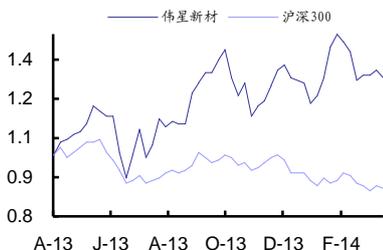


**证券研究报告—深度报告**
**建材**
**其他建材 II**
**伟星新材 (002372)**
**推荐**

合理估值: 20 元 昨收盘: 14.95 元 (首次评级)

2014年04月02日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	337/296
总市值/流通(百万元)	5,041/4,427
上证综指/深圳成指	2,047/7,281
12个月最高/最低(元)	16.99/9.78

**相关研究报告:**
**证券分析师: 黄道立**

 电话: 0755-82130685  
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

**证券分析师: 刘宏**

 电话: 0755-22940109  
 E-MAIL: liuhong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514010002

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**首次覆盖**

# 拥有伟星, 省心、安心、放心

**● 行业龙头, 技术先驱, 主打 PPR 产品毛利率近 50%**

伟星是 PPR 行业龙头和技术先驱, 主编、参编了多项国家、行业标准及技术规程, 产品拥有多项国家专利。公司主打的 PPR 和 PE 塑料管产品始终保持高于行业均值的毛利率水平, 其中 PPR 塑料管毛利率接近 50%。随着 PPR 塑料管销售占比增加, 公司近两年综合毛利率水平持续提升。

**● 行业稳增可期, 业内竞争品牌和渠道是制胜关键**

我们预计未来两年行业需求增长有望落在 10%-15% 的区间内, 若相关刺激政策落地, 或为增长添新动力。普通塑料管生产流程以物理过程为主, 工艺并不复杂, 投资门槛较低, 静态回收期估算在 1.5 年左右, 竞争白热化。同时, 塑料管行业上游原材料寡头垄断, 下游普通客户对产品辨识度有限, 因此综合多因素, 该行业竞争制胜的关键在于品牌和渠道的建设。业内知名企业日丰管业正是依靠品牌和渠道在子领域快速取胜的成功案例。

**● 伟星零售为先, 品牌渠道建设厚积薄发**

营销网络建设一直是公司经营过程中的重点工作之一, 在品牌建设方面, 公司也始终保持较大的投入力度。签约知名影星作为公司形象代言, 在天猫开设旗舰店等都成为公司营销和品牌建设的特色。在模式上, 伟星运用零售+工程相结合的模式相辅相成, 优势互补, 而两种模式中, 又以零售为先, 配以优质的服务, 得到市场广泛认同, 保证了产品的高盈利水平, 保证回款。目前公司品牌、渠道建设已初见成效, 终端网点已覆盖到地级市超 20000 家, 厚积薄发。

**● 股价催化剂**

销售超预期, PPR 销售占比进一步提升; 相关刺激政策落地

**● 稳健品种, 首次覆盖, 给予“推荐”评级**

预计 13-15 年 EPS 分别为 0.96/1.20/1.53 元/股, 对应 PE 为 15.7/12.5/9.8x。目前行业 14 年平均动态 PE 为 16.9 倍, 公司仅需达到此均值水平就有 35% 左右的空间。而伟星新材在行业竞争中选择了较好的切入点, 渠道为王, 品质保证, 品牌至上, 零售为先, 产品盈利持续高于行业均值, 且品牌渠道建设已初见成效, 正逐步进入收获期, 因此我们认为公司应享受高于行业均值的估值水平, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,697	1,857	2,159	2,694	3,306
(+/-%)	35.8%	9.5%	16.3%	24.8%	22.7%
净利润(百万元)	219	236	317	400	508
(+/-%)	28.9%	7.6%	34.4%	26.1%	27.2%
摊薄每股收益(元)	0.65	0.72	0.96	1.20	1.53
EBIT Margin	15.4 %	15.3%	17.2%	17.6%	18.3%
净资产收益率(ROE)	12.8%	13.3%	15.9%	17.6%	19.3%
市盈率(PE)	23.0	21.4	15.7	12.5	9.8
EV/EBITDA	13.9	15.5	12.1	9.8	8.0
市净率(PB)	2.9	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们预计公司 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.96/1.20/1.53 元/股，对应 PE 为 15.7/12.5/9.8x。目前 A 股塑料管行业可比上市公司 2014 年平均估值水平为 16.9 倍，公司目前估值水平仅需达到此均值水平就有 35% 左右的空间。而伟星新材在行业竞争中选择了较好的切入点，渠道为王，品质保证，品牌至上，零售为先，公司产品盈利水平持续高于行业均值，且公司渠道建设已初显成效，厚积薄发，正逐步进入收获期，因此我们认为公司应享受高于行业均值的估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 核心假设或逻辑

(1) 我们预计公司目前可用 PPR 塑料管产能约 5.00 万吨/年，PE 塑料管产能约 6.12 万吨/年，HDPE 双壁波纹管产能为 2.21 万吨/年，总产能达 13.33 万吨/年，到 2015 年初总产能将达 14.83 万吨/年。2012/2013 年平均产能利用率约为 70%/77%，在产能结构上未使用产能以 PPR 为主，且该部分剩余产能逐步释放，预计 2014-2015 年平均产能利用率分别达 89% 和 103%；(2) 渠道建设继续稳步推进；(3) 公司经营战略无大变动；(4) 宏观经济无大波动。

### 与市场预期的差异之处

市场认为宏观经济转型，投资增速下降将对公司销售产生负面影响，我们认为，公司近两年策略零售为先，服务至上，注重零售市场和产品品质、服务，产品已经带有较强的消费属性，与传统的工程总包模式较好的规避了投资增速下降的影响；

市场认为公司增速难以持续跑赢行业均值，我们认为目前公司未释放产能以高毛利产品 PPR 塑料管为主，未来公司业绩持续跑赢行业均值将主要来自两方面动力：(1) 高毛利的 PPR 产品在收入中的比重进一步提升；(2) 渠道建设效果逐步释放带来公司塑料管销量的增长。

### 股价变化的催化因素

- (1) 公司销售超预期，主打 PPR 产品收入占比进一步提升；
- (2) 新型城镇化、城市管网建设相关政策落地

### 核心假设或逻辑的主要风险

- (1) 经济下滑超预期而未出保增长政策；
- (2) 固定资产投资大幅低于预期引发市场对公司销售的负面预期。

## 内容目录

<b>行业龙头，持续保持高盈利水平</b> .....	<b>5</b>
PP-R 管道行业的技术先驱与龙头企业 .....	5
主打产品 PP-R、PE 盈利水平高于同业 .....	6
主打产品 PPR 管材盈利水平仍在持续提升 .....	7
<b>行业进入门槛低、竞争充分，品牌、渠道是制胜关键</b> .....	<b>8</b>
预计未来三年行业增速 10%-15%，相关政策落地或增新动力 .....	8
普通塑料管生产工艺并不复杂，投资门槛较低，竞争白热化 .....	8
品牌与营销渠道建设是行业竞争的王道 .....	10
日丰管业——塑料管行业依靠品牌、渠道制胜的典型案例 .....	12
<b>零售优先，品牌效应初显</b> .....	<b>13</b>
品牌和营销网络建设一直是公司业务拓展的重点 .....	13
扁平化零售渠道+工程承揽的双重模式相辅相成，优势互补 .....	15
零售为主+优质的服务，进一步打开公司产品的盈利空间 .....	17
<b>厚积薄发，首次覆盖给予“推荐”评级</b> .....	<b>18</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>19</b>
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>20</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>21</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>21</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 塑料管行业龙头公司研发费用占销售收入比较.....	6
图 2: 2012 年伟星主要产品收入占比.....	6
图 3: 伟星过去两年收入、成本和毛利率水平变化.....	7
图 4: 塑料管需求和实际运用领域投资额比较.....	8
图 5: 塑料管销量和预测.....	8
图 6: 管材生产流程示意图.....	9
图 7: 行业产量、产能及产能利用率.....	10
图 8: A 股四大塑料管上市公司原材料占产品总成本比例.....	10
图 9: 伟星新材 2009-2012 年原材料占营业成本比重.....	10
图 10: 塑料管行业五大上市公司原材料供应商集中度.....	11
图 11: 伟星新材各季度毛利率和 PPR 原材料均价波动呈明显负相关关系.....	11
图 12: 行业协会为日丰管业颁发的证书.....	13
图 13: 营销网络投入及建设进度.....	14
图 14: 公司签约张国立为形象代言人.....	14
图 15: 伟星管业天猫旗舰店.....	14
图 16: 各大塑料管生产商广告费用和销售费用占比.....	15
图 17: 总代理模式示意图.....	15
图 18: 工程承揽式示意图.....	16
图 19: 扁平化零售渠道示意图.....	16
图 20: 星管家示意图.....	18
表 1: 伟星新材主要产品介绍.....	5
表 2: PVC、PPR、PE、PB 塑料管材各项指标比较.....	5
表 3: 公司参与行业标准制定及专利情况.....	6
表 4: 塑料管行业龙头公司细分产品毛利率水平对比.....	7
表 5: 塑料管道行业五家主要上市公司募投项目静态回收期测算.....	9
表 6: 媒体关于塑料管行业造假、假冒案例的报道.....	12
表 7: 各营销模式优缺点总结.....	17
表 8: 公司募投项目及产能情况.....	18
表 9: 公司各类塑料管产能数据及预测.....	18
表 10: A 股塑料管龙头上市公司估值比较.....	19

