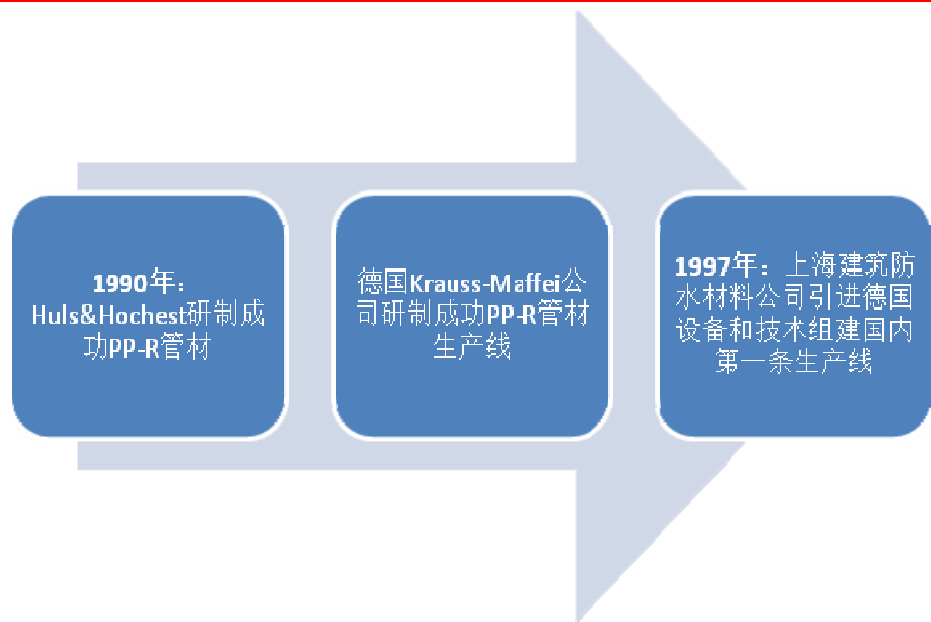
同层排水在国外应用比较普遍，在国内尚处于推广初期，主要在高档住宅内使用。在 07 年建筑排水管道中，同层排水和虹吸排水占比仅为 3%，用量为 1.5 万吨，预计未来占比和用量有很大的提升空间。

1.4.2PP-R 管成长性分析

传统 PP 管具有耐高温、生产工艺环保、抗冲击性差，而通过对其进行改性（在 PP 管原料的生产过程中加入乙烯单体共聚）就得到抗冲击性能优异的 PP-R，广泛应用于室内冷热水领域。

PP-R 管材于 20 世纪 90 年代由德国的 Huls 和 Hoechst 历经 8 年合作开发成功，之后德国的 Krauss-Maffei 公司率先推出 PP-R 管材专用生产线，上海建筑防水材料（集团）公司于 1997 年从德国引进生产线和技术，建成了国内最早生产 PP-R 管材和管件的生产线。

图 12PP-R 管发展历程



资料来源：中投证券研究所

PP-R 管凭借优异的耐热、抗漏性逐步成为建筑冷热水管道领域的主流产品，用量和占比在逐步提升。07 年建筑冷热水管道用量 40 万吨，PP-R 管道 22 万吨，占比 55%，至 10 年建筑冷热水管道用量约 60 万吨，PP-R 管道占比超 60%。目前在建筑给水领域，已经形成 PP-R 主导热水管，PVC-U 主导冷水管的局面。

表 2 不同建筑给水管使用性能比较

项目	PP-R 管	PE-X 管	PB 管	PAP 管	PVC-U 管
卫生性能	好	一般	好	好	一般
应用范围	冷、热水	冷、热水	冷、热水	冷、热水	冷水
接头质量	好	易漏	好	易漏	易漏
环保性能	可回收	难回收	可回收	难回收	生产有污染
经济性	好	较好	一般	较好	好

资料来源：招股说明书，中投证券研究所

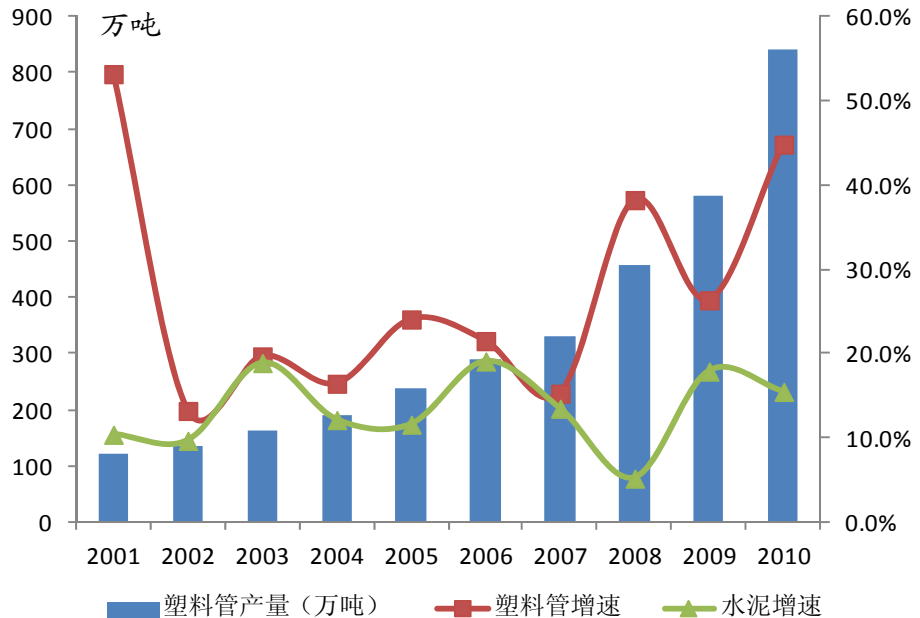
伴随农村市场的（二次装修为主）启动和城镇新建住宅需求的稳步增长 PP-R 管潜在增长空间很大，我们预计未来 PP-R 管道的增速会高于塑料管道行业的整体增速。

