

2013年10月27日



伟星新材 (002372.SZ)

塑料行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

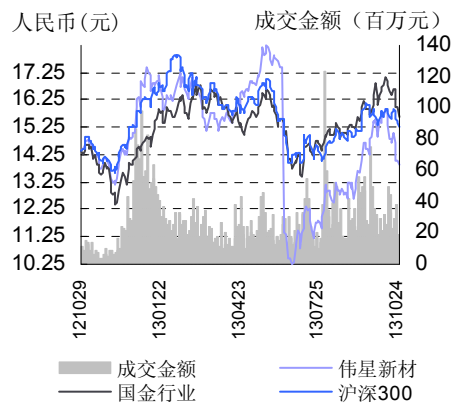
市价(人民币): 13.90元

品牌和销售两端继续加强

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) | 294.24 |
| 总市值(百万元) | 46.33 |
| 年内股价最高最低(元) | 18.23/10.25 |
| 沪深 300 指数 | 2368.56 |
| 中小板指数 | 5971.78 |



相关报告

- 《聚焦中高端,ROE 提升》, 2013.9.23
- 《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 | 15.79 | 12.70 | 10.36 |
| 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

业绩简评

- 伟星新材于 10 月 26 日发布 3 季度业绩, 前 3 季度实现收入 14.7 亿, 同比增长 11.8%; 归属于母公司的净利润为 2.33 亿, 同比增长 26.3%; 以期末股本计算的 EPS 为 0.71 元/股。

经营分析

- **稳定增长, 收入结构继续向 PPR 倾斜:** 公司继续向中高端零售市场转型, 较高利润的 PPR 收入比重进一步提高。3 季度单季度实现收入 5.8 亿, 同比增长 6.3%。综合毛利率为 40.2%, 环比略有提升, 同比提升 4 个百分点。期间费用率上基本稳定。3 季度净利润为 9836 万, 同比增长 30%, 净利润率为, 同比提升个百分点。
- **现金流强劲, 负债率进一步降低:** 在 PPR 零售为主的模式下, 现金流也较为充沛。3 季度单季度经营性净现金流为 1.2 亿, 是当期净利润的 120%。3 季度短期借款减少 9500 万, 负债率进一步降低, 为 16.8%。
- **品牌和销售两端继续加强:** 公司 4 月开通天猫商城旗舰店之后, 8 月份初公司开通了百度关键词竞价软件, 进一步扩大了网络广告覆盖面。公司的导购员培养体系也在快速成型, 7 月份“金牌导购培训”培养出的 37 名金牌导购将作为各区域的培训师。9 月份公司举办了销售终端的“伟星好导购”竞赛。在不断强化品牌和销售体系的过程中, 公司逐渐具备一些品牌类消费品企业的特质。

投资建议

- 聚焦中高端零售市场的战略转型今年开始体现效果, 业绩增速回升态势较为明显, 从战术层面来看, **品牌和销售两端在持续加强。这种内生性的竞争优势配合上前几年的跨区域扩张工作, 我们相信未来 2~3 年公司都可以维持较快且有质量的增长: 周转加快, 现金流强劲, ROE 提升。**
- 短期来看, 房地产销售和新开工的回暖构成利好。而且, 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。另外, 上游丙烯可能出现的向下趋势也值得关注。
- 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 16、13、10 倍。“增持”。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | |
|---------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 主营业务收入 | 1,249 | 1,697 | 1,857 | 2,126 | 2,512 | 3,003 |
| 增长率 | | 35.8% | 9.5% | 14.5% | 18.2% | 19.5% |
| 主营业务成本 | -773 | -1,116 | -1,162 | -1,303 | -1,524 | -1,808 |
| %销售收入 | 61.9% | 65.7% | 62.5% | 61.3% | 60.7% | 60.2% |
| 毛利 | 476 | 581 | 696 | 823 | 988 | 1,195 |
| %销售收入 | 38.1% | 34.3% | 37.5% | 38.7% | 39.3% | 39.8% |
| 营业税金及附加 | -8 | -9 | -12 | -13 | -15 | -18 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 营业费用 | -192 | -227 | -263 | -298 | -352 | -420 |
| %销售收入 | 15.4% | 13.4% | 14.2% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 管理费用 | -65 | -85 | -135 | -155 | -176 | -210 |
| %销售收入 | 5.2% | 5.0% | 7.3% | 7.3% | 7.0% | 7.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 210 | 261 | 285 | 358 | 446 | 546 |
| %销售收入 | 16.8% | 15.4% | 15.3% | 16.8% | 17.7% | 18.2% |
| 财务费用 | -1 | 10 | 6 | 2 | 2 | 1 |
| %销售收入 | 0.0% | -0.6% | -0.3% | -0.1% | -0.1% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -5 | -5 | -7 | -7 | -7 | -5 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | n.a | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 205 | 265 | 284 | 353 | 441 | 542 |
| 营业利润率 | 16.4% | 15.6% | 15.3% | 16.6% | 17.5% | 18.1% |
| 营业外收支 | 6 | 10 | 9 | 10 | 10 | 10 |
| 税前利润 | 211 | 275 | 293 | 363 | 451 | 552 |
| 利润率 | 16.9% | 16.2% | 15.8% | 17.1% | 17.9% | 18.4% |
| 所得税 | -41 | -56 | -57 | -73 | -90 | -110 |
| 所得税率 | 19.5% | 20.4% | 19.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 净利润 | 170 | 219 | 236 | 290 | 361 | 442 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 170 | 219 | 236 | 290 | 361 | 442 |
| 净利率 | 13.6% | 12.9% | 12.7% | 13.6% | 14.4% | 14.7% |

