

湘财证券研究所

基础化工研究小组

张啸伟

Tel: 021-68634518-8221

 E-Mail: zxw2838@xcsc.com

田蓓

Tel: 021-68634518-8020

 E-Mail: tb2848@xcsc.com

高为

Tel: 021-68634518-8608

 E-Mail: gw2603@xcsc.com

发行上市资料

股本结构

发行前股本：19,000 万股

发行股本：6340 万股

占发行后股本比例：25%

股票价格

建议询价区间：15.8 -18.4 元

发行情况

发行前 EPS (09)：0.7 元/股

发行前每股 BPS (09)：1.6 元/股

主承销商：东北证券

- 营销模式占优的塑料管道龙头企业** 公司主要产品为无规共聚聚丙烯 (PPR) 系列管材及管件、聚乙烯 (PE) 系列管材及管件、高密度聚乙烯 (HDPE) 双壁波纹管 and 聚丁烯 (PB) 管材管件等。产品主要应用领域集中在建筑内给水、建筑排水、城乡 (室外) 给水、埋地排水等领域。经过多年的开拓经营，公司目前已成为国内塑料管道行业产品系列化、生产规模化、经营品牌化的实力企业之一。公司 PE 管 08 年市场占有率为 3.06%，PPR 管的 08 市占率为 5.85%，HDPE 管市占率为 3.13%，均居行业前列
- 公司优势包括行业领先的研发实力和科研队伍，强大的销售网络和产品质量优势**
 - 1) **行业领先的研发实力和科研队伍**：公司是浙江省科学技术厅认定的高新技术企业，子公司上海建材是上海市高新技术企业，公司拥有一个省级高新技术研发中心，拥有一支经验丰富、高素质的研发队伍，其中两位技术研发骨干受聘为中国塑料加工工业协会塑料管道专家；
 - 2) **强大的销售网络**：庞大，有效，扁平化的销售模式是公司最大看点，公司目前销售网点 13600 多家，每家销售网点都是伟星花费数千元进行改造，包括形象宣传，货架陈列等，保证了每个网点都是伟星的一面广告牌，伟星的产品都可以处在消费者最佳视线内的陈列位置上。同时伟星计划到 2012 年网点数扩建至 20000 家。这种直接面对消费者，并且通过削减中间层级，只有公司和零售商两个层次的更为直接的经销模式，保证了公司对终端网点的价格控制能力，避免了恶性低价竞争，保证了产品的盈利水平，维持了伟星的品牌形象
- 城镇化大幕拉启，管材未来增长无忧，公司所处行业未来可保持 20% 增长** 管材下游应用大多直接或与地产行业相关，我们选 2000-2008 年的年度数据，管材行业与地产竣工面积间存在较强正相关关系。而中国 2008 年的城镇化水平为 46%，相比发达国家 80% 以上的城镇化率，假设每年 0.8 个百分点的城市化进程来计算，每年需要为 1000 万人提供住房，中国房地产行业还将有 20 年的高速发展，管材行业未来也将搭载地产保持高增长。行业协会预测 2015 年管材产量在 750 万吨，而因为 PVC 管道因为自身的缺陷，其增速将低于管材行业增速，而公司生产的新型塑料管道 (包括 PPR、PE、PB 等) 行业增长速度预计将超过 20%
- 募投项目分析** 目前行业集中度低，其原因还是管件管材技术壁垒低，市场竞争激烈；但是从另外一个角度来看，行业集中度的提升正需要行业中优秀企业来推动，资质好的企业必然不仅能分享到行业成长，还能够在行业成长中获得更大的市场份额，从而能够以高于行业平均速度成长，这一过程首先需要企业产品质量过硬，品牌优质，更重要的是需要庞大，扁平而有效的销售网络支持，我们看好公司未来发展也是基于这一原因。而本次募投项目立足于公司的现有主营业务，完全达产后是现有产能 1.5 倍，募投项目将提高公司市场占有率，促进行业集中

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	93071.3	120768.5	149256.5	174456.1
毛利	36441.3	43730.12	53075.18	63904.89
期间费用	19675	24154	29851	36636
营业利润	15917	19576	23224	27269
净利润	13262	16640	19740	23179
Eps(元/股)	0.52	0.66	0.78	0.91

