

产能外延布局，有望高成长

买入 维持

目标价格：21.60

投资要点：

公司管材在手订单在5亿元以上，BT项目12亿元，其中管材订单将于13年实现销售，BT项目将主要在13~15年逐步贡献业绩，两块业务的净利润率预计分别为25%和20%左右，考虑到未来仍将持续获得订单，我们预计未来2~3年公司有望保持50%左右的高增长。

报告摘要：

- **HDPE 缠绕增强管处于发展初期，行业格局较好。**目前行业各厂商规模较小，尚不存在实质性竞争。行业的壁垒一方面体现为设备，生产设备多数是由德国 KRAH 提供，但经过改进后能提高生产效率。其次的壁垒是客户粘性，产品应用于高端市场，客户对质量的敏感度高于对价格的敏感度，经认证后轻易更换供应商的可能性不大。
- **HDPE 缠绕增强管潜在市场容量大，需求快速增长。**我国大口径埋地排水管中传统管材占比超过90%，若未来塑料管材替代其中的30%，则大口径塑料埋地排水管的市場容量约为144-216亿元，空间巨大。
- **公司产能外延扩张，未来受益于市政、开发区、石化和核电等项目建设。**公司拟在江苏和四川建立生产基地，外延扩张提升市场份额。项目方面，积极布局市政工程、开发区建设、石油化工和煤化工、核电火电等市场，目前已对部分项目进行供货，部分项目仍在积极沟通中。
- **公司的核心竞争力在于其营销模式。**与普通的塑料管公司通过经销商的模式不同，公司是先和各个行业的主要设计单位进行沟通，建立良好的合作关系，然后通过设计单位和工程施工单位签订供货合同。
- **公司业绩将高速增长，建议买入。**按照目前订单情况，我们预计13、14、15年EPS0.72元、1.08元、1.62元。其中13-15年管材贡献0.62、0.80和1.00元，BT项目贡献0.10、0.28和0.62元。给予13年30倍PE，合理股价21.60元，给予“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	275.41	396.69	555.37	844.16	1300.01
增长率(%)	43.70	44.04	40.00	52.00	54.00
归母净利润(百万)	74.17	97.02	149.78	224.62	338.41
增长率(%)	31.00	30.81	54.38	49.97	50.66
每股收益	0.54	0.46	0.72	1.08	1.62
市盈率	55.04	63.65	22.71	15.14	10.05

基础化工研究组

分析师：

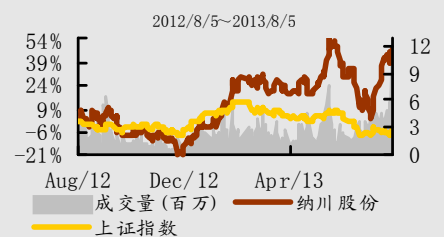
王席鑫(S1180513060001)

Email: wangxixin@hysec.com

孙琦祥(S1180513060004)

Email: sunqixiang@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《基础化工行业周报 20130804》
2013/8/4
- 《联化科技中报点评》
2013/7/31
- 《泰和新材中报点评》
2013/7/31
- 《华峰氨纶中报点评》
2013/7/31
- 《万华化学：中报靓丽，继续看好公司转型》
2013/7/29

目录

一、公司简介及股权结构	4
(一) 纳川股份：国内 HDPE 缠绕增强管行业龙头	4
(二) 公司股权结构：实际控制人为陈志江	5
二、塑料埋地排水管：HDPE 缠绕增强管在大口径领域优势突出,发展速度快.....	7
(一) HDPE 缠绕增强管在大口径排水管领域优势突出	7
(二) HDPE 缠绕增强管行业竞争格局良好	9
(三) HDPE 缠绕增强管潜在市场容量大，需求快速增长	10
三、公司产能外延布局，高成长可期.....	13
(一) 公司产能快速扩张，布局国内重点区域	13
(二) 公司的核心竞争力在于其营销模式	13
(三) 四方面的需求保障公司未来成长性	14
(四) 股权激励调动管理人员和业务骨干积极性	16
(五) 盈利预测与投资建议	17

插图

图 1: 公司 HDPE 缠绕增强管收入下游分布	4
图 2: 公司 HDPE 缠绕增强管利润下游分布	4
图 3: 公司主营各种口径 HDPE 缠绕增强管	4
图 4: 2011 年上市后公司收入增速维持在 40% 以上	4
图 5: 2011、2012 年公司净利润增速约为 31%	5
图 6: 近年来公司毛利率和净利率小幅提升	5
图 7: 公司目前股权结构	5
图 8: 埋地排水管发展历程	7
图 9: HDPE 缠绕增强管生产示意图	9
图 10: HDPE 缠绕增强管生产实景图	9
图 11: 2011 年我国城市化率首度超过 50%	11
图 12: 我国废水排放量逐年增加	11
图 13: 近三年我国排水投资额平均为 800 亿元	11
图 14: 城镇生活污水处理率逐渐提升	11
图 15: 公司近两年 PE-BAND	17
图 16: 公司近两年 PB-BAND	17

表格

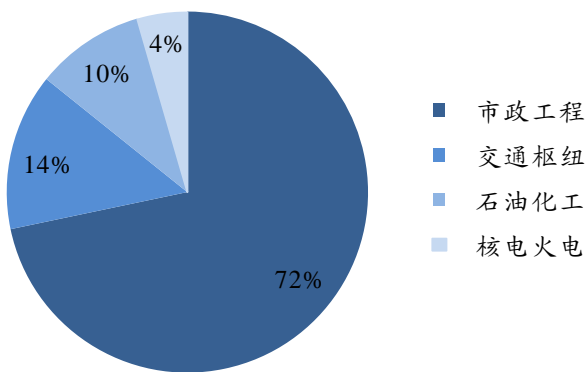
表 1: 2013 年一季报公司十大股东明细	6
表 2: 各埋地排水管性能、应用范围和发展趋势对比	7
表 3: 国家鼓励塑料排水管的相关政策	8
表 4: 塑料排水管的性能和应用领域的比较	8
表 5: 国内 HDPE 缠绕增强管主要生产企业的情况	9
表 6: 大型工程项目建设将为大口径排水管创造巨大的市场需求	12
表 7: 公司现有及未来新增产能统计: 吨	13
表 8: 公司与多个设计院维持良好关系	13
表 9: 公司 HDPE 缠绕增强管现有的应用案例	14
表 10: 公司市政工程方面主要目标市场未来污水管网项目	14
表 11: 未来公司重点市场大型开发区建设项目统计 (平方公里)	15
表 12: 未来 5 年我国在建或拟建的大型石化项目 (万吨)	15
表 13: 未来 5 年我国拟扩建及新建核电厂项目 (包括公司已供货项目)	16
表 14: 股权激励各年度绩效考核目标	16
表 15: 公司订单情况简介	17

