

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 16.52  
合理价格区间(元): 17.2~19.78

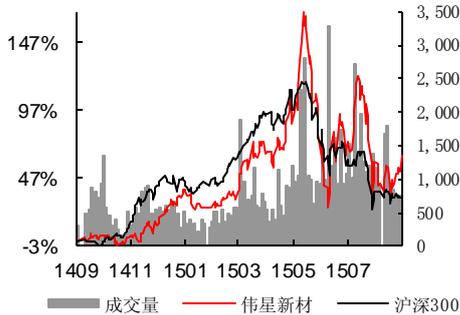
周煊 执业证书编号: S0570512070003  
研究员 0755-82492072  
zhouhuan@htsc.com

戚舒扬 0755-82492321  
联系人 qishuyang@htsc.com

相关研究

- 1 《伟星新材(002372):2013年增速上修至30-40%，看好2014年增长》2014.01
- 2 《公司研究—伟星新材(002372)2013年三季报点评 20131028: Q3 净利增三成，全年增势可维持(买入)》2013.10
- 3 《伟星新材(002372):零售、工程业务有望双发力，上调评级至“买入”》2013.09

股价走势图



# 零售依旧出色，地下管廊催化工程管反弹

## 伟星新材(002372)

### 投资要点:

**中期业绩符合预期，PPR 盈利能力依然出众。**2015 年上半年公司实现营业收入 11.16 亿元，同比增 9.09%；归母净利 1.9 亿元，同比增 15.98%，净利率上升至 17.06%的历史最高水平，主要得益于原材料价格下降以及高利润率的 PPR 产品占比升高。PPR 增速依然平稳快速，上半年同比增 17.19%，盈利能力依然出色。

**行业集中度逐渐提升、原料价格难以回到高位。**塑料管行业产值广阔超 1500 亿。行业 CR20 不断提升，我们判断至 2015 年集中度可达 50%，长期利好业内优质企业。原油价格低位运行，塑料管行业成本端长期受益，上半年管材行业毛利率普遍提升 1.9 个百分点至 27.2%。

**零售模式受下游投资周期影响小。**传统的家装管定位于房建阶段工程需求，而伟星 PPR 管定位于装修阶段产生的零售需求。伟星的零售模式优势十分明显，收入和净利增速高波动平滑，可减少下游投资周期影响，是公司核心竞争力的根基。

**品牌布局完善，渠道扁平费用率控制优秀。**伟星是中国家装管龙头，其销售网络大多数是二层模式，一半为直营。渠道扁平+高端品牌的商业模式帮助公司取得高毛利，2014 年、2015 年上半年综合毛利在 40%以上，PPR 管毛利在 50%以上。渠道管理优秀，净利率水平为塑料管行业最高，2015 年上半年达到了 17.06%的历史最高记录。

**地下管网政策催化，PE、HDPE 管迎来反弹。**地下综合管廊最受益的品种是塑料管道，政策扶持力度空前、投资安全性高。目前顶层的指导意见已经由国务院出台，地下管廊纳入专项金融债，成为推进 PPP 项目的又一重大举措，将有效解决地下综合管廊的资金问题。我们相信这将缩短塑料管材供货商的回款周期，投资安全性提高，公司的工程业务尤其是 PE 管将迎来反弹；2013-2020 年市政塑料管总需求的年均复合增速达到 12.36%，至 2020 年市场空间逼近 2000 亿。浙江五水共治 HDPE 大管道提供了广阔市场，HDPE 双壁波纹管作为排污大管道，将显著受益。

**市场打开产能稳步扩张，市占率提升驱动盈利增长。**目前总产能有 15 万吨，4 个产能基地分别在浙江临海本部、上海、天津以及重庆，对比竞争对手有很大提升空间。预计公司按销量计算市占率为 8%，异地产能拓张和市占率提升将驱动盈利长期增长。

**维持买入评级，合理区间 17.2-19.78 元。**预计 2015-17 年收入 26.22、29.68、34.12 亿，归母净利 4.91、5.61、6.47 亿，EPS 为 0.86、0.98、1.13 元。公司是行业龙头，根据过去 5 年 PE 波动区间，结合对行业前景的判断，我们给予公司 2015 年 20x-23x PE，对应股价合理区间为 17.2-19.78 元，维持“买入”评级。

**风险提示: 房地产销售数据大幅低于预期，原材料价格大幅上涨，工程业务推进缓慢。**

公司基本资料

总股本(百万)	578.69
流通 A 股(百万)	507.51
52 周内股价区间(元)	12.66-28.46
总市值(百万)	9,559.96
总资产(百万)	2,596.41
每股净资产(元)	3.63

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	2,353.68	2,622.31	2,967.84	3,412.06
+/-%	9.03%	11.41%	13.18%	14.97%
净利润(百万)	387.75	489.03	555.32	638.86
+/-%	22.83%	26.12%	13.56%	15.04%
EPS	0.68	0.86	0.97	1.12
PE	23.24	18.42	16.23	14.10

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

## 正文目录

中期业绩符合预期，PPR 盈利能力依然出众 .....	4
行业机会：集中度逐渐提升、原料价格难以回到高位 .....	4
高端品牌零售模式——受下游投资周期影响小，品牌布局完善 .....	6
伟星 PPR 管定位装修阶段零售需求，需求稳定受投资周期影响小 .....	6
零售业务、品牌建设走在行业前沿，伟星是国内家装管龙头 .....	8
工程业务：地下管网政策催化，PE、HDPE 管将迎来反弹 .....	12
市政管网需求广阔，公司受益于五水共治和地下管廊推进 .....	12
市场打开产能稳步扩张，市占率提升驱动盈利增长 .....	14
股权结构清晰，财务稳健派息率高 .....	15
盈利预测与估值：维持买入评级，合理区间为 17.2-19.78 元 .....	16

## 图表目录

图 1：上半年收入增速平稳 .....	4
图 2：上半年归母净利增速快于收入增速 .....	4
图 3：上半年 PPR 收入占比升至历史最高 55.2% .....	4
图 4：主营 PPR 产品依然保持稳健快速增长 .....	4
图 5：我国历年塑料管产量及增速 .....	5
图 6：中国塑料管道行业前 20 位集中度变化 .....	5
图 7：美国进口的原油价格走势（美元/桶） .....	5
图 8：PPR 原料价格走势 .....	5
图 9：SW 管材企业毛利率变化 .....	5
图 10：塑料管行业平均毛利率（剔除了混凝土管企业） .....	5
图 11：传统家装管的需求定位在房建阶段 .....	6
图 12：伟星 PPR 管的需求定位在装修阶段 .....	6
图 13：零售模式 VS 工程模式：零售模式收入增速更高更稳健 .....	7
图 14：零售模式 VS 工程模式：零售模式净利增速更平滑 .....	7
图 15：商品房销售面积下半年持续向好 .....	8
图 16：塑料管企业的核心竞争力在于对下游的影响力 .....	8
图 17：家装系统产品系列 .....	9
图 18：工业与工程产品系列 .....	9
图 19：张国立代言提高伟星管品牌辨识度 .....	10
图 20：伟星在市场推广费用上增速很快 .....	10
图 21：伟星“星管家”服务流程 .....	10

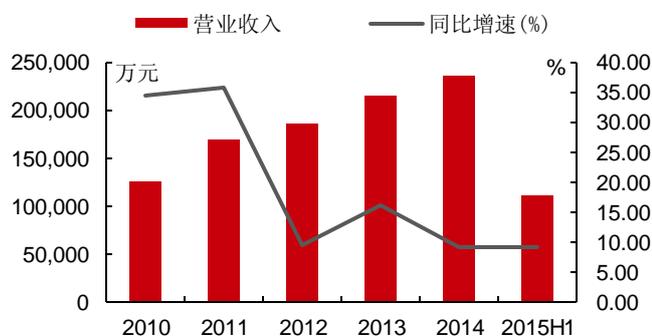
图 22: 伟星的 PPR 产品系列 .....	10
图 23: 公司销售渠道扁平 .....	11
图 24: 毛利率、费用率、净利率变动情况 .....	11
图 25: 三费分别占销售百分比变动情况 .....	11
图 26: SW 管材行业净利率对比 .....	11
图 27: 伟星新材与中国联塑净利率对比 .....	11
图 28: PE、HDPE 管的收入及增速 .....	13
图 29: 伟星应收账款合计/总资产比例最低 .....	13
图 30: 2015 年上半年按地区营收构成 .....	14
图 31: 各地区收入同比增速 .....	14
图 32: 伟星现有的 4 大产能基地 .....	15
图 33: 股东结构图 .....	15
图 34: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 .....	15
图 35: 公司上市以来股利分派情况 .....	16
图 36: 伟星新材市盈率历史波动区间 (前复权) .....	17
表格 1: 各种室内给水管材的主要特点 .....	9
表格 2: 市政塑料管道总需求预测 .....	12
表格 3: 国家政策大力推进城市地下综合管廊建设 .....	12
表格 4: 盈利预测关键假设 .....	16

