

伟星新材 (002372)

强烈推荐

行业：管材

转型服务商，业绩增长持续可期

公司为塑料管材生产商，主要产品包括 PPR，PE 和 HDPE 等管材，公司通过铺设渠道和推进星管家服务，形成生产-销售-安装-服务一体化产销链。

投资要点：

✦ **管材增长稳定，PPR 为业绩支撑点。**2010 年上市以来，公司营收复合增速为 15.7%，业绩增速 25.4%，其中 PPR 营收复合增速为 18.6%，16 年收入突破 16 亿元，占总营收比例超过 50%。未来公司将加大与房地产商合作，扩大 B 端的市场占有率，预计未来三年 PPR 将保持 15%左右的速度增长。

✦ **公司实现生产-销售-安装-服务一体化，提高客户黏性。**目前全国设有 30 多家销售分公司及办事处，拥有 1000 多家一级经销商，2 万多家营销网点，实现渠道快速渗透；销售渠道扁平化结构提升了管理效率和利润分成；星管家服务体系实现了鉴真伪、安装测试及故障查找等功能，极大地提升了用户黏性。

✦ **依托渠道优势，延伸至前置滤水器，转型服务商。**公司借助现有的销售渠道，于 2016 年推出安内特前置过滤器，市场反响总体较好，16 年过滤器已经产生利润，预计 17 年会更进一步。未来公司将会以现有销售渠道为载体，不断加入与主业协同的产品，真正向服务商迈进。

✦ **设立防水涂料公司，打造新的业绩增长点。**2016 年我国主要建筑防水材料总产量达 189,780 万平方米，其中，防水涂料产量达 51,589 万平方米，占建筑防水材料总产量的 27%，占比最大，且增速最快。防水材料可以通过公司强大的营销渠道快速实现销售，17 年开始全国试点，预计 18 年开始批量投放市场，未来大空间高成长，值得期待。

✦ **投资建议：**在维持主业稳定增长的同时，公司出资 5 亿元设立股权投资基金，通过专业机构寻找一些有潜力的项目，积极储备后续力量，公司风格稳健，长期看好其发展。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.87、1.0 和 1.16 元，对应 PE 为 18.65、16.2 和 13.95 倍，给予“强烈推荐”评级。

✦ **风险提示：**房地产投资增速下滑，防水涂料公司推进低于预期，需求下滑

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2747	3251	3769	4361
收入同比(%)	17%	18%	16%	16%
归属母公司净利润	484	651	749	870
净利润同比(%)	25%	34%	15%	16%
毛利率(%)	43.8%	45.2%	45.0%	45.1%
ROE(%)	20.2%	24.1%	25.2%	26.3%
每股收益(元)	0.64	0.87	1.00	1.16
P/E	25.05	18.65	16.20	13.95
P/B	5.07	4.50	4.08	3.67
EV/EBITDA	18	15	13	11

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

参与人：闫广

S0960116040040

0755-82026905

yanguang@china-invs.cn

6-12个月目标价： 20

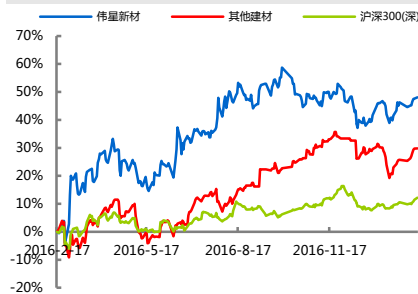
当前股价： 16.13

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	776
流通股本(百万股)	680
总市值(亿元)	125
流通市值(亿元)	110
成交量(百万股)	2.06
成交额(百万元)	33.22

