



## 处于成长性与激烈竞争兼具的行业

## 新股询价

### 投资要点:

- 国内大型的综合塑料管道供应商
- 经营模式有效降低营运成本, 保证盈利水平
- 募投项目打开产能瓶颈, 未来重点仍在传统产品

### 报告摘要:

- 公司是国内大型的综合塑料管道供应商。公司市场占有率位居行业前列, 是目前国内化学建材行业中, 生产规模最大、品种最多、配套能力最强、市场覆盖面最广的专业化大型厂家之一。
- 塑料管道行业竞争依旧激烈, 未来行业需求仍有增长空间。2005-2010年全球塑料管道产量每年增长速度为5%, 我国也已成为塑料管道生产和应用大国之一。而塑料管道行业进入门槛低, 一般通用的塑料管产品严重供过于求, 市场竞争过于激烈。但未来行业需求还有增长。
- 经营模式有效降低营运成本, 保证盈利。公司采取渠道分销为主的经销模式, 在实现产品快速分流的同时又可维持较低的销售运营成本、转嫁工程项目应收账款风险、降低财务费用, 一定程度上保证了公司的盈利能力。
- 募投项目打开产能瓶颈, 但未来重点仍在低毛利传统产品。本次募集资金投资项目建成后, 公司主要产品的产能将会大幅增长, 这将有利于解决公司目前产能不足的问题。但公司未来发展重点仍然是盈利一般的传统产品PVC管, 塑料管道行业竞争一直很激烈, 公司想在行业中处于领先地位, 仍然比较艰难。
- 公司业绩与估值。预计公司2011-2013年的EPS分别为0.85、1.31、2.16元/股, 按目前15-20X的估值来看, 股价合理区间为12.75-17.00元之间。
- 投资建议。价位合适可参与申购。

### 化工研究组

#### 分析师:

张延明(S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 01088085610

Email: zuguangping@hysec.com

### 股东户数

| 报告日期     | 户均持股<br>数变化 | 筹码集中<br>度 |
|----------|-------------|-----------|
| 20091231 |             |           |
| 20090930 |             |           |
| 20090630 |             |           |

数据来源: 港澳资讯

### 机构持股汇总

| 报告日期      | 20100331 | 20091231 |
|-----------|----------|----------|
| 基金持股      |          |          |
| 占流通A股比    |          |          |
| 持股家数及进出情况 |          |          |

数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

首次覆盖

| 主要经营指标    | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,814 | 2,342 | 3,206 | 3,954 |
| (+/-)     | 19.0% | 29.1% | 36.9% | 23.3% |
| 净利润(百万元)  | 161   | 169   | 262   | 432   |
| (+/-)     | 5.6%  | 5.2%  | 54.7% | 65.3% |
| 每股收益(元)   | 0.80  | 0.85  | 1.31  | 2.16  |
| EV/EBITDA | 2.8   | 3.5   | 3.0   | 2.2   |

## 目录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 一、公司基本情况 .....                    | 4 |
| (一) 国内大型的综合塑料管道供应商 .....          | 4 |
| (二) 股权结构 .....                    | 4 |
| 二、行业分析 .....                      | 4 |
| (一) 化学建材行业分析 .....                | 4 |
| (二) 塑料管道行业分析 .....                | 5 |
| 1、塑料管道行业发展迅猛，但市场竞争依旧激烈 .....      | 5 |
| 2、未来行业需求仍有增长空间 .....              | 5 |
| 三、公司业务分析 .....                    | 6 |
| (一) 盈利稳定，但毛利率低于行业平均水平 .....       | 6 |
| (二) 成本变动对毛利率影响较大，上游议价能力不强 .....   | 6 |
| (三) 经营模式降低营运成本 .....              | 7 |
| 四、募投项目：加速区域扩张和产品升级，重点仍在传统产品 ..... | 7 |
| 五、估值与投资建议 .....                   | 8 |