1.4.3 塑料管道行业仍处较快增长阶段

在上节我们重点讨论了 PE 管和 PP-R 管的消费升级和新领域拓展应用带来的成长性，本节我们简要就塑料管道行业的成长性进行讨论。

塑料管道行业凭借对传统管道（水泥管、铸铁管、钢管等）的替代，以及不断拓展新应用领域，行业增速快于水泥行业。如图 13 所示，2001-2010 年塑料管道产量由 121 万吨大幅增加至 840 万吨，增长近 7 倍，CAGR 接近 25%，超出水泥行业 10 多个百分点。塑料管道行业成长性比水泥行业更加突出。

图 13 塑料管道行业增速快于水泥行业增速



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

城镇化进程的快速推进引致的大量新增塑料管道需求以及城市旧管网的改造升级将使得塑料管道行业未来几年仍处于较快增长阶段。截止 12 年底，中国城镇人口比重为 52.57%，城镇户籍人口比重在 36% 左右（10 年底为 34.17%），处于城镇化率在 40%-60% 之间的快速城镇化阶段。按照每年城镇化率提高 0.8 个百分点计算，每年新增进城人口超 1000 万，新增住房需求超 3 亿平米（按照人均 30 平米估算）。

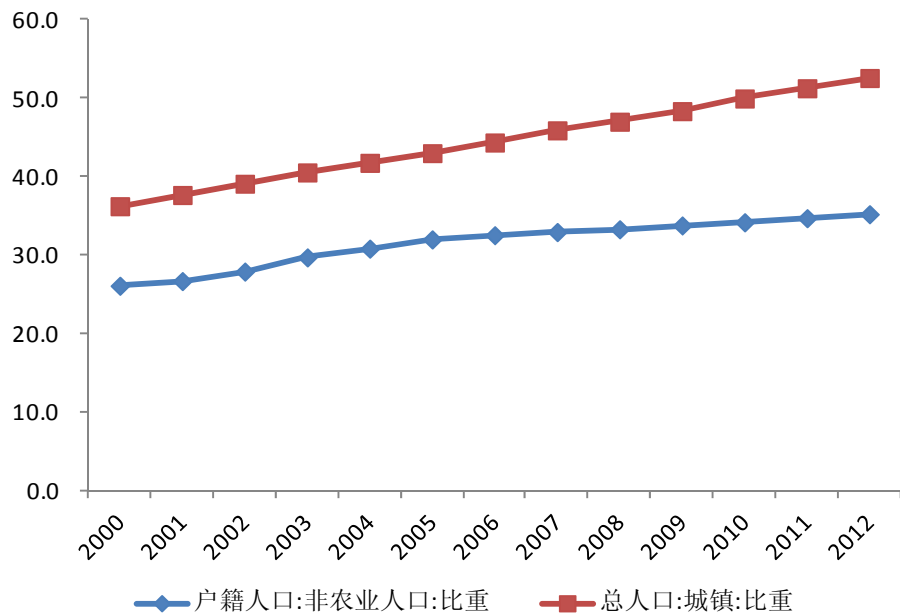
2005 年发布的《国家化学建材产业【十五】计划和 2015 年发展规划纲要》要求塑料管道在给水和排水领域中的使用比率由 05 年的 60%（建筑给水）、30%（建筑排水）提升至 15 年的 85% 和 50%。此外，电力护套管使用比率至 15 年达到 90%，燃气管占比由 20% 提升至 40%。

