

## 伟星新材(002372)/其他建材

## 主业稳健增长，同心圆业务拓展加速

**评级：增持(维持)**

市场价格：15.15

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

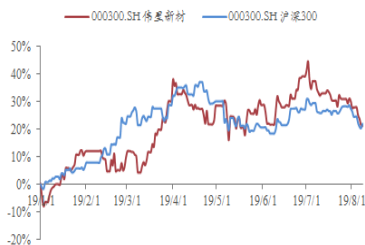
研究助理：祝仲宽

电话：021-20315782

Email: zhuzk@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(亿股)	15.73 亿
流通股本(亿股)	14.15 亿
市价(元)	15.15 元
市值(亿元)	238 亿
流通市值(亿元)	214 亿

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 家装+工程+新品齐发力，PPR 龙头续写“伟”“大”“星”征程

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,903	4,570	5,190	6,060	7,150
增长率 yoy%	17.5%	17.1%	13.6%	16.8%	18.0%
净利润(百万元)	821	978	1,135	1,299	1,513
增长率 yoy%	22.5%	19.1%	16.0%	14.4%	16.5%
每股收益(元)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.96
每股现金流量	0.60	0.61	0.88	0.66	1.10
净资产收益率	25.68%	26.85%	28.27%	29.49%	31.14%
P/E	29.02	24.36	20.99	18.34	15.75
PEG	1.75	1.56	1.09	1.11	1.01
P/B	7.45	6.54	5.93	5.41	4.90

备注：

**投资要点**

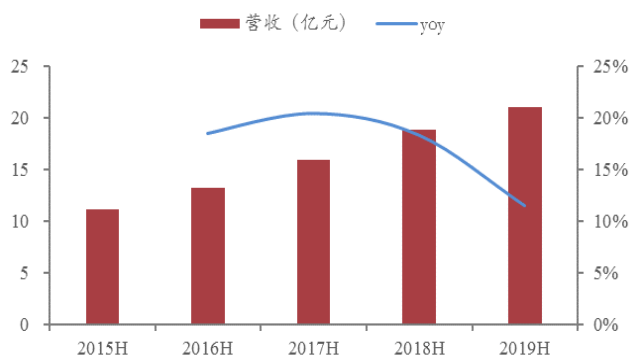
- 事件：伟星新材发布 2019 年半年报，公司实现营业收入 21.05 亿元，同比增长 11.58%；实现归母净利 4.44 亿元，同比增长 14.91%；扣非后归母净利润为 4.16 亿元，同比增长 15.28%。经营活动产生的现金流量净额为 2.37 亿元，同比增长 21.07%。分季度看，2019Q2 营收为 13.24 亿元，同比增速为 8.16%；归母净利 3.13 亿元，同比增速为 12.55%。**
- 点评：**
- 高基数下 PPR 增速放缓，PVC 营收快速增长，新产品拓展卓有成效：**报告期内 PPR 营收为 11.84 亿，同比增长 10.29%，19 年上半年零售端整体疲软态势下公司 PPR 产品仍保持稳定增长，增速略有下滑；PVC 营收为 3.14 亿元，同比增长 29.63%，营收增速较快得益于零售与工程两端齐发力及自产比例提高，零售端得益于与 PPR 产品渠道的协同优势，工程端在地产工程领域拓展顺利；PE 营收为 4.83 亿元，同比下滑 4.08%，主要原因是公司执行“控风险、调结构”战略，在工程项目的选择上严格把关，工程项目质量得到优化的同时一定程度上影响了收入；其他产品（主要包括防水、净水业务）拓展顺利，收入 0.79 亿元，同比增长 90.25%，同心圆业务拓展卓有成效。
- 分区域来看，华东营收规模最大（10.53 亿），同比+6.97%，增速有所放缓，**主要原因是华东地区受精装修冲击较大，未来公司将进一步激励经销商开发存量市场，保持现有地区优势；华北地区营收 4.56 亿元，同比+16.78%，继续维持稳定增长态势。东北和西部地区业务拓展顺利，营收增速分别达到 32.81% 和 20.53%。
- 毛利率和净利率稳中有升，体现极强渠道和产品竞争力、内部管控优势：报告期内公司综合毛利率为 46.37%，同比提高 0.31 个百分点。**公司作为石化链条下游，原材料受到油价波动影响，公司一方面积极备货原材料，另一方面进行一定程度的下游价格传导（产品具有较强的品牌溢价），转移成本端压力。**分产品看，PPR 和 PVC 毛利率分别为 58.19%/26.94%，同比分别降低 0.78pct/0.52pct，**主要系原材料价格略有上升及两者工程端业务占比均有所提升所致；PE 毛利率为 35.39%，同比增长 4.53pct，主要系公司工程项目质量在严格筛选下得到优化，盈利能力有所提升。**公司上半年销售、管理、研发和财务费用率分别为 13.97%、5.42%、3.04%和-0.6%，整体费用率较上期下降 0.25pct。归母净利率为 21.09%，同比提高 0.64pct，是品牌溢价、成本管控及管理优势的综合体现。**
- 投资建议：1) 零售业务进一步完善版图+纵深发展、渠道和品牌固本强基：**

