

2020年09月23日

上市后第三次股权激励，再起航

伟星新材(002372)

评级:	买入	股票代码:	002372
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	17.0/10.75
目标价格:	18.20	总市值(亿)	233
最新收盘价:	14.82	自由流通市值(亿)	211
		自由流通股数(百万)	1,421.09

事件概述。公司9月22日发布股权激励计划草案，拟授予限制性股票数量1900万股，占公告日总股本1.21%，覆盖公司董事长、总经理、骨干等核心人员143人，授予价格7.00元/股。三个解除禁售期起始时间分别为限制性股票上市后第12、24、36个月；解锁考核期为2020-2022三个会计年度，解锁条件为净利润相比2017-2019年平均扣非净利润增长率不低于8.5%/23%/38%。此外，公司公告预计2020-2023年，股权激励摊销成本分别为1274.6/6992.0/3386.8/1456.7万元。

► **考核目标较高，彰显公司信心。**此次股权激励为2016年后首次，历史上的第三次（前两次为2011、2016年），前两次股权激励后，公司业绩和股价表现都有明显提振。根据年报披露数据，公司2017-2019年平均扣非归母净利润8.85亿元，测算股权激励对应2020-2022年目标扣非归母净利润9.60/10.88/12.21亿元，同比增长2.7%/13.3%/12.2%，其中2020H2扣非归母净利润目标6.2亿元，同比增长19.6%左右。考虑到2019年公司受到精装房冲击较大，收入、利润增速明显下滑，我们认为双位数的增长目标对于公司而言有一定挑战，彰显了管理层对于公司长期发展的信心。

► **Q3起C端销售预计恢复，毛利率同比或有所改善。**Q1疫情及Q2居家时间延长使得2020H1公司零售业务受到较大影响，因此我们判断在宏观经济恢复背景下，2020H1被压制的C端消费需求将在Q3逐步释放，使得公司销售增速进一步恢复。同时，考虑到1)根据Wind数据，截止目前PVC, PP等主要原材料价格低于去年同期5%左右，而零售端由于渠道管控优异销售价格比较坚挺，2)产能利用率上升后单位固定成本下降，我们认为2020H2公司毛利率同比或有所改善，进一步支撑2020H2公司业绩增长。

► **阵痛期已过，看好公司长期发展。**根据奥维云网数据，由于政策密集出台，2018年是精装房开盘的高峰（对应2019年竣工阶段高峰），2019年精装房开盘增速已有所放缓，且公司核心市场华东区域精装房渗透率已经较高，因此我们认为精装房对于公司零售业务的冲击将边际减弱，同时，2019年公司市政工程业务调整已结束，2020H1，能够较好地体现公司市政工程业务的PE管材收入同比仅下滑1.5%，体现公司市政工程渠道拓展良好。判断公司阵痛期已过。房建事业部独立出来后，一直保持高速增长，加上同心圆防水业务和净水业务齐头并进，公司将开启新一轮增长。

投资建议

由于疫情影响超预期，小幅下调2020/2021年归母净利润预测4.9%/2.8%至9.82/11.03亿元，维持2022年归母净利润预测基本不变（因为方案仍需股东大会通过，暂不考虑费用和股本摊薄）。考虑到内部机制理顺带来的确定性以及公司一贯的高分红率，上调估值至2021年盈利预测26x PE，对应上调目标价至18.20元（原：14.52元），维持“买入”评级。

风险提示

疫情持续时间超预期，原料成本超预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4569.54	4664.06	4646.79	5377.23	6165.38
YoY (%)	17.08%	2.07%	-0.37%	15.72%	14.66%
归母净利润(百万元)	978.33	983.25	981.62	1103.34	1250.90
YoY (%)	19.12%	0.50%	-0.17%	12.40%	13.37%
毛利率 (%)	46.77%	46.43%	45.87%	45.50%	45.38%
每股收益 (元)	0.62	0.63	0.62	0.70	0.80
ROE	26.85%	25.30%	23.73%	25.32%	27.15%
市盈率	23.83	23.71	23.75	21.13	18.64