表 3 国家化学产业【十五】规划

	2005	2015	提升比率
建筑给水	60%	85%	25%
建筑排水	30%	50%	20%
护套管	-	90%	-
燃气管	20%	40%	20%

资料来源：国家化学建材产业【十五】计划和 2015 年发展规划纲要，中投证券研究所

图 14 中国城镇化进程处于快速推进阶段



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

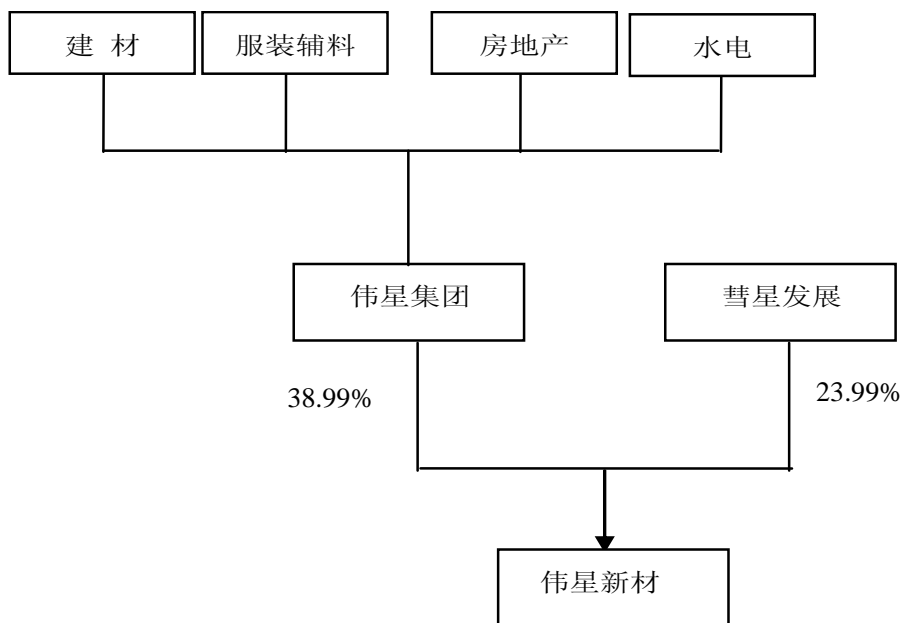
二、定位高端，专注家装，深耕渠道

2.1 公司简介：定位高端，专注家装

伟星新材前身临海建材设立于 1999 年，是国内最早从事塑料管道研发、生产和销售的企业之一。公司的控股股东是伟星集团，旗下产业主要分为四块：建材产业（本公司）、服装辅料产业（伟星股份 002003）、房地产业和水电产业。

公司于 10 年发行 6340 万新股在深交所上市，发行上市后总股本为 25340 万股，伟星集团是控股股东股权占比为 38.99%，彗星发展是第二大股东，股权占比为 23.99%。

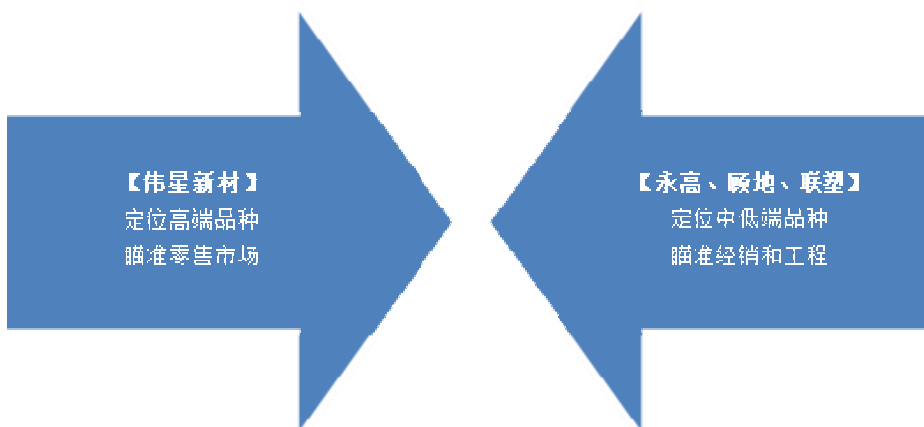
图 15 伟星新材股权结构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

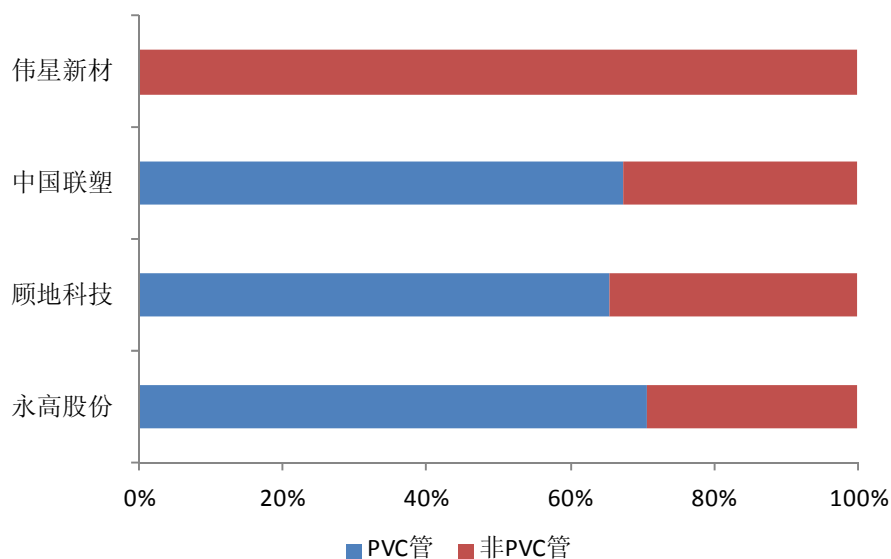
公司是 A 股塑料管道上市公司中的特点非常鲜明的标的，集中体现在公司定位塑料管道中的高端品种（PE 管、PE-RT 管、PP-R 管）、瞄准零售市场。A 股中同类上市公司永高股份、顾地科技包括港股上市公司中国联塑都是定位塑料管道中的中低端产品 PVC-U 管，走经销和工程销售。

