

2013 年 11 月 12 日

建筑材料

证券研究报告--公司深度报告

收盘价(元): 10.25

目标价(元): 11.5

永高股份(002641)

“换挡”进行时，业绩将提速

投资评级：持有(首评)
材料组
分析师：余宝山（组长）

执业证书编号：S0290512050001

电话：021-61681568

邮箱：yubs@zsyzq.com

研究助理：沈通

邮箱：shent@zsyzq.com

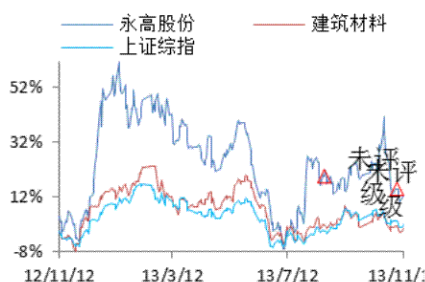
联系人：殷越

电话：021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	36000.00
流通 A 股/B 股(万股)	9000.00/0.00
资产负债率(%)	33.33
每股净资产(元)	5.53
市净率(倍)	1.85
净资产收益率(加权)	10.51
12 个月内最高/最低价	25.08/8.41

股价走势图



相关研究报告

1《募投项目助推未来业绩》，2013.11.05

2《费用上升盈利能力微涨》，2013.08.20

◎投资策略：

◆**定价逻辑：**管材板块整体需求仍依赖于基建、房地产，因此也就固定资产投资增速对板块走势的影响十分明显。对比发现固定资产投资增速与申万管材指数的波动趋势存在明显的相关性，其趋势变化领先管材板块约 6 个季度。目前固定资产投资增速中枢从 2012 年开始已经下滑至 20% 左右，因此未来几个月管材板块仍将面临一个调整的过程。但是在同一变化趋势中管材板块的弹性明显强于固定资产投资增速。

◆**四方比较。**塑料管道在全球范围内的快速发展主要得益于给水管、排水和排污管、通信和电缆护套管、天然气输送管等的大量应用。21 世纪以来，我国塑料管道产量 CAGR 达到了 22%。目前我国的塑料管道公司主要集中在沿海经济发达地区，预计华北地区、西部地区将成为未来市场份额争夺的重点区域。行业横向比较发现，公司的净资产收益率明显高于建材子版块，而市盈率处于较低水平，而从历史比较来看，塑料管材板块相比 A 股的估值溢价也处于历史较低水平。

◆**六维分析。**政策方面，塑料管材市场下游需求主要依赖于房地产及基础设施建设，此政策对于行业景气来说具有明显作用，化学建材产业及节能环保产业的“十二五”规划为行业发展提供了政策保障。产品方面，PVC 管业务贡献了公司大部分盈利，在未来发展中公司将逐步提升中高端的 PPR 及 PE 产品，同时公司已开始拓展燃气管道业务。市场方面，在“稳增长”的政策要求下，城市基建、房地产以及水利工程仍将保持一定增速，拉动塑管需求。管理方面，目前公司各个子公司仍处于整合及调整阶段，或处于业务拓展期，盈利效应还未发挥。随着公司对子公司整合效应的逐渐体现，及募投项目投产并正常运转后，公司业绩会有稳步提高。技术方面，公司建有一个省级高新技术研发中心，拥有 100 多项专利，同时还具备给水、电力、燃气等多种系列产品的生产资质，可满足不同客户的需求。资源方面，公司以渠道经销为主、直接承揽工程为辅，同时拓展房地产直接配送业务，保证产品可以快速分流。

◎关键假设：

◆**产能逐步释放，盈利能力回升。**公司募投项目投产后塑料管道产量将保持快速增长；PVC 产品价格保持稳定，公司毛利率维持相对较高水平；规模效应下期间费用率金额将继续攀升，但增速将逐步回落，公司净利率也随之逐步提升。

◎投资时点的选择：

◆**投资机会可能现于明年二季度。**固定资产投资增速显示最近几个月管材板块仍面临调整；政策面上十一届三中全会的政策传导至实体经济需要 3-6 个月时间；供求方面公司募投项目将在 2013 年一季度全部投产；心理方面，市场热点回归至业绩成长还需一定时间。

◎盈利预测及投资评级:

预计公司 2013-2015 年基本每股收益为 0.80/0.99/1.13 元, 对应当前股价的 PE 分别为 12.7 倍、10.3 倍和 9.0 倍, 给予“持有”评级。

◎风险提示:

原材料价格大幅波动; 宏观政策不及预期, 固定资产投资增速下滑; 塑料管道市场过度竞争。

	2011A	2012A	2013Q3	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	2324.45	2514.28	781.19	2891.42	3325.13	3823.90
同比增速(%)	28.13	8.17	-1.05	15.00	15.00	15.00
净利润(百万)	170.62	271.08	81.01	288.63	355.70	407.57
同比增速(%)	6.16	58.88	-2.15	6.47	23.24	14.58
毛利率(%)	20.25	26.09	25.99	25.80	26.00	26.00
每股盈利(元)	0.85	0.75	0.23	0.80	0.99	1.13
ROE(%)	16.09	15.95	4.07	14.79	15.89	15.80
PE(倍)	1.32	11.05		12.78	10.37	9.05

正文目录

1. 管材板块定价逻辑	5
2. 行业发展现状	5
2.1. 国际	6
2.2. 国内	7
2.3. 行业比较	8
2.4. 历史比较	9
3. 公司六维分析	9
3.1. 政策	9
3.2. 产品	10
3.3. 市场	12
3.3.1. 城市基础建设	12
3.3.2. 房地产需求	13
3.3.3. 水利建设	13
3.4. 管理	13
3.5. 技术	14
3.6. 资源	14
4. 投资策略	15
4.1. 投资时点的选择	15
4.2. 估值与评级	15
5. 风险提示	16