## 行业龙头，持续保持高盈利水平

### PP-R 管道行业的技术先驱与龙头企业

浙江伟星新型建材股份有限公司前身系临海市伟星新型建材有限公司，由浙江伟星集团有限公司（后更名为伟星集团有限公司）和临海市伟星工艺品厂（后更名为浙江伟星塑料科技有限公司）共同出资创建于 1999 年，是国内最早、规模最大的塑料管道生产企业之一。公司于 2010 年 3 月在深圳证券交易所中小板上市。目前，伟星新材在临海、上海、天津和重庆建有现代化生产基地，专业研发、生产、销售 PP-R 管材管件、PE 管材管件、HDPE 双壁波纹管及 PB 采暖管材管件等系列产品，被广泛应用于居民住宅、商业建筑、市政工程、工矿企业，是鸟巢、水立方、世博中国馆等国家重点项目的供应商。

表 1：伟星新材主要产品介绍

系列产品	产品名称	用途
PPR 系列管材管件	PPR、F-PPR 支管	建筑内冷热水管道市场
	MF-PPR 立管	民用建筑冷热水建筑立管市场
	NA-PPR 纳米抗菌管	建筑给水市场、直饮水和液体食品输送系统
	PPR 铝塑稳态管	高温高压水管、暖通领域和户外明装管道市场
PE 系列管材管件	PE 实壁管道	市政供水
	PE-RT 地暖管道	低温辐射、中央空调、热水供应和工业给排水等
	PE 铝塑燃气管	压力较高水温波动大的高层地暖系统
	PE 同层排水管	市政、家用、城市燃气管道
HDPE 双壁波纹管	HDPE 双壁波纹管	建筑内同层排水
	HDPE 双壁波纹管	市政和工业给排水和地源热泵管道系统
PB 系列管材管件	聚丁烯 PB 管	地下浅层热能为建筑物供暖或制冷
	PB 阻氧管	冷热水给水、采暖散热、工业及消防等管道市场
		地面辐射采暖管网和给水系统

资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

表 2：PVC、PPR、PE、PB 塑料管材各项指标比较

	耐热性	强度	柔韧性	耐腐蚀性	卫生性	使用寿命	其他特殊性质
PVC 管材	U-PVC 耐热能力较差 (<45℃)，C-PVC 耐热性能好 (-40-95℃)	强度较高，抗拉抗压性能良好	柔韧性较差	耐潮湿和耐酸碱性能优良	环保无毒，可再生	正常使用温度下可达 50 年	阻燃性能好、绝缘性能强
PPR 管材	耐热 瞬时使用温度：95℃ 长期使用温度：80℃	强度高，抗冲击性能良好	柔韧性一般	耐离子和化学物质腐蚀	卫生无毒，可用于饮用水输送系统	70℃/1.0MPa 下 50 年，常温 (20℃) 下超 50 年甚至更长	隔热性强，导热系数约为一般性隔热材料 EPS 的 6 倍
PE 管材	耐热性差，无法用作热水输送	机械强度高，耐环境应力开裂性好	柔韧性好，断裂伸长率超过 500%	耐化学侵蚀	卫生无毒，可回收	-60℃-60℃ 温度范围内安全使用 50 年以上	耐低温能力强，可在 -40-40℃ 下使用
PB 管材	耐热性优异，在 95℃ 下可以长期使用，最高使用温度可达 110℃	强度高，耐久性和抗冲击性良好	柔韧性好	耐腐蚀、抗紫外线	无毒无味，卫生性好	可达 50 年以上	导热性能好，质地柔软，更易弯曲

资料来源：塑料行业协会、国信经济研究所整理

伟星新材是国内 PP-R 管道行业的技术先驱与龙头企业、中国塑料加工工业协会副理事长单位和中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会副理事长单位，主编、参编多项国家标准及行业标准。作为行业的领军企业，伟星始终保持较高的研发投入，拓宽研发领域，创新研发模式，仅 2012 年一年，即实现申请 40 多项专利，主编、参编了 7 项国家、行业标准及技术规程。

表 3: 公司参与行业标准制定及专利情况

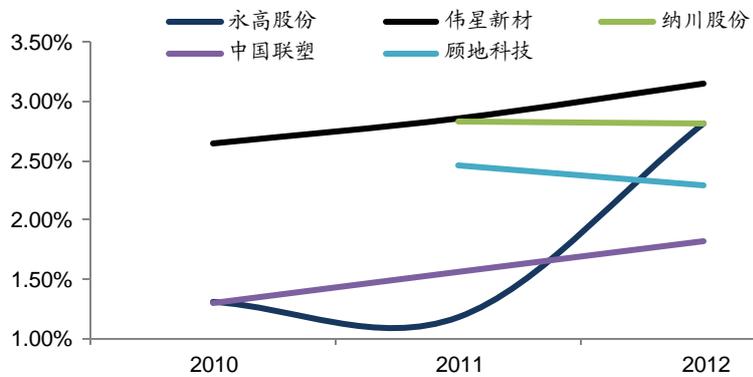
公司参与编制国家标准和行业标准情况		
标准名称	标准号	标准级别
冷热水用聚丙烯管道系统第3部分管件	GB/T18742.3-2002	国家标准
建筑给水排水设备器材术语	GB/T16662-2008	国家标准
纤维增强无规共聚聚丙烯复合管	CJ/T258-2007	行业标准
.....	.....	.....

公司发明专利情况	
发明专利	实用新型专利
一种高耐候的 PPR 管材及其制备方法	具有高刚度的聚乙烯管道
一种提升无规共聚聚丙烯管材耐低温冲击性的方法	一种阻燃型聚丙烯复合管材
一种耐磨交联 PE 复合管及其制备方法	PPR 管件过桥弯注塑成型模具
.....	.....