公司近年加大新区域市场的拓展（西北、中部、东北市场），且卓有成效，**不断推进“星管家”和“双质保”联动**，实现稳健发展；华东成熟市场进一步往县、镇、乡纵深发展，进一步强化渠道优势。**2) 工程和房地产市场多点开花：**近年来公司积极拓展新业务，2011年开始布局“燃气事业部”，政府的一系列政策利好、对于市政工程招标的透明化以及对产品质量的重视，都为伟星在这一领域的发展提供了机遇；另外，公司不断完善房产工程业务模式，积极应对房地产行业新挑战。**3) 积极利用现有渠道布局新品类：**净水和防水两大家装隐蔽工程新业务稳步推进（目前华东地区防水试点情况推进良好，净水器销售也呈现稳健增长），未来有望借助零售渠道和服务、品牌优势切入并拓展市场，带来新的利润增长点，为公司带来新的增长活力。

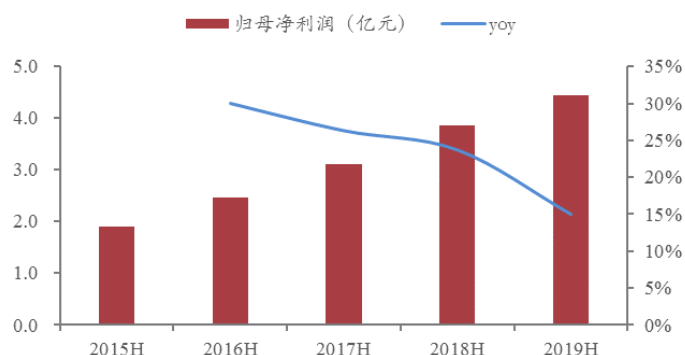
- 我们预计公司 2019-2020 年实现归母净利 11.35 和 12.99 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21 和 18 倍；维持“增持”评级。
- **风险提示：**房地产销售超预期下滑、新业务拓展不及预期、原材料成本大幅上涨

