

伟星新材 (002372)

强烈推荐

行业：管材

## 短期受益油价下跌，长期看好公司优质的成长性

近期国际原油价格持续下跌，公司主要产品的原材料 PPR 与 PE 树脂价格变动与石油价格紧密。且因 PPR 直向消费者，具备强有力的议价能力。我们认为公司将受益于成本下降，且前期因担忧地产投资估值不高，未来成长性将支撑估值回归。

### 投资要点：

- ✧ **石油降价将成为利润率上升的最直接推动力，EPS 对油价敏感性约 0.5 倍。**公司两大产品 PPR 与 PE 管共占据收入的 51%与 31%，公司总体成本结构中原材料占据 73%的比重，原材料主要为 PPR 与 PE 合成树脂。树脂价格主要受两个因素影响：一是国际原油价格；二是国内树脂行业本身供求关系。一般来说，树脂涨跌幅会小于石油，传导到下游的时间也会有所滞后。2008 年-2009 年原油降幅最高幅度达到 69%，公司 09 年 PPR 与 PE 原材料采购价下跌 25%与 27%，PPR 与 PE 管毛利率各自上升 10 与 5.8 个百分点。本轮石油价格至今下跌约 45%，同期 PPR 与 PE 树脂跌 21.9%与 23%，虽然中间仍因在树脂环节的传导有一定影响，但我们估计本次石油降价对公司影响仍较大。因为有约 2 个月左右原材料的库存，预计成本下降在明年将体现更为明显。根据我们的敏感性分析，石油价格每变动 10%，公司业绩增速变动 5%；基于明年油价大致在 65 美元左右的预测，则明年公司毛利率将上升至 44%，EPS 约为 1.19 元。
- ✧ **地产短期影响无需太担忧，“产品+服务”模式使得 PPR 成为高盈利增长的保证。**受地产投资下滑影响，公司下半年收入增速下滑至 11%左右，这种情况预计将持续至明年上半年，但我们认为这是短暂的影响。因公司坚持优先发展零售业务的战略，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，PPR 目前仍保持约 20%左右的增长。而公司在近两年调整优化产品结构后，PPR 管在收入占比已超过一半，且利润率高企；从 14 年上半年好于业内其它公司的增长看，零售依赖于产品+服务的模式已证明其成功性。因为 PPR 以扁平化渠道进行销售，议价能力强，在目前原材料价格明显下行的背景下，我们判断 PPR 的价格变动将不会太大；且因 PPR 在产品中占比仍有提升空间，将保证公司盈利增长。
- ✧ **低估值又持续成长的特征在未来将更受市场青睐。**伟星目前在管材市场中的占比仅有 6%，虽然在全国各区域的竞争格局不同，但公司渠道扩张及品牌树立有望在各地打开市场。PPR 管受益消费升级，替代传统管材的逻辑仍然成立，有望保证年均 25%左右的中长期增长。市场前期因担忧地产投资下滑，股价中实际中并没有反应公司这种稳定成长的特征而出现低估。且公司管理优秀，现金流充沛，分红率一直维持在 5-6%，这种优质标的有望受到市场进一步的认可。
- ✧ **短期股价受益油价下跌后的利润率提升，长期则源于本身成长性。**基于明年油价在 65 美元，能够部分传导至树脂价格的假设，我们调整公司 14-16 年 EPS 至 0.86 元、1.19 元与 1.5 元，对应增速为 19.3%/38.9%/26%。目前对应 15 年 PE 估值仅 12.5 倍，估值偏低，继续强烈推荐。
- ✧ **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	2371	2647	3038
收入同比(%)	16%	10%	12%	15%
归属母公司净利润	316	377	523	657
净利润同比(%)	34%	19%	39%	26%
毛利率(%)	39.1%	40.7%	44.5%	46.1%
ROE(%)	16.2%	19.7%	21.5%	21.2%
每股收益(元)	0.72	0.86	1.19	1.50
P/E	20.62	17.29	12.44	9.90
P/B	3.35	3.40	2.67	2.10
EV/EBITDA	14	11	9	7

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

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 19

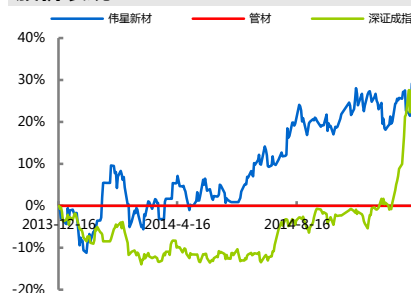
当前股价： 14.22

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)	62
流通市值(亿元)	55
成交量(百万股)	4.77
成交额(百万元)	68.18