一、公司简介及股权结构

(一) 纳川股份：国内 HDPE 缠绕增强管行业龙头

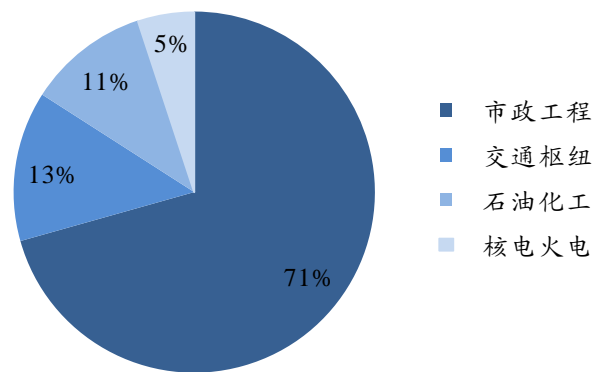
纳川股份成立于 2003 年，致力于以先进制造技术生产和推广有利于环保、节能减排的 HDPE 缠绕增强管，主要应用于市政环保工程、道路配套排水工程、核电火电、石油化工、交通枢纽等大型工程项目的雨污水收集与排放。公司是目前我国极少数掌握 HDPE 缠绕增强管生产线核心技术的企业之一，作为行业推动者在完成市场培育后迅速掌握了大量的客户资源。

图 1：公司 HDPE 缠绕增强管收入下游分布



资料来源：宏源证券

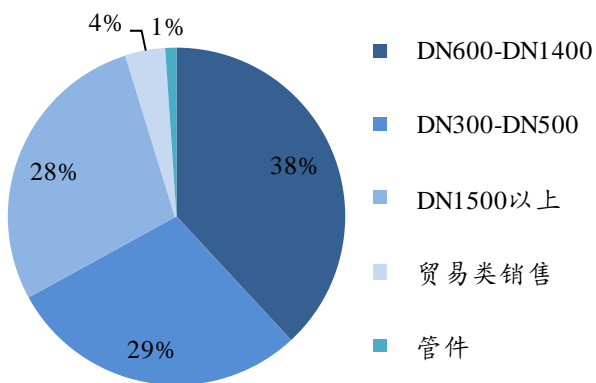
图 2：公司 HDPE 缠绕增强管利润下游分布



资料来源：宏源证券

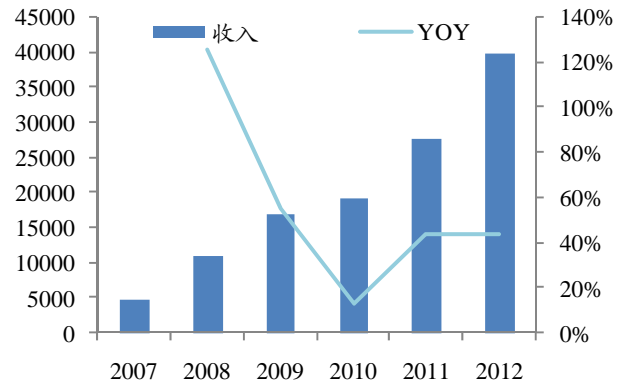
截止 2012 年底，公司拥有 HDPE 缠绕增强管产能 2.55 万吨，小口径、大口径和超大口径的产品占比相对均衡。

图 3：公司主营各种口径 HDPE 缠绕增强管



资料来源：宏源证券

图 4：2011 年上市后公司收入增速维持在 40% 以上

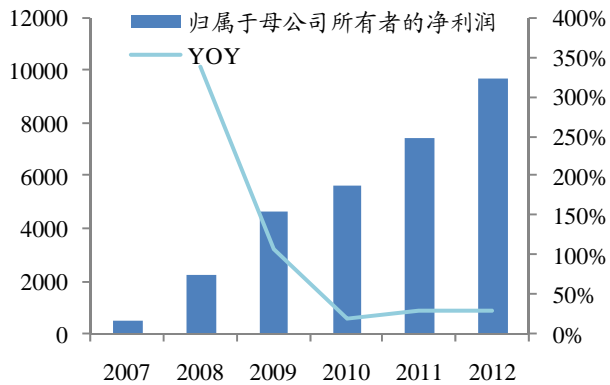


资料来源：宏源证券

注：DN 指标准化以后的标准直径，DN ≤ 500mm 为小口径管材，600mm ≤ DN ≤ 1400mm 为大口径管材，DN ≥ 1500mm 为超大口径管材。

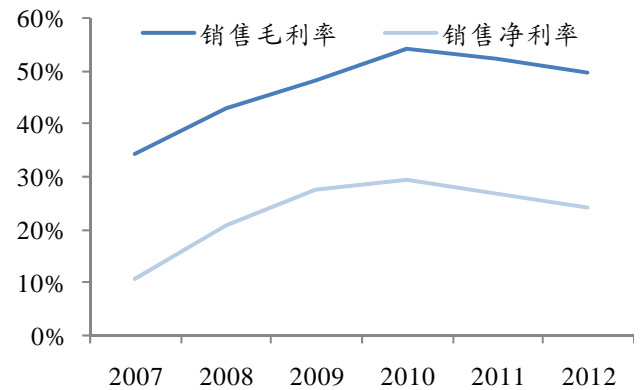
公司在 2009 年之前收入增速较高，主要原因是公司成立时间较短，业务处于初生期，基数小使得发展速度快。2010 年受上半年全国大范围持续暴雨影响，很多市政工程项目施工进度都有所滞后，导致收入增速有所回落。且公司 2010 年 1.11 万吨的产能较 2009 年的 0.91 万吨仅增长 22%，产能瓶颈严重限制了公司的增速。