目录

国内塑料管道龙头企业	4
公司主营业务分析	4
公司优势分析	5
塑料管道及公司所处行业前景分析	6
发行与募投项目分析	7
公司发行前后股权结构对比	7
募投产能助公司成为业内翘楚	8
盈利预测与投资建议	8
盈利预测主要假设	8
投资建议	9
主要风险	9

图目录

图 1 PPR 管件管材利润占比高达 50%（09 年）.....	4
图 2 09 年受益原材料价格下跌，产品毛利率上升.....	4
图 3 中国塑料管道行业 2015 年产量将达到 750 万吨.....	6
图 4 管材具体下游应用与地产关联度强.....	6
图 5 管材产量与当年房屋竣工面积相关性较强.....	7

表目录

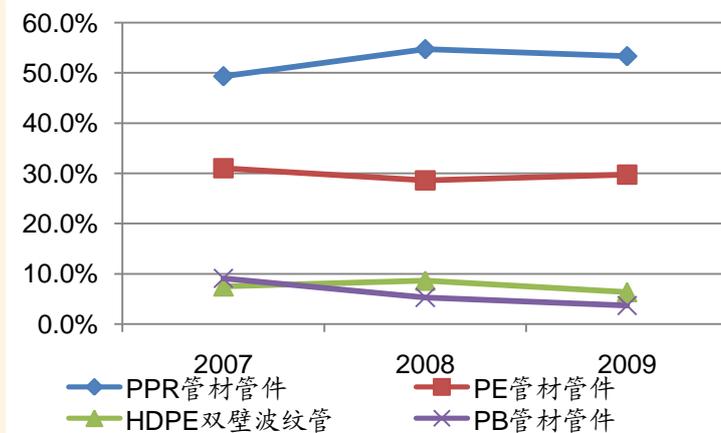
表 1 公司现有产品主要产品及其用途.....	4
表 2 伟星新材发行前后股权结构.....	7
表 3 募集资金项目明细.....	8
表 4 盈利预测假设.....	8
表 5 盈利预测简表.....	9

国内塑料管道龙头企业

公司主营业务分析

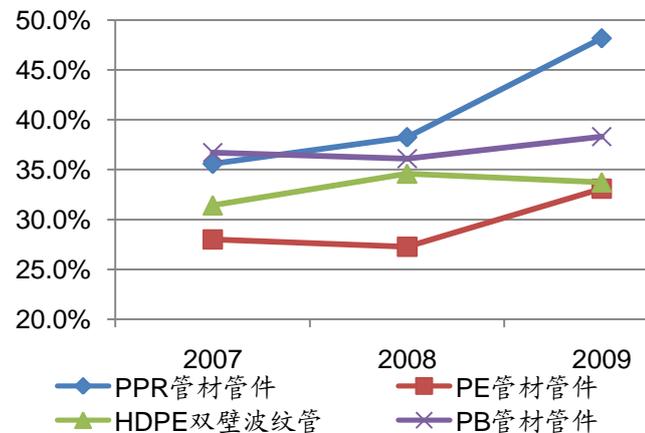
公司主要产品为无规共聚聚丙烯（PPR）系列管材及管件、聚乙烯（PE）系列管材及管件、高密度聚乙烯（HDPE）双壁波纹管 and 聚丁烯（PB）管材管件等。产品主要应用领域集中在建筑内给水、建筑排水、城乡（室外）给水、埋地排水等领域。经过多年的开拓经营，公司目前已成为国内塑料管道行业产品系列化、生产规模化、经营品牌化的实力企业之一。公司 PE 管 08 年市场占有率为 3.06%，PPR 管的 08 市占率为 5.85%，HDPE 管市占率为 3.13%，均居行业前列。