图 16 塑料管道行业增速快于水泥行业增速



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 17 伟星新材定位高端产品



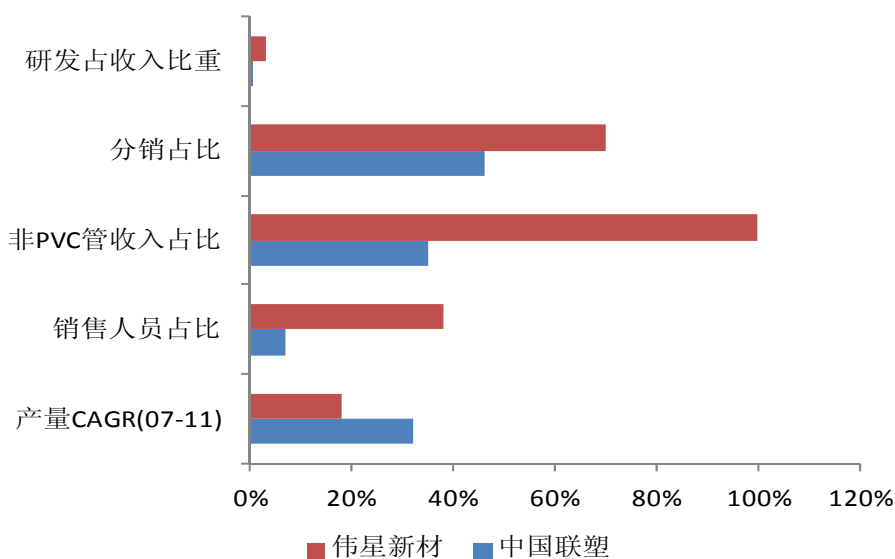
资料来源：公司公告，中投证券研究所

2.2 伟星模式 VS 联塑模式

2.2.1 PVC 管领域联塑模式占优

上节我们提出公司在塑料管道上市公司中独树一帜，产品定位和营销模式都显著区别于中国联塑、永高股份和顾地科技。我们将公司的盈利模式定义为“伟星模式”，而将中国联塑、永高股份和顾地科技的盈利模式定义为“联塑模式”。两种模式的差异通过下图中几项指标的显著差异得以很好地呈现。

图 18 伟星和联塑相关指标比较

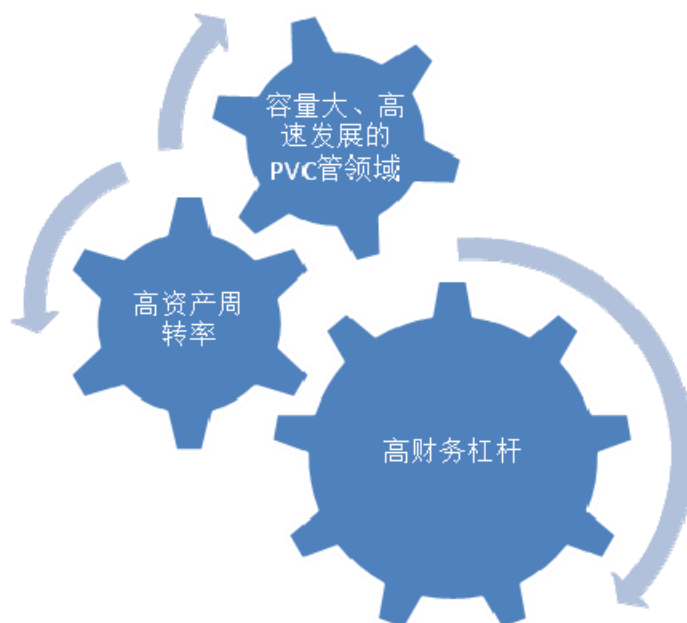


资料来源：公司公告，中投证券研究所

联塑于 1996 年在广东顺德设立，10 年成功登陆港交所，截止 11 年底，成为年产量近 80 万吨，收入过百亿的塑料管道龙头企业。可以说联塑是过去 10 年最成功的塑料管道企业。

联塑的成功归结为三点，即为联塑模式的内涵：1.选了一个容量大且高速成长的领域-PVC 管；2.找到了最适合的模式：经销+直销并举；3.将财务杠杆用到极致，激进式扩张产能。三点环环相扣，缺一不可，可再简化为：大细分行业+高周转+高杠杆。容量大的子行业为高速扩张提供便利，产能的高速扩张需要借助高周转提升产能利用率。

图 19 联塑模式图解



资料来源：中投证券研究所

永高股份满足 1 和 2，由于 3 不满足，永高 07 年后的成长速度被联塑远远抛在后面。07 年永高的收入接近联塑的一半，至 11 年仅不到 1/4。联塑以广东为根基，持续对外扩张，目前已经拥有 13 个生产基地，分布在广东、湖北、江苏、河南、河北、四川、贵州、新疆、吉林和黑龙江等省份，08-10 年为其产能的集中投放期。

图 20 中国联塑生产基地布局



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

2.2.2 高端家装领域“伟星模式”胜出

联塑模式的内涵归结为：大细分行业（PVC 管）+高资产周转率（经销+直销并举）+高财务杠杆。在 PVC 管领域，联塑模式成就了联塑，在高端家装领域伟星模式或将成就伟星。

伟星模式的内涵归结为：1. 高端细分子行业（PE 管、PP-R 管、PB 管等）；2. 专注零售市场和家装领域；3. 渠道下沉。联塑模式销售的 PVC 管类似大宗建材水泥和平板玻璃，不同厂家间的产品差异化小，客户对品牌的关注度低，对价格敏感，而伟星模式销售的高端塑料产品更类似消费品，不同厂家产品的差异化大，客户对品牌关注度高，对价格相对不敏感。

