

## 塑料管道行业

报告原因：三季报公布

2012年10月23日

市场数据：2012年10月23日

收盘价(元)	11.11
一年内最高/最低(元)	26.60/10.31
市净率	2.34
股息率	-
流通A股市值(百万元)	1431.06

基础数据：2012年9月30日

每股净资产(元)	4.75
资产负债率%	7.16
总股本/流通A股(百万)	208.83/128.81
流通B股/H股(百万)	-/-

### 相关研究

BT项目开拓市场双刃剑

布局精准摆脱运输半径束缚，BT项目标杆效应渐显

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

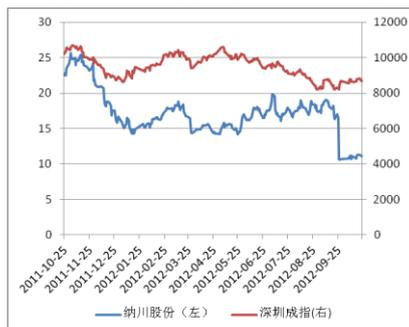
<http://www.i618.com.cn>

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)

稳健开拓三地市场，西南地区选址推进全面布局

增持

维持评级

半年目标价：11.34-13.81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	419.9	211.1	101.3	0.49	22.7
2013E	519.3	248.8	137.8	0.66	16.8
2014E	662.1	303.8	185.4	0.89	12.5

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点：

- **公司2012年三季报**显示：2012年前三季度营业收入2.71亿元，营业成本1.34亿元，实现归属母公司净利润0.72亿元，同比分别增长35%、44%和24%。
- **新兴市场潜力大，准确布局核心市场**：目前，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”前十大污水处理市场中除云南省以外的其他九大省市，占全国“十二五”新增污水管道总长度的51.64%。泉州、天津、武汉三地募投1.44万吨产能已经产生效益2488.2万元。
- **加快西南市场选址，基本实现全覆盖**：据公司三季报显示，公司将在下半年完成西南市场生产基地选址工作，进一步完善全国核心污水治理市场的布局。
- **销售旺季毛利水平稳步回升**：排除一季度基础建设淡季的影响，公司在全年销售旺季二季度和三季度毛利水平较去年下半年和今年年初有明显回升。
- **业务拓展降低销售费用率**：据公司三季报显示，报告期销售费用较上年同期增长40.25%，但主要由于三地业务扩张产生差率费、广告费、工资的增长所导致。一季度淡季过后，销售费用率逐渐回落到三年内较低的水平。
- **应收账款回收滞后销售增长，货款回收难度加大**：公司应收账款同比增长85%，而营业收入增长率仅35%。公司历年应收款帐增长均快于营业收入增长，且报告期末该增速较去年同期下半年有明显扩大的趋势。
- **我们预测**公司2012-2014年EPS为0.49、0.66、0.89元，盈利预测较半年报数据根据公司资本公积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11.34-13.81元。

➤ **加快西南地区选址，完善全国布局：**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，截至三季度末已经产生效益 2488.2 万元。

据公司季报显示，公司将在下半年完成西南市场生产基地选址工作，进一步完善全国核心污水治理市场的布局。西南地区四省一市新增管道长度占全国“十二五”污水治理新增管道总量的 15%，合计长度达 24000 公里。

图表 1 西南地区“十二五”污水治理新增管道长度(单位：公里)

省份	新增污水管网长度
广西	3195
重庆	<b>2921</b>
四川	<b>5412</b>
贵州	4892
云南	<b>7580</b>
<b>合计</b>	<b>24000</b>

数据来源：国家政府网、山西证券研究所；

目前，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 2 全国“十二五”新增污水管网长度 7000 公里以上十大省份 (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	<b>12483</b>	<b>福建泉州</b>
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	<b>河北</b>	<b>8224</b>	<b>天津</b>
7	山东	8003	天津
8	云南	7580	<b>待定</b>
9	安徽	7300	武汉
10	浙江	7267	福建泉州
<b>合计</b>		<b>89757</b>	

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。公司正为西南市场基地选址，该基地可能将辐射到全国第八大污水管网市场云南省。