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1: 塑料管行业龙头公司研发费用占销售收入比较

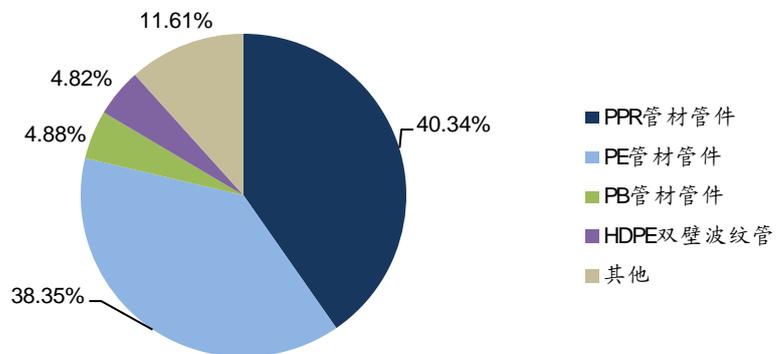


资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

主打产品 PP-R、PE 盈利水平高于同业

PPR 和 PE 管材销售是公司收入的核心，在 2012 年的收入中，二者分别占总收入的 40.34%和 38.35%，此外，公司还有 PB、HDPE 管及管件等产品，这些占总收入的 21.31%。

图 2: 2012 年伟星主要产品收入占比



资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

从盈利水平看，公司主打产品 PPR 塑料管始终保持接近 50% 的毛利率，除了收入占比较小的 HDPE 管（毛利率 28.01%）外，公司 PE（毛利率 30.77%）、PB（毛利率 40.98%）等产品也保持了高于同行业同产品的毛利率水平。在主打产品上取得较高盈利是公司始终保持较高综合毛利率水平的基础，而这与公司始终坚持产品高品质、注重品牌建设以及注重零售渠道建设的发展战略是分不开的。

表 4: 塑料管行业龙头公司细分产品毛利率水平对比

	002372.SZ	2128.HK	002641.SZ	300198.SZ	002694.SZ
	伟星新材	中国联塑	永高股份	纳川股份	顾地科技
PPR 管材管件	48.15%	-	38.22%	-	29.68%
PE 管材管件	30.77%	-	17.11%	-	28.57%
PB 管材管件	40.98%	-	-	-	-
HDPE 双壁波纹管	28.01%	-	-	49.75%	-
其他	26.71%	-	24.19%	-	20.22%
<b>综合</b>	<b>37.68%</b>	<b>24.32%</b>	<b>26.22%</b>	<b>49.75%</b>	<b>23.24%</b>

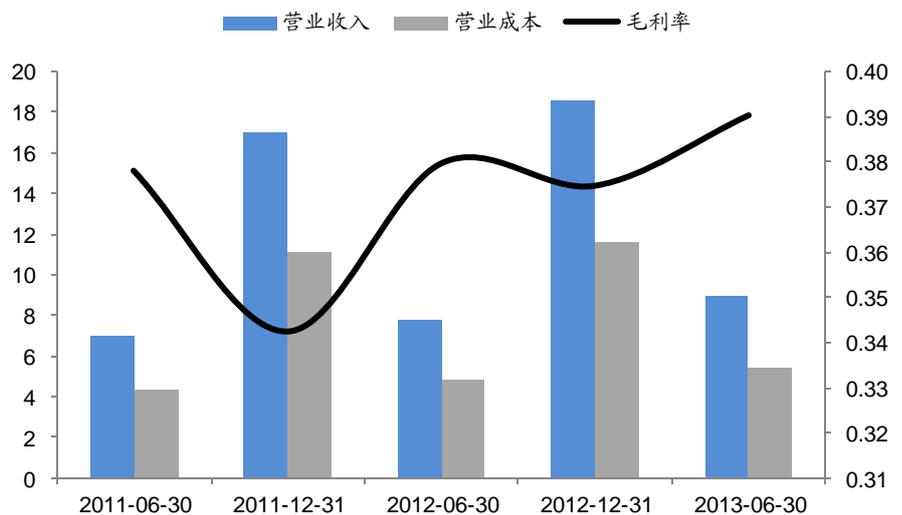
资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

### 主打产品 PPR 管材盈利水平仍在持续提升

近年来，公司一直坚持以“可持续发展”为核心的发展战略，以转型升级为主线，以效率与效益为主导，加大结构性调整与优化，不断变革与创新，保持了持续稳健的发展态势。

随着公司产品的不断创新以及品牌、零售战略的顺利实施，公司主打 PPR 管材产品毛利率水平保持逐年平稳提升的态势。在 PPR 塑料管毛利率提升及其收入占比不断提升的带动之下，公司综合毛利水平在过去两年增长了近 4.75 个百分点。

图 3: 伟星过去两年收入、成本和毛利率水平变化



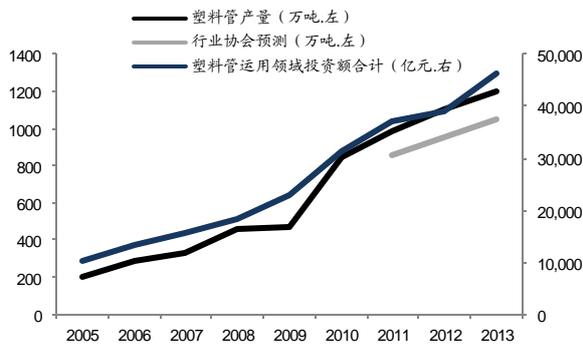
资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

## 行业进入门槛低、竞争充分，品牌、渠道是制胜关键

### 预计未来三年行业增速 10%-15%，相关政策落地或增新动力

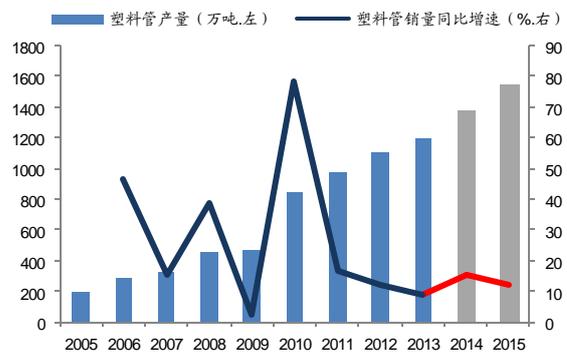
我国塑料管道行业起步较晚，20 世纪 70 年代开始研发生产，并于 80 年代开始推广应用。90 年代末，全国化学建材协调组提出“以塑代钢”的发展政策，推进了国内化学建材发展规划和市场推广。住房和城乡建设部先后在第 27 号公告、第 218 号公告和第 659 号公告中，大力鼓励化学管道在建材中的推广使用，逐步推进了塑料管道在城乡规划建设中的广泛应用，对限制和禁止使用技术的审查也更为严格，拓宽了塑料管道的应用前景，塑料管道行业迎来了快速发展的新阶段。2005~2010 年，塑料管道呈现高速增长态势，2010 年以后，由于市场饱和和宏观需求收紧，塑料管道生产增速出现一定下滑，但仍保持在高于 10% 的稳定水平。在建筑工程、市政工程、水利工程、农业和工业等市场对塑料管道的需求拉动下，中国成为了全球塑料管道生产量和应用量最大的国家。“十二五”以来，塑料管道行业可能很难重复之前的高速增长现象，但是国家将继续积极稳妥推进城镇化、加快建设新农村、大量增加保障性住房和市政基础设施的建设，并加强节能环保和生态建设，对塑料管道行业提出了新的品种和总量需求。根据行业协会预测，塑料管行业在“十二五”期间将保持年化 10% 左右的复合增长，而从 2011、2012 年两年塑料管实际释放需求情况看，市场表现超出行业协会预测，这一点主要与近两年国家加大在市政工程、水利、燃气等方面的投入有关，基于相关行业的投资数据测算，我们预计 2013-2015 年塑料管行业需求增长有望落在 10%-15% 的区间内。另外，中国城市地下管网现状堪忧，随着新型城镇化建设的推进，更新、改造地下管网体系预计将成为未来城市基础设施建设发展的大趋势，若相关政策落地，将对未来塑料管道行业需求增加新的支撑，为行业增长添新动力。

图 4：塑料管需求和实际运用领域投资额比较



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 5：塑料管销量和预测

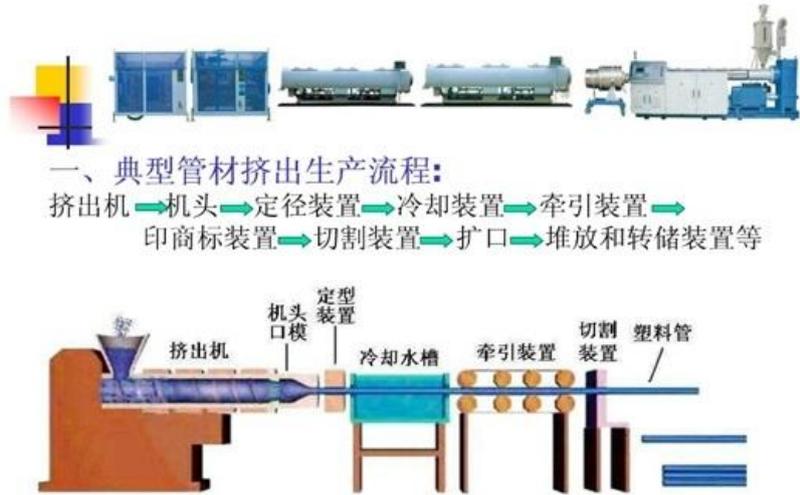


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

### 普通塑料管生产工艺并不复杂，投资门槛较低，竞争白热化

**普通塑料管生产工艺并不复杂：**塑料管材的原料主要包括主要塑料成分（聚氯乙烯/聚乙烯/聚丙烯等），在 PVC 管材生产中加入特定的助剂，如稳定剂、改性剂、润滑剂、填充剂等，以达到更加优良的应用性能。塑料管材的生产流程更多的是物理过程而非化学变化，主要包括原料混合与干燥、热熔挤出、定径与冷却定型和印字切割与包装等步骤。所以一般塑料管材生产流程的关键技术在于生产的稳定性和自动化，这方面主要由生产所采用的设备决定。而目前塑料管材生产线市场已较为成熟，一般生产工艺技术难度较小，故塑料管材生产的技术门槛较低。

