

伟星新材 (002372)

强烈推荐

行业：管材

## 零售渠道继续发力，盈利能力创历史新高

公司公布了2014年半年度报告，实现营业收入10.23亿元(+14.1%)，归属于母公司股东的净利润1.64万元(+21.6%)，归属于母公司股东扣非净利润为1.63万元(+27.35%)，EPS0.38元。同时公司预计1-9月份归属于母公司股东的净利润同比增长0%-30%。

### 投资要点：

✧ **零售渠道继续发力，利润率创新高，利润保持20-30%的增长。**上半年收入增14%而利润增21.6%，增速虽有受到地产影响及工程主动收缩影响，但不改我们一直认为的公司渠道建设后处在收获期的判断。PPR管受益于销售渠道的铺开，量价齐升。由于PPR在总体收入中占比提升，带动公司总体收入增长14%，毛利率也同时创出40.8%的新高。三费率基本稳定，净利率达到16%。单季度看，Q2收入与利润增长10.2%与20.1%，主要是地产部分新房交付滞后及二手房交易下降带来的影响。由于公司市占率仍很低，且销售网点每年以2000-3000家的数目增长，因而对地产放缓的影响不必过分担忧，预计中期公司仍将实现20-30%的增长，且因这种增长源于零售，波动性很小。

✧ **“星管家”服务快速提升消费者体验，PPR占比超一半，未来利润率仍处在上行通道。**公司自2012年后调整产品结构 with 战略，优先发展零售业务，随着渠道密度加强、“星管家”服务的推广，品牌认可度快速提高。14年上半年PPR在收入中占比首次超过一半，毛利率也达到52.24%。偏工程的PE管因担忧回款等风险，目前仍有所控制，上半年增长12.6%，利润率相对稳定。从上半年公司增长好于业内其它企业来看，目前零售依赖于产品+服务的模式已证明其成功性。近两年公司继续坚持零售为先的策略，这意味着高毛利率的PPR管占比可能继续提升，则毛利率仍处在上升通道中。

✧ **再次强调公司的成长性被低估。**公司目前所处阶段(6%的市场份额，处于市场份额的快速提升阶段)堪比高速发展阶段的格力电器，不过格力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%左右，这将被不断验证。

✧ **运营质量不断提高，现金流充沛。**上半年存货周转率为1.6，略低于去年的1.64；但应收账款7.01，较去年同期的5.49明显提升，说明对风险的控制更严格。经营性现金流1.7亿，虽下降12.8%，但完全能够覆盖1.1亿的资本开支。负债率保持在16.9%的低位，财务风险很小。

✧ **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3.93亿元、5.03亿元和6.51亿元，同比增长24.6%/27.8%/29.6%，EPS分别为0.90元/1.15元/1.49元。作为一个市占率低、年均实现20-30%稳定复合增长，且分红率维持在5-6%，维持强烈推荐评级。

✧ **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	2469	2917	3455
收入同比(%)	16%	14%	18%	18%
归属母公司净利润	316	393	503	651
净利润同比(%)	34%	25%	28%	30%
毛利率(%)	39.1%	40.8%	42.0%	43.3%
ROE(%)	16.2%	20.4%	20.6%	21.1%
每股收益(元)	0.72	0.90	1.15	1.49
P/E	17.94	14.40	11.27	8.70
P/B	2.91	2.93	2.33	1.84
EV/EBITDA	12	9	8	6

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

6-12个月目标价：16

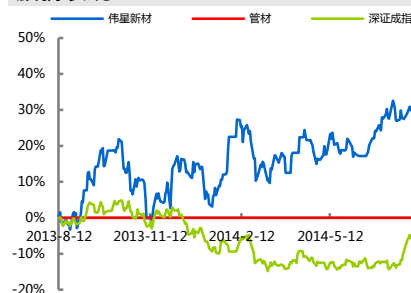
当前股价：12.92

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	438
流通股本(百万股)	385
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	50
成交量(百万股)	1.45
成交额(百万元)	18.65

