

塑料制造业

报告原因：三季报公布

2013年10月29日

市场数据：2013年10月29日

收盘价(元)	14.18
一年内最高/最低(元)	16.08/9.36
市净率	2.54
股息率	-
流通A股市值(百万元)	4172.35

基础数据：2013年9月30日

每股净资产(元)	5.58
资产负债率%	16.80
总股本/流通A股(百万)	333.32/294.24
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》

2012年报点评《战略布局符合中西部需求增长,营销网络调整见效》

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：



本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjyfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

伟星新材

(002372)

增持

PPR 核心产品成增长引擎,账款回收力度明显好转

维持评级

半年目标价：13.54-18.49 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	15.2
2013E	2038.8	1228.6	300.8	0.90	15.7
2014E	2269.8	1345.5	363.4	1.09	13.0
2015E	2457.1	1440.9	410.8	1.23	11.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- 公司 2013 年三季报显示：2013 年前三季度营业收入 14.73 亿元，营业成本 8.91 亿元，实现归属母公司净利润 2.33 亿元，同比分别增长 11.84%、7.74% 和 26.32%。
- 核心产品 PPR 管道量利双双提升整体盈利水平。三季度单季度完成销售收入 5.76 亿元，环比下降 3.23%，同比增长 6.28%；毛利率水平 40.21%，同比上升 4 个百分点。主要原因除原材料价格影响外，主要系公司核心产品 PPR 水管收入占比提高，今年上半年 PPR 管收入占比同比增长 7 个百分点达 47.57%，同时毛利率水平同比上升 2 个百分点达 50.69%。
- 多类管道行业增长乏力，核心 PPR 产品市场开拓成绩出类拔萃。公司主营的 PPR 管、PE 管、HDPE 双壁波纹管、PB 管上半年收入增速分别为 36.71%、1.61%、6.37%、-13.86%。根据同类塑料管道上市公司公告数据显示，前三季度塑料管道行业平均增速普遍低于 10%，公司 PE 和 HDPE 管道符合行业平均增速，而核心产品 PPR 管市场开拓效果显著，增速远超行业平均增速。
- 三季度应收款项回款力度明显回升。公司应收账款同比减少 27.43%，环比减少 18.43%，应收账款和票据总额与二季度基本持平，同比减少 11%。如上所述，公司三季度单季收入同比增长 6.28%，环比虽有小幅下降，但应收账款回款周期达 26.9 天，处于 2006 年以来历史低位。在 PPR 管道逆市高速增长的情况下，应收账款回款周期不增反降，公司在保证回款的前提下能够有效开拓市场，占领核心领域的市场份额巩固了核心竞争力。
- 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.90、1.09、1.23 元，考虑公司今年在市场低迷的环境下能够在核心 PPR 领域取得逆市大幅增长，扁平化渠道优势开始发力，渠道核心竞争力难以复制；国家供排水管网的十二五改造规划逐步实施，以及农村饮水工程等招投标市场的复苏有望带动 HDPE 双壁波纹管销量。因此我们给予 17 倍市盈率，维持“增持”评级，半年目标价 13.54-18.49 元。