图 6: 管材生产流程示意图



资料来源：百度文库，国信经济研究所整理

**生产线投入资金门槛低：**通过对塑料管道行业五家主要上市公司——伟星、永高、纳川、联塑、顾地的募投项目的投资额和设计产能等指标进行统计，可看出：虽然单位产能投资额差异较大，这或许与产能规模、生产管道类型差异、产能结构等因素相关，但是当结合了各公司过去三年的销售均价（相当于考虑了产品结构），在假设募投项目满产、产销率 100%、不考虑营运资本占用的情况下，各公司实现固定资产投资回收所需的经营周期差异不大——在考虑经营费用支出情况下平均值仅为 1.67 年，若不考虑经营费用支出，平均值仅为 1.14 年，即：在生产线按设计产能满产情况下，生产线投入金额在一年半左右能收回。

表 5: 塑料管道行业五家主要上市公司募投项目静态回收期测算

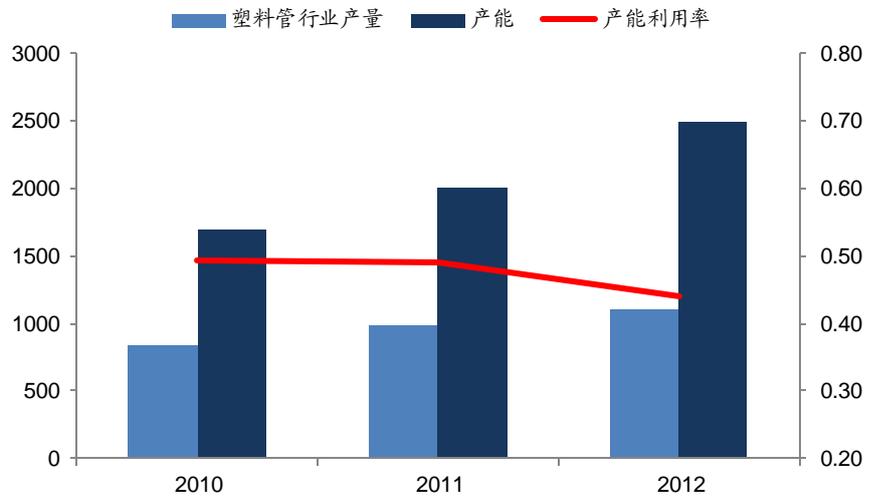
募投项目产能规模(吨)	拟投入资金总额(万元)	单位产能投入金额(元/吨)	测算静态回收期(考虑经营费用支出)(年)	测算静态回收期(不考虑经营费用支出)(年)	
永高	130,000	79,474	6113	2.35	1.53
伟星	87,000	60,315	6933	1.19	0.72
纳川	14,400	20,138	13984	1.25	0.89
联塑	945,000	289,500	3063	1.58	1.15
顾地	69,500	41,670	5996	1.99	1.41
平均				1.67	1.14

注：假设产能利用率 100%，产销率 100%

资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

**竞争白热化：**如前文所述，塑料管道行业进入的技术壁垒和资金壁垒较低，在过去数年行业快速发展的过程中，全行业总产能快速扩张，大量的中小型企业涌入了塑料管道行业，据行业协会统计，截止 2012 年年末，国内塑料管材产能已超 2000 万吨，较大规模的塑料管道生产企业约为 3000 家，合计年产能超过 1500 万吨。其中，年生产能力 1 万吨以上的企业达 300 家，20 家余家企业年生产能力超过 10 万吨。目前行业前二十位企业的市场占有率尚不足 50%，行业占有率仍较为分散。但产业整体呈集中态势，规模企业加大营销网络布局力度和兼并扩张步伐，用户行业产品质量意识和品牌意识也有所提高，规模企业之间的竞争日趋激烈。

图 7: 行业产量、产能及产能利用率

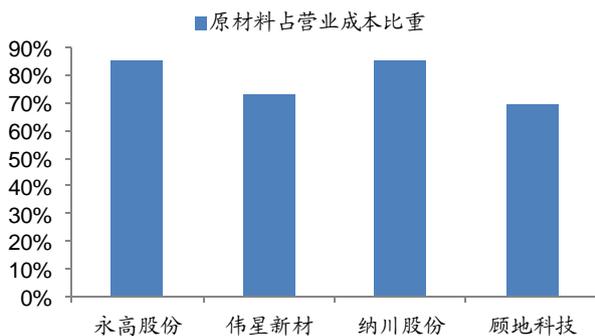


资料来源：行业协会、国信证券经济研究所整理

品牌与营销渠道建设是行业竞争的王道

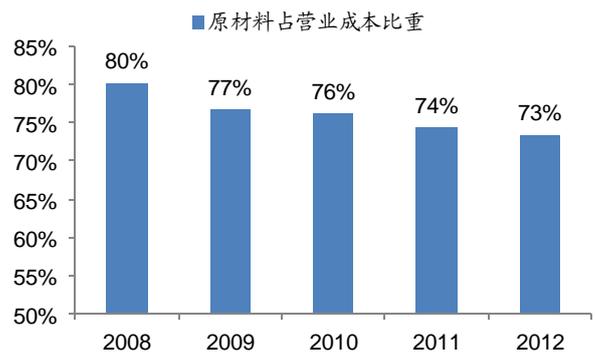
上游原材料寡头垄断：塑料管道生产企业生产所需的主要原材料为聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）和聚丙烯（PP）等，前文提到塑料管行业生产设备的投入门槛并不高，且普通生产技术并非十分复杂，人力投入也较少，因此生产过程中的可变成本，即原材料成本，是产品总成本的主要构成部分。目前主流管材生产企业原材料价格占产品总成本的 70~85%，而伟星的过去五年的原材料成本占总成本的比例也大致落在此区间。