## 插图

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1: 股权结构图.....               | 4 |
| 图 2: 中国塑料管道行业产量及增长情况.....     | 5 |
| 图 3: 中国塑料管道行业出口量及增长情况.....    | 5 |
| 图 4: 2010 年公司收入构成.....        | 6 |
| 图 5: 2008-2010 年公司营业收入 .....  | 6 |
| 图 6: 公司毛利率低于行业水平 .....        | 6 |
| 图 7: 原材料采购价格变动图.....          | 7 |
| 图 8: 公司各类产品毛利率变动趋势 .....      | 7 |
| 图 9: 同行业公司销售费用占营业收入比重对比 ..... | 7 |

## 表格

|                      |   |
|----------------------|---|
| 首次覆盖 .....           | 1 |
| 表 1: 募集资金投资项目明细..... | 8 |

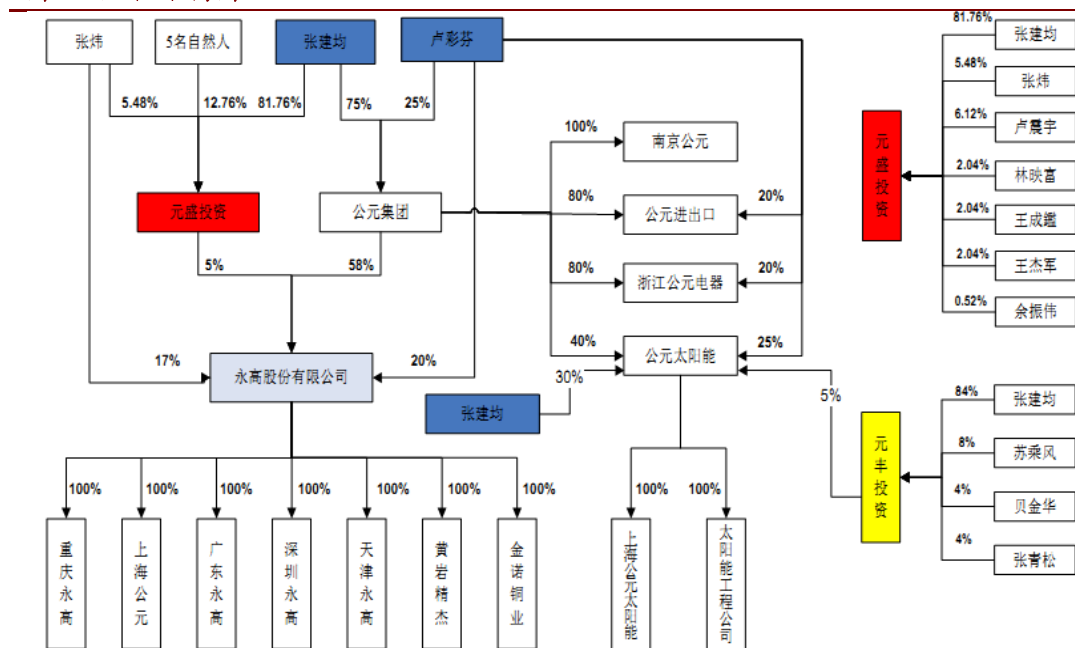
## 一、公司基本情况

### （一）国内大型的综合塑料管道供应商

公司前身为黄岩永高塑胶制品有限公司，系由黄岩市精杰塑料厂和香港永得高有限公司于1993年3月19日共同出资组建的中外合资企业。公司自1993年成立以来，专业从事塑料管道的研发、生产与销售，是国内生产塑料管道产品的大型综合供应商，主要产品为聚氯乙烯（PVC-U）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PPR）等树脂系列管材管件。公司自设立以来主营业务未发生变化。2008年、2009年和2010年公司塑料管道产品产量分别为13.51万吨、15.34万吨和17.37万吨；公司连续六年在全国塑料制品业缴税百强企业排名位居前列。根据中塑协管道专委会统计数据测算，2008年和2009年公司产品国内市场占有率分别为2.94%和2.64%，市场占有率位居行业前列，是目前国内化学建材行业中，生产规模最大、品种最多、配套能力最强、市场覆盖面最广的专业化大型厂家之一。