图 5: 2011、2012 年公司净利润增速约为 31%



资料来源: 宏源证券

图 6: 近年来公司毛利率和净利率小幅提升

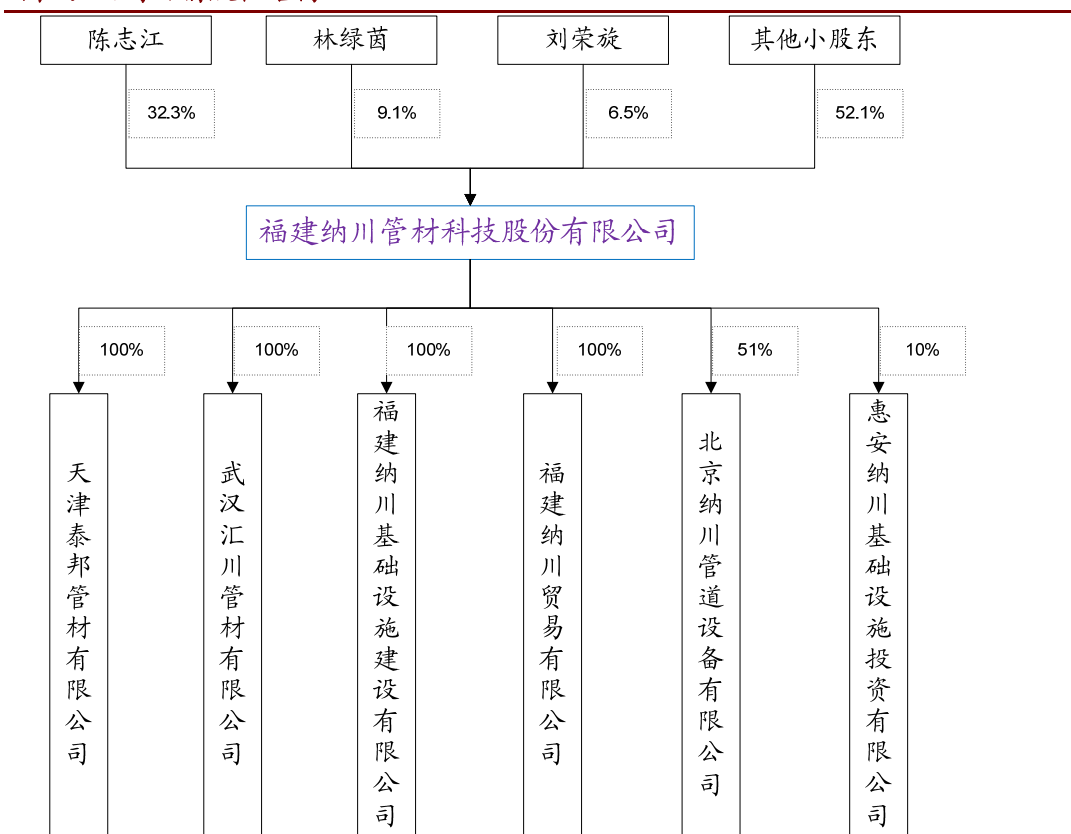


资料来源: 宏源证券

(二) 公司股权结构: 实际控制人为陈志江

公司于 2011 年 4 月 27 日在深圳证券交易所创业板上市, 首发价格为 31.00 元, 摊薄首发市盈率为 64 倍, 预计募集资金 2.01 亿元, 实际募集资金 6.71 亿元, 超募 4.7 亿元。

图 7: 公司目前股权结构



资料来源: 宏源证券

陈志江作为公司实际控制人及首发原始股东, 所持有公司 6753 万股股份将于 2014 年 4 月 7 日解禁。

表 1: 2013 年一季报公司十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
陈志江	67,532,400	32.3%	限售流通 A 股
林绿茵	19,006,850	9.1%	A 股流通股
刘荣旋	13,649,849	6.5%	限售流通 A 股, A 股流通股
刘炳辉	11,899,850	5.7%	A 股流通股
广发信德投资管理有限公司	7,016,115	3.4%	A 股流通股
钱明飞	4,912,908	2.4%	A 股流通股
阮卫星	4,890,000	2.3%	A 股流通股
中国工商银行-博时精选股票证券投资基金	4,082,178	2.0%	A 股流通股
惠安速通股权投资有限合伙企业(有限合伙)	3,982,154	1.9%	A 股流通股
中国银行-华夏行业精选股票型证券投资基金(LOF)	3,949,980	1.9%	A 股流通股
合计	140,922,284	67.4%	

资料来源: 宏源证券

二、塑料埋地排水管：HDPE 缠绕增强管在大口径领域优势突出,发展速度快

(一) HDPE 缠绕增强管在大口径排水管领域优势突出

按用途划分，埋地排水管可分为污水管、雨水管、合流管等，污水管是收集和排放使用过的生活用水和允许排放的工业废水；雨水管收集和排放以雨水径流为主的地面废水和容许不经处理排放的工业废水；合流管收集和排放所有的废水，包括雨水和污水等。

按照材质的不同，可以将埋地排水管分为混凝土管、钢管、球墨铸铁管和塑料管等。

图 8：埋地排水管发展历程



资料来源：宏源证券

塑料管作为最新型的埋地排水管，在环保、密封、防腐、重量等综合性能方面显著好于同类产品，是国家产业政策导向鼓励的方向。

表 2：各埋地排水管性能、应用范围和发展趋势对比

项目	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
防腐性	差	一般(防电腐蚀能力差)	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(需要经常进行防腐维护)	50年
安装及施工难度	安装较复杂	安装较复杂	安装较复杂	安装简便
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	主要用于给水,特殊领域用于排水	主要用于给水,特殊领域用于排水	给水、排水
产业政策导向	-	-	-	鼓励

