

2011年11月24日

无评级

塑料/化工

## 永高股份(002641)快速成长的塑料管道生产商

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

研究员：姚鑫

执业证书编号：S1190210080004

### 发行后股票数据

合理价值区间(元): 14.20-17.75

总股本/流通股(万股): 20000/5000

大股东名称: 公元集团

大股东持股比例(发行后, %): 43.5

### 投资要点

- 公司专业从事塑料管道的研发、生产和销售，拥有PVC-U、PPR、PE、PVC-C四个大类、近500余种管材、3000余种不同规格管件，目前管材管件产能为20.1万吨，产销规模在国内可比上市公司中位列第二(低于中国联塑)，同时也是国内少数几家做2米以上大口径管道的生产商。
- 我国塑料管道行业在过去十年经历了高速增长，目前行业企业众多，但是大多数企业停留在低水平，生产低品质的通用产品阶段，行业竞争激烈，预计未来五年我国塑料管材生产增速将由17%下降至10%左右，行业生产集中度亟需提高。需求方面，建筑给、排水和室外给、排水仍是主要的应用领域，四者之和占到塑料管道应用的65%。假设房屋投资建设在2013年前后为拐点的话，则相应塑料管道在未来五年需求增速也会下滑，我们比较倾向于这样的假设成立。
- 我国目前形成以PVC管道为主导产品，PE和PP管道为辅的塑料管材加工产业。据国际经验看，欧洲、北美和日本PVC管道仍占主导地位，按照先进标准制造的PVC-U管道是可以满足大部分用途需要的。未来五年，我国PVC管道增速在9%左右，继续占据塑料市场50%左右的份额。电信网络、污水处理系统和天然气管网等目前占比较小的品种增长较快，预计未来五年保持20%左右的需求增速。
- 公司本次募投项目达产后意义在于：一方面，公司的产能得到扩张，将新增塑料管道13万吨，公司塑料管道总产能将达到33.1万吨；另一方面，公司此次产能扩张有意向需求增速较快的PE管和PPR管倾斜，投产后，PE管和PPR管产品产能占比将达到37%，相应PVC-U管材管件在公司主营收入的占比将有73%下降至63%。
- 根据我们的假设条件，预计公司2010-2012年每股收益分别为0.71元、1.34元、1.88元。给予2011年20-25倍市盈率，公司合理价值为14.20元-17.75元。
- **风险提示：**项目延期风险，原材料大幅波动风险。

## 目录

公司概况 .....	3
(一) 公司简介 .....	3
(二) 发展历程 .....	3
(三) 股权结构 .....	4
(四) 产品分析 .....	4
主营业务分析——塑料管道行业 .....	5
(一) 塑料管道行业的定义及分类 .....	5
(二) 行业产能高速增长, 未来五年增速有下滑趋势 .....	6
(三) 行业集中度提升缓慢, 生产商主要分布在粤浙鲁闽 .....	7
(四) 建筑和室外给排水仍是主要下游, 预计对管道需求增速略有放缓 .....	8
(五) PVC 管道未来仍将是塑料管材的主导产品 .....	9
(六) PE 管道市场空间较大, 增速高于行业平均水平 .....	11
公司优势分析 .....	12
(一) 规模优势 .....	12
(二) 技术研发优势 .....	12
(三) 品牌优势 .....	12
募集资金投向分析 .....	13
财务预测及投资建议 .....	13
风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	3
图 2: 公司股权结构 .....	4
图 3: 公司主营产品收入情况 (百万元) .....	5
图 4: 公司主营产品毛利情况 (百万元) .....	5
图 5: 公司主营产品收入占比情况 .....	5
图 6: 公司主营产品毛利占比情况 .....	5
图 7: 我国塑料管材年产量 (万吨) 及增长率 .....	7
图 8: 2009 年我国塑料管道应用领域比例情况 .....	8
图 9: 2009 年我国塑料管道比例情况 .....	9
表 1: 塑料管道按应用领域划分的八大类 .....	6
表 2: 五年中塑料管道企业规模和集中度情况的对比 .....	8
表 3: 塑料管道的主要类型、性能及用途 .....	10
表 4: 公司募集资金投资项目及拟投入金额 (万元) .....	13
表 5: 公司募集资金投资项目产能分布情况 (万吨) .....	13
表 6: 公司财务预测表 .....	14

## 公司概况

### (一) 公司简介

永高股份有限公司成立于 1993 年，专业从事塑料管道的研发、生产和销售。公司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，拥有 PVC-U、PPR、PE、PVC-C 四个大类、近 500 余种管材、3000 余种不同规格管件，是我国塑料管道行业中产品种类和规格最齐全的塑料管道制造企业之一。公司产品广泛用于建筑给排水、市政排水、排污、城乡给水、电力通讯、农村饮排灌、地板采暖等领域。其中 PVC-U、PPR 和 PE 系列管材管件是公司目前的主导产品。

