

伟星新材 (002372)

强烈推荐

行业：管材

零售端持续靓丽，工程端 15 年也将值得期待

公司 4 月 25 日公布 14 年年报，收入 23.5 亿元(+9.03%)；净利润 3.88 亿元(+22.83%)；EPS 为 0.88 元。高于原有业绩快报披露的 0.86 元。拟每 10 股转增 3 股派 6 元（含税）。

投资要点：

- 零售模式保证持续成长，盈利能力创下历史新高。公司 2012 年后侧重零售战略，依靠渠道扩张与品牌销售打造高端管道，得以在经济放缓的背景下稳定成长。虽然地产投资在 14 年下半年放缓明显，但公司收入同比仍增长 9.03%，高于塑料管行业销售增速的 7.5%。利润增速达 22.83%，毛利率与净利率为 41.1%与 16.5%，均达到历史最高点。单季看，Q4 收入增速降至 4.5%，但毛利率高达 41.4%，单季净利润同比增长达到 30.3%。我们估计 2015 年地产投资增速将企稳，公司稳定成长仍可期，再加上油价下跌将进一步压缩成本，盈利能力将进一步上升。
- PPR 管销售占据公司收入与利润的 50%与 64%，PE 管低于预期。公司自 12 年起凭借“产品+服务”的模式，PPR 市场份额由原来的 5%左右逐步提升，2013 与 2014 年 PPR 收入增速高达 34%与 17.8%。2014 年 PPR 占收入比重由 2011 年的 37%上升至 49.88%。且 PPR 管议价能力强，毛利率达到 52.5%，PPR 在利润中占比为 64%。预计短期内零售产品仍是公司盈利的主要来源。相反地，第二大产品 PE 管在 2012 年战略调整后，为保证经营质量而牺牲收入，2014 年收入下滑 6.46%，在收入中比重由 11 年的 39.6%降至 30%，持续低于预期。值得注意的是，HDPE 收入提升 17.5%，毛利率增加 4.92 个百分点，表现突出。
- 2015 年的业绩关注点一是石油降价后毛利率的提升，二是工程战略再侧重后 PE 管下半年可能超预期。首先，石油价格自 2014 年三季度后加速下跌，带动了树脂价格的下降。虽然近期石油价格有所反弹，但估计难以回到之前的高点，公司成本同比下降仍为大概率事件。我们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%，15 年毛利率将上升至 44%。毛利率明显提升从 15 年 Q1 起明显体现。其次，针对工程 PE 管收入持续放缓甚至下滑，公司今年初再积极发展工程业务。新一届政府管廊建设、五水共治等重点工程将保证市政工程市场发展。工程战略调整产生效果预计速度较快，估计 15 年下半年增速可能逐步回升。
- 经营质量非常优秀。14 年存货与应收账款周转率为 3.77 与 16.44，前者略低于 2013 年的 4.07，后者高于 2013 年的 15.21，说明对应收账款管控制增强。经营性现金流增长 22.4%至 5.1 亿，完成能够覆盖资本开支的 1.8 亿元。公司无任何短期与长期借款，负债率仅 17.3%，财务风险很小。
- 持续成长可期，估值仍未完全反应，继续强烈推荐。塑料管材行业中“以塑代钢”趋势仍在进行，行业每年接近 10%的速度增长。公司在管材行业独特的经营模式使其能在零售端更多抢占市场份额。基于 15 年下半年 PE 管可能超预期，我们上调 15-17 年 EPS 为 EPS 至 1.22、1.5 与 1.81 元，对应增速为 40.6/22.1/21.3%。低估值，高分红、稳增长的优秀标的，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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2354	2708	3265	3902
收入同比(%)	9%	15%	21%	20%
归属母公司净利润	388	545	666	808
净利润同比(%)	23%	41%	22%	21%
毛利率(%)	41.1%	44.2%	44.1%	44.3%
ROE(%)	18.3%	21.2%	20.5%	20.0%
每股收益(元)	0.87	1.22	1.50	1.81
P/E	26.78	19.05	15.60	12.86
P/B	4.91	4.03	3.20	2.57
EV/EBITDA	19	14	12	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：王海青

