



买入

23% ↑

目标价格:人民币 21.50

002372.CH

价格:人民币 17.53

目标价格基础:27倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

伟星新材

销售决定行业地位，结构变动带动盈利上升

伟星新材近日公布 2017 年半年度报告,公司 2017 年 1-6 月收入 15.9 亿元,同比上升 20.5%,归母净利润 3.1 亿元,同比上升 26.7%。目前我国塑料管道行业已进入稳健发展阶段,公司作为上市公司以及前期大量投入销售网络布局为公司未来进一步扩张市场份额奠定基础。同时,公司收入中 PPR 占比稳步提升,毛利率持续上升之势不变,盈利能力进一步提升。我们给予该股买入的首次评级,目标价格 21.50 元。

支撑评级的要点

- **行业层面：发展趋近极限，集中度将有所上升。**基于《十三五塑料管道规划建议》，我国塑料管道业在未来四年增速将逐渐下滑到 2%，从成长期正式步入成熟期，意味着行业内集中度将进一步上升。同时，消费升级带来的新增需求如地暖等迫使行业内部 PVC 市场份额逐步为 PPR，PE 蚕食。
- **业务层面：销售+品牌确保收入增长，油价平稳维持毛利率，PPR 占比上升驱动盈利能力提升。**收入端，管材在装修中费用占比低，但如果漏水更更换成本高，消费者对于管材价格敏感度较低，品牌效应较为显著。公司在品牌塑造以及销售端上前期投入较高，未来市场份额进一步提升。此外公司 PPR 业务占比逐渐提升，其毛利率高于公司其他产品，使得公司未来盈利能力进一步提升。成本端公司成本与油价正相关，美国石油出口加大，使得世界石油价格缺乏上升基础，预期公司未来成本依然得到有效控制。
- **管理层面：管理层稳定，股权激励促进发展。**公司管理层自上市以来维持稳定，为公司持续的发展奠定基础。同时，公司 2016 年通过股权激励方案，在保留关键人才与激励公司员工动力上具备明显优势。

评级面临的主要风险

- 油价大幅度变动；中国经济重大风险。

估值

- 基于公司 2017-2019 年预期每股收益为 0.80、0.98、1.22 元，年利润增长不低于 20%，结合公司高分红的传统，安全边际较高，结合公司未来其他业务收入和产业投资基金带来的投资收益，我们认为公司合理估值在 27 倍 2017 年市盈率，对应目标价 21.50 元，给予**买入**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,747	3,321	3,951	4,735	5,690
变动(%)	17	21	19	20	20
净利润(人民币 百万)	484	671	801	989	1,227
全面摊薄每股收益(人民币)	0.837	0.865	0.795	0.981	1.217
变动(%)	(5.4)	3.3	(8.1)	23.4	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	20.9	20.3	22.1	17.9	14.4
价格/每股现金流量(倍)	20.4	14.0	21.9	16.5	13.9
每股现金流量(人民币)	0.86	1.25	0.80	1.06	1.26
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.0	19.9	16.2	13.0	10.3
每股股息(人民币)	0.619	0.600	0.556	0.687	0.852
股息率(%)	3.5	3.4	3.2	3.9	4.9

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	48.4	(4.0)	9.9	44.6
相对深证成指	45.0	(6.5)	1.1	45.8

发行股数(百万)	1,008
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	15,646
3个月日均交易额(人民币 百万)	82
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
伟星集团有限公司	36

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以 2017 年 8 月 23 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料：其他建材

王钦*

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

*朱超彦为本报重要贡献者

目录

公司简介	5
公司发展历程：收入利润稳步增长的行业龙头	5
公司主营收入：侧重 PPR，民用管道毛利最高.....	5
公司区域网点和销售收入正相关.....	6
行业层面：增长受限，集中度提升，PPR、PE 占比逐渐提升	7
固定资产投资增长减缓，行业未来增长已经趋近极限	7
CR20 持续上升，行业集中度将进一步提升	7
收益消费升级，PPR 份额逐渐上升	8
业务层面：销售投入确保收入增长，PPR 占比提升提振盈利能力	10
布局深远，未来增长基础坚实	10
波澜不惊，现行油价下毛利率全面上升.....	12
扬长避短，PPR 占比带动盈利能力进一步上升	13
管理层面：人员稳定，绩效提升，股权激励促使员工一同前进	15
大音希声，管理人员坚守确保公司稳健发展.....	15
股权激励计划成功推出，促使公司一力向前	15
财务分析	17
销售费用：服务人员上升导致薪酬增加，销售网点基本布局完毕	17
管理费用：长期维持稳定，未来费用率有望下滑	17
分红比例较高，回馈股东动力十足	18
盈利预测	19
预测假设.....	19
收入预期.....	19
盈利预测.....	19
投资建议	21
研究报告中所提及的有关上市公司	23

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 伟星新材历史收入净利润趋势.....	5
图表 2. 伟星新材主要产品用途一览.....	5
图表 3. 公司 2016 年各产品收入.....	6
图表 4. 公司 2016 年主要产品毛利率.....	6
图表 5. 伟星新材 2016 年各区域收入.....	6
图表 6. 伟星新材区域 2016 年分公司数量.....	6
图表 7. 我国固定资产投资与增速.....	7
图表 8. 塑料管道产量预期与增速 (2011-2020).....	7
图表 9. 上市公司收入增长与行业平均对比.....	8
图表 10. 京东家装节.....	8
图表 11. 淘宝极有家.....	8
图表 12. 各细分产品市场占有一览.....	9
图表 13. 公司各省市销售分公司与办事处一览.....	10
图表 14. 我国主要塑料管道公司销售费用率.....	11
图表 15. 我国主要塑料管道企业净利率.....	11
图表 16. 伟星新材邀请张国立代言.....	11
图表 17. 伟星新材星管家服务.....	11
图表 18. 水管与伟星百度指数对比.....	12
图表 19. 原料成本占总成本比例.....	12
图表 20. 布伦特原油现货价格.....	13
图表 21. 公司主要产品收入毛利率变动.....	13
图表 22. PPR 收入占比变动.....	13
图表 23. 伟星新材与永高股份主要产品毛利率对比.....	14
图表 24. 公司上市与现时管理层对比.....	15
图表 25. 公司股权激励计划.....	16
图表 26. 公司销售费用各板块占比.....	17
图表 27. 公司历年销售费用增速.....	17
图表 28. 公司管理费用各板块占比.....	17
图表 29. 公司历年管理费用增速.....	17
图表 30. 伟星新材历年分红比例.....	18