### (二) 发展历程

公司 1993 年成立时发起人为黄岩市精杰塑料厂（69%）和香港永得高有限公司（31%）。1993 年-2008 年期间，公司共增资 4 次，到 2008 年 7 月 11 日，公司整体变更为永高股份有限公司，总股本 10000 万股。2010 年 6 月 20 日，公司再次增资 5000 万股，总股本由 10000 万股增加至 15000 万股。

子公司方面，2008 年 4 月 14 日，公司收购深圳永高 100% 的股权；2010 年，公司又先后合并广东永高和上海公元 100% 的股权，这三个公司的主营业务和永高股份属于同一领域，收购完成后直接扩大了公司产能和销售网络，增强了公司的核心竞争力。

图 1：公司发展历程

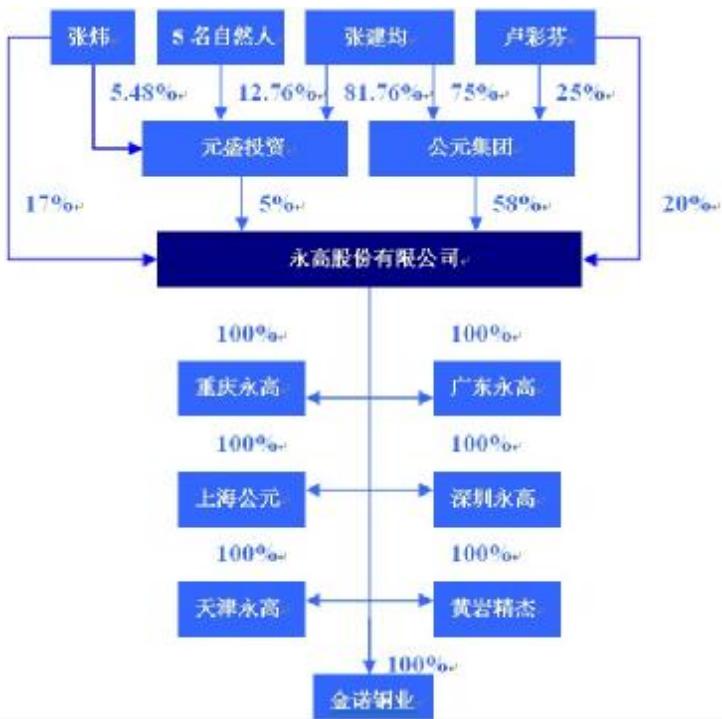


资料来源：太平洋证券，公司公告

### (三) 股权结构

公司控股股东为公元集团，持有本公司 8700 万股，占总股本比例 58%。张建均和卢彩芬分别持有公元集团 75%和 25%的股份，是公司的实际控制人，两人直接和间接持有公司发行前 82%的股份。公司下辖 7 家全资子公司，生产基地涉及黄岩、上海、深圳、广州、天津、重庆六大城市，产品覆盖华东、华南和西南地区。

图 2：公司股权结构



资料来源：太平洋证券，公司公告

### (四) 产品分析

公司主营产品包括管材管件和塑料型材，其中管材管件是公司主营业务收入和毛利的稳定来源。管材管件业务中根据原料不同，又分为 PVC 管、PE 管和 PPR 管。2008-2010 年，公司 PVC 管收入占到公司总收入的 62.78%、61.89% 和 64.51%，毛利占到公司总毛利的 55.12%、48.52% 和 55.87%，可见 PVC 管材在公司的重要地位。

公司在扩张 PVC 产能的同时，也注意保持 PVC、PPR 和 PE 的产能比例。2008-2010 年，PPR 管收入在公司总收入中始终保持了 17%-19%，毛利在公司总毛利中始终占 30%左右；HDPE

