

伟星新材 (002372)

强烈推荐

行业：管材

成长性被市场低估

公司今晚公布了2013年业绩快报，13年实现营业收入21.59亿元(+16.23%)，归属于母公司股东的净利润3.16亿元(+33.80%)，EPS0.96元。公司公布了13年利润分配方案：拟以现有股本每10股派现8元(含税)，并转增3股。

投资要点：

- ✧ **PPR管道延续快速增长势头，PE管增速平稳。** PPR管道持续快速增长助力公司4季度收入增速创12年以来新高。13年PPR管道收入增速为34%，超出11年和12年16-17个百分点，我们预计4季度PPR管道的收入增速在30%以上。与此形成对照的是，PE管13年的收入增速仅为6.6%，延续12年的颓势，且大幅低于11年40%多的增长。PPR管和PE管收入增速走势的明显反差凸显了在宏观经济面临下行压力的大背景下公司着力发展偏重消费属性的PPR管，收缩周期性更强的PE管的战略选择。
- ✧ **公司毛利率水平仍处上升通道，费用率将是稳中又降。** 公司的PPR管毛利率较PE管平均高出15个百分点左右，13年更是达到了20个百分点。考虑到公司这几年在零售渠道上的深耕开始步入收获阶段。高毛利率的PPR管在公司收入中占比将逐步提升，这将带动公司的整体毛利率水平持续上移。此外公司短期没有新建产能的资本开支，且公司产能利用率仍有提升空间，据此我们判断未来几年公司的期间费用率将是稳中有降的走势。公司的盈利能力持续提升的可能性大。
- ✧ **公司的成长性未能被市场充分预期。** 公司目前所处阶段(5%的市场份额，处于市场份额的快速提升阶段)可以类比处于高速发展阶段的格力电器，不过格力更加幸运，其自身的成长周期叠加了行业的高速发展期，形成了共振效应。但即便公司不如格力幸运，但公司的成长性还是被市场低估了的，目前公司的股价隐含的市场预期是PPR管复合15%左右的增长，而我们认为PPR管未来几年的复合增长会有30%。
- ✧ **维持强烈推荐评级。** 我们预计公司14-16年归属于母公司股东的净利润分别为4.15亿元、5.36亿元和6.82亿元，同比增长32%/29%/27%，EPS分别为1.25元/1.61元/2.04元。当前股价对应14、15、16年PE分别为12.8X/9.94X/7.82X，维持强烈推荐评级，给予14年16倍PE，对应6-12个月目标价20元。
- ✧ **风险提示：** 房地产投资增速大幅放缓；原材料价格大幅上涨

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2159	2593	3170	3781
收入同比(%)	16%	20%	22%	19%
归属母公司净利润	316	415	536	682
净利润同比(%)	34%	32%	29%	27%
毛利率(%)	39.1%	40.9%	41.8%	42.9%
ROE(%)	16.2%	18.8%	19.5%	19.9%
每股收益(元)	0.95	1.25	1.61	2.04
P/E	16.87	12.83	9.94	7.82
P/B	2.74	2.40	1.94	1.55
EV/EBITDA	11	9	7	6

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：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： 20

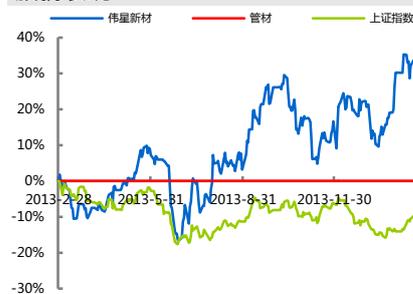
当前股价： 15.98

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	337
流通股本(百万股)	296
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	43
成交量(百万股)	2.33
成交额(百万元)	33.18

股价表现



相关报告

《伟星新材-零售业务持续发力》

2013-10-28

《伟星新材-渠道建设进入收获期》

2013-08-26

一、PPR 管道持续快速增长，PE 管平稳增长

公司今晚公布了 2013 年业绩快报，13 年实现营业收入 21.59 亿元 (+16.23%)，归属于母公司股东的净利润 3.16 亿元 (+33.80%)，EPS0.96 元。其中 4 季度实现营业收入 6.86 亿元 (+26.94%)，归属于母公司股东的净利润为 0.82 亿元 (+60.80%)，EPS0.25 元。