股价表现

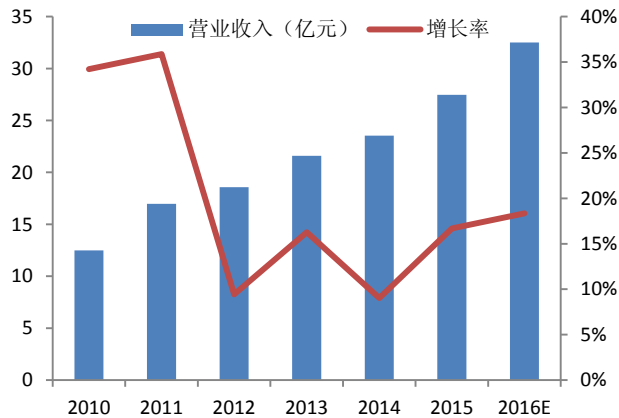


相关报告

一、营收增速稳定，PPR 占比超过 50%

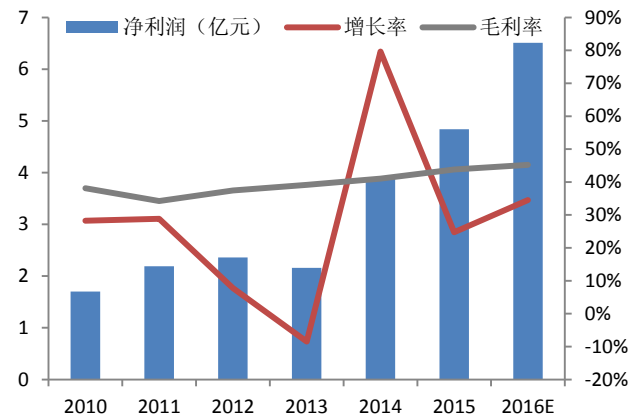
2010 年上市以来，公司营收复合增速为 15.7%，业绩增速 25.4%，其中 PPR 营收复合增速为 18.6%，16 年收入突破 16 亿元，占总营收比例超过 50%。毛利率维持在 40%以上，盈利能力较强。

图 1 2010-2016 年营业收入及增速



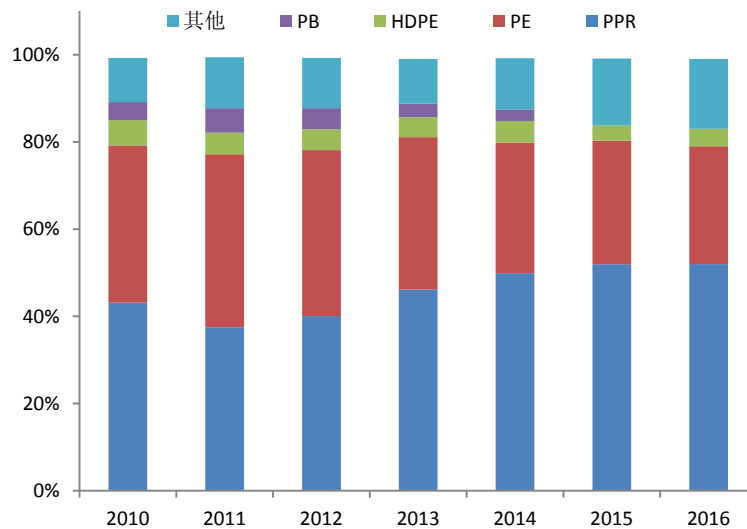
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 2 2010-2016 年净利润、增速和毛利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 公司各产品收入占比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、“星管家”解决后顾之忧，提升客户粘性

公司在行业内首创“星管家”服务体系，实现了生产-销售-安装-售后为一体的产销服务链，在伟星管材销售安装完成后，星管家服务可以提供免费的售后增值服务，“星管家”相关工作人员会对售出产品做真伪鉴定、试压测试，以确保消费者购买产品为正

品,安装是否存在隐患等问题,同时工作人员会对管路走向进行拍摄录制,以便日后对管路进行维修改造。最后会对售出产品签订质保卡,对售出产品进行质量保证。管材安装属于隐蔽工程范畴,但“星管家”使得隐蔽工程不再隐蔽,让消费者用的舒心、安心、放心,极大地提高了客户粘性。

