

## 塑料管道行业

报告原因：年报公布

2013年4月17日

市场数据：2013年4月17日

收盘价(元)	14.57
一年内最高/最低(元)	15.84/9.02
市净率	3.07
股息率	-
流通A股市值(百万元)	1876.76

基础数据：2012年12月31日

每股净资产(元)	4.87
资产负债率%	9.60
总股本/流通A股(百万)	208.78/128.81
流通B股/H股(百万)	-/-

### 相关研究

调研简报——BT项目开拓市场双剑刃

半年报点评——布局精准摆脱运输半径束缚，

BT项目标杆效应渐显

三季报点评——稳健开拓三地市场，西南地区

选址推进全面布局

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

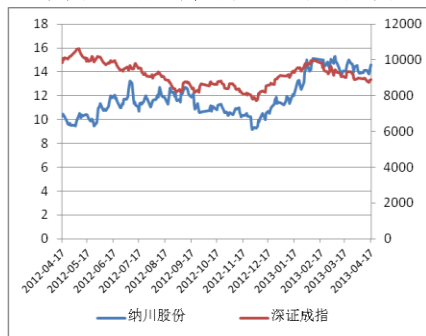
<http://www.i618.com.cn>

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)

增持

BT项目撬动管道需求，优化布局提升盈利能力

维持评级

半年目标价：14.06-17.60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
2012A	396.7	199.0	95.9	0.47	30.2
2013E	515.0	244.0	135.6	0.65	22.4
2014E	740.6	391.2	174.6	0.84	17.4
2015E	950.8	544.9	212.0	1.02	14.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

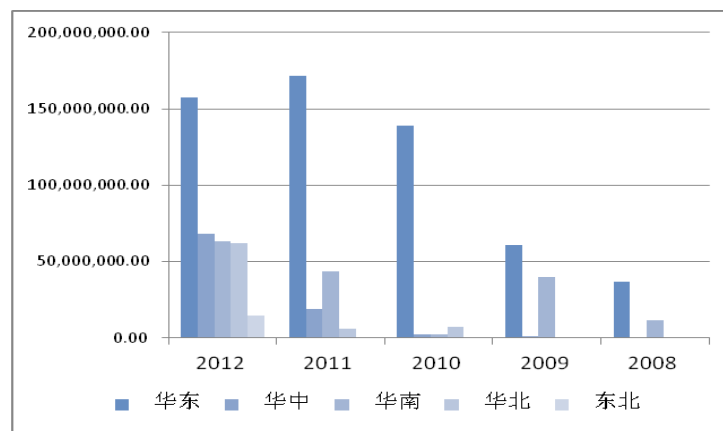
### 投资要点：

- **公司2012年年报**显示：2012年营业收入3.97亿元，营业成本1.99亿元，实现归属母公司净利润0.96亿元，同比分别增长44.04%、52.20%和29.32%。
- **募投基地建成投产，今年释放产能**：公司2012年权重产能达到2.2万吨，产量1.44万吨，销量1.46万吨。现有未执行订单4亿元左右，是现有产能的1.57倍。由于公司长期使用燕山石化的PE树脂且每年采取配额供给制，2013年产能扩大将加重公司在海外采购原材料的比重，预计采购成本将有小幅增长。
- **福建及周边市场仍是最大支柱，华北、中西部市场认知度仍需提高**：华东市场缺乏增长动力，公司也及早地向华南延伸触角。2012年华中、华南销售收入达到1.31亿元，占公司营业收入的33%；而华北、东北的销售收入仅达9000万元，仅占公司营业收入的23%，相对市场开拓进度慢于武汉基地。
- **BT项目带动管道销售，同时也加大了现金流压力**：现有4大BT项目共计投资金额接近12亿元。根据公司2013年一季报，已经合计投入超募资金1.5亿元。由于大规模投资BT工程，且考虑到公司今年还计划在四川、江苏两地布局生产基地，预计今明两年公司现金流将产生一定压力。但据测算这一现金压力也有限。
- **受BT项目规模扩大影响，长期应收账款压力增大**：应收账款回收状况在2012年末有较大改善。但BT项目的大规模开展将有可能使长期应收账款在今明两年大幅增加。
- **今年将实施四川、江苏两地的布局，为提升盈利排除障碍**：公司计划将在今年实施四川和江苏两个生产基地的布局，扩大公司产品的辐射半径。初步计划基地将各安装两条生产线，规模与此前的天津、武汉基地相当。
- **我们预测**公司2013-2015年EPS为0.65、0.84、1.02元，公司2012年处于产能投放初期，预计今明两年随市场需求的释放；配合公司优化生产基地布局，其中华中、华南市场开拓逐渐进入成熟阶段；且BT项目将在明后年开始回款及产生收益。考虑到2014年公司逐步进入回购期，综合管道销售和BT项目的盈利能力，我们给予22倍市盈率及“增持”评级，