表 1：公司分季度财务指标

	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4
营业收入	2.89	4.86	5.42	5.41	3.01	5.95	5.76	6.86
营业成本	1.84	2.97	3.46	3.34	1.89	3.58	3.44	4.23
归属净利润	0.28	0.81	0.76	0.51	0.39	0.96	0.98	0.82
销售净利率 (%)	9.71	16.70	13.95	9.46	12.93	16.15	17.08	11.98
营业收入同比 (%)	20.13	5.58	8.54	8.82	4.27	22.55	6.28	26.94
归属净利润同比 (%)	0.68	5.43	1.17	28.83	38.82	18.46	30.12	60.80

资料来源：公司公告，中投证券研究所

PPR 管道持续快速增长使得公司 4 季度收入增速创 12 年以来最好水平。13 年全年 PPR 管道收入增速为 34%，较 11 年同期的 18%和 12 年年同期的 17%明显加快，我们测算 4 季度 PPR 增速在 30%以上。与此形成鲜明对照的是，13 年 PE 管道收入同比仅增长 6.6%，延续了 12 年的疲弱态势，而 11 年同期的增速超过 40%。

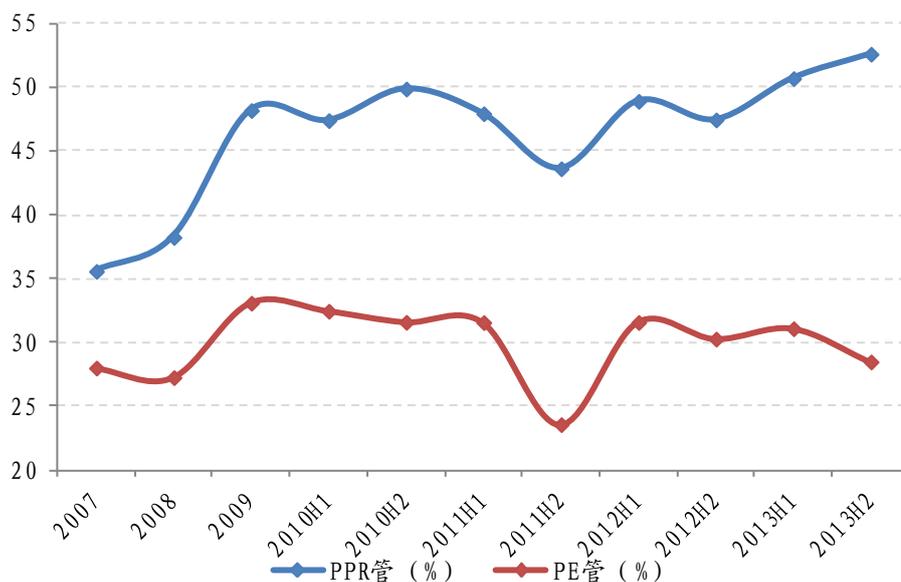
PPR 面对的终端客户是个人消费者，产品的消费属性大于周期属性，相反公司 PE 管的客户主要是市政单位，产品周期属性更强受宏观环境的影响大。公司这几年 PPR 管和 PE 管收入增速走势的明显差异背后凸显的是在实体经济短期面临较大下行压力的背景下公司选择大力发展偏重消费属性的 PPR，主动收缩周期属性较强的 PE 管的战略选择。

二、公司整体毛利率仍处上升通道，费用率将是稳中略降的态势

2.1 公司整体毛利率仍处上升通道

PPR 管道的销售毛利率自 10 年以来一直稳定在 45%以上，13 年更是超过了 50%，这一毛利率水平平均高出 PE 管 15-17 个百分点左右，且两者的毛利率差自 12 年以来有加大的趋势，13 年两者的毛利率差达到 20 个百分点。