### 股价表现



### 相关报告

《伟星新材-成长性被不断验证》

2014-04-27

《伟星新材-成长性被市场低估》

2014-04-16

《伟星新材-渠道建设持续发力，短期市场对地产的悲观预期可能制约估值》

2014-02-27

## 一、利润率创新高

图 1 公司年度经营情况

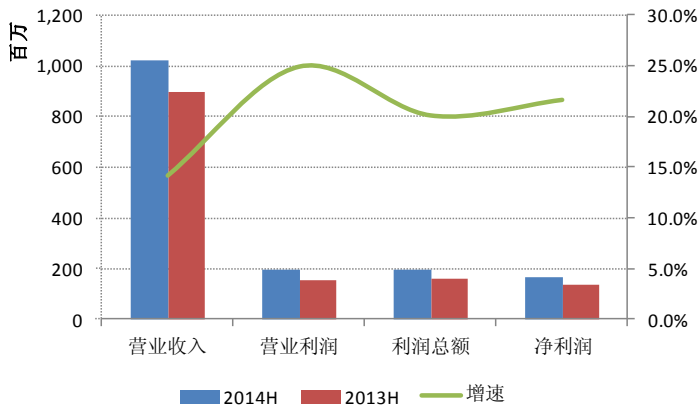
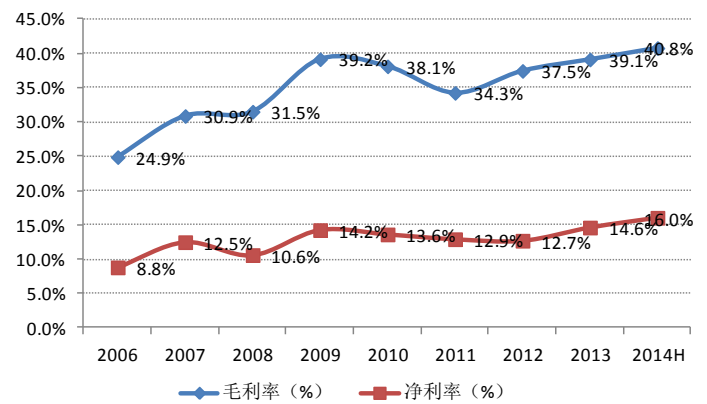


图 2 公司历年利润率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司分季度经营情况

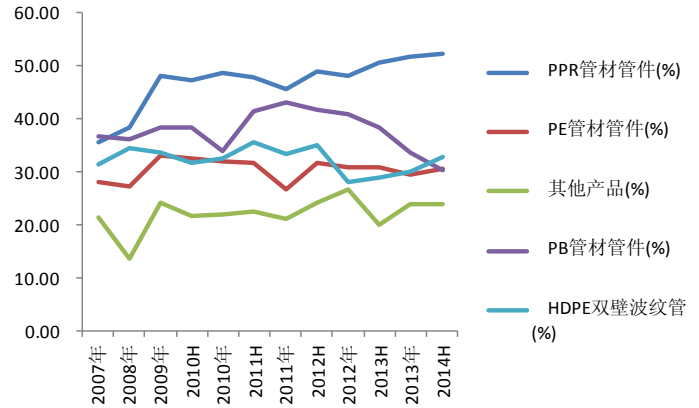
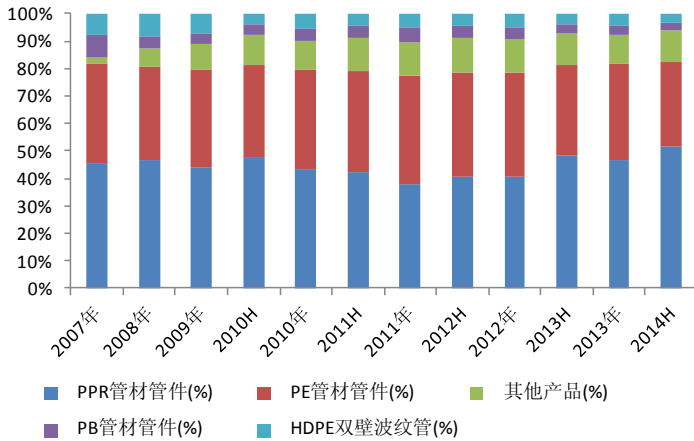
	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2
收入 (亿元)	2.89	4.86	5.42	5.41	3.01	5.95	5.76	6.86	3.67	6.56
环比增速	-41.8%	68.1%	11.6%	-0.2%	-44.3%	97.5%	-3.2%	19.2%	-46.5%	78.6%
同比增速	-70.7%	5.6%	8.5%	8.8%	4.3%	22.5%	6.3%	26.9%	21.9%	10.2%
毛利率	36.5%	38.8%	36.1%	38.1%	37.3%	39.8%	40.2%	38.4%	39.1%	41.8%
费用率	25.7%	17.7%	18.4%	24.7%	24.2%	18.6%	19.8%	21.9%	23.4%	19.4%
归属股东净利润 (亿元)	0.28	0.81	0.76	0.51	0.39	0.96	0.98	0.82	0.49	1.15
环比增速	-29.3%	189%	-6.8%	-32%	-23.9%	146.7%	2.3%	-16.4%	-40.7%	136%
同比增速	-16.6%	5.4%	1.2%	28.8%	38.8%	18.5%	30.1%	60.8%	25.3%	20.1%
净利率	9.7%	16.7%	13.9%	9.5%	12.9%	16.1%	17.1%	12.0%	13.3%	17.6%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