图表目录

图 1 管材板块与固定资产投资增速的相关性	5
图 2 管材板块与固定资产投资增速的相对变化率	5
图 3 2012 年塑料管道产量占比	6
图 4 我国塑料管道产量	7
图 5 销售毛利率对比	8
图 6 销售净利率对比	8
图 7 申万建材子行业估值对比	8
图 8 SW 二级行业估值对比	8
图 9 市盈率（历史 TTM，整体法）对比	9
图 10 估值溢价对比	9
图 11 公司塑料管道产量	10
图 12 2013 年上半年收入占比（%）	11
图 13 永高股份利润构成	11
图 14 主要产品毛利率（%）	11
图 15 PVC 业务毛利率对比（2013 年中报）	11
图 16 PVC 价格对公司毛利率的影响	12
图 17 固定资产投资完成额及同比	13
图 18 基础设施投资完成额及同比	13
图 19 房地产开发投资完成额及同比	13
图 20 房屋新开工面积及同比	13

图 21 单季营收及同比	14
图 22 单季净利润及同比	14
图 23 销售毛利率及净利率	14
图 24 期间费用率	14
表 1 塑料管道的特性及用途	5
表 2 塑料管道上市公司业务及生产基地分布	7
表 3 PE 及 ROE 对比	8
表 4 可比上市公司估值情况	16

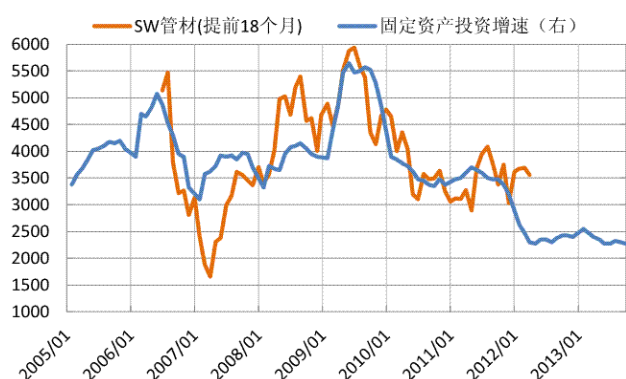
(本报告共有图 24 张, 表 4 张)

1. 管材板块定价逻辑

塑料管道隶属化学建材的一个重要分支。化学建材是继钢材、木材和水泥之后的第四大类新兴建筑材料，除塑料管道外，还包括塑料门窗、建筑防水材料、建筑保温材料、装饰装修材料等。

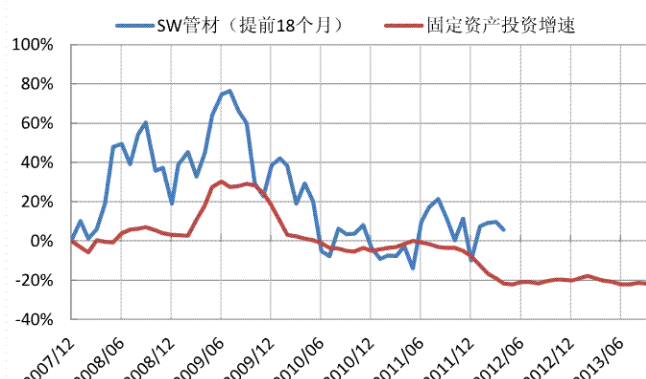
由于管材板块整体需求仍依赖于基建、房地产，因此也就不难理解固定资产投资增速对板块走势的影响。通过对比我们发现固定资产投资增速与申万管材指数的波动趋势存在明显的相关性，其趋势变化领先管材板块约 6 个季度。

图 1 管材板块与固定资产投资增速的相关性



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 2 管材板块与固定资产投资增速的相对变化率



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

显然，固定资产投资已难以保持过去十几年的高速增长，其增速中枢从 2012 年开始已经下滑至 20% 左右，那么这是否也意味着管材板块在二级市场上的价格也随之下滑呢？基建固投的增速决定了整体需求，因此其变化会直接影响管材板块走势，未来几个月管材板块仍将面临一个调整的过程。但同时我们也注意到在同一变化趋势中管材板块与固定资产投资增速的变化幅度有较大差异，这取决于群体心理、业绩变化、宏观政策、市场供求及市场供求等诸多方面。这部分内容将在下面的文章中详细阐述。

2. 行业发展现状

塑料管道主要以 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等合成高分子材料为原材料加工、生产而成。塑料管道具有自重轻，耐腐蚀，耐压强度高，卫生安全，水流阻力小，节省能源，节省金属，改善生活环境，使用寿命长，安全方便等特点，广泛应用于市政及建筑给排水、农用（饮用水及灌排）、市政排污、燃气输送、辐射采暖，工业流体运输等领域。

表 1 塑料管道的特性及用途

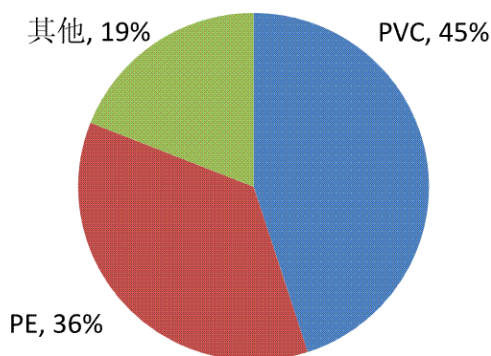
管道种类	性能特点	细分产品	应用领域
PVC 管道	能够抵抗大部分腐蚀性液体，相比大部分其他塑料管道具有更大的强度及刚度	PVC-U 给水管材管件	市政给水、农饮及灌排
		PVC-M 给水管材管件	市政给水、农饮及灌排
		PVC-U 排水管材管件	建筑排水
		PVC 护套管材管件	电力、通信护套
		PVC-U 双壁波纹管	市政排水、排污
		PVC-C 管材管件	市政高压电力护套