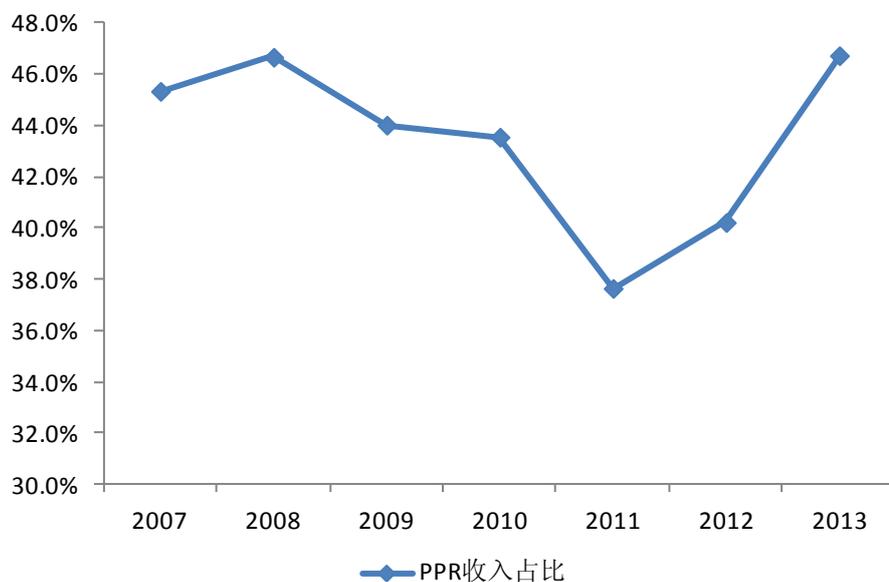
图 1 PPR 管和 PE 管毛利率走势图



资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们预计未来几年在渠道逐步发力的助推下（公司这几年每年的网点数量按照 15%的速度增长，前期布局网点度过培育期进入收获期），PPR 管道维持 20%-30%的收入增速是大概率事件，而 PE 管保持平稳增长的概率较大，因此未来几年 PPR 管在公司收入的占比将持续提升。伴随高毛利率的 PPR 管道收入占比的提升，公司整体毛利率水平仍处上升通道。

图 2 PPR 收入占比走势图

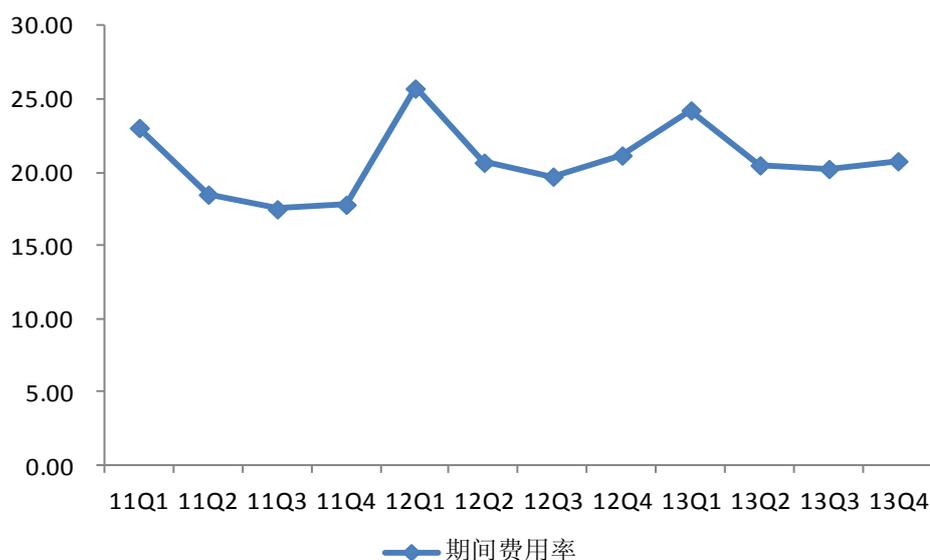


资料来源：公司公告，中投证券研究所

2.2 费用率将是稳中有降的态势

我们判断公司未来几年费用率将是稳中有降的态势，依据主要有两点：1.由于无大的产能投建计划，新建产能的资本开支将较之前有明显的下降，资本开支只剩下渠道网络建设上，因此财务费用率将呈下行态势。2.公司的产能利用率还有提升空间，这将带来整体费用率的下行。

图 3 公司期间费用率走势



资料来源：公司公告，中投证券研究所

三、公司的成长性未被市场充分预期

我们认为公司目前的发展阶段可以类比高速发展期的格力电器，唯一不同的可能是格力比较幸运，它自身的黄金发展期（市场份额快速提升阶段）刚好与行业的高速发展叠加在一块形成了“共振效应”；而公司自身的快速发展阶段刚好碰上了行业面临下行压力。