图 4 公司星管家服务

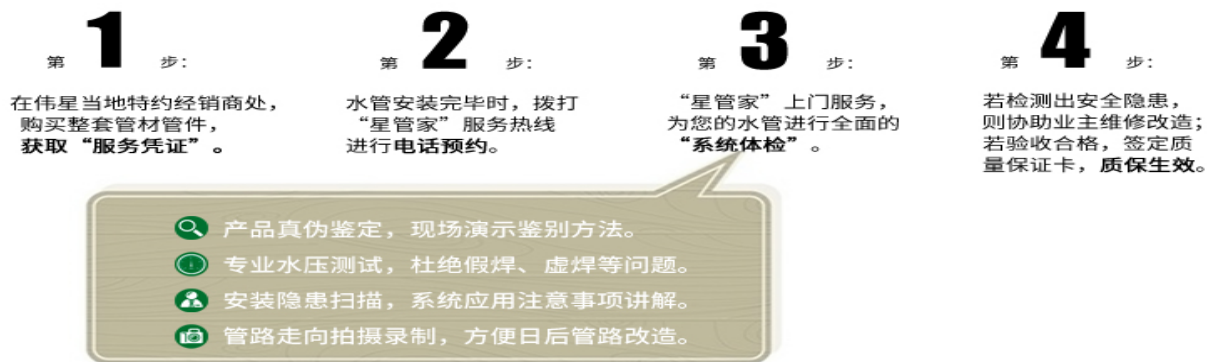
星管家服务



安全管道家!

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”上门验收,通过水压测试等检验手段,杜绝管道系统中存在的隐患。



资料来源:公司官网、中国中投证券研究总部

依托渠道及“星管家”服务体系,提升客户体验,转型服务商。公司管材主打高端路线,在全国树立了良好的品牌形象,同时建立了高效的营销渠道,全国设有 30 多家销售分公司及办事处,拥有 1000 多家一级经销商,2 万多家营销网点,依托 PPR 高效的营销渠道,公司可以延伸至共享同一渠道的隐蔽工程产品,一方面可以依靠成熟的销售渠道,降低营销边际成本,另一方面利用公司品牌价值迅速打开市场,发挥协同作用,公司也由传统的制造商转型服务商,提高产品附加值。目前公司安内特前置过滤器在全国推广试点情况良好,预计 17 年将会更进一步。

三、成立防水涂料公司,开辟新的增长点

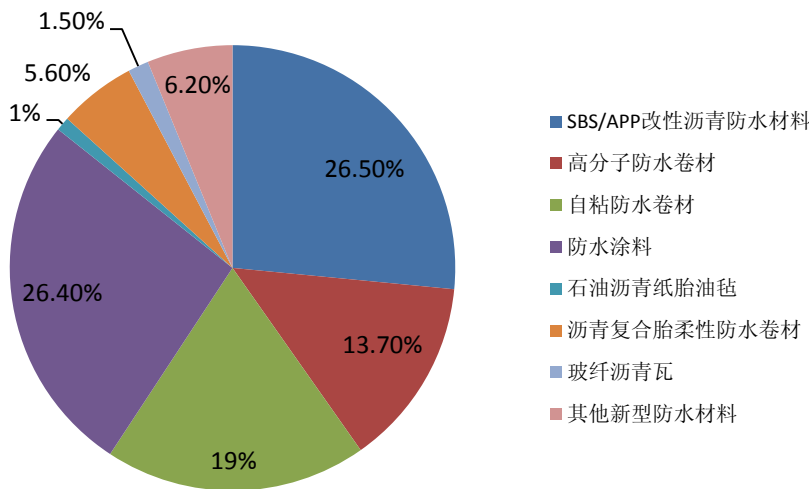
公司以自有资金与 5 位核心经销商共同出资设立上海伟星新材料科技技术有限公司,从事防水材料研发、生产销售,注册资金为 5000 万元,其中公司出资 3750 万元,占比 75%。