管的收入占总公司收入 8%-10%，毛利占 10%左右。三种管材生产结构比较稳定。

图 3：公司主营产品收入情况（百万元）

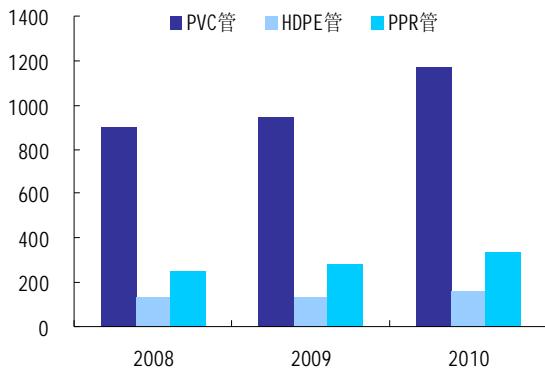
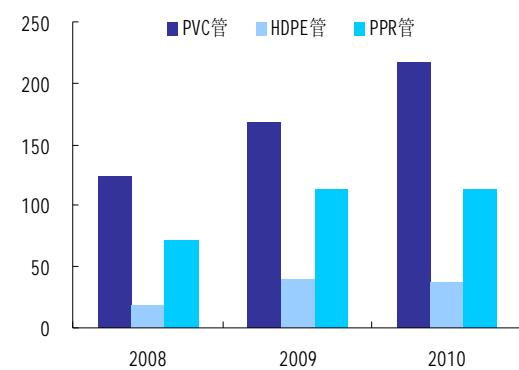


图 4：公司主营产品毛利情况（百万元）



资料来源：太平洋证券，公司公告

图 5：公司主营产品收入占比情况

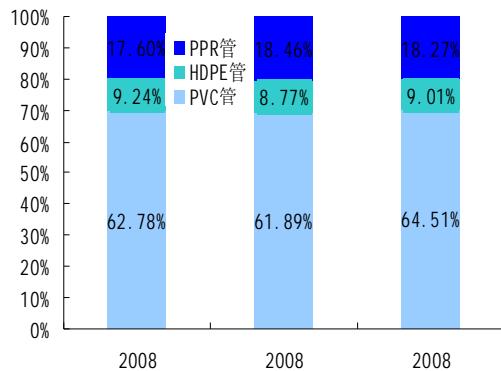
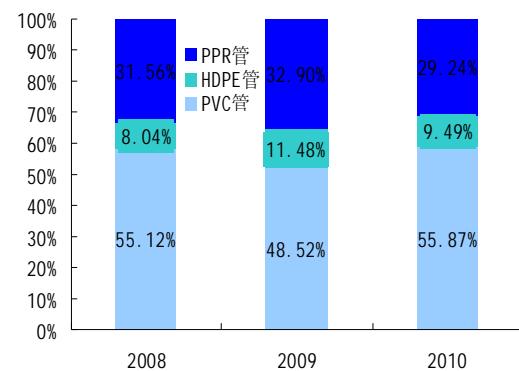


图 6：公司主营产品毛利占比情况



资料来源：太平洋证券，公司公告

## 主营业务分析——塑料管道行业

### （一）塑料管道行业的定义及分类

塑料管道一般是由塑料树脂为原料，加入稳定剂、润滑剂等、以塑的方法在制管机内经挤压加工成型。与传统金属管材相比，塑料管道重量轻、耐腐蚀、水流阻力小、节约能源、安装简便等显著优势，已经被国内外广泛应用在各个领域，受到了管道工程界的青睐和国家有关部门的高度重视。

塑料管按原料的不同，分为热塑性塑料管和热固性塑料管两大类。热塑性塑料管采用的树脂有PVC、PE、PP、PS、ABS、PB等；热固性塑料采用的主要树脂有不饱和聚酯树脂、环氧树脂、酚醛树脂等。