图 1 PPR 管件管材利润占比高达 50%（09 年）



资料来源：公司公告、湘财证券研究所

图 2 09 年受益原材料价格下跌，产品毛利率上升



资料来源：公司公告、湘财证券研究所

表 1 公司现有产品主要产品及其用途

产品	用途	
PPR 系列管材管件	PPR 管	建筑冷热水管道市场
	F-PPR 复合管	高档建筑冷热水管道市场；建筑主立管市场
	PPR/AL 复合管	户外抗老化管道市场；中央空调管道；高温散热片采暖市场
PE 系列管材管件	PE 城乡给水管	市政给水、农村给水
	PE 同层/虹吸排水管	建筑排水
	PE 地源热泵专用管	中央空调、热水供应
	地板采暖用 PE-RT 管	低温地板辐射采暖
HDPE 双壁波纹管	HDPE 双壁波纹管	室外排水排污、工业排污、低压灌溉、垃圾填埋
PB 系列产品	采暖用 PB 管	高温散热器采暖、地板辐射采暖
	PB 阻氧管	

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

公司优势分析

行业领先的研发实力和科研队伍：公司是浙江省科学技术厅认定的高新技术企业，子公司上海建材是上海市高新技术企业，公司在研发团队、技术开发、产品配套、系统设计、应用技术等方面具有很强的实力。公司拥有一个省级高新技术研发中心，拥有一支经验丰富、高素质的研发队伍，其中两位技术研发骨干受聘为中国塑料加工工业协会塑料管道专家；此外，公司还聘请了 5 名国内知名塑料管道行业的专家为公司技术顾问。公司拥有 57 项专利和 15 项专利申请权，主持起草了 3 项国家标准和 12 项行业标准，先后开发投产和储备了 40 多项新产品新技术。公司率先开发的 F-PPR 复合管填补了国内空白，被认定为“上海市高新技术成果转化项目”；自主开发的大口径 HDPE 双壁波纹管，被国家经贸委列为“双高一优”项目；扩口部位采用自有专利技术进行扩口增强，是国内少数几家达到国家标准关于扩口壁厚要求的企业之一；最新研发的 PP 双壁波纹管具有耐高温、高环刚度（高达 SN16），可适用于化学工业有耐温要求的污水排放场合。

营销网络优势：公司不仅拥有工程市场的销售渠道，还拥有强大的经销商销售渠道。截至 2009 年末，公司已在全国主要城市设立了 12 家销售子公司、30 多家销售办事处，专职营销人员近 600 人，经销网点总家数（包括公司直接分销零售网点和经销商下级零售网点）13,600 多家，覆盖国内各大中城市。公司营销网络最重要的优势在于扁平化，控制力与一定程度的排他性：1）公司采用在“乡镇”至“地级市”之间的不同区域设立区域经销商的同时，建立了只有公司和零售商两个层次的更为直接的经销模式。这一模式有效减少了销售的中间环节，保证了公司产品销售能够获得较高的毛利率。截至 2009 年末，公司区域经销商 999 家，通过区域经销商管理的销售网点达到 6,230 家，公司直接分销网点达到 7,395 家，经销网点总家数达到 13,625 家。2007 年、2008 年和 2009 年，通过经销模式实现销售收入约占公司主营业务收入 69.76%、68.39%和 65.15%；区域经销商要专一销售公司产品，不得代理其他厂家同类产品；公司通过通过标准化的销售合同管理、经销商窜货控制、价格管理、打假维权、客户服务操作流程指导、广告促销审批与核销管理等方式，有效的规范了市场经营秩序，保护公司和各级经销商的利益。