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郝暉

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4664.06	4646.79	5377.23	6165.38	净利润	984.76	983.12	1105.03	1252.82
YoY (%)	2.07%	-0.37%	15.72%	14.66%	折旧和摊销	116.42	86.66	89.13	93.70
营业成本	2498.34	2515.09	2930.58	3367.68	营运资金变动	-216.30	25.07	-80.43	-85.55
营业税金及附加	39.09	38.95	45.07	51.67	经营活动现金流	894.65	1033.45	1052.33	1199.58
销售费用	619.76	617.46	714.52	819.25	资本开支	-169.04	-95.21	-95.21	-95.21
管理费用	239.58	238.70	276.22	316.70	投资	109.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-33.64	-37.40	-42.40	-47.40	投资活动现金流	469.15	-86.00	-86.00	-86.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	股权募资	4.37	53.25	0.00	0.00
投资收益	9.20	9.20	9.20	9.20	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1193.78	1122.60	1268.60	1445.59	筹资活动现金流	-782.25	-734.50	-885.22	-1003.26
营业外收支	2.03	54.79	54.79	54.79	现金净流量	581.55	212.95	81.11	110.31
利润总额	1195.81	1177.39	1323.39	1500.38	主要财务指标				
所得税	211.05	194.27	218.36	247.56	成长能力 (%)				
净利润	984.76	983.12	1105.03	1252.82	营业收入增长率	2.07%	-0.37%	15.72%	14.66%
归属于母公司净利润	983.25	981.62	1103.34	1250.90	净利润增长率	0.50%	-0.17%	12.40%	13.37%
YoY (%)	0.50%	-0.17%	12.40%	13.37%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.63	0.62	0.70	0.80	毛利率	46.43%	45.87%	45.50%	45.38%
资产负债表 (百万元)					净利率率	21.11%	21.16%	20.55%	20.32%
货币资金	1589.61	1802.56	1883.67	1993.97	总资产收益率 ROA	20.38%	19.52%	20.69%	22.06%
预付款项	80.65	80.65	80.65	80.65	净资产收益率 ROE	25.30%	23.73%	25.32%	27.15%
存货	728.38	733.26	854.40	981.83	偿债能力 (%)				
其他流动资产	695.28	618.03	659.30	703.84	流动比率	3.47	3.83	3.75	3.71
流动资产合计	3093.92	3234.50	3478.02	3760.30	速动比率	2.56	2.86	2.74	2.66
长期股权投资	199.63	199.63	199.63	199.63	现金比率	1.78	2.13	2.03	1.97
固定资产	1195.32	1139.69	1144.63	1176.51	资产负债率	19.05%	17.33%	17.88%	18.34%
无形资产	264.79	257.69	250.59	243.48	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1730.75	1794.09	1854.97	1911.26	总资产周转率	0.99	0.94	1.04	1.12
资产合计	4824.67	5028.59	5332.99	5671.56	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.63	0.62	0.70	0.80
应付账款及票据	318.68	320.81	373.81	429.56	每股净资产	2.47	2.63	2.77	2.93
其他流动负债	573.83	524.39	553.38	584.04	每股经营现金流	0.57	0.66	0.67	0.76
流动负债合计	892.51	845.20	927.19	1013.61	每股股利	1.15	0.48	0.54	0.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	26.47	26.47	26.47	26.47	PE	23.71	23.75	21.13	18.64
非流动负债合计	26.47	26.47	26.47	26.47	PB	5.33	5.64	5.35	5.06
负债合计	918.97	871.67	953.65	1040.08					
股本	1573.11	1626.36	1626.36	1626.36					
少数股东权益	18.89	20.39	22.09	24.00					
股东权益合计	3905.70	4156.92	4379.33	4631.49					
负债和股东权益合计	4824.67	5028.59	5332.99	5671.56					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。