S0960512080002

0755-82026839

wanghaiqing@china-invs.cn

署名：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 28.5

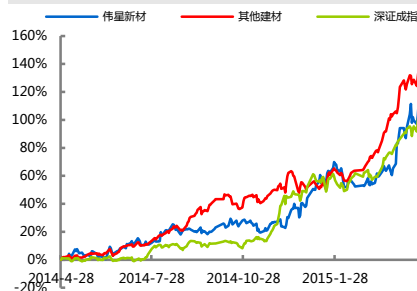
当前股价： 22.92

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	445
流通股本(百万股)	390
总市值(亿元)	102
流通市值(亿元)	89
成交量(百万股)	5.33
成交额(百万元)	122.79

股价表现



相关报告

《伟星新材-零售与工程再并重，工程销售下半年或超预期》2015-03-17

《伟星新材-短期受益油价下跌，长期看好公司优质的成长性》2014-12-15

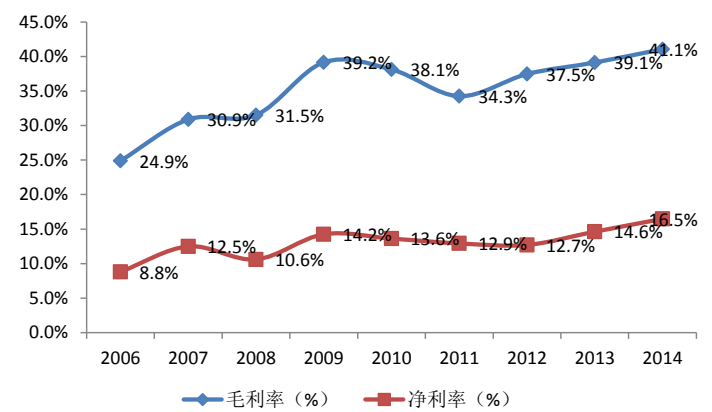
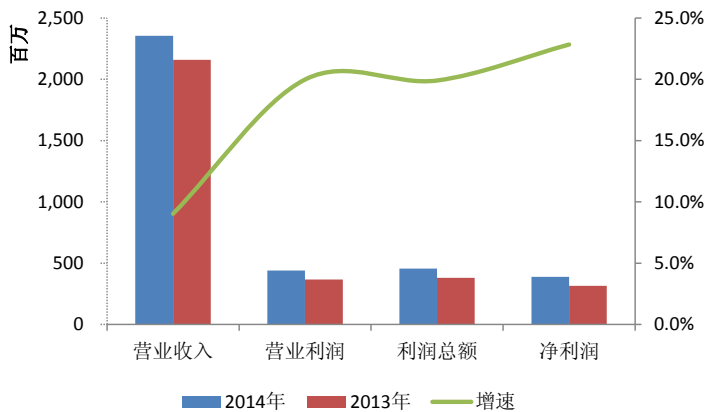
《伟星新材-零售渠道继续发力，盈利能力创历史新高》2014-08-11

一、利润率创历史新高

公司 2012 年后侧重零售战略，依靠渠道扩张与品牌销售打造高端管道，得以在经济放缓的背景下稳定成长。虽然地产投资在 14 年下半年放缓明显，但公司收入同比仍增长 9.03%，高于塑料管行业销售增速的 7.5%。利润增速达 22.83%，毛利率与净利率为 41.1%与 16.5%，均达到历史最高点。单季看，Q4 收入增速降至 4.5%，但毛利率高达 41.4%，单季净利润同比增长达到 30.3%。我们估计 2015 年地产投资增速将企稳，公司稳定成长仍可期，再加上油价下跌将进一步压缩成本，盈利能力将进一步上升。

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、中国中投证券研究总部

表 1 公司分季度经营情况

	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4
收入 (亿元)	3.01	5.95	5.76	6.86	3.67	6.56	6.13	7.17
环比增速	-44.3%	97.5%	-3.2%	19.2%	-46.5%	78.6%	-6.5%	16.9%
同比增速	4.3%	22.5%	6.3%	26.9%	21.9%	10.2%	6.5%	4.5%
毛利率	37.3%	39.8%	40.2%	38.4%	39.1%	41.8%	41.0%	41.4%
费用率	24.2%	18.6%	19.8%	21.9%	23.4%	19.4%	19.5%	23.4%
归属股东净利润 (亿元)	0.39	0.96	0.98	0.82	0.49	1.15	1.16	1.07
环比增速	-23.9%	146.7%	2.3%	-16.4%	-40.7%	136.6%	0.8%	-7.8%
同比增速	38.8%	18.5%	30.1%	60.8%	25.3%	20.1%	18.3%	30.3%
净利率	12.9%	16.1%	17.1%	12.0%	13.3%	17.6%	19.0%	15.0%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、PPR 在收入与利润占比高达 50%与 64%

