

强烈推荐-A (维持)

伟星新材 002372.SZ

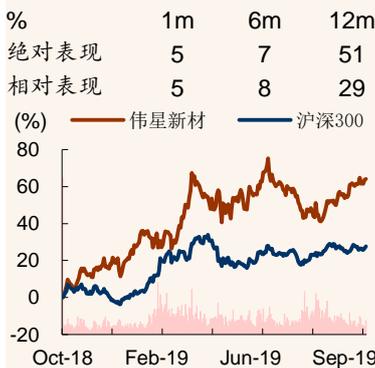
目标估值: NA
 当前股价: 16.92 元
 2019年10月28日

营收与利润增长放缓, 保持高盈利水平

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	157311
已上市流通股(万股)	141469
总市值(亿元)	266
流通市值(亿元)	239
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	28.3
资产负债率	19.1%
主要股东	伟星集团有限公司
主要股东持股比例	38.35%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《伟星新材(002372.SZ)公司深度报告: PPR 业务敦行致远, 同心圆战略推动成长—PPR 业务敦行致远, 同心圆战略推动成长》2019-09-09
- 2、《伟星新材(002372)——现金流依旧优秀, 同心圆战略持续推进》2019-08-08
- 3、《伟星新材(002372)——多业务协同效应凸显, 营收保持稳定增长》

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn
 S1090518080002

事件:

2019 年前三季度公司实现营收 31.20 亿元, 同比增长 5.15%; 实现营业利润 8.22 亿元, 同比增长 5.87%; 实现归母净利润 6.92 亿元, 同比增长 5.86%; EPS 为 0.44 元, 加权平均净资产收益率 19.39%。

评论:

1、精装修比例持续提升影响, 三季度营收出现首次下滑

公司前三季度主营零售业务总体发展稳健, 分季度来看, Q1-Q3 营业收入分别为 7.82、13.23 与 10.15 亿元, 增速分别为 17.89%、8.16%与-6.08%, 部分管材销量受下游需求波动影响, 第三季度公司首次出现营收增速下滑的情况。净利润方面, Q1-Q3 分比为 1.30、3.14 与 2.49 亿元, 增速分别为 21.50%、12.54%与-7.16%, 净利润下滑增速与营收增速基本相持平。我们认为公司第三季度业绩增速出现下滑原因有二: 其一, 公司的主要营收区域华东地区的精装修在新房中的占比持续提升, 导致公司主营的 C 端零售市场有所减少; 其二, 在“房住不炒”的政策下, 二手房交易趋于平淡, 翻修市场也存在一定萎缩。

2、公司毛利率与净利率保持较高水平, 经营性现金流净额同比增长 14.15%

前三季度公司的毛利率较去年同期略有下降, 综合毛利率下降 0.5%至 46.80%, 环比来看公司毛利率较二季度持续上升。期间费用率较去年同期有所下滑, 降低 0.14%至 21.12%, 其中销售费用率为 13.42%, 管理费用率为 8.43%上升 0.26%, 财务费用率为-0.73%。公司净利率为 22.23%, 较去年同期上升 0.16%, 环比上升 1.12%, 我们认为虽然行业处于竞争较为激烈的情况, 但仍保持较高盈利水平, 公司经营性现金流净值为 5.51 亿元, 较去年同期增长 14.15%, 依旧大于营收增长, 在宏观经济增长承压, 公司依旧以盈利质量为核心, 主动收缩对现金流有影响的市政工程业务。公司存货周转与应收账款周转天数分别为 140 与 25.6 天, 分别增长 21 天与 2 天。

3、消费类建材走向品牌化, “产品+服务”模式依托渠道资源拓展同心圆战略

公司作为隐蔽工程中 PPR 管材龙头企业, 市场占有率已达 8%, 星管家的“产品+服务”模式深受消费者好评, 品牌的领先优势明显, 中长期受益消费升级, 虽然短期受到宏观环境的影响, 营收增速出现放缓, 但我们认为不影响长期成长趋势, 除华东以外, 其他区域增长依旧较为明显; 公司依托多年耕耘成就渠道扁平化优势, 逐渐拓展隐蔽工程中防水涂料、燃气管道等产品, 该类产品同样聚有“产品+服务”的特点, 从其他主营产品及 PVC 管材的营收快速增长可以看出同心圆战略如期推进。值得关注的是公司少数股东权益本期较去年同期增加 54.37%, 主要是上海伟星新材料科技有限公司净利润增加所致, 该公司主营为防水业务, 所以我们认为在目前的环境竞争较为激烈的情况下, 公司同心圆战略正常推进。我们认为公司有望未来在隐蔽工程领域内做到多个具有品牌优势的产品。