按所用场合的不同，国际上将塑料管道分为八大类，如下表1：

表 1：塑料管道按应用领域划分的八大类

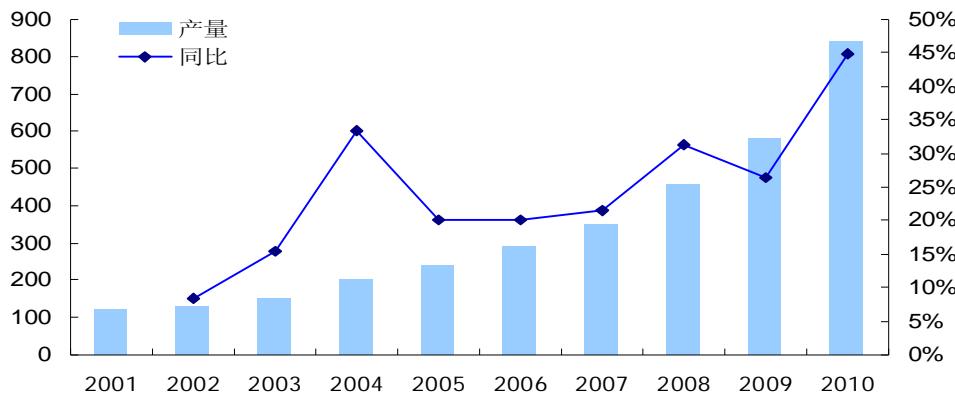
分类	品种	应用领域
建筑物内给水管道	PVC-U、PP-R、PP-B、PEX、PAP、PE-ET、PB、HDPE等材料	生活冷、热水和采暖（包括地暖）用热水管材。该领域国内塑料管道品种和生产企业最多，行业竞争激烈。
建筑物内排水管道和雨水排放管道	该领域以PVC-U建筑排水管道为主，PE和PP建筑物内排水管道量都比较少	生产企业较多。
市政埋地给水（室外给水）管道	主要是PVC-U、HDPE、抗冲击改性PVC（PVC-M），少量玻璃钢（GRP）管道	城镇和农村的室外给水管道。
市政埋地排水（室外排水）管道	主要有PVC-U、HDPE结构壁管道或者实壁管道。少量PP、GRP管道。	城镇的排水、排污管道，雨水管道，排工业废水、垃圾填埋场液体输送管道等。
燃气管道	主要为HDPE或中密度乙烯（MDPE）管道	城镇燃气输配管网中的中低压管网部分
护套管道	主要有PVC-U、CPVC、PE、PP的护套管道、多孔管、硅芯管等。	电力和通讯用电缆及光缆的各种护套管。
工业管道	主要有PVC-U、CPVC、PVC-M、HDPE、超高分子量聚乙烯（UHMPE）、高纯度PP、ABS、尼龙（PA）、聚偏氟乙烯（PVDF）等工程塑料和工程增强管道。	工业、电子工业、矿山、采油、生产过程中输送固、液、气态体和固液混合体。以及车用、船用输送汽油和液压油。
农业管道	PVC-U、PP、PE等实壁和结构壁管道以及各种喷、滴、渗灌管等。	农田灌溉和排涝用各种管道。

资料来源：太平洋证券

## （二）行业产能高速增长，未来五年增速有下滑趋势

过去十年，行业产能规模迅速扩张。我国成为了全球最大的塑料管道生产和应用国家，2010年，全国塑料管道产量为840.2万吨，同比增长40%以上。近五年产量复合增长率达到17%，远高于全球5%的平均增长水平。

图 7: 我国塑料管材年产量 (万吨) 及增长率



资料来源：太平洋证券

2001-2011 年间，我国塑料管道生产规模保持了高速发展的态势。一方面由于我国经济高速增长，国内建筑业、市政工程、农村建设步伐加快，带动了塑料管材市场需求的不断扩大；另一方面，80 年代末随着加工技术的成熟，企业纷纷加入到塑料管材的生产中来，良好的盈利和旺盛的需求极大的刺激了行业投资建厂或上马新品种的热情。在原有生产能力没有得到充分发挥的同时，行业生产能力继续增加。到 2005 年，全国塑料管道产量已达到 240 万吨，五年时间较 2000 年的产量翻了一番，十五年时间较 1990 年产量的翻了十倍之多。

2000-2005 年塑料管道总产量的复合增长率为 19%，2006-2010 年复合增长率为 17%，下降了 2 个百分点，增速有所放缓。据 Freedonia 最新研究报告显示，2011-2015 年，中国塑料管材产量的年均增长率将逐步与全球增长率靠近，约年均 5.8% 的增长水平，我们认为这一预测过于保守。但是，经济增速放缓的预期的确对塑料管材产能增长有负面影响，未来塑料管材复合增长率放缓是大势所趋，预计未来五年我国塑料管材生产保持 10% 左右的增长速度，到 2015 年，预计全国塑料管道生产量将接近 1200 万吨，在全国各类管道中市场占有率超过 60%。

### （三）行业集中度提升缓慢，生产商主要分布在粤浙鲁闽

2005-2010 年期间，塑料管材企业单产规模增加，年产 1 万吨以上的企业数增了三倍，行业前 20 名企业的总体规模也有所增长。与此同时，前 20 名企业产能占全行业产能的比例提高 1 个百分点，显示行业集中度虽略有提高，但速度较慢。

表 2：五年中塑料管道企业规模和集中度情况的对比

年份	年产能≥10kt的企业数	行业TOP20企业产能规模	TOP20产能占行业总产能的比例
2005	100家	8万吨以上	39%
2010	300家	10万吨以上	40%