### （二）股权结构

图1：股权结构图



资料来源：招股说明书整理，宏源证券

## 二、行业分析

### （一）化学建材行业分析

化学建材是指以合成高分子材料为主要成分的新型建筑材料，主要包括塑料门窗、塑

料管道、新型防水材料、建筑涂料以及建筑密封材料、隔热保温材料、建筑胶粘剂、混凝土外加剂等。化学建材能够提高建筑性能和质量，改善居住条件，节约资源，保护环境，在工程建设、城市建设和村镇建设中用途广泛，市场需求量大，具有显著的社会和经济效益。

化学建材自 20 世纪初被发明应用以来发展迅速，已在全球范围内得到了广泛的应用。我国化学建材起步较晚但发展却十分迅速，近几年来在国家产业政策的鼓励下，我国化学建材行业快速成长，塑料管道、塑料门窗、新型防水材料、建筑涂料等化学建材产业得到充分发展，化学建材产品总产量已跃居世界第一。

## （二）塑料管道行业分析

### 1、塑料管道行业发展迅猛，但市场竞争依旧激烈

塑料管道是化学建材的一个重要分支，目前全球已经形成以 PVC-U、PE 和 PPR 管道为主的产业格局。20 世纪 90 年代以来，随着高分子合成技术的发展，塑料管道产品性能得到大幅度提升，应用范围进一步扩大，推动了全球塑料管道行业的高速发展。根据 Freedonia（国际著名咨询公司）调查报告预测，2005-2010 年全球塑料管道产量每年增长速度为 5%，预测 2010 年全球产量将达到 1,800 万吨。

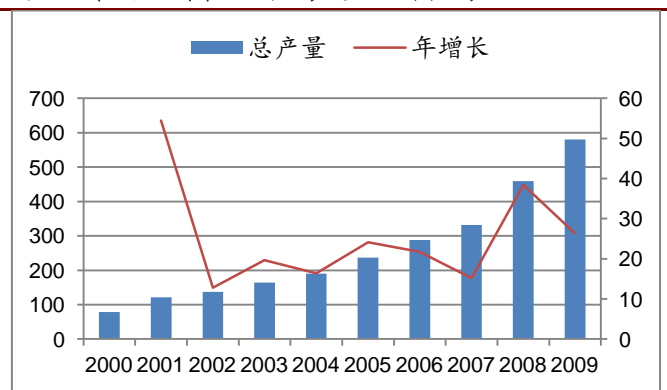
目前，我国已成为塑料管道生产和应用大国之一。2009 年全国塑料管道年产量约为 580.37 万吨，比 2008 年同期增长 26.35%，大大高于全球 5% 的平均增长水平。2009 年我国塑料管道加工能力超过 700 万吨。但是另一方面，塑料管道行业进入门槛低，产品一旦打开，市场就有大量投资进入，一般通用的塑料管产品严重供过于求，市场竞争过于激烈。而地产行业受打压，行业竞争将更加激烈。虽然保障房具有一定的代替性，但总体上保障房推出的进程慢，行业受益程度不是想象中那么乐观。

### 2、未来行业需求仍有增长空间

近十几年来我国塑料管道行业发展迅速，产量从 1990 年的不到 20 万吨增长到 2009 年近 580 万吨，自 2000 年以来年复合增长率达到 25%。2009 年我国塑料管的总产量已达到 580.37 万吨，已列全球第一位。

