



# 未有评级

300198.SZ

价格:人民币 16.90

板块评级:中立

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7	(5)	10	(22)
相对新华富时A50指数	4	0	18	(5)

发行股数(百万)	139.22
流通股(%)	61.68
流通股市值(人民币 百万)	14.51
3个月日均交易额(人民币 百万)	20.1
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
陈志江	32.33

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究  
以2012年7月20日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工:塑料

倪晓曼

(8621) 2032 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120010

\*王喆为本报告重要贡献者

# 纳川股份

## 塑料排水管行业细分市场龙头

公司主营业务是HDPE(高密度聚乙烯)缠绕增强管及配套管件的研发、生产和销售,以及为其系统的设计和施工提供技术支持服务。是目前国内HDPE缠绕增强管的厂商中产值最大、产品应用范围最广的企业。考虑到公司产品性能、销售渠道的优势以及排水管行业发展趋势,我们预测2011-2014年三年净利年均复合增长将达到39%。

### 主要要点

- **埋地排水管行业“以塑替钢”是大势所趋。**我国埋地排水管行业目前仍以混凝土管为主。塑料管在力学性能、水力性能、使用寿命、抗腐蚀性、环保性能等多方面优势显著。目前我国塑料管应用比例虽已达到18%,但较发达国家60%以上的水平有较大的差距,还有显著的提升空间。
- **HDPE缠绕管性能优、发展潜力大。**预计“十二五”期间塑料管材产量的增长率在9.5%,作为其中的高端产品HDPE增强缠绕管在大口径、超大口径领域有良好的发展前景。但目前市场份额很小,公司产品仅占全国不足1%的市场份额。公司在该产品应用领域处于国内绝对领先地位,在市场上已经有一定的工程应用经验,随着公司产能的提升,公司将在未来几年高速增长。
- **定位高端、直销模式保持产品高毛利。**公司将产品销售目标定位在大型项目及高端客户,采用直销模式,产品毛利率近三年均维持在50%以上。公司注重与各个行业的主要设计单位进行技术沟通,建立良好的合作关系,然后通过设计单位直接和工程施工单位签订供货合同;通过在全国范围布局、采用BT业务等方式带动公司产品销售。

### 主要风险

- 同类产品大规模进入;应收账款过高;政府、业主对产品认知的偏差导致市场推广速度低于预期。

### 投资摘要

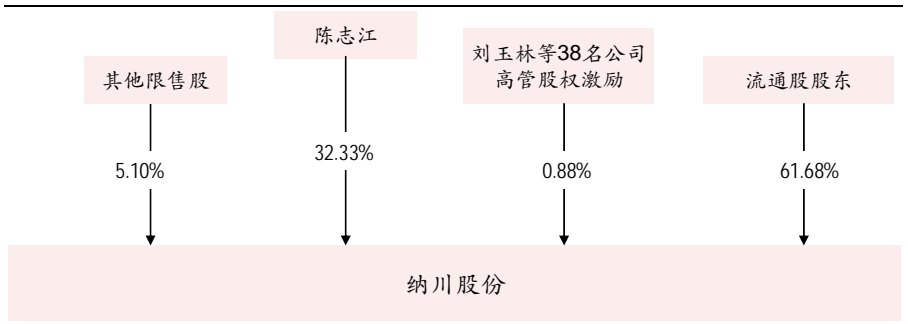
年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	192	275	380	547	739
变动(%)	13	44	38	44	35
净利润(人民币 百万)	57	74	106	144	204
全面摊薄每股收益(人民币)	0.821	0.537	0.764	1.032	1.465
变动(%)	142.0	(34.5)	42.2	35.0	41.9
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.79	1.10	1.55
全面摊薄市盈率(倍)	20.6	31.4	22.1	16.4	11.5
每股现金流量(人民币)	0.10	(0.59)	0.43	0.21	0.09
价格/每股现金流量(倍)	168.2	(28.7)	39.3	80.3	192.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	19.3	15.1	11.1	8.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.107	0.153	0.206
股息率(%)	0.0	0.0	0.6	0.9	1.2

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

## 公司概况

纳川股份是一家致力于以先进制造技术生产和推广有利于环保、节能减排的新型排水管材的企业。公司主营业务是HDPE缠绕增强管及配套管件的研发、生产和销售，以及为其系统的设计和施工提供技术支持服务。是目前国内HDPE缠绕增强管的厂商中产值最大、产品应用范围最广的企业。是第一批福建省政府投资项目甲级设备材料供应商、我国核电系统第一家大口径塑料排水管道合格供应商。

图表 1. 纳川股份股权结构



资料来源：公司数据及中银国际研究

公司于2011年4月7日在深交所创业板首次公开发行2,300万A股股票并成功上市。目前公司总股本13,922万股，流通股本为8,587万股，公司第一大股东为陈志江，持有32.33%股权。

公司目前在福建、天津和武汉设有生产基地，截至目前公司共有11条生产线（其中2条在建），产能达到2.07万吨。预计到今年3季度末全部投产后，公司的产能将达到2.55万吨。