半年目标价14.06-17.60元。

➤ **福建及周边市场仍是最大支柱，华北、中西部市场认知度仍需提高：**华东市场是公司最早开发的，已经相对成熟的市场，相较之下也缺乏增长动力；公司也及早地向华南延伸触角，通过福建的标杆性工程为华南市场开拓铺平道路，树立品牌效应，加强业主认知度。在武汉和天津两大基地分别辐射华中、华南和华北、东北。2012 年华中、华南销售收入达到 1.31 亿元，占公司营业收入的 33%；而华北、东北的销售收入同比增速虽然同样达到 118%，但营业额仅达 9000 万元，仅占公司营业收入的 23%，相对市场开拓进度慢于武汉基地，市场认知度是继续深入开拓市场首要障碍，公司也将借助华北标杆性工程的逐步建成进一步加强华北及东北市场的开发。

图表 1 成熟市场增长动力减缓，华中市场开拓成效显著



数据来源：Wind 资讯、山西证券研究所

➤ **BT 项目带动管道销售，同时也加大了现金流压力：**公司顺利完成武平、仙游 BT 项目为在建及准备动工的 4 个 BT 项目树立了标杆性作用，为公司产品在福建及周边市场提高认知度，树立品牌信誉，也为市场开拓工作提供了佐证。现有 4 大 BT 项目共计投资金额接近 12 亿元。根据公司 2013 年一季报，已经合计投入超募资金 1.5 亿元。由于大规模投资 BT 工程，且考虑到公司今年还计划在四川、江苏两地布局生产基地，预计今明两年公司现金流将产生一定压力。但至 2013 年一季度末公司没有短期、长期贷款，所以现金流压力有限。预计 2014 年下半年开始随着回购期的开始，资金压力将逐步减小。

图表 2 公司 BT 项目总额达 12 亿元(单位：万元)

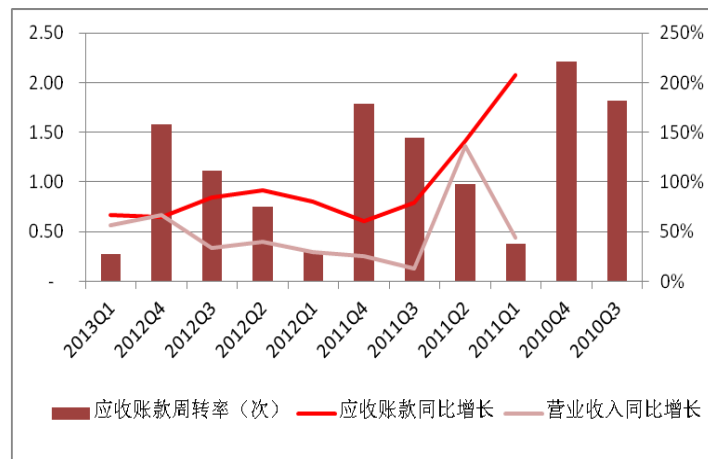
	中标时间	工期	回购期	回购总额	投资进度	管材供应
诏安金都工业集中区路网一期工程	2011.9	1.5 年	2 年	9910	59%	4666 米
崇山、惠西污水处理厂与配套管网	2012.9	3 年	3 年	56238	16%	94433 米
永春县轻工基地北区 BT 项目	2013.2	10 个月	待定	9339	预计今年动工	待定
泉港区南山片区地下管网 BT 项目	2013.2	待定	待定	44386	预计今年动工	待定
合计				119873		

数据来源：公司公告、山西证券研究所；

注：投资进度更新至一季度末。回购金额是未考虑折扣数据。

➤ **受 BT 项目规模扩大影响，长期应收账款压力增大：**如图，公司应收账款回收状况在 2012 年末有较大改善，其增速基本与营业收入增速持平，说明公司的 HDPE 缠绕增强管的回款状况良好。但 BT 项目的大规模开展将有可能使公司的长期应收账款在今明两年大幅增加。预计 2015 年起随几个项目的回购期相继到来，长期应收账款周转压力将随之下降。

图表 3 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

➤ **今年将实施四川、江苏两地的布局，为提升盈利排除障碍：**经过过去几年的考察调研及市场前期开发，公司计划将在今年实施四川和江苏两个生产基地的布局，扩大公司产品的辐射半径。初步计划基地将各安装两条生产线，规模与此前的天津、武汉基地相当。