公司自 12 年起凭借“产品+服务”的模式，PPR 市场份额由原来的 5%左右逐步提升，2013 与 2014 年 PPR 收入增速高达 34%与 17.8%。2014 年 PPR 占收入比重由 2011 年的 37%上升至 49.88%。且 PPR 管议价能力强，毛利率达到 52.5%，PPR 在利润中占比为 64%。预计短期内零售产品仍是公司盈利

的主要来源。相反地，第二大产品 PE 管在 2012 年战略调整后，为保证经营质量而牺牲收入，2014 年收入下滑 6.46%，在收入中比重由 11 年的 39.6% 降至 30%，持续低于预期。值得注意的是，HDPE 收入提升 17.5%，毛利率增加 4.92 个百分点，表现突出。

图 3 公司收入结构

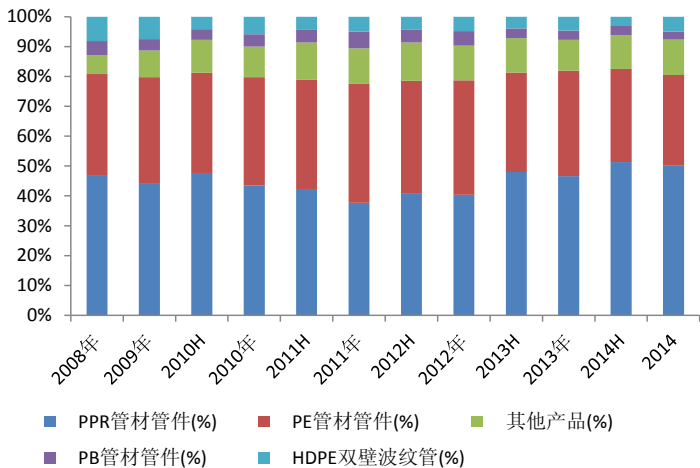
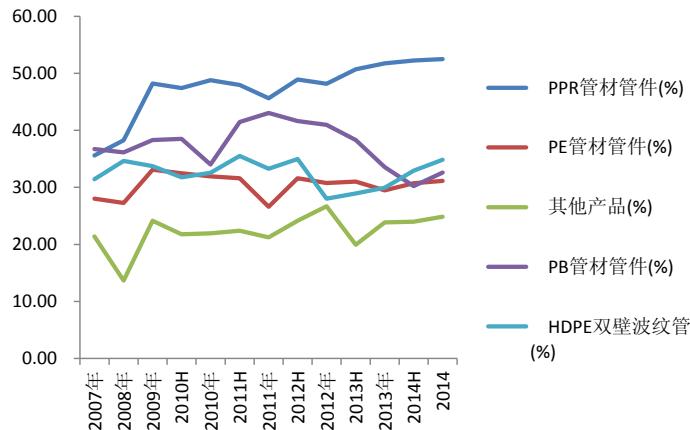


图 4 公司各业务盈利能力



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三、石油价格下跌将使毛利率明显上升

石油价格自 2014 年三季度后加速下跌，带动了树脂价格的下降。虽然近期石油价格有所反弹，但估计难以回到之前的高点，公司成本同比下降仍为大概率事件。我们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%，15 年毛利率预计将上升至 44%。毛利率的明显提升，预计从 15 年 Q1 超明显体现。