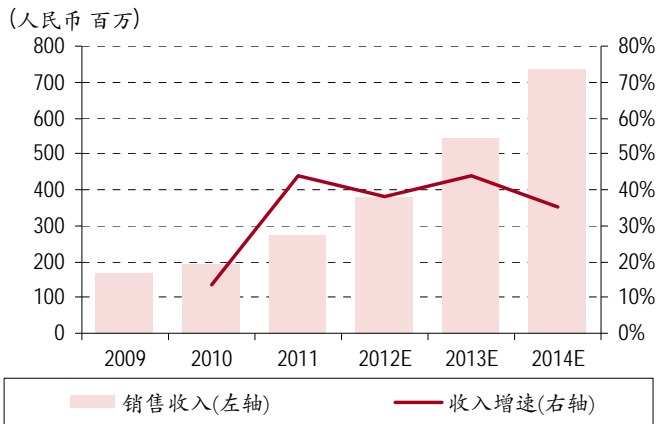
图表 2 公司产能情况布

生产基地	产能 (吨)	投产时间	备注
泉州	1,500	2007.10	
	2,400	2009.12	
	2,400	2009.12	
	2,400	2011.05	募投项目
	2,400	2012年3季度	募投项目
天津	2,400	2008.12	
	2,400	2009.11	
	2,400	2011.07	募投项目
	2,400	2012年3季度	募投项目
武汉	2,400	2011.9	募投项目
	2,400	2011.9	募投项目
合计	25,500		

资料来源：公司公告、中银国际研究

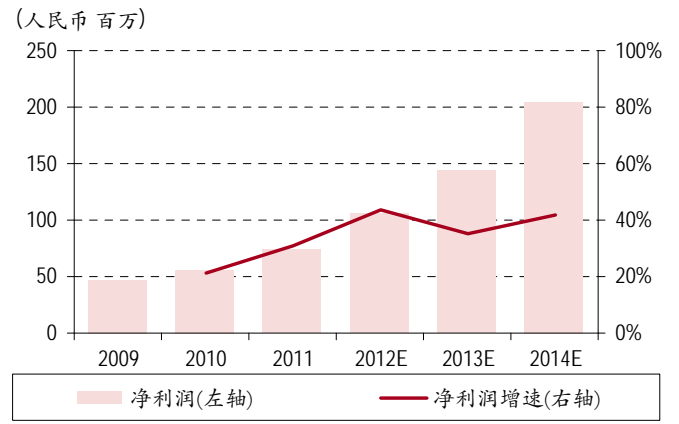
随着公司产能的不断提升，产品销售量大幅增长，由2007年的不到3,000吨，迅速增长到2011年的超过11,000吨，2008年至2011年营业收入年均复合增长率为36.3%，归属于母公司所有者净利润增长48.9%。今年1季度公司实现营业收入5,549万元，同比增长29.2%，实现归属于母公司所有者净利润1,346万元，比2011年同期增长22.5%。