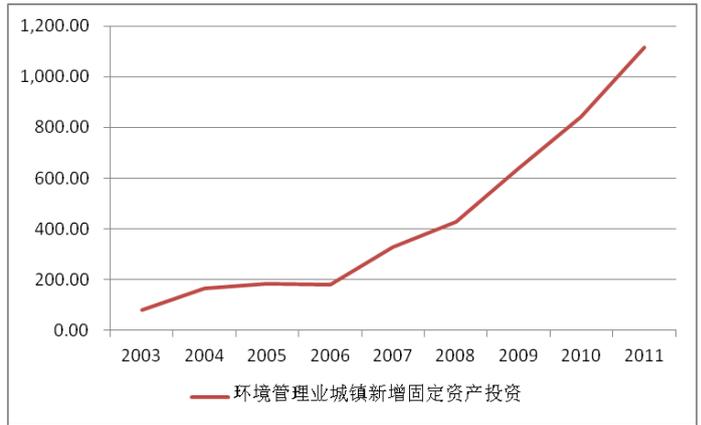
➤ **销售旺季毛利水平稳步回升：**排除一季度基础设施建设淡季的影响，公司在全年销售旺季二季度和三季度毛利水平较去年下半年和今年年初有明显回升。主要由于国家基础设施建设加快效果初显，再者，同时公司早期华东、华北、华中三地战略布局纷纷投产，配合国家基建发展步伐带来的正面影响。

图表 3 2010-2012 年单季度、报告期毛利率比较



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

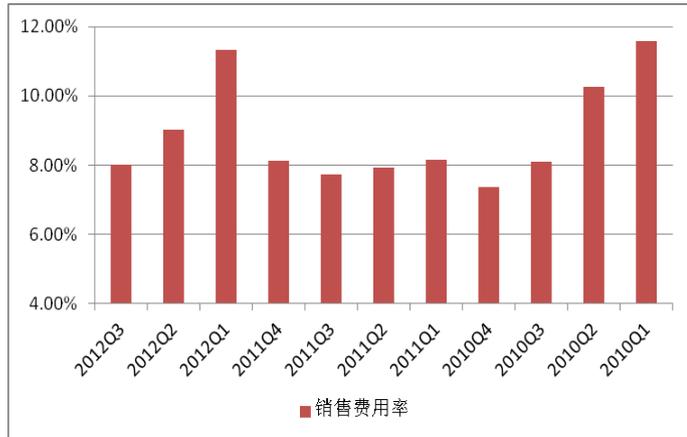
图表 4 2002-2011 环境管理业城镇新增固定资产投资(单位：亿元)



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

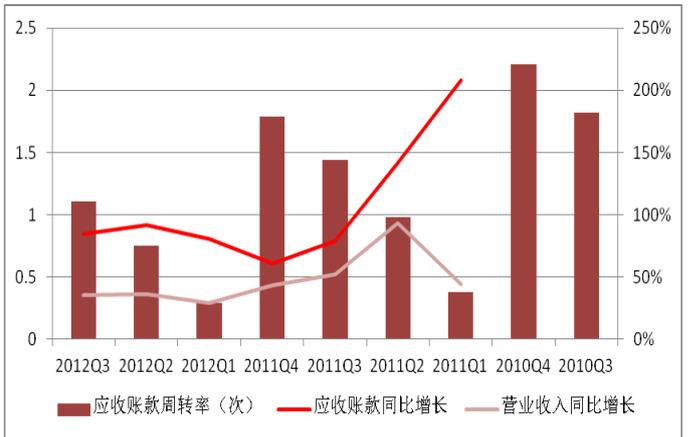
➤ **三地业务拓展卓有成效，降低销售费用率：**据公司三季报显示，报告期销售费用较上年同期增长 40.25%，但主要由于三地业务扩张产生差率费、广告费、工资的增长所导致。一季度淡季过后，销售费用率逐渐回落到三年内较低的水平。但考虑到未来公司还将继续扩张华北和华中，甚至开发还处于选址阶段的西南地区，所以我们预计公司销售费用率将保持在这一水平之上。

