

塑料管道行业

报告原因：中报公布

2012年8月28日

市场数据：2012年8月28日

收盘价(元)	17.87
一年内最高/最低(元)	26.60/13.54
市净率	2.65
股息率	-
流通A股市值(百万元)	1534.54

基础数据：2012年6月30日

每股净资产(元)	6.90
资产负债率%	10.13
总股本/流通A股(百万)	139.22/85.87
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

山西证券：纳川股份调研简报—BT项目开拓市场双刃剑

分析师：裴云鹏

投资咨询证书编号：S0760511010009

peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张良

021-38529769

zhangliang@sxzq.com

地址：上海浦东新区源深路1088号7层
<http://www.i618.com.cn>

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

一年内公司股价与大盘对比走势：



纳川股份 (300198)

布局精准摆脱运输半径束缚，BT项目标杆效应渐显

增持

维持评级

半年目标价：17.02-20.72元

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	主营收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2011A	275.4	130.7	74.2	0.54	33.1
2012E	386.4	194.3	102.5	0.74	24.1
2013E	498.1	238.5	140.3	1.01	17.7
2014E	632.9	290.2	187.1	1.34	13.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **公司2012年中报显示：**2012上半年营业收入1.68亿元，营业成本0.83亿元，实现归属母公司净利润0.42亿元，同比分别增长36%、53%和21%。
- **布局精准，全面辐射“十二五”污水治理核心市场：**在1000公里有效运输半径范围内，公司三大生产基地辐射“十二五”前十大污水治理市场中除云南省以外的其他九大地区市场，前十大市场空间占全国“十二五”新增污水管道总长度的56%。
- **新基地开始贡献收入：**公司募投1.44万吨HDPE缠绕增强管分别位于泉州、武汉、天津三个生产基地将在三季度全面投产。华中市场的湖北省，华北市场的河北、山东、辽宁三省的销售收入较去年同期大幅度增长，河北、辽宁收入占比分别从去年同期的0%上升为22%和7%，新产能开始贡献收益。
- **上半年华东市场增长乏力：**公司泉州总部辐射范围内的福建、浙江、江苏、江西、广东五大主要市场上半年收入占比缩窄，原因之一为华北市场和华中市场快速增长；其二，公司在福建开拓了BT新业务模式，投资回收期相对单纯销售管道的汇款周期更长导致。
- **福建总部开拓大型BT项目：**2011年公司中标福建诏安路网9100万元BT项目，今年公司继续从核心市场出发，中标5.62亿元的福建惠安污水处理工程BT项目。年报显示，公司采用的是安全保守的收入确认方式，商品所有权上的主要风险和报酬没有转移，不确认收入。所以诏安、惠安项目将从2013年、2016年完工后开始对公司业绩产生影响。
- **BT项目标杆效应辐射周边：**去年已经完成结算的武平和仙游BT项目地处粤闽两地交界处，为公司继续向华南市场拓展起到品牌形象树立的作用，今年上半年广东市场收入占比已经达到18%，其毛利贡献占比达24%。
- **我们预测**公司2012-2014年EPS为0.74、1.01、1.34元，盈利预测未根据公司尚在计划中的资本公积10股转增5股方案调整；考虑公司新产能逐渐投放，各地市场开拓卓有成效，配合各省市污水处理“十二五”目标的落实将进一步消化产能。因此我们给予23倍市盈率及“增持”评级，半年目标价17.02-20.72元。

➤ **新兴市场潜力大，布局准确抢先机：**随全国各省“十二五”污水处理目标相继出台，新增污水管网长度十大省份和地区只有云南省不在公司三大生产基地的辐射范围内。公司在福建泉州、天津、湖北黄石的三大生产基地分别是华东、华北、华中市场的核心位置，新建共 1.44 万吨的 HDPE 缠绕增强管也在陆续开始生产并产生效益。公司在天津和武汉的精准布局不但占据核心地理位置，而且基本覆盖了“十二五”污水处理主要市场。随“十二五”污水治理工程建设的全面展开，公司未来将不仅局限于稳固华东及华南市场，在华北和华中地区的业务比重将随新产能的投放不断上升。今年上半年公司在河北地区收入占比从 2011 年底的 0% 跃升至 22%，随地区标杆项目产生的广告效应和当地品牌效应逐渐生成，市场开拓将更为顺利。

图表 1 全国“十二五”新增污水管网长度 7000 公里以上十大省份及地区(单位：公里)