图 8: A 股四大塑料管上市公司原材料占产品总成本比例



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

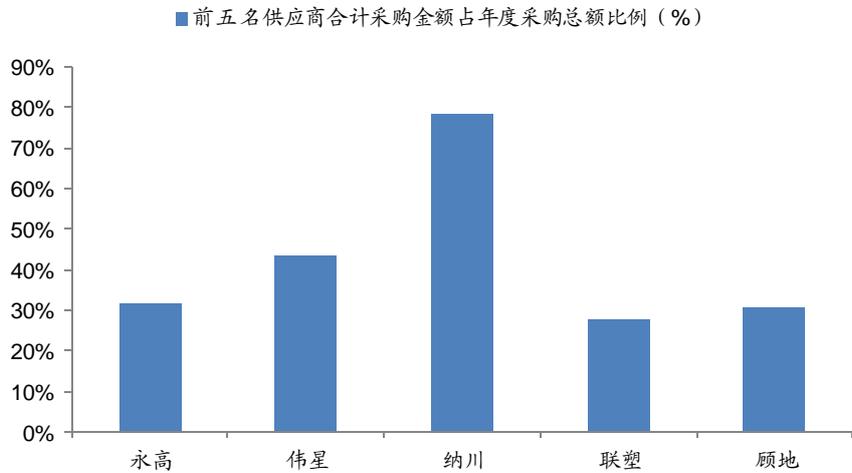
图 9: 伟星新材 2009-2012 年原材料占营业成本比重



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

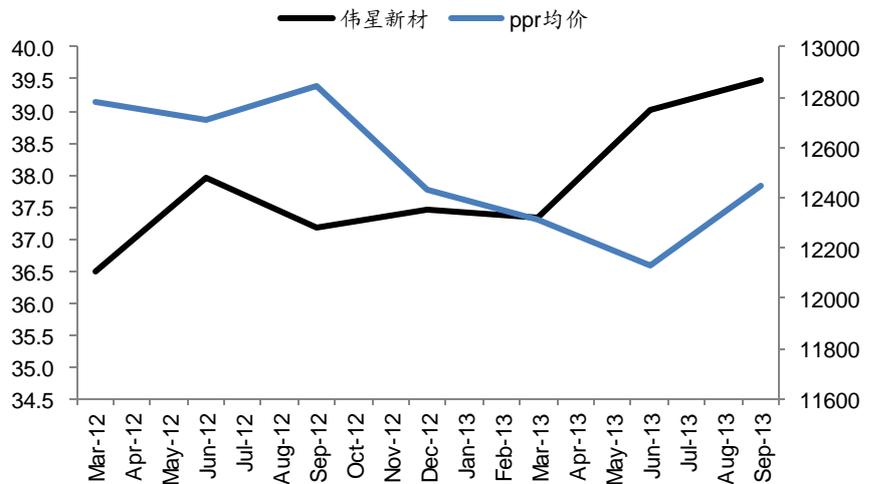
从原材料类型来看，公司生产所需的主要原材料为 PPR、PE（包括 PE-RT）和 PB 等专用树脂和铜嵌件等。其中 PE-RT、PB 目前为少数几家国外公司垄断生产，需从国外进口；而 PPR 原料由于其熔融指数低、容易降解等化学特性，使其生产难度较大，目前国内只有燕山石化、扬子石化等几家大石化企业可以生产，因此塑料管行业上市公司的原材料供应商相对集中，除中国联塑外，其余几家上市公司的前五名供应商合计采购总额占年度采购总额的比例均超过了 30%，甚至存在单一供应商采购比例超过 30% 的情形，因此塑料管生产企业对原材料价格的议价力相对较差，一般只能被动接受原材料价格。

图 10: 塑料管行业五大上市公司原材料供应商集中度



资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

图 11: 伟星新材各季度毛利率和 PPR 原材料均价波动呈明显负相关关系



资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

**下游非专业客户产品辨识度有限:** 塑料管材产成品的质量一般必须通过相对专业的设备或专业方法检测, 对于带有一定功能性的塑料管材, 比如铝塑复合、无机纳米银抗菌等的质量和功能是否达标问题, 更是需要专业人士才能做到较好的甄别。因此, 非专业人士在塑料管的采购过程中, 若不考虑品牌、服务等影响, 一般只能通过简单的外观、结构、手感、管壁厚薄等作为辨识依据, 尤其是以家庭为单位的无经验采购方, 对质量细节和管材性能的甄别能力不强, 同时, 在装修环节出于美观考虑, 塑料管材的安装有大部分是隐蔽工程, 质量问题和使用期限往往只有在安装后的实际使用中才能体现出来。这也使塑料管材市场良莠不齐, 掺料以次充好、外形模仿等现象频频发生。

**表 6: 媒体关于塑料管行业造假、假冒案例的报道**

报道时间	报道媒体	造假地点	造假情况	查处假冒管材数量
2005年5月15日	京华时报	北京市通州区	造假设施完备,原料为塑料管粉碎后的片状塑料	塑料管材 425 卷, 体积达 7 货车
2009年8月18日	湘警网	湖南省衡东县	非法制造商标标识假冒注册商标 18000 余个, 非法销售额高达 12 万余元	2000 余根排水管
2010年5月26日	东楚晚报	湖北省黄石市	销售假冒“金牛角”牌塑料管件产品	管件 3000 个, 价值约 1.5 万元
2012年3月20日	湖南省质量技术监督局	湖南省长沙市	厂商以生产自有产品为幌子, 假冒其他注册商标产品	假冒产品货值 2.48 万元
2012年11月1日	华西都市报	四川省成都市	租用仓库生产塑胶管道, 贴上名牌标签对外销售。	塑胶管道共 6669 根, 价值共计 21 万元左右
2013年7月30日	大江网-新法制报	浙江省临海市	从废品站购来旧模具制售假冒伪劣管材	冷热水管材及配件, 价值 3.2 万元
2013年9月26日	湖南日报	湖南省长沙市	无生产、营业执照, 假冒注册品牌, 生产、销售 PVC-U 排水管	各种规格 PVC-U 排水管 900 余根, 货值金额 2 万多元

资料来源: 国信经济研究所分析师归纳整理

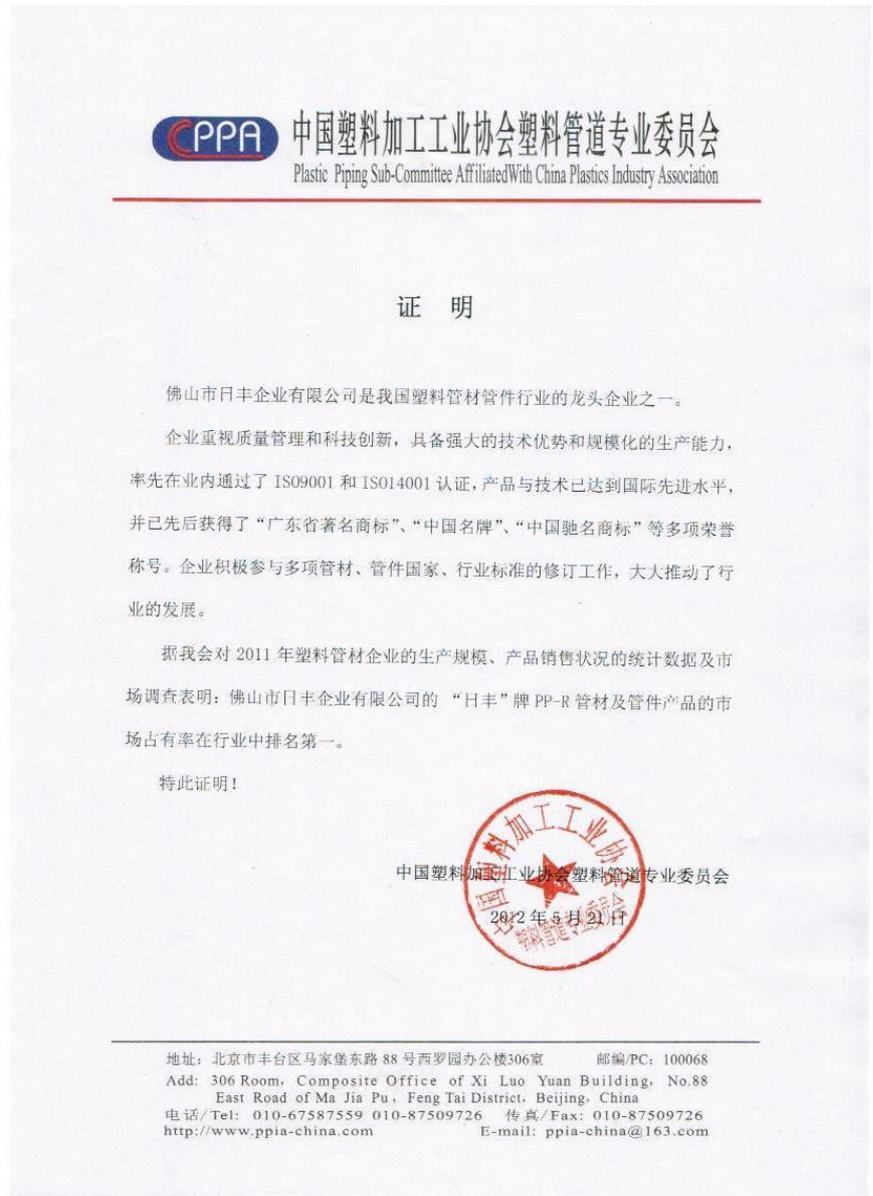
**品牌、服务与营销渠道建设是行业竞争的王道:** 塑料管材质量的优劣在产品外观上不仔细观察或许并非十分明显, 但在使用体验方面却差异巨大。比如: 优质 PPR 管在工作温度 70℃, 工作压力 1.0MPa 条件下, 使用寿命可达 50 年以上; 而非正规厂家生产的劣质管材使用年限和售后服务无法保证, 采用料价低廉的 PP-H 和 PP-B 混充的 PPR 管材, 甚至采用回收旧料废料生产的伪 PP-R 管, 其使用年限只有 1-5 年。

