

002372.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 16.11

板块评级:

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.1)	(4.2)	(12.8)	1.2
相对深证成指	(8.1)	(4.5)	(14.9)	(7.3)

发行股数(百万)	1,592
流通股(%)	90
总市值(人民币 百万)	25,649
3个月日均交易额(人民币 百万)	115
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
大成基金管理有限公司-社保基金 1101 组合	1

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 10 月 27 日收市价为标准

相关研究报告

《伟星新材: 成本上涨无碍扩张, 经营稳健彰显龙头实力》20210812

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材
证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

伟星新材

经营与扩张依旧稳健, 国际化布局加速

公司发布 2021 年三季报, 前三季度公司营收 40.3 亿元, 同增 25.0%; 归母净利润 7.7 亿, 同增 5.3%; EPS0.49 元/股。收购新加坡捷流公司, 国际化进程进一步加速, 技术与核心竞争力有望加强。

支撑评级的要点

- **Q3 营收保持增长, 利润小幅下滑:** Q3 公司营收 16.4 亿元, 同增 15.8%, 归母净利润 3.60 亿元, 同减 4.9%, EPS0.23 元/股。单季度营收环比与同比均保持增长, 增速环比回落。Q3 经营活动现金流入 19.89 亿元, 净流量 4.74 亿元, 现金流同比环比均保持较高增长, 公司现金依然稳健。
- **费用率稳中有降, 彰显龙头控制能力:** Q3 公司毛利率 41.9%, 环比基本持平, 净利率 22.0%, 环比增长 1.7%, 在毛利率保持稳定的情况下, 公司净利率有所增长; Q3 公司的综合费用率为 15.0%, 同比下降 17.9%
- **国际化战略成效显著:** 1.泰国生产基地顺利投产, 产品走出去进展顺利; 2.国际化营销进展顺利, 目前已完成重点市场的产品认证; 3.公司跟随“一带一路”战略, 海外大客户拓展顺利; 4.公司品牌国际化, “VASEN”商标已取得国际认可。
- **C 端龙头优势明显, 提价市场接受度高:** 公司是 C 端管材龙头, 在 C 端拥有良好的品牌与服务优势, 产品附加值较高; C 端消费者对公司产品价格变动并不敏感, 调价后市场接受程度较高。公司产品及生产过程绿色无污染, 能耗问题对公司较小。

估值

- 公司业绩表现符合预期, 我们维持原有盈利预测。预计 2021-2023 年公司收入为 60.9、69.3、79.9 亿元; 归母净利润分别为 12.8、15.7、18.9 亿元; EPS 分别为 0.80、0.99、1.19 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- “零售+工程”拖累公司现金流、“同心圆战略”不及预期、渠道拓展不及预期、新区域开发不及预期、原料价格上涨挤压利润空间

投资摘要

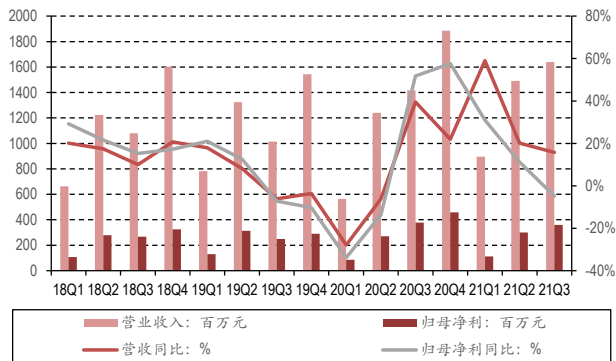
年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,664	5,105	6,086	6,931	7,985
变动(%)	2	9	19	14	15
净利润(人民币 百万)	983	1,193	1,276	1,574	1,891
全面摊薄每股收益(人民币)	0.618	0.749	0.802	0.989	1.188
变动(%)	0.0	21.3	7.0	23.3	20.2
市场预期每股收益(人民币)			0.860	1.000	1.150
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.802	0.978	1.178
调整幅度(%)			(0.0)	1.0	0.8
全面摊薄市盈率(倍)	26.1	21.5	20.1	16.3	13.6
价格/每股现金流量(倍)	22.6	27.5	22.8	18.8	15.7
每股现金流量(人民币)	0.71	0.59	0.71	0.86	1.03
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	17.4	19.8	16.3	13.7
每股股息(人民币)	0.49	0.49	0.47	0.58	0.69
股息率(%)	3.1	3.1	2.9	3.6	4.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q3 营收保持增长，利润小幅回落