## 中期业绩符合预期，PPR 盈利能力依然出众

伟星新材是国内家装管龙头企业，盈利能力依然出众。公司主要生产销售无规共聚聚丙烯（PPR）以及聚乙烯（PE）、高密度聚乙烯（HDPE）、聚丁烯（PB）等高分子树脂类管材管件，2015年上半年公司实现营业收入11.16亿元，比上年同期增长9.09%；归属于上市公司股东的净利润1.9亿元，比上年同期增长15.98%，净利率上升至17.06%的历史最高水平，主要得益于原材料价格下降以及高利润率的PPR产品占比升高。按照2015年上半年营收构成，主营PPR管零售业务占比55.2%，PE类产品占27%，大管道HDPE双壁波纹管占比3%。

分产品来看，PPR增速依然平稳快速，上半年同比增17.19%，盈利能力依然出色；工程类的PE管依然负增长，同比为负5.59%，但是幅度收窄，全年有反弹的趋势；HDPE势头良好，14年增速达17.75%，上半年增速3.77%，今年下半年有望继续发力。由于业务较小，PB管收入并入其他项，不再单独列出。总体来看，伟星上半年业绩符合预期。

图1：上半年收入增速平稳



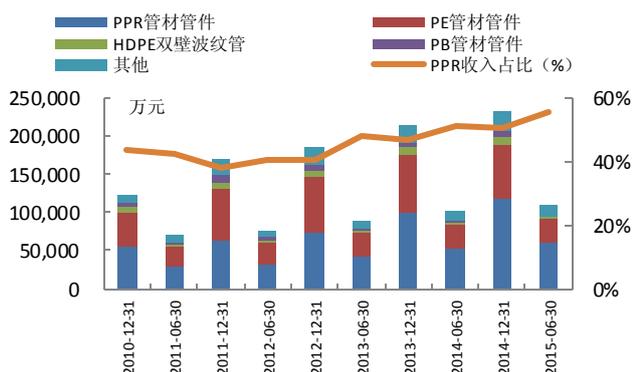
资料来源:wind, 华泰证券研究所

图2：上半年归母净利增速快于收入增速



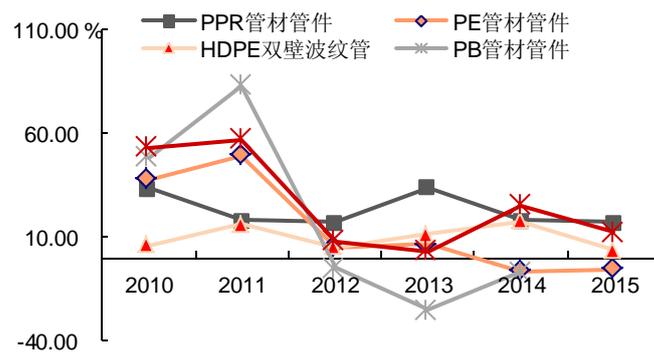
资料来源:wind, 华泰证券研究所

图3：上半年 PPR 收入占比升至历史最高 55.2%



资料来源:wind, 华泰证券研究所

图4：主营 PPR 产品依然保持稳健快速增长



资料来源:wind, 华泰证券研究所

## 行业机会：集中度逐渐提升，原料价格难以回到高位

塑料管行业产值广阔超1500亿，且仍在成长中。自从中国2000年明令禁止在新建住宅中使用镀锌管作为供水管道后，PP管、PE管等塑料管取得了长足发展。根据“十二五”期间的规划，塑料管道生产量将保持在10%左右的速度增长，到2015年预期全国塑料管道产量将超过1320万吨，塑料管道在全国各类管道中市场占有率超过50%。目前这个目标已经于2014年完成，预计2015年产量仍会增10%至1430万吨，如按照11000元/吨的平均售价，行业年产值超过1500亿。

**集中度提升长期利好行业优质企业。**我国拥有较大规模的塑料管材生产企业超 3000 家，年生产能力超 1500 万吨，年产能 1 万吨以上企业达 300 家，有 20 家多家年产能超过 10 万吨，也不乏一些装备水平差、生产线小、产量小、质量低的小厂挤入行业，小企业的大量存在导致企业间竞争压力十分巨大。目前行业前 20 位企业市占率不断提升，至 2015 年我们估计集中度可达 50%，行业在不断朝着健康方向发展。

图5: 我国历年塑料管产量及增速



资料来源:中国塑协, 华泰证券研究所

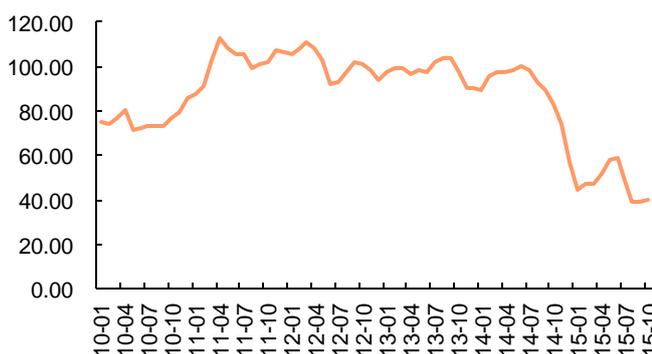
图6: 中国塑料管道行业前 20 位集中度变化



资料来源:中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会, 华泰证券研究所

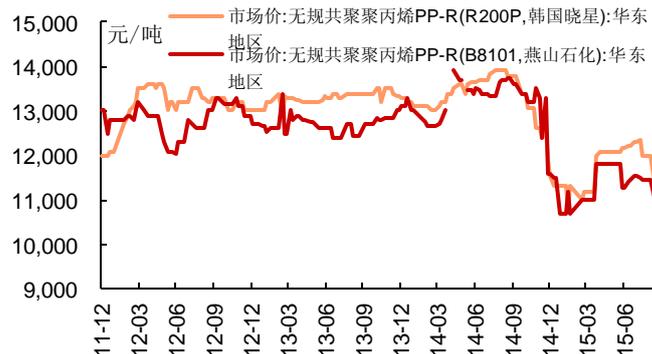
**受益于国际原油价格下降、原材料价格将难以回到高位，塑料管行业成本端长期受益。**石油产量供给端一直居高不下，全球经济环境影响需求下滑，导致国际油价从 14 年下半年 90 美元/桶的水平下降至 45 美元/桶，暴跌了 50%。作为石化精炼出的副产品，PP-R 原料价格在之后了一个季度后也开始下跌，最多时从 13000 元/吨附近下跌 15% 至 11000 元/吨附近，然后反弹至 12000 元/吨。PP-R 下降幅度虽然没有原油那么大（原因是上游供给有限、有绝对定价权、价格粘性），但是我们判断随着石油走势短期内难以回到高位，PP-R 价格也难以回到 13000 元/吨甚至以上水平。这将提升 PP-R 以及其他聚烯烃类（PVC、PE、HDPE 等）毛利率，2015 年上半年管材行业毛利率普遍提升，A 股中生产塑料管为主业的企业算术平均毛利率提升 1.9 个百分点至 27.2%。我们认为行业平均毛利水平中长期可以维持。

图7: 美国进口的原油价格走势 (美元/桶)



资料来源:wind, 华泰证券研究所

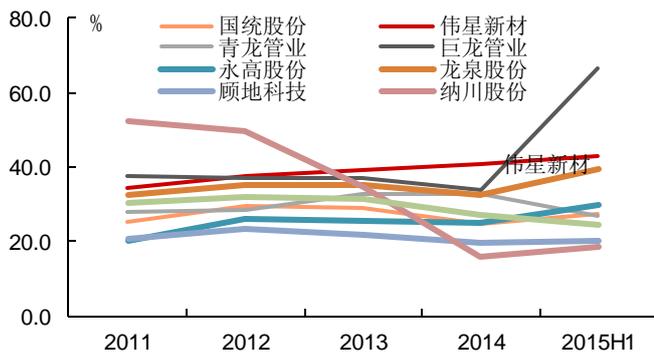
图8: PPR 原料价格走势



资料来源:wind, 华泰证券研究所

图9: SW 管材企业毛利率变化

图10: 塑料管行业平均毛利率 (剔除了混凝土管企业)