### 股价表现



### 相关报告

《伟星新材-零售渠道继续发力，盈利能力创历史新高》2014-08-11

《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

## 一、石油价格与公司产品毛利率关系

PPR 树脂与 PE 树脂与油价的走势相当一致，但波动幅度会有所缩小。上一周期的 2008 年-2009 年原油降幅最高幅度达到 69%，公司 09 年 PPR 与 PE 原材料采购价下跌 25%与 27%。而本次石油下跌以来，价格至今下跌约 45%，同期 PPR 与 PE 树脂跌 21.9%与 23%。因为树脂环节本身的供求关系会影响树脂的销售价格，所以对伟星采购成本也会有所影响。但从历年来看，石油价格对 PPR 与 PE 树脂价格影响直接，而树脂价格与伟星产品的毛利率基本呈现反向变动。值得提示的是，PPR 在近两年基本是一路上升，没有太多波动，主要是公司是扁平化渠道开拓市场，树立品牌后议价能力提升有关；但前期受成本影响仍是很明显的。

图 1 石油价格与 PPR 树脂价格

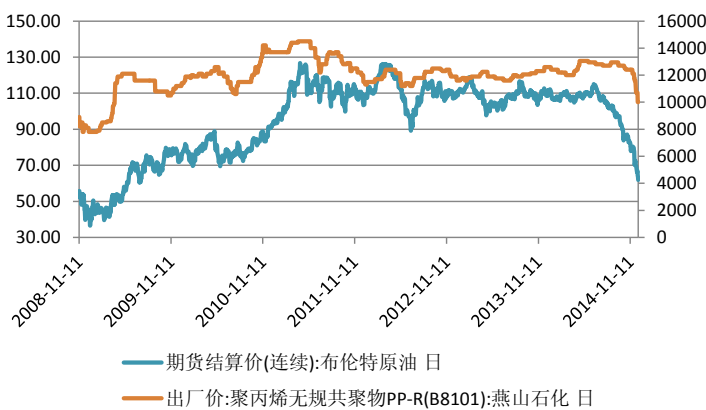
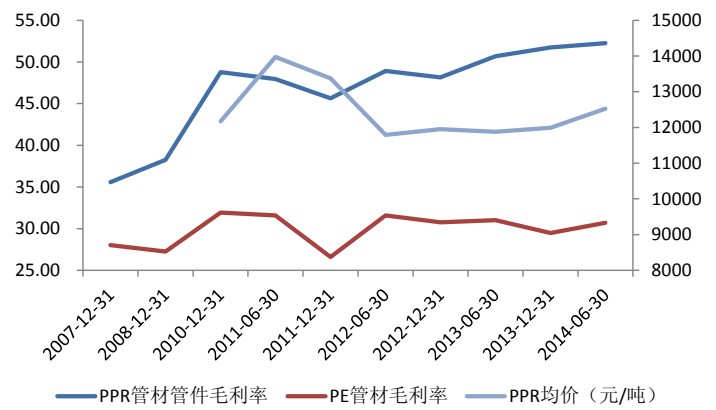


图 2 树脂价格与公司产品毛利率关系



资料来源：中投证券研究所、公司公告

## 二、石油价格对公司业绩敏感性分析

基于石油变动对 PPR 树脂进而对公司 PPR 管材的影响，我们进行以下敏感性分析。虽然 PE 树脂同样受到影响，但因 PE 管材更多针对工程类市场，招投标方式的竞争较大，基本上产品会随成本逐步下调，利润率变动不大。因此我们主要考虑 PPR 产品的盈利变动。

根据我们的敏感性分析，石油价格每变动 10%，公司业绩增速变动 5%；基于明年油价大致在 65 美元左右的预测，则明年公司毛利率将上升至 44%，EPS 约为 1.19 元。

表 1 石油价格对公司业绩敏感性分析

		石油价格均价（美元/桶）							
		0%	-10%	-20.0%	-30.0%	-40.0%	-50.0%	-60.0%	-70.0%
伟星新材	销量	108.82	97.94	87.06	76.18	65.29	54.41	43.53	32.65
	增速 (%)	0.0%	-3.1%	-6.5%	-10.0%	-13.5%	-16.9%	-20.4%	-23.9%
PPR 的销量增速 (%)	13.00%	0.96	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.25	1.30
	14.00%	0.97	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.26	1.31
	15%	0.97	1.02	1.07	1.12	1.17	1.22	1.27	1.32

16.00%	0.98	1.03	1.08	1.13	1.18	1.23	1.28	1.33
17.00%	0.99	1.03	1.08	1.14	1.19	1.24	1.29	1.34
18.00%	1.00	1.04	1.09	1.14	1.20	1.25	1.30	1.35
19.00%	1.00	1.05	1.10	1.15	1.20	1.26	1.31	1.36
20.00%	1.01	1.06	1.11	1.16	1.21	1.27	1.32	1.37
21.00%	1.02	1.06	1.12	1.17	1.22	1.27	1.33	1.38
22.00%	1.02	1.07	1.12	1.18	1.23	1.28	1.34	1.39
23.00%	1.03	1.08	1.13	1.19	1.24	1.29	1.35	1.40
24.00%	1.04	1.09	1.14	1.19	1.25	1.30	1.36	1.41