防水涂料行业发展迅速,行业集中度低。我国建筑防水行业处于“大行业、小企业”的发展态势,生产企业多达 5000 多家,行业集中度低。

目前我国建筑防水材料产品主要有六大类,分别为防水卷材、防水涂料、防水密封、刚性防水材料、瓦类防水材料和混凝土堵漏止水材料,其中防水卷材和防水涂料的使用占全部防水材料的 85.7%。2016 年我国主要建筑防水材料的总产量达 189,780 万平方

米，已超过 1500 多亿元的市场规模，市场容量巨大；其中，防水涂料产量达 51,589 万平方米，占建筑防水材料总产量的 27%，占比最大，并且增速最快。

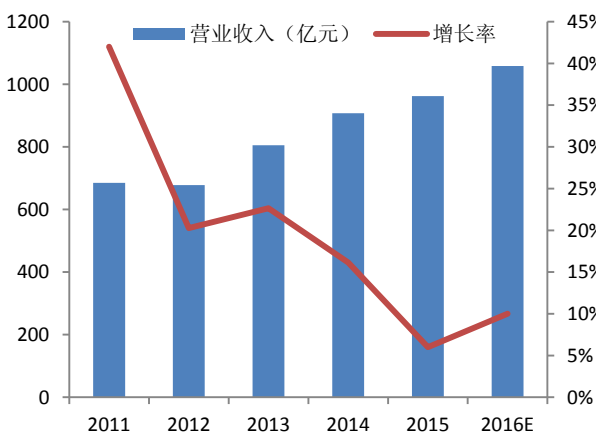
图 5 不同防水材料市场占比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

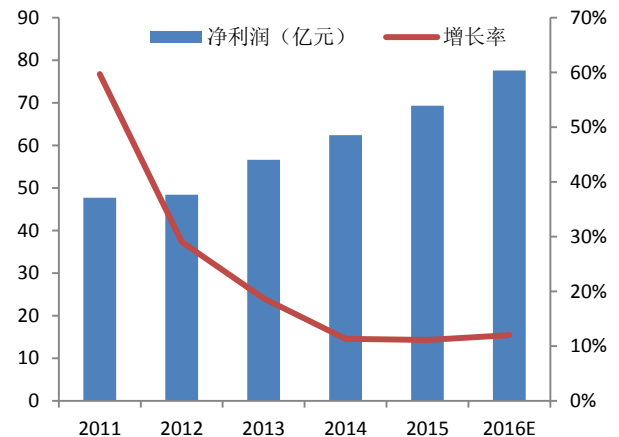
按照中国建筑防水协会统计，2015 年行业内有 2000 万以上规模企业 496 家，全行业收入 962 亿元，同比增长 6%，利润约 70 亿元，同比增长 11%。由于防水行业生产门槛较低，行业格局仍处于产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段。防水行业龙头东方雨虹是行业内唯一一家收入超过 50 亿元的企业，即使按规模以上企业统计，市占率也仅在 6%左右，全国前 50 的企业只占到 20%左右的份额，从国外防水行业的发展历史和行业的规模效应考虑，行业集中度亟待提高。

图 6 规模以上建筑防水材料行业收入及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 规模以上建筑防水材料行业净利润及增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

政策指明发展方向，行业空间巨大。建筑防水行业“十三五”规划指出，到 2020 年防水材料总产量达到 23 亿平方米，培育 20 家大型防水企业集团，培育 100 家大型制造企业；行业中涌现出若干年销售收入超过 100 亿元的企业，年销售收入超过 20 亿元的企业达到 20 家以上；行业前 50 位的企业市场占有率达到 50%。“十三五”期间

仍是防水行业快速发展的五年，防水涂料与公司 PPR 管均属于隐蔽工程建材，有望依托公司品牌优势和渠道价值迅速打开防水涂料市场，装配上“星管家”售后服务，提升品牌价值。