图表 3. 公司营业收入变化情况



资料来源: 公司数据及中银国际研究

图表 4. 公司净利润变化情况



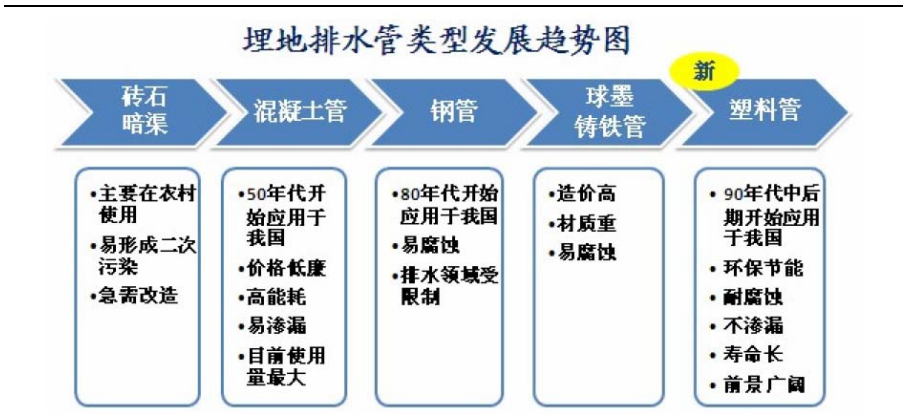
资料来源: 公司数据及中银国际研究

## 埋地排水管行业“以塑代水泥”是大势所趋

### 我国埋地排水管行业目前仍以混凝土管为主

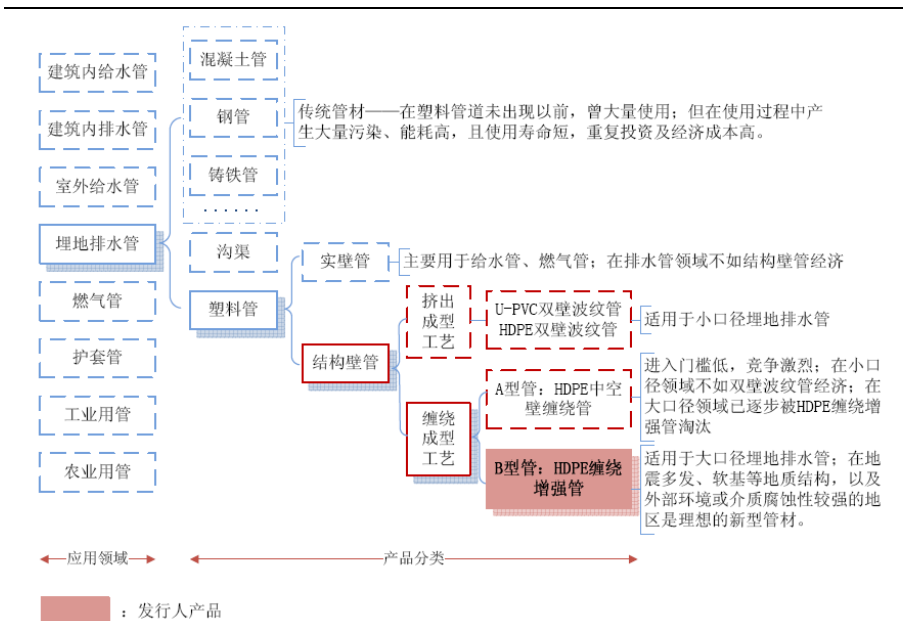
我国的埋地排水管行业逐步发展，历经砖石暗渠、混凝土管、钢管、球墨铸铁管和塑料管五大类产品。在发达国家，四分之三的污水排水管和一半以上的雨水排水管使用塑料管。目前，我国埋地排水管绝大多数使用的是以混凝土管为代表的传统管材，这些管材价格低廉、环保性能差，而价格相对较高的塑料管的市场份额很小。

图表 5.埋地排水管发展趋势图



资料来源：公司招股书及中银国际研究

图表 6.埋地排水管产品结构图



资料来源：公司招股书及中银国际研究

**图表 7. 埋地排水管材性能、应用范围和发展趋势比较**

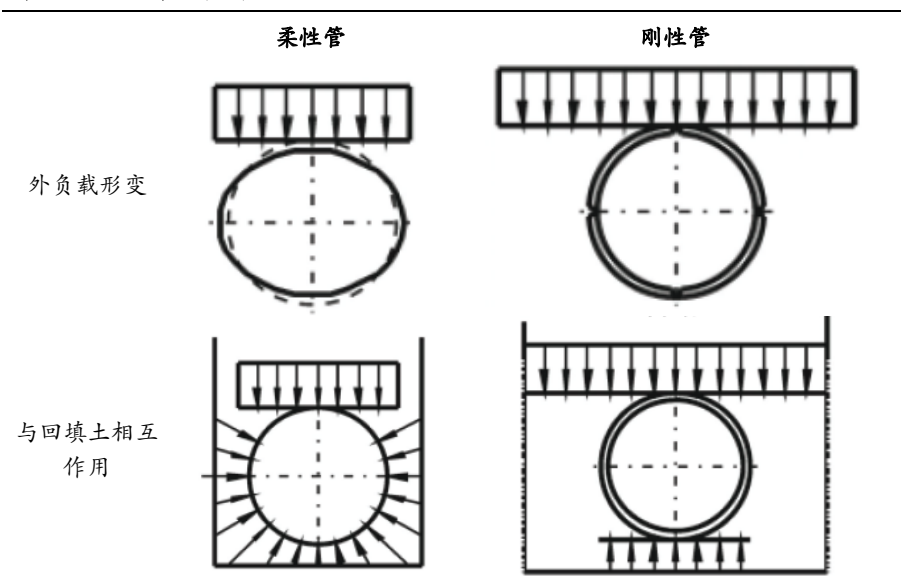
	混凝土管	球墨铸铁管	钢管	塑料管
节能环保性能	较差	较差	较差	好
密封性	较差	较好	较好	好
耐腐蚀性	差	一般	差	好
粗糙率	高	较高	较高	低
管材重量	很重	重	重	轻
管材使用寿命	20年	50年	50年	50年
安装及施工速度	较复杂	较复杂	较复杂	简便
综合造价	管材价格低，施工成本高	管材价格高，施工成本高	管材价格较高，施工成本高	管材价格较高，施工成本较低
主要使用领域	给水、排水	给水、排水	给水、排水	给水、排水
产业政策导向			鼓励	

资料来源：公司招股书及中银国际研究

### 塑料管综合性能优于混凝土管

塑料管和混凝土管，按管材特性可分为刚性管和柔性管，这两类埋地排水管的性能进行比较，可以得出塑料排水管所具有的优点如下：

**强度和刚度。**从表面上看，塑料埋地排水管是不及混凝土排水管，特别是钢筋混凝土管。但塑料管属于柔性管，在受外压负荷时，柔性管的承受负载的机理是完全不同的。柔性管在受压破坏之前可以有较大的变形，而刚性管不可能有较大变形。当柔性管受外负载时，在破坏前先变形——横向外扩，回填土壤阻止柔性管的变形就产生对柔性管的横向压力，外负载就这样被传递和分散到周围回填土壤中去。这样管和周围的回填土壤共同承受负载，工程上称之为“管土共同作用”。而回填土对管的支撑作用与回填土的刚实，以取得良好的支持作用。因此，塑料埋地排水管不需要和刚性混凝土管一样的强度和刚度，在合理的刚度下，完全达到使用要求，这一点已被国外先进国家的应用实践所证实。

