

伟星新材 (002372.SZ)

塑料行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

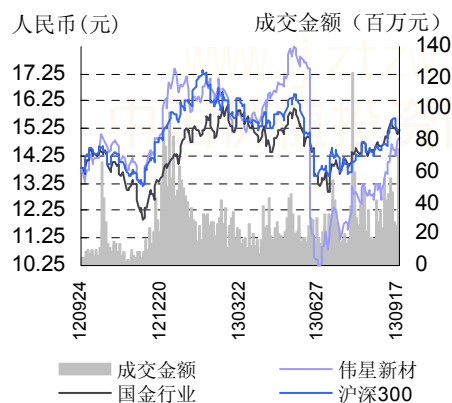
市价(人民币): 14.91元

聚焦中高端, ROE提升

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	292.37
总市值(百万元)	49.70
年内股价最高最低(元)	18.23/10.25
沪深300指数	2432.51
中小板指数	5931.51



相关报告

1.《经营稳健,估值有上行空间》, 2013.4.18

黄诗涛 分析师 SAC 执业编号: S1130512080004
(8621)61357457
huangst@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.865	0.931	0.880	1.095	1.342
每股净资产(元)	6.78	6.99	5.51	5.47	5.71
每股经营性现金流(元)	0.67	1.18	1.08	1.18	1.36
市盈率(倍)	17.97	17.96	16.94	13.62	11.11
行业优化市盈率(倍)	15.35	36.94	43.59	43.59	43.59
净利润增长率(%)	28.88%	7.61%	22.92%	24.35%	22.54%
净资产收益率(%)	12.76%	13.31%	15.98%	20.01%	23.48%
总股本(百万股)	253.40	253.40	329.42	329.42	329.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

- 行业观点**
- 塑料管道主要用于建筑和市政领域。随着城镇化率的提高,行业整体增速预计能维持在10%左右。但未来结构化增长的特征更加明显,主要体现在区域层面中西部地区城镇化需求比重提升,应用层面市政排水、燃气的增速相对较快。
 - 在行业集中度达到较高水平时(塑管行业CR20超过50%),战略聚焦对于提高资本回报率有重要意义,公司选择聚焦中高端零售市场不仅契合了消费升级的长期趋势,也可以发挥伟星的优秀管理能力。而且,在目前工程领域现金流吃紧的背景下,公司的策略也具有相对优势。至少从半年度三张报表来看,伟星的表现比其他以工程为主的塑料管道公司靓丽很多。(净利率提升1个百分点,ROE提升1个百分点,而负债率下降了3.5个百分点)
 - 而在定位于零售模式的企业竞争中,我们认为伟星已经取得领先优势:定位高端高价、强调生活品质的品牌广告,星管家优质服务体系,和遍布全国的销售渠道,以及上市公司的综合优势。
 - 对于长期增长空间和速度,公司PPR管道占全国比例仅4%左右,占中高端市场的10~12%左右,可以拓展的空间仍很大。长期来看,随着全国布局的完成和竞争优势的强化,公司PPR管道的增速或高于房地产销售增速。

投资建议

- 公司选择聚焦中高端零售市场不仅契合了消费升级的长期趋势,也可以发挥伟星的优秀管理能力。在业绩上体现为:利润率提高,存货周转加快,现金流更加强劲,ROE从制造业企业向品牌企业靠拢。
- 和其他建材类似,塑管企业的增长主要来自于行业的稳定增长和跨区域扩张。受益于公司过去几年的跨区域布局,以半年报为标志,未来2年将迎来销售渠道的量价齐升阶段。而随着美国页岩气的放量 and 国内外丙烷脱氢产能的投放,成本端的丙烯价格或受到压制。
- 预计公司未来3年EPS分别为0.88、1.10、1.34元/股,对应PE分别为17、14、11倍。“增持”。
- 短期来看,房地产销售和开工的回暖构成利好。另外,近期核心员工以12.15元/股的价格完成第一期期权行权(390万股),充分说明其对公司长期发展的信心。

内容目录

塑管总体需求稳定增长，细分领域有亮点	4
总量上稳定增长.....	4
区域上中西部增长较快.....	4
市政给排水/燃气领域增长较快	5
聚焦中高端零售市场，竞争优势得到强化	6
公司概况	6
聚焦于中高端零售市场.....	6
中高端 PPR 市场空间仍较大.....	7
高端品牌、优质服务、完善渠道 3 位一体.....	7
股权激励强化核心员工动力.....	8
跨区域扩张卓有成效	9
成本费用端或出现利好	10
放量阶段，成本/费用率有下降趋势.....	10
丙烯产业链正在发生变化	11
行业观点	12
投资建议	12
风险提示	12
附录：三张报表预测摘要	13

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表目录

图表 1	塑料管道产量快速增长	4
图表 2	塑料管道需求量与地产施工面积存在一定相关性	4
图表 3	各区域房地产投资累计增速	4
图表 4	供水管道建设需求	5
图表 5	污水管网建设需求	5
图表 6	天然气管道新增量较大	6
图表 7	越来越聚焦的战略	7
图表 8	收入结构	7
图表 9	广告语的变化	8
图表 10	新推出的星管家服务	8
图表 11	渠道扁平化、直销比例上升或成趋势	8
图表 12	股权激励对象	9
图表 13	行权条件	9
图表 14	上市时下设销售型子公司	9
图表 15	销售人员数量	9
图表 16	西部地区放量增长叠加中东部地区反弹	10
图表 17	各区域收入占比	10
图表 18	PPR 收入增速拐点已现	10
图表 19	房地产新开工、施工和销售面积增速	10
图表 20	折旧占成本比重有下降空间	11
图表 21	包装运费仍有下降空间	11
图表 22	运营效率提升	11
图表 23	期间费用率或将下行	11
图表 24	丙烯价格走势	12