资料来源：宏源证券

表 3：国家鼓励塑料排水管的相关政策

年份	文件名称	主要内容
2001 年	建设部第 27 号公告——《关于化学建材技术与产品的公告》	要求将塑料螺旋缠绕管（U-PVC、HDPE）作为推荐采用的埋地排水塑料管来积极推广和应用
2004 年	建设部第 218 号公告——《关于发布〈建设部推广应用和限制禁止使用技术〉的公告》	指出塑料管材重量轻、耐腐蚀。管材环刚度可设计，接口密封性能好，管道系统不渗漏，可防止地下水污染
2007 年	建设部第 659 号公告——《关于发布建设事业“十一五”推广应用和限制禁止使用技术（第一批）的公告》	推荐 HDPE 缠绕结构壁管等塑料排水管用于城镇污水、雨水、废水管道，限制使用平口、企口混凝土管（<500mm）作为市政排水管，同时要求检查井尽量采用塑料检查井

资料来源：宏源证券

塑料埋地排水管又分为实壁塑料管和结构壁塑料管两类，在同样施工技术指标要求下，由于实壁塑料管生产成本高于结构壁塑料管，目前实壁塑料管已较少用于埋地排水领域。结构壁塑料管依据成型工艺不同可分为双壁波纹管、缠绕结构壁管两类。其中缠绕结构壁管分为 A 型管即 HDPE 中空壁缠绕管，B 型管即 HDPE 缠绕增强管。

双壁波纹管生产工艺为挤出型，对于 DN1200mm 以上管材的生产难度较大，因此目前多用于小口径管材市场。HDPE 中空壁缠绕管由于大量的熔接缝的可靠性难以保证，加上生产线投资少、生产工艺简单使得主要在低端市场进行较为激烈的竞争。

HDPE 缠绕增强管属于塑料埋地排水管的高端品牌，从技术上而言，工艺复杂、生产线投资额较高，从性能而言，质量可靠、可生产出 DN300-4000mm 的管材。

HDPE 缠绕增强管在小口径领域竞争力不强，主要原因是价格较高，且与其他产品的性能区分相对不如大口径领域明显。但在大口径管材应用领域，由于 HDPE 缠绕增强管具备环刚度、使用寿命等方面的独特优势，是目前最为理想的选择。

表 4：塑料排水管的性能和应用领域的比较

项目	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
管材口径	DN300-4000mm	DN3000mm 以下	主要用于 DN600mm 以下管道	DN500mm 以下
环刚度	最大 16KN/m ²	最大 12.5KN/m ²	最大 8KN/m ²	最大 8KN/m ²
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
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 以上成本与 HDPE 缠绕增强管接近	较低

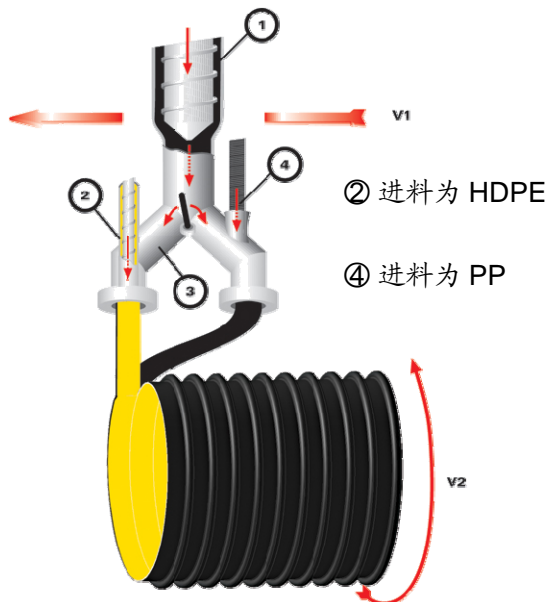
资料来源：宏源证券

(二) HDPE 缠绕增强管行业竞争格局良好

HDPE 缠绕增强管最初由德国克拉公司研发制造，所以世界上俗称这种管为克拉管。1999 年我国从德国引进了第一套生产线，从此 HDPE 缠绕增强管在中国得到了应用。由于我国政府大力推进塑料代替水泥的建材发展战略，且 HDPE 缠绕增强管在大口径应用领域的独特优势使其在蜂拥而上的各种管材（HDPE 中空壁管、双壁波纹管、普通铸铁管（IP）、钢管（SP）、预应力钢筋混凝土管（PCP）、球墨铸铁管（DIP）、玻璃钢管（FRP、FGP 或 GRT）、钢管混凝土管（PCCP））中脱颖而出，成为重点项目的首选管材。

克拉管的生产过程如下：通过 PE 挤出到模具上和模具的旋转形成主体管道，同时通过 PP 和 PE 复合挤出形成外部肋管，因此整个过程中温度的控制和挤出速度的控制就显得特别重要。管材重要的结构参数有主体管道的厚度、肋管的高度和肋管的分布密度。

图 9: HDPE 缠绕增强管生产示意图



资料来源：宏源证券

图 10: HDPE 缠绕增强管生产实景图



资料来源：宏源证券

德国克拉公司是目前世界上最大的克拉设备制造商，制造的设备销售到欧洲美洲和亚洲等国家。其中，早期出口到中国的 6 条 HDPE 缠绕增强管生产线设备分别安装在石家庄宝石集团宝石克拉公司、东北高速大连东高公司、山东兖矿集团长龙公司。此后，国内部分生产企业掌握了克拉设备的生产技术，实现了自主生产线的建设与使用。