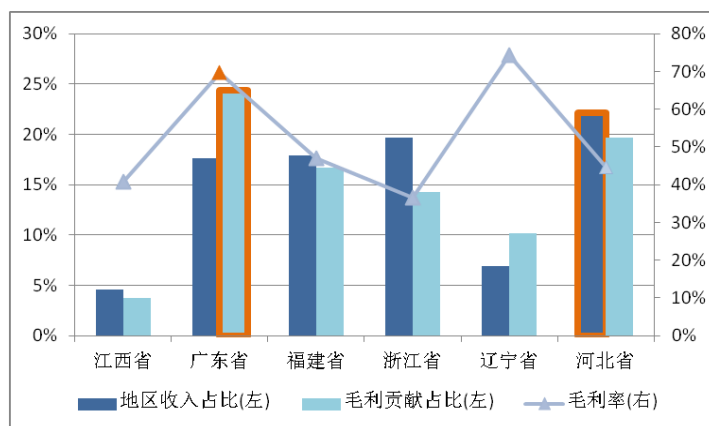
排名	省份	新增污水管网长度	最短距离供货基地
1	广东	12483	福建泉州
2	江苏	11665	武汉
3	陕西	10320	武汉、天津
4	湖南	8492	武汉
5	湖北	8423	武汉
6	河北	8224	天津
7	山东	8003	天津
8	云南	7580	-
9	安徽	7300	武汉
10	浙江	7267	福建泉州

数据来源：国家政府网、山西证券研究所；

注：北京市和天津市管网长度包括在河北省管网数据中。有效供货基地全部在合理运输半径 1000 公里以内。

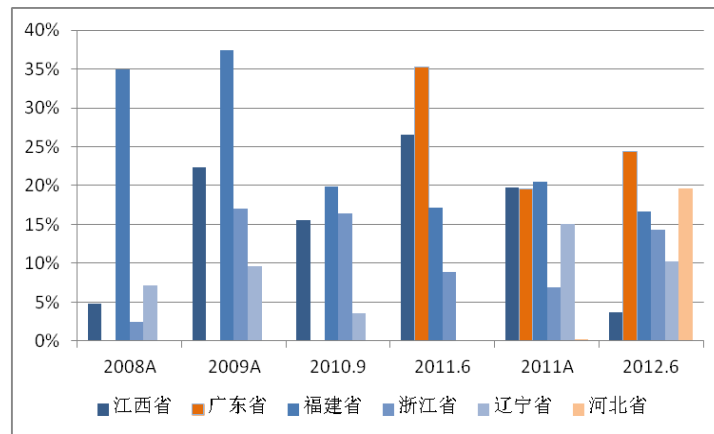
➤ **新市场开拓初见成效，新产能投放渐消运输半径限制：**广东市场是公司的第三大市场，该地区盈利水平较高，投资收效渐显。河北市场受益于天津基地新建产能，为公司开拓华北市场消除运输半径限制。

图表 2 2012 上半年公司六大市场分布



数据来源：Wind 咨询、山西证券研究所

图表 3 公司各大市场毛利贡献占比



数据来源：Wind 咨询、山西证券研究所

➤ **明年起进入大型 BT 项目回购期。**2011 年 9 月公司中标诏安 9100 万元的金都工业区路网一期工程，建设期 18 个月，将于 2013 年开始按照 30%、40%、30%的回购速度 3 年内将回购款全部收回。5.62 亿元的惠安 BT 项目将于 2016 年起对公司收入产生影响。

图表 4 公司大型 BT 项目回购进度(单位：万元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
诏安 BT 项目	2973	3964	2973			
惠安 BT 项目				16871	22495	16871

数据来源：公司公告、山西证券研究所；

注：惠安项目设备回购期仅 2 年，快于工程回购期 3 年，所以实际回购速度将快于计算；回购比例按照诏安 30%、40%、30%推导。



➤ 核心假设：

1. 公司以现有或更快速度开拓华北、华中市场，十大污水管网建设省市按计划落实污水处理工程建设情况良好。
2. 公司运营以市政工程为主的 BT 项目能有助于消化厦门、武汉、天津三地募投的新产能。并且有效利用超募资金缓解因 BT 项目造成的资金流动性降低。
3. 福建省范围内的武平、仙游、诏安、惠安等已完成或在建的大型 BT 项目能够作为示范性工程，辐射周边省市，为公司在周边市场提高品牌认知度，尤其是广东省和浙江省等重点市场。
4. 提高销售提成能有效激励业务人员利用公司独有的“销售工程师”一对一模式开拓市场。
5. 质保金最多不超过 10%，一般在 5%左右，质保期限不超过 1 年。

➤ 风险提示：

1. 由于大运会等重大活动或其他客观原因导致延误发货或施工期限，延误工期，库存积压。
2. 地方政府遇资金问题，未能按期支付 BT 项目回购款，导致公司资金流动性降底。
3. 未通过 2012-2014 的高新技术企业复审，所得税率从 15%上升至 25%。