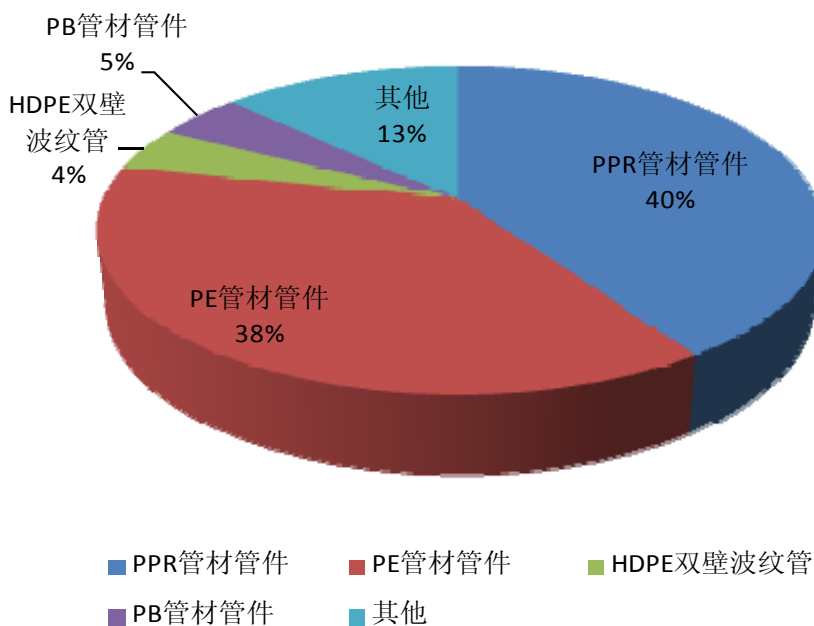
表 4 联塑模式和伟星模式对比

	需求对象	产品差异化	对品牌要求	对价格敏感度
联塑模式	中低端	较小	较低	较高
伟星模式	高端	较大	较高	较低

资料来源：中投证券研究所

公司产品定位高端，以建筑冷热水领域的 PP-R 管、PE 管，地板辐射采暖用 PE-RT 管为主，以 PB 管、HDPE 双壁波纹管为辅。在 12 年上半年的收入中，PP-R 管，PE 系列管（含 PE-RT 管）和 HDPE 管、PB 管占比分别为 40%、38%、4%和 5%。

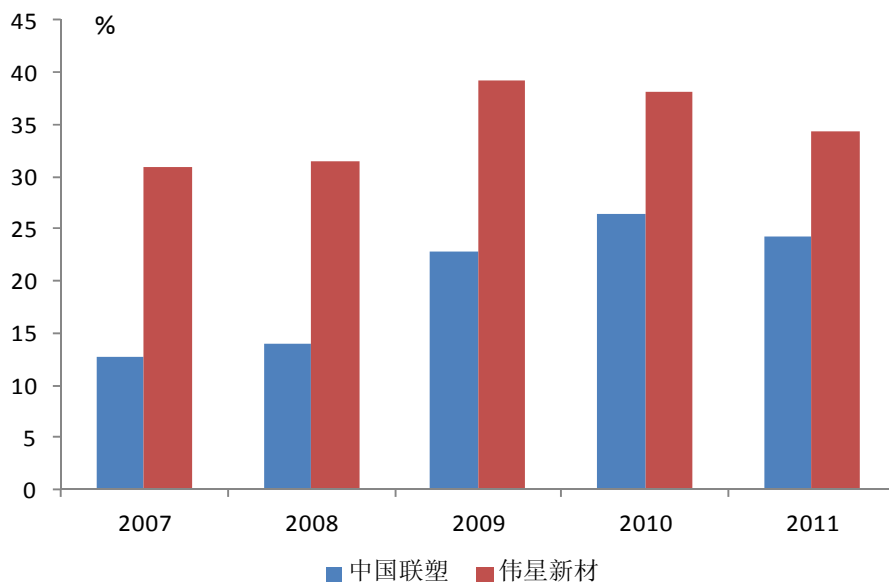
图 21 伟星新材收入结构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

对于个人消费者来讲，他们在选择管道的时候，对于品牌的关注要多于价格，换就话说，品牌能够带来溢价。这一点我们从公司和联塑产品的毛利率水平的高低可以看出来。伟星 07-11 年的平均毛利率水平在 30%多，同期联塑的平均毛利率水平不到 20%。

图 22 伟星新材产品毛利率高出联塑一截

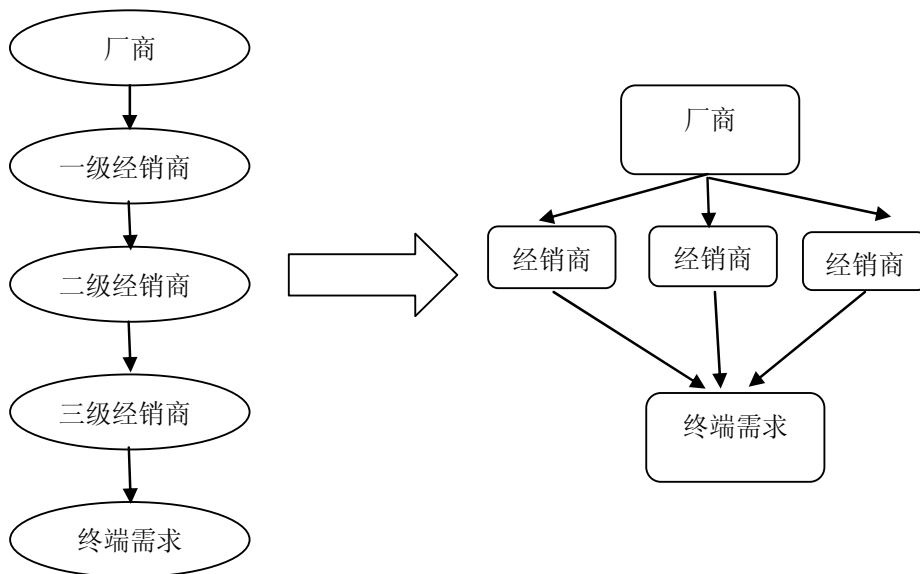


资料来源：公司公告，中投证券研究所

联塑采纳的总代制和直销模式是最适合中低端产品的销售模式，公司从 07 年开始逐步探索和创建的扁平化渠道模式则契合了对品牌塑造和消费者需求掌控的要求，是最适合高端塑料管道的销售模式。