表 1 建筑防水行业“十三五”发展规划纲要

目标	内容
持续保持行业健康发展	“十三五”期间，主要防水材料产量的年均增长率保持在 6% 以上，到 2020 年，主要防水材料总产量达到 23 亿平方米。
继续深化行业结构调整	“十三五”末期，培育 20 家大型防水企业集团，培育 100 家大型制造企业；行业中涌现出若干家年销售收入超过 100 亿元的企业，年销售收入超过 20 亿元的企业达到 20 家以上；行业前 50 位的企业市场占有率达到 50%。
显著增强科技创新能力	鼓励企业加大研发投入，提高自主创新能力，推动企业、科研机构新建 3-5 家国家级或省级技术中心
加强标准规范引领作用	构建促进行业健康发展的标准体系，引导和促进行业产品及工程的质量提升；不断开展国内标准规范的国际化。
大力提高产品和工程质量	研制和推广耐久、可靠地防水系统，大力推进满足工程需求的新材料、新技术、新工艺、新装备的应用；推动建立防水工程质量保证保险制度。
进一步发挥品牌效应	加大对优质产品的宣传和推荐力度，力争形成 50 个以上在国内有影响力的行业知名品牌；参与国际市场竞争，扩大防水产品和成套装备的出口。
完善多层次人才培养体系	推动建立 1-2 所防水行业职业技能培训学校和 30 个企业职业技能培训基地，注册培训师人数增加 25% 以上。
推动防水工程市场机制创新	培育 10000 家具有施工资质的防水工程承包商或屋面工程承包商
促进中小企业发展	引导中小企业提质增效，走精、专、新、特的差异化发展道路，向专业配套商转型，提升企业市场竞争综合能力

资料来源：中国建筑防水协会，中国中投证券研究总部

四、盈利预测与投资建议

投资建议：公司出资 5 亿元设立股权投资基金，未来方向在上下游相关的产业和新材料等潜力较大的产业，经过几年的培育，成为伟星后续发展的新亮点。公司风格稳健，长期看好其发展。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.87、1.0 和 1.16 元，对应 PE 为 18.65、16.2 和 13.95 倍，给予“强烈推荐”评级。

表 2 伟星新材盈利预测

	2015	2016E	2017E	2018E
PPR 管材管件				
产能（万吨）	5.4	6	6	6
销量（万吨）	5.15	6.20	7.13	8.20
单价（万元/吨）	2.72	2.73	2.73	2.73
收入（百万元）	1,426.83	1,692.60	1,946.49	2,238.46
增速（%）	21.53%	18.63%	15.00%	15.00%
成本（百万元）	619.53	702.43	813.63	940.15
毛利率（%）	56.58%	58.50%	58.20%	58.00%

PE 管材管件				
产能 (万吨)	7.24	7.24	7.24	7.24
销量 (万吨)	5.30	6.30	7.00	7.20
单价 (万元/吨)	1.42	1.40	1.42	1.43
收入 (百万元)	777.99	882.00	994.00	1,029.60
增速 (%)	10.33%	13.37%	12.70%	3.58%
成本 (百万元)	526.69	597.11	675.92	699.10
毛利率 (%)	32.30%	32.30%	32.00%	32.10%
双壁波纹管				
产能 (万吨)	2.03	2.03	2.03	2.03
销量 (万吨)	1.30	1.40	1.55	1.65
单价 (万元/吨)	1.00	1.01	1.03	1.04
收入 (百万元)	96.64	141.40	159.65	171.60
增速 (%)	-17.01%	46.32%	12.91%	7.49%
成本 (百万元)	67.88	95.02	106.97	114.63
毛利率 (%)	29.76%	32.80%	33.00%	33.20%
其他产品				
收入 (百万元)	420.75	504.90	631.13	776.28
增速 (%)	24.18%	20.00%	25.00%	23.00%
成本 (百万元)	305.41	363.53	448.10	543.40
毛利率 (%)	27.41%	28.00%	29.00%	30.00%
其他业务				
收入 (百万元)	24.29	30.36	37.65	45.18
增速 (%)	26.44%	25.00%	24.00%	20.00%
成本 (百万元)	18.25	22.77	28.24	33.88
毛利率	24.85%	25.00%	25.00%	25.00%
防水涂料				
收入 (百万元)				100.00
成本 (百万元)				65.00
毛利率 (%)				35.00%
总收入 (百万元)	2,746.50	3,251.26	3,768.91	4,349.18
总成本 (百万元)	1,537.76	1,780.58	2,072.85	2,388.50
总体毛利率	44.01%	45.23%	45.00%	45.08%