鉴于上述行业和产品特性, 塑料管行业公司经营若要胜出, 品牌、服务于营销渠道的建设是至关重要的。

### 日丰管业——塑料管行业依靠品牌、渠道制胜的典型案列

佛山市日丰管业于 1996 年正式成立, 在企业经营过程中公司十分注重品牌和销售渠道建设。在品牌方面, “日丰管, 健康水管, 管用 50 年” 的广告词令人印象格外深刻, 同时日丰也开通了管道行业“在电视传媒上做广告”的先河, 在数十年的经营中, 日丰仅在全国各地的平面广告投入就达到数十万平方米; 在渠道方面, 公司在 2002 年全面启动“万店工程”, 建立了庞大的销售服务网络, 在全国设立了 600 余家代理和数万家经销商, 并积极开拓海外销售市场, 产品销往 100 多个国家。在服务方面, 日丰也丝毫不含糊, 日丰建立了包括暖通工程师、给排水工程师在内的庞大售服队伍, 为用户提供安装设计咨询服务, 提供现场安装指导服务, 提供各种技术性问题的咨询服务等。经过十余年的发展, 日丰于 2008 年成为全球第一大铝塑管生产商。2007 年公司首次涉足塑料管细分行业 PPR 管, 进入初期, 公司 PPR 产品还主要依靠他人代工生产为主, 到 2008 年才开始逐渐有自己的 PPR 管生产线。虽然起步晚, 但是公司借助自身在铝塑管子行业已经建立起的品牌形象, 加上成熟的营销渠道, 公司仅用三年时间就让其 PPR 塑料管产品市场占有率高居行业首位。

图 12: 行业协会为日丰管业颁发的证书



资料来源：行业协会、国信证券经济研究所整理

## 零售优先，品牌效应初显

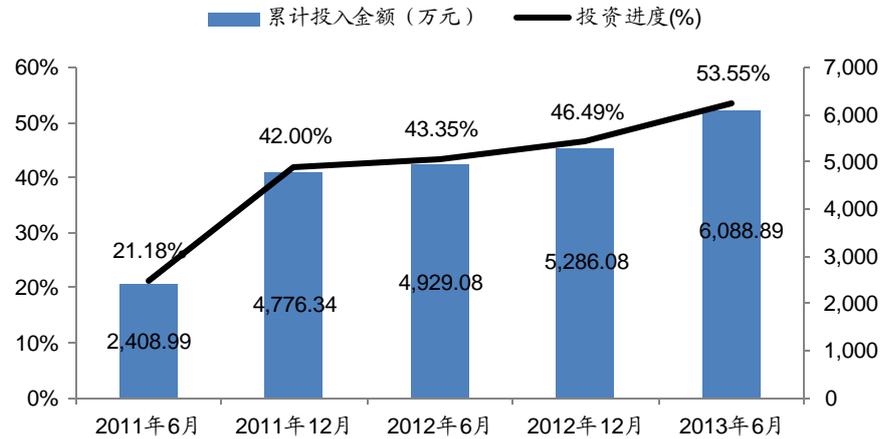
### 品牌和营销网络建设一直是公司业务拓展的重点

上市以来，营销网络建设一直是公司经营过程中的重点工作之一。公司 2010 年上市募集资金约 11 亿元，2011 年 2 月，公司股东大会审核同意使用超募资金 11371.5 万元投资营销网络建设项目，内容包括（1）对原有营销网络进行升级建设：对华东地区和其他国内大型城市已设立的分公司进行升级建设，强化深度营销，进一步做精、做细、做强区域市场；（2）布局、开拓：重点加大在华北、东北、中西部、华南等薄弱区域的市场布局和开拓力度，在全国范围内新设立 15 家销售分公司或办事处，以进一步完善营销网络体系，开拓潜力市场，

提高产品的市场占有率。

目前，公司营销网络建设已初有所成：伟星在全国主要城市设立了约 24 家销售分公司、15 家左右销售办事处，广泛分布于全国 23 个省份的主要城市，营销人员达 993 人，占总员工的 36.72%。

图 13: 营销网络投入及建设进度



资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

此外，在品牌建设方面，公司也始终保持较大的投入力度，2013年3月伟星新材签约国家一级演员张国立为伟星管形象代言人，在主流电视媒体和传统纸媒渠道大规模投放代言广告，利用传统媒体推广高频率、长周期、高质量的特点，扩大宣传效果；不仅如此，公司还利用包括热门赛事赞助和网络推广宣传等，多层次多维度的推广宣传公司品牌形象，扩大公司口碑和影响力，推动了品牌建设和营销，为渠道经销提供了大力支持。2013年4月，伟星新材正式进军建材电子商务市场，开拓电商渠道，在淘宝天猫商城开设官方旗舰店，为公司的营销手段增添新的范畴，为公司更好实现 B2C 营销模式奠定基础。同时不排除公司以此网点作为平台，在未来实现 O2O 创新的可能。

图 14: 公司签约张国立为形象代言人



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

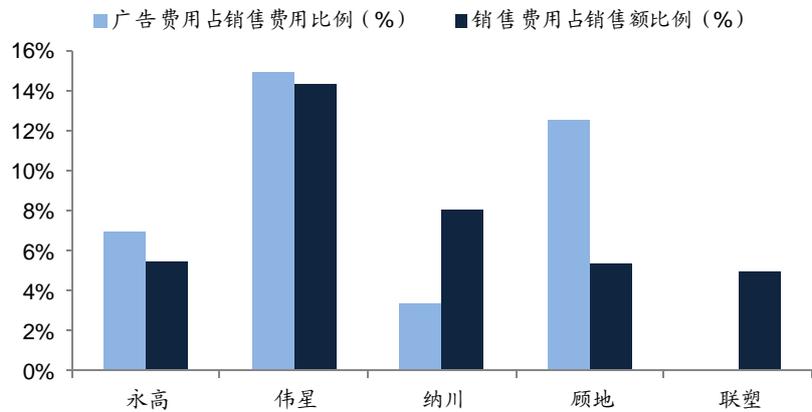
图 15: 伟星管业天猫旗舰店



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

鉴于此战略，公司始终保持较高的营销投入，销售费用率、广告投放金额均超过了其他行业同类公司。

图 16: 各大塑料管生产商广告费用和销售费用占比



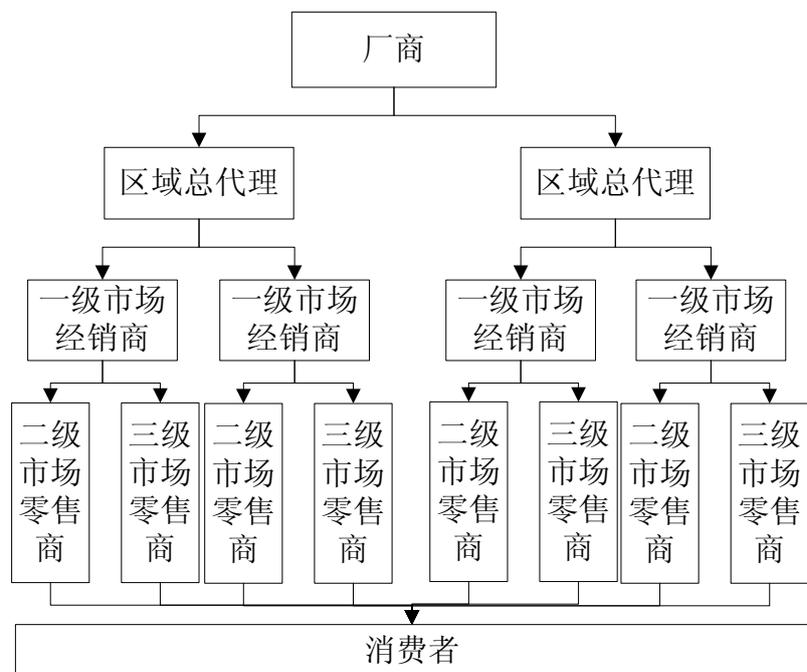
资料来源：公司公告、国信经济研究所整理

### 扁平化零售渠道+工程承揽的双重模式相辅相成，优势互补

目前塑料管道行业的营销模式主要有三种：

一类是**总代理模式**，即将全国划分为若干区域，在每个区域设立代理商，企业授权代理商全权负责该区域内的产品销售，由代理商发展和管理下属终端商，此模式的**优点**是管理相对简单，销售费用率低，便于快速拓展市场，但**缺点**是代理商链条较长，厂商对终端市场控制力弱，为了刺激各级代理商的积极性，出厂价格和终端价格可能有较大的差异，利润留在了层层代理商中，此外代理商对厂商的资金占用以及回款问题存在一定的不确定性；