资料来源：公司公告、中投证券研究所

### 三、伟星新材盈利预测

表 2 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%	87.73%	104.99%	128.90%
销量 (万吨)	3.58	4.22	5.05	6.20
单价 (万元/吨)	2.78	2.78	2.75	2.73
收入 (百万元)	996.48	1,173.16	1,388.75	1,692.60
增速 (%)	27.75%	17.73%	18.38%	21.88%
成本 (百万元)	481.00	558.42	597.16	724.43
毛利率 (%)	51.73%	52.40%	57.00%	57.20%
<b>PE 管材管件</b>				
产能 (万吨)	6.34	7	7	7
产能利用率	76.50%	71.43%	74.29%	78.57%
销量 (万吨)	4.85	5.00	5.20	5.50
单价 (万元/吨)	1.55	1.55	1.53	1.52
收入 (百万元)	753.81	775.00	795.60	836.00
增速 (%)	5.75%	2.81%	2.66%	5.08%
成本 (百万元)	531.51	538.63	541.01	555.94
毛利率 (%)	29.49%	30.50%	32.00%	33.50%
<b>双壁波纹管</b>				
<b>双壁波纹管</b>				
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	0.88	0.91	0.98
单价 (万元/吨)	1.07	1.05	1.03	1.00
收入 (百万元)	98.89	92.40	93.73	98.00
增速 (%)	5.21%	-6.57%	1.44%	4.56%

成本（百万元）	69.29	64.68	62.80	65.66
毛利率（%）	29.94%	30.00%	33.00%	33.00%
<b>PB 管材管件</b>				
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	0.13	0.13
单价（万元/吨）	5.16	5.20	5.30	5.50
收入（百万元）	67.14	70.20	68.90	71.50
增速（%）	-25.06%	4.55%	-1.85%	3.77%
成本（百万元）	44.61	49.14	45.47	46.48
毛利率（%）	33.56%	30.00%	34.00%	35.00%
<b>其他外购配套</b>				
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>	<b>2136.3299</b>	<b>2,370.76</b>	<b>2,646.98</b>	<b>3,038.10</b>
<b>总成本（百万元）</b>	<b>1,293.92</b>	<b>1,405.87</b>	<b>1,468.44</b>	<b>1,637.31</b>
<b>总体毛利率</b>	<b>39.43%</b>	<b>40.70%</b>	<b>44.52%</b>	<b>46.11%</b>

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	1397	1955	2693
现金	649	659	1172	1811
应收账款	136	176	191	218
其它应收款	16	15	17	20
预付账款	61	85	84	93
存货	353	367	385	430
其他	134	95	106	122
<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	2354	2868	3573
<b>流动负债</b>	336	439	431	478
短期借款	0	50	50	50
应付账款	108	111	113	129
其他	228	278	267	300
<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	439	431	478
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	675	1198	1856
归属母公司股东权益	1945	1915	2438	3095
<b>负债和股东权益</b>	2301	2354	2868	3573

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	419	410	519	622
净利润	316	377	523	657
折旧摊销	67	68	74	75
财务费用	-10	-25	-34	-58
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	7	18	-55	-54
其它	40	-27	11	1
<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	34	58
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	34	58
<b>现金净增加额</b>	10	10	513	639

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	2371	2647	3038
营业成本	1314	1406	1468	1637
营业税金及附加	17	15	16	18
营业费用	301	332	368	422
管理费用	157	173	188	216
财务费用	-10	-25	-34	-58
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	465	636	798
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	471	646	812
所得税	64	94	123	154
<b>净利润</b>	316	377	523	657
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	316	377	523	657
EBITDA	423	507	675	815
EPS (元)	0.95	0.86	1.19	1.50

**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%	9.8%	11.7%	14.8%
营业利润	29.2%	26.7%	36.8%	25.4%
归属于母公司净利润	33.8%	19.3%	38.9%	25.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.1%	40.7%	44.5%	46.1%
净利率	14.6%	15.9%	19.8%	21.6%
ROE	16.2%	19.7%	21.5%	21.2%
ROIC	23.2%	27.3%	37.3%	45.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	15.5%	18.7%	15.0%	13.4%
净负债比率	0.00%	11.38	11.61	10.45
流动比率	4.02	3.18	4.54	5.63
速动比率	2.97	2.34	3.65	4.73
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	1.02	1.01	0.94
应收账款周转率	14	14	13	14
应付账款周转率	14.59	12.83	13.09	13.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.86	1.19	1.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.94	1.18	1.42
每股净资产(最新摊薄)	4.44	4.37	5.56	7.06
<b>估值比率</b>				
P/E	20.62	17.29	12.44	9.90
P/B	3.35	3.40	2.67	2.10
EV/EBITDA	14	11	9	7

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-08-11	《伟星新材-零售渠道继续发力，盈利能力创历史新高》
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。

## 免责条款

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