资料来源:wind, 华泰证券研究所



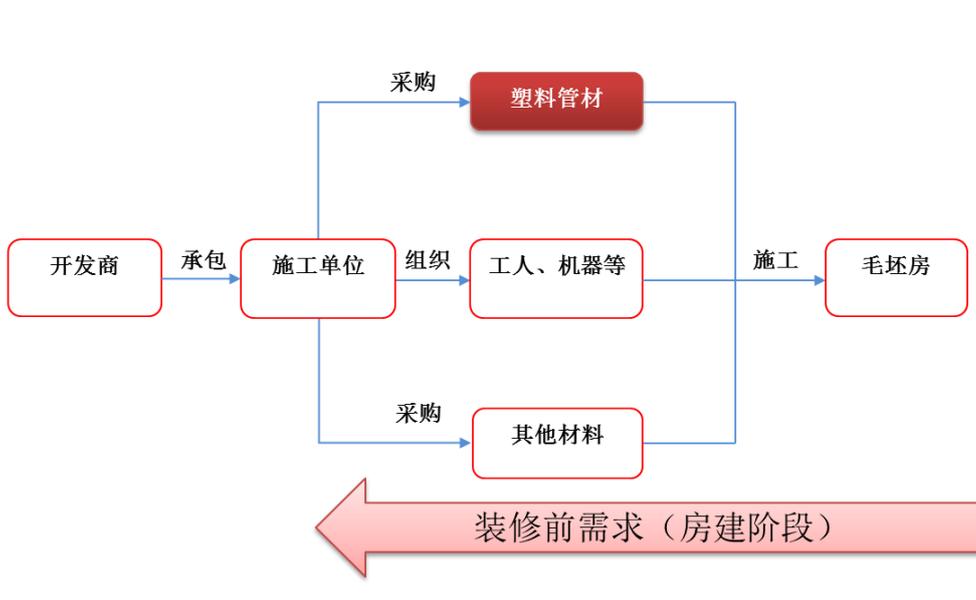
资料来源:wind, 华泰证券研究所

## 高端品牌零售模式——受下游投资周期影响小，品牌布局完善

### 伟星 PPR 管定位装修阶段零售需求，需求稳定受投资周期影响小

传统的家装管定位于房建阶段工程需求。塑料管材原本是工业品，大多数塑料管用于工程业务的排水、给水等业务，这些包括房建工程、市政工程等。在房建工程中，家装管尤其是给水管的用途和产品特性使得它们一般被安装在隐蔽工程内，即暗装（或称为硬装，敷设方式可分为埋地、吊顶内、嵌墙）。塑料管暗装有很多好处，如美观、噪音小，且家装塑料管长时间暴露在空气中容易氧化发黄，导致强度下降、使用寿命缩减，所以暗装在耐久性上也有优势。暗装决定了传统的家装管在毛坯房建设过程中就已经进行了批量铺设，属于房建阶段需求，而此类需求往往与房地产新开工面积等紧密相连，工程属性凸显。

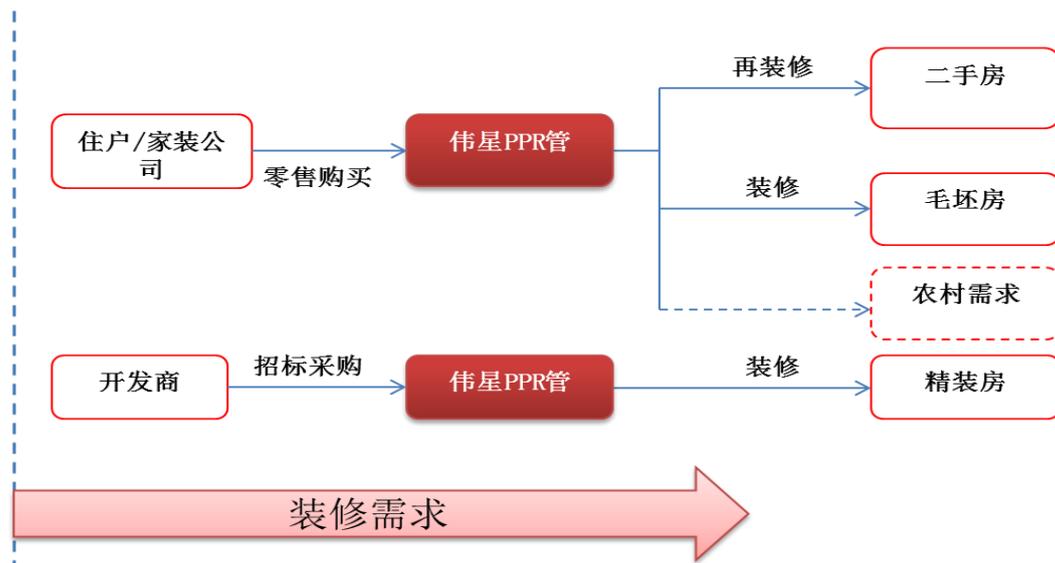
图 11：传统家装管的需求定位在房建阶段



资料来源:华泰证券研究所

伟星 PPR 管定位于装修阶段产生的零售需求。伟星 PPR 管的零售需求直接来自于下游家装公司或者终端客户。不同于毛坯房建设阶段统一的工程需求，装修阶段的供水管道需求主要是产品质量、服务等因素驱动的，人们对房屋隐蔽工程、饮水健康的逐渐重视带给伟星高端 PPR 管系统性的机会。装修需求主要包括了新房（毛坯房）的装修需求、二手房的再装修需求、农村供水管需求（国家未把农村房屋数据纳入上述新房、二手房统计），以及精装房的工程采购，其中以新房装修需求为主，未来二手房再装修需求、农村供水管需求有望上升。

图 12：伟星 PPR 管的需求定位在装修阶段



资料来源:华泰证券研究所

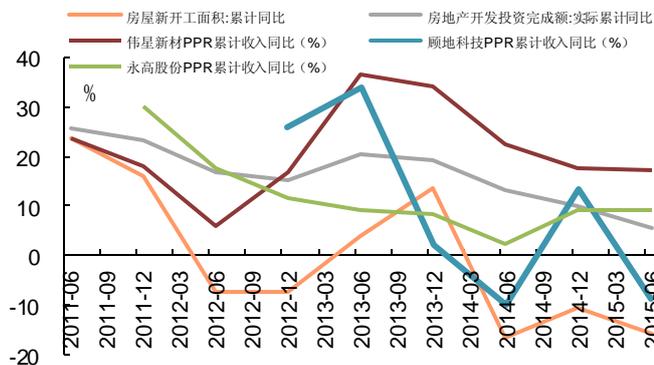
**零售模式的核心比较优势在于平滑投资周期。**伟星 PPR 管的零售定位决定了其销量与新房的销售面积、二手房的再装修面积密切相关，需求在一定程度上呈现刚性，产品属性偏向消费品，可以做到穿越固定资产和房地产投资的“牛熊”。

收入增速高且相对平滑。我们对比了伟星的 PPR 累计收入同比增速与永高、顾地的 PPR 收入累计收入同比增速，后两家公司的 PPR 集中供应建筑施工单位，属于工程招标产生的销售（永高的家装管在 15 年也改走零售路线，现在主要针对家装公司），结果显示在房地产投资完成额和地产新开工面积呈下降的时候，顾地的 PPR 收入增速下降得明显且增速很小甚至为负，永高的 PPR 收入虽然波动不明显，但是增速很低；而伟星的 PPR 收入增速依然保持较高速增长，变化趋势平稳。11 年底至 14 年底，在房地产总体趋势下行的情况下，伟星 PPR 收入 CAGR 为 22.7%、永高为 9.6%、顾地为 13.4%，

净利增速稳定且相对平滑。从公司整体利润上看，在房地产新开工面积复合年增长率几乎为 0 的情况下，以零售业务为代表的伟星净利增速变动平滑且数值依然很高，2012 到 2014 年净利 CAGR 为 28.2%，而永高同期 CAGR 为 14.8%且 2013、2014 年为负增长，顾地同期 CAGR 则为负。

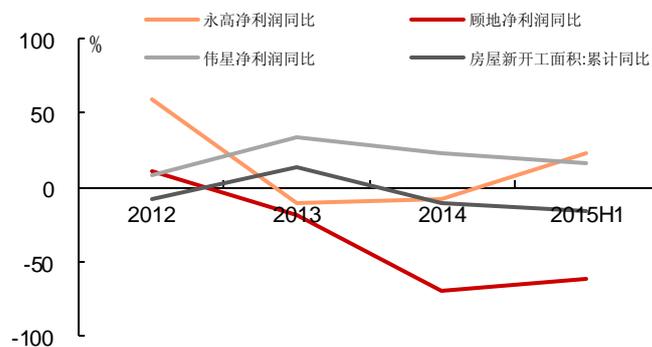
伟星的零售模式优势十分明显，能够平滑投资周期，兼顾增速与波动性，是公司核心竞争力的根基。