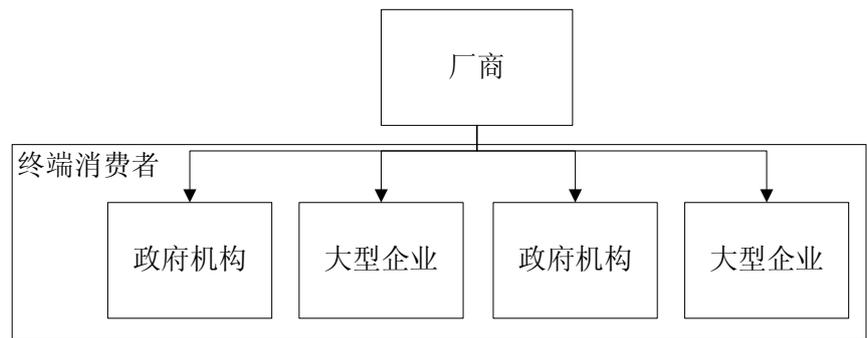
图 17: 总代理模式示意图



资料来源：国信经济研究所分析师归纳整理

**第二类是直接承揽工程模式**，这种模式链条相对简单，通过与各个行业的主要设计单位或使用单位进行沟通，建立良好的合作关系，然后通过设计单位和工程施工单位签订供货合同。这类模式的**优点**为，一旦合作，客户群体一般较稳定，盈利水平也相对稳定，且单订单金额较大，便于企业迅速做大销售规模；但是此种模式的**缺点**也相对明显，由于订单水平较大，以及面对的工程施工单位一般是政府背景或者是房地产商，塑料管生产商一般属于议价劣势方，盈利水平受到挤压，同时这类营销模式还面临着工程垫资，应收账款回款较慢等资金周转问题，此外还有订单获取过程中一些不可控的市场规范问题；

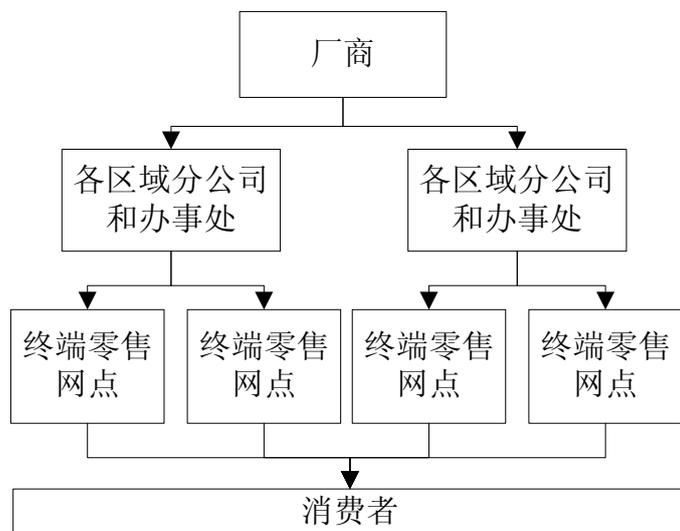
图 18: 工程承揽式示意图



资料来源：国信经济研究所分析师归纳整理

**第三类是扁平化零售渠道**，即不断减少产品从工厂到消费者的销售层级，最大限度地使生产者直接将产品出售给最终消费者。这类模式的**优点**为：建立更为直接的经销模式，减少了中间经销环节，厂商利润率更高；加强了厂商对经销商的控制力以及对终端价格的控制力，降低了销售风险；资金周转快，账期短，回款效率高；便于厂商对市场信息的反馈做出及时的处理；此类模式的**缺点**为：管理难度大，投入的人力较多，销售费用高，此外，结合上文提到的塑料管行业下端需求对产品辨识度有限的特点，扁平化零售模式一般要求产品有较高的品牌知名度。

图 19: 扁平化零售渠道示意图



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

**表 7: 各营销模式优缺点总结**

	优点	缺点
总代理模式	管理简单；销售费用低；有利于市场的迅速开拓	代理链条长，厂商对终端市场控制力弱，总代理商的销售能力和组织能力对公司营销业绩影响大；出厂价格和终端价格可能有较大的差异，利润留在了层层代理商中，毛利率低；资金占用以及回款问题存在一定的不确定性；
工程直揽模式	客户群体一般较稳定，盈利水平也相对稳定；单订单金额较大，便于企业迅速做大销售规模	盈利水平往往受到挤压；面临工程垫资，应收账款回款较慢等资金周转问题；订单获取过程中存在一些不可控的市场规范问题；
扁平化零售模式	建立更为直接的经销模式，减少了中间经销环节，厂商利润率更高；有利于厂商对经销商价格的控制能力，降低了销售风险；有利于资金的及时周转；应收账款周转率最高，约每周周转一次；有利于市场信息的传递和厂商对信息的及时处理反馈。	管理难度大，投入人力多，销售费用高；要求产品有较高的品牌知名度。

资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

伟星采取的是扁平化零售渠道+工程承揽的双重模式，二者相辅相成、优势互补，通过工程承揽的方式在部分领域获取相对稳定的订单，为稳定业绩打下基础，运用扁平化的零售渠道接触最新的市场动态，保障公司整体的盈利水平和资金周转。此外，公司在扁平化零售渠道建设中还兼有部分代理模式的特性，吸收了部分代理模式的优点，同时，前文提到公司在品牌建设方面的大量投入也对扁平化零售渠道的建设提供了较大的支持。

### 零售为主+优质的服务，进一步打开公司产品的盈利空间

虽然公司的营销渠道中，零售和工程兼有，但公司审时度势，与时俱进，在战略层面扁平化的零售渠道一直是公司在整体渠道建设中的发展重点。“零售为先”做强零售渠道，更多的面向家装等消费市场，一方面能够支撑公司可持续发展，保障整体的盈利水平，另一方面，做好零售业务也可以带动工程业务发展，而且当经济增长转型，宏观经济增速下降，房地产预期难言乐观的大背景下，零售优先，工程为辅的模式有利于增加公司抵抗风险的能力。

此外，在公司战略发展方面，伟星新材始终将优质的服务和持续创新作为企业品牌长久发展和企业价值提升的关键。如前文所述，由于管道自身安装的隐蔽性，其质量问题无法及时发现，而使用过程中水管的质量问题可能给业主带来较大的经济损失。基于此现状，伟星新材首创了一站式用户售后服务——“星管家”，其服务涵盖了水管购买后续的安装、使用、质保、维护和改造等问题，其具体内容包括：免费产品真伪鉴定、免费专业水压测试、免费拍摄并提供管路图、告知业主安全事项和提供 50 年质保服务，旨在为消费者提供一个安全的用水环境，并争取提升整个行业的服务水平。除此之外，伟星新材还建立了防伪验证系统和维权举报机制，维护消费者利益，并保护品牌的健康发展。良好的客户体验为公司顺利打造扁平化的零售渠道提供了坚实的基础，同时优质的服务也使公司产品较市场同类产品具备较强的竞争力，为公司产品进一步打开盈利空间，为产品保持高毛利提供了保证。