PE 管道	机械强度，耐化学性及柔韧度相对较高	PE 给水管材管件	市政及建筑给水、农饮及灌溉
		PE 钢丝网骨架增强给水管材管件	市政给水、工业流体输送
		HDPE 双壁波纹管	市政排水、排污
		钢带增强 HDPE 螺旋波纹管	市政排水、排污
		PE 燃气管材管件	市政燃气输送
		PE-RT 管材管件	建筑热水输送、辐射采暖
PP 管道	耐高、低温性能佳	PPR、PPB 管材管件	建筑冷热水输送
		PPR、PPB 复合管材管件	建筑冷热水输送

顾地科技招股说明书，中山证券研究所

上述三种类型的管道中，PVC 管道在我国推广最早，目前使用量最大；PE 近几年来发展迅速，主要应用于市政给水系统；而 PPR 管道主要应用于冷热水供应，但限于原材料成本较高阻碍了其进一步市场推广。根据美信资讯的统计，2012 年全国 PVC 管道占比达 45%，PE 管道占比 36%，其他管道占 19%。

图 3 2012 年塑料管道产量占比



资料来源：美信资讯，中山证券研究所

2.1. 国际

早在 20 世纪 30 年代欧美等发达国家就已开始生产应用塑料管道。1933 年塑料管道首先在法国和美国开始工业化生产。1936 年德国开发应用塑料管道并用于水、酸、施工污水输送。1939 年英国铺设世界第一条塑料输水管道。由于塑料管道具有耐腐蚀、不结水垢、摩擦阻力小、安装方便等诸多优势，塑料管道产业得以迅速发展，不断替代金属管道或其它传统管道。

目前欧美等发达国家和地区塑料管道的应用已非常普遍，由于基数较大，市场年增长率不高，但人均塑料管道使用量较高。发展中国家塑料管道的应用仍处于快速增长期，人均塑料管道使用量较低，但整个市场保持着较快的增长速度。根据 Freedonia 的研究报告显示，2006-2010 年全球塑料管道市场复合增速为 5%，2010 年产量 1800 万吨。塑料管道在全球范围内的快速发展主要得益于给水管、排水和排污管、通信和电缆护套管、天然气输送管等的大量应用，其次发达国家及地区建筑物中老化管道的替换也为塑料管道创造出了新的市场需求。从 1995 年到 2005 年，世界范围内塑料管道的需求趋势，因地区发展不同而不同。20 世纪 90 年代中期，美国建筑业的快速发展使其对塑料管道的需求超过了平均水平，从而带动了全球塑料管道行业的发展。而 2005 年左右，亚太地区发展中国家建筑业的持续快速发展加速了对塑料管道的市场需求，并且亚太地区经济增长的同时也拉

动了通信、电缆护套管和燃气管的需求。未来发展中国各地区为改善居民饮用水和开展污、废水排放和治理，也将刺激塑料管道的消费。

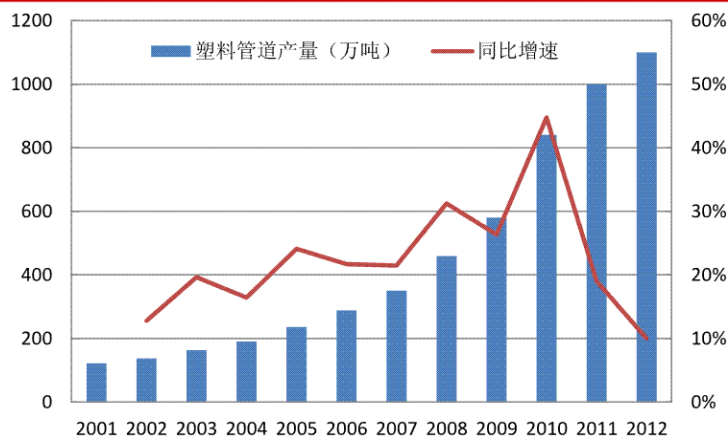
经过几十年发展，塑料管道应用范围已十分广泛，且产品品种众多，主要品种基本都分为 PVC、PE 和 PP 三大类。其中，PVC 管道应用最早，也是目前全球用量最大的塑料管道品种。

2.2.国内

近年来在我国宏观经济快速发展的拉动下，我国塑料管道经历高速发展。2012 年全国塑料管道产量超过 1100 万吨，由于塑料管道在多个领域相对传统金属管、混凝土管都具备较多优势，因此获得了较多地区的推荐使用。

近 20 年来塑料管道行业在我国经历了高速发展，1990 年时我国塑料管道产量仅为 20 万吨，2012 年时已达 1100 万吨，占据了世界塑料管道总产量的三分之一以上的份额。21 世纪以来，我国塑料管道产量的复合增长率达到了 22%，预计到 2015 年我国塑料管道年产量将会超过 1320 万吨。

图 4 我国塑料管道产量



资料来源：中山证券研究所

塑料管道的快速发展也带来了诸如行业标准不规范、准入门槛低、低端市场竞争激烈以及企业市占率低等问题。截止 2010 年塑料管道行业 CR20 仅为 40%，预计 2012 年可达 50%，相比欧美国家 CR10 达到 50% 以上的水平仍有一定差距