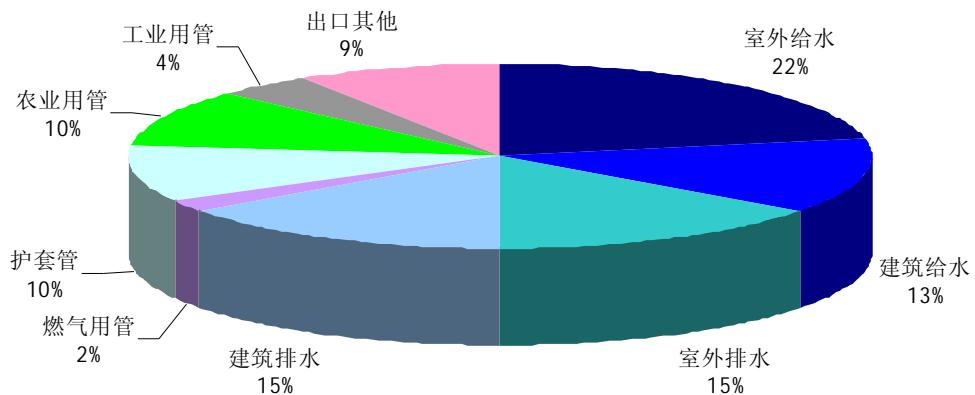
资料来源：太平洋证券

地理位置上，我国塑料管道生产商主要集中在沿海和经济发达地区，2007年以前，全国前三大生产地区分别为广东、浙江和福建，三地产量占到当年全国总产量的49.8%左右。但是由于塑料管材销售存在区域半径，一些企业为了扩大规模，纷纷在天津、东北、中西部地区采用异地扩产战略，这客观起到了产能分流的作用。2007年以后，山东取代福建成为第三大塑料产地。截止2010年，广东、浙江、山东和福建产量占到全国产量50%左右，随着各地生产的推进，地区生产集中度有逐步下降的趋势。

#### （四）建筑和室外给排水仍是主要下游，预计对管道需求增速略有放缓

我国塑料管道的应用普及到建筑给排水、供暖、市政给水、排水、排污、城市中低压燃气输送、新农村建设、农村沼气燃气输送、农村饮用水安全项目、农业灌溉等许多领域。其中，如图8，建筑给、排水和室外给、排水仍是主要的应用领域，四者之和占到塑料管道应用的65%。因此，基建项目、房地产建设活动、支持性政府投资依然是拉动塑料管道行业需求的关键因素。

图 8：2009年我国塑料管道应用领域比例情况



资料来源：太平洋证券

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不对因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

我们分析一下最大下游——房地产市场的未来趋势。我们的观点是保障性住房的建设，缓冲了住宅市场的疲软。目前，房地产行业最大的问题在于整个商品房新开工面积增速已经连续19个月高于我国的销售面积增速，在房地产上游资金链被收紧的同时，房地产企业必须想办法“开源节流”，而买房者不可能全额付款，银行正纷纷上调首套房贷款利率，企业“开源”空间有限。在“节流”上，房地产企业可以压缩土地购买规模，压缩新项目建设进程，这必然会造成房地产投资增速的回落。

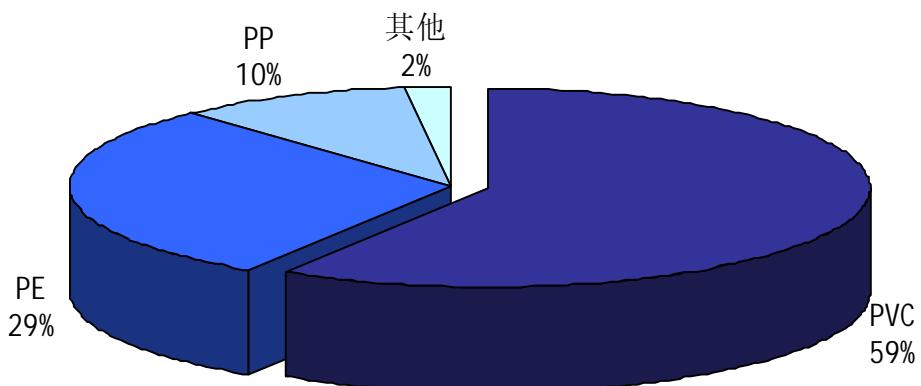
2011年，1000万套保障房开工目标中的98%已经开工，并在11月份实现100%的开工率。但是，我们必须注意到地方政府资金层面和土地配置都面临着考验，保障房建设有可能会出现“开工快、竣工慢”的局面。住建部部长预计2012年的保障房新开工数量将低于2011年，且十二五总目标可能会重新评估，这表示2012年1000万套开工数有下行风险。国务院发展研究中心市场经济研究所副所长邓郁松表示，中国房地产行业新开工面积的峰值可能将出现在2013年前后。

因此，基于对房地产市场的判断，我们认为住宅用塑料管道需求增速将从11年的15%的增速开始回落，到2015年，增速回落至9%左右。

## （五）PVC管道未来仍将是塑料管材的主导产品

从目前使用的主要管材品种可以发现，我国实际上建立了以PVC、PE和PP材料为主的塑料管材加工产业。据统计，2009年，PVC管道占塑料管道总量的59%，是塑料管材的主导产品；PE和PP管道分别占总量的29%和10%。