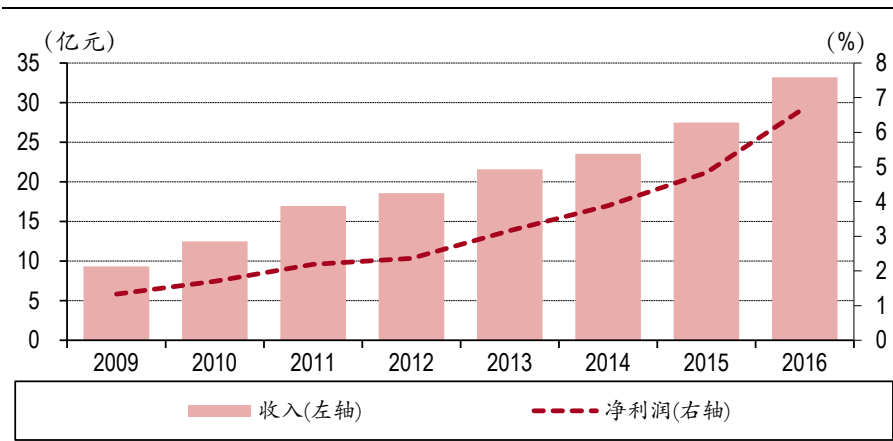
图表 31. 伟星新材未来 3 年主要产品收入预期.....	19
图表 32. 业绩摘要.....	20
损益表(人民币 百万).....	22
资产负债表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
主要比率 (%).....	22

公司简介

公司发展历程：收入利润稳步增长的行业龙头

公司为塑料管道龙头，为全国塑料管道生产前十名之一，成立于1999年，于2010年3月在深圳交易所以35倍市盈率上市。上市之后，公司稳步发展，从2009年9亿元逐年增长至33亿元，年均复合增长达20%。净利润从2009年年底的1.33亿元发展到2016年的6.71亿元，年复合增速约26%。我们认为在上市后，公司在原材料价格出现剧烈波动的情况下，依然确保了盈利水平的上升。

图表 1. 伟星新材历史收入净利润趋势



资料来源：公司公告，中银证券

公司主营收入：侧重 PPR，民用管道毛利最高

公司主营业务为塑料管道制造，约占公司收入的 99%，其主要产品可以分为 PPR 管，PE 管道以及 PVC 管道。三种管道的具体用途如下表：

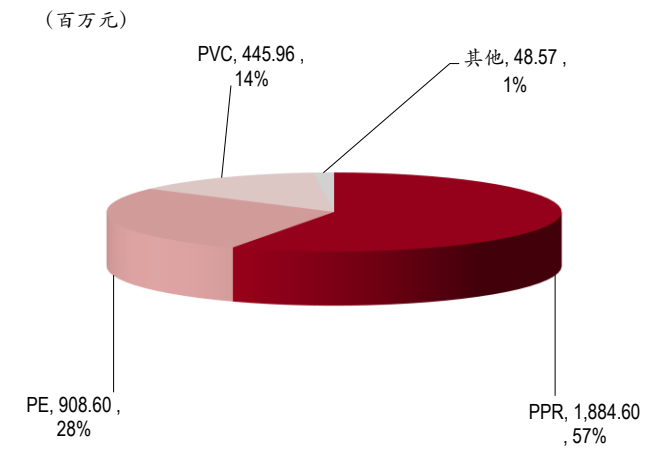
图表 2. 伟星新材主要产品用途一览

特性	用途
PPR 耐高温，低温	建筑内冷热给水管
PE 强度，柔韧性高	市政供水，排污，采暖、燃气等管道
PVC 耐腐蚀性强，强度较高	建筑内排水；电工套管；市政和农村排水排污管道等

资料来源：公司官网

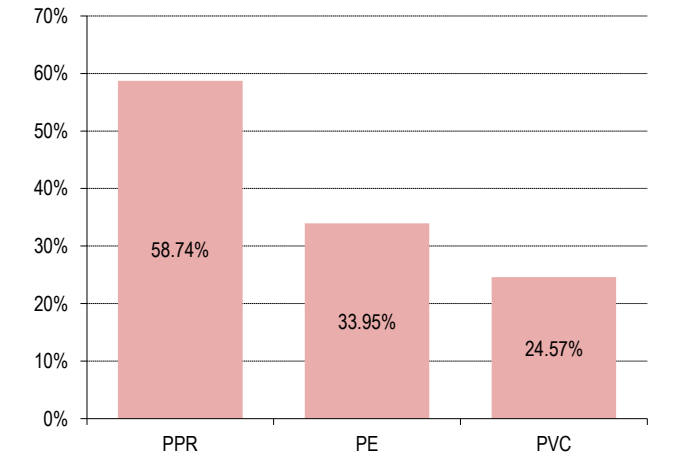
通过对于产品用途进行观察，我们可以得出，PPR 主要针对家庭用户，PE 主要客户为自来水公司、燃气公司、市政公司等。PVC 主要客户为房产公司、建筑公司、市政公司等，基于公司主营业务收入分布和各产品毛利率来看，公司销售重点主要在 PPR，即民用家装领域。

图表 3. 公司 2016 年各产品收入



资料来源: 公司公告

图表 4. 公司 2016 年主要产品毛利率

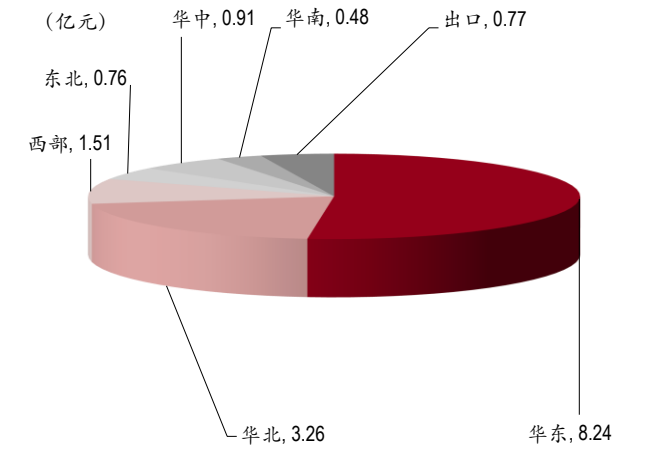


资料来源: 公司公告

公司区域网点和销售收入正相关

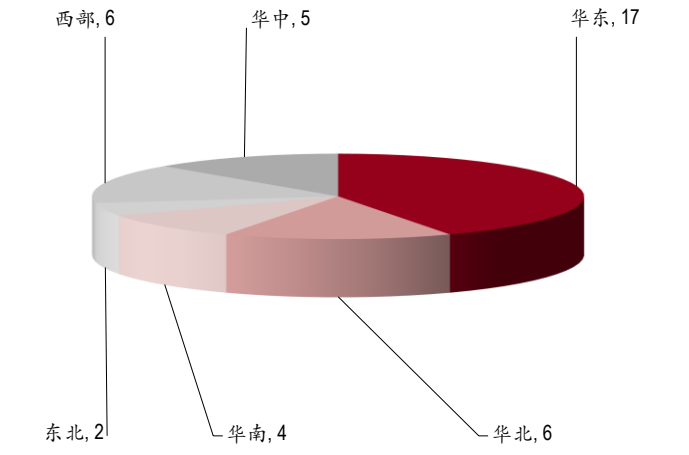
通过对公司各区域分公司（办事处）和收入的分析，我们认为公司销售收入和公司在该区域的分支机构基本成正比。目前公司设有办事处和分公司 40 家，销售网点 20,000 余家，基本做到全国覆盖：