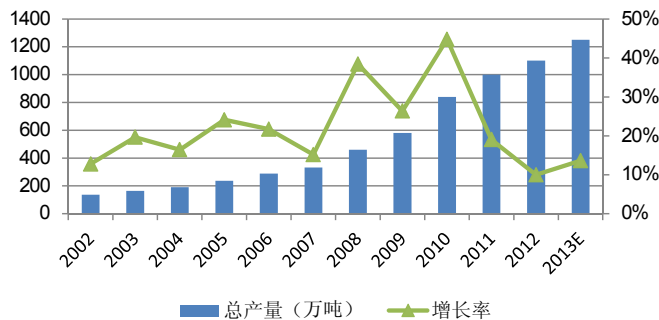
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

塑管总体需求稳定增长, 细分领域有亮点

总量上稳定增长

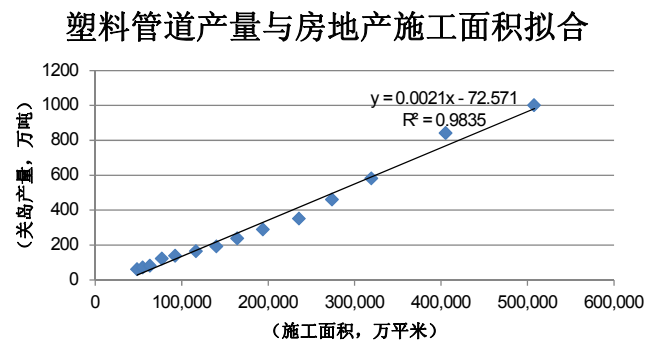
- 在“以塑代钢”等政策的持续推动下, 塑料管道行业迎来快速发展, 过去十年复合增速超过 20%。根据浙江省内的调查, 目前塑料管的渗透率已比较高。
 - 新建建筑物内排水管、电工套管多采用 PVC-U, 占 90%以上。
 - 新建建筑物内给水管多采用 PP-R, 占 80%以上。
 - 室外排污排水管道, PVC-U 和 PE 各占约 40%, RPM 约占 10%。
 - 埋地用燃气管、天然气管, PE 占 60%以上。
- 塑料管道 70%应用于建筑工程领域。2011 年我国城镇化率 51.27%, 距离 70%的平稳发展水平仍有空间。预计未来十年仍将保持每年 0.8 个百分点的上升速度, 塑料管道也将保持稳定增长。综合下来, 我们预计 2013 年行业产量增长 13.6%左右, 较 2012 年略高。

图表 1 塑料管道产量快速增长



来源: 中国塑料加工协会管道分会、国金证券研究所

图表 2 塑料管道需求量与地产施工面积存在一定相关性

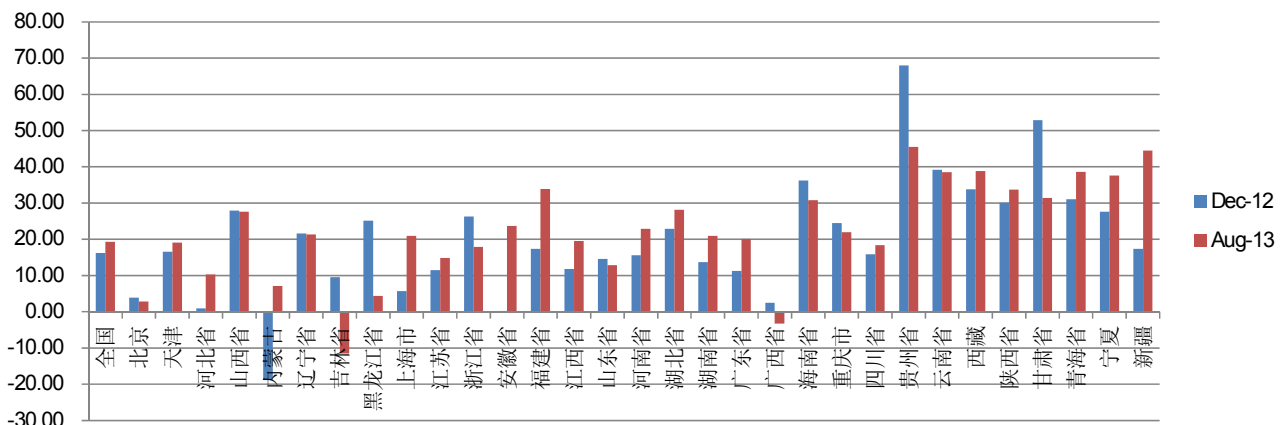


来源: 公开信息、国金证券研究所

区域上中西部增长较快

- 中西部地区城镇化水平落后于东部, 随着产业转移和国家对中西部区域的政策支持, 未来中西部的城镇化发展速度将有望持续快于东部, 相应地管道需求的增长更多地来自于中西部地区。

图表 3 各区域房地产投资累计增速



来源: 公开信息、国金证券研究所

市政给排水/燃气领域增长较快

- 1, 供水管道的新建和改造需求较大, PE 管道较为受益。
 - “十二五”期间全国计划新增市政供水管道 18.5 万公里, 新建投资达 1843 亿元。
 - 另外, 根据《全国城镇供水设施改造与建设十二五规划及 2020 年远景目标》, “十二五”期间, 全国将对使用年限超过 50 年和灰口铸铁管、石棉水泥管等落后管材的供水管网进行更新改造, 总计 9.23 万公里, 占 2010 年底全国供水管网长度的 8.9%, 管网改造投资达 835 亿元。

图表 4 供水管道建设需求

	管网更新改造长度(公里)	比例	新建管网长度(公里)	比例	合计(公里)	比例
全国总计	92,317	100%	185,320	100%	277,637	100%
华北	15,078	16%	21,539	12%	36,617	13%
东北	11,327	12%	21,151	11%	32,478	12%
华东	15,133	16%	45,315	24%	60,448	22%
华中	14,674	16%	28,569	15%	43,243	16%
华南	19,276	21%	28,962	16%	48,238	17%
西南	10,046	11%	22,547	12%	32,593	12%
西北	6,783	7%	17,243	9%	24,026	9%