塑料管道产品销售主要依靠汽车运输，由于塑料管道内空、体积大的特点，其总体运输效率较低，运输成本较高，有销售半径限制，且管道口径越大，销售半径越小，一般塑料管道企业的销售半径约为 400 公里至 700 公里。受制于运输半径，区域化竞争仍然是我国塑料管道行业主要的竞争方式。目前我国的塑料管道公司主要集中在沿海经济发达地区，而随着经济开发重心逐步向中西部地区倾斜，预计华北地区、西部地区将成为争夺市场份额的重点区域。

表 2 塑料管道上市公司业务及生产基地分布

公司名称	主要产品	生产基地
中国联塑	PVC 管、PPR 管、PE 管等	全国
永高股份	PVC 管、PPR 管、PE 管等	华东、华南、西南、华北
顾地科技	PVC 管、PPR 管、PE 管等	全国
纳川股份	HDPE 管	华东、华北、中南
伟星新材	PP 管、PE 管	华东、华北、西南

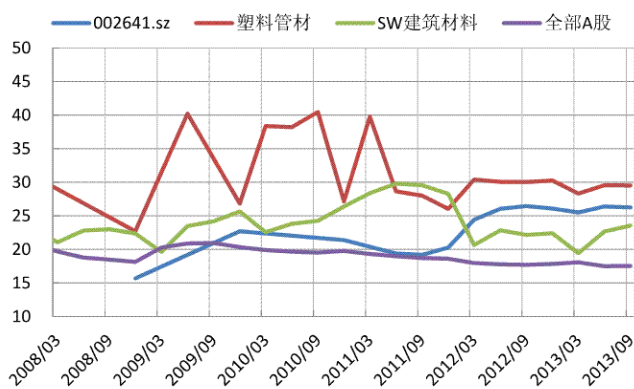
资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

目前我国的塑料管道行业中，中国联塑、永高股份、顾地科技主营范围较为接近，以 PVC 管为主；伟星新材产品集中于中高端的 PPR 和 PE 管；纳川股份以 HDPE 管为主。

2.3.行业比较

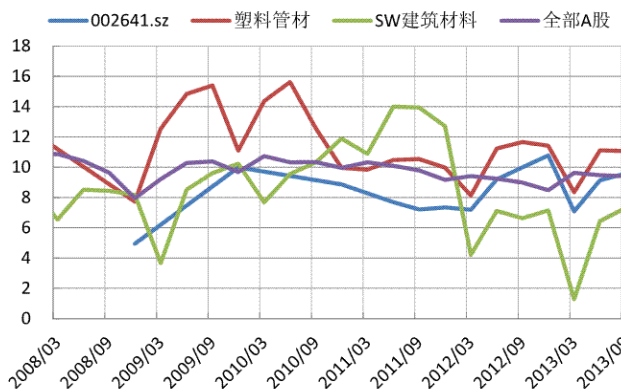
我们将永高股份、顾地科技、纳川股份及伟星新材四家 A 股塑料管道上市公司组合为塑料管道板块，并将其与申万建筑材料以及全部 A 股的盈利能力对比发现，虽然作为建筑材料板块的子版块，塑料管材板块的盈利水平在较小区间内波动，并未表现出强烈的周期性特征。而无论是销售毛利率还是销售净利率，管材板块均处于较高的水平。

图 5 销售毛利率对比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 6 销售净利率对比

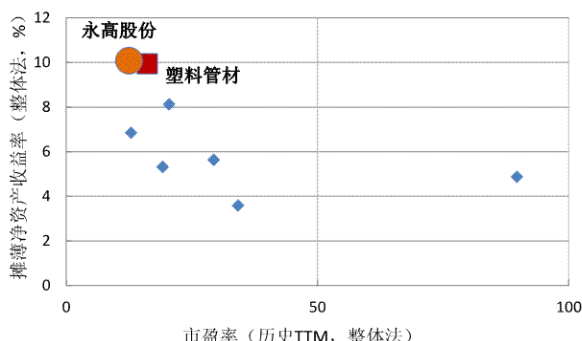


资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

在对比其利润率的基础上我们将净资产收益率和板块市盈率进行了对比，考虑到塑料管材实际上是申万建材板块下的细分子行业，我们首先将其与申万建材板块下其他子行业进行了对比，发现塑料管材在净资产收益率方面处于较高水平，而在其市盈率仅高于水泥制造板块。

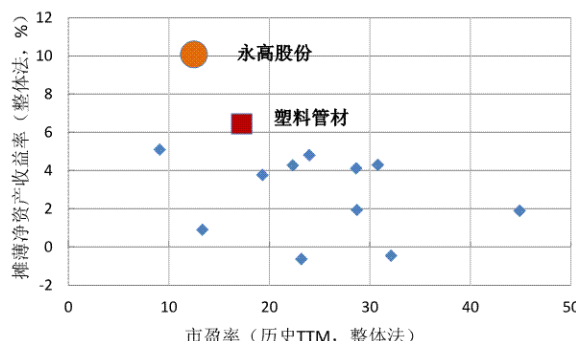
在此基础上我们又将塑料管材板块与申万行业分类中的上游行业（采掘、化工、黑色金属、有色金属、建筑建材）下辖的 11 个二级行业进行了对比，发现塑料管材板块净资产收益率仍处于领先水平，其市盈率也仅高于石油化工及钢铁两个板块。

图 7 申万建材子行业估值对比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 8 SW 二级行业估值对比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

表 3 PE 及 ROE 对比

SW 二级板块	PE	ROE	SW 三级板块	PE	ROE
SW 化工新材料 II	22.36	4.27	SW 玻璃制造	29.37	5.62

SW 化学纤维	23.21	-0.64	SW 水泥制造	12.94	6.84
SW 化学原料	32.12	-0.45	SW 陶瓷制造	89.7	4.86
SW 化学制品	28.64	4.11	SW 其他建材	19.19	5.3
SW 石油化工	9.11	5.1	SW 耐火材料	34.22	3.57
SW 塑料 II	30.81	4.29	SW 管材	20.49	8.11
SW 橡胶	23.98	4.8			
SW 钢铁	13.36	0.9			
SW 金属非金属新材料	44.92	1.89			
SW 有色金属冶炼与加工	28.73	1.94			
SW 建筑材料	19.33	3.77			
塑料管材	17.24	6.45	永高股份	12.49	10.08