图 13: 零售模式 VS 工程模式: 零售模式收入增速更高更稳健



资料来源:wind, 华泰证券研究所

图 14: 零售模式 VS 工程模式: 零售模式净利增速更平滑



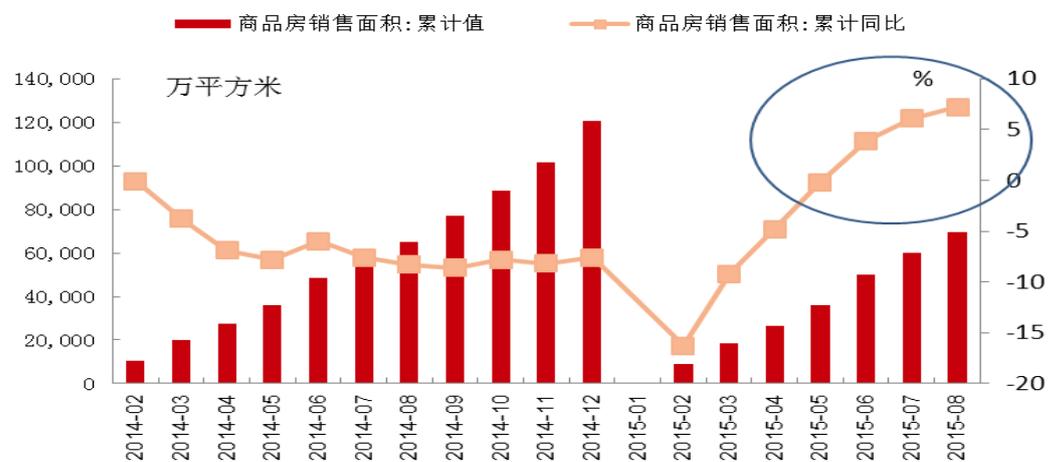
资料来源:wind, 华泰证券研究所

房地产销售端好转，全年 PPR 业务增速有望提高至 30%以上；长期来看市占率提升将帮助 PPR 业务长期保持高增长。零售渠道销售的 PPR 管占总销量的 90%，剩下的直送房地产工

程。从2014年年初一直到2015年5月，全国商品房销售面积累计同比一直为负，伟星 PPR 业务收入同比增速从2013年的34%下滑至14年的17.82%，15年上半年仅为17.19%，属于历年较低增长水平。6月份开始同比数据出现正增长，国家陆续出台房地产刺激政策，下半年销售面积同比有望维持增长。

假设全年销售面积累计同比维持在5%，对应12.67亿平米；室内供水管中85%为PPR管，伟星的产品市场份额约为8%，按照每100平的房子供水管平均消费1500元的水平，粗略得出2015年全年PPR收入在12.9亿，加上PPR房地产工程直送收入的话PPR总收入约为14.2亿，同比增幅提高至21.1%，且此收入并未包括二手房再装修的零售收入以及农村供水管需求；长期来看，随着市场的培养和产能的扩张，市占率有进一步提升的空间。若PPR市占率提升至15%，即使销售面积下降至年均10亿平米，每年也将产生16.8亿收入，按照17%净利率计算年均净利为2.9亿。

图15: 商品房销售面积下半年持续向好



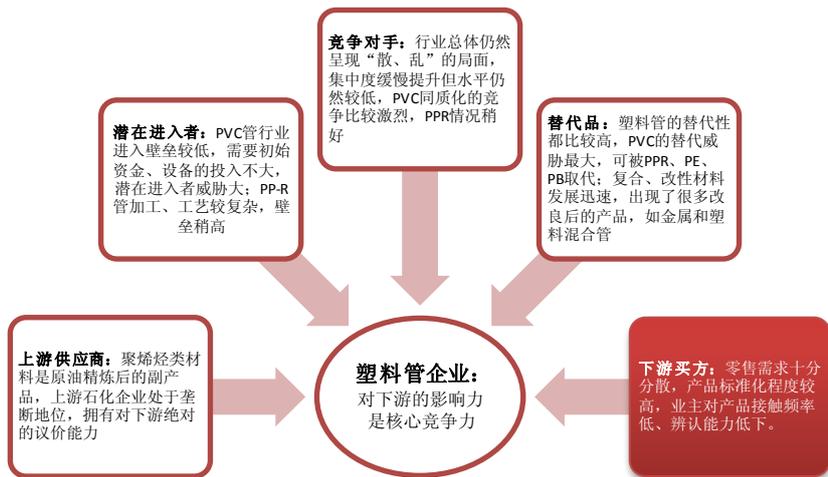
资料来源:wind, 华泰证券研究所

**二手房的再装修需求贡献将有望上升。**一般来说酒店3-5年翻修一次、民用建筑10-15年通常有一次翻新，另外在二手房交易时、子女结婚时也可能产生重新装修需求，从而带动PPR管销量。实际上更普遍的是，中国有很多的老房子存在漏水、给水排水困难等问题，成为困扰我国居民多年的一大顽疾。中国塑料管道的普及和快速发展在20世纪90年代，距今不过二十多年历史，部分房龄超过20年的老房子使用的依旧是老旧的金属管或某些质量低下的PVC-U管，从环保卫生的角度也存在更新换代的需求。

### 零售业务、品牌建设走在行业前沿，伟星是国内家装管龙头

我们用波特五力模型对塑料管行业（包括了PVC、PPR、PE等）进行了分析，发现在上游石化行业垄断的情况下塑料管企业是原材料价格的接受者，行业壁垒较低、进入者威胁比较大，低端产品如PVC-U的竞争激烈，PPR产品竞争形态稍好，前20位企业集中度在40%左右；替代品的发展方向是复合材料，就PPR管来说，暂时没有在功能上能够完全取代的家装管或其他解决方案出现，但相似产品很多。对于用于零售的家装PPR管，消费者分散且辨识度很低，市场上出现以PVC管冒充PPR管的情况十分严重。我们判断，在上游供应商议价能力、潜在进入者和替代品威胁、同业竞争程度这四个维度上，格局改变十分缓慢，唯一可以改变的是对下游消费者消费行为、决策行为的影响力。PPR家装管作为消费品，品牌+服务+渠道是影响消费者最终要三要素，而伟星在品牌、零售模式以及渠道上走在行业前列，是中国家装管龙头企业。

图16: 塑料管企业的核心竞争力在于对下游的影响力



资料来源:华泰证券研究所

◆ PPR 产品是家装冷热水管的主流

伟星的产品线主打 PPR 家装管与 PE 工程管, 家用和工程用又各细分了 3 个应用场景, 配套采暖用的 PB 管以及排水用的 PVC 管 (作为配套产品供应, 不自己生产), 管材以及多种管件产品一应俱全。

图 17: 家装系统产品系列

家用供水系统	家用中央采暖系统	家用同层排水系统
常用敷设方式	散热器采暖系统	地板辐射采暖系统
可选的管道产品	聚丁烯 (PB) 管	PB 采暖管
PPR 管材家装 PPR 冷热水管	PB 阻氧管	PERT 管   型 PE-RT 地暖管
FPPR 管   纤维增强聚丙烯管	PPR 阻氧稳态管	II 型 PE-RT 地暖管
A+ 管	铝塑管   铝塑复合管	PB 管   PB-R 地暖管
PP-R 阻氧稳态管		阻氧型 PE-RT、PB 管道

资料来源:公司官网, 华泰证券研究所

图 18: 工业与工程产品系列

工业领域	市政工程	建筑工程
船用管道产品	市政给水	市政排水
船用 HDPE 管道	钢丝网骨架 PE 复合管	HDPE 管材   HDPE 排水管
船用 PE-RT 管道	给水管   HDPE 给水管	[双壁波纹管] HDPE 双壁波纹管
矿用管道产品	市政燃气	PE 燃气管   PE 铝塑燃气管
PE 实壁管   PE 煤矿用实壁管道	PE 燃气管   PE 铝塑燃气管	HDPE 非开挖实壁管道
钢丝网骨架 PE 管道 - SRTP 管	HDPE 燃气专用管道	电力保护系统
	地源热泵系统	电工套管   PVC 电工套管
	地源热泵系统	M-PP 电力护套管道
		HDPE 电力护套管
		建筑给水系统
		支管产品: PPR F-PPR
		立管产品: MF-PPR
		建筑排水系统
		PVC 管   PVC-U 排水管
		同层排水系统
		虹吸排水系统
		建筑采暖系统
		地板采暖系统
		天棚采暖系统
		散热器采暖系统

资料来源:公司官网, 华泰证券研究所

PPR 未来将继续是家装管主力。对比其他金属材料管、U-PVC 管, PPR 管的优势明显, 在冷热水性能、耐压、耐冲击等性能上优势明显, 在暗装的情况下伟星保证使用寿命超过 50 年, 耐久性明显高于其他材料管件。我们农村目前有 2 亿人多饮水不安全, 推进 PPR 管下乡普及符合饮水国策。

表格 1: 各种室内给水管材的主要特点

比较项目	薄壁钢管	PP-R	U-PVC	镀锌钢管
安全卫生	好	好	一般	一般
热水系统	可以 t<75°	可以	不可以	不可以
安装难度	易	容易	容易	一般
连接方式	钢管件挤压	热熔或电熔	粘接或胶圈	螺纹
安装可靠	一般	好	较好	一般
尺寸稳定性	高	较高	低	高
抗冲击	强	较强	一般	很强
使用年限	长	长	较长	低
维修	不方便	较方便	较方便	方便