图 5 石油价格与 PPR 树脂价格

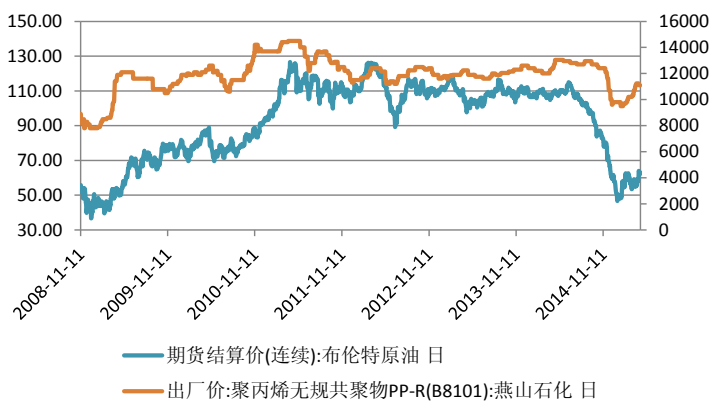
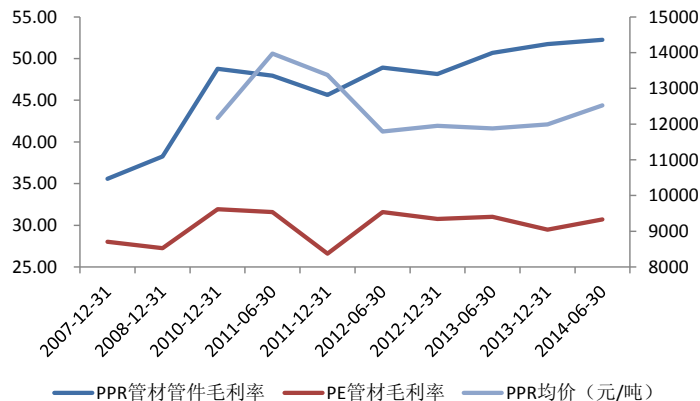


图 6 树脂价格与公司产品毛利率关系



资料来源：中国中投证券研究总部、公司公告

四、运营质量非常优秀

表 2 公司运营情况

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
------	------	------	------	------	------	------	------	------

营运能力

存货周转率(次)	5.9	3.5	4.0	3.7	3.8	4.1	4.0	4.1	3.8
应收账款周转率(次)	16.1	11.0	12.2	13.8	15.6	13.0	12.2	15.2	16.4

资金状况

资产负债率(%)	53.0	55.3	50.2	53.5	16.6	19.4	15.3	15.5	17.3
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	5.1
增长率(%)		455.8	34.5	45.4	-54.6	76.2	75.5	40.7	22.4

资本性支出

资本性支出(亿元)	0.3	0.6	1.1	0.6	1.6	3.3	1.7	1.9	1.8
增长率(%)		90.1	92.1	(48.0)	191.7	104.1	(49.6)	2.9	(2.9)

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

五、伟星新材盈利预测

表 3 公司盈利预测

	2014	2015E	2016E	2017E
PPR 管材管件				
产能(万吨)	4.81	4.81	4.81	5.81
产能利用率	89.40%	106.03%	128.90%	129.09%
销量(万吨)	4.30	5.10	6.20	7.50
单价(万元/吨)	2.73	2.75	2.73	2.73
收入(百万元)	1,174.00	1,402.50	1,692.60	2,047.50
增速(%)	17.81%	19.46%	20.68%	20.97%
成本(百万元)	557.65	601.67	724.43	876.33
毛利率(%)	52.50%	57.10%	57.20%	57.20%
PE 管材管件				
产能(万吨)	7	7	7	7
产能利用率	67.14%	81.43%	100.00%	117.14%
销量(万吨)	4.70	5.70	7.00	8.20
单价(万元/吨)	1.50	1.43	1.40	1.40
收入(百万元)	705.15	815.10	980.00	1,148.00
增速(%)	-6.46%	15.59%	20.23%	17.14%
成本(百万元)	485.64	558.34	676.20	792.12
毛利率(%)	31.13%	31.50%	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	60.00%	60%	60%	60%
销量(万吨)	1.15	1.50	1.90	2.40
单价(万元/吨)	1.01	1.00	1.03	1.03
收入(百万元)	116.45	150.00	195.70	247.20