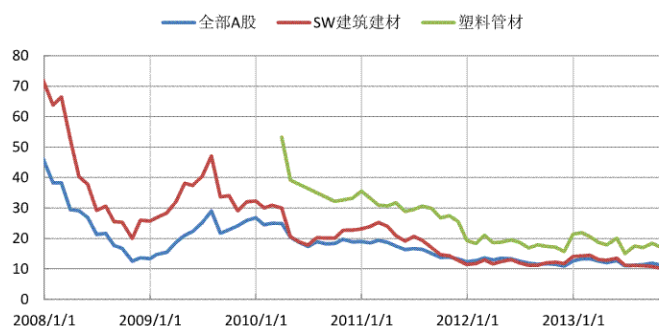
资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

注：板块 PE 为整体法 TTM（剔除负值）计算获得，个股 PE 为 TTM，ROE 为 2013 年三季度数据。

2.4.历史比较

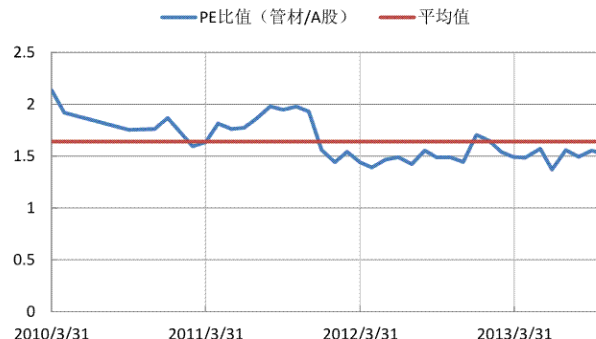
我们将近 5 年来塑料管材的市盈率与全部 A 股及申万建筑材料两个板块进行对比发现，由于其较高的盈利水平管材板块估值多数时间高于建筑材料板块及全部 A 股估值。而从管材与建筑材料估值溢价来看，目前管材估值溢价处于历史较低水平，低于历史均值。

图 9 市盈率（历史 TTM，整体法）对比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 10 估值溢价对比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

3.公司六维分析

3.1.政策

由于塑料管材市场下游需求主要依赖于房地产及基础设施建设，而这两部分需求与宏观经济政策息息相关，因此政策对于行业景气来说具有明显作用。塑料管道得益于其独特的优点，符合国家节能减排和可持续发展的战略，自 1995 年五部委联合发布《关于加强我国化学建材生产和推广应用的若干意见》以来，国家出台了一系列鼓励塑料管道产业发展的政策，把一些用途的塑料管道列入推荐技术，并且将一些落后的传统材料管道列入限制或禁止使用技术，为塑料管道的推广起到了政策推动作用。

《国家化学建材产业“十二五”计划和 2015 年发展规划纲要》指出，到 2015 年，在全国新建、改建、扩建工程中，建筑排水管道 85% 采用塑料管，建筑雨水排水管 80%

请务必仔细阅读报告结尾处的风险提示及免责声明

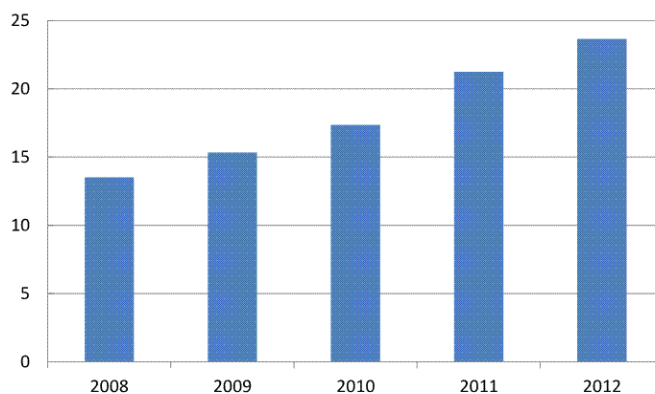
采用塑料管，城市排水管道的塑料管使用量达到 50%，建筑给水、热水供应和供暖管道 85%采用塑料管道，城市供水管（DN400 以下）80%采用塑料管，村镇供水管道 90%采用塑料管，城市燃气塑料管（中低压管）的应用量达到 90%，建筑电线穿线护套管 90%采用塑料管。

《“十二五”节能环保产业发展规划》中提出，“十二五”期间，全国将新增污水配套管网建设能力 20 万吨，新增污水处理规模 9000 万吨，升级改造污水处理规模 5000 万吨；新增污泥日处理能力 4.7 万吨。按照国家规划，2011-2015 年间我国将年均新增 1800 万吨污水处理能力，年均改造污水处理规模 1250 万吨，其中新增污水处理能力将比 2010 年提高 20%。

3.2. 产品

公司主要从事塑料管道的研发、生产与销售，是国内生产塑料管道产品的大型综合供应商，主要产品为聚氯乙烯（PVC-U）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PPR）等树脂系列管材管件。