表 5: 国内 HDPE 缠绕增强管主要生产企业的情况

公司	成立时间	地点	产能:吨	简介
纳川股份	2003 年	泉州、天津、武汉	25500	11 条生产线。产能利用率较高；小口径、大口径、超大口径均可生产，定位高端。
石家庄宝石克拉大径塑管有限公司	1998 年	石家庄	10000	1998 年公司率先引进两条德国生产的 HDPE 缠绕增强管生产线，2001 年又自主研发了一条更具先进水平的生产线，年产量为 1 万吨。一条钢带增强聚乙烯(PE)螺旋波纹管生产线，产能 3000 吨。
大连东高新型管	2003 年	哈尔滨	5000	拥有 HDPE 缠绕增强管生产线两条，HDPE 中

材有限公司哈尔滨分公司

空壁缠绕管生产线四条。2012 年净利润-649.67 万元。

飞跃新型管业科技有限公司	2010 年 5 月	台州	7500	二期生产规模可达年产 15000 吨 HDPE 缠绕增强管；“十二五”期末可形成年产 50000 吨的生产规模。已向“三门核电”首批供货。
--------------	------------	----	------	---

资料来源：宏源证券

目前各地对 HDPE 缠绕增强管的需求强劲，从石家庄宝石克拉了解到生产排满，无法满足市场需求。且国内产能较大的生产商地域分布分散，各厂商在市场上竞争较少，行业设备和客户粘性的壁垒使得小厂商短期内无法与大企业进行抗衡，目前 HDPE 缠绕增强管竞争状况较好。

行业的壁垒一方面体现为设备，生产设备多数是由德国 KRAH 提供，但是纳川股份经过学习理解，已经能够自主生产改进版的生产线，提高生产效率。大连东高和石家庄宝石克拉公司的生产线都是德国引进的，生产效率较纳川股份的低一些。

其次的壁垒是客户粘性。HDPE 缠绕增强管的出现主要是替代现有的混凝土管，并且根据国外发展经验来看，是应用于高端市场，即那些重视牢固可靠方便，而愿意接受较高价格的用户。这些客户对质量的敏感度高于对价格的敏感度，因此通过认证的时间较长，一经认证，轻易更换供应商的可能性不大。

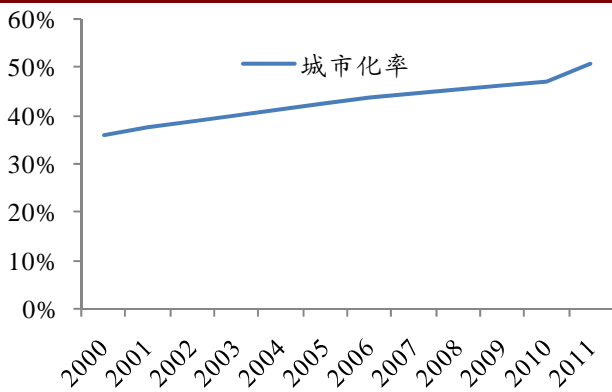
（三）HDPE 缠绕增强管潜在市场容量大，需求快速增长

依照排水管网的工程经验，埋地排水管材一般占排水管网建设总投资 30% 左右，而污水主干管（一般为 DN600mm 以上）的使用量占全部排水管材的比例虽然只有 20% 左右，但排水主干管由于管径大、质量要求高，其投资额却能占到全部排水管材的一半左右。根据 2012 年《中国环境年鉴》统计，2009-2011 年我国平均年排水投资额为 800 亿元，按此计算大口径埋地排水管的市場容量约为 120 亿元。目前我国大口径埋地排水管中超过 90% 的是传统管材，若未来塑料管材可替代其中的 30%，由于塑料管材的单价是水泥管材的 4-6 倍，则大口径塑料埋地排水管的市場容量可达到 144-216 亿元，市場空间巨大。

1、城镇化为排水管行业带来巨大市场需求

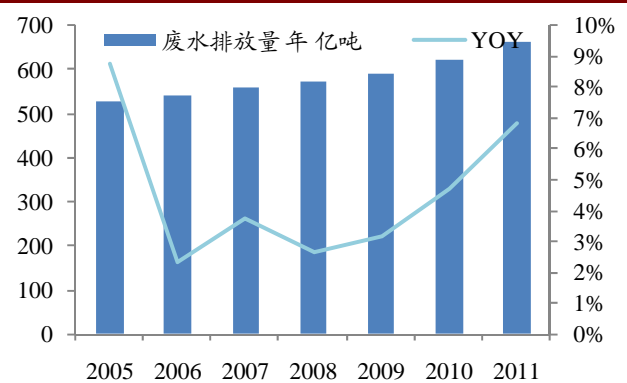
随着我国经济持续、快速发展，城镇化进程稳步推进，我国城市化率于 1996 年达到 30% 以来，每年以 1 个百分点以上的速度提升，2011 年我国的城市化率已达到 51%。随着后续国家城镇化的逐步推进，城区规模将不断扩大，将会导致新增大量市政道路；城市人口的不断增加，将会使得城市污水排放量急剧增加，这些都会提高城市排水管网投资建设的需求。

图 11: 2011 年我国城市化率首度超过 50%



资料来源: 宏源证券

图 12: 我国废水排放量逐年增加



资料来源: 宏源证券

2、城市污水处理配套管网建设和改造仍有较大空间

目前城市污水处理厂建设投资较多,但污水处理配套管网建设滞后,使得污水处理厂难以真正发挥作用,污水处理率不高。

主要原因在于污水管网的建设属于隐蔽工程,资金需求大,工程作业面广,且投资责任全部由地方政府承担,因此很多地方政府在建设资金短缺的情况下,大都选择先上马污水处理厂建设项目,这使得我国的污水管网建设远没有跟上污水处理厂建设的发展速度,大部分城市的污水管网建设明显滞后,导致大批已建成的污水处理设施闲置,实际污水处理量与设计处理能力差距较大。