图表 5. 伟星新材 2016 年各区域收入



资料来源: 公司公告

图表 6. 伟星新材区域 2016 年分公司数量



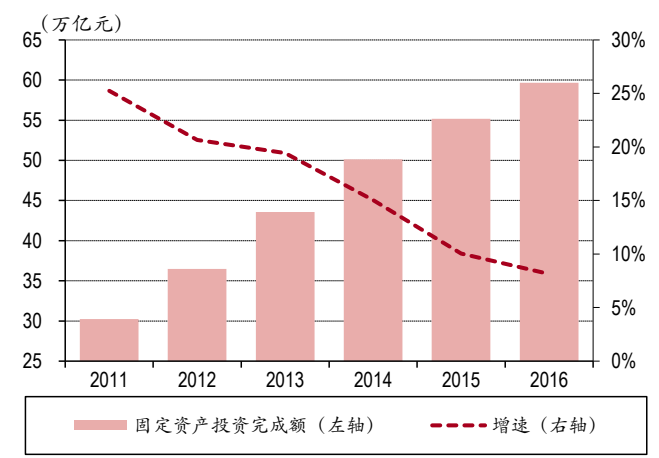
资料来源: 公司官网

行业层面：增长受限，集中度提升，PPR、PE 占比逐渐提升

固定资产投资增长减缓，行业未来增长已经趋近极限

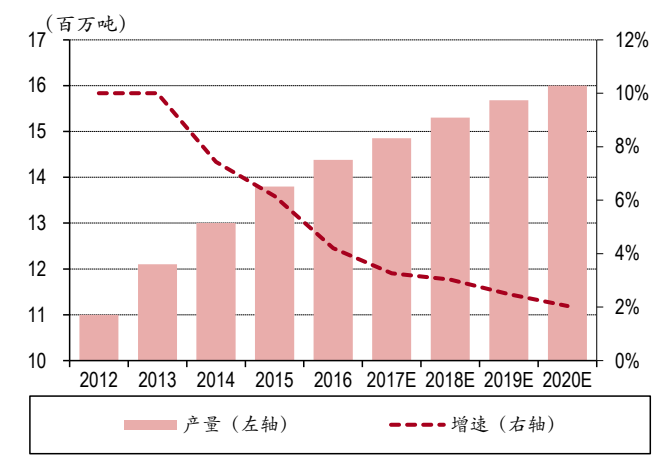
基于公司主要的产品用途都和建筑相关，意味着公司所处行业需求受建筑业影响较大，而从宏观的固定资产投资来看，我国建筑业的高速发展期已经趋向完结，直接导致塑料管道增长速度大幅下滑，在这一基础上，《中国塑料管道行业“十三五”期间（2016-2020）发展建议》中对于 2017-2020 年的增速预期呈现逐年下滑趋势，平均年化增长已经不足 3%。

图表 7. 我国固定资产投资与增速



资料来源：国家统计局

图表 8. 塑料管道产量预期与增速 (2011-2020)



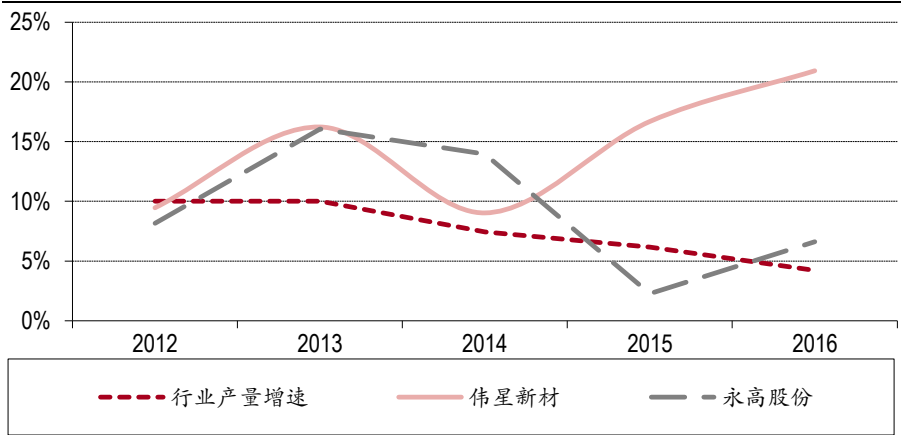
资料来源：中国塑料协会

基于行业生命周期理论，参考我国塑料管道行业增速下滑显著，且上升空间日益趋近极限，我们认为公司所处行业即将进入成熟期。

CR20 持续上升，行业集中度将进一步提升

基于产品生命周期理论，当一个行业进入成熟期后，其集中度将有一个显著提升，并且逐渐形成几个大型寡头。通过对塑料管道上市企业（一般认为上市公司在行业内处于领先地位）和行业总体对比，我们认为这一观点符合市场现实，预期未来行业集中度进一步上升。

图表 9. 上市公司收入增长与行业平均对比



资料来源：公司公告，中国塑料协会，中银证券

除了周期理论外，另一个支撑市场集中度上升的逻辑为装修消费方式的改变，互联网装修网站（JD、淘宝等）的出现使得消费端管材中消费者自选的比例会丧失，而消费者自行选配将使得消费端管材的品牌效应强化，从而进一步强化有能力塑造自身品牌的大型企业的竞争优势。