资料来源：WIND、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	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1785	2223	2649	3136
现金	741	1055	1340	1668
应收账款	175	207	240	278
其它应收款	18	23	27	31
预付账款	68	69	80	95
存货	404	477	554	639
其他	378	392	407	425
非流动资产	1116	1015	938	856
长期投资	0	0	0	0
固定资产	702	690	647	588
无形资产	244	238	231	225
其他	171	87	59	43
资产总计	2901	3239	3586	3992
流动负债	486	521	592	663
短期借款	0	0	0	0
应付账款	116	146	168	193
其他	370	376	424	470
非流动负债	22	20	20	21
长期借款	0	0	0	0
其他	22	20	20	21
负债合计	508	542	612	683
少数股东权益	0	0	0	0
股本	579	752	752	752
资本公积	914	741	741	741
留存收益	900	1204	1481	1815
归属母公司股东权益	2393	2697	2974	3308
负债和股东权益	2901	3239	3586	3992

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	497	602	704	797
净利润	484	651	749	870
折旧摊销	80	78	82	84
财务费用	-5	-37	-50	-62
投资损失	-12	-7	-8	-8
营运资金变动	-60	-92	-72	-92
其它	10	9	3	6
投资活动现金流	-127	22	3	4
资本支出	134	0	0	0
长期投资	0	-22	0	0
其他	7	-0	3	4
筹资活动现金流	-208	-310	-422	-473
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	140	174	0	0
资本公积增加	-81	-174	0	0
其他	-267	-310	-422	-473
现金净增加额	163	314	285	328

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2747	3251	3769	4361
营业成本	1543	1781	2073	2396
营业税金及附加	24	26	31	36
营业费用	413	474	553	641
管理费用	208	242	282	326
财务费用	-5	-37	-50	-62
资产减值损失	8	10	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	7	8	8
营业利润	569	762	879	1023
营业外收入	13	15	15	15
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	578	773	889	1034
所得税	94	122	140	164
净利润	484	651	749	870
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	484	651	749	870
EBITDA	644	802	911	1044
EPS (元)	0.84	0.87	1.00	1.16

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	16.7%	18.4%	15.9%	15.7%
营业利润	29.3%	34.0%	15.3%	16.4%
归属于母公司净利润	24.9%	34.3%	15.1%	16.1%
获利能力				
毛利率	43.8%	45.2%	45.0%	45.1%
净利率	17.6%	20.0%	19.9%	19.9%
ROE	20.2%	24.1%	25.2%	26.3%
ROIC	28.9%	37.0%	42.6%	49.2%
偿债能力				
资产负债率	17.5%	16.7%	17.1%	17.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.67	4.26	4.47	4.73
速动比率	2.84	3.35	3.54	3.77
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.06	1.10	1.15
应收账款周转率	15	15	15	15
应付账款周转率	12.71	13.59	13.20	13.27
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.87	1.00	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.80	0.94	1.06
每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.58	3.95	4.40
估值比率				
P/E	25.05	18.65	16.20	13.95
P/B	5.07	4.50	4.08	3.67
EV/EBITDA	18	15	13	11

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
------	------

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,中国中投证券研究总部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。

闫广,中国中投证券研究总部建材行业研究员，毕业于香港中文大学，金融工程硕士

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

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

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434