## 图表目录

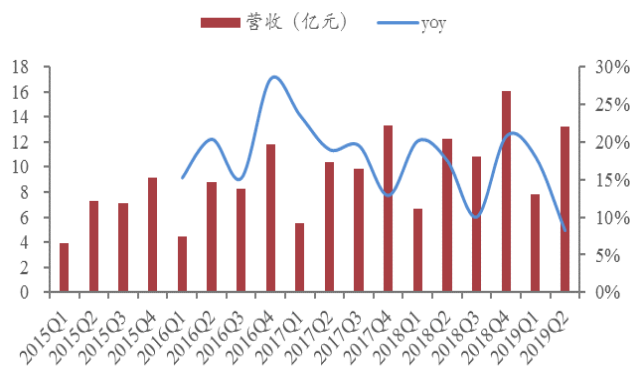
图表 1: 2019H 营收增速为 11.6%.....	- 3 -
图表 2: 2019H 归母净利增速为 15.0%.....	- 3 -
图表 3: 2019 单二季度营收增速为 8.2%.....	- 3 -
图表 4: 2019 单二季度归母净利增速为 12.6%.....	- 3 -
图表 5: 毛利率和净利润小幅上升.....	- 4 -
图表 6: 销售费用率小幅下降.....	- 4 -
图表 7: 经营活动产生的净现金流量与归母净利润比值为 53.4%.....	- 4 -
图表 8: 资产负债率继续维持在较低水平, 2019H 下降至 21.4%.....	- 4 -
图表 9: 伟星新材核心财务数据.....	- 5 -

**图表 1: 2019H 营收增速为 11.6%**


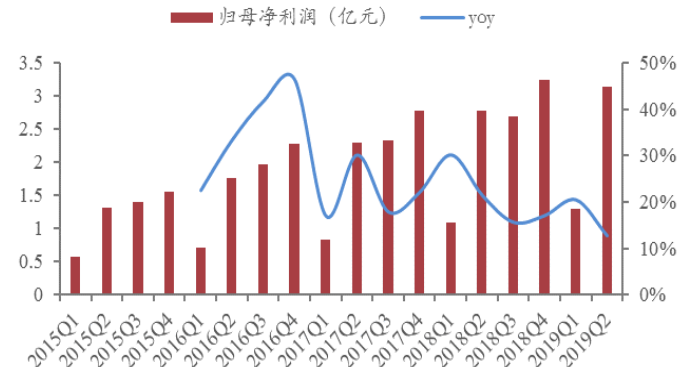
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 2: 2019H 归母净利增速为 15.0%**


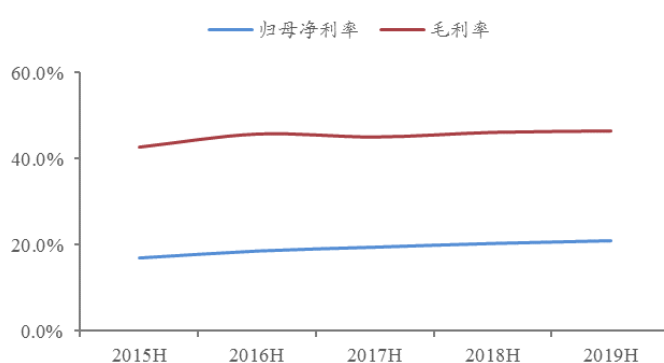
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 3: 2019 单二季度营收增速为 8.2%**


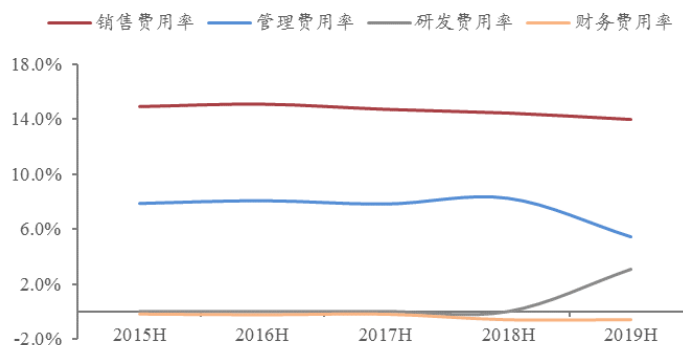
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 4: 2019 单二季度归母净利增速为 12.6%**