**图表 8. 埋地排水管材性能比较**


资料来源：公司招股书及中银国际研究



**水力特性比。**在水力特性比方面，塑料管由于内壁光滑，输送液体时摩阻明显小于混凝土管。塑料管的内壁粗糙率为0.001，而混凝土管为0.013，因此在相同使用条件下，塑料管的输水量可比混凝土管提高30%。实践证明，在同样坡度下，采用直径较小的塑料埋地排水管就可以达到要求的流量。

**接口的密封性。**在管材接口密封方面，塑料管的连接比较可靠。而混凝土排水管在保证密封性方面比较困难，绝大多数使用的平接口和企口混凝土排水管在连接处只抹一圈混凝土，时间一长很难保证不泄露；又因其完全是刚性连接，管道稍有移位（如土壤不均匀沉降），连接处就可能被破坏，而形成渗漏。

**使用寿命、耐腐蚀。**在使用寿命、耐腐蚀方面，塑料管的优点最为突出。埋地排水管输送的生活污水和雨水具有腐蚀性（雨水流过地面时常溶入腐蚀性物质），或成酸性或成碱性，生产污水如工业排水更是具有强腐蚀性，塑料埋地排水管的耐腐蚀性远胜于金属管，也明显优于混凝土管。同时，塑料埋地排水管的抗磨损性也很好。

**便于铺设安装。**在管道铺设安装方面，塑料埋地排水管的优点也非常突出：重量轻、长度大、接头少，对于管沟和基础的要求低（而混凝土管一般需要做素混凝土基础），连接方便，施工便捷。而混凝土管的基础和连接处需要进行养护，在城市拥挤或地质恶劣地区（如地下水位高、地基松软地区），塑料埋地排水管的优点更明显。

**综合经济性。**在综合经济性方面，塑料埋地排水管的优点正在被越来越多的用户所认识。虽然塑料排水管的价格比混凝土管高，但是国内外的时间证明，在正确设计和合理施工的情况下，采用塑料埋地排水管的工程中造价常常低于混凝土排水管。

**图表 9. 埋地排水管材性能、应用范围和发展趋势比较**

	钢筋混凝土管	塑料排水管	小结
管道重量	同管径同长度比塑料管材重	同管径同长度比钢筋混凝土管轻	塑料管材占优势
力学性能	强度高，耐压、耐冲击，柔韧性差	在正确的设计和施工下和周围土壤共同承载，可满足使用中的力学性能，属柔性，抗震好	塑料管材占优势
水力特性性能	内壁粗糙系数为 $n=0.013-0.014$	内壁粗糙系数为 $n=0.009-0.01$	后者内壁光滑，同坡度同管径可通过前者 1.2-1.4 倍流量
使用寿命	埋地敷设，钢筋混凝土管的寿命一般不超过 30 年，若作为污水管道，其寿命仅为 12 年左右	埋地敷设，塑料排水管的寿命可达 50 年以上	塑料管材寿命长
密封性	密封性好，满流时不渗漏	接口形式单一，密封性较差，易渗漏	塑料管密封性好
耐寒性	可在 -60℃ 下工作	低温下易冻胀或冻破	塑料管耐寒性好
抗腐蚀性	一般使用环境下的土壤、电力、酸碱等因素不会使管道损坏	耐酸碱等各种腐蚀佳	塑料管材占优势
铺设安装	开挖土方量相比塑料排水管大，需做混凝土基础，连接较复杂	管道接口连接方便且密封性能好，管道基础简化，塑料排水管的开挖土方量为钢筋混凝土管的 2/3 左右，施工进度快，也不受季节限制	塑料管材施工简便，工期短
综合造价	管材单价较塑料管材便宜，加钢筋混凝土基础后，以使用寿命平均与塑料排水管基本相当。	管材单价较钢筋混凝土管贵，考虑钢筋混凝土基础和寿命平均与其基本相当	两者基本相当

资料来源：《论塑料排水管的特点及其在市政工程中的应用》，中银国际研究

### “以塑代水泥”的发展趋势日益明显

近年来，随着国家环保措施的日益严格、我国塑料排水管产品技术水平不断提高，“以塑代水泥”的发展趋势日益明显。主要体现在：小口径排水管领域，HDPE 双壁波纹管等塑料管材已大比例替代传统管材；大口径排水领域，HDPE 缠绕增强管等塑料管材开始蚕食传统管材的市场份额。

根据中国城市供水协会 2011 年的统计，目前塑料管道有 75,000 多公里，占统计范围内的管网 18%，塑料管道应用的比重已经有显著的提高，但较发达国家 40%-50%（按重量计，按长度计算应该超过 60%）的水平仍有较大的差距，还有显著的提升空间。