图 11 公司塑料管道产量

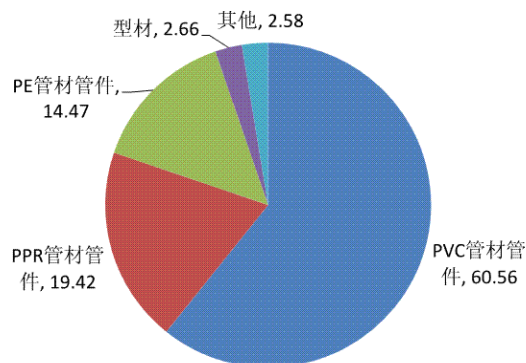


资料来源：公司公告，中山证券研究所

公司主营产品包括管材管件和塑料型材，其中管材管件是公司主营业务收入和毛利的稳定来源。管材管件业务包括 PVC 管、PE 管和 PPR 管，公司 2012 年塑料管道产品产量为 23.66 万吨，2008 年至 2012 年复合增速达 15%。

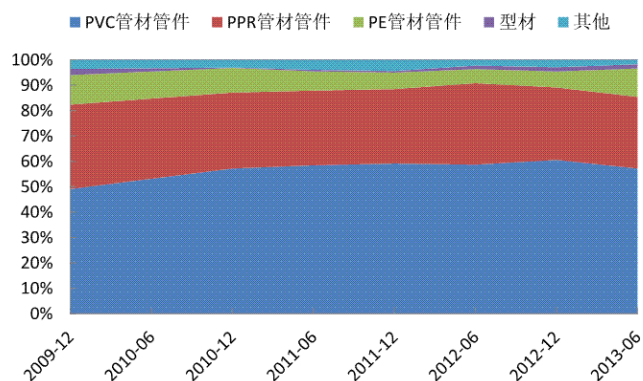
2013 年上半年，公司 PVC 管收入占到公司营业收入的 60.56%，PE 管占 14.47%，PPR 管占 19.42%。从贡献的毛利来看，2013 年上半年 PVC 管、PE 管和 PPR 管利润占比分别为 57.41%，28.30%和 11.23%。因此无论是营收还是利润，PVC 管业务均占据公司主要地位。

图 12 2013 年上半年收入占比 (%)



资料来源：公司公告，中山证券研究所

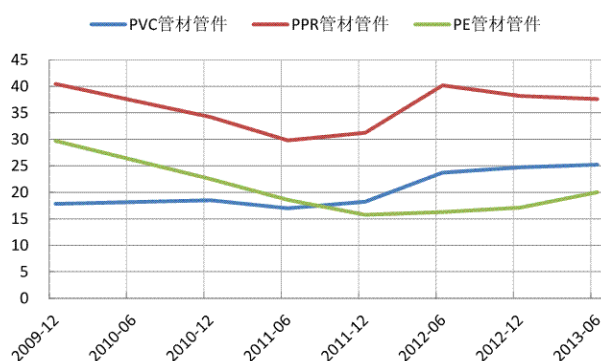
图 13 永高股份利润构成



资料来源：公司公告，中山证券研究所

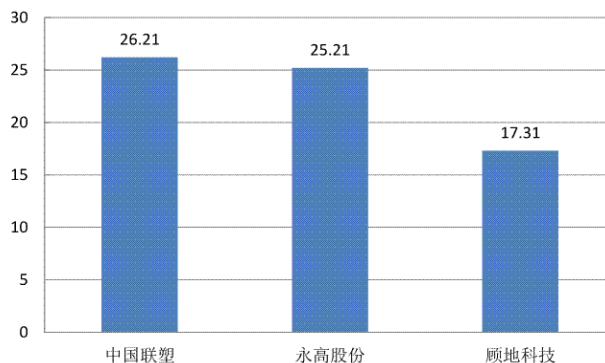
从毛利率来看，公司 PVC 管、PE 管和 PPR 管业务在经历了 2011 年的低点后出现了明显回升，2013 年上半年上述三项业务毛利率分别为 25.21%、20.02% 和 37.60%。由于 PVC 管为公司主要利润来源，此业务盈利水平将会对公司业绩造成重要影响，因此我们将其毛利率与其他上市公司进行了对比，发现公司 PVC 业务盈利水平与行业领头羊中国联塑非常接近，仅相差一个百分点。

图 14 主要产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，中山证券研究所

图 15 PVC 业务毛利率对比 (2013 年中报)

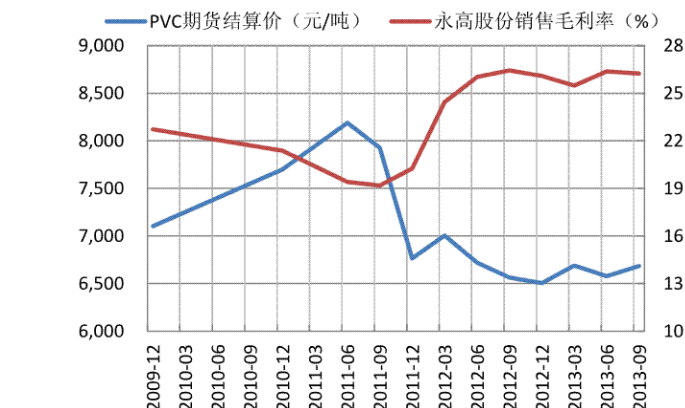


资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

注：中国联塑（2128）为香港上市企业，其数据为综合毛利率。

作为 PVC 管的主要原材料，PVC 价格也会对公司 PVC 业务的盈利水平造成显著影响，进而影响公司整体毛利率。我们将 2009 年至今 PVC 期货合约结算价与公司毛利率进行对比发现，二者相关性非常明显。

图 16 PVC 价格对公司毛利率的影响



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

公司未来将提高 PPR 和 PE 的管材管件的比例，不断推出定位高端的差异化产品。在募投项目中，PPR 及 PE 产品比例有所提高。目前天津募投项目剩余 2 万吨设备正在安装调试，计划明年 3、4 月份投入生产；黄岩募投项目 5 万吨计划年底前投产。逐渐投入生产以及销售业务的拓展，能够保证公司在未来 2-3 年内销售收入保持较大幅度的增长，也会为公司带来新的利润增长空间。