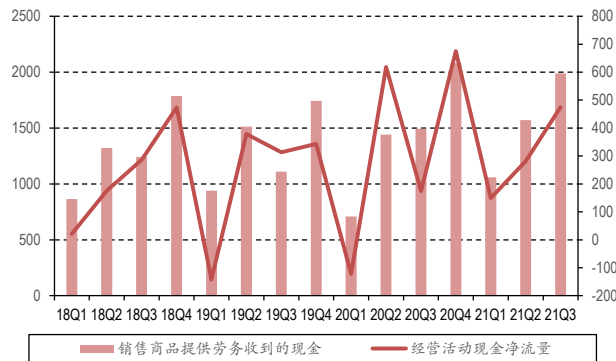
事件：公司发布 2021 年三季报，前三季度公司营收 40.3 亿元，同增 25.0%；归母净利 7.7 亿，同增 5.3%；EPS0.49 元/股。Q3 公司营收 16.4 亿元，同增 15.8%，归母净利 3.60 亿元，同减 4.9%，EPS0.23 元/股。单季度营收环比与同比均保持增长，增速环比回落。Q3 经营活动现金流入 19.89 亿元，净流量 4.74 亿元，现金流同比环比均保持较高增长，公司现金依然稳健。

图表 1. 公司营收与利润保持稳定增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 公司现金流依然保持增长

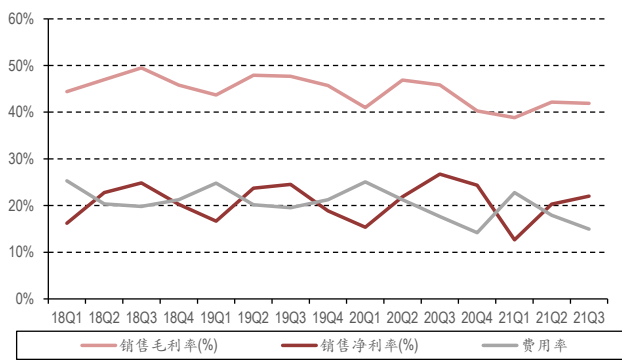


资料来源：公司公告，中银证券

二、费用管控良好，毛利率稳定，净利率回升

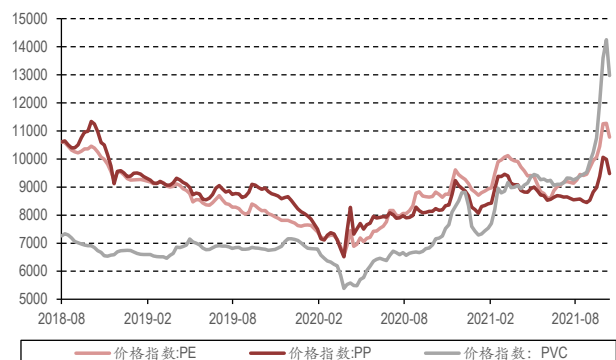
费用率稳中有降，彰显龙头控制能力：Q3 公司毛利率 41.9%，环比基本持平，净利率 22.0%，环比增长 1.7%，在毛利率保持稳定的情况下，公司净利率有所增长，主要是公司的费用管控发挥了作用。Q3 公司的综合费用率为 15.0%，同比下降 17.9%；销售/管理/研发/财务四项费用率分别为 9.3%/3.7%/2.6%/-0.6%，环比分别下降 0.3%/2.7%/0.3%/增长 0.2%，其中管理费用下降显著。三季度公司产品的主要原材料 PP、PE、PVC 中，PP 与 PE 相对稳定，PVC 价格上涨显著，但公司 PVC 产品占比较低，约 15%。面对原材料价格上涨，公司一方面根据成本加成原则已对管材、防水、净水等产品进行提价，提价幅度基本覆盖成本上涨；另一方面，公司积极对内深挖潜能，通过技术改造降本降耗，通过自动化、信息化融合，加强智能制造，提高生产与管理效率，化解部分成本压力。

图表 3. Q3 毛利率 41.9%，净利率增长 1.7% 至 22.0%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 原材料价格较去年同期涨幅较大



资料来源：万得，中银证券

C 端龙头优势明显，提价市场接受度高：公司是 C 端管材龙头，在 C 端拥有良好的品牌与服务优势，产品附加值较高；C 端消费者对公司产品价格变动并不敏感，调价后市场接受程度较高。今年上半年公司上调了多年未变的零售产品价格体系，市场反应来看，提价效果较好，并未明显影响销量，市场拓展仍然顺利进行。