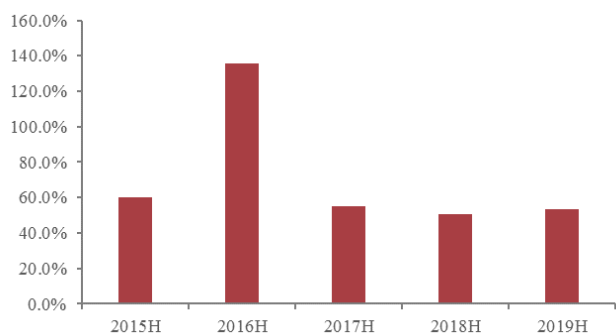
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 5: 毛利率和净利润小幅上升**


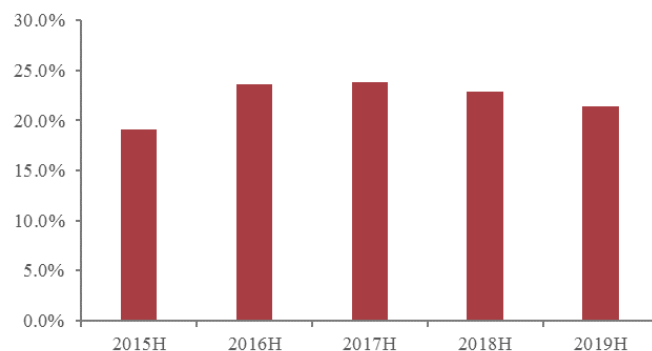
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 6: 销售费用率小幅下降**


来源: Wind、中泰证券研究所 (备注: 2018 年以前研发费用包含在管理费用中, 因会计准则调整, 18 年起研发费用单独列示)

**图表 7: 经营活动产生的净现金流量与归母净利润比值为 53.4%**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 8: 资产负债率继续维持在较低水平, 2019H 下降至 21.4%**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 9: 伟星新材核心财务数据**

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>3,903</b>	<b>4,570</b>	<b>5,190</b>	<b>6,060</b>	<b>7,150</b>
增长率	17.5%	17.1%	13.6%	16.8%	18.0%
营业成本	-2,079	-2,432	-2,726	-3,201	-3,803
<b>% 销售收入</b>	<b>53.3%</b>	<b>53.2%</b>	<b>52.5%</b>	<b>52.8%</b>	<b>53.2%</b>
毛利	1,824	2,137	2,464	2,859	3,347
% 销售收入	46.7%	46.8%	47.5%	47.2%	46.8%
营业税金及附加	-43	-47	-54	-63	-74
% 销售收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-586	-625	-710	-829	-978
% 销售收入	15.0%	13.7%	13.7%	13.7%	13.7%
管理费用	-300	-216	-389	-467	-551
% 销售收入	7.7%	4.7%	7.5%	7.7%	7.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>893</b>	<b>1,249</b>	<b>1,311</b>	<b>1,501</b>	<b>1,744</b>
% 销售收入	22.9%	27.3%	25.3%	24.8%	24.4%
财务费用	8	15	13	16	23
% 销售收入	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	6	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	19	12	12	12	14
% 税前利润	2.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
<b>营业利润</b>	<b>926</b>	<b>1,286</b>	<b>1,337</b>	<b>1,530</b>	<b>1,782</b>
<b>营业利润率</b>	<b>23.7%</b>	<b>28.1%</b>	<b>25.8%</b>	<b>25.2%</b>	<b>24.9%</b>
营业外收支	1	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>928</b>	<b>1,286</b>	<b>1,336</b>	<b>1,530</b>	<b>1,782</b>
<b>利润率</b>	<b>23.8%</b>	<b>28.1%</b>	<b>25.8%</b>	<b>25.2%</b>	<b>24.9%</b>
所得税	-142	-186	-200	-229	-267
<b>所得税率</b>	<b>15.3%</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>821</b>	<b>979</b>	<b>1,136</b>	<b>1,300</b>	<b>1,514</b>
少数股东损益	0	1	1	1	1
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>821</b>	<b>978</b>	<b>1,135</b>	<b>1,299</b>	<b>1,513</b>
<b>净利率</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.9%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.2%</b>