财务报表预测与财务指标 单位：百万 更新日期：12/08/28

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	191.65	275.41	386.40	498.06	632.88	现金	31.92	484.50	442.73	501.31	568.02
YOY(%)	13.5%	43.7%	40.3%	28.9%	27.1%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	87.73	130.72	194.26	238.46	290.22	应收款项净额	124.32	216.99	283.68	364.08	466.43
营业税金及附加	1.94	2.12	3.24	4.29	5.42	存货	16.45	45.73	59.33	70.74	88.63
销售费用	14.14	22.36	31.20	39.77	50.79	其他流动资产	6.44	35.65	42.69	52.15	68.20
占营业收入比(%)	7.4%	8.1%	8.1%	8.0%	8.0%	流动资产总额	179.14	782.88	828.43	988.28	1,191.28
管理费用	18.49	31.49	27.72	37.82	48.17	固定资产净值	71.55	169.06	218.49	215.95	211.98
占营业收入比(%)	9.6%	11.4%	7.2%	7.6%	7.6%	减：资产减值准备	0.00	(6.51)	(8.42)	(8.32)	(8.17)
EBIT	69.36	88.31	129.63	177.38	237.93	固定资产净额	71.55	162.54	210.07	207.63	203.81
财务费用	2.56	(7.86)	(1.29)	(0.02)	0.69	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	1.3%	-2.9%	-0.3%	0.0%	0.1%	在建工程	4.83	17.50	12.31	5.48	6.74
资产减值损失	(4.82)	(6.51)	(9.37)	(12.47)	(16.58)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.84	(0.92)	0.00	2.08	2.77	固定资产总额	76.38	180.04	222.38	213.11	210.55
营业利润	63.82	88.74	121.55	167.01	223.43	无形资产	17.24	17.33	16.98	16.63	16.29
营业外净收入	4.43	0.93	2.00	2.00	2.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	68.25	89.67	123.55	169.01	225.43	其他长期资产	20.67	8.71	8.71	8.71	8.71
所得税	11.63	15.50	21.00	28.73	38.32	资产总额	293.43	988.96	1,076.51	1,226.73	1,426.83
所得税率(%)	17.0%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	66.00	40.00	30.00	50.00	65.00
净利润	56.62	74.17	102.55	140.28	187.11	应付款项	10.14	30.79	42.79	50.21	62.65
占营业收入比(%)	29.5%	26.9%	26.5%	28.2%	29.6%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	27.01	10.49	14.01	17.57	21.83
归属母公司净利润	56.62	74.17	102.55	140.28	187.11	流动负债	103.15	81.28	86.80	117.78	149.48
YOY(%)	21.0%	31.0%	38.3%	36.8%	33.4%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.82	0.54	0.74	1.01	1.34	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务比率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	负债总额	103.15	81.28	86.80	117.78	149.48
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	13.5%	43.7%	40.3%	28.9%	27.1%	股东权益	190.28	907.68	989.71	1,108.95	1,277.35
营业利润	18.7%	39.1%	37.0%	37.4%	33.8%	负债和股东权益	293.43	988.96	1,076.51	1,226.73	1,426.83
净利润	21.0%	31.0%	38.3%	36.8%	33.4%						
获利能力						现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
毛利率(%)	54.2%	52.5%	49.7%	52.1%	54.1%	税后利润	56.62	74.17	102.55	140.28	187.11
净利率(%)	29.5%	26.9%	26.5%	28.2%	29.6%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	29.8%	8.2%	10.4%	12.6%	14.6%	公允价值变动	4.82	6.51	9.37	12.47	16.58
ROA(%)	19.3%	7.5%	9.5%	11.4%	13.1%	折旧和摊销	0.00	9.49	19.73	23.25	25.48
偿债能力						营运资金的变动	-75.27	-128.55	-69.91	-90.38	-119.75
流动比率	1.74	9.63	9.54	8.39	7.97	经营活动现金流	-13.84	-38.38	61.74	85.62	109.42
速动比率	1.58	9.07	8.86	7.79	7.38	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	35.2%	8.2%	8.1%	9.6%	10.5%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	-1.35	-112.77	-73.00	-26.00	-39.00
总资产周转率	65.3%	27.8%	35.9%	40.6%	44.4%	投资活动现金流	-1.35	-112.77	-73.00	-26.00	-39.00
应收账款周转天数	236.77	287.58	267.97	266.81	269.01	股权融资	0.00	678.48	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	66.96	134.87	121.57	117.44	119.59	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公司债券发行/ (1)						股利分配	-12.45	-29.75	-20.51	-21.04	-18.71
每股指标 (元)						计入循环贷款前	-12.45	648.73	-20.51	-21.04	-18.71
每股收益	0.82	0.54	0.74	1.01	1.34	循环贷款的增加 (1)	2.79	-15.25	-10.00	20.00	15.00
每股净资产	2.76	6.58	7.11	7.97	9.18	融资活动现金流	-22.11	603.72	-30.51	-1.04	-3.71
估值比率						现金净变动额	-37.30	452.58	-41.77	58.58	66.71
P/E	21.8	33.2	24.3	17.7	13.3						
P/B	6.5	2.7	2.5	2.2	1.9						

投

资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。