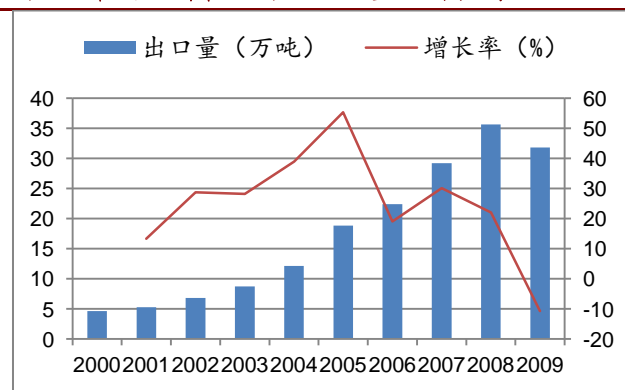
近年我国塑料管的出口总体呈增长趋势，成为促进我国塑料管发展的重要因素。2009 年受国际金融危机的影响，出口量有所下降。

图 2：中国塑料管道行业产量及增长情况



资料来源：宏源证券

图 3：中国塑料管道行业出口量及增长情况



资料来源：宏源证券

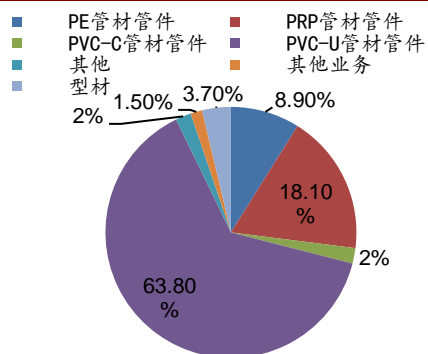
我国塑料管道市场近几年快速发展,预计在今后十年内我国塑料管道行业还会在提高质量和扩大应用的基础上继续保持较高的增长速度。根据中塑协管道专委会的预测,按目前的发展态势和投资力度,保守预测 2011-2015 年的年复合增长率为 12%-18%左右,预计到 2015 年总产量可达到 1240-1600 万吨左右。

### 三、公司业务分析

#### (一) 盈利稳定,但毛利率低于行业平均水平

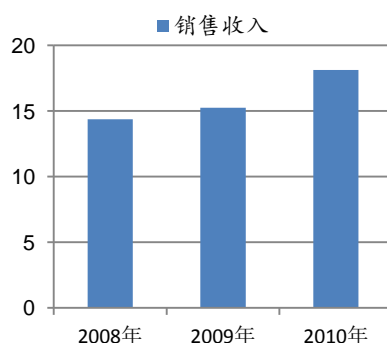
报告期内,公司收入及产销量持续稳定增长,2008-2010 年度,公司营业收入分别为 14.37、15.24、18.14 亿元;产品销量 14.479、16.372、18.155 万吨;公司主营产品为 PVC-U,该类产品销售收入约占公司主营业务收入的 64%,其次为 PRP 管材管件,占公司主营业务收入 18.1%。而公司综合毛利率分别为 15.82%、22.94%、21.39%,低于行业平均毛利率,由于 PVC-U 管属于传统产品,因此历年盈利能力较为平稳,但拉低公司综合毛利率水平。