《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》中提出到 2015 年，污水处理率进一步提高，城市污水处理率达到 85%（直辖市、省会城市和计划单列市城区实现污水全部收集和处理，地级市 85%，县级市 70%），县城污水处理率平均达到 70%，建制镇污水处理率平均达到 30%。提出新建 15.9 万公里公里污水管网的具体目标，约三分之一为补充已建污水处理设施的管网。其中，设市城市 7.3 万公里，县城 5.3 万公里，建制镇 3.3 万公里；东部地区 6.1 万公里，中部地区 4.9 万公里，西部地区 4.9 万公里。全部建成后，全国城镇污水管网总长度达到 32.7 万公里，每万吨污水日处理能力配套污水管网达到 15.6 公里，大幅提高城镇污水收集能力和污水处理厂运行负荷率。预计新增管网投资超过 2,400 亿元。

**图表 10. “十二五”全国城镇新增污水配套管网规模及投资预测**

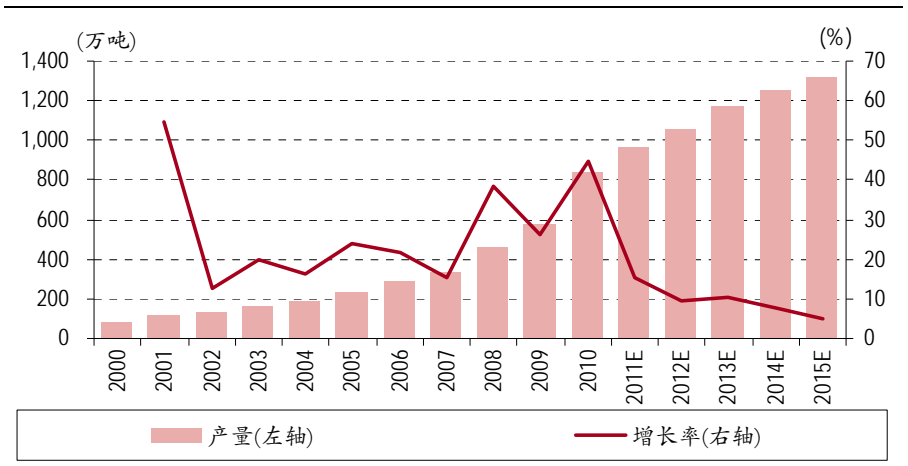
地区	2010年(公里)	“十二五”新增(公里)	新增管网投资(亿元)
北京	4,479	790	24
天津	7,519	2,906.2	47
河北	7,722	4,527.8	63
山西	2,498	3,478.7	52
内蒙古	7,357	1,880	47
辽宁	3,221	5,982.7	70
吉林	2,678	5,406	54
黑龙江	2,544	4,485	54
上海	5,058	1,185	74
江苏	22,577	11,665	187
浙江	15,959	7,267	124
安徽	6,635	7,300	100
福建	5,757	4,944.7	73
江西	3,948	6,085	82
山东	12,965	8,003	92
河南	7,480	5,341.3	75
湖北	4,462	8,423	121
湖南	4,129	8,492	131
广东	5,366	12,483	266
广西	2,062	3,195	61
海南	1,110	1,388	34
重庆	4,384	2,920.6	46
四川	7,873	5,412	84
贵州	2,639	4,891.9	76
云南	3,089	7,580.3	105
西藏	59	354.9	6
陕西	3,946	10,320	112
甘肃	2,050	4,641.2	74
青海	570	727.8	11
宁夏	730	2,077	29
新疆	4,138	2,738.9	37
新疆生产建设兵团	1,170	2,232	32
<b>合计</b>	<b>166,174</b>	<b>159,125</b>	<b>2,443</b>

资料来源:《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》及中银国际研究

根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会预测,到2015年,我国塑料管道产量将达到1,320万吨。



图表 11.我国塑料管道产量增长情况及预测



资料来源:《中国塑料管道行业“十二五”期间(2011-2015)发展建议》及中银国际研究

我们认为,目前城市供水管网建设是一个过渡期,从大规模的新建和改造并重,逐渐过渡到改造量超过新建量。为了减少二次污染,预计“十二五”期间在配置管网方面将会更多的采用塑料管材。

## HDPE 缠绕管性能优、发展潜力大

早在上世纪 70 年代，发达国家已开始将 HDPE 缠绕增强管应用于排水领域。上世纪末，HDPE 缠绕增强管开始引进中国，随着国民经济的发展，HDPE 缠绕增强管以其优异的性能首先被市政领域接受，并逐步在工程、大型石化项目及交通枢纽等高端市场推广开来，目前其市场份额呈现出逐步扩大的趋势。

目前世界上大多数国家，排水排污塑料管中应用最多的还是双壁波纹管。在建设部 2002 年发布的关于《淘汰落后的产品，推广使用新型建材》的文件中，明确提出，1,200mm 以下口径的埋地排水排污管优先选用双壁波纹管，超过 1,200mm 可使用聚乙烯缠绕增强管、中空壁缠绕管和玻璃夹砂管等管材。在大口径领域，相较于其他产品，HDPE 缠绕增强管在环刚度、纵向抗拉能力、结构壁复合程度和柔性上优势突出，并且拥有多项成功的应用范例。