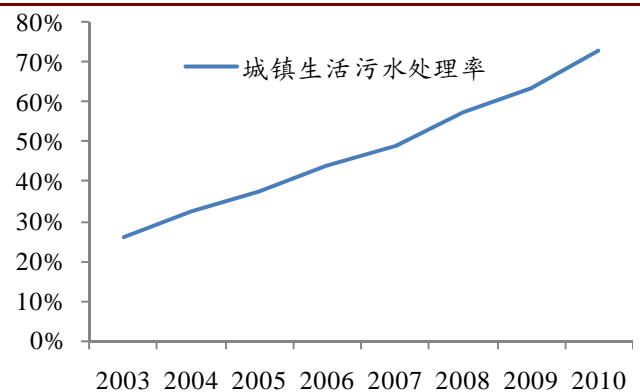
2005 年全国城市污水处理厂的运行负荷率不到 65%,其中有 38 个城市的运行负荷率甚至小于 30%。虽然近年来排水管网建设逐步增加,但目前城镇生活污水处理率仅为 70%,仍有较大提升空间,后续仍需对城市污水处理配套管网进行建设和改造,这将为排水管行业带来巨大的市场需求。

图 13: 近三年我国排水投资额平均为 800 亿元



资料来源: 宏源证券

图 14: 城镇生活污水处理率逐渐提升



资料来源: 宏源证券

3、旧排水管网的更新改造急需进行

我国现有的排水管道中,70%以上都是上世纪 80 年代、90 年代铺设的,使用年限较长而且主要是混凝土管、陶土管以及用砖石砌成的暗渠。由于建设年代较远,施工技术落后,材料较差,这些排水管道破损情况屡有发生,许多管道结构甚至整体塌落。2010 年 5 月广州因强暴雨而遭遇了严重内涝。据《广州日报》报道:目前广州中心城区现有 6000

多公里排水管网，达到一年一遇标准的仅占总量的 83%，达到两年一遇标准的仅占总数的 9%。

雨污分流与雨污合流是现代城市两种基本的排水方式。雨污合流的结果，既增加了排水管网的负担和污水处理厂的压力又损失了优质的雨水资源。雨污分流将使雨、污水各行其道，这是现代市政建设领域普遍认同的排水理念。根据原建设部制订的《城市排水工程规划规范》要求，“新建城市、扩建新区、新开发区或旧城改造地区的排水系统应采用分流制。在有条件的城市可采用截流初期雨水的分流制排水系统。”目前我国老城区排水方式大都为雨污合流，城市污水通过混流管网排入河道，严重污染水环境，急需更新改造。

对我国陈年管网进行雨污分流、材质升级、扩大口径的改造将大大提高市场对排水管道的需求。

4、大型工程项目建设将为大口径排水管创造巨大的市场需求

大口径排水管道是电力工业（核电、火电）、石油化工、综合交通枢纽等大型重要工程项目的必备配套设施。在这些重要工程中，排水管道的设计标准远高于民用工程，需要选择更大口径、更高品质的管材，其主要原因是：

①这些重要工程均把质量安全放在第一位，若地下排水管网发生破损进而引发地基受损将直接影响到地面建筑物及相关设施的安全性；

②这些重要工程大都沿江沿海建设，地基常发生不均匀沉降、地下水丰富、外部环境腐蚀性强，对管材的选择提出更高的要求；

③与民用工程不同，重大工程若发生积水内涝将损失巨大，因此要求面对百年一遇的强降水时也需要能保证排水的顺畅，这就要求使用更大口径的排水管。

表 6：大型工程项目建设将为大口径排水管创造巨大的市场需求

领域	简介
核电为主的电力建设	根据国家能源局“十二五”电力建设规划，到 2020 年，我国核电总装机容量将达到 7,000 万千瓦。按平均一个核电站 400 万千瓦的规模计算大约要建成核电站 15-20 个，以每个核电站按行业惯例平均配套 3000-3500 万元埋地排水管道投资计算，预计仅核电行业对埋地排水管的需求就将达到 5-7 亿元。
石化项目投资	未来几年，我国长三角、珠三角、环渤海地区将建成 3-4 个 2,000 万吨级炼油、200 万吨级乙烯生产基地，并在全国形成 20 个千万吨级炼油基地、11 个百万吨级乙烯基地。按每千万吨级炼油基地需配套埋地排水管道投资约 1 亿元计算，这些石化项目的投资建设将为埋地排水管带来超过 20 亿元的市场需求。
综合交通枢纽项目	根据 2007 年国家发改委颁布的《综合交通网中长期发展规划》，未来 10 年，我国将进一步扩大运输网络规模，逐步完善网络结构，全面建成“五纵五横”综合运输大通道和与之相衔接的综合交通枢纽，初步形成现代综合交通网，适应经济和社会发展的需要，其中包括民用机场 192 个、沿海港口深水泊位 1750 个等。按一个机场配套埋地排水管道投资 2,100 万元，一个泊位配套埋地排水管道投资 300 万元计算，192 个机场及 1,750 个泊位的配套排水投资将达到 92.82 亿元。因此，这些规划内的交通枢纽将带来大量的埋地排水管的需求。
大型开发区建设	随着工业发展和城市人口的增加，全国各省市规划了大量的开发区，这些开发区在招商引资前应做好“七通一平”，就是通常所说的筑巢引凤。“七通”就是指路、给水、污水、雨水、电力、煤气、通讯等基础设施建设。根据经验，每平方公里开发区用地需埋设雨、污水管道约 6 公里，而一个大型开发区建设通常占地几十至几千平方公里，需要大量的排水管材用于基础设施建设。因此，未来我国开发区建设将带来埋地排水管市场的需求近百亿。

资料来源：宏源证券

三、公司产能外延布局，高成长可期

(一) 公司产能快速扩张，布局国内重点区域

公司现有 HDPE 缠绕增强管产能 2.55 万吨，其中 4800 吨为 12 年底投产。未来公司将在江苏泗阳和四川分别新建 4800 吨生产线，2014 年公司产能将增长 38% 至 3.51 万吨。

表 7: 公司现有及未来新增产能统计: 吨

公司	2010 产能	2011 新增	2012 新增	2013 新增	2014 新增	合计
福建纳川管材	6300	2400	2400			11100
武汉汇川		4800				4800
天津泰邦	4800	2400	2400			9600
江苏泗阳管材					4800	4800
四川纳川管材					4800	4800
合计产能	11100	20700	25500	25500	35100	35100