比较项目	薄壁钢管	PP-R	U-PVC	镀锌钢管
主要缺点	采用钢管件连接,水头损失大	硬度低、长时间暴晒易分解	硬度低、耐热性差、膨胀系数大	易腐蚀、不卫生,属淘汰产品
适用场所	小口径冷热水管	室内冷热水管	低压冷水管	小口径室内给水管,给水、燃气管
标准	中高标准	中等标准	一般标准	低标准

资料来源:《探讨多层住宅室内给排水设计问题》(叶晓东,赵艳秋),华泰证券研究所

◆ 品牌辨识度高,星管家服务解决后顾之忧

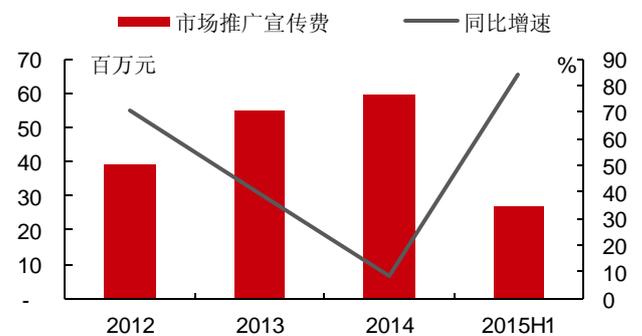
**高端管典范。**2013年3月,国家一级演员张国立与伟星新材正式签约,成为最新代言人,这在塑料管材企业可谓开创了先河。张国立多年来一直以稳重、踏实、大气的形象示人,共塑伟星新材新品牌形象——“伟星管·高端管道典范”。公司在市场推广费用上投入很大,费用增速很高,2015年上半年增速达80%,推过持续的宣传成功打造伟星高端管形象,显著区别于一般的工业制品,为零售环节品牌竞争力打下坚实的基础。

图19: 张国立代言提高伟星管品牌辨识度



资料来源:公司官网,华泰证券研究所

图20: 伟星在市场推广费用上增速很快



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

**专注售后服务,星管家——安全“管”到家。**目前在大城市的消费者在通过装修公司或其他渠道安装完伟星产品后,可通过统一客服电话要求伟星服务人员上门进行压水测试等专业服务,安装质量有保障。公司通过提供优质终端服务来增加消费者的满意度,带来更好的产品和服务口碑,增加了用户粘性。

图21: 伟星“星管家”服务流程

**安全管道家!** (限部分区域)

购买水管,只是解决供水问题的第一步,后续的安装、使用、质保、维修、改造等问题,怎样免除后顾之忧?为了让业主拥有一套安全可靠的管道系统,在国内的众多城市,我们已经陆续推出伟星特有的售后服务——“星管家”。当您购买伟星管并安装完毕后,可以预约“星管家”上门服务,通过水压测试等检验手段,排除管道系统中存在的一些隐患。

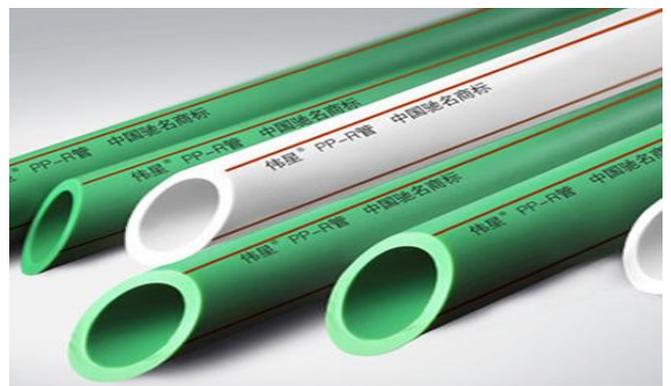
- 第1步:** 在伟星特约经销商处购买管材,获取“试压清单”。
- 第2步:** 水管安装完毕时,拨打“星管家”服务热线进行电话预约。
- 第3步:** “星管家”上门服务,为您的水管进行全面的“系统体检”。
- 第4步:** 若检测出安全隐患,则协助业主维修改造;若验收合格,签订质量保证书,质保生效。

免费鉴别产品真伪;  
免费专业水压测试;  
免费拍摄数码管路图;  
告知安全注意事项;  
如有问题,请咨询星管家服务热线:4007-289-289。

星管家服务热线: 4007-289-289

资料来源:公司官网,华泰证券研究所

图22: 伟星的PPR产品系列



资料来源:公司官网,华泰证券研究所

◆ 渠道扁平,优秀管理助力零售业务

公司渠道网络扁平,经销网络大多数是二层模式。一级经销商一般是县级总代,下级是乡镇级别的网点。在重点地区多一层地区性总代(一般地级市)。公司深耕经销商网络,优选有

能力的经销商开拓市场。目前公司有 1100 多家一级经销商，总网点目前为 2 万个，直营的网点数和终端经销商网点数相当，各为 1 万家。未来网点数将进一步增加，扩大覆盖范围。

图 23: 公司销售渠道扁平

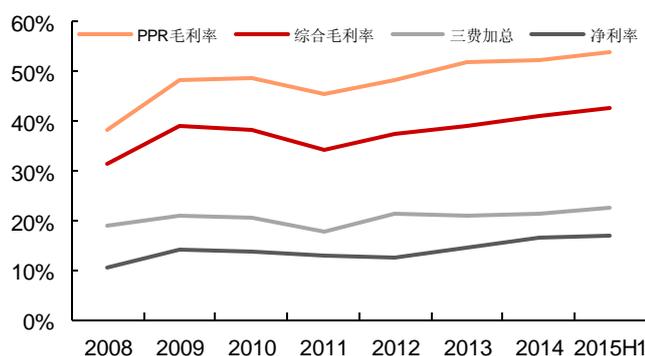


资料来源:华泰证券研究所

公司管理十分优秀，费用控制得当，净利率行业最高。渠道扁平+高端品牌的商业模式帮助公司取得高毛利，2014 年、2015 年上半年综合毛利在 40%以上，PPR 管毛利在 50%以上。公司直营网点占比较高，对直营渠道的维护、对产品的推广宣传使得销售、管理费用比例比较高，销售和管理费用近几年分别稳定在 14.5%、7.5%左右的水平，远远高于同行的水平，对销售推广的投入成为显著的商业模式。总体来说费用率得到了良好的控制，公司对扁平渠道的管理十分优秀，净利率水平为塑料管行业最高，2015 年上半年达到了 17.06%的历史最高记录，得益于原材料成本的下降以及主营业务 PPR 的持续稳健。

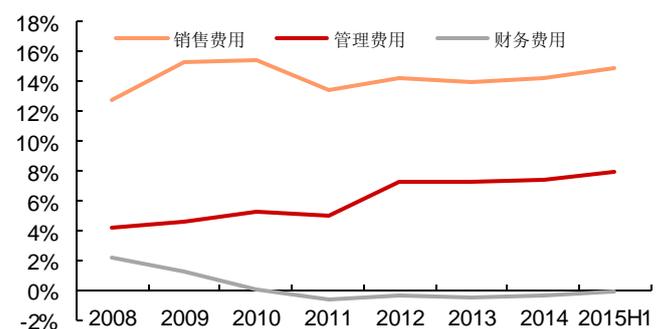
包装运输费用占销售费用比稳定在 30%左右，未来产能基地增加，跨区域运输货品的运输费会出现减少，销售费用占比将有改善空间。

图 24: 毛利率、费用率、净利率变动情况



资料来源:wind, 华泰证券研究所

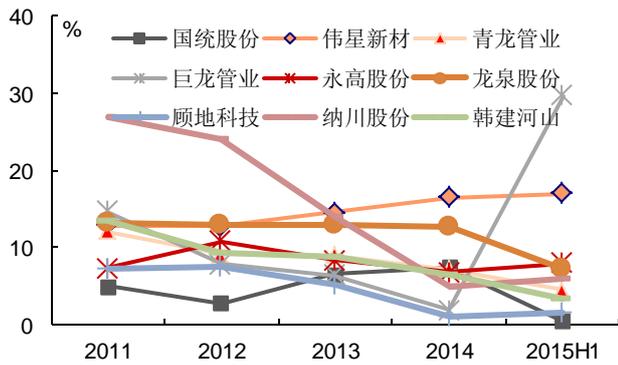
图 25: 三费分别占销售百分比变动情况



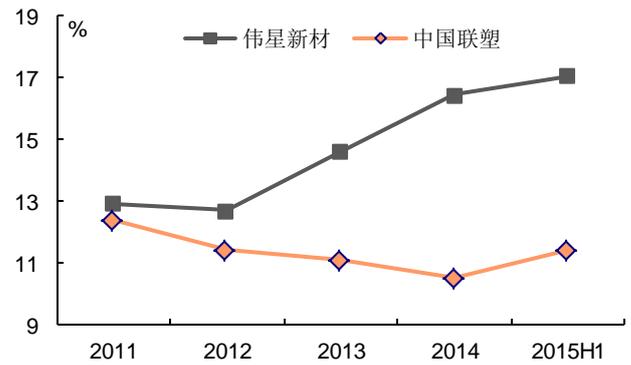
资料来源:wind, 华泰证券研究所

图 26: SW 管材行业净利率对比

图 27: 伟星新材与中国联塑净利率对比



资料来源:wind, 华泰证券研究所



资料来源:wind, 华泰证券研究所

## 工程业务：地下管网政策催化，PE、HDPE管将迎来反弹

### 市政管网需求广阔，公司受益于五水共治和地下管廊推进

2013-2020年市政塑料管总需求的年均复合增速达到12.36%，至2020年市场空间逼近2000亿。根据我们8月份在《地下综合管廊：具备三层正效应的“有效投资”》一文中对市政用管需求的测算，到2020年排水塑料管、供水塑料管、燃气塑料管的需求分别为792万吨、441万吨、50.6万吨。综合来市政建设类塑料管到2020年塑总需求可达1283.5万吨，年均复合增速达12.36%，初略估计仅地下市政管网的管材市场空间就达1500-2000亿左右。