图表 5 2010-2012 年季度销售费用率



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

图表 6 应收账款及营业收入同比增速对比



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

➤ **应收账款回收滞后销售增长，货款回收难度加大：**公司应收账款同比增长管 85%，而营业收入增长率仅 35%。图表 6 显示，公司历年应收账款增长均快于营业收入增长，且报告期末该增速差较去年下半年有明显扩大的趋势。

➤ **2014 年起进入大型 BT 项目回购期。**2011 年 9 月公司中标诏安 9100 万元的金都工业路网一期工程，按照建设期 18 个月，估计将于 2014 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 7 公司大型 BT 项目回购进度(单位：万元)

	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 项目回购款或应付货款，导致公司资金流动性降低。

财务报表预测与财务指标						更新日期： 12/10/23					
单位：百万											
利润表						资产负债表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	191.65	275.41	419.89	519.29	662.14	现金	31.92	484.50	393.94	480.96	539.21
YOY(%)	13.5%	43.7%	52.5%	23.7%	27.5%	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	211.14	248.76	303.83	应收款项净额	124.32	216.99	308.27	379.60	488.00
营业税金及附加	1.94	2.12	3.52	4.47	5.67	存货	16.45	45.73	65.04	74.11	93.17
销售费用	14.14	22.36	33.90	41.46	53.14	其他流动资产	6.44	35.65	46.39	54.37	71.35
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	813.65	989.04	1,191.73
管理费用	18.49	31.49	43.01	50.26	63.13	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%	10.2%	9.7%	9.5%	减：资产减值准备	0.00	(6.51)	(8.42)	(8.32)	(8.17)
EBIT	69.36	88.31	127.97	173.99	236.03	固定资产净额	71.55	162.54	210.07	207.63	203.81
财务费用	2.56	(7.86)	(1.46)	(0.43)	0.81	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%	-0.1%	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	120.06	164.03	221.41	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	122.06	166.03	223.41	其他长期资产	20.67	8.71	8.71	8.71	8.71
所得税	11.63	15.50	20.75	28.23	37.98	资产总额	293.43	988.96	1,061.72	1,227.49	1,427.28
所得税率(%)	17.0%	17.3%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	66.00	40.00	10.00	50.00	65.00
净利润	56.62	74.17	101.31	137.81	185.43	应付款项	10.14	30.79	46.91	52.60	65.86
占营业收入比(%)	29.5%	26.9%	24.1%	26.5%	28.0%	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	16.08	19.03	23.67
归属母公司净利润	56.62	74.17	101.31	137.81	185.43	流动负债	103.15	81.28	73.00	121.63	154.53
YOY(%)	21.0%	31.0%	36.6%	36.0%	34.6%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.82	0.54	0.49	0.66	0.89	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	73.00	121.63	154.53
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%	52.5%	23.7%	27.5%	股东权益	190.28	907.68	988.72	1,105.86	1,272.75
营业利润	18.7%	39.1%	35.3%	36.6%	35.0%	负债和股东权益	293.43	988.96	1,061.72	1,227.49	1,427.28
净利润	21.0%	31.0%	36.6%	36.0%	34.6%						
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	101.31	137.81	185.43
净利率(%)	29.5%	26.9%	24.1%	26.5%	28.0%	加：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	29.8%	8.2%	10.2%	12.5%	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%	11.2%	13.0%	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	-97.71	-79.83	-126.70
流动比率	1.74	9.63	11.15	8.13	7.71	经营活动现金流	-13.84	-38.38	32.70	93.69	100.79
速动比率	1.58	9.07	10.26	7.52	7.11	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	35.2%	8.2%	6.9%	9.9%	10.8%	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%	39.5%	42.3%	46.4%	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
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.82	0.54	0.49	0.66	0.89	股利分配	-12.45	-29.75	-20.26	-20.67	-18.54
每股净资产	2.76	6.58	4.73	5.30	6.09	计入循环贷款前融	-12.45	648.73	-20.26	-20.67	-18.54
估值比率						循环贷款的增加(i	2.79	-15.25	-30.00	40.00	15.00
P/E	13.5	20.7	22.9	16.8	12.5	融资活动现金流	-22.11	603.72	-50.26	19.33	-3.54
P/B	4.0	1.7	2.3	2.1	1.8	现金净变动额	-37.30	452.58	-90.56	87.02	58.25

## 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。