- **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. 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。
 3. 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。
 4. 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。
- **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：13/10/29					
单位：百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,696.76	1,857.30	2,038.78	2,269.85	2,457.14	现金	804.98	660.35	771.50	796.42	1,018.97
YOY(%)	35.8%	9.5%	9.8%	11.3%	8.3%	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	1,228.57	1,345.51	1,440.92	应收款项净额	234.09	236.64	259.76	289.20	313.07
营业税金及附加	8.64	11.79	15.90	17.70	19.17	存货	285.62	293.22	309.81	338.59	362.12
销售费用	226.82	263.44	282.78	323.68	354.81	其他流动资产	99.58	78.26	85.91	95.64	103.54
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	1,426.98	1,519.85	1,797.70
管理费用	81.46	131.49	152.51	150.21	155.55	固定资产净值	509.33	552.95	649.92	726.57	741.23
占营业收入比(%)	4.8%	7.1%	7.5%	6.6%	6.3%	减：资产减值准备	(4.58)	(6.89)	(8.10)	(9.05)	(9.24)
EBIT	260.82	284.96	350.12	423.84	477.80	固定资产净额	504.75	546.06	641.82	717.52	731.99
财务费用	(9.69)	(5.87)	(7.57)	(7.95)	(10.89)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-0.6%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	在建工程	32.60	45.02	23.76	50.78	25.69
资产减值损失	(4.58)	(6.89)	(5.49)	(5.82)	(6.25)	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)	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	537.35	591.08	665.58	768.29	757.69
营业利润	265.27	283.88	352.20	425.96	482.44	无形资产	161.60	222.46	213.56	204.66	195.76
营业外净收入	10.21	9.21	10.19	11.85	12.50	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	275.48	293.09	362.39	437.80	494.94	其他长期资产	9.15	10.28	10.28	10.28	10.28
所得税	56.23	57.15	61.61	74.43	84.14	资产总额	2,132.36	2,092.29	2,316.40	2,503.09	2,761.43
所得税率(%)	20.4%	19.5%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	116.00	20.05	50.00	0.00	0.00
净利润	219.25	235.94	300.78	363.38	410.80	应付款项	114.91	102.00	107.77	117.78	125.97
占营业收入比(%)	12.9%	12.7%	14.8%	16.0%	16.7%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	173.91	178.87	191.11	208.65	223.57
归属母公司净利润	219.25	235.94	300.78	363.38	410.80	流动负债	404.81	300.92	348.88	326.43	349.54
YOY(%)	28.9%	7.6%	27.5%	20.8%	13.1%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.87	0.93	0.90	1.09	1.23	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	377.19	364.03	396.43
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	35.8%	9.5%	9.8%	11.3%	8.3%	股东权益	1,717.82	1,772.35	1,939.20	2,139.06	2,365.00
营业利润	29.3%	7.0%	24.1%	20.9%	13.3%	负债和股东权益	2,132.36	2,092.29	2,316.40	2,503.09	2,761.43
净利润	28.9%	7.6%	27.5%	20.8%	13.1%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	34.3%	37.5%	39.7%	40.7%	41.4%	税后利润	219.25	235.94	300.78	363.38	410.80
净利率(%)	12.9%	12.7%	14.8%	16.0%	16.7%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	12.8%	13.3%	15.5%	17.0%	17.4%	公允价值变动	4.58	6.89	5.49	5.82	6.25
ROA(%)	10.3%	11.3%	13.0%	14.5%	14.9%	折旧和摊销	40.69	56.17	68.70	77.40	84.27
偿债能力						营运资金的变动	-43.05	13.69	-18.84	-30.16	-22.71
流动比率	3.52	4.22	4.09	4.66	5.14	经营活动现金流	221.48	312.69	356.13	416.44	478.61
速动比率	2.81	3.24	3.20	3.62	4.11	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	19.4%	15.3%	16.3%	14.5%	14.4%	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	-141.00	-178.00	-71.20
总资产周转率	79.6%	88.8%	88.0%	90.7%	89.0%	投资活动现金流	-310.67	-101.32	-141.00	-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	0.90	1.09	1.23	股利分配	-84.96	-213.90	-133.93	-163.52	-184.86
每股净资产	6.78	6.99	5.82	6.42	7.10	计入循环贷款前	-138.96	-213.90	-133.93	-163.52	-184.86
估值比率						循环贷款的增加	201.27	71.79	29.95	-50.00	0.00
P/E	16.4	15.2	15.7	13.0	11.5	融资活动现金流	-76.66	-356.01	-103.98	-213.52	-184.86
P/B	2.1	2.0	2.4	2.2	2.0	现金净变动额	-165.85	-144.63	111.15	24.92	222.55

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。