来源: 公开信息、国金证券研究所

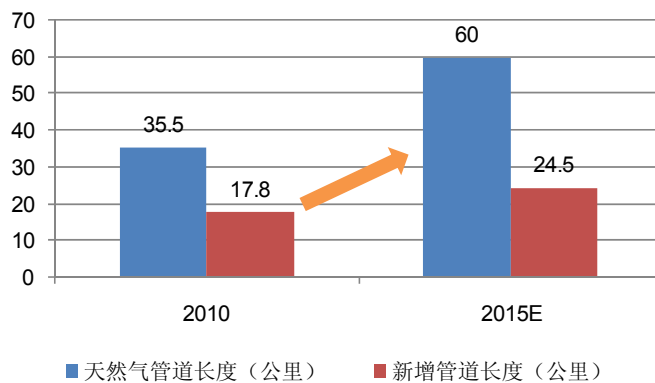
- 2, 污水处理、雨污分流、雨水资源化等增加排水管网需求, PVC-U 及 HDPE 大口径管道较受益。
 - 单从污水处理系统来说, 我国仍存在污水配套管网建设相对滞后的问题。根据《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》, “十二五”期间, 我国将新增污水管网 16 万公里, 总投资达 2443 亿。

图表 5 污水管网建设需求

	2010年底已有(公里)	“十二五”新建污水管网长度(公里)	增加比例
全国总计	166,174	159,125	96%
华北	42,540	21,586	51%
东北	8,443	15,874	188%
华东	50,229	27,417	55%
华中	15,890	19,849	125%
华南	18,424	30,503	166%
西南	18,044	21,160	117%
西北	12,604	22,737	180%

来源: 公开信息、国金证券研究所

- 3, 中低压燃气管道领域增长较快, HDPE 燃气管直接受益。
 - 根据《全国城镇燃气发展“十二五”规划》, “十二五”期间居民用气人口达到 6.25 亿以上, 较 2010 年增长约 38%; 全国将新增约 24.5 万公里天然气管道, 较十一五期间新增公里数增长约 38%。
 - 据统计, 中国目前 HDPE 燃气管材用量仅 12 万吨/年左右, 占燃气管材市场的 15% 左右, 远低于美国的 90%、欧洲的 60%-70%。燃气管用 HDPE 管道系统用量相对讲较小(直径较小, 绝大部分在 400 毫米以下), 但是价值较高。如 DN200~315 的 PE100 燃气管道, 每米造价将近 300 元。

图表 6 天然气管道新增量较大


来源：公开信息、国金证券研究所

聚焦中高端零售市场，竞争优势得到强化

公司概况

- 公司于 2010 年 3 月 18 日上市，控股股东为伟星集团，限售股已于 2013 年 3 月 18 日解禁上市。
- 公司前身为 1999 年成立的“临海建材”，是华东地区较早进入塑料管道生产的企业。经过十余年的发展，已成为全国领先的塑料管道企业。截至 2012 年底，公司下属“塑材科技”、“上海伟星”、“天津伟星”、“重庆伟星”4 家生产型子公司和 20 多家销售分公司，塑料管道总产能达 14 万吨。

聚焦于中高端零售市场

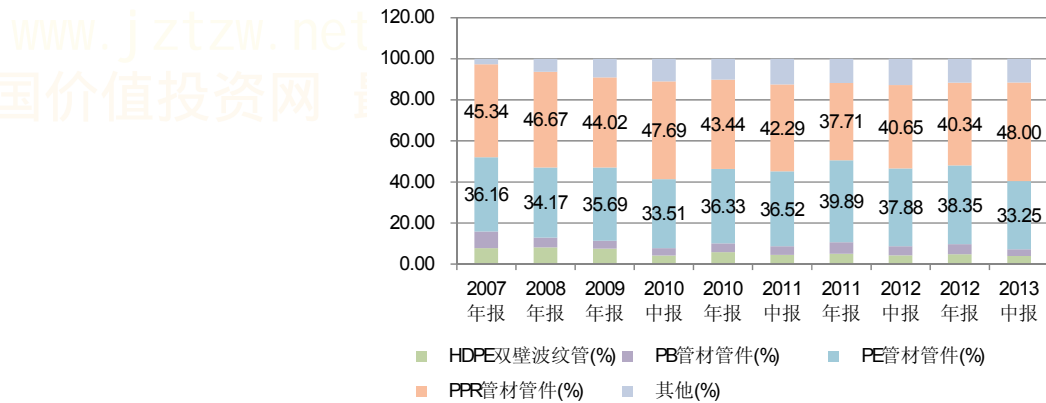
- 从上市以来，我们可以看到公司战略中几个反复出现的关键词：**品牌、服务、渠道**。随着时间的推移，我们也看到了越来越**聚焦于中高端零售市场**的战略调整。
 - 聚焦于中高端零售市场的战略：坚持“渠道为王、零售为先”的经营思路，不断强化营销渠道建设，完善以“星管家”为代表的服务体系，大力推进“零售商业模式”，深化“伟星管”的高端形象，重抓“高技术含量”、“高附加值”的新产品和新项目的研发。
- 我们认为，随着行业需求增速的下移，而且当前工程项目账期也有拉长的趋势，大量上产能铺渠道圈市场，依靠价格跑量的竞争策略或许慢慢地进入红海，而跟随消费升级，聚焦零售市场，依靠品牌和服务获取高溢价，反而是未来较好的一个方向。
- 另外，走大流通方式的管道上市企业已有 3 家：中国联塑、永高股份、顾地科技，而走零售渠道为主的上市公司仅有伟星一家。公司聚焦零售的战略是比较明智的。
- 面对未来增长前景较好的细分市场公司也做出了提前部署：
 - 燃气管道：公司已经配置了燃气管道生产相关设备，并抽调骨干进入其营销团队中，未来将逐步加大燃气管道市场投入。
 - 同层排水、虹吸排水、地源热泵和地暖管道：公司在这些领域开发的比较早，已经形成一定的品牌优势。

图表 7 越来越聚焦的战略

报告期	描述
2010年报	以品牌统领营销，以服务支撑品牌。 以开发为先锋、实现技术领先。
2011年报	在行业经历由分散竞争向集中竞争过渡的背景下， 技术、品牌、营销 成为驱动塑料管道企业核心竞争力的三驾马车。
2012上半年	随着塑料管道产业的不断成熟，越来越多的企业将摆脱低质量、低价格的经营模式，形成更多依靠技术进步、品牌影响和渠道优势经营的规模企业，市场竞争将逐渐从区域化转向全国化，企业间的竞争将逐渐从单一价格转向综合实力的竞争。 如果公司不能快速构建好全国性的 营销渠道 ，不能快速提高全国性的 品牌影响力 ，不能在日益激烈的竞争中始终保持明显的竞争优势，迅速做强做大，将对公司的发展和经营业绩产生不利的影响。
2012下半年	明确了零售、房产工程、市政工程“ 三驾马车 ”的营销模式，同时创新“ 产品+服务 ”的零售商业模式，以 零售带动工程 等其他业务，全面开拓国内市场。 进一步明确了“ 优质高价 ”的 高端品牌形象 。
2013上半年	坚持“ 渠道为王、零售为先 ”的经营思路，不断强化营销渠道建设，完善以“ 星管家 ”为代表的服务体系，大力推进“ 零售商业模式 ”。 深化“ 伟星管 ”的 高端形象 。 重抓“ 高技术含量 ”、“ 高附加值 ”的新产品和新项目的研发。

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8 收入结构



来源：公司公告、国金证券研究所

中高端 PPR 市场空间仍较大

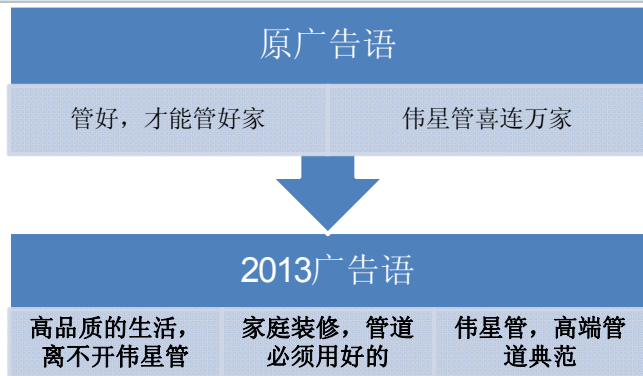
- 根据 2009 年塑料管道行业协会的数据统计，2009 年 580 万吨塑料管道中，PVC 占 59%，PE 占 29%，PP 占 10%，其他占 2%。按照 2012 年 1100 万吨的总产量计算，PP 管道产量达 110 万吨。以 4.5 万吨产能计算，市占率仅 4%。即使以其中 30~40%的中高端市场来计算，全国市占率仅 10~12%。

高端品牌、优质服务、完善渠道 3 位一体

- 在聚焦中高端零售市场的战略指导下，公司着力打造高端品牌形象，建立“星管家”优质服务体系，通过完善的渠道布局向消费者提供高品质的生活体验。同时，品牌、服务所带来的高溢价为公司顺利拓展新渠道提供了较好的保障。
- **新广告迎合消费升级，契合公司的高端定位**：伟星 2012 年以前广告语是“管好，才能管好家”“伟星管喜连万家”，2013 年开始请张国立做代言人，广告语更加突出生活品味：“**高品质的生活，离不开伟星管**”，“家庭装修，管道必须用好的”，“**伟星管，高端管道典范**”。而竞争对手日丰、金德的广告语仍在强调质量。
 - 日丰的广告语：“我选择，我信赖”，“日丰管，管用五十年”。
 - 金德的广告语：“爱家就用金德管”，“好管用一生”。
- **星管家服务是实现高端消费体验的重要手段**。如果广告只是给人抽象的高端感觉，那么新推出的“星管家”服务，则给人切实的优质消费体

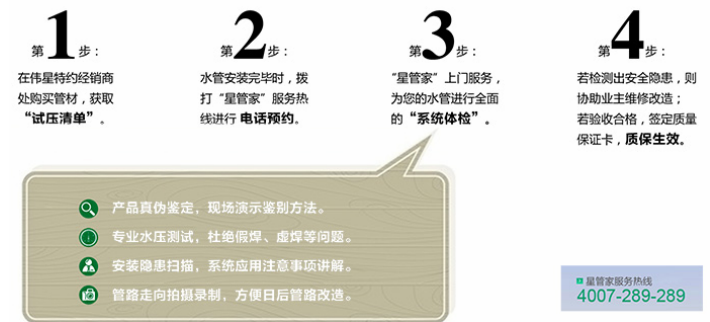
验。星管家服务包括“产品真伪鉴定、上门试压服务、安装隐患识别、管线走向录像留档”，可以理解为第三方验收服务。可以推测，随着未来住房二次消费的占比提高，管道服务将拥有重要的价值。

图表 9 广告语的变化



来源：公司公告、国金证券研究所

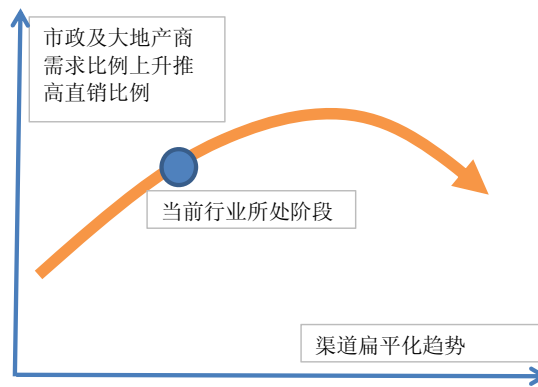
图表 10 新推出的星管家服务



来源：公司公告、国金证券研究所

- **更加扁平化的渠道布局对公司管理能力提出较高的要求：**在渠道布局上面，公司已经建立了 24 个销售分公司，15 个办事处，1000 多家一级经销商，近 2 万家经销网点，覆盖了大部分区域的县市区域。想对于竞争对手来说，公司的特点在于更加扁平化的渠道布局可以减少中间利润流失，但对于包括商品、信息、资金流等在内的综合管理能力提出了较高的要求。长期来看，经销渠道扁平化逐渐成为趋势，想对于其他企业来说，公司具备先发优势，而且从伟星股份的成功案例来看，伟星新材的也将逐渐成为具备优秀管理能力的一家公司。

图表 11 渠道扁平化、直销比例上升或成趋势



来源：公开信息、国金证券研究所

股权激励强化核心员工动力

- 公司于 2011 年制定了股权激励方案，对在公司的发展过程中起重要推动作用的，并在公司或公司下属分、子公司连续工作 8 年以上的经营管理骨干授予了股票期权。期权行权价为 12.15 元/股，分为 3 期。第一期期权总共 390 万份，2013 年 9 月已全部行权。

图表 12 股权激励对象

姓名	职务	拟授予股票期权数量（万份）
金红阳	董事长、总经理	208
屈三炉	副总经理	156
施国军	副总经理	117
谭梅	副总经理、董事会秘书	104
陈安门	财务总监	91
冯金茂	核心技术人员	78
郑敏君	办公室主任	78
李斌	天津工厂厂长	78
王登勇	核心技术人员	78
王卫芳	财务部部长	78
许小春	浙江区域总经理	78
韩燕良	江苏区域总经理	78
方赛健	上海区域总经理	78
	合计	1300

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13 行权条件

行权期	业绩指标
第一个行权期	2011年加权平均净资产收益率不低于10%；以2010年净利润为基数，2011年的净利润增长率不低于15%。
第二个行权期	2012年加权平均净资产收益率不低于11%；以2010年净利润为基数，2012年的净利润增长率不低于30%。
第三个行权期	2013年加权平均净资产收益率不低于12%；以2010年净利润为基数，2013年的净利润增长率不低于45%。

来源：公司公告、国金证券研究所

跨区域扩张卓有成效

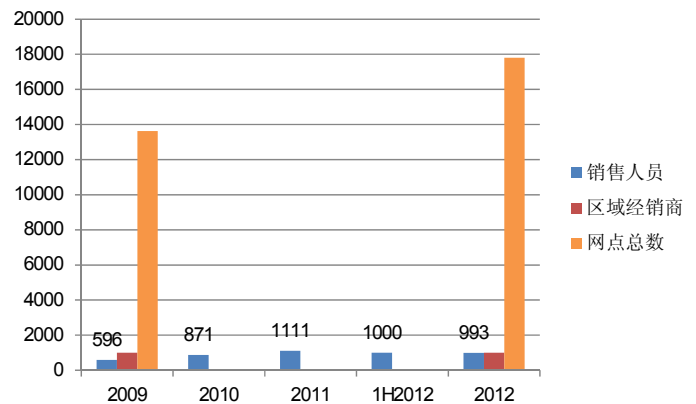
- 公司较早开始全国化布局，奉行销售先行的策略，曾在各地设立了多家销售型子公司，并于 03 年设立了上海基地，07 年设立了天津基地，11 年建立了重庆基地。上市后，公司加快了全国化布局的速度，募投产能接近翻倍，渠道广度和深度也得到快速提高。目前总产能达 14 万吨，兵已在全国建立 20 多个销售分公司，15 个办事处，1000 多家一级经销商，近 2 万家经销网点，覆盖了大部分区域的县市区域。

图表 14 上市时下设销售型子公司

公司名称	设立日期	备注
临海联星	2002.07.29	2011年注销
临海云星	2006.11.17	2011年注销
杭州通泰	1999.12.07	2011年注销
上海茗雄	2004.07.05	2012年注销
上海茗旭	2006.12.05	2012年注销
无锡凯威	2005.08.09	2011年注销
合肥荣锦	2007.01.17	2011年注销
北京中汇	2001.06.12	
沈阳恒汇达	2002.09.10	
重庆海特	2005.06.10	2012年注销
深圳鼎力	2004.09.03	2011年注销
青岛建材	2008.07.31	2012年注销

来源：公司公告、国金证券研究所

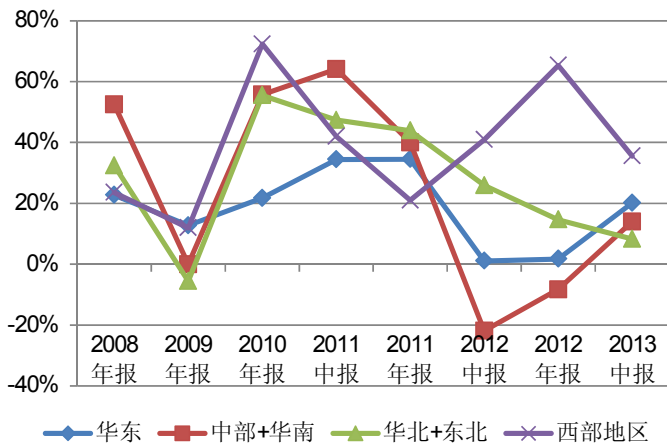
图表 15 销售人员数量



来源：公开信息、国金证券研究所

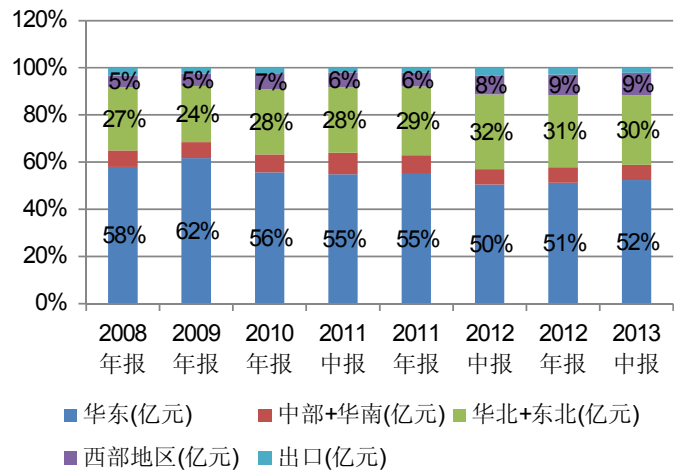
- **跨区域扩张卓有成效：**随着天津、重庆基地的成立，华北、东北、西部地区的收入增速明显加快，本部华东地区的收入占比逐渐下滑。2012 年下半年开始，东部地区房地产销售出现好转，华东、华中、华南地区收入增速反弹较快。但从长期趋势来看，北方、西部地区的拓展仍是公司的重点所在，也是公司主要的新增产能区域。