图 4: 2010 年公司收入构成



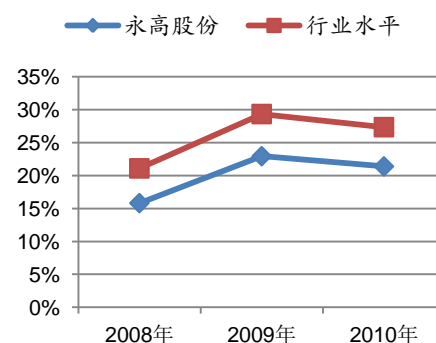
资料来源: 宏源证券

图 5: 2008-2010 年公司营业收入



资料来源: 宏源证券

图 6: 公司毛利率低于行业水平

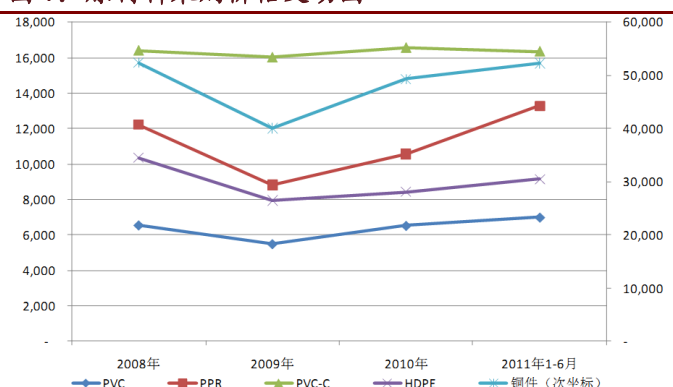


资料来源: 宏源证券

#### (二) 成本变动对毛利率影响较大,上游议价能力不强

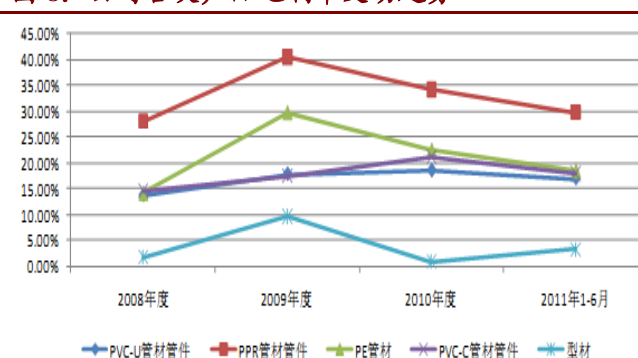
由于永高股份主营产品为塑料管道,且公司未来重点也在传统管道上,因此公司的盈利能力受树脂原材料的影响较大。树脂原材料 (包括 PVC-U、PPR、PE、PVC-C 等) 在公司产品成本中占比约为 70%左右,原材料价格的波动对公司产品成本和毛利率的影响很大。当 PVC-U、PPR、PE、PVC-C 树脂原材料价格变动 1%时,公司各类相关产品毛利率在 0.5-0.7 个百分点之间变动。由于整个行业是充分竞争的,因此行业内没有一家公司具有足够的议价能力,因此未来公司也很难摆脱油价的束缚。

图 7：原材料采购价格变动图



资料来源：宏源证券

图 8：公司各类产品毛利率变动趋势

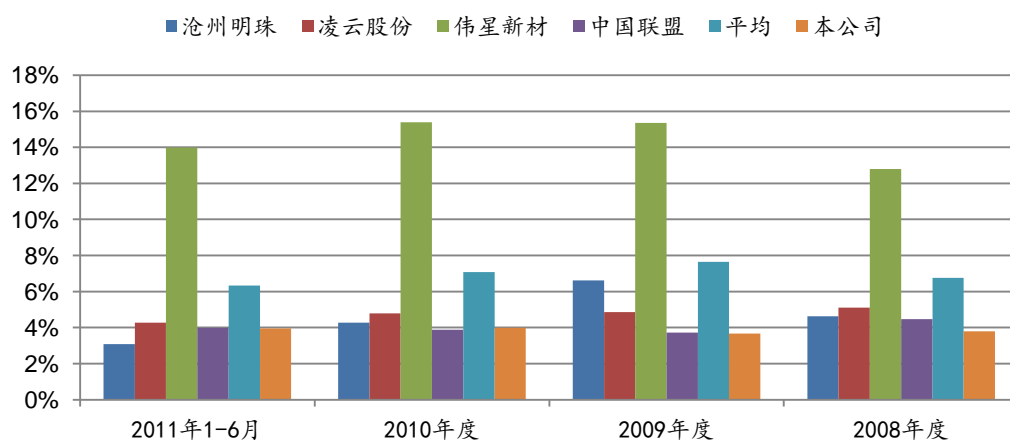


资料来源：宏源证券

### （三）经营模式降低营运成本

公司采取渠道分销为主的经销模式，充分让利经销商，与各地经销商建立了长期稳定的互利合作关系，构建了完善的网络渠道，在实现产品快速分流的同时又可维持较低的销售运营成本、转嫁工程项目应收账款风险、降低财务费用，一定程度上保证了公司的盈利能力。