所谓扁平化的渠道模式即是指减少产品从出厂到终端消费者之间经销商的层级即原先产品从出厂到零售终端要经过一级经销商、二级经销商、三级经销商以至于四级经销商。渠道扁平化后，产品从出厂到零售终端仅需经过一级经销商，其余层级的经销商被消除。

图 23 渠道扁平化图解



资料来源：公司公告，中投证券研究所

2.3 销售网络建设初见成效

公司于 07 年开始进行扁平化渠道建设，目前公司拥有 4 个生产型子公司，分别位于临海（2000）、上海（2003）、天津（2007）和重庆（2011），6 家销售型子公司分别位于上海、北京、沈阳、重庆和青岛，20 多家销售分公司和 10 多家销售办事处，销售网点超过 17000 个。

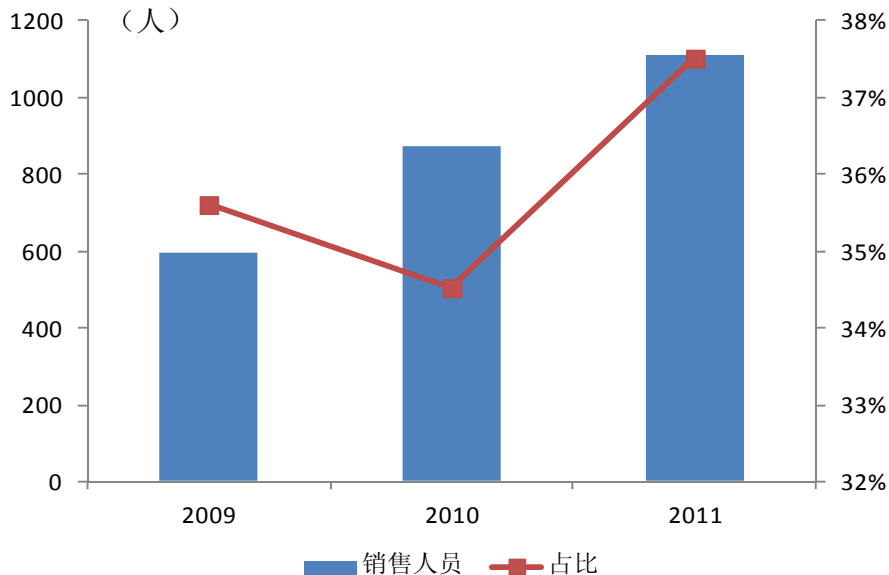
图 24 伟星新材生产基地布局



资料来源：国家统计局，中投证券研究所

公司营销网络建设不断推进，伴随这一过程公司销售人员总数持续快速增长，由 09 年的 600 多人增加至 11 年底的 1100 多人，增长了近一倍。10-11 年是公司大批招募销售人员的两年，销售人员在公司员工中的占比在 11 年达到 37.57%。

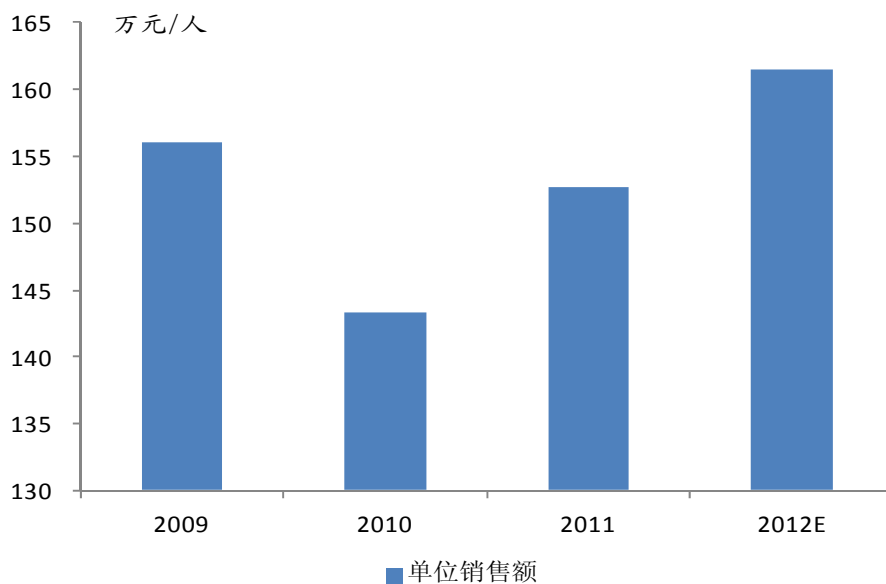
图 25 伟星新材销售人员快速增长



资料来源：公司公告，中投证券研究所

10-11 年销售人员的高速扩张带来单位销售人员的平均销售额从 09 年开始进入下行通道，背后的原因销售人员从招募到产生效益需要一个培育期。我们观察到 12 年这一数值开始止跌回升，并且超过了 09 年的水平。我们有理由相信，伴随营销网络建设的进一步深化，这一数值有望在 12 年之后快速上升。