此外公司已开始拓展燃气管道业务。今年上半年，公司与瑞典地热能有限公司就地热能应用前景、技术解决方案及双方合作等事项进行了深入交流与沟通，并签署了战略合作备忘录。但此项业务在中国的应用才刚刚起步，公司正在加强这方面的关注和探索。此外公司收购天津大莲精工管件有限公司 100% 股权（或资产）事宜，双方还在进一步协商洽谈中。公司除上述收购外，安徽永高已具备燃气管道生产许可，目前已经开始生产和拓展燃气管道业务。上述两项事项短期内难以对公司业绩形成明显影响。

3.3. 市场

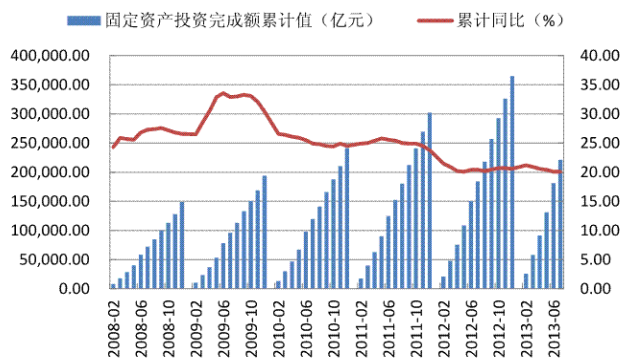
随着经济发展及城市化进程的推进，我国塑料管道行业在过去十年实现了快速增长。城市化过程依赖于基础建设、房地产投资等一系列投资拉动，作为建筑原材料的塑料管道也将在此过程中受益。

3.3.1. 城市基础设施建设

近十年来我国经济发展对于固定资产投资表现出了较强的依赖性，近年来增速逐步下降已回落至 20% 左右的水平。在 7 月份的中央经济工作会议中，对经济发展提出了“稳增长调结构促改革”的要求。要求中将“稳增长”放在首位，强调对于经济增长需要“托底”，经济增长率和就业水平不能滑出“下限”；而“调结构促改革”则强调提高经济增长质量、推动经济转型升级，经济增长对于固定资产投资的依赖程度将逐步下降。因此我们认为未来一段时间内固定资产投资增速仍将在 20% 左右的水平小幅波动。

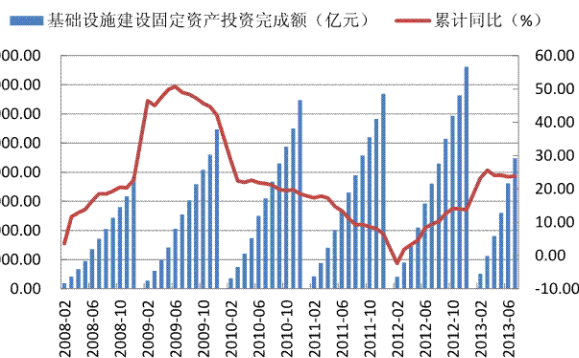
随着我国城市化进程的加快、城市人口增长，城市供水、燃气、热力管网等市政设施已落后于城市发展现状。管网老化、污水处理设施不足等一些市政公用设施供需矛盾日益突出。2010 年住建部提出“十二五”期间将对全国城市市政基础设施投资投入 7 万亿元以解决上述问题，因此市政工程投资步伐的加速将为塑料管道需求提供有力保障。

图 17 固定资产投资完成额及同比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 18 基础设施固定资产投资完成额及同比

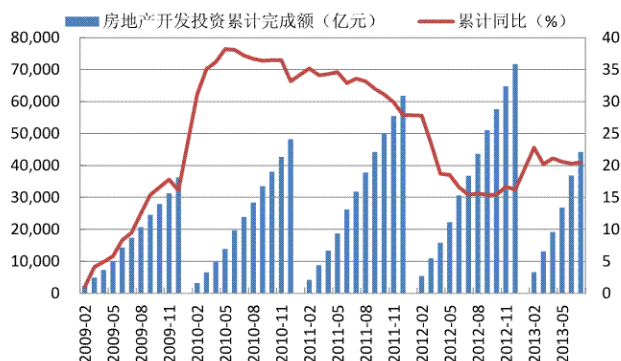


资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

3.3.2. 房地产需求

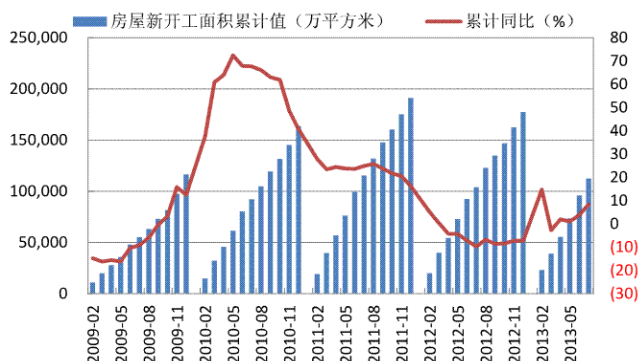
近十年来（2003~2012），房地产投资年复合增长率达 24.3%，房地产行业的快速增长成为塑料管道需求增长的主要动力。虽然近几年房地产调控政策较为严厉，2012 年行业投资出现明显回落，对塑料管道的市场需求形成了一定冲击，但我们认为房地产行业对于塑料管道的需求仍将保持一定程度的增长。

图 19 房地产开发投资完成额及同比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 20 房屋新开工面积及同比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