图表 12. 主流塑料排水管性能和应用领域比较

	HDPE 缠绕增强管	HDPE 中空壁缠绕管	HDPE 双壁波纹管	U-PVC 双壁波纹管
成型工艺	热态缠绕成型	两次加热缠绕成型	挤出成型	挤出成型
冷却方式	自然风冷却	水冷	水冷	自然风冷却
口径范围	DN300-4000mm	DN200-3000mm	DN1200 以下	DN500mm 以下
环刚度	最大 16KN/m <sup>2</sup>	最大 12.5KN/m <sup>2</sup>	最大 8KN/m <sup>2</sup>	最大 8KN/m <sup>2</sup>
连接方式	承插式电熔连接	电热熔带连接	胶圈连接	胶圈连接
纵向抗拉能力	允许拉伸试验	不允许	无要求	无要求
结构壁复合程度	完全熔合，无应力	管身焊缝长，结构壁存在内应力	内外壁复合程度好	
柔性指标	可以弯曲成圆状	弯曲能力差	弯曲能力差	弯曲能力差
使用寿命	50 年，本体连接，管道系统寿命一致	50 年，连接需要辅材，管道系统寿命由辅材决定	50 年，连接需要辅材，管道系统寿命由辅材决定	50 年，连接需要辅材，管道系统寿命由辅材决定
配套管件	弯头、检查井、三通	无	无	无
成本	DN800mm 以下成本相对较高	DN1000mm 以上成本较高	DN800mm 以上与 HDPE 缠绕增强管接近	较低
行业指导价	17200 元/吨	17200 元/吨	16200 元/吨	10700 元/吨
工程应用案例	重点工程及大口径项目使用率高	较少	在小口径排污管领域使用较多	较少



资料来源：招股说明书、中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会、中银国际研究

2010 年，我国塑料管道产量为 840.2 万吨，已成为世界最大的塑料管道生产和应用国。截至 2010 年底，国内较大规模的塑料管道生产企业 3,000 家以上，年生产能力超过 1,500 万吨。其中，产能超过 1 万吨的企业约 300 家，其中超过 10 万吨的企业超过 20 家。

整体而言，我国塑料管道行业竞争较为激烈，总体开工率水平不高，主要是以下几方面因素造成的：**产品结构不合理**，目前我国大部分的塑料管道产品属于低端产品，竞争非常激烈，加之市场不规范，部分产品质量合格率低；**区域发展不平衡**，浙江、广东、山东产量接近全国总产量的 40%，而中西部地区发展相对缓慢；**市场开拓不充分**，目前部分区域、部分行业对塑料管的性能了解有限，使产品进入存在一定的限制和壁垒；**施工配套不完善**，由于部分工程技术标准不配套、施工与验收技术欠缺导致不能充分发挥塑料排水管的优越性质。

公司的产品定位为高端产品，主要市场在市政、石化、核电等大型工程领域。目前同类产品，国内只有少数几家企业能够生产，其中比较大的竞争对手为石家庄宝石克拉、大连东高、台州飞跃等。相较于公司，这些对手在产能、技术、客户等方面均有较大的差距。

图表 13. 公司同类产品生产企业情况

	成立时间	产能	备注
石家庄宝石克拉	1998 年	3 条线, 7,000 吨	实际产能利用率低, 估计收入在 8,000-9,000 万, 主要在小口径领域
大连东高	2003 年	1 条线, 2,400 吨	实际产能利用率低, 主要在小口径领域
台州飞跃		2 条线	部分供货“三门核电”

资料来源: 招股说明书、中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会、中银国际研究

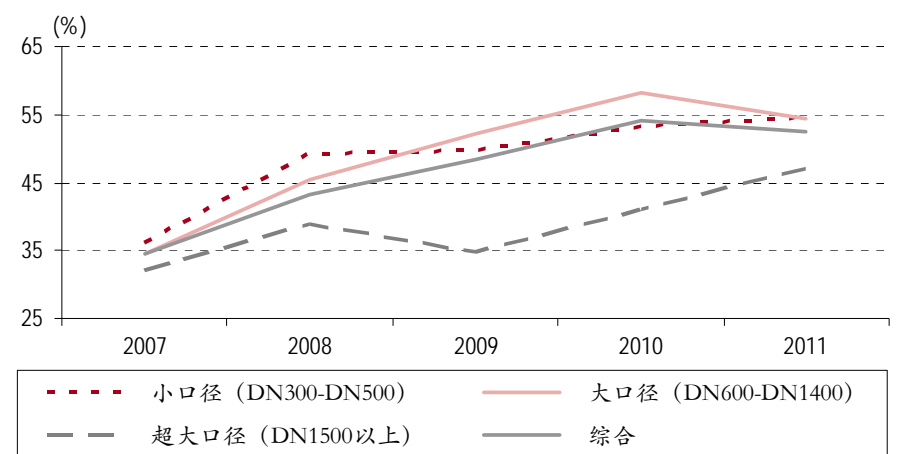
虽然, 根据中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会预测, “十二五”期间塑料管材产量的增长率在 9.5%。但是公司的产品 HDPE 缠绕增强管 2010 年产量预计为 9,000 吨, 只占全国市场的 0.1%, 未来增长空间广阔。

我们认为, 公司产品属于塑料排水管中新型管材, 在大口径、超大口径领域有良好的发展前景。公司在该产品领域处于国内绝对领先地位, 在市场上已经有一定的工程应用经验, 随着公司产能的提升, 公司将在未来几年高速增长。