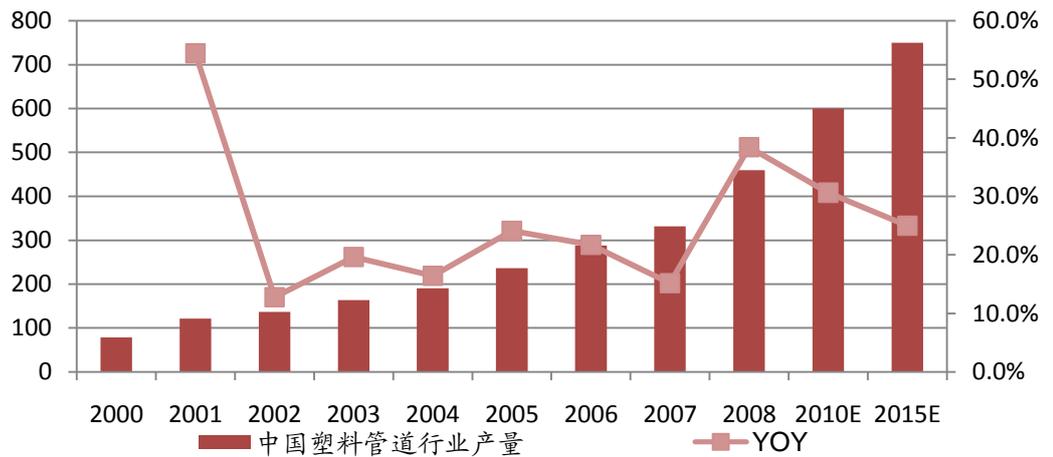
产品品牌与质量优势：经过多年的市场开拓和培育，“伟星”品牌已经成为国内塑料管道行业著名品牌，在国内市场上建立起了良好的声誉，拥有稳定的客户群。公司自成立以来，先后荣获“浙江名牌产品”、“上海名牌产品”、“中国名牌产品”、“浙江省著名商标”、“浙江省知名商号”、“中国驰名商标”等荣誉称号。公司生产的 PPR 系列管道产品凭借优异的性能成为国内建筑内给水管道市场的主流产品，在华东、东北、华北等区域已形成强势品牌效应，成为国内中高档建筑冷热水管道供应商之一。PE 给水管是饮用水工程“输送健康”的理想管道，成为各大自来水公司及农村饮用水管网改造的首选品牌之一。PE 系列管材管件产品在地源热泵、同层/虹吸排水、地板采暖等领域具有较高的知名度和市场占有率，且经过严格竞标，成功应用于国家体育馆鸟巢、水立方、奥运森林公园、奥运村运动员宿舍等奥运工程。公司是国内少数几家可以生产 PE 大口径（直径到 1200mm）双壁波纹管的企业，直径 500-1200mm 范围的 HDPE 双壁波纹管在华东地区具有很高的市场占有率。HDPE 双壁波纹管深受华东市场客户的青睐，成为华东区域的首选品牌。公司自行研制开发的非开挖用 MPP 电力护套管广泛应用于各大城市电网改造

工程。

塑料管道及公司所处行业前景分析

城镇化推动塑料管道未来发展：近十几年来中国的塑料管道行业发展迅速，产量从1990年的不到20万吨增长到2000年近80万吨，并保持了15%左右的年增长率。自2000年起，中国塑料管道产量已列全球第2位，2008年我国塑料管的总产量已经到达459.3万吨。

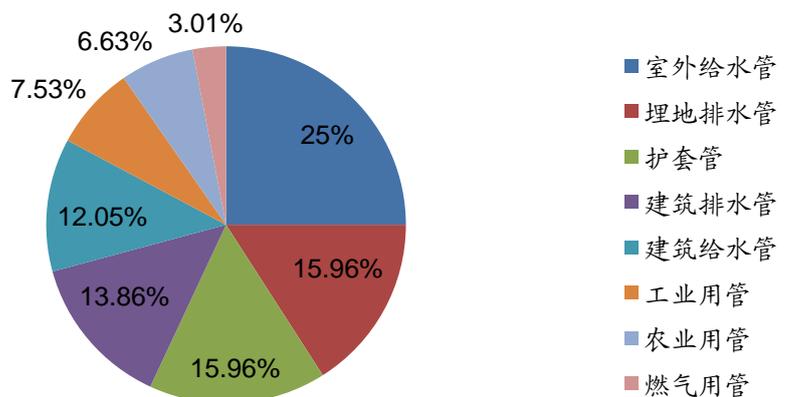
图3 中国塑料管道行业2015年产量将达到750万吨



资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

管材下游应用主要包括以下领域：室外给水管、埋地排水管、护套管、建筑给排水管等，这些下游应用大多直接或与地产行业相关，我们选取2000-2008年的年度数据，简单做一分析，发现管材行业与地产竣工面积间存在较强正相关关系