图表 16 西部地区放量增长叠加中东部地区反弹



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 17 各区域收入占比

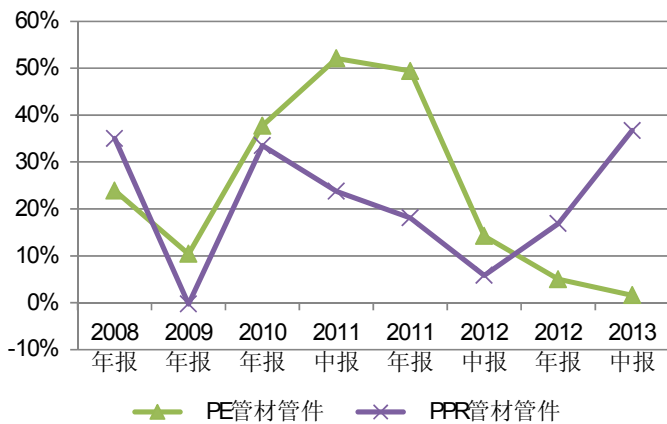


来源: 公司公告、国金证券研究所

■ **PPR 拐点已现, PE 拐点隐约可见:**

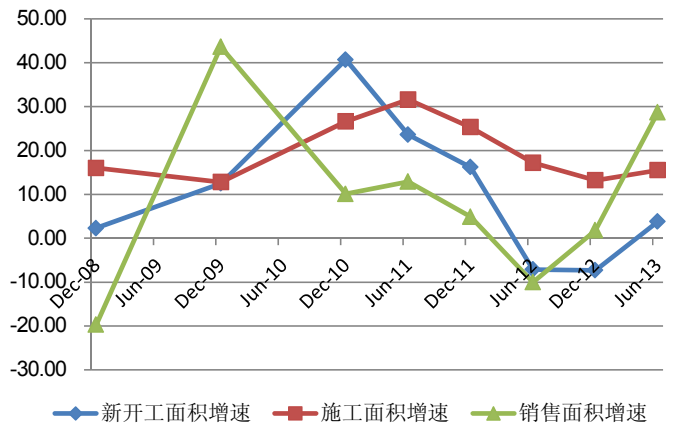
- 随着房地产销售数据的好转和“零售商业模式”的推广, PPR 管道的销售从 2012 年下半年出现明显好转, 且毛利率有所提高。
- 公司 PE 管道主要应用于市政工程领域, 对于公司来说, 稳健风格导致其客户信用较严格, 但在当前宏观背景下账期有延长的迹象, 所以工程领域较慢的增长可能还会持续。但反过来看, 只要公司稍微放宽工程领域的信用政策, 增长立刻就能上来。而且从现金流量表来看, 公司也具备了放宽信用的能力。

图表 18 PPR 收入增速拐点已现



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 19 房地产新开工、施工和销售面积增速



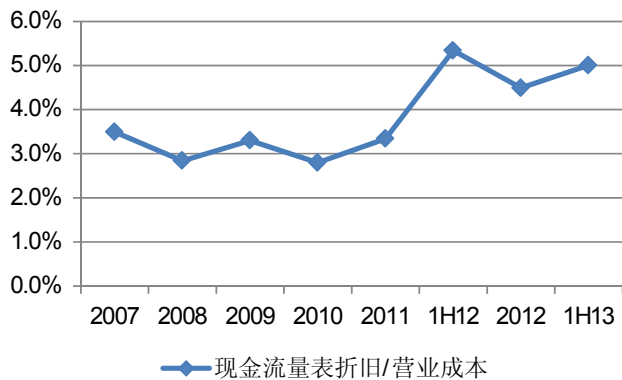
来源: 公开信息、国金证券研究所

成本费用端或出现利好

放量阶段, 成本/费用率有下降趋势

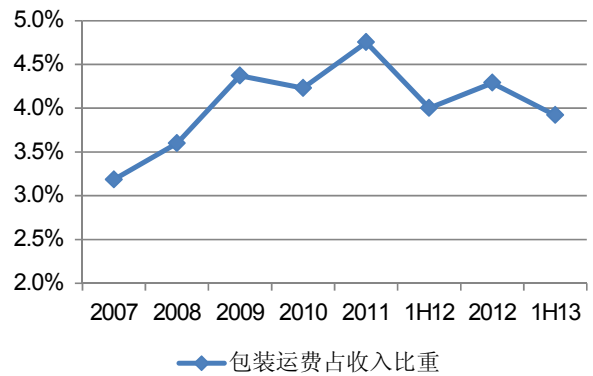
- 产能利用率得到提升: 2012 年公司产能利用率大约 70% 出头, 有较大提升空间。2012 年现金流量表显示, 折旧占成本约 5%, 2009~2011 年该指标在 2.8~3.5% 之间。
- 新基地可以缩小运输半径, 降低运费。公司包装运费占比属较高水平, 为 3~5%, 联塑、永高为 2~3% 左右。运费高和公司基地较少以及直属网店比例较高都有关系, 未来随着新基地产能释放, 运输半径可以缩小, 运费也将下降。