图 9：同行业公司销售费用占营业收入比重对比



资料来源：招股说明书整理，宏源证券

## 四、募投项目：加速区域扩张和产品升级，重点仍在传统产品

本次募集资金投资项目建成后，公司主要产品的产能将会大幅增长，这将有利于解决公司目前产能不足的问题，从而更好地满足市场不断增长的需求。天津年产5万吨塑料管道项目建成后，将构建覆盖华北、东北地区的市场网络，使公司在该地区的市场占有率和营业收入快速增长，形成公司新的利润增长点。

但是公司未来发展重点仍然是盈利一般的传统产品 PVC 管，塑料管道行业竞争一直



很激烈，公司想在行业中处于领先地位，仍然比较艰难。

表 1: 募集资金投资项目明细

| 项目名称              | 募集资金投入额（万元） | 建设期 |
|-------------------|-------------|-----|
| 黄岩年产 8 万吨塑料管道投资项目 | 52,100      | 1 年 |
| 天津年产 5 万吨塑料管道投资项目 | 29,300      | 1 年 |
| 合 计               | 81,400      |     |

资料来源：招股说明书整理，宏源证券

## 五、估值与投资建议

预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.85、1.31、2.16 元/股，按目前 15-20X 的估值来看，股价合理区间为 12.75-17.00 元之间。