4、国内隐蔽工程优质企业, 盈利质量表现优异, 维持“强烈推荐-A”评级

公司 PPR 管材营收稳健增长, 同心圆战略如期推进; 宏观环境不影响公司盈利质量, 现金流表现异常优异, 预计 19 年、20 年 EPS 为 0.73、0.89 元, 对应 PE 为 23.3 倍、19.1 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示: 房地产投资快速下滑, 原材料大幅上涨

表 1：公司盈利预测简表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4570	5243	6063	7043
同比增长	17%	15%	16%	16%
营业利润(百万元)	1165	1362	1660	1948
同比增长	21%	17%	22%	17%
净利润(百万元)	978	1143	1394	1635
同比增长	19%	17%	22%	17%
每股收益(元)	0.75	0.73	0.89	1.04
P/E(倍)	22.7	23.3	19.1	16.3
P/B(倍)	6.1	6.7	5.9	5.3

资料来源：Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2771	2850	3297	3908	4587
现金	1430	1010	1536	1886	2226
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	64	55	63	73	84
应收款项	213	280	269	318	376
其它应收款	16	0	17	15	13
存货	536	651	723	829	971
其他	512	854	690	788	916
非流动资产	1427	1764	1783	1773	1768
长期股权投资	78	317	317	317	317
固定资产	859	862	907	922	939
无形资产	279	272	245	220	198
其他	212	313	314	314	315
资产总计	4198	4614	5080	5681	6355
流动负债	963	930	1038	1163	1322
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	233	271	310	356	413
预收账款	430	406	465	533	619
其他	300	253	263	275	289
长期负债	24	27	27	27	27
长期借款	0	0	0	0	0
其他	24	27	27	27	27
负债合计	987	957	1065	1190	1349
股本	1008	1311	1573	1573	1573
资本公积金	621	391	129	129	129
留存收益	1569	1942	2299	2774	3288
少数股东权益	12	13	14	15	16
归属于母公司所有者权益	3198	3644	4001	4476	4990
负债及权益合计	4198	4614	5080	5681	6355

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	942	957	1425	1348	1543
净利润	821	978	1143	1394	1635
折旧摊销	95	100	115	116	115
财务费用	0	0	(10)	(14)	(16)
投资收益	(19)	(12)	(12)	(14)	(13)
营运资金变动	43	(118)	179	(138)	(185)
其它	2	8	10	4	8
投资活动现金流	(62)	(773)	(123)	(92)	(97)
资本支出	(265)	(221)	(132)	(105)	(108)
其他投资	204	(552)	9	13	11
筹资活动现金流	(464)	(605)	(776)	(905)	(1104)
借款变动	(104)	(90)	0	0	0
普通股增加	233	303	262	0	0
资本公积增加	(137)	(230)	(262)	0	0
股利分配	(465)	(605)	(787)	(919)	(1121)
其他	10	17	10	14	16
现金净增加额	417	(421)	526	350	341

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3903	4570	5243	6063	7043
营业成本	2079	2432	2785	3194	3711
营业税金及附加	43	47	54	63	73
营业费用	586	625	718	800	916
管理费用	300	216	199	214	256
研发费用			142	156	167
财务费用	(8)	(15)	(10)	(14)	(16)
资产减值损失	6	9	5	4	3
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	19	12	12	14	13
营业利润	962	1165	1362	1660	1948
营业外收入	4	3	3	3	3
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	963	1165	1362	1660	1948
所得税	142	186	218	265	312
净利润	821	979	1144	1395	1636
少数股东损益	(0)	1	1	1	1
归属于母公司净	821	978	1143	1394	1635

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	18%	17%	15%	16%	16%
营业利润	24%	21%	17%	22%	17%
净利润	22%	19%	17%	22%	17%
获利能力					
毛利率	46.7%	46.8%	46.9%	47.3%	47.3%
净利率	21.0%	21.4%	21.8%	23.0%	23.2%
ROE	25.7%	26.8%	28.6%	31.1%	32.8%
ROIC	25.2%	26.4%	28.2%	30.8%	32.4%
偿债能力					
资产负债率	23.5%	20.7%	21.0%	21.0%	21.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5
速动比率	2.3	2.4	2.5	2.6	2.7
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	4.1	4.1	4	4.1	4.1
应收帐款周转率	20.4	18.5	19.1	20.7	20.3
应付帐款周转率	8.4	9.6	9.6	9.6	9.6
每股资料 (元)					
EPS	0.81	0.75	0.73	0.89	1.04
每股经营现金	0.93	0.73	0.91	0.86	0.98
每股净资产	3.17	2.78	2.54	2.85	3.17
每股股利	0.60	0.60	0.58	0.71	0.84
估值比率					
PE	20.8	22.7	23.3	19.1	16.3
PB	5.3	6.1	6.7	5.9	5.3
EV/EBITDA	28.6	23.9	20.2	16.8	14.4

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。