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,430	1,010	1,562	1,671	2,367
应收款项	292	335	377	454	527
存货	536	651	680	883	974
其他流动资产	512	854	914	983	1,050
<b>流动资产</b>	<b>2,771</b>	<b>2,850</b>	<b>3,533</b>	<b>3,992</b>	<b>4,918</b>
<b>% 总资产</b>	<b>66.0%</b>	<b>61.8%</b>	<b>67.0%</b>	<b>70.6%</b>	<b>76.0%</b>
长期投资	98	333	331	329	326
固定资产	859	862	961	967	907
% 总资产	20.5%	18.7%	18.2%	17.1%	14.0%
无形资产	279	272	257	243	228
非流动资产	1,427	1,764	1,739	1,665	1,552
% 总资产	34.0%	38.2%	33.0%	29.4%	24.0%
<b>资产总计</b>	<b>4,198</b>	<b>4,614</b>	<b>5,272</b>	<b>5,656</b>	<b>6,470</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	775	677	963	956	1,315
其他流动负债	188	253	253	253	253
流动负债	963	930	1,216	1,209	1,568
% 总资产	23.0%	20.2%	23.1%	21.4%	24.2%
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	27	27	27	27
<b>负债</b>	<b>987</b>	<b>957</b>	<b>1,243</b>	<b>1,236</b>	<b>1,595</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,198</b>	<b>3,644</b>	<b>4,015</b>	<b>4,405</b>	<b>4,859</b>
少数股东权益	12	13	14	15	16
<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,198</b>	<b>4,614</b>	<b>5,272</b>	<b>5,656</b>	<b>6,470</b>

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.52	0.62	0.72	0.83	0.96
每股净资产 (元)	2.03	2.32	2.55	2.80	3.09
每股经营现金净流 (元)	0.60	0.61	0.88	0.66	1.10
每股股利 (元)	0.38	0.50	0.51	0.58	0.67
<b>回报率</b>					
净资产收益率	25.68%	26.85%	28.27%	29.49%	31.14%
总资产收益率	19.56%	21.22%	21.55%	22.98%	23.41%
投入资本收益率	48.89%	56.79%	43.53%	53.30%	55.34%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	17.51%	17.08%	13.57%	16.77%	17.99%
EBIT 增长率	18.54%	38.01%	5.77%	14.34%	16.18%
净利润增长率	22.45%	19.12%	16.02%	14.44%	16.49%
总资产增长率	14.35%	9.91%	14.26%	7.29%	14.39%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	19.3	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	46.4	46.8	46.2	46.4	46.8
应付账款周转天数	42.9	37.3	37.3	37.3	37.3
固定资产周转天数	78.5	67.8	63.2	57.3	47.2
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-31.46%	-42.71%	-41.48%	-53.54%	-55.22%
EBIT 利息保障倍数	-111.1	-81.6	-101.8	-93.3	-74.9
资产负债率	23.52%	20.74%	23.58%	21.86%	24.65%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	821	979	1,136	1,300	1,514
加: 折旧和摊销	95	100	109	118	122
资产减值准备	6	9	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-13	-16	-23
投资收益	-19	-12	-12	-12	-14
少数股东损益	0	1	1	1	1
营运资金的变动	24	-391	162	-353	128
<b>经营活动现金净流</b>	<b>942</b>	<b>957</b>	<b>1,382</b>	<b>1,037</b>	<b>1,728</b>
固定资本投资	-126	-121	-100	-56	-20
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-62</b>	<b>-773</b>	<b>-79</b>	<b>-35</b>	<b>4</b>
股利分配	-605	-787	-795	-909	-1,059
其他	141	182	43	16	23
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-464</b>	<b>-605</b>	<b>-751</b>	<b>-893</b>	<b>-1,036</b>
<b>现金净流量</b>	<b>417</b>	<b>-421</b>	<b>552</b>	<b>109</b>	<b>695</b>

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。