图表 10. 京东家装节



资料来源：京东官网

图表 11. 淘宝极有家

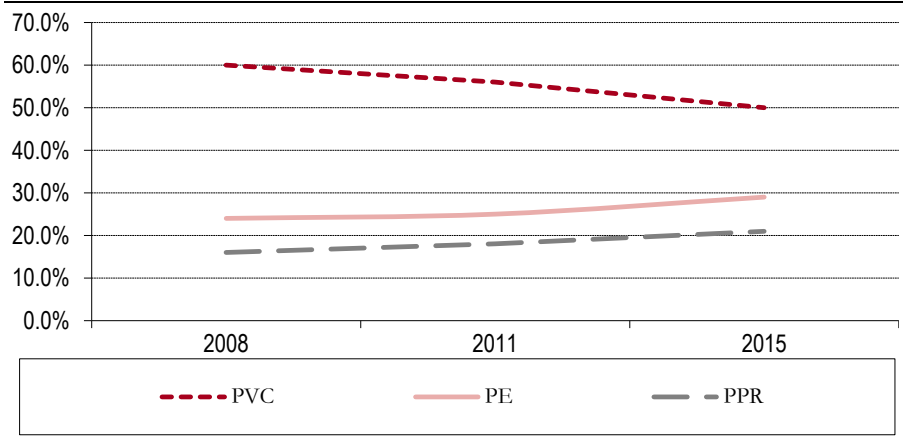


资料来源：淘宝官网

收益消费升级，PPR 份额逐渐上升

而从行业内结构来看，PPR、PE 占比不断提升，这一趋势的主要原因在于家装升级，由于管道部分总价较低，且更改成本较高（需要破开墙面），使得消费者在这一部分消费上，价格敏感性较低，从而更愿意选择安全性更高的 PPR。

图表 12. 各细分产品市场占有一览



资料来源：公开资料整理

业务层面：销售投入确保收入增长，PPR 占比提升提振盈利能力

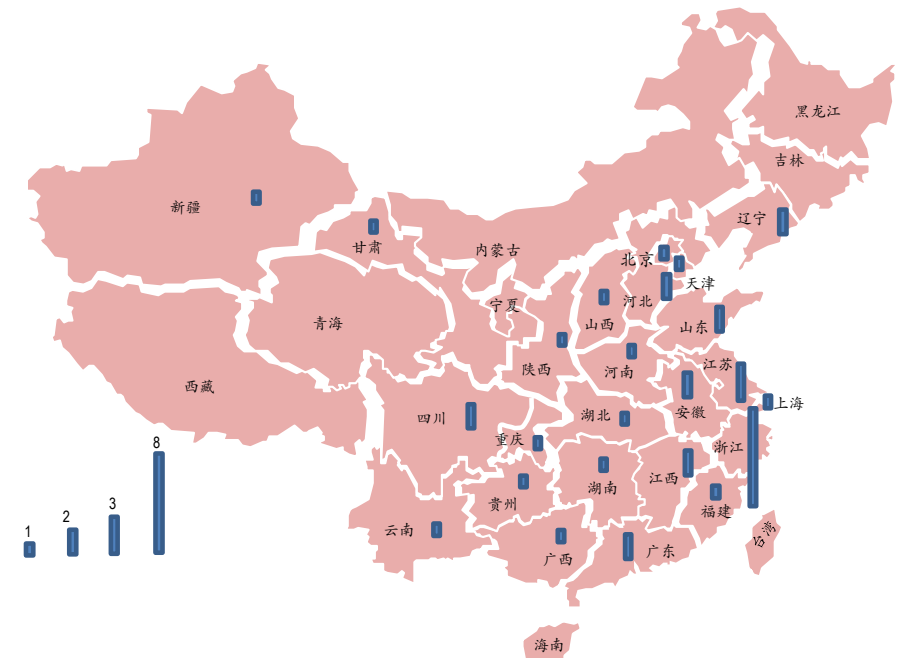
布局深远，未来增长基础坚实

如前文分析，塑料管道进入一个大型厂商拓展市场时期，公司在销售渠道与品牌塑造上双双布局，为未来市场份额扩大与收入提升奠定了坚实基础。

布局全国，销售网络遍布全国

公司采用经销+直销的营销模式。目前全国共设有 40 家分公司与办事处，销售网点突破 20,000 家。

图表 13. 公司各省市销售分公司与办事处一览



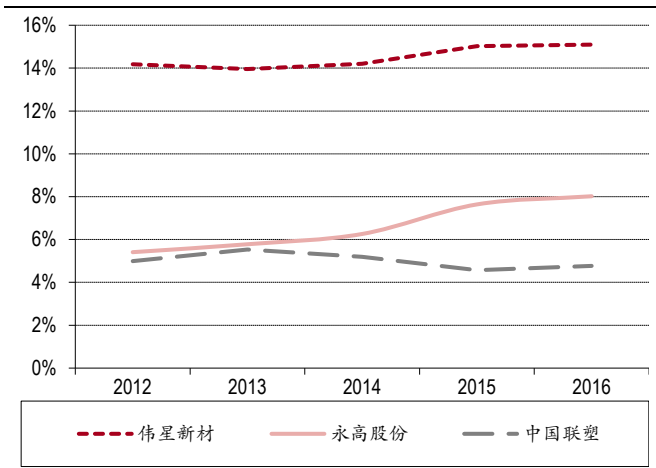
资料来源：公司官网

这一销售模式虽然导致销售费用率较其他塑料管道企业较高，但是这一模式使得公司在销售上获取以下优势：

- 1) 经销商层级为 2、3 级，减少了利润分流；
- 2) 各区域市场由销售分公司统一管理，对市场的把控能力及执行力较强；
- 3) 销售分公司直接接触市场一线，有助于提升公司对市场的反应速度。

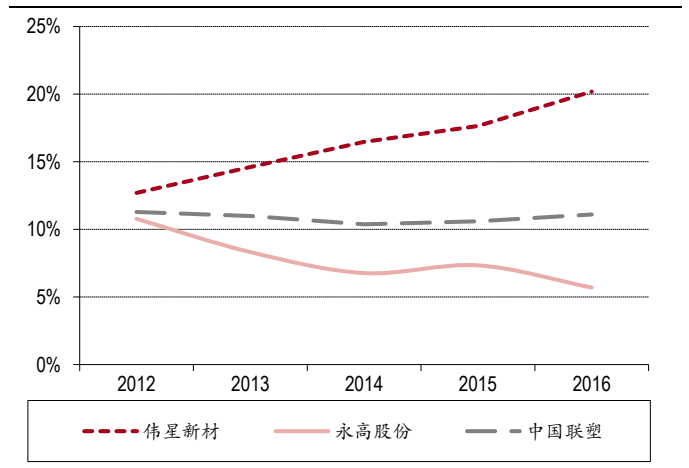
从而使得公司净利率显著高于竞争对手：

图表 14. 我国主要塑料管道公司销售费用率



资料来源：公司公告

图表 15. 我国主要塑料管道企业净利率



资料来源：公司公告

立足高远，品牌塑造风生水起

对于消费者而言，消费是一种在有限预算下将效用最大化的经济行为。而具体到装修上，是通过质量与价格的计量来达成的。由于管材属于墙内装修的一部分，除非彻底重新装修，更换管材不易，使得家装管材的置换成本极高。同时，一般而言，管材费用仅占家装的 1%-2%。所以我们有理由认为在管材消费上，消费者对管材的质量重视程度远胜于价格。

图表 16. 伟星新材邀请张国立代言



资料来源：公司官网

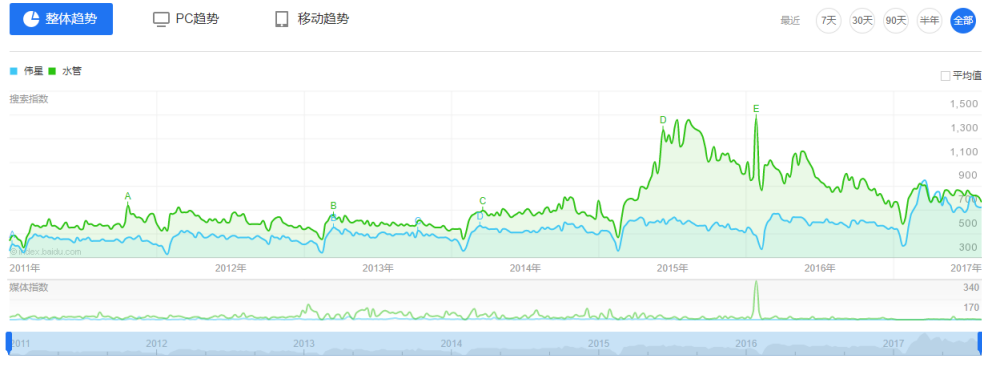
图表 17. 伟星新材星管家服务



资料来源：公司官网

而由于大多数消费者并不是专业人士，他们对于管材的判断更多的通过管材品牌来判别。公司对于此，早早的进行品牌布局，包括影星张国立代言和建设配套服务星管家等，目前互联网上，伟星的搜索率极高，处于水管品牌第一梯队。在 2017 年“浙江制造”品牌建设首期发布会上品牌价值强度得分 912 分（满分 1,000 分），品牌价值为 54.44 亿元人民币，位居浙江省建材装饰行业第二位。预期随着互联网家装的进一步铺开，伟星新材的品牌优势将为公司带来更大的收益。

图表 18. 水管与伟星百度指数对比

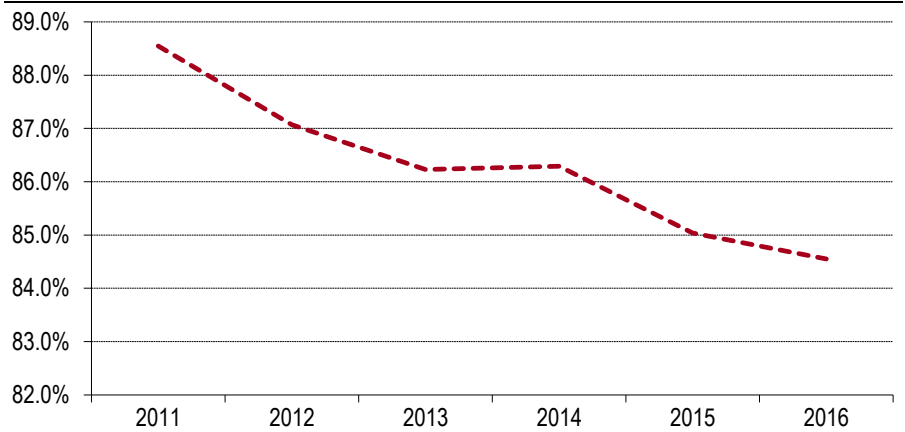


资料来源：百度指数

波澜不惊，现行油价下毛利率全面上升

如果说销售渠道与品牌建设带来了收入增长，那么不同产品的毛利率变动则是取决于产品成本的导向。根据目前三种主要产品以及公司公布的成本表，我们可以看见产品中超过 80% 的成本来自于原料采购（对外采购主要是 PVC 业务）。

图表 19. 原料成本占总成本比例



资料来源：公司公告

基于公司主要原料为石化产品，其中 PPR、PE 主要是购入原料，PVC 为直接采购，我们认为公司各产品毛利率与石油价格相关，并通过回归分析验证了这一结论。于是未来 3 年的油价变动，将决定公司的盈利水平是否会受到影响。在现有政治环境不变的情况下，由于美国不断加大石油工业的开采，其成本目前仍低于当前油价。我们认为由欧佩克牵头的串谋活动无法长久，预期石油价格在未来三年维持在 45-50 美元/标准桶的范围是大概率事件。那么公司各细分产品毛利率也将大概率维持。

图表 20. 布伦特原油现货价格

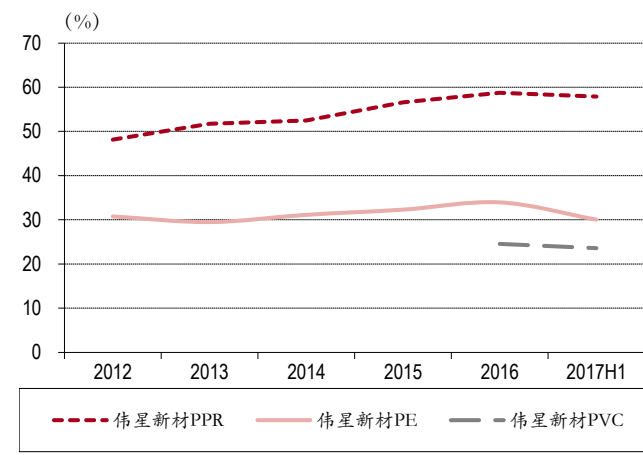


资料来源: 万得

扬长避短，PPR 占比带动盈利能力进一步上升

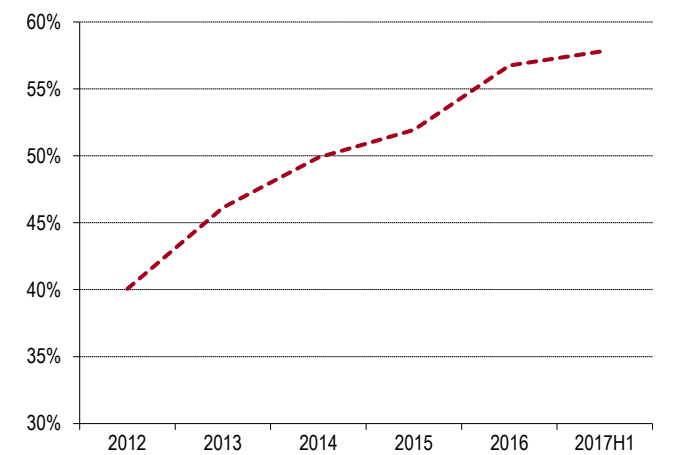
通过对于公司三大产品进一步细分，可以看出公司盈利能力最强的业务是 PPR 管道，同时 PPR 业务在收入内占比不断提升。

图表 21. 公司主要产品收入毛利率变动



资料来源: 公司公告

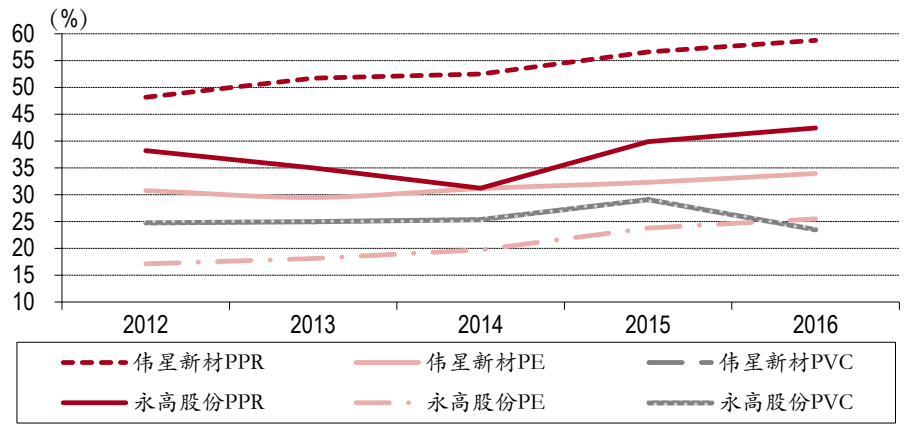
图表 22. PPR 收入占比变动



资料来源: 公司公告

而通过和永高股份的对比，我们发现公司 PE、PVC 业务和永高接近，而 PPR 业务毛利率大幅度超越永高股份，基于前文就销售费用率的对比，认为这种差距为公司销售布局导致。基于此，结合前文公司销售渠道以及公司产品品牌，预期公司未来 PPR 收入进一步加大份额，从而使得公司整体盈利能力进一步上升。

图表 23. 伟星新材与永高股份主要产品毛利率对比



资料来源：公司公告

管理层面：人员稳定，绩效提升，股权激励促使员工一同前进

大音希声，管理人员坚守确保公司稳健发展

通过对比上市公司的上市发行书与最新的半年报，我们注意到，公司管理层十分稳定，上市7年多来无重要高管变动，结合公司稳定的业绩增长，认为公司稳定的管理层结构无论是能力上还是对公司的较强归属感都给企业的稳定增长带来了基础。

图表 24. 公司上市与现时管理层对比

职位	招股说明书	2016 年年报
董事长、总经理	金红阳	金红阳
董事	章卡鹏	章卡鹏
董事	张三云	张三云
董事	谢瑾琨	谢瑾琨
董事	冯济府	冯济府
董事	徐有智	徐有智
副总经理	屈三炉	屈三炉
副总经理	施国军	施国军
董秘、副总经理	谭梅	谭梅
财务总监	陈安门	陈安门

资料来源：公司公告

股权激励计划成功推出，促使公司一力向前

公司于 2016 年 2 月再一次推出股权激励，并于 4 月通过股权大会，在进一步加强公司凝聚力的同时也促进员工与公司共同进退，为公司未来发展提供新的动力。

图表 25. 公司股权激励计划

	第一期股权激励	第二期股权激励
激励总数(万股)	1000	1800
行权价格	17.39	7.23
有效期(年)	4	4
首次实施公告日	2011/12/19	2016-05-13
方案说明	首次授予 300 万份, 占本计划拟授予限制性股票总数的 30% 第二次授予 300 万份, 占本计划拟授予限制性股票总数的 30% 第三次授予 400 万份, 占本计划拟授予限制性股票总数的 40% 本激励计划有效期为自股票期权授权日起 4 年	首次授予 540 万份, 占本计划拟授予限制性股票总数的 30% 第二次授予 630 万份, 占本计划拟授予限制性股票总数的 35% 第三次授予 630 万份, 占本计划拟授予限制性股票总数的 35% 本激励计划有效期为自股票期权授权日起 4 年
激励股票出售说明	1、激励对象为公司董事和高级管理人员的, 其在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。 2、激励对象为公司董事和高级管理人员的, 将其持有的本公司股票在买入后 6 个月内卖出, 或者在卖出后 6 个月内又买入, 由此所得收益归本公司所有, 公司董事会将收回其所得收益。	1、激励对象为公司董事和高级管理人员的, 其在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的 25%。 2、激励对象为公司董事和高级管理人员的, 将其持有的本公司股票在买入后 6 个月内卖出, 或者在卖出后 6 个月内又买入, 由此所得收益归本公司所有, 公司董事会将收回其所得收益。
激励授予条件	(一) 限制性股票的授予条件同时满足下列条件: 1、本公司未发生如下任一情形: (1) 最近一个会计年度财务报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告; (2) 最近一年内因重大违法违规行为被中国证监会予以行政处罚; (3) 中国证监会认定的其他情形。2、激励对象未发生如下任一情形: (1) 最近三年内被证券交易所公开谴责或宣布为不适当人选的; (2) 最近三年内因重大违法违规行为被中国证监会予以行政处罚的; (3) 具有《公司法》规定的不得担任公司董事、监事、高级管理人员情形的。	(一) 限制性股票的授予条件同时满足下列条件时, 公司向激励对象授予限制性股票, 反之, 若授予条件未满足, 则不予授予。1、本公司未发生如下任一情形: (1) 最近一个会计年度财务报告被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告; (2) 最近一年内因重大违法违规行为被中国证监会予以行政处罚; (3) 中国证监会认定的其他情形。2、激励对象未发生如下任一情形: (1) 最近三年内被证券交易所公开谴责或宣布为不适当人选的; (2) 最近三年内因重大违法违规行为被中国证监会予以行政处罚的; (3) 具有《公司法》规定的不得担任公司董事、监事、高级管理人员情形的; (4) 公司董事会认定其严重违反公司有关规定的。
行权或解限特别条件	以 2010 年业绩为基准, 2011 年的净利润增长率不低于 15%, 加权平均净资产收益率不低于 15%; 公司 2012 年净利润增长率不低于 30%; 加权平均净资产收益率不低于 11%; 2013 年的净利润增长率不低于 45%, 加权平均净资产收益率不低于 12%;	业绩考核目标为以 2013-2015 年平均净利润为基数, 公司 2016 年净利润增长率不低于 35%; 2016 年净利润增长率不低于 35%, 加权平均净资产收益率不低于 15%; 公司 2017 年的净利润增长率不低于 50%, 加权平均净资产收益率不低于 15%; 2018 年的净利润增长率不低于 70%, 加权平均净资产收益率不低于 15%

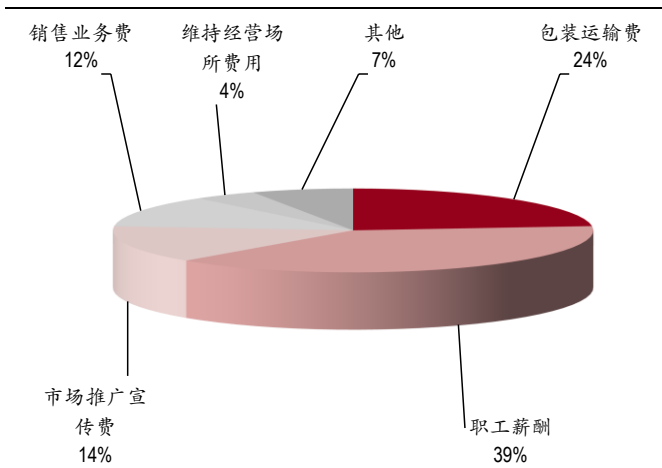
资料来源: 公司公告

财务分析

销售费用：服务人员上升导致薪酬增加，销售网点基本布局完毕

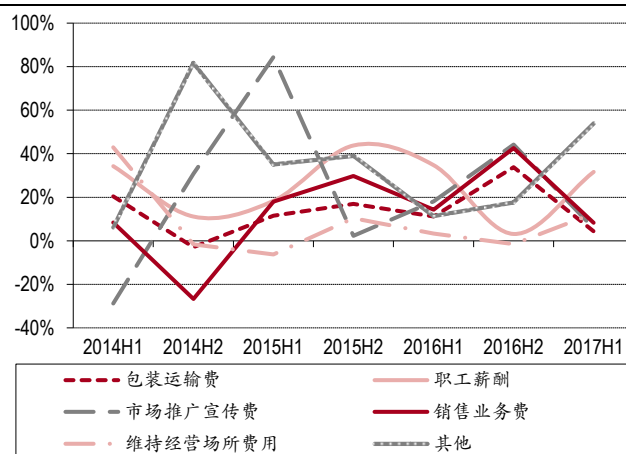
通过对于公司销售费用进行拆分，我们注意到公司在 2017 年上半年的主要销售费用子板块中职工薪酬大幅上升，主要原因为员工人数增长，考虑到公司目前短期内不会进一步扩张销售网点数量，认为未来 3 年内销售费用基本和收入同步增长。

图表 26. 公司销售费用各板块占比



资料来源：公司公告

图表 27. 公司历年销售费用增速

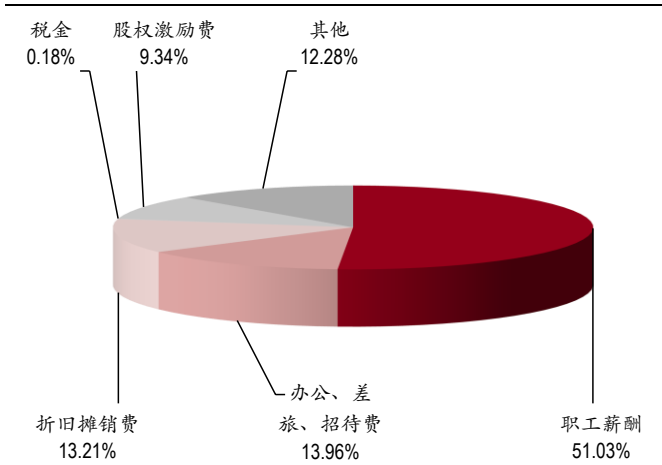


资料来源：公司公告

管理费用：长期维持稳定，未来费用率有望下滑

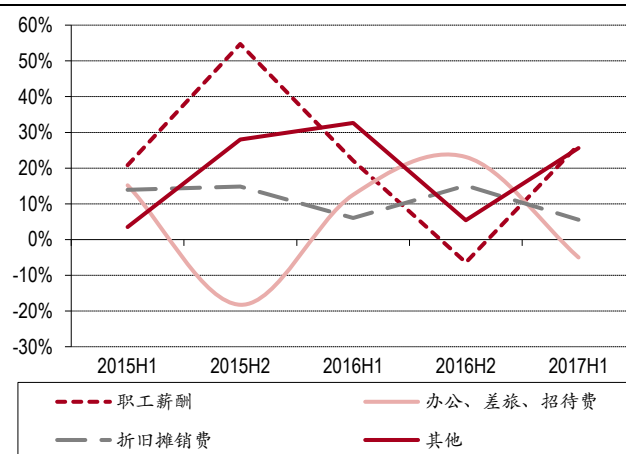
通过对于公司管理费用进行拆分，我们注意到公司在 2017 年上半年的主要子版块中上升基本保持和 2016 年上半年保持同步，增长低于收入增长，考虑到公司长期以来管理能力优异且，认为未来 3 年内管理费用基本和收入同步增长，费用率存在下滑可能。

图表 28. 公司管理费用各板块占比



资料来源：公司公告

图表 29. 公司历年管理费用增速



资料来源：公司公告

分红比例较高，回馈股东动力十足

公司自上市以来就维持着较高分红比例的传统，结合公司股东的高质押率，说明公司母公司伟星集团对于现金存在较为显著的需求，认为公司的分红比例有望维持，进一步推高公司的安全边际。

图表 30. 伟星新材历年分红比例



资料来源：公司公告

盈利预测

预测假设

为了更好的预测公司未来3年的表现，我们做了以下假设，这些假设成立的主要原因上文已有陈述，先列举如下：

1. PPR在公司中收入占比进一步上升
2. 油价不会出现大幅度波动
3. 公司未来3年不出现重大决策变动
4. 公司新业务（净水，防水）仍处于试点阶段，对收入影响有限

收入预期

基于上述假设，我们预期公司未来3年，公司主要产品收入为：

图表 31. 伟星新材未来3年主要产品收入预期

营业收入（亿元）	2017E	2018E	2019E
PPR	23.56	29.45	36.81
PE	10.45	11.81	13.34
PVC	4.99	5.54	6.15
毛利率（%）			
PPR	58	58	59
PE	33	34	34
PVC	22	20	18
营业成本（亿元）			
PPR	9.85	12.25	15.17
PE	6.98	7.85	8.81
PVC	3.87	4.44	5.05

资料来源：中银证券

盈利预测

基于测算，我们预测公司2017-2019年收入为39.5亿元、47.4亿元、56.9亿元，归属母公司净利润为8.0亿元、9.9亿元、12.3亿元，对应每股收益为0.80、0.98、1.22元，年利润增长不低于20%，增长稳定。

图表 32. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2015H1	2016H1	2017H1	同比增长(%)
营业收入	11.16	13.23	15.94	20.47
营业成本	6.40	7.19	8.77	22.04
销售费用	1.66	1.99	2.34	17.54
管理费用	0.88	1.07	1.25	17.09
财务费用	(0.02)	(0.03)	(0.03)	1.43
资产减值损益	0.05	0.04	0.01	(69.27)
营业利润	2.17	2.88	3.75	30.12
营业外收入	0.09	0.08	0.00	(95.56)
营业外支出	0.02	0.03	0.02	(33.09)
利润总额	2.24	2.94	3.74	27.03
所得税费用	0.34	0.48	0.62	29.31
少数股东损益	-	-	-	
归母净利润	1.90	2.47	3.12	26.67
毛利率(%)	43.33	46.30	45.65	(0.65)个百分点
净利率(%)	17.06	18.63	19.58	0.95个百分点

资料来源: 公司数据, 中银证券

投资建议

基于公司 2017-2019 年预期每股收益为 0.80、0.98、1.22 元，年利润增长不低于 20%，结合公司高分红的传统，安全边际较高，结合公司未来其他业务收入和产业投资基金带来的投资收益，我们认为公司合理估值在 26 倍市盈率，对应目标价 21.50 元，给予**买入**评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,747	3,321	3,951	4,735	5,690
销售成本	(1,567)	(1,813)	(2,157)	(2,554)	(3,016)
经营费用	(553)	(670)	(793)	(956)	(1,163)
息税折旧前利润	627	838	1,000	1,225	1,511
折旧及摊销	(75)	(78)	(83)	(88)	(94)
经营利润(息税前利润)	551	759	918	1,137	1,417
净利息收入/(费用)	5	9	9	12	14
其他收益/(损失)	21	27	24	24	24
税前利润	578	795	951	1,173	1,455
所得税	(94)	(125)	(149)	(184)	(228)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	484	671	801	989	1,227
核心净利润	486	674	804	992	1,229
每股收益(人民币)	0.837	0.865	0.795	0.981	1.217
核心每股收益(人民币)	0.840	0.869	0.797	0.983	1.219
每股股息(人民币)	0.619	0.600	0.556	0.687	0.852
收入增长(%)	17	21	19	20	20
息税前利润增长(%)	28	38	21	24	25
息税折旧前利润增长(%)	25	34	19	23	23
每股收益增长(%)	(5)	3	(8)	23	24
核心每股收益增长(%)	(6)	3	(8)	23	24

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	578	795	951	1,173	1,455
折旧与摊销	75	78	83	88	94
净利息费用	(5)	(9)	(9)	(12)	(14)
运营资本变动	(39)	261	10	77	107
税金	(94)	(125)	(149)	(184)	(228)
其他经营现金流	(18)	(32)	(78)	(70)	(145)
经营活动产生的现金流	497	969	807	1,072	1,269
购买固定资产净值	(5)	31	122	119	137
投资减少/增加	12	(242)	10	10	10
其他投资现金流	(133)	(238)	(244)	(237)	(275)
投资活动产生的现金流	(127)	(449)	(112)	(109)	(127)
净增权益	(358)	(465)	(561)	(693)	(859)
净增债务	0	0	75	5	10
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	150	221	297	(91)	(207)
融资活动产生的现金流	(208)	(217)	(136)	(676)	(835)
现金变动	163	303	559	288	306
期初现金	549	741	1,014	1,573	1,861
公司自由现金流	371	520	695	964	1,141
权益自由现金流	365	511	761	957	1,137

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,037	1,410	1,998	2,311	2,668
应收帐款	275	253	247	263	274
库存	404	469	519	557	647
其他流动资产	68	81	89	92	98
流动资产总计	1,785	2,214	2,853	3,223	3,687
固定资产	813	865	882	892	915
无形资产	244	275	297	318	339
其他长期资产	49	304	309	314	319
长期资产总计	1,106	1,444	1,488	1,524	1,572
总资产	2,901	3,671	4,346	4,748	5,261
应付帐款	146	262	290	304	342
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	340	639	619	706	803
流动负债总计	486	902	909	1,010	1,145
长期借款	0	0	75	80	90
其他长期负债	22	22	22	22	22
股本	579	776	1,008	1,008	1,008
储备	1,815	2,091	2,331	2,628	2,996
股东权益	2,393	2,866	3,340	3,636	4,004
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,901	3,671	4,346	4,748	5,261
每股帐面价值(人民币)	4.14	3.70	3.31	3.61	3.97
每股有形资产(人民币)	3.71	3.34	3.02	3.29	3.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.28)	(1.31)	(1.49)	(1.77)	(2.06)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.8	25.2	25.3	25.9	26.6
息税前利润率(%)	20.1	22.9	23.2	24.0	24.9
税前利润率(%)	21.1	24.0	24.1	24.8	25.6
净利率(%)	17.6	20.2	20.3	20.9	21.6
流动性					
流动比率(倍)	3.7	2.5	3.1	3.2	3.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	1.9	2.6	2.6	2.7
估值					
市盈率(倍)	20.9	20.3	22.1	17.9	14.4
核心业务市盈率(倍)	20.9	20.2	22.0	17.8	14.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	25.6	24.7	27.0	21.9	17.6
市净率(倍)	4.2	4.7	5.3	4.9	4.4
价格/现金流(倍)	20.4	14.0	21.9	16.5	13.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.0	19.9	16.2	13.0	10.3
周转率					
存货周转天数	91.8	87.9	83.6	76.9	72.9
应收帐款周转天数	34.1	29.0	23.1	19.7	17.2
应付帐款周转天数	18.1	22.5	25.5	22.9	20.7
回报率					
股息支付率(%)	73.9	69.4	70.0	70.0	70.0
净资产收益率(%)	21.5	25.5	25.8	28.4	32.1
资产收益率(%)	16.9	19.5	19.3	21.1	23.9
已运用资本收益率(%)	5.4	6.4	6.4	6.9	7.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

永高股份 (002641.CH/人民币 5.21, 未有评级)

中国联塑(2128.HK/港币 4.67, 未有评级)

以2017年8月23日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371