图 9：2009年我国塑料管道比例情况



资料来源：太平洋证券

表 3：塑料管道的主要类型、性能及用途

类型	性能	主要用途
PVC	能够抵抗大部分腐蚀性液体，相比大部分其他塑料管道具有更大的强度及刚度。	住宅及工业用水、废料及污水系统、饮用水系统、工业及化学处理管道及电缆导管。
PE	机械强度、耐化学性及柔韧性相对较高。	饮用水系统、灌溉及洒水系统、排水、腐蚀性化学品运输、气体运输及电缆导管。
PP-R	耐高、低温性能佳。	冷热水供应系统。

资料来源：太平洋证券

PVC 管材主要品种是 PVC-U 和 PVC-C。PVC-U 是在 PVC 生产过程中加入含量在 0%-12% 的增塑剂，进而改善 PVC 性能的管材。PVC-U 在国际国内已经应用数十年，和其他塑料管材相比，有三点优势。第一，价格低；第二、市场推广度好；第三、整体应用体系最为成熟。

PE 管材、PP 管材和 PP-R 管材在原材料和制造成本等方面都高于 PVC-U 管材很多，特别是建筑排水埋地排水和工农业应用中，性价比更是优势明显。在实际应用中，目前所有塑料管道，PVC-U 管材无论是生产技术、质量控制、施工方案、配件连接、配套技术，还是相关的国家标准、规范等方面都是成熟和完善的。在保持中小城市应用推广的同时，PVC-U 管材厂商可以利用价格和配套设施成熟等优势，大力开发农村和西部市场。

PVC-C 是将聚氯乙烯树脂再氯化得到的产品，除了兼有 PVC 管的优点外，还具有优异的耐热性、耐化学腐蚀性、阻燃性和抑烟性，已经较高的机械强度、较低的热传导率和膨胀系数。主要用于制造输送热水及腐蚀性介质的管材。

PVC 管道占塑料管道总量的 59%，是我国塑料管材的主导产品。据国际经验看，在聚烯烃管道发展最快的欧洲，PVC 管道仍然在总量中占到 1/2 以上。在北美和日本，PVC 管道占得比例更大，可见国际上对 PVC 管道的性价比的认可。国际上每年生产的近 1000 万吨 PVC 管道大部分是 PVC-U 管道。按照先进标准制造的 PVC-U 管道是可以满足大部分用途需要的。

我国 PVC 管道行业企业众多，但是大多数企业停留在低水平，生产低品质的通用产品甚至生产假冒伪劣产品，市场不规范，产品品质达到国际先进水平并具有创新开发高端产品能力的企业太少。国内低端产品市场严重供过于求，市场陷入价格战。因此，完善标准体系，强化标准的执行力度是确保产品质量的有效保证，市场集中度的提高必须伴随着制度体系的完

善。

除了传统的 PVC 产品，我国还积极开发 PVC-M、PVC-O 等新型管道，但并不是要完全替代 PVC-U，这和聚乙烯管道从 PE63 到 PE80 再到 PE100 的更新换代是不同的，因此，从国际经验看，PVC 管材仍将占有主导地位，只是低端产品产能过剩，行业必须要进行结构转型，预计行业产能增长率将会降至 10% 左右。

## (六) PE 管道市场空间较大，增速高于行业平均水平

PE 管材是以聚乙烯树脂为原料，添加少量抗氧化剂、爽滑剂等塑料助剂后造粒挤压而成的塑料管材。通常分为两种：一种是高压低密度聚乙烯管，比较柔软，机械强度及熔点低；另一种是低压高密度聚乙烯管，密度高、刚性大、机械强度及熔点较高，适用于工业和民用住宅。PE 塑料管材与 PVC 管材相比，有两个优点：一、低温韧性比 PVC 管好；二是无毒，燃烧后无有毒气体产生，是环保型产品。因此结合 PE 管材的特性，产品用于饮用水管、雨水管、气体管道、工业耐腐蚀管道、输送液体、企业等。

PE 管材的应用优势领域是燃气输送，这得益于 PE 管具有良好的任性、耐开裂性和可靠的连接技术，以及对地震破坏的抵御能力，**目前尚无其他塑料管材涉足**。PE 燃气管在西方国家已经十分普及，日本 PE 燃气管的使用量已经超过全部铺设管网的 90%。我国的 PE 燃气管应用仍然比较落后，不仅用于燃气输送的 PE 管材数量少，而且仅限于中小口径的燃气管。我国正在提高天然气在能源中的比例，特别是城市的能源中要大部分转换为天然气，各个地区（特别是输气管线附近的省市）都制订了各自利用天然气的规划，对 PE 管道需求有直接拉动作用。2005-2009 年，PE 管材的需求复合增长率保持在 16% 以上。