图 20: 星管家示意图



## 安全管到家! (限部分区域, 热熔或电熔连接的管道, 水压试验应在连接 24 小时后进行)

购买水管, 只是解决供水问题的第一步, 后续的安装、使用、质保、维修、改造等问题, 怎样免除后顾之忧? 为了让业主拥有一套安全可靠的管道系统, 在国内的众多城市, 我们已经陆续推出伟星特有的售后服务——“星管家”。当您购买伟星管并安装完毕后, 可以预约“星管家”上门验收, 通过水压测试等检验手段, 杜绝管道系统中存在的一些隐患。

- |   |  |   |   |
|---|--|---|---|
| <p><b>1</b></p> <p>第 1 步:</p> <p>在伟星特约经销商处购买管材, 获取“试压清单”。</p> | <p><b>2</b></p> <p>第 2 步:</p> <p>水管安装完毕时, 拨打“星管家”服务热线进行电话预约。</p> | <p><b>3</b></p> <p>第 3 步:</p> <p>“星管家”上门服务, 为您的水管进行全面的“系统体检”。</p> | <p><b>4</b></p> <p>第 4 步:</p> <p>若检测出安全隐患, 则协助业主维修改造; 若验收合格, 签定质量保证卡, 质保生效。</p> |
|---|--|---|---|

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

## 厚积薄发, 首次覆盖给予“推荐”评级

2010 年 3 月, 公司在二级市场公开发行股票发行了人民币普通股 (A 股) 股票 6,340.00 万股, 募集资金计 109,868.65 万元, 用于产能扩展建设。新建产能情况如下表所示:

表 8: 公司募投项目及产能情况

投资项目	产能规模 (吨)	投资总额 (万元)	预计可使用状态日期
年产 3.2 万吨节能环保型 PPR 系列管材、管件扩建项目	32000	26577.60	2012 年 7 月
年产 2.5 万吨节能节水型 PE 系列管材、管件扩建项目	25000	14486.37	2012 年 7 月
年产 1.5 万吨环保型排水、排污用聚烯烃系列双壁波纹管扩建项目	15000	7536.03	2012 年 7 月
年产 1.5 万吨节能节水型 PE 系列管材、管件项目	15000	11715.11	2012 年 7 月
重庆工业园一期建设项目	-	17,821.14	2015 年 1 月

资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

结合公司上市前已建成产能情况, 我们预计公司目前可用 PPR 塑料管产能约 5.00 万吨/年, PE 塑料管产能约 6.12 万吨/年, HDPE 双壁波纹管产能为 2.21 万吨/年, 总产能达 13.33 万吨/年, 到 2015 年初总产能将达 14.83 万吨/年。

表 9: 公司各类塑料管产能数据及预测

	募投前产能	募投产能	重庆募投产能预计	产能合计
PPR 产能	1.80	3.20	1.00	6.00
PE 产能	2.12	4.00	0.50	6.62
HDPE 产能	0.71	1.50	-	2.21
合计	4.63	8.70	1.50	14.83

资料来源: 公司公告、国信经济研究所整理

公司以销定产, 基本保持接近 100% 的产销率水平, 2011-2012 年公司分别销售塑料管材合计 9.7 和 10.2 万吨, 从公司总产能使用情况看, 公司 2012 年平均产能利用率约为 70%, 预计 2013 年平均产能利用率约为 77%, 未来可用产能充足, 加之公司营销网络已建成, 品牌效应初显, 营销无忧, 收入平稳增长无忧。此外, 从产能结构上看, 目前尚未使用的产能以高毛利的 PPR 产品为主, 可见未来公司业绩增长, 除了受益收入增长外, 销售产品结构变化将进一步提

升综合盈利水平，为业绩增长增添新的动力。我们预计公司 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.96/1.20/1.53 元/股，对应 PE 为 15.7/12.5/9.8x。目前 A 股塑料管行业可比上市公司 2014 年平均估值水平为 16.9 倍，公司目前估值水平仅需达到此均值水平就有 35% 左右的空间。而伟星新材在行业竞争中选择了较好的切入点，渠道为王，品质保证，品牌至上，零售为先，公司产品盈利水平持续高于行业均值，且公司渠道建设已初显成效，厚积薄发，正逐步进入收获期，因此我们认为公司应享受高于行业均值的估值水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表 10: A 股塑料管龙头上市公司估值比较**

股票代码	股票简称	最新价格	EPS		PE	
			13A/E	14E	13E	14E
002372.SZ	伟星新材	14.95	0.96	1.20	15.6	12.5
002641.SZ	永高股份	10.70	0.68	0.94	15.7	11.4
300198.SZ	纳川股份	14.30	0.43	0.60	33.6	24.0
002694.SZ	顾地科技	13.67	0.53	0.69	25.6	19.7
	<b>平均</b>					<b>16.9</b>

资料来源：WIND、国信经济研究所整理

## 风险提示

- 1、 房地产投资超预期下滑引发市场对公司销售预期转差；
- 2、 原材料价格超预期波动；
- 3、 销售不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	660	785	985	1251	营业收入	1857	2159	2694	3306
应收款项	237	266	332	408	营业成本	1162	1329	1638	1989
存货净额	293	330	409	499	营业税金及附加	12	14	17	21
其他流动资产	78	86	108	132	销售费用	263	289	372	456
<b>流动资产合计</b>	<b>1268</b>	<b>1467</b>	<b>1834</b>	<b>2290</b>	管理费用	135	156	192	234
固定资产	591	650	645	635	财务费用	(6)	(7)	(9)	(11)
无形资产及其他	222	215	207	199	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	(7)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2092</b>	<b>2342</b>	<b>2696</b>	<b>3135</b>	营业利润	284	378	483	617
短期借款及交易性金融负债	20	30	30	30	营业外净收支	9	10	10	10
应付款项	102	109	135	165	<b>利润总额</b>	<b>293</b>	<b>389</b>	<b>494</b>	<b>628</b>
其他流动负债	179	189	236	288	所得税费用	57	72	94	119
<b>流动负债合计</b>	<b>301</b>	<b>328</b>	<b>401</b>	<b>483</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>236</b>	<b>317</b>	<b>400</b>	<b>508</b>
其他长期负债	19	20	21	22					
<b>长期负债合计</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>22</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>320</b>	<b>348</b>	<b>422</b>	<b>505</b>	净利润	236	317	400	508
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	2	1	0	0
股东权益	1772	1994	2274	2630	折旧摊销	56	69	76	80
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2092</b>	<b>2342</b>	<b>2696</b>	<b>3135</b>	公允价值变动损失	7	0	0	0
					财务费用	(6)	(7)	(9)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	14	(56)	(92)	(107)
每股收益	0.72	0.96	1.20	1.53	其它	(2)	(1)	0	0
每股红利	0.64	0.29	0.36	0.46	<b>经营活动现金流</b>	<b>313</b>	<b>330</b>	<b>383</b>	<b>482</b>
每股净资产	5.32	5.98	6.82	7.89	资本开支	(101)	(121)	(63)	(63)
ROIC	13%	17%	21%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	16%	18%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(101)</b>	<b>(121)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
毛利率	37%	38%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	17%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	20%	21%	支付股利、利息	(214)	(95)	(120)	(153)
收入增长	9%	16%	25%	23%	其它融资现金流	72	10	0	0
净利润增长率	8%	34%	26%	27%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(356)</b>	<b>(85)</b>	<b>(120)</b>	<b>(153)</b>
资产负债率	15%	15%	16%	16%	<b>现金净变动</b>	<b>(145)</b>	<b>124</b>	<b>201</b>	<b>266</b>
息率	4%	2%	2%	3%	货币资金的期初余额	805	660	785	985
P/E	21.1	15.7	12.5	9.8	货币资金的期末余额	660	785	985	1251
P/B	2.8	2.5	2.2	1.9	企业自由现金流	198	195	305	401
EV/EBITDA	15.5	12.1	9.8	8.0	权益自由现金流	270	211	312	410

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>机械</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
<b>化工</b>		<b>房地产</b>		<b>医药</b>	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
<b>电子</b>		<b>计算机</b>		<b>传媒</b>	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>电力及公共事业</b>		<b>建材</b>	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
<b>轻工</b>		<b>建筑工程</b>		<b>家电</b>	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
<b>通信</b>		<b>电力设备</b>		<b>新能源</b>	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
<b>食品饮料</b>		<b>旅游</b>		<b>农业</b>	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
<b>军工</b>					
朱海涛	0755-22940097				

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				