增速 (%)	17.75%	28.82%	30.47%	26.32%
成本 (百万元)	75.85	100.50	131.12	165.62
毛利率 (%)	34.86%	33.00%	33.00%	33.00%
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)	0.12	0.13	0.13	0.13
单价 (万元/吨)	5.21	5.15	5.12	5.30
收入 (百万元)	62.51	64.38	66.56	68.90
增速 (%)	-6.90%	2.98%	3.39%	3.52%
成本 (百万元)	42.15	43.58	44.60	46.16
毛利率 (%)	32.58%	32.30%	33.00%	33.00%
其他外购配套				
收入	2.60	2.76	3.30	3.90
收入 (百万元)	260.00	276.29	330.00	390.00
成本 (百万元)	195.00	207.63	247.50	292.50
毛利率	25.00%	24.85%	25.00%	25.00%
总收入 (百万元)	2,318.11	2,708.27	3,264.86	3,901.60
总成本 (百万元)	1,356.29	1,511.73	1,823.85	2,172.74
总体毛利率	41.49%	44.18%	44.14%	44.31%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1486	1907	2546	3332
现金	549	1150	1636	2249
应收账款	150	175	212	253
其它应收款	18	20	25	30
预付账款	37	45	55	65
存货	384	420	507	604
其他	348	95	111	132
非流动资产	1074	1171	1261	1362
长期投资	0	0	0	0
固定资产	670	831	963	1078
无形资产	249	251	249	248
其他	154	88	50	37
资产总计	2559	3077	3807	4695
流动负债	423	502	553	635
短期借款	0	50	50	50
应付账款	126	126	156	186
其他	297	326	347	399
非流动负债	19	0	13	11
长期借款	0	0	0	0
其他	19	0	13	11
负债合计	442	502	567	646
少数股东权益	0	0	0	0
股本	438	445	445	445
资本公积	995	901	901	901
留存收益	683	1228	1894	2702
归属母公司股东权益	2117	2575	3241	4048
负债和股东权益	2559	3077	3807	4695

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	513	780	652	783
净利润	388	545	666	808
折旧摊销	72	83	106	128
财务费用	-7	-24	-38	-55
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	39	210	-106	-97
其它	24	-33	27	1
投资活动现金流	-397	-165	-204	-226
资本支出	180	180	200	220
长期投资	0	-23	0	0
其他	-217	-8	-4	-6
筹资活动现金流	-222	-14	38	55
短期借款	0	50	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	105	7	0	0
资本公积增加	-51	-94	0	0
其他	-276	24	38	55
现金净增加额	-106	602	486	612

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2354	2708	3265	3902
营业成本	1387	1512	1824	2173
营业税金及附加	18	20	24	27
营业费用	334	379	455	542
管理费用	173	198	238	285
财务费用	-7	-24	-38	-55
资产减值损失	10	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	440	621	759	926
营业外收入	19	22	24	26
营业外支出	4	4	3	6
利润总额	455	639	780	946
所得税	67	93	114	138
净利润	388	545	666	808
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	388	545	666	808
EBITDA	505	680	826	999
EPS (元)	0.88	1.22	1.50	1.81

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	9.0%	15.1%	20.6%	19.5%
营业利润	20.0%	41.0%	22.3%	22.0%
归属于母公司净利润	22.8%	40.6%	22.1%	21.3%
获利能力				
毛利率	41.1%	44.2%	44.1%	44.3%
净利率	16.5%	20.1%	20.4%	20.7%
ROE	18.3%	21.2%	20.5%	20.0%
ROIC	23.6%	35.0%	37.1%	40.2%
偿债能力				
资产负债率	17.3%	16.3%	14.9%	13.8%
净负债比率	0.00%	9.95%	8.82%	7.74%
流动比率	3.51	3.80	4.60	5.24
速动比率	2.61	2.96	3.68	4.29
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.96	0.95	0.92
应收账款周转率	15	15	15	15
应付账款周转率	11.83	11.98	12.92	12.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.22	1.50	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	1.75	1.47	1.76
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.78	7.28	9.09
估值比率				
P/E	26.78	19.05	15.60	12.86
P/B	4.91	4.03	3.20	2.57
EV/EBITDA	19	14	12	10

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
2015-03-17	《伟星新材-零售与工程再并重，工程销售下半年或超预期》
2014-12-15	《伟星新材-短期受益油价下跌，长期看好公司优质的成长性》
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

王海青,中投证券研究所建材行业分析师，金融学硕士。

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，10 年证券行业从业经验。

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