表格2: 市政塑料管道总需求预测

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
排水塑料管道 (万吨)	104.1	279.8	335.0	398.1	474.5	565.2	666.1	788.2
供水塑料管道 (万吨)	427.4	274.9	302.4	327.2	352.8	379.3	406.6	444.2
燃气管道 (万吨)	36.2	24.9	28.2	31.9	36.0	40.5	45.5	51.1
总计 (万吨)	567.6	579.6	665.6	757.2	863.3	984.9	1118.2	1283.5
市政塑料管年均复合增速 (%)								12.36%

资料来源:统计局, 中国塑料管道行业十二五发展规划, 华泰证券研究所

浙江五水共治 HDPE 大管道提供了广阔市场。五水共治是指治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水这五项，是推进浙江新一轮改革发展的关键之策。工作目标包括：实施“十百千万治水大行动”，即“十枢”，建设十大蓄水调水排水等骨干型枢纽工程；“百固”，每年除险加固100座水库，加固500公里海塘河堤；“千治”，每年高质量高标准治理1000公里黑河、臭河、垃圾河，整治疏浚2000公里河道；“万通”，每年清疏1万公里给排水管道，增加每小时100万立方米入海强排(机排)能力，增加每小时10万立方米城市内涝应急强排(机排)能力，新增农村生活污水治理受益户100万户以上。其中，省级安排重点项目125个，总投资4680亿元，14年投资超过650亿元。HDPE双壁波纹管作为排污大管道，将显著受益于五水共治的推进。

地下综合管廊最受益的品种是塑料管道，政策扶持力度空前、投资安全性高。排水管、给水管、燃气管是综合管廊的最主要组成部分，塑料管企业将成为建设地下管廊进程中最为受益的行业。地下管廊的推进是个长期且缓慢的工程，施工标准按照百年工程规格执行。目前顶层的指导意见已经由国务院出台，在融资方面，地下管廊纳入专项金融债，成为推进PPP项目的又一重大举措。同时，发改委3月份发文明确了各地方发行地下管廊专项债券的标准和要求，这两项政策将有效解决地下综合管廊的资金问题。我们相信这将缩短塑料管材供货商的回款周期，投资安全性提高。

表格3: 国家政策大力推进城市地下综合管廊建设

时间	部门	政策	备注
2015年8月10日	国务院	《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	列出了到2020年工作目标、入廊要求、有偿使用等，将地下综合管廊建设列入专项金融债支持范围予以长期投资，中央、省级、地方财政将加大投入和融资支持
2015年5月26日	住建部	《城市地下综合管廊工程规划编制指引》（建城[2015]70号）	从编制主体、管理控制、编制内容以及成果要求等方面提出了明确要求，是各地编制城市地下综合管廊建设规划的重要依据。
2015年5月22日	住建部	《城市综合管廊工程技术规范》（GB50838-2015）	国家标准，更新规定了具体施工的各环节的技术要求
2015年4月10日	财政部、住建部	《2015年地下综合管廊试点城市名单公示》	进入2015年地下综合管廊试点范围，名单如下：包头、沈阳、哈尔滨、苏州、厦门、十堰、长沙、海口、六盘水、白银。
2015年3月31日	发改委	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》	鼓励各类企业发行企业债、项目收益债、可续期债券等专项债，募集资金用于城市地下综合管廊建设等具体发债要求；募集资金占城市地下综合管廊建设项目总投资比例由不超过60%放宽至不超过70%等
2014年12月26日	财政部	《关于开展中央财政支持地下综合管廊试点工作的通知》（财建[2014]839号）	中央财政对地下综合管廊试点城市给予专项资金补助，一定三年，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年5亿元，省会城市每年4亿元，其他城市每年3亿元。对采用PPP模式达到一定比例的，将按上述补助基数奖励10%
2014年6月14日	国务院	《国务院办公厅关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》国办发[2014]27号	2015年底前，完成城市地下管线普查，建立综合管理信息系统，编制完成地下管线综合规划。力争用5年时间，完成城市地下老旧管网改造，用10年左右时间，建成较为完善的城市地下管线体系等
2013年9月16日	国务院	《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》国发[2013]36号	加大城市管网建设和改造力度：市政地下管网建设改造、城市供水、排水防涝和防洪设施建设、城市电网建设

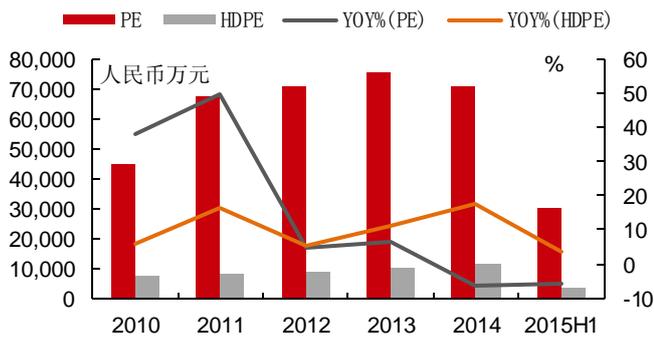
资料来源：华泰证券研究所

**PE、HDPE业务静候反弹，PE燃气管值得期待；应收账款控制得当，营收质量佳。**2014年的收入组成中30%来自于PE管、5%来自于HDPE管，两者毛利率平均都在30%以上。PE类最主要的用途在供水、燃气等，最主要的客户是自来水公司、燃气公司等；HDPE大管道主要用于大型工程排污。工程类的特点是回款周期相对较长，公司对这块业务的战略一直以来是有选择地参与，控制风险，间接导致了从2014年开始PE管负增长。伟星的应收账款占总资产的比例为10%，行业最低，公司的营收质量十分优秀。

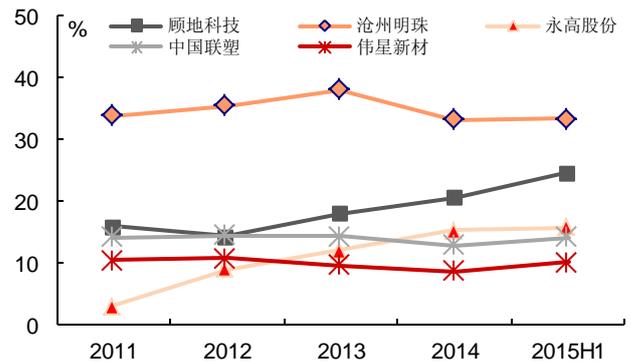
我们相信五水共治将给公司带来大管道的长期需求，公司HDPE双壁波纹管2014年有1.16亿的销售，同比增长17.75%，15年上半年同比增速3.77%。我们相信未来市政管网建设、地下管廊的推进将持续带给伟星工程管机会，尤其是国家层面的城市地下管廊重视产品质量，伟星将会受益。另外，公司重点培养的PE燃气管值得期待，如能进入燃气组织“G5+”的供货商名单，将有望拉动PE收入快速增长。