资料来源: 宏源证券

国内 HDPE 缠绕增强管市场可以说是有了纳川股份才开发出来的，公司作为行业推进者，过去几年来持续快速增长，公司也是目前行业中唯一一家收入超过亿元的企业。虽然石家庄宝石克拉和大连东高进入行业较早，但由于生产和市场拓展方面能力较差，近几年几乎没有增长。

且未来大型市政、园区等工程对于资金实力有一定要求，因此目前该市场几乎就被纳川股份一家垄断，具有很强的定价能力。对于新进入者来说，目前国内克拉管的市场规模还只有 5 亿元，这样的市场规模还不具备吸引力，且对于其他想进入的企业来说，没有技术积累和市场拓展的经验，短期内没有动力也没有能力快速进入该领域。因此我们判断，2 年内不会有新进入者与公司竞争从而削弱公司产品的盈利能力，未来 2~3 年公司仍将享受垄断带来的高盈利和高成长。

(二) 公司的核心竞争力在于其营销模式

普通的塑料管公司采用的销售模式是经销模式，即卖给塑料管的经销商，这样销售费用低而且现金回流快，但是纳川的模式是：先和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。

据我们了解，石家庄宝石克拉并没有直接与设计院对接，因此销售模式比较落后。

表 8: 公司与多个设计院维持良好关系

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

资料来源: 宏源证券

表 9: 公司 HDPE 缠绕增强管现有的应用案例

分类	简介
市政工程、 开发区	宁波杭州湾开发区雨污水管网工程，天津子牙环保产业园污水管网工程。福建、浙江、江西、广东等地的污水管网项目
交通枢纽	温州、青岛、厦门、漳州等地的泊位
石油化工	中国石油广州分公司 1000 万吨项目，福建炼油乙烯 1200 万吨项目，辽宁抚顺 1000 万吨炼油项目，江西添光钛白粉项目和星火有机硅项目，内蒙古大唐国际克什克腾旗煤制气项目，阿克苏诺贝尔宁波基地
核电火电	中核集团福建福清、山东海阳、方家山、海南昌江核电站 大唐电力宁德电厂、华电福州连江可门电厂、国电福州福清江阴电厂、华润电力徐州铜城电厂，中电投江西景德镇电厂，华能上海石洞口电厂

资料来源：宏源证券

（三）四方面的需求保障公司未来成长性

公司积极布局，看好未来市政工程、开发区建设、石油化工和煤化工、核电火电等带来的需求，目前已对部分项目进行供货，部分项目仍在积极沟通中。由于此类大型项目所需管材数量多、金额大，订单的获得将带来公司的高速发展。

1、市政工程

福建：截止 10 年底，福建全省污水处理厂 88 座，但是镇级污水处理厂仅有 2 座，十二五期间，福建将新增污水处理厂 338 座，新增污水管网 11243.79 公里，污水管网投资额将达到 129 亿元（根据福建省城镇污水处理及再生利用设施建设与发展“十二五”规划草案）。广东：广州十二五期间将建设 1640 公里污水管网。

表 10: 公司市政工程方面主要目标市场未来污水管网项目

项目	项目
深圳宝安污水管网二期	福建泉州石狮市污水管网工程
广东珠海水务集团污水管网工程	福建泉州市晋江污水管网工程
广东东莞各镇区污水管网工程	福建泉州市区污水管网改造工程
广东惠州惠阳区淡水河截污工程	福建泉州市安溪污水管网工程
福建漳州市南靖污水管网二期工程	福建泉州市永春污水管网工程
福建龙岩市武平污水管网二期工程	福州泉州市南安水头污水管网工程
福建漳州东区污水管网工程	福建泉州市泉港区污水管网工程二期
福建龙岩市永定污水管网工程	福建莆田市湄洲岛污水管网工程
厦门海沧污水管网工程	福建莆田市仙游开发区污水管网工程
南京项目	湛江项目

资料来源：宏源证券

2、开发区

按照每平方公里开发区用地需埋设雨、污水管道约 6 公里，这样需要埋地排水管道到 3.36 万公里，折合市场约 350 亿元-450 亿元。开发区的市场将随着开发区的建设逐步变成在手订单。

以杭州湾开发区为例，公司是 05 年开始供货的，至 09 年底累计供货 6600 万元，而

目前该开发区只开发了 30 平方公里，还有 170 平方公里未开发，因此剩余的市场规模就有约 4 亿元，5592 平方公里将带来总共约 123 亿元市场。

表 11：未来公司重点市场大型开发区建设项目统计（平方公里）

名称	占地面积	名称	占地面积
黄石经济开发区	150	徐州经济技术开发区	152.8
珠海横琴岛新区	106	芜湖经济技术开发区	121.8
天津滨海新区	2270	南宁经济技术开发区	110
泉州台商投资区	200	海南洋浦经济技术开发区	69
大连长兴岛开发区	349	江苏连云港经济技术开发区	126
宁波开发区杭州湾新区	145	招商局漳州开发区	56
九江经济技术开发区	120	潍坊滨海经济技术开发区	510
井冈山经济技术开发区	46.5	赣州经济技术开发区	90
宁波大榭经济技术开发区	36	南通经济技术开发区	147
广州南沙经济技术开发区	339.5	镇江经济技术开发区	219
合肥经济技术开发区	60	东营经济技术开发区	168
合计		5592	