图表 4 四川、江苏两大基地辐射区域“十二五”污水治理新增管道长度分别占全国总量的 15%、22%(单位：公里)

四川基地辐射范围	地区新增污水管网长度	江苏基地辐射范围	地区新增污水管网长度
云南	7580	江苏	11665
<u>四川</u>	<u>5412</u>	山东	8003
重庆	2921	安徽	7300
贵州	4892	浙江	7267
广西	3195	上海	1185
合计	24000	合计	35420

数据来源：国家政府网、山西证券研究所；

公司新建成的泉州、武汉、天津三大基地对全国十大市场已经基本实施了全覆盖，但随市场开拓深度加大，供货量的增大后，缩短运输半径、优化生产基地布局是公司成本控制、排除长期利润上升可能遇到瓶颈的最有效策略。

图表 5 全国“十二五”新增污水管网长度十大省份实现全覆盖(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	<u>江苏</u>	<u>11665</u>	<u>江苏</u>
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	<u>山东</u>	<u>8003</u>	天津、 <u>江苏</u>
8	<u>云南</u>	<u>7580</u>	<u>四川</u>
9	<u>安徽</u>	<u>7300</u>	<u>江苏</u>
10	<u>浙江</u>	<u>7267</u>	<u>江苏</u>
合计		89757	