## 二、高毛利的 PPR 占比超一半

图 3 公司收入结构

图 4 公司各业务盈利能力



资料来源：中投证券研究所、公司公告

### 三、运营质量不断提升，现金流充沛

表 2 公司运营情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H
存货周转率(次)	5.9	3.5	4.0	3.7	3.8	4.1	4.0	4.1	1.6
应收账款周转率(次)	16.1	11.0	12.2	13.8	15.6	13.0	12.2	15.2	7.0
资产负债率(%)	53.0	55.3	50.2	53.5	16.6	19.4	15.3	15.5	16.9
经营活动现金流(亿元)	0.2	1.1	1.5	2.1	1.0	1.7	3.0	4.2	1.7
增长率(%)		455.8	34.5	45.4	-54.6	76.2	75.5	40.7	-12.8
资本性支出(亿元)	0.3	0.6	1.1	0.6	1.6	3.3	1.7	1.9	1.1
增长率(%)		90.1	92.1	(48.0)	191.7	104.1	(49.6)	65.1	33.1

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 四、伟星新材盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>PPR 管材管件</b>				
产能(万吨)	4.81	4.81	4.81	4.81
产能利用率	74.43%	91.48%	114.35%	143.45%
销量(万吨)	3.58	4.40	5.50	6.90
单价(万元/吨)	2.78	2.80	2.80	2.82
收入(百万元)	996.48	1,232.00	1,540.00	1,945.80
增速(%)	27.75%	23.64%	25.00%	26.35%
成本(百万元)	481.00	586.43	723.80	904.80
毛利率(%)	51.73%	52.40%	53.00%	53.50%

**PE 管材管件**

产能 (万吨)	6.34	7	7	7
产能利用率	76.50%	72.86%	78.57%	85.71%
销量 (万吨)	4.85	5.10	5.50	6.00
单价 (万元/吨)	1.55	1.58	1.62	1.62
收入 (百万元)	753.81	805.80	891.00	972.00
增速 (%)	5.75%	6.90%	10.57%	9.09%
成本 (百万元)	531.51	560.03	614.79	670.68
毛利率 (%)	29.49%	30.50%	31.00%	31.00%

**双壁波纹管**
**双壁波纹管**

产能 (万吨)	2.03	2.03	2.03	2.03
产能利用率	60%	60%	60%	60%
销量 (万吨)	0.92	0.92	0.95	1.00
单价 (万元/吨)	1.07	1.05	1.10	1.10
收入 (百万元)	98.89	96.60	104.50	110.00
增速 (%)	5.21%	-2.32%	8.18%	5.26%
成本 (百万元)	69.29	70.52	75.24	79.20
毛利率 (%)	29.94%	27.00%	28.00%	28.00%

**PB 管材管件**

产能 (万吨)	0.15	0.15	0.15	0.15
产能利用率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
销量 (万吨)	0.13	0.14	0.15	0.16
单价 (万元/吨)	5.16	5.50	5.60	5.60
收入 (百万元)	67.14	74.25	81.20	86.80
增速 (%)	-25.06%	10.58%	9.36%	6.90%
成本 (百万元)	44.61	50.49	54.40	58.16
毛利率 (%)	33.56%	32.00%	33.00%	33.00%