图28: PE、HDPE管的收入及增速

图29: 伟星应收账款合计/总资产比例最低



资料来源:wind, 华泰证券研究所

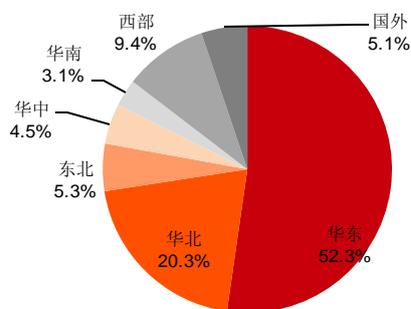


资料来源:wind, 华泰证券研究所

### 市场打开产能稳步扩张，市占率提升驱动盈利增长

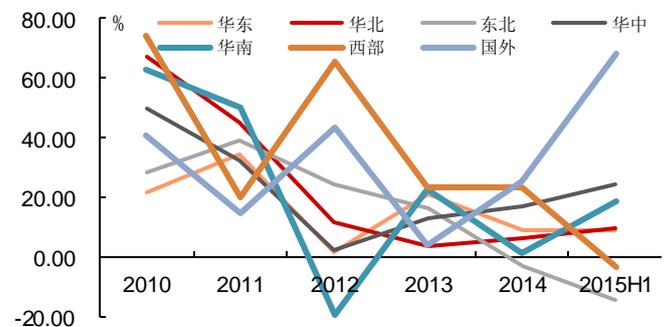
**异地产能稳步扩张，积极拓展华东以外全国市场。**公司一直秉承着“现有市场，后有工厂”的原则进行产能扩张，有的放矢，基地的产能利用率都比较高。目前总产能有15万吨，4个产能基地分别在浙江临海本部、上海、天津以及重庆。其中临海本部产能最大，辐射全国各地，PPR管材口径较小，受到运输半径影响小。而临海的HDPE等大管道运输半径在800km内，区域性比较明显。上海产能较小，PB采暖管供北方市场；天津主要以地暖管PE-RT为主。重庆的1.5万吨产品线比较齐全。总体来说占比最大的华东市场增速趋稳，PPR渗透率已经较高，工程类管可能拉动增速；华北积极调整产品结构，预计PPR产品占比将上升，将提升盈利。其他地方已有亮点，出口贸易增长迅速，2014年和2015年上半年增速分别为25.6%和68.3%，预计人民币对美元的贬值将进一步提升产品竞争力。

图30: 2015年上半年按地区营收构成



资料来源:wind, 华泰证券研究所

图31: 各地区收入同比增速



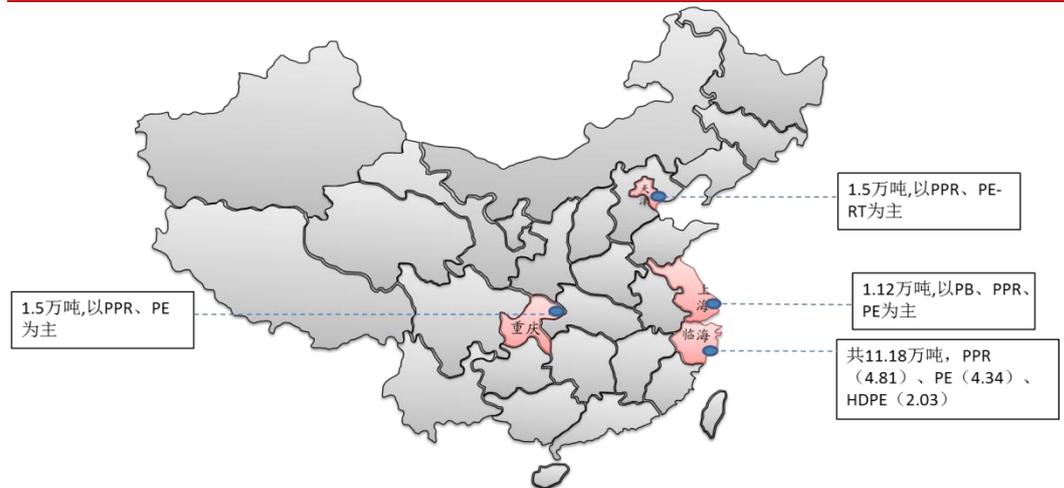
资料来源:wind, 华泰证券研究所

**布局西北，响应一带一路号召。**为了进一步完善生产基地的战略布局，更好地拓展西北市场，公司于2015年4月28日与陕西省西咸新区沣西新城管理委员会在西安签署了《项目入区协议》，约定公司拟投资5亿元在沣西新城建设节能环保型聚烯烃类高分子及复合管项目。投资规模：项目总投资金额为5亿元，建设期2年（正式取得项目用地后）；项目建成后，2019年实现产值6亿元，上交税金0.3亿元；项目全部达产达效后实现产值12亿元，上交税金1亿元。基地投产后将极大地完善伟星全国布局，提升公司市占率和影响力。

**产能还有很大提升空间，市占率望进一步提高。**对比PPR管竞争对手金德（8个生产基地，建设速度达到一年一个）、PVC龙头中国联塑（25个生产基地，包括国内24个，北美一个）等企业，公司异地产能还有很大的提升空间，伟星目前PPR市占率（按照产能计算）为8%，管理层的目标是将市占率提升至10%以上，成为PPR市场份额上的龙头，市占率的提升将在长时间内驱动盈利的增长。除了PPR外，一些受到运输半径影响的区域性产品如HDPE、

PE管，目前国内还没有形成工程管的全国性品牌。将随着公司布局完善而受益，工程类产品有望拉动业绩进一步增长。

图32: 伟星现有的4大产能基地



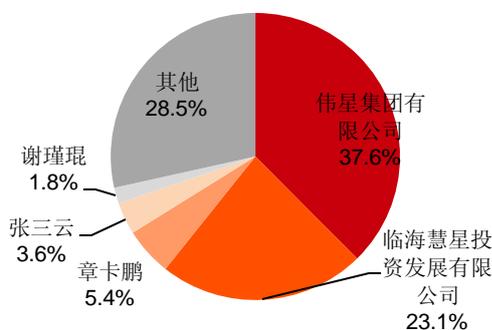
资料来源:华泰证券研究所

### 股权结构清晰，财务稳健派息率高

公司控股股东为伟星集团，业务涉及服装辅料、房地产开发、水电开发及金融投资服务等四大产业，报告期内以经营稳定，财务状况良好。截止到2014年底，公司的控股股东伟星集团除了持有伟星新材股份外，还持有伟星股份30.84%的股份，后者是一家从事纽扣、拉链、金属制品等服装辅料研发、制造与销售企业，14年营收18.5亿，其中拉链和纽扣各占营收近一半，市值目前50多亿。

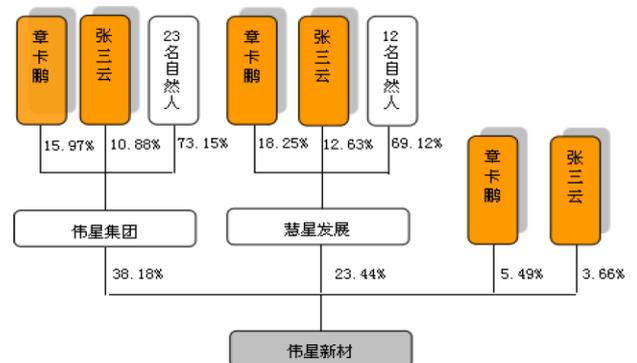
公司实际控制人为章卡鹏和张三云，章卡鹏先生和张三云先生于2011年3月10日签署了《一致行动协议》，目前为一致行动人。章卡鹏先生、张三云先生分别持有伟星集团15.97%、10.88%的股权，并分别担任伟星集团董事长兼总裁、副董事长；同时，两人分别持有慧星发展18.25%、12.63%的股权；两人与伟星集团和慧星发展均存在关联关系。

图33: 股东结构图



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图34: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



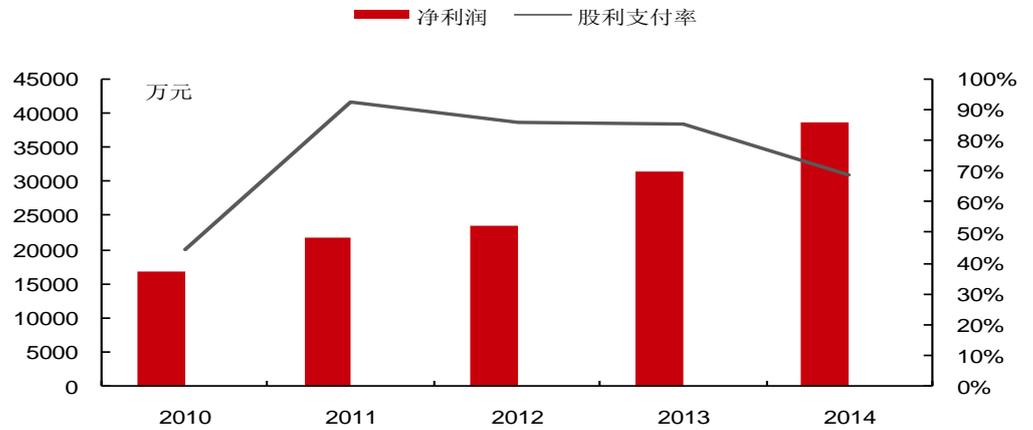
资料来源:公司年报, 华泰证券研究所

2011年12月公司决定以定增的方式授予董事、高级管理人员、核心技术人员、经营管理骨干等13名激励对象1,000万份股，经过利润分配方案调整，前两个行权期后剩下的676万份股票期权已经于2015年1月完成行权，至此公司首期股权激励计划实施完毕，不排除公司未来继续推出股权激励和其他激励措施的可能性。通过股权激励方案，我们有理由认为公司高管和核心技术人员得到了长期、稳定的激励，公司治理情况良好、内控健康，这将有助