数据来源：国家政府网、山西证券研究所；

注：粗体加下划线为计划新建的基地辐射范围；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。

➤ 核心假设：

1. 假设公司在今年开始投入建设四川和江苏两大生产基地，暂时不考虑这两大基地在最近三年产生的效益。
2. 4 大 BT 工程回款按照计划进行：永春项目今年完工，明年顺利开始回购；诏安项目能在明年完工并开始回款；惠安和泉港项目按照子工程完工情况分批结算回购。
3. 公司能基本达到股权激励标准。
4. 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；其中华北市场对 HDPE 缠绕增强管认知度及需求能较现阶段有较大提高。
5. 公司运营以市政工程为主的 BT 项目能有助于消化泉州、武汉、天津三地募投的新产能。并且有效利用超募资金，且具有银行短期贷款能力，缓解因 BT 项目造成的资金流动性降低。
6. 福建省范围内的武平、仙游、诏安、惠安、永春、泉港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。
7. 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。
8. 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，对 4 亿元未执行订单造成货物囤积。
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：13/04/17					
单位：百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	275.41	396.69	514.96	740.62	950.82	现金	484.50	458.71	163.54	299.31	648.67
YOY(%)	43.7%	44.0%	29.8%	43.8%	28.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	130.72	198.96	244.01	391.22	544.91	应收款项净额	217.00	376.64	898.69	1,060.69	687.17
营业税金及附加	2.12	3.29	4.32	6.37	8.14	存货	45.73	46.44	57.33	97.98	136.93
销售费用	22.36	31.90	41.58	59.14	76.31	其他流动资产	35.65	21.89	31.13	49.49	61.83
占营业收入比(%)	8.1%	8.0%	8.1%	8.0%	8.0%	<b>流动资产总额</b>	<b>782.88</b>	<b>903.68</b>	<b>1,150.68</b>	<b>1,507.47</b>	<b>1,534.60</b>
管理费用	31.50	43.52	52.82	71.83	90.81	固定资产净值	169.05	193.52	263.11	281.61	268.92
占营业收入比(%)	11.4%	11.0%	10.3%	9.7%	9.6%	减：资产减值准备	(6.51)	(13.14)	(17.87)	(19.12)	(18.26)
<b>EBIT</b>	<b>88.32</b>	<b>118.58</b>	<b>171.89</b>	<b>211.72</b>	<b>230.32</b>	固定资产净额	162.54	180.38	245.24	262.49	250.66
财务费用	(7.86)	(6.72)	1.05	13.19	7.89	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-2.9%	-1.7%	0.2%	1.8%	0.8%	在建工程	17.50	11.48	16.77	11.92	5.17
资产减值损失	(6.51)	(13.14)	(12.45)	(14.43)	(16.50)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.92)	1.76	0.00	0.00	0.00	<b>固定资产总额</b>	<b>180.04</b>	<b>191.86</b>	<b>262.02</b>	<b>274.41</b>	<b>255.83</b>
<b>营业利润</b>	<b>88.74</b>	<b>113.92</b>	<b>162.07</b>	<b>209.12</b>	<b>254.24</b>	无形资产	17.33	17.32	16.97	16.63	16.28
营业外净收入	0.93	0.97	1.35	1.28	1.15	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>89.67</b>	<b>114.89</b>	<b>163.42</b>	<b>210.41</b>	<b>255.39</b>	其他长期资产	8.71	13.37	13.37	13.37	13.37
所得税	15.50	18.97	27.78	35.77	43.42	<b>资产总额</b>	<b>988.96</b>	<b>1,126.23</b>	<b>1,443.04</b>	<b>1,811.88</b>	<b>1,820.08</b>
所得税率(%)	17.3%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%	循环贷款	40.00	0.00	178.39	311.95	38.88
<b>净利润</b>	<b>74.17</b>	<b>95.92</b>	<b>135.64</b>	<b>174.64</b>	<b>211.97</b>	应付款项	30.79	88.02	93.17	148.71	214.16
占营业收入比(%)	26.9%	24.2%	26.3%	23.6%	22.3%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	1.11	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	10.49	20.10	24.52	38.36	52.80
<b>归属母公司净利润</b>	<b>74.17</b>	<b>97.02</b>	<b>135.64</b>	<b>174.64</b>	<b>211.97</b>	<b>流动负债</b>	<b>81.28</b>	<b>108.12</b>	<b>296.08</b>	<b>499.01</b>	<b>305.83</b>
YOY(%)	31.0%	30.8%	39.8%	28.8%	21.4%	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.54</b>	<b>0.46</b>	<b>0.65</b>	<b>0.84</b>	<b>1.02</b>	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
<b>主要财务比率</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>负债总额</b>	<b>81.28</b>	<b>108.12</b>	<b>296.08</b>	<b>499.01</b>	<b>305.83</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	0.00	1.34	1.34	1.34	1.34
营业收入	43.7%	44.0%	29.8%	43.8%	28.4%	股东权益	907.68	1,016.77	1,145.62	1,311.53	1,512.91
营业利润	39.0%	28.4%	42.3%	29.0%	21.6%	<b>负债和股东权益</b>	<b>988.96</b>	<b>1,126.23</b>	<b>1,443.04</b>	<b>1,811.88</b>	<b>1,820.08</b>
净利润	31.0%	30.8%	39.8%	28.8%	21.4%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
毛利率(%)	52.5%	49.8%	52.6%	47.2%	42.7%	税后利润	74.17	97.02	135.64	174.64	211.97
净利率(%)	26.9%	24.2%	26.3%	23.6%	22.3%	加：少数股东损益	0.00	-1.07	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	8.2%	9.5%	11.8%	13.3%	14.0%	公允价值变动	6.51	13.14	12.45	14.43	16.50
ROA(%)	7.5%	8.6%	9.4%	9.6%	11.6%	折旧和摊销	9.49	15.75	23.02	28.26	31.29
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	-128.56	-77.78	-527.89	-150.38	401.26
流动比率	9.63	8.36	3.89	3.02	5.02	<b>经营活动现金流</b>	<b>-38.39</b>	<b>47.06</b>	<b>-356.78</b>	<b>66.95</b>	<b>661.03</b>
速动比率	9.07	7.93	3.69	2.82	4.57	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	8.2%	9.6%	20.5%	27.5%	16.8%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力</b>						固定资产投资	-112.76	-20.62	-110.00	-56.00	-28.00
总资产周转率	27.8%	35.2%	35.7%	40.9%	52.2%	<b>投资活动现金流</b>	<b>-112.76</b>	<b>-20.62</b>	<b>-110.00</b>	<b>-56.00</b>	<b>-28.00</b>
应收账款周转天数	287.59	346.55	329.68	327.16	329.35	股权融资	678.48	12.27	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	134.89	90.67	92.72	96.74	95.73	长期贷款的增加/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.54	0.46	0.65	0.84	1.02	股利分配	-29.75	-3.90	-6.78	-8.73	-10.60
每股净资产	6.58	4.87	5.49	6.28	7.25	计入循环贷款前融	648.73	8.37	-6.78	-8.73	-10.60
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/	-15.25	-56.70	178.39	133.55	-273.07
P/E	27.1	31.4	22.4	17.4	14.4	<b>融资活动现金流</b>	<b>603.73</b>	<b>-52.23</b>	<b>171.61</b>	<b>124.82</b>	<b>-283.67</b>
P/B	2.2	3.0	2.7	2.3	2.0	<b>现金净变动额</b>	<b>452.58</b>	<b>-25.79</b>	<b>-295.17</b>	<b>135.77</b>	<b>349.36</b>

## 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。