图 26 单位销售人员的销售额迎来向上趋势



资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、13 年是募投产能释放期，业绩弹性大

3.1 产能已备，13 年销量弹性大

公司 10 年 3 月登陆中小板，募投项目包括 3.2 万吨 PP-R 管道、4 万吨 PE 管(含超募项目)和 1.5 万吨的 HDPE 双壁波纹管。公司募投前拥有产能情况为：1.8 万吨 PP-R 管、2.1 万吨 PE 管和 0.7 万吨 HDPE 管。需要指出的是，募投前产能包括了部分募投项目的前期投入产能，具体有 0.19 万吨 PP-R 管道、0.28 万吨 PE 管道和 0.18 万吨 HDPE 管道。

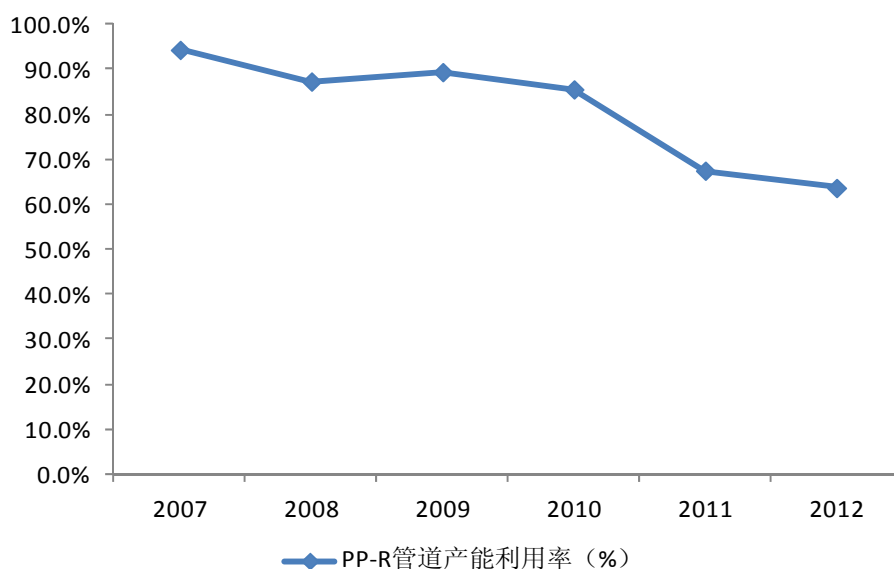
表 5 公司产能情况

	募投产能	前期产能	前期投入增加的产能	募投前产能	达产后产能	产能增长
PPR 产能	3.2	1.61	0.19	1.8	4.8	167.2%
PE 产能	4.0	1.84	0.28	2.12	5.8	173.5%
HDPE 产能	1.5	0.53	0.18	0.71	2.0	181.6%
合计	8.7	3.98	0.65	4.63	12.7	174.3%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司 10 年上市后，营销网络处于建设期，还未能很好地发挥作用，刚好又遇上 11 年地产调控。受塑料管道行业增速放缓的影响，公司募投项目达产进度受到较大影响。我们以 PP-R 管道为例，其产能的利用率由上市之前的 90% 大幅降至 12 年的 64%（预测值）。

图 27 PP-R 管道产能利用率 10 年以来不断下行



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司募投项目已经于 12 年下半年全部建成，13 年产能具备完全达产的潜力。13 年公司产能利用率取决于 1. 塑料管道行业增速；2. 公司营销网络效用的发挥。如果产能完全发挥，销量增速有望超 60%。

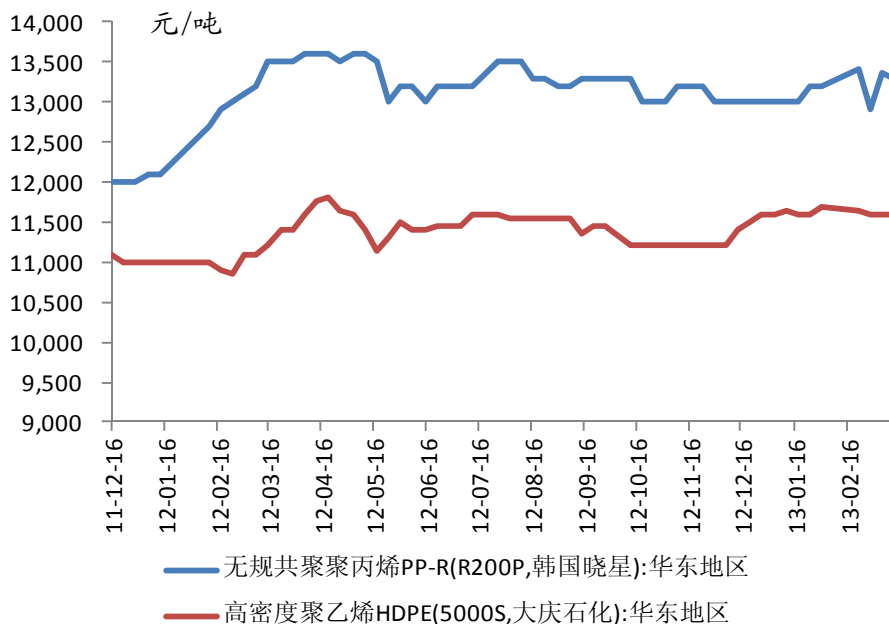
3.213 年原材料价格低位维持

公司主要原材料为 PPR 树脂、PE 树脂（含 PE-RT 树脂），PB 树脂等石化产品以及铜嵌件，原材料成本占生产成本的 80%左右。除 PE-RT 和 PB 树脂外，基本实现了国产化。