于公司经营目标的完成，也对二级市场股价形成长期利好。

公司股权结构稳定清晰，自上市后基本没有变动，亦没有进行过股权再融资和发债券融资。公司上市以来每年都进行较高比例派息，派息比例基本维持在70%左右，财务情况十分良好，具备优异的投资价值。

图35: 公司上市以来股利分派情况



资料来源:wind, 华泰证券研究所

### 盈利预测与估值：维持买入评级，合理区间为 17.2-19.78 元

根据我们对价格、销量的判断，假设 2015-2017 年 PPR 收入可以保持 18-20% 的增速，PE 收入增速逐渐回升并呈正增长，HDPE 收入以及其他收入继续保持 15% 左右的增速。基于对行业景气度和公司成本、费用的考虑，预计 2015-2017 年收入 26.22、29.68、34.12 亿，归属母公司净利 4.91、5.61、6.47 亿，对应 EPS 为 0.86、0.98、1.13 元，EPS 增长率为 26.47%、13.95%、15.31%。

表格4: 盈利预测关键假设

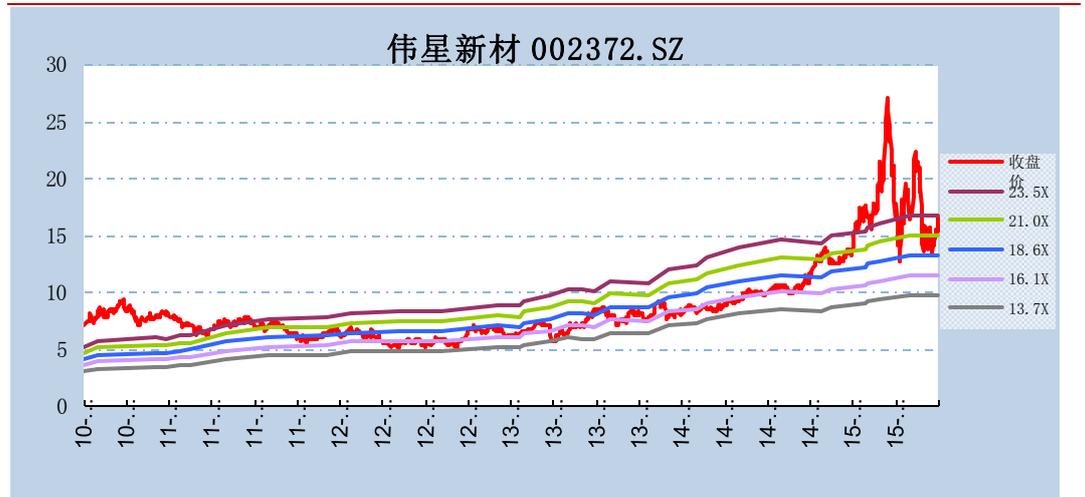
	2014	2015E	2016E	2017E
<b>PPR 管材管件</b>				
产能 (万吨)	6.12	6.50	7.20	8.00
销量 (万吨)	4.89	5.87	6.93	8.17
售价 (元/吨)	24,000.00	24,000.00	24,000.00	24,000.00
收入 (万)	117,406.68	140,888.02	166,247.86	196,172.47
收入增速 (%)	17.82%	20.00%	18.00%	18.00%
成本 (万)	55,762.99	64,127.44	76,311.65	90,810.87
毛利 (万)	61,643.69	76,760.58	89,936.21	105,361.61
毛利率 (%)	52.50%	54.48%	54.10%	53.71%
<b>PE 管材管件</b>				
产能 (万吨)	7.00	7.50	7.50	7.50
销量 (万吨)	4.03	3.83	4.02	4.34
售价 (元/吨)	17,500.00	17,500.00	17,000.00	17,000.00
收入 (万)	70,515.10	66,989.35	68,329.13	73,795.46
收入增速 (%)	-6.46%	-5.00%	2.00%	8.00%
成本 (万)	48,560.61	45,161.37	46,967.82	51,194.93
毛利 (万)	21,954.49	21,827.98	21,361.31	22,600.54
毛利率 (%)	31.13%	32.58%	31.26%	30.63%

	2014	2015E	2016E	2017E
<b>HDPE 双壁波纹管</b>				
产能 (万吨)	2.00	2.00	2.00	2.00
销量 (万吨)	0.97	1.12	1.28	1.48
售价 (元/吨)	12,000.00	12,000.00	12,000.00	12,000.00
收入 (万)	11,644.56	13,391.24	15,399.93	17,709.92
收入增速 (%)	17.75%	15.00%	15.00%	15.00%
成本 (万)	7,585.13	8,343.64	9,511.75	10,938.52
毛利 (万)	4,059.43	5,047.60	5,888.18	6,771.40
毛利率 (%)	34.86%	37.69%	38.24%	38.24%
<b>其他 (PB管业务并入)</b>				
收入 (万)	33,880.52	38,962.60	44,806.99	51,528.04
收入增速 (%)	17.73%	15.00%	15.00%	15.00%
成本 (万)	24,977.84	28,724.52	33,033.19	37,988.17
毛利 (万)	8,902.68	10,238.08	11,773.79	13,539.86
毛利率 (%)	26.28%	26.28%	26.28%	26.28%

资料来源: 华泰证券研究所

伟星在细分的 PPR 领域没有直接的可比公司,作为细分行业龙头,品牌+零售模式优势凸显,公司历来经营稳健,根据过去 5 年 PE 波动区间,结合对行业前景的判断,我们给予公司 2015 年 20x-23x PE,对应股价合理区间为 17.2-19.78 元,维持“买入”评级。

图 36: 伟星新材市盈率历史波动区间 (前复权)



资料来源:wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1486	1647	1784	2012
现金	549	601	649	753
应收账款	150	173	192	222
其他应收账款	18	19	22	25
预付账款	37	60	62	70
存货	384	400	456	524
其他流动资产	348	394	403	417
非流动资产	1074	1151	1215	1264
长期投资	0	0	0	0
固定投资	670	755	823	874
无形资产	249	250	250	250
其他非流动资产	154	147	143	140
资产总计	2559	2798	2999	3277
流动负债	423	442	457	512
短期借款	0	37	0	0
应付账款	126	124	144	165
其他流动负债	297	281	313	347
非流动负债	19	13	18	17
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	19	13	18	17
负债合计	442	456	475	529
少数股东权益	0	0	0	0
股本	438	570	570	570
资本公积	995	864	864	864
留存公积	683	909	1091	1314
归属母公司股	2117	2343	2525	2748
负债和股东权益	2559	2798	2999	3277

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金	513	412	591	648
净利润	388	489	555	639
折旧摊销	72	79	94	109
财务费用	-7	-22	-24	-29
投资损失	-2	-1	-1	-2
营运资金变动	39	-128	-40	-72
其他经营现金	24	-5	8	3
投资活动现金	-397	-157	-157	-157
资本支出	180	150	150	150
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金	-217	-7	-7	-7
筹资活动现金	-222	-203	-387	-387
短期借款	0	37	-37	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	105	132	0	0
资本公积增加	-51	-132	0	0
其他筹资现金	-276	-241	-349	-387
现金净增加额	-106	52	48	105

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2354	2622	2968	3412
营业成本	1387	1483	1677	1928
营业税金及附加	18	20	22	26
营业费用	334	370	419	482
管理费用	173	192	218	250
财务费用	-7	-22	-24	-29
资产减值损失	10	11	11	11
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	2
营业利润	440	571	646	745
营业外收入	19	18	19	18
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	455	584	660	759
所得税	67	95	105	120
净利润	388	489	555	639
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	388	489	555	639
EBITDA	505	628	716	825
EPS	0.88	0.86	0.97	1.12

### 主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	9.0%	11.4%	13.2%	15.0%
营业利润	20.0%	28.5%	13.3%	16.1%
归属母公司净利	22.8%	25.0%	13.6%	15.8%
获利能力				
毛利率(%)	41.1%	43.2%	43.1%	43.2%
净利率(%)	16.5%	18.5%	18.6%	18.7%
ROE(%)	18.3%	20.7%	21.9%	23.2%
ROIC(%)	23.6%	27.0%	30.2%	34.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.3%	15.2%	15.9%	16.2%
净负债比率(%)	0	0	0	0
流动比率	3.51	4.18	4.26	4.40
速动比率	2.61	3.19	3.26	3.38
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.99	1.03	1.09
应收账款周转率	15	15	15	15
应付账款周转率	11.83	11.90	12.56	12.46
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	0.68	0.85	0.97	1.12
每股经营现金流	0.90	0.70	1.00	1.09
每股净资产(最新)	3.71	4.10	4.42	4.82
估值比率				
PE	22.94	18.35	16.16	13.95
PB	4.20	3.80	3.53	3.24
EV_EBITDA	17	14	12	11

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 8625 83389999/传真: 8625 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码: 100032

电话: 8610 63211166/传真: 8610 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 8621 28972098/传真: 8621 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com