资料来源：宏源证券

3、石油化工和煤化工

石化：按照每千万吨炼油 1 亿元的管网合同金额，预计这些石化项目将带来超过 20 亿的市场，估计其中的克拉管占到 20% 左右，也就是 4 亿的市场。

煤化工：公司于 10 年上半年提供了价值 2891.57 万元的克拉管给大唐克旗的煤制气（40 亿立方米）项目，2012 年获得大唐阜新的煤制气项目订单。

表 12：未来 5 年我国在建或拟建的大型石化项目（万吨）

省份	名称	规模（约）	备注
福建	中石化福建炼油厂二期	1200	
	中化集团泉州炼油项目	1000	2011-2012 年供货可能较大
	中石油揭阳炼油厂	2000	2011-2012 年开始供货可能较大
广东	中石化湛江炼油项目	1500	
	中海油惠州二期	1200	
广西	中石油广西扩建	1000	
上海	中石化上海漕泾炼油项目	1000	
	上海金山炼油项目	1200	
内蒙古	中石油呼和浩特化工基地	-	
辽宁	中石油抚顺炼油厂扩建	1000	本公司按合同供货中
	中石油葫芦岛炼油项目	1200	
重庆	中石油重庆炼油项目	1000	
天津	中石油天津大港炼油项目	-	
河南	中石油商丘炼油项目	1000	
湖北	中石化武汉乙烯工程	-	
浙江	中石化镇海炼油厂扩建	1200	
云南	中石油云南炼油项目	1000	
河北	曹妃甸炼油项目	1200	

	石家庄炼油厂扩建	1000	
宁夏	中石化宁夏炼油项目	1000	本公司按合同供货中

资料来源：宏源证券

4、核电火电

九江彭泽、台州三门、山东海阳核电站 11 年上半年实现供货。湖北大畈、湖南桃花江、广西防城港于 12 年实现供货概率较大。按照每 200 万 KW 装机容量约 1500 万人民币的合同，估计下述核电站将在未来几年内提供给公司约 5 亿的合同。

目前我国运行加在建的核电机组约 4300 万 KW，由于核电的建设周期长于 5 年，因此 2020 年建成的核电机组在十二五必须开工建设，按照 2020 年的规划达到 7000 万 KW，则十二五期间新增 2700 万 KW 的装机拉动克拉管需求约 2 亿元。

表 13：未来 5 年我国拟扩建及新建核电厂项目（包括公司已供货项目）

省份	名称	规模（万千瓦）	备注
浙江	秦山二期扩建	130	已执行供货合同
	三门核电站	750	台州飞跃管业执行供货
	方家山核电站	200	已执行供货合同
山东	海阳核电站	750	已执行供货合同，未来会继续供货；
海南	昌江核电站	400	已执行供货合同
福建	福清核电站	600	已执行供货合同
	宁德核电站	600	已执行供货合同
湖南	桃花江核电站	500	已执行供货合同，2011-2012 年二期供货可能较大；
江西	彭泽核电站	500	购销合同洽谈中，供货可能大
湖北	咸宁大畈核电站	400	2011-2012 年供货可能较大
广西	防城港核电站	600	公司产品已被设计选用，购销合同洽谈中，2011 年下半年供货可能较大；
广东	阳江核电站	600	公司产品已被设计选用，购销合同洽谈中
江苏	连云港田湾核电站	800	---

资料来源：宏源证券

（四）股权激励调动管理人员和业务骨干积极性

公司在 2012 年 6 月 24 日推出股权激励草案，分为 150 万份股票期权和 150 万份限制性股票两个部分，激励对象包括三位副总经理、财务负责人以及中层管理人员和业务骨干。

按照股权激励计划要求，2013、2014 年行权 EPS 条件分别为 0.60 元和 0.78 元。

表 14：股权激励各年度绩效考核目标

行权期安排	业绩考核指标
首次授予股票期权第一个行权期	1、以 2011 年净利润为基准，2012 年公司净利润比 2011 年增长不低于 30%。 2、以 2011 年主营业务收入为基准，2012 年公司主营业务收入比 2011 年增长不低于 30%。
首次授予股票期权的第二个行权期	1、以 2011 年净利润为基准，2013 年公司净利润比 2011 年增长不

权期/预留股票期权的第一个行权期	<p>低于 69%。</p> <p>2、以 2011 年主营业务收入为基准，2013 年公司主营业务收入比 2011 年增长不低于 69%</p>
首次授予股票期权的第三个行权期/预留股票期权的第二个行权期	<p>1、以 2011 年净利润为基准，2014 年公司净利润比 2011 年增长不低于 120%。</p> <p>2、以 2011 年主营业务收入为基准，2014 年公司主营业务收入比 2011 年增长不低于 120%。</p>

资料来源：宏源证券

注：限制性股票的业绩考核指标与股票期权相同。

(五) 盈利预测与投资建议

公司管材在手订单在 5 亿元以上，BT 项目（接 BT 项目主要目的是推广其管材）12 亿元，其中管材订单将于 13 年实现销售，BT 项目将主要在 13~15 年逐步贡献业绩，两块业务的净利润率预计分别为 25%和 20%左右，考虑到未来公司仍将继续持续拿到新的订单，我们预计未来 2~3 年公司有望保持 50%左右的高增长。

表 15: 公司订单情况简介

日期	项目	金额
2013/3/8	泉港区南山片区地下管网 BT 项目	总投资约 4.44 亿元
2013/3/1	永春县轻工基地北区场地平整及道路工程 BT 项目	合同价为 8819 万元
2012/8/27	崇山污水处理厂、惠西污水处理厂及配套管网工程项目	总投资约为 5.62 亿元

资料来源：宏源证券

按照目前在手订单情况，我们预计 13、14、15 年 EPS0.72 元、1.08 元、1.62 元。其中 13 年管材贡献 EPS0.62 元、BT 项目贡献 EPS0.10 元，14 年管材项目贡献 EPS0.80 元、BT 项目贡献 EPS0.28 元，15 年管材贡献 EPS1.00 元、BT 项目贡献 EPS0.62 元。给予 13 年 30 倍市盈率，合理股价 21.60 元，建议中长期投资者逢低买入，长期持有，给予“买入”评级。

图 15: 公司近两年 PE-BAND



资料来源：宏源证券

图 16: 公司近两年 PB-BAND



资料来源：宏源证券

作者简介:

王席鑫: 基础化工行业分析师。2011、2012 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。五年化工行业研究经历，两年化工行业内工作经历，2013 年加盟宏源证券研究所。

孙琦祥: 基础化工行业分析师。2011-2012 年所在团队获新财富最佳分析师第三名。三年化工行业研究经历，三年化工实体资讯和贸易工作经历。2013 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。