图表 20 折旧占成本比重有下降空间



来源: 公司公告、国金证券研究所

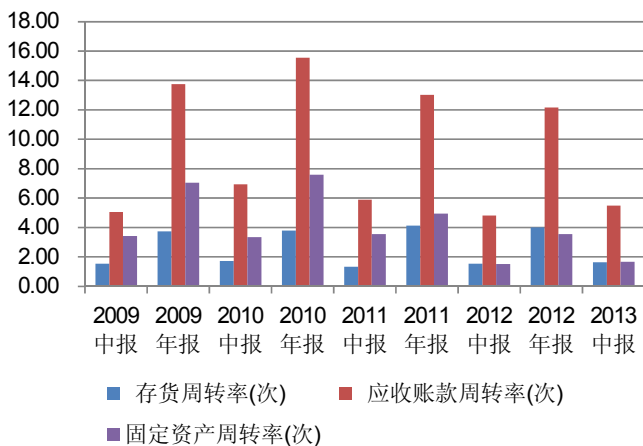
图表 21 包装运费仍有下降空间



来源: 公司公告、国金证券研究所

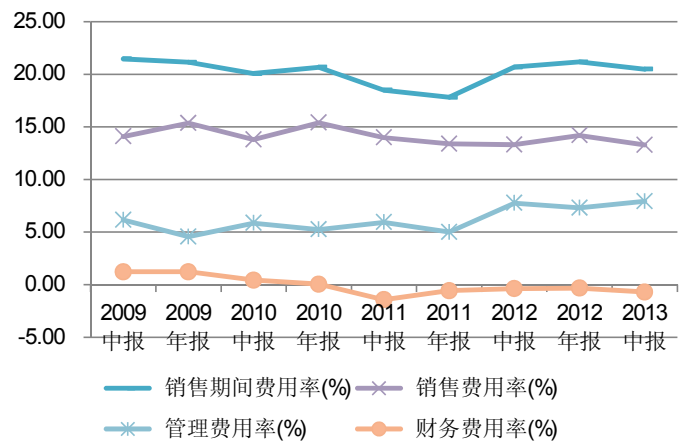
- 随着零售模式占比的提高和相应管理体系的效率提升, 应收账款和存货周转等周转指标有望好转。值得注意的是, 2013 年上半年 PPR 占比的提高并没有降低公司的存货周转, 这说明经过多年的磨合, 存货管理系统的效率开始有了提升。

图表 22 运营效率提升



来源: 公司公告、国金证券研究所

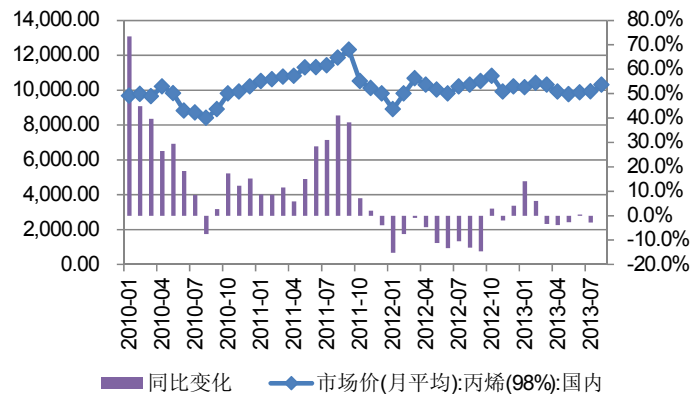
图表 23 期间费用率或将下行



来源: 公司公告、国金证券研究所

丙烯产业链正在发生变化

- 随着美国页岩气的放量, 2012 年美国气田丙烷产量相比 2007 年增长了 40%, 2012 年出口占总产量的 24%, 丙烷的价格脱离了原油的影响, 至今稳定在相对较低的位置, 同时丙烯-丙烷价差拉大, 催生了大量的 PDH 在建产能(丙烷脱氢法生产丙烯)。据估计, 目前国内外在建的 PDH 产能超 1000 万吨, 占全球丙烯产能的 10%左右。随着这些产能的投产, 一方面丙烯的供应增加, 另一方面低成本的 PDH 法丙烯或对原有价格体系形成冲击。
- 而据 EIA 估计, 到 2015 年美国气田丙烷的产量复合增速达 6.5%。同时美国正在扩建 LPG 出口终端, 未来 LPG 出口有望扩大。从趋势上来看, 美国廉价丙烷对于丙烯产业链的冲击将逐渐扩大。
- 我国丙烯的 65%用来生产聚丙烯, PPR 管道成本中的 70%左右是聚丙烯。丙烯价格对 PPR 成本的影响比较显著。虽然用于 PPR 管道生产的聚丙烯专用料占聚丙烯总产量的比例较小, 但从趋势上来看, 管道专用料和总体聚丙烯的价格是同步波动的。

图表 24 丙烯价格走势

来源：公开信息、国金证券研究所

行业观点

- 塑料管道主要用于建筑和市政领域。随着城镇化率的提高，行业整体增速预计能维持在 10% 左右。但未来结构化增长的特征更加明显，主要体现在区域层面中西部地区城镇化需求比重提升，应用层面市政排水、燃气的增速相对较快。
- 在行业集中度达到较高水平时（塑管行业 CR 20 超过 50%），战略聚焦对于提高资本回报率有重要意义，公司选择聚焦中高端零售市场不仅契合了消费升级的长期趋势，也可以发挥伟星的优秀管理能力。而且，在目前工程领域现金流吃紧的背景下，公司的策略也具有相对优势。至少从半年度三张报表来看，伟星的表现比其他以工程为主的塑料管道公司靓丽很多。（净利率提升 1 个百分点，ROE 提升 1 个百分点，而负债率下降了 3.5 个百分点）
- 而在定位于零售模式的企业竞争中，我们认为伟星已经取得领先优势：上市公司的综合优势，定位高端高价、强调生活品质的品牌广告和星管家优质服务体系，以及遍布全国的销售渠道。
- 对于长期增长空间和速度，公司 PPR 管道占全国比例仅 4% 左右，占中高端市场的 10~12% 左右，可以拓展的空间仍很大。长期来看，随着全国布局的完成和竞争优势的强化，公司 PPR 管道的增速或高于房地产销售增速。