## 定位高端、直销模式保持产品高毛利

采用直销的销售模式。与其他塑料管材生产企业采用经销商模式销售产品不同，公司将产品销售目标定位在大型项目及高端客户，采用“一对一、面对面”的直销模式，通过积极和业主单位及设计院沟通管道铺设方案，在销售产品的同时还为客户塑料埋地排水管道设计提供增值服务，也进一步提高了公司产品毛利率水平。从2007年至今，公司签订的销售合同逐年递增，销售客户所属行业涉及市政环保工程、道路配套排水工程、核电火电、石油化工、交通枢纽、冶金工业等大型工程项目。公司产品的毛利水平也逐步提高，近三年均维持在50%以上。

图表 14. 公司产品毛利情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

与设计院建立良好的合作关系。公司注重与各个行业的主要设计单位进行技术沟通，建立良好的合作关系，然后通过设计单位直接和工程施工单位签订供货合同。

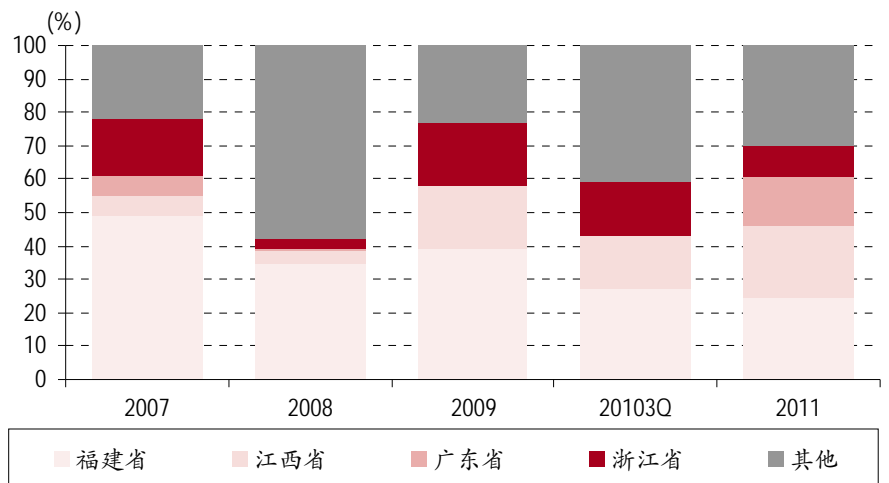
图表 15. 和公司有过合作关系的部分设计院

市政工程：	交通枢纽：	核电火电：	石油化工：
上海市政设计院	中交一航院	中核总	中石化北京院
华北市政设计院	中交三航院	中广核	中石化华东院
西北市政设计院	中交四航院	上海七二八院	中石化洛阳院
	华东民航设计院	华东、西南、华北、	中国寰球工程公司
	中铁第四勘察设计院	江西、福建电力设计	赛鼎、华陆、五环、
	集团有限公司	院	东华、天辰、成达等

资料来源：招股说明书、中银国际研究

全国范围布局。公司产品销售半径在1,000公里以内，公司目前超过60%的产品销售在福建、广东、江西、浙江区域。公司已在天津、武汉等地设立新工厂，将进一步扩大公司产品的销售市场。

图表 16. 公司产品销售区域分布情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

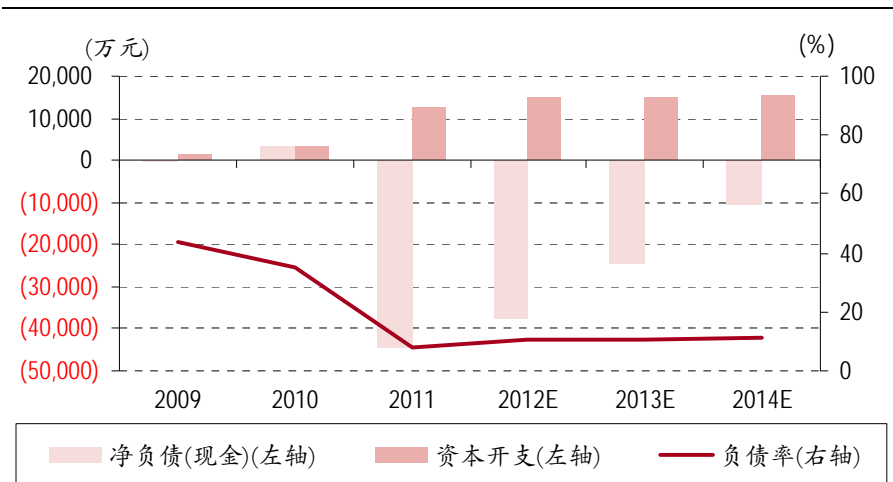
**以 BT 业务模式打入新市场。**公司近年来参与市政 BT 项目，通过项目拉动塑料管销售，也方便公司的产品扩大在市政管道领域的知名度。公司 2011 年底签订 1 亿元诏安金都工业集中区路网一期工程，预计其中管道的采购额超过千万。我们认为公司上市后，获得较为充分的现金流，可以更多的参与 BT、BOT 项目，将带动公司管材产品的销售。