公司主要面对个人客户，产品价格相对稳定，毛利率的波动主要由原材料价格的波动导致的。一般来讲，原材料价格下跌利于产品销售毛利率的提升，反之原材料价格上涨会降低产品的销售毛利率，但公司可以部分将原材料上升成本转移给下游客户。

公司主要原材料价格跟原油价格走势关系较为密切，原油价格走低使得 12 年公司主要原材料价格同比 11 年出现一定幅度的下降，考虑到全球经济短期难以出现强劲复苏，我们预计 13 年主要原材料价格将在低位维持，出现大幅上涨的概率不大。

图 28 PPR 和 HDPE 价格走势



资料来源：公司公告，中投证券研究所

四、投资建议：推荐

13 年伴随公司产能利用率的提升，规模效益将逐步体现，我们预计公司 13 年期间费用率将小幅下降。此外，13 年原材料价格在低位维持是大概率事件，而伴随下游需求恢复，公司产品价格具备一定的提价幅度，我们预计 13 年公司产品价格稳中略升。

我们对于公司 13-14 年主要产品的销量和价格的假设参见表 5，我们认为上述盈利预测假设是偏中性的，公司 13-14 年产品销量和价格存在超预期的可能。

表 6 盈利预测假设

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
PPR 管材管件						
产能 (万吨)	2.57	3.85	4.49	4.81	5.5	7
销量 (万吨)	2.16	2.60	3.00	4.10	5.33	6.66
单价 (万元/吨)	2.50	2.45	2.45	2.45	2.50	2.55
毛利率	48.78%	45.63%	48.15%	49.00%	49.00%	49.00%
PE 管材管件						
产能 (万吨)	2.59	5	5.8	6.34	7	7
销量 (万吨)	2.70	4.20	4.40	4.80	5.20	5.80
单价 (万元/吨)	1.65	1.63	1.62	1.55	1.58	1.62
毛利率	31.92%	28.00%	30.77%	30.00%	30.50%	31.00%

资料来源：公司公告，中投证券研究所

根据上述对伟星新材的分析，我们预测 13-15 年归属于净利润分别为 3.05/3.96/5.12 亿元，对应 EPS 分别为 0.93/1.20/1.55 元，当前股价对应 13-15 年的 PE 分别为 13.62/10.50/8.12 倍。考虑到公司的成长性，给予 13 年 18 倍 PE，目标价 16.7 元，给予推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1268	1338	1718	2311	营业收入	1857	2132	2609	3151
现金	660	600	846	1269	营业成本	1162	1303	1564	1857
应收账款	148	178	217	260	营业税金及附加	12	13	16	19
其它应收款	10	14	16	20	营业费用	263	303	370	447
预付账款	78	120	130	155	管理费用	135	160	196	236
存货	293	347	407	485	财务费用	-6	-21	-24	-40
其他	79	79	102	123	资产减值损失	7	5	5	5
非流动资产	824	875	851	836	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	546	557	502	440	营业利润	284	370	482	626
无形资产	222	273	326	378	营业外收入	14	16	18	20
其他	55	45	23	17	营业外支出	4	4	5	6
资产总计	2092	2213	2569	3148	利润总额	293	382	495	640
流动负债	301	504	464	531	所得税	57	76	99	128
短期借款	20	111	50	50	净利润	236	305	396	512
应付账款	72	106	123	143	少数股东损益	0	0	0	0
其他	209	287	291	338	归属母公司净利润	236	305	396	512
非流动负债	19	0	0	0	EBITDA	336	415	529	658
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.93	0.93	1.20	1.55
其他	19	0	0	0					
负债合计	320	504	464	531	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	253	329	329	329	成长能力				
资本公积	1067	825	825	825	营业收入	9.5%	14.8%	22.3%	20.8%
留存收益	452	555	951	1462	营业利润	7.0%	30.2%	30.4%	29.9%
归属母公司股东权益	1772	1709	2105	2617	归属于母公司净利润	7.6%	29.4%	29.7%	29.3%
负债和股东权益	2092	2213	2569	3148	获利能力				
					毛利率	37.5%	38.9%	40.0%	41.1%
					净利率	12.7%	14.3%	15.2%	16.2%
					ROE	13.3%	17.9%	18.8%	19.6%
					ROIC	19.5%	22.9%	28.0%	33.6%
					偿债能力				
					资产负债率	15.3%	22.8%	18.1%	16.9%
					净负债比率	6.27%	25.57%	13.35	12.06%
					流动比率	4.22	2.65	3.70	4.35
					速动比率	3.24	1.97	2.82	3.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.99	1.09	1.10
					应收账款周转率	11	12	12	12
					应付账款周转率	12.43	14.61	13.63	13.97
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.93	1.20	1.55
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.86	1.05	1.33
					每股净资产(最新摊薄)	5.38	5.19	6.39	7.94
					估值比率				
					P/E	17.62	13.62	10.50	8.12
					P/B	2.35	2.43	1.97	1.59
					EV/EBITDA	10	8	7	5

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,7年证券行业从业经验。

高熠,中投证券研究所建材行业分析师,经济学硕士,11年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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