价位合适，可参与申购。



| 资产负债表 (百万元)   |         |         |         |         | 利润表 (百万元)   |       |       |       |       |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 2010          | 2011E   | 2012E   | 2013E   |         | 2010        | 2011E | 2012E | 2013E |       |
| 现金及现金等价物      | 264     | 1245    | 1348    | 1510    | 营业收入        | 1814  | 2342  | 3206  | 3954  |
| 应收款项          | 74      | 96      | 131     | 162     | 营业成本        | 1426  | 1892  | 2563  | 3038  |
| 存货净额          | 240     | 325     | 442     | 524     | 营业税金及附加     | 8     | 10    | 13    | 17    |
| 其他流动资产        | 54      | 70      | 96      | 118     | 销售费用        | 72    | 93    | 128   | 158   |
| 流动资产合计        | 633     | 1736    | 2016    | 2314    | 管理费用        | 102   | 133   | 180   | 220   |
| 固定资产          | 456     | 530     | 572     | 608     | 财务费用        | 11    | 13    | 10    | 6     |
| 无形资产及其他       | 156     | 151     | 145     | 140     | 投资收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产        | 31      | 31      | 31      | 31      | 资产减值及公允价值变动 | (5)   | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资        | 0       | 0       | 0       | 0       | 其他收入        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资产总计          | 1275    | 2447    | 2765    | 3094    | 营业利润        | 189   | 201   | 311   | 515   |
| 短期借款及交易性金融负债  | 214     | 214     | 214     | 214     | 营业外净收支      | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项          | 332     | 450     | 610     | 724     | 利润总额        | 191   | 201   | 311   | 515   |
| 其他流动负债        | 96      | 130     | 176     | 210     | 所得税费用       | 30    | 32    | 50    | 82    |
| 流动负债合计        | 643     | 794     | 1001    | 1148    | 少数股东损益      | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款及应付债券     | 80      | 80      | 80      | 80      | 归属于母公司净利润   | 161   | 169   | 262   | 432   |
| 其他长期负债        | 7       | 7       | 7       | 7       |             |       |       |       |       |
| 长期负债合计        | 87      | 87      | 87      | 87      | 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       |
| 负债合计          | 729     | 880     | 1088    | 1235    | 净利润         | 161   | 169   | 262   | 432   |
| 少数股东权益        | 0       | 0       | 0       | 0       | 资产减值准备      | 5     | (5)   | 0     | 0     |
| 股东权益          | 546     | 1567    | 1677    | 1859    | 折旧摊销        | 56    | 37    | 43    | 49    |
| 负债和股东权益总计     | 1275    | 2447    | 2765    | 3094    | 公允价值变动损失    | 5     | 0     | 0     | 0     |
|               |         |         |         |         | 财务费用        | 11    | 13    | 10    | 6     |
| 关键财务与估值指标     |         |         |         |         | 营运资本变动      | 72    | 23    | 30    | 12    |
| 每股收益          | 0.80    | 0.85    | 1.31    | 2.16    | 其它          | (5)   | 5     | 0     | 0     |
| 每股红利          | 0.47    | 0.49    | 0.76    | 1.25    | 经营活动现金流     | 294   | 229   | 334   | 493   |
| 每股净资产         | 2.73    | 7.84    | 8.39    | 9.29    | 资本开支        | (153) | (100) | (80)  | (80)  |
| ROIC          | 23%     | 21%     | 31%     | 49%     | 其它投资现金流     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| ROE           | 29%     | 11%     | 16%     | 23%     | 投资活动现金流     | (153) | (100) | (80)  | (80)  |
| 毛利率           | 21%     | 19%     | 20%     | 23%     | 权益性融资       | 50    | 950   | 0     | 0     |
| EBIT Margin   | 11%     | 9%      | 10%     | 13%     | 负债净变化       | 40    | 0     | 0     | 0     |
| EBITDA Margin | 14%     | 11%     | 11%     | 14%     | 支付股利、利息     | (93)  | (98)  | (152) | (251) |
| 收入增长          | 19%     | 29%     | 37%     | 23%     | 其它融资现金流     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 净利润增长率        | 6%      | 5%      | 55%     | 65%     | 融资活动现金流     | (52)  | 852   | (152) | (251) |
| 资产负债率         | 57%     | 36%     | 39%     | 40%     | 现金净变动       | 89    | 981   | 103   | 163   |
| 息率            | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 货币资金的期初余额   | 175   | 264   | 1245  | 1348  |
| P/E           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 货币资金的期末余额   | 264   | 1245  | 1348  | 1510  |
| P/B           | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 企业自由现金流     | 180   | 140   | 263   | 418   |
| EV/EBITDA     | 2.8     | 3.5     | 3.0     | 2.2     | 权益自由现金流     | 224   | 129   | 254   | 413   |

资料来源：公司资料和宏源证券预测

### 机构销售团队

|      |  |  |  |
|------|--|--|--|
| 华北区域 | 郭振举  | 牟晓凤  | 孙利群  |
|      | 010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | 010-88085111<br><a href="mailto:muxiaofeng@hysec.com">muxiaofeng@hysec.com</a> | 010-88085756<br><a href="mailto:sunliqun@hysec.com">sunliqun@hysec.com</a>       |
| 华东区域 | 张璐   | 王俊伟  | 赵佳   |
|      | 010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com  | 021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com   | 010-88085291<br>zhaojia@hysec.com  |
| 华南区域 | 崔秀红  | 贾浩森  | 雷增明  |
|      | 010-88085788<br><a href="mailto:cuixiuhong@hysec.com">cuixiuhong@hysec.com</a> | 010-88085279<br>jiahaosen@hysec.com  | 010-88085989<br><a href="mailto:leizengming@hysec.com">leizengming@hysec.com</a> |
| 重点机构 | 罗云   |  |  |
|      | 010-88085760<br>luoyun@hysec.com   |  |  |
|      | 曾利洁  |  |  |
|      | 010-88085991<br><a href="mailto:zenglijie@hysec.com">zenglijie@hysec.com</a>   |  |  |

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。