投资建议

- 公司选择聚焦中高端零售市场不仅契合了消费升级的长期趋势，也可以发挥伟星的优秀管理能力。在业绩上体现为：利润率提高，存货周转加快，现金流更加强健，ROE 从制造业企业向品牌企业靠拢。
- 和其他建材类似，塑管企业的增长主要来自于行业的稳定增长和跨区域扩张。受益于公司过去几年的跨区域布局，以半年报为标志，未来 2 年将迎来销售渠道的量价齐升阶段。而随着美国页岩气的放量和国内外丙烷脱氢产能的投放，成本端的丙烯价格或受到压制。
- 预计公司未来 3 年 EPS 分别为 0.88、1.10、1.34 元/股，对应 PE 分别为 17、14、11 倍。“增持”。
- 短期来看，房地产销售和新开工的回暖构成利好。另外，核心员工近期行权 12.15 元/股的股票期权，充分说明其对公司长期发展的信心。

风险提示

- 房地产销售低于预期，销售渠道开拓低于预期。

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,249	1,697	1,857	2,126	2,512	3,003	货币资金	971	805	660	875	841	891
增长率		35.8%	9.5%	14.5%	18.2%	19.5%	应收款项	138	234	237	259	296	354
主营业务成本	-773	-1,116	-1,162	-1,303	-1,524	-1,808	存货	254	286	293	314	355	421
%销售收入	61.9%	65.7%	62.5%	61.3%	60.7%	60.2%	其他流动资产	132	100	78	93	109	129
毛利	476	581	696	823	988	1,195	流动资产	1,496	1,424	1,268	1,542	1,600	1,794
%销售收入	38.1%	34.3%	37.5%	38.7%	39.3%	39.8%	%总资产	79.3%	66.8%	60.6%	64.2%	64.1%	66.1%
营业税金及附加	-8	-9	-12	-13	-15	-18	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	259	537	591	630	659	681
营业费用	-192	-227	-263	-298	-352	-420	%总资产	13.8%	25.2%	28.3%	26.2%	26.4%	25.1%
%销售收入	15.4%	13.4%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%	无形资产	123	165	225	228	233	238
管理费用	-65	-85	-135	-155	-176	-210	非流动资产	390	708	824	860	894	921
%销售收入	5.2%	5.0%	7.3%	7.3%	7.0%	7.0%	%总资产	20.7%	33.2%	39.4%	35.8%	35.9%	33.9%
息税前利润 (EBIT)	210	261	285	358	446	546	资产总计	1,886	2,132	2,092	2,402	2,494	2,715
%销售收入	16.8%	15.4%	15.3%	16.8%	17.7%	18.2%	短期借款	10	116	20	0	0	0
财务费用	-1	10	6	2	2	1	应付款项	204	250	229	292	340	404
%销售收入	0.0%	-0.6%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	0.0%	其他流动负债	36	38	52	294	352	429
资产减值损失	-5	-5	-7	-7	-7	-5	流动负债	249	405	301	587	692	833
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	54	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	0	0	0	0	其他长期负债	10	10	19	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	313	415	320	587	692	833
营业利润	205	265	284	353	441	542	普通股股东权益	1,573	1,718	1,772	1,815	1,803	1,882
营业利润率	16.4%	15.6%	15.3%	16.6%	17.5%	18.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	6	10	9	10	10	10	负债股东权益合计	1,886	2,132	2,092	2,402	2,494	2,715
税前利润	211	275	293	363	451	552	比率分析						
利润率	16.9%	16.2%	15.8%	17.1%	17.9%	18.4%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-41	-56	-57	-73	-90	-110	每股指标						
所得税率	19.5%	20.4%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.671	0.865	0.931	0.880	1.095	1.342
净利润	170	219	236	290	361	442	每股净资产	6.207	6.779	6.994	5.511	5.472	5.714
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.380	0.670	1.176	1.080	1.179	1.356
归属于母公司的净利润	170	219	236	290	361	442	每股股利	0.300	0.800	0.000	0.750	0.900	1.100
净利率	13.6%	12.9%	12.7%	13.6%	14.4%	14.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.82%	12.76%	13.31%	15.98%	20.01%	23.48%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	9.02%	10.28%	11.28%	12.07%	14.46%	16.28%
净利润	170	219	236	290	361	442	投入资本收益率	10.35%	11.32%	12.80%	15.76%	19.79%	23.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	31	46	65	75	82	88	主营业务收入增长率	34.22%	35.83%	9.46%	14.47%	18.16%	19.55%
非经营收益	-4	-7	9	-3	-10	-10	EBIT增长率	22.34%	24.03%	9.25%	25.48%	24.68%	22.56%
营运资金变动	-101	-89	-12	-6	-44	-73	净利润增长率	28.27%	28.88%	7.61%	22.92%	24.35%	22.54%
经营活动现金净流	96	170	298	356	388	447	总资产增长率	188.58%	13.08%	-1.88%	14.81%	3.84%	8.86%
资本开支	-161	-322	-163	-100	-99	-100	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	25.3	29.9	31.9	31.0	30.0	30.0
其他	7	19	9	0	0	0	存货周转天数	96.2	88.4	90.9	88.0	85.0	85.0
投资活动现金净流	-154	-303	-153	-101	-99	-100	应付账款周转天数	28.4	31.2	29.4	28.0	27.0	27.0
股权募资	1,110	0	0	0	-77	0	固定资产周转天数	52.7	108.6	107.3	100.2	89.1	77.1
债权募资	-139	52	-96	-39	0	0	偿债能力						
其他	8	-85	-214	-1	-247	-296	净负债/股东权益	-57.66%	-40.11%	-36.13%	-48.21%	-46.63%	-47.33%
筹资活动现金净流	978	-33	-310	-40	-324	-296	EBIT利息保障倍数	362.2	-26.9	-48.5	-148.2	-259.9	-631.2
现金净流量	920	-166	-165	215	-35	50	资产负债率	16.59%	19.44%	15.29%	24.43%	27.73%	30.68%

来源: 公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	9	11	11	20
增持	0	7	8	8	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.44	1.43	1.43	1.45

来源: 朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分,为“增持”得2分,为“中性”得3分,为“减持”得4分,之后平均计算得出最终评分,作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 = 买入; 1.01~2.0 = 增持; 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-04-18	增持	15.95	N/A

来源: 国金证券研究所



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上;
- 增持: 预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%;
- 中性: 预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%;
- 减持: 预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net