## 财务分析

### 公司净负债率大幅下降

2011年公司成功上市后，公司的资产负债率预计将从2010年的35%大幅下降到不到10%。公司2012-2014年继续扩大产能、并参与BT项目，预计2012-2014年总的资本开支达到4.5亿，与超募资金相当，我们认为在公司参与一些BT项目的情况下，仍然可以保持净现金的水平，公司现金流充沛，整体的经营风险较小。

图表 17. 净负债和资本开支



资料来源：公司数据及中银国际研究

### 风险

同类产品大规模进入；应收账款过高；政府、业主对产品认知的偏差导致市场推广速度低于预期。



## 估值

公司属于塑料加工领域，其产品主要为塑料管。目前在 A 股市场中产品为塑料管的企业还有青龙管业、国统股份、伟星新材、沧州明珠、凌云股份、永高股份、ST 国通，我们将上述公司作为估值参照对象，样本 2012 年市盈率均值为 19 倍。

图表 18. 可比公司估值表

公司	代码	股价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)			市净率 (倍)			净资产收益率 (%)		
				2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
国统股份	002205.SZ	12.68	15.05	0.53	0.77	1.00	23.9	16.5	12.7	1.6	1.4	1.3	6.90	9.20	10.50
伟星新材	002372.SZ	13.18	33.70	1.08	1.38	1.63	12.2	9.5	8.1	1.8	1.6	1.3	15.23	16.00	17.50
沧州明珠	002108.SZ	7.73	26.40	0.41	0.56	0.69	19.0	13.8	11.2	3.0	2.5	2.1	15.60	16.60	17.41
龙泉股份	002671.SZ	26.06	24.42	1.16	1.70	2.26	22.5	15.3	11.5	3.2	2.8	2.3	14.90	17.40	18.30
<b>均值</b>							19.4	13.8	10.9	2.4	2.1	1.8	13.16	14.80	15.93
纳川股份	300198.SZ	16.90	23.67	0.76	1.03	1.46	22.1	16.4	11.5	2.4	2.1	1.8	10.65	12.81	15.73

资料来源：万得资讯及中银国际研究

我们预计，随着公司销售量的不断增长，可以顺利满足公司股权激励方案中 30% 增长的目标。公司也将进一步加强和大项目、大客户的合作，通过直销、参与 BT 项目来保证产品 50% 左右的毛利率。

**图表 19. 盈利预测主要假设**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>HDPE 缠绕增强管</b>						
销售收入(万元)	16,187.06	18,648.30	26,642.10	36,800.00	52,900.00	71,300.00
增速		15	43	38	44	35
产能(吨)	9,100	11,000	20,700	25,500	25,500	35,000
销量(吨)	8,172	8,189	11,500	16,000	23,000	31,000
单价(元/吨)	19,807.95	22,772.38	23,167.04	23,000.00	23,000.00	23,000.00
成本(万元)	8,270.08	8,474.12	12,652.93	18,891.84	27,157.02	36,602.94
毛利率(%)	48.91	54.56	52.51	48.66	48.66	48.66
<b>其中：小口径</b>						
营收(万元)	2,974.27	4,479.82	6,980.56	9,642.06	13,860.45	18,681.48
增速		51	56	38	44	35
成本(万元)	1,497.84	2,095.21	3,161.50	4,821.03	6,930.23	9,340.74
利润(万元)	1,476.43	2,384.61	3,819.06	4,821.03	6,930.23	9,340.74
毛利率(%)	49.64	53.23	54.71	50.00	50.00	50.00
<b>其中：大口径</b>						
营收(万元)	10,560.25	11,569.51	12,540.01	17,321.17	24,899.18	33,559.77
增速		10	8	38	44	35
成本(万元)	5,042.52	4,849.94	5,722.01	8,660.59	12,449.59	16,779.88
利润(万元)	5,517.73	6,719.57	6,818.00	8,660.59	12,449.59	16,779.88
毛利率(%)	52.25	58.08	54.37	50.00	50.00	50.00
<b>其中：超大口径</b>						
营收(万元)	2,652.54	2,598.97	7,121.53	9,836.77	14,140.36	19,058.75
增速		(2)	174	38	44	35
成本(万元)	1,729.72	1,528.97	3,769.43	5,410.23	7,777.20	10,482.31
利润(万元)	922.82	1,070.00	3,352.10	4,426.55	6,363.16	8,576.44
毛利率(%)	34.79	41.17	47.07	45.00	45.00	45.00
<b>其他</b>						
营收(万元)	412.17	513.58	867.90	1,215.06	1,761.84	2,554.66
增速		25	69	40	45	45
成本(万元)	288.02	294.59	414.08	607.53	880.92	1,277.33
利润(万元)	124.15	218.99	453.82	607.53	880.92	1,277.33
毛利率(%)	30.12	42.64	52.29	50.00	50.00	50.00

资料来源：公司数据及中银国际研究

因此，我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 3.80、5.47 和 7.39 亿元，2012-2014 年的净利润分别为 1.06、1.44 和 2.04 亿元，2012-2014 年每股收益分别为 0.76 元、1.03 元和 1.47 元。按照 2011 年 7 月 20 日收盘价 16.90 元计算，对应的动态市盈率分别为 22 倍、16 倍和 12 倍。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371