能耗限制对公司影响较小：公司产品及生产过程绿色无污染，也不属于高能耗企业，目前限电及双控政策对公司影响不大，电价涨幅会放宽到 20%，但并非涨幅不受限的生产企业。电价会对公司成本产生部分冲击，但总体可控。

三、收购新加坡捷流公司 100% 股权，提升公司系统集成设计与服务能力

收购新加坡捷流公司 100% 股权，加速国际布局，提升核心竞争力：公司拟通过全资伟星新加坡公司以自有资金 1,700 万新加坡币（约合人民币 8058.2 万元）收购新加坡捷流子公司 100% 股权。捷流公司是一家专业从事排水系统设计与施工服务的集成系统运营商，亚太地区领先的排水管理专家，也是全球虹吸排水领域的技术领导者。公司此次收购不仅可以加速公司在新加坡及东南亚市场的竞争力，同时可以增强公司在虹吸排水等领域的技术优势，增强公司核心竞争力。

国际化战略成效显著：近来公司加快了国际化进程，并取得了不菲的成效：1. 泰国生产基地顺利投产，产品走出去进展顺利；2. 国际化营销进展顺利，目前已完成重点市场的产品认证；3. 公司跟随“一带一路”战略，海外大客户拓展顺利；4. 公司品牌国际化，“VASEN”商标已取得国际认可。

图表 5. 2021Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q3	2021Q3	同比增长(%)
营业收入	1,415.99	1,639.78	15.80
营业税及附加	12.05	13.05	8.31
净营业收入	1,403.93	1,626.73	15.87
营业成本	766.89	952.94	24.26
销售费用	171.65	152.34	(11.25)
管理费用	86.61	103.05	18.99
财务费用	(8.05)	(9.99)	(24.09)
资产减值损失	1.28	(1.38)	(207.96)
营业利润	442.98	419.39	(5.33)
营业外收入	0.87	0.78	(10.80)
营业外支出	0.44	0.63	43.19
利润总额	443.41	419.53	(5.38)
所得税	65.02	58.61	(9.85)
少数股东损益	0.76	1.60	110.51
归属母公司股东净利润	377.64	359.33	(4.85)
扣除非经常性损益的净利润	364.01	350.67	(3.67)
每股收益(元)	0.24	0.23	(4.17)
扣非后每股收益(元)	0.23	0.22	(4.35)
毛利率(%)	45.84	41.89	减少 3.95 个百分点
净利率(%)	26.72	22.01	减少 4.71 个百分点
销售费用率(%)	12.12	9.29	减少 2.83 个百分点
管理费用率(%)	6.12	6.28	增加 0.17 个百分点
财务费用率(%)	(0.57)	(0.61)	减少 0.04 个百分点

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2021Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q1-3	2021Q1-3	同比增长(%)
营业收入	3,220.64	4,026.47	25.02
营业税及附加	28.91	34.38	18.91
净营业收入	3,191.73	3,992.09	25.08
营业成本	1,758.68	2,363.05	34.36
销售费用	422.00	408.82	(3.12)
管理费用	265.67	346.41	30.39
财务费用	(32.11)	(38.51)	(19.90)
资产减值损失	(12.93)	(3.24)	74.96
营业利润	870.77	916.31	5.23
营业外收入	1.86	1.49	(19.83)
营业外支出	2.19	2.62	19.75
利润总额	870.44	915.18	5.14
所得税	134.16	138.19	3.00
少数股东损益	2.07	4.07	96.73
归属母公司股东净利润	734.20	772.92	5.27
扣除非经常性损益的净利润	704.10	743.88	5.65
每股收益(元)	0.46	0.49	6.52
扣非后每股收益(元)	0.45	0.47	4.44
毛利率(%)	45.39	41.31	减少 4.08 个百分点
净利率(%)	22.86	19.30	减少 3.56 个百分点
销售费用率(%)	29.80	24.93	减少 4.87 个百分点
管理费用率(%)	18.76	21.13	增加 2.36 个百分点
财务费用率(%)	(2.27)	(2.35)	减少 0.08 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,664	5,105	6,086	6,931	7,985
销售成本	2,498	2,884	3,606	3,840	4,329
经营费用	898	850	1,108	1,386	1,597
息税折旧前利润	1,277	1,474	1,556	1,888	2,241
折旧及摊销	116	135	127	129	130
经营利润(息税前利润)	1,161	1,339	1,429	1,759	2,111
净利息收入/(费用)	34	43	47	61	76
其他收益/(损失)	11	71	65	65	65
税前利润	1,194	1,382	1,476	1,820	2,187
所得税	211	189	200	246	296
少数股东权益	2	3	3	4	6
净利润	983	1,193	1,276	1,574	1,891
核心净利润	972	1,122	1,211	1,509	1,826
每股收益(人民币)	0.618	0.749	0.802	0.989	1.188
核心每股收益(人民币)	0.611	0.705	0.761	0.948	1.147
每股股息(人民币)	0.494	0.494	0.470	0.580	0.690
收入增长(%)	2	9	19	14	15
息税前利润增长(%)	1	15	7	23	20
息税折旧前利润增长(%)	2	15	6	21	19
每股收益增长(%)	0	21	7	23	20
核心每股收益增长(%)	4	15	8	25	21