PE 管材在国内的应用推广，不利因素是受限于 PE 管材专用料不能完全国产化。虽然从国外引进的几条生产线可以生产 PE80、PE100 等级的 PE 管材料，但仍存在牌号不齐、产品质量不稳定及规格不配套等现象，每年仍需进口数万吨以上的 PE80、PE100 专用料。我们预计，随着扬子石化等国内主要石化企业陆续成功开发出 PE 管材专用料，加上 PE 管材向下水道和配水管网技术的逐步成熟，未来 PE 管道的需求依然能保持较高的增速。

总体而言，我们大致的预计，2010-2015 年，塑料管材的生产复合增长率约 10% 左右，需求总体增速放缓，但却呈现出多样化，传统建筑管材需求增速放缓，2011-2015 年需求增速将

从 15% 缓慢回落至 9% 左右，电信网络、污水处理体系和天然气管网等目前占比较小的品种增长较快，预计未来五年保持 20% 左右的需求增速。

## 公司优势分析

### (一) 规模优势

公司拥有黄岩、上海、深圳、天津、广州、重庆六大生产基地，年生产能力 20.1 万吨，产品涉及 5000 多个品种，产销规模在国内可比上市公司中位列第二（低于中国联塑），同时也是国内少数几家做 2 米以上大口径管道的生产商。公司在内的市场区域覆盖华东、华南、华北和西北地区，国际市场覆盖中东、非洲和东南亚众多国家和地区。在产能扩张的同时，公司通过集约化采购、批量生产、提议配送的方式，充分发挥规模优势，持续保持较低的运营成本。

### (二) 技术研发优势

公司现有一个省级高新技术研发中心，同时联合浙江大学、浙江工业大学等高校和科研机构，进行新产品的开发和设计。公司主持起草了 4 项国家标准和一项行业标准，参与起草了 7 项国家标准和 1 项行业标准，先后开发投产和储备了 20 多项新产品新技术，目前拥有专利 57 项，其中发明专利 3 项、实用新型 37 项、外观设计 17 项。公司还参编了我国目前唯一一本《工业用塑料管道设计手册》。

### (三) 品牌优势

公司经过二十年的市场开拓和培育，“ERA 公元”品牌已经在世界 54 个国家和地区进行注册，在 100 多个国家获得认证，具有较高的市场认知度和美誉度。公司是国内建材下乡产品的指定单位，是第一批保障房采购的制定供货单位和农村饮用水安全工程的指定供货单位。公司的产品已经应用于多个国内重要的工程项目，如上海浦东国际机场、上海世博园区、北京奥运场馆、南京奥体中心等。同时，公司还是万科地产、中海地产、恒大地产等知名地产公司的重要供货商，可见公司产品质量和品牌都获得了较高的认可度。

## 募集资金投向分析

公司本次拟公开发行 5000 万股，募集资金 81400 万元，全部用于以下项目：

表 4：公司募集资金投资项目及拟投入金额（万元）

项目名称	建设项目投资（万元）			项目建设期
	总投资	固定资产	流动资金	
黄岩年产8万吨塑料管道投资项目	52100	46016	6048	1年
天津年产5万吨塑料管道投资项目	29300	26696	2604	1年
合计	81400	72712	8688	

资料来源：招股说明书、太平洋证券

表 5：公司募集资金投资项目产能分布情况（万吨）

项目名称	PVC管材管件	PVC-C管材管件	PE管材管件	PPR管材管件	合计
现有产能	14.70	0.15	3.90	1.35	20.10
黄岩年产8万吨塑料管道投资项目	4.00		1.60	2.40	8.00
天津年产5万吨塑料管道投资项目	2.00		2.00	1.00	5.00
达产后总产能	20.70	0.15	7.50	4.75	33.10

资料来源：招股说明书、太平洋证券

本次募投项目达产后意义在于：一方面，公司的产能得到扩张，将新增塑料管道 13 万吨，公司塑料管道总产能将达到 33.1 万吨；另一方面，公司此次产能扩张有意向需求增速较快的 PE 管和 PPR 管倾斜，投产后，PE 管和 PPR 管产品产能占比将达到 37%，相应 PVC-U 管材管件在公司主营收入的占比将有 73% 下降至 63%。