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 货币资金 | 971 | 805 | 660 | 875 | 841 | 891 |
| 应收款项 | 138 | 234 | 237 | 259 | 296 | 354 |
| 存货 | 254 | 286 | 293 | 314 | 355 | 421 |
| 其他流动资产 | 132 | 100 | 78 | 93 | 109 | 129 |
| 流动资产 | 1,496 | 1,424 | 1,268 | 1,542 | 1,600 | 1,794 |
| %总资产 | 79.3% | 66.8% | 60.6% | 64.2% | 64.1% | 66.1% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 259 | 537 | 591 | 630 | 659 | 681 |
| %总资产 | 13.8% | 25.2% | 28.3% | 26.2% | 26.4% | 25.1% |
| 无形资产 | 123 | 165 | 225 | 228 | 233 | 238 |
| 非流动资产 | 390 | 708 | 824 | 860 | 894 | 921 |
| %总资产 | 20.7% | 33.2% | 39.4% | 35.8% | 35.9% | 33.9% |
| 资产总计 | 1,886 | 2,132 | 2,092 | 2,402 | 2,494 | 2,715 |
| 短期借款 | 10 | 116 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 204 | 250 | 229 | 292 | 340 | 404 |
| 其他流动负债 | 36 | 38 | 52 | 294 | 352 | 429 |
| 流动负债 | 249 | 405 | 301 | 587 | 692 | 833 |
| 长期贷款 | 54 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 10 | 10 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 313 | 415 | 320 | 587 | 692 | 833 |
| 普通股股东权益 | 1,573 | 1,718 | 1,772 | 1,815 | 1,803 | 1,882 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 1,886 | 2,132 | 2,092 | 2,402 | 2,494 | 2,715 |

| 比率分析 | | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.671 | 0.865 | 0.931 | 0.880 | 1.095 | 1.342 |
| 每股净资产 | 6.207 | 6.779 | 6.994 | 5.511 | 5.472 | 5.714 |
| 每股经营现金净流 | 0.380 | 0.670 | 1.176 | 1.080 | 1.179 | 1.356 |
| 每股股利 | 0.300 | 0.800 | 0.800 | 0.750 | 0.900 | 1.100 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 10.82% | 12.76% | 13.31% | 15.98% | 20.01% | 23.48% |
| 总资产收益率 | 9.02% | 10.28% | 11.28% | 12.07% | 14.46% | 16.28% |
| 投入资本收益率 | 10.35% | 11.32% | 12.80% | 15.76% | 19.79% | 23.22% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 34.22% | 35.83% | 9.46% | 14.47% | 18.16% | 19.55% |
| EBIT增长率 | 22.34% | 24.03% | 9.25% | 25.48% | 24.68% | 22.56% |
| 净利润增长率 | 28.27% | 28.88% | 7.61% | 22.92% | 24.35% | 22.54% |
| 总资产增长率 | 188.58% | 13.08% | -1.88% | 14.81% | 3.84% | 8.86% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 25.3 | 29.9 | 31.9 | 31.0 | 30.0 | 30.0 |
| 存货周转天数 | 96.2 | 88.4 | 90.9 | 88.0 | 85.0 | 85.0 |
| 应付账款周转天数 | 28.4 | 31.2 | 29.4 | 28.0 | 27.0 | 27.0 |
| 固定资产周转天数 | 52.7 | 108.6 | 107.3 | 100.2 | 89.1 | 77.1 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -57.66% | -40.11% | -36.13% | -48.21% | -46.63% | -47.33% |
| EBIT利息保障倍数 | 362.2 | -26.9 | -48.5 | -148.2 | -259.9 | -631.2 |
| 资产负债率 | 16.59% | 19.44% | 15.29% | 24.43% | 27.73% | 30.68% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 净利润 | 170 | 219 | 236 | 290 | 361 | 442 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 31 | 46 | 65 | 75 | 82 | 88 |
| 非经营收益 | -4 | -7 | 9 | -3 | -10 | -10 |
| 营运资金变动 | -101 | -89 | -12 | -6 | -44 | -73 |
| 经营活动现金净流 | 96 | 170 | 298 | 356 | 388 | 447 |
| 资本开支 | -161 | -322 | -163 | -100 | -99 | -100 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 7 | 19 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -154 | -303 | -153 | -101 | -99 | -100 |
| 股权募资 | 1,110 | 0 | 0 | 0 | -77 | 0 |
| 债权募资 | -139 | 52 | -96 | -39 | 0 | 0 |
| 其他 | 8 | -85 | -214 | -1 | -247 | -296 |
| 筹资活动现金净流 | 978 | -33 | -310 | -40 | -324 | -296 |
| 现金净流量 | 920 | -166 | -165 | 215 | -35 | 50 |

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 | 1 | 9 | 16 | 18 |
| 增持 | 0 | 0 | 4 | 10 | 14 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.29 | 1.35 | 1.39 |

来源：朝阳永续

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 |
| 2 2013-09-23 | 增持 | 15.50 | 18.00 ~ 20.00 |

来源：国金证券研究所

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



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。

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作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: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD