

伟星新材 (002372)

强烈推荐

行业：管材

费用增长影响利润提升，短期调整带来中长期配置机会

公司7月28日披露15年中期业绩快报，实现收入11.16亿元，同比增9.09%；净利润1.9亿元，同比增15.94%。EPS为0.33元。略低于我们与市场原有预期。

投资要点：

- 经济疲软背景下，公司成长性有所放缓。在全国固定资产投资放缓背景下，公司继续依靠零售端的渠道扩张打造高端管道，我们估计PPR管仍保持相对稳定的成长。但工程PE管与投资相关性大，周期性更为明显，预计上半年延续下滑走势。公司收入端增速9.09%，略高于Q1时的5.65%，与去年Q2的基数较低有关。我们估计下半年收入增速会进一步提升，虽然短期成长性略低于预期，但更多源于系统性原因，无须过分担忧。
- 零售的PPR管相对稳定，但渠道铺设使得销售费用增加明显侵蚀了利润。PPR管凭借“产品+服务”的模式打造品牌，近几年收入基本保持在17%-35%的增速，利润率逐年提升。上半年公司净利率达17.1%，较去年同期的16.05%进一步提高，且Q2更达到了18.2%。但2015年公司进一步加大营销推广，销售费用较高，这从Q1的销售费用率为16.39%，较去年Q1的14.29%上升已能看出。我们估计PPR管总体仍能保持15%左右的增长，费用短期侵蚀了利润的提升。
- 成本下降后毛利率提升与工程PE管推进是今年的关注点。原油价格年初以来均价59.2美元，较去年全年均价下滑40%；带动PPR树脂价格下滑14.9%。虽然今年需求端较为疲软，但在偏消费端的PPR管上，我们估计成本下降后毛利率仍会有一定提升，这从中报收入增9%而利润增15.9%、净利率17.1%创历史新高，基本可以判断。而公司今年初开始加强PE工程管的推广，随着政府投资的恢复与内部激励制度的增强，将逐步产生效果，很可能今年上半年为PE管降幅最大的时候。若PE管订单有所增加，则加快公司业绩增速的回升。
- 未来成长性确定，短期调整带来中长期良好的配置机会。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，这块相对来说成长性好且确定。而工程端自去年底开始下滑，预计在近一年内会逐步出现拐点。因2015年经济压力较大，造成公司短期有所调整，但这很可能是未来几年的低点，可择机进行配置。
- 持续强烈推荐。因受经济影响大于我们预期，我们调整15-17年EPS为0.8、0.98与1.2元，对应增速为19.7%/22.2%/22.8%。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，工程端开拓低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2354	2583	3030	3605
收入同比(%)	9%	10%	17%	19%
归属母公司净利润	388	464	567	696
净利润同比(%)	23%	20%	22%	23%
毛利率(%)	41.1%	43.8%	43.9%	44.0%
ROE(%)	18.3%	20.8%	20.2%	19.9%
每股收益(元)	0.67	0.80	0.98	1.20
P/E	25.16	21.03	17.22	14.01
P/B	4.61	4.37	3.49	2.79
EV/EBITDA	18	16	13	10

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：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：20

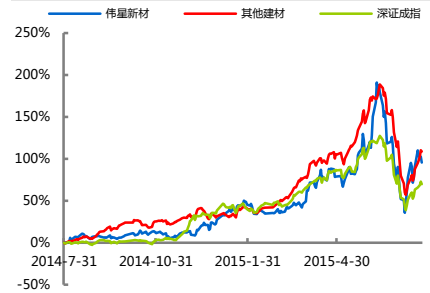
当前股价：16.43

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	579
流通股本(百万股)	390
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	64
成交量(百万股)	10.70
成交额(百万元)	185.17

股价表现



相关报告

《伟星新材-零售端持续靓丽，工程端15年也将值得期待》2015-04-26

《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

一、利润率继续创历史新高

图 1 公司年度经营情况

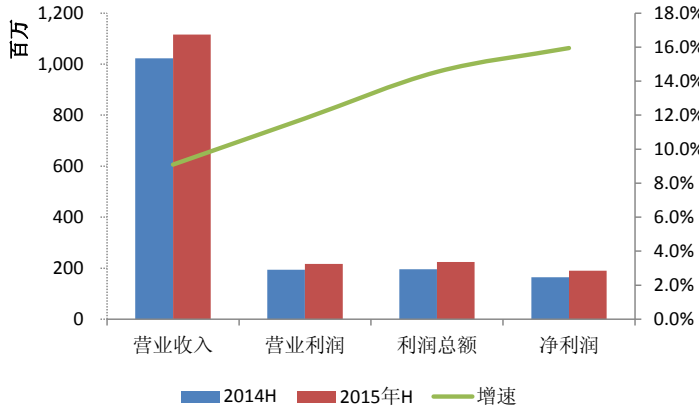
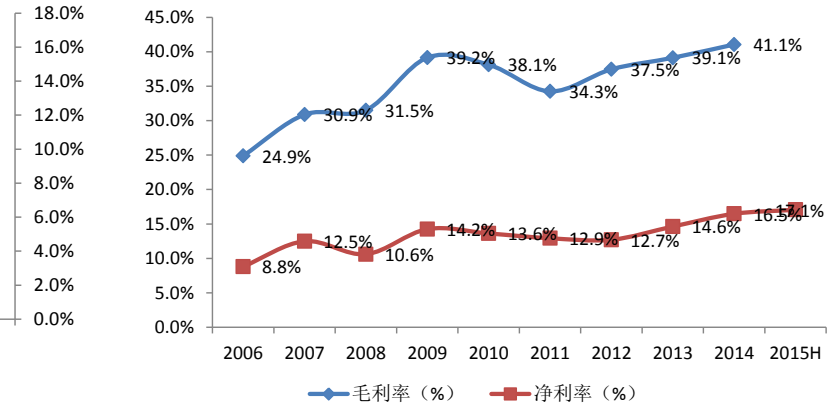


图 2 公司历年利润率



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	15Q1	15Q2
收入 (亿元)	3.01	5.95	5.76	6.86	3.67	6.56	6.13	7.17	3.88	7.28
环比增速	-44.3%	97.5%	-3.2%	19.2%	-46.5%	78.6%	-6.5%	16.9%	-45.9%	87.7%
同比增速	4.3%	22.5%	6.3%	26.9%	21.9%	10.2%	6.5%	4.5%	5.6%	11.0%
毛利率	37.3%	39.8%	40.2%	38.4%	39.1%	41.8%	41.0%	41.4%	41.5%	
费用率	24.2%	18.6%	19.8%	21.9%	23.4%	19.4%	19.5%	23.4%	25.7%	
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	0.58	1.32
环比增速	-23.9%	146.7%	2.3%	-16.4%	-40.7%	136.6%	0.8%	-7.8%	-45.7%	127.1%
同比增速	38.8%	18.5%	30.1%	60.8%	25.3%	20.1%	18.3%	30.3%	19.3%	14.5%
净利率	12.9%	16.1%	17.1%	12.0%	13.3%	17.6%	19.0%	15.0%	15.0%	18.2%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、产品利润率维持高位

图 3 公司收入结构

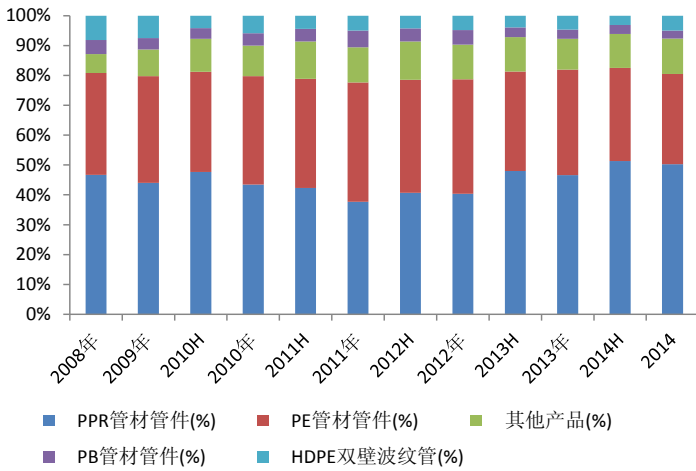
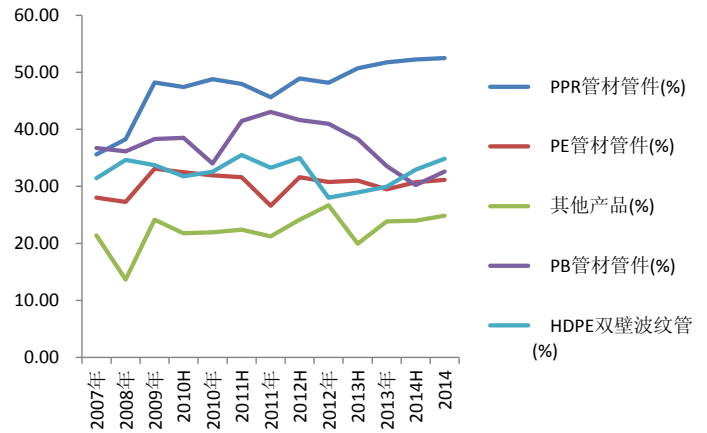


图 4 公司各业务盈利能力



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

三、原材料价格下降有利于提升利润率

原油价格年初以来均价 59.2 美元，较去年全年均价下滑 40%；带动 PPR 树脂价格下滑 14.9%。虽然今年需求端较为疲软，但在偏消费端的 PPR 管上，我们估计成本下降后毛利率仍会有一定提升，这从中报收入增 9%而利润增 15.9%、净利润率 17.1%创历史新高，基本可以判断。

图 5 石油价格与 PPR 树脂价格

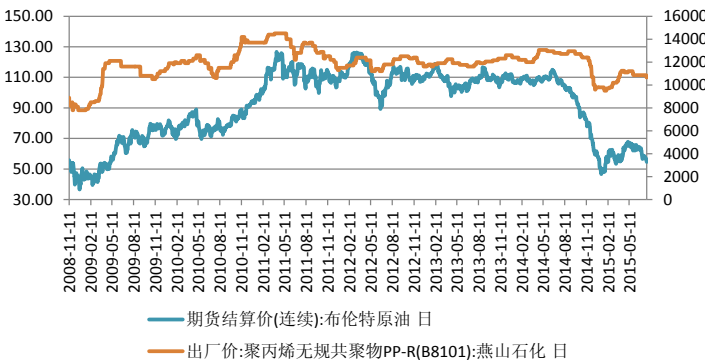
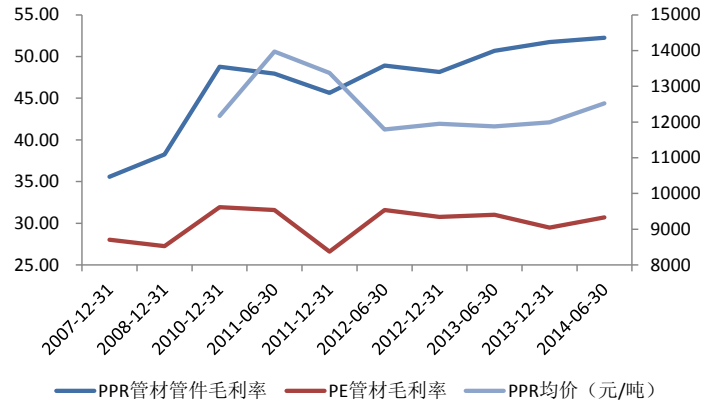


图 6 树脂价格与公司产品毛利率关系



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%	103.95%	121.62%	120.48%
销量(万吨)	4.30	5.00	5.85	7.00
单价(万元/吨)	2.73	2.72	2.73	2.73
收入(百万元)	1,174.00	1,360.00	1,597.05	1,911.00
增速(%)	17.81%	15.84%	17.43%	19.66%
成本(百万元)	557.65	591.60	694.72	831.29
毛利率(%)	52.50%	56.50%	56.50%	56.50%
PE 管材管件				
产能(万吨)	7	7	7	7
产能利用率	67.14%	75.71%	90.00%	107.14%
销量(万吨)	4.70	5.30	6.30	7.50
单价(万元/吨)	1.50	1.42	1.40	1.40
收入(百万元)	705.15	752.60	882.00	1,050.00
增速(%)	-6.46%	6.73%	17.19%	19.05%
成本(百万元)	485.64	523.06	608.58	724.50
毛利率(%)	31.13%	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	60.00%	60%	60%	60%
销量(万吨)	1.15	1.30	1.50	1.80
单价(万元/吨)	1.01	1.00	1.03	1.03
收入(百万元)	116.45	130.00	154.50	185.40
增速(%)	17.75%	11.64%	18.85%	20.00%
成本(百万元)	75.85	87.10	103.52	124.22

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	2,583.27	3,030.11	3,605.30
总成本 (百万元)	1,356.29	1,452.97	1,698.91	2,018.67
总体毛利率	41.49%	43.75%	43.93%	44.01%

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	1551	2077	2745
现金	549	826	1231	1740
应收账款	150	167	196	234
其它应收款	18	19	23	27
预付账款	37	44	51	61
存货	384	404	472	561
其他	348	91	103	122
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	2721	3339	4107
流动负债	423	489	526	601
短期借款	0	50	50	50
应付账款	126	121	146	173
其他	297	318	331	378
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	489	540	612
少数股东权益	0	0	0	0
股本	438	579	579	579
资本公积	995	770	770	770
留存收益	683	884	1451	2147
归属母公司股东权益	2117	2232	2799	3495
负债和股东权益	2559	2721	3339	4107

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	513	722	583	694
净利润	388	464	567	696
折旧摊销	72	83	106	128
财务费用	-7	-19	-27	-41
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	39	230	-87	-88
其它	24	-34	26	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	-280	27	41
短期借款	0	50	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	105	140	0	0
资本公积增加	-51	-226	0	0
其他	-276	-244	27	41
现金净增加额	-106	277	405	509

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2354	2583	3030	3605
营业成本	1387	1453	1699	2019
营业税金及附加	18	19	22	25
营业费用	334	406	464	541
管理费用	173	196	227	263
财务费用	-7	-19	-27	-41
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	525	643	795
营业外收入	19	22	24	26
营业外支出	4	4	3	6
利润总额	455	543	664	815
所得税	67	79	97	119
净利润	388	464	567	696
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	388	464	567	696
EBITDA	505	590	721	882
EPS (元)	0.88	0.80	0.98	1.20

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	9.0%	9.8%	17.3%	19.0%
营业利润	20.0%	19.4%	22.3%	23.7%
归属于母公司净利润	22.8%	19.7%	22.2%	22.8%
获利能力				
毛利率	41.1%	43.8%	43.9%	44.0%
净利率	16.5%	18.0%	18.7%	19.3%
ROE	18.3%	20.8%	20.2%	19.9%
ROIC	23.6%	30.0%	32.4%	35.7%
偿债能力				
资产负债率	17.3%	18.0%	16.2%	14.9%
净负债比率	0.00%	10.23	9.27%	8.17%
流动比率	3.51	3.17	3.95	4.57
速动比率	2.61	2.35	3.05	3.63
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.98	1.00	0.97
应收账款周转率	15	15	15	15
应付账款周转率	11.83	11.74	12.74	12.66
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.80	0.98	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.25	1.01	1.20
每股净资产(最新摊薄)	3.66	3.86	4.84	6.04
估值比率				
P/E	25.16	21.03	17.22	14.01
P/B	4.61	4.37	3.49	2.79
EV/EBITDA	18	16	13	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
2015-04-26	《伟星新材-零售端持续靓丽，工程端 15 年也将值得期待》
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。5 年证券行业从业经验。

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