**其他外购配套**

收入	2.20	2.60	3.00	3.40
收入 (百万元)	220.00	260.00	300.00	340.00
成本 (百万元)	167.51	195.00	222.00	244.80
毛利率	23.86%	25.00%	26.00%	28.00%

<b>总收入 (百万元)</b>	2136.3299	2,468.65	2,916.70	3,454.60
<b>总成本 (百万元)</b>	1,293.92	1,462.47	1,690.23	1,957.63
<b>总体毛利率</b>	39.43%	40.76%	42.05%	43.33%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1350	1425	1986	2736
现金	649	657	1100	1702
应收账款	136	183	210	247
其它应收款	16	16	19	23
预付账款	61	89	97	111
存货	353	382	443	515
其他	134	99	117	138
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2301	2382	2899	3616
<b>流动负债</b>	336	450	465	531
短期借款	0	50	50	50
应付账款	108	115	131	154
其他	228	285	285	327
<b>非流动负债</b>	20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	20	0	0	0
<b>负债合计</b>	356	450	465	531
少数股东权益	0	0	0	0
股本	333	438	438	438
资本公积	1047	801	801	801
留存收益	565	692	1194	1846
归属母公司股东权益	1945	1931	2434	3085
<b>负债和股东权益</b>	2301	2382	2899	3616

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	419	408	451	589
净利润	316	393	503	651
折旧摊销	67	68	74	75
财务费用	-10	-25	-33	-54
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	7	-2	-105	-85
其它	40	-26	12	2
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-178	-332	33	54
短期借款	-20	50	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	80	105	0	0
资本公积增加	-20	-246	0	0
其他	-218	-241	33	54
<b>现金净增加额</b>	10	7	444	602

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2159	2469	2917	3455
营业成本	1314	1462	1690	1958
营业税金及附加	17	15	18	21
营业费用	301	346	408	480
管理费用	157	180	210	245
财务费用	-10	-25	-33	-54
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
<b>营业利润</b>	367	486	618	800
营业外收入	19	10	15	20
营业外支出	6	4	5	6
<b>利润总额</b>	380	492	628	814
所得税	64	98	126	163
<b>净利润</b>	316	393	503	651
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	316	393	503	651
EBITDA	423	528	659	821
EPS (元)	0.95	0.90	1.15	1.49

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.2%	14.4%	18.1%	18.4%
营业利润	29.2%	32.4%	27.3%	29.4%
归属于母公司净利润	33.8%	24.6%	27.8%	29.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.1%	40.8%	42.0%	43.3%
净利率	14.6%	15.9%	17.2%	18.9%
ROE	16.2%	20.4%	20.6%	21.1%
ROIC	23.2%	28.2%	34.1%	41.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.5%	18.9%	16.1%	14.7%
净负债比率	0.00%	11.10	10.74	9.41%
流动比率	4.02	3.16	4.27	5.15
速动比率	2.97	2.32	3.31	4.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.05	1.10	1.06
应收账款周转率	14	14	14	14
应付账款周转率	14.59	13.08	13.74	13.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.90	1.15	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.93	1.03	1.34
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.41	5.55	7.04
<b>估值比率</b>				
P/E	17.94	14.40	11.27	8.70
P/B	2.91	2.93	2.33	1.84
EV/EBITDA	12	9	8	6

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-04-27	《伟星新材-成长性被不断验证》
2014-04-16	《伟星新材-成长性被市场低估》
2014-02-27	《伟星新材-渠道建设持续发力，短期市场对地产的悲观预期可能制约估值》
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》
2012-04-24	《伟星新材 - 毛利率回升 但费用计提影响净利润增长》
2012-03-16	《伟星新材 - 需求减弱和产品收入结构变化导致毛利率下滑》
2011-08-29	《伟星新材-成本转嫁+渠道完善=业绩稳定增长》
2011-08-28	《伟星新材-成本转嫁+渠道完善=业绩稳定增长》
2011-08-28	《伟星新材-成本转嫁+渠道完善=业绩稳定增长》

## 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。  
王海青,中投证券研究所建材行业分析师,金融学硕士。

## 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

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

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

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