我们认为市场可能把地产面临下行压力这一负面因素过度放大了从而低估了公司的成长性。目前公司在 PPR 管道的领域的市场份额仅为 5%，提升空间还很大，且 13 年公司 PPR 管道业务交出的靓丽成绩单（收入增速大幅超出行业，新拓展区域如西部收入增长很快）显示了公司在行业中的竞争力。

我们认为只要地产不出现崩盘这种极端情况，公司 PPR 业务未来几年保持 30% 左右的增长可能性较大，而这一点并没有被市场充分预期到，目前股价隐含的预期是未来几年 PPR 管道业务复合增速落于 15% 左右。

四、投资建议：维持强烈推荐评级

我们预计公司 14-16 年归属于母公司股东的净利润分别为 4.15 亿元、5.36 亿元和 6.82 亿元，同比增长 32%、29% 和 27%，基本每股收益 1.25 元、1.61 元和 2.04 元。当前股价对应 14、15、16 年 PE 分别为 12.8X、9.94X 和 7.82X，维持强烈推荐评级，6-12 个月目标价 20 元，对应 14 年 16 倍 PE。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1350	1723	2331	3121
现金	649	916	1366	1983
应收账款	136	192	228	271
其它应收款	16	17	21	25
预付账款	61	93	105	122
存货	353	400	484	568
其他	134	104	127	151
非流动资产	952	957	913	881
长期投资	0	0	0	0
固定资产	568	597	551	493
无形资产	254	290	323	357
其他	130	69	40	31
资产总计	2301	2679	3245	4001
流动负债	336	464	494	569
短期借款	0	50	50	50
应付账款	108	121	142	170
其他	228	293	301	349
非流动负债	20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	20	0	0	0
负债合计	356	464	494	569
少数股东权益	0	0	0	0
股本	333	333	333	333
资本公积	1047	901	901	901
留存收益	565	980	1517	2198
归属母公司股东权益	1945	2215	2751	3432
负债和股东权益	2301	2679	3245	4001

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	419	401	446	593
净利润	316	415	536	682
折旧摊销	67	68	74	75
财务费用	-10	-31	-44	-66
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	7	-26	-133	-101
其它	40	-25	13	2
投资活动现金流	-231	-69	-40	-41
资本支出	185	50	0	0
长期投资	0	-24	0	0
其他	-46	-43	-40	-41
筹资活动现金流	-178	-65	43	66
短期借款	-20	50	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	80	0	0	0
资本公积增加	-20	-146	0	0
其他	-218	31	43	66
现金净增加额	10	267	450	617

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2159	2593	3170	3781
营业成本	1314	1533	1845	2161
营业税金及附加	17	16	19	23
营业费用	301	368	450	537
管理费用	157	194	238	284
财务费用	-10	-31	-44	-66
资产减值损失	13	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	367	507	657	838
营业外收入	19	16	18	20
营业外支出	6	4	5	6
利润总额	380	519	670	852
所得税	64	104	134	170
净利润	316	415	536	682
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	316	415	536	682
EBITDA	423	544	687	848
EPS (元)	0.95	1.25	1.61	2.04

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	16.2%	20.1%	22.3%	19.3%
营业利润	29.2%	38.3%	29.6%	27.5%
归属于母公司净利润	33.8%	31.6%	29.1%	27.1%
获利能力				
毛利率	39.1%	40.9%	41.8%	42.9%
净利率	14.6%	16.0%	16.9%	18.0%
ROE	16.2%	18.8%	19.5%	19.9%
ROIC	23.2%	28.6%	34.4%	41.5%
偿债能力				
资产负债率	15.5%	17.3%	15.2%	14.2%
净负债比率	0.00%	10.77	10.12	8.79%
流动比率	4.02	3.71	4.72	5.49
速动比率	2.97	2.85	3.74	4.49
营运能力				
总资产周转率	0.98	1.04	1.07	1.04
应收账款周转率	14	14	14	14
应付账款周转率	14.59	13.38	14.00	13.83
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.95	1.25	1.61	2.04
每股经营现金流(最新摊薄)	1.26	1.20	1.34	1.78
每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.64	8.25	10.30
估值比率				
P/E	16.87	12.83	9.94	7.82
P/B	2.74	2.40	1.94	1.55
EV/EBITDA	11	9	8	6

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-10-28	《伟星新材-零售业务持续发力》
2013-08-26	《伟星新材-渠道建设进入收获期》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 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,理学学士,经济学硕士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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