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,194	1,382	1,476	1,820	2,187
折旧与摊销	116	135	127	129	130
净利息费用	(34)	(43)	(47)	(61)	(76)
运营资本变动	(449)	107	40	83	83
税金	423	454	231	265	321
其他经营现金流	(1,254)	(475)	(505)	(553)	(657)
经营活动产生的现金流	895	1,346	1,243	1,517	1,821
购买固定资产净值	169	197	1	0	0
投资减少/增加	(129)	250	(63)	(63)	(63)
其他投资现金流	509	45	47	61	76
投资活动产生的现金流	469	(402)	109	124	139
净增权益	4	137	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	944	796	898	1,108	1,318
其他融资现金流	157	8	150	0	0
融资活动产生的现金流	(782)	(651)	(748)	(1,108)	(1,318)
现金变动	581	292	604	533	642
期初现金	962	1,691	1,547	2,182	2,715
公司自由现金流	1,364	944	1,352	1,641	1,960
权益自由现金流	1,521	952	1,502	1,641	1,960

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,691	1,547	2,182	2,715	3,357
应收帐款	264	292	345	389	445
库存	728	769	913	1,035	1,188
其他流动资产	361	337	337	337	337
流动资产总计	3,044	2,946	3,776	4,476	5,327
固定资产	1,195	1,231	1,152	1,043	926
无形资产	265	258	249	241	232
其他长期资产	271	614	575	563	560
长期资产总计	1,731	2,102	1,976	1,847	1,718
总资产	4,774	5,048	5,752	6,324	7,045
应付帐款	319	399	529	561	628
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	524	269	295	347	406
流动负债总计	842	668	824	908	1,033
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	33	50	67	84
股本	1,573	1,592	1,911	1,911	1,911
储备	2,333	2,755	2,968	3,438	4,016
股东权益	3,906	4,347	4,878	5,348	5,927
少数股东权益	19	24	27	32	37
总负债及权益	4,774	5,048	5,752	6,324	7,045
每股帐面价值(人民币)	2.44	2.72	2.54	2.78	3.08
每股有形资产(人民币)	2.36	2.96	2.87	3.18	3.56
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.87)	(0.94)	(1.12)	(1.39)	(1.71)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.4	28.9	25.6	27.2	28.1
息税前利润率(%)	24.9	26.2	23.5	25.4	26.4
税前利润率(%)	25.6	27.1	24.3	26.3	27.4
净利率(%)	21.1	23.4	21.0	22.8	23.8
流动性					
流动比率(倍)	3.6	4.4	4.6	4.9	5.2
利息覆盖率(倍)	38.0	34.6	33.0	30.8	29.5
净权益负债率(%)	(42.6)	(34.8)	(43.7)	(49.5)	(55.2)
速动比率(倍)	2.7	3.3	3.5	3.8	4.0
估值					
市盈率(倍)	26.1	21.5	20.1	16.3	13.6
核心业务市盈率(倍)	26.4	22.9	21.2	17.0	14.0
市净率(倍)	6.6	5.9	6.3	5.8	5.2
价格/现金流(倍)	22.6	27.5	22.8	18.8	15.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.8	17.4	19.8	16.3	13.7
周转率					
存货周转天数	57.0	55.0	54.7	54.5	54.3
应收帐款周转天数	20.6	20.9	20.7	20.5	20.3
应付帐款周转天数	46.6	50.5	53.5	53.3	52.9
回报率					
股息支付率(%)	80.0	66.0	58.6	58.7	58.1
净资产收益率(%)	25.2	27.5	26.2	29.5	32.0
资产收益率(%)	20.6	23.7	22.2	25.0	26.9
已运用资本收益率(%)	24.3	26.4	25.1	28.1	30.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限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股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限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。

中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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。中银国际证券股份有限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，中银国际证券股份有限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股份有限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。中银国际证券股份有限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股份有限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。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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