## 财务预测及投资建议

- 根据公司招股说明书 337-337 页披露的项目建设周期，假设公司两条生产线建设期为一年，项目建成后第一年即可投产并达到设计生产能力的 30%（我们假设为 2012 年），建成后第二年达到设计能力的 65%，第三年达到设计产能的 100%；
- 公司两个子公司未来三年继续享有 15% 的所得税；

3、公司主要产品价格为当前水平，未来三年没有发生大幅波动。

根据我们的假设条件，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.71 元、1.34 元、1.88 元。公司通过本次 IPO 募集资金投资新的生产线，增加企业生产规模，在未来三年业绩将有高速增长预期。我们考虑到当前弱势震荡市场，给予公司 2011 年 20-25 倍市盈率，公司合理价值为 14.20 元-17.75 元。

表 6：公司财务预测表

资产负债表(百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表(百万)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	175.2	263.8	204.4	256.5	307.7	营业收入	1524.5	1814.2	2044.3	2564.5	3077.3
应收和预付款项	172.8	128.7	225.4	251.9	322.7	营业成本	1178.1	1426.3	1685.6	2095.9	2500.1
存货	159.7	240.3	406.2	397.7	561.3	营业税金及附加	6.8	7.6	8.0	10.0	12.0
其他流动资产	514.6	632.2	835.2	905.1	1190.5	销售费用	56.0	72.4	83.8	102.6	104.6
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用	81.4	102.2	115.1	89.8	98.5
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用	7.0	11.3	23.7	23.3	21.7
固定资产和在建工程	355.3	455.8	601.4	720.2	849.2	资产减值损失	0.1	5.3	1.4	1.3	1.5
无形资产和开发支出	99.5	155.9	152.2	148.5	144.8	投资收益	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	12.9	27.6	27.6	27.6	27.6	公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	468.6	642.0	784.6	901.3	1028.8	营业利润	195.1	189.4	126.7	241.7	338.8
资产总计	984.1	1275.4	1621.4	1808.3	2221.5	其他非经营损益	1.5	1.5	1.0	1.3	0.9
短期借款	125.0	204.0	12.0	12.1	12.1	利润总额	196.6	190.9	127.7	243.0	339.7
应付和预收款项	322.9	428.5	376.8	584.1	568.1	所得税	44.3	30.2	21.7	41.3	57.8
长期借款	40.0	80.0	80.0	80.0	80.0	净利润	152.3	160.7	106.0	201.7	282.0
其他负债	0.0	0.0	0.5	0.3	0.4	少数股东损益	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2
负债合计	487.9	729.4	969.4	959.8	1101.2	母公司股东净利润	152.2	160.7	105.9	201.6	281.7
股本	100.0	150.0	150.0	150.0	150.0	财务指标(%)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资本公积	151.6	71.9	71.9	71.9	71.9	毛利率	22.72	21.38	17.55	18.27	18.76
留存收益	244.0	324.1	430.0	626.3	898.0	销售净利率	9.99	8.86	5.19	7.87	9.16
归属母公司股东权益	495.6	546.0	651.9	848.2	1119.9	ROE	36.21	30.84	17.70	26.89	28.64
少数股东权益	0.6	0.0	0.1	0.2	0.5	ROA	16.19	14.22	7.32	11.76	13.99
股东权益合计	496.2	546.0	652.0	848.4	1120.3	ROIC	20.84	18.71	10.56	15.05	17.47
负债和股东权益合计	984.1	1275.4	1621.4	1808.3	2221.5	销售收入增长率	6.08	19.00	12.69	25.45	19.99
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBIT 增长率	85.45	-0.69	-25.13	75.91	35.73
NOPLAT	159.2	170.3	128.2	223.4	302.6	净利润增长率	114.46	5.53	-34.03	90.27	39.78
经营性现金流	121.7	312.2	-126.9	478.5	126.7	估值倍数	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
投资性现金流	-90.1	-246.9	-133.1	-179.0	-201.0	EPS(X)	1.52	1.07	0.71	1.34	1.88
融资性现金流	19.8	-8.5	-216.0	-28.5	-31.8	PE(X)	0.00X	0.00X	0.00X	0.00X	0.00X
现金增加额	0.1	0.1	-0.5	0.3	-0.1	PB(X)	0.00X	0.00X	0.00X	0.00X	0.00X
FCFF	82.6	286.1	-136.3	301.9	107.2	PS(X)	0.00X	0.00X	0.00X	0.00X	0.00X
						EV/EBITDA(X)	1.23X	1.78X	3.67X	2.13X	1.82X

资料来源：招股说明书、太平洋证券

## 风险提示

公司项目较招股书进度有延期风险；

公司原材料价格大幅上涨风险。



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

### 重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其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。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。