图4 管材具体下游应用与地产关联度强

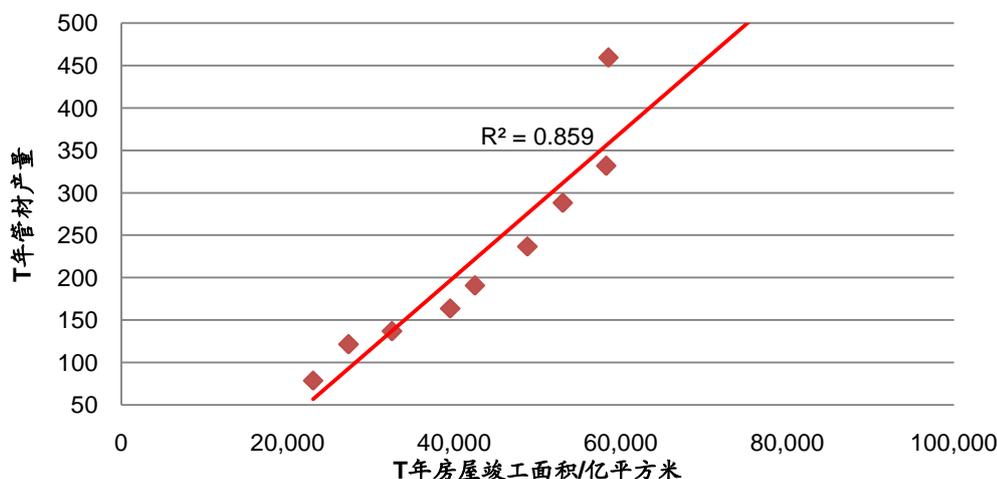


资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

中国2008年的城镇化水平为46%，相比发达国家80%以上的城镇化率，我国还有

很长的路要走；假设每年 0.8 个百分点的城市化进程来计算，每年需要为 1000 万人提供住房，中国房地产行业还将有 20 年的高速发展。

图 5 管材产量与当年房屋竣工面积相关性较强



资料来源：GENESIS 株式会社，湘财证券研究所

PPR 与 PE 管未来平均增速将高于管材行业：目前国际上各种材料、各种结构的塑料管绝大部分都已经在中国生产和应用。初期中国塑料管应用 PVC 管较多，其主要用于电线管道和排污管道，但是其抗冻、耐热、强度存在缺陷，市场增速将低于新型塑料管道（包括 PPR、PE、PB 等），新型塑料管道行业增长速度超过 20%，已成为我国塑料管道发展的方向。

发行与募投项目分析 公司发行前后股权结构对比

表 2 伟星新材发行前后股权结构

序号	项目	发行前		发行后	
		持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
	有限售条件的股份	19000	100.00	25340	75
1	伟星集团有限公司	9880	52	9880	39.0
2	临海慧星投资发展有限公司	6080	32	6080	24.0
3	章卡鹏	1425	7.5	1425	5.6
4	张三云	950	5	950	3.7
5	谢瑾琨	475	2.5	475	1.9
6	徐有智	190	1	190	0.7
	本次发行股份	-	-	6340	25
	总计	4500	100.00	6000	100.00

资料来源：公司公告、湘财证券研究所

募投产能助公司成为业内翘楚

本次募集资金投资项目立足于公司的现有主营业务，在结合国家产业政策和行业发展特点的基础上，充分调研国外同类产品先进技术的发展方向，以现有技术为依托，综合考虑了未来市场发展方向及公司发展战略做出的投资计划。

表 3 募集资金项目明细

项目名称	建设期	投资金额	新增产能	达产后总产能
PPR 系列管件管材	1 年	26577 万	3.2 万吨	4.81 万吨
PE 系列管件管材	1 年	14486 万	2.5 万吨	4.34 万吨
HDPE 双壁波纹管	1 年	7536	1.5 万吨	2.03 万吨
合计		48600 万	7.2 万吨	11.18 万吨

资料来源：公司资料，湘财证券研究所

目前行业集中度低，其原因还是管件管材技术壁垒低，市场竞争激烈；但是从另外一个角度来看，行业集中度的提升正需要行业中优秀企业来推动，资质好的企业必然不仅能分享到行业成长，还能够在行业成长中获得更大的市场份额，从而能够以高于行业平均速度成长，这一过程必然需要质量过硬的产品，更为重要的是庞大，扁平而有效的销售网络才是掠夺同行份额的必备武器，我们看好公司未来发展也是基于同样原因。

盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设

1.三个项目建设期一年，三个项目 10, 11, 12 年, 13 年达产率 30%, 70%, 90%, 100%; 2.考虑到上游原料成本将同比 09 年有攀升, 假设 10 年 PPR 产品价格同比 09 年增长 10%, 毛利率降低至 42%; 10 年 PE 产品价格同比 09 年增长 10%, 毛利率降低至 32%; 10 年 HDPE 产品价格同比 09 年增长 10%, 毛利率降低至 32%

表 4 盈利预测假设

		2010E	2011E	2012E
PPR	销量/万吨	2.07	2.56	3.18
	均价/元	27941.76	27941.76	27941.76
	销售金额/万元	55085.18	71530.91	88854.8
	毛利率 (%)	42.00%	40.00%	40.00%
PE	销量/万吨	2.42	2.91	3.49
	均价/元	17831	17831	17831
	销售金额/万元	43151.02	51888.21	62230.19
	毛利率 (%)	32.00%	32.00%	31.00%
HDPE	销量/万吨	0.98	1.27	1.65
	均价/元	13071.3	13071.3	13071.3
	销售金额/万元	9803.47	12809.87	16600.55
	毛利率 (%)	32.00%	32.00%	32.00%
PB	销量/万吨	0.075	0.08	0.08
	均价/元	59744.3	59744.3	59744.3
	销售金额/万元	4480.82	4779.54	4779.54
	毛利率 (%)	37.00%	37.00%	37.00%

资料来源：湘财证券研究所

表 5 盈利预测简表

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	93071.3	120768.5	149256.5	174456.1
毛利	36441.3	43730.12	53075.18	63904.89
期间费用	19675	24154	29851	36636
营业利润	15917	19576	23224	27269
净利润	13262	16640	19740	23179
Eps(元/股)	0.52	0.66	0.78	0.91

资料来源：湘财证券研究所

投资建议

公司最大的看点是 1) 其庞大, 有效, 扁平化的销售模式, 其目前销售网点在 13600 多家, 每家销售网点都是伟星花费数千元进行改造, 包括形象宣传, 货架陈列等, 保证了每个网点都是伟星的一面广告牌, 每个网点伟星的产品都可以处在消费者最佳视线内的陈列位置上。同时伟星计划到 2012 年, 网点数扩建至 20000 家, 这种直接面对消费者, 并且通过削减中间层级获取对终端网点的价格控制能力, 保证了产品的盈利水平; 2) 建材消费属性较强, 公司依托过硬的产品, 目前倾力树立伟星作为中高端品牌的形象; 3) 行业受益城市化进程, 地产行业仍旧能够获得数十年的高增长, 管材行业未来增速无忧; 同时行业目前集中度低, 这对资质好的企业更是机遇, 公司通过扩产能, 并依托模式+产品双优势必然能够获取高于行业的增长。我们给予公司对应 10 年每股收益 (按照摊薄后) 倍的 30-35 估值水平, 价格区间在 19.7-23.0 元, 建议询价区间为 15.8-18.4 元

主要风险

原材料价格大幅波动风险

公司生产所需的主要原材料为 PPR、PE (包括 PE-RT) 和 PB 专用树脂和铜嵌件等。2007 年度至 2009 年度, 上述原材料成本合计占公司主营业务成本的比例分别为 84.58%、80.22% 和 76.70%。原材料采购价格波动是影响公司盈利水平的重要因素之一。对于原材料上涨, 公司可以通过提价、改进工艺和加强管理等方式积极化解; 对于原材料降价, 公司可以采取加强库存管理, 调整销售策略等措施, 但原材料的大幅波动仍然会对公司的销售和定价产生不利的影响。因此, 公司可能存在原材料价格大幅波动风险

市场竞争加剧的风险

国内目前从事塑料管道生产的企业数千家, 主要集中在沿海和经济发达区域。规模生产企业主要集中在浙江、福建和广东三省。随着塑料管道产业的不断成熟, 越来越多的企业将摆脱低质量、低价格的经营模式, 形成更多依靠技术进步和品牌优势经营的规模企业, 市场竞争日趋激烈。如果公司不能在竞争中保持比较优势, 将对公司的经营业绩产生一定的影响

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。