3.3.3. 水利建设

2011 年中央一号文件提出，未来 10 年我国水利投资总计达 4 万亿元，年均投资约 4,000 亿元，其中“十二五”期间投资约 1.8 万亿元。改革主要包括水利建设、饮水安全、节水灌溉、及污水处理等方面。目前水利投资增速还未达到预期的爆发式增长，但随着政策的逐步落实，性价比的优势体现，塑料管道在水利建设中发展中较大作用，整个“十二五”期间的水利建设对于塑料管道的拉动仍值得期待。

3.4. 管理

营收方面公司保持了快速增长势头，2013 年 3 季度实现营收 7.81 亿元，同比增长 16.01%；实现净利润 8100 万元，同比增长 5.96%。实现销售毛利率 25.99%，环比下降 0.98 个百分点，净利率 10.37%，环比下降 0.12 个百分点。2013 年 1-9 月份公司完成营业收入 20.9 亿元，同比增长 14.97%；实现归属于母公司所有者的净利润 2 亿元，较上年

同期增加 0.92%。公司预计全年净利润变动幅度为-20%-10%，变动原因主要为人工成本、原料价格上升，部分产品销售价格下调，募投项目折旧增加等多方面影响。

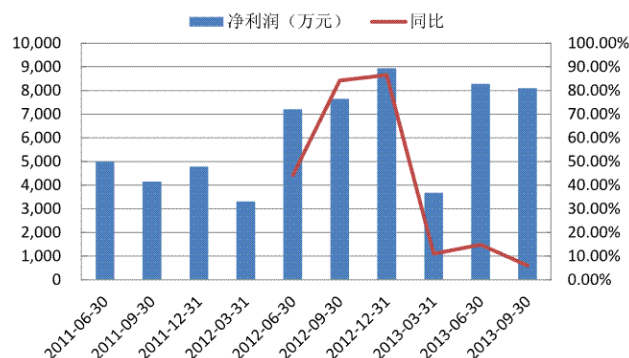
目前公司正处于发展过程中的“换挡”期，各子公司仍处于整合及调整阶段，或处于业务拓展期，盈利效应还未发挥。随着公司对子公司整合效应的逐渐体现，及募投项目投产并正常运转后，公司业绩会有稳步提高。

图 21 单季营收及同比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

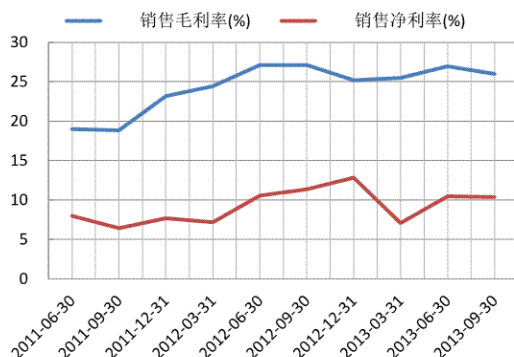
图 22 单季净利润及同比



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

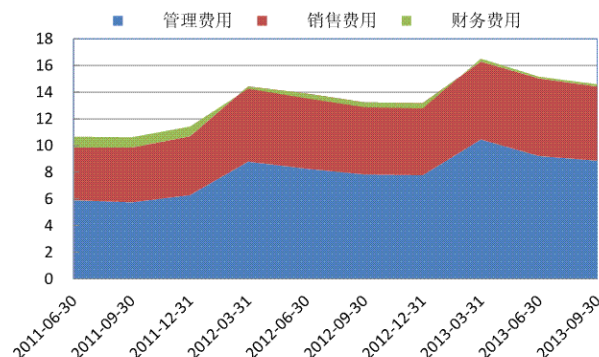
由于产能的快速扩张，近两年公司的营业成本呈快速上升趋势，其中主要是管理费用的快速增长。2013 年三季度管理费用占营业收入的 8.86%，同比增长 1.03 个百分点，但环比下降了 0.35 个百分点。

图 23 销售毛利率及净利率



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 24 期间费用率



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

3.5.技术

公司目前已建立了一支专业高素质的研发队伍，并与浙江大学、浙江工业大学等高校和科研机构紧密合作，进行新产品开发设计。2012 年公司获批成立了省级研发中心和博士后科研工作站。同时公司是国家级高新技术企业，建有一个省级高新技术研发中心。截止 2013 年 6 月公司拥有 145 项专利，其中发明专利 9 项，主持起草了 6 项国家标准和 1 项行业标准，参与起草了 7 项国家标准和 1 项行业标准，并且参编了我国目前唯一一本《工业用塑料管道设计手册》。目前公司拥有给水、电力、燃气等多种系列产品的生产资质，可满足不同客户的需求。

3.6.资源

公司在全国建立的经销商、分销商、零售商多层次、一体化的销售网络体系，可以实现产品的快速分流。截止 2012 年末，公司在全国拥有一级独立经销商 800 多家。公司渠道经销为主、直接承揽工程为辅的销售模式，一方面有利于公司构建完善的销售网络、迅速抢占市场，形成强大的渠道推力；另一方面也可转嫁工程项目的应收款风险，降低运营成本，提升资产的周转速度。

同时公司正在拓展房地产直接配送业务。公司成为中国城市房地产开发商策略联盟战略供应商，并与天泰地产、海信地产、安徽金大地、雅荷地产、博泰集团、旭辉集团等的几家地产商签署了给、排水管材管件等系列产品的集团采购供货协议。

4. 投资策略

4.1. 投资时点的选择

本文一开始我们已经提到，固投增速变化趋势决定板块整体走势，未来几个月板块仍面临调整压力。而在某一段趋势中，管材板块的涨（跌）幅取决于群体心理、业绩变化、宏观政策、市场供求及市场供求等诸多方面。

政策方面，目前塑料管材需求仍依赖于基建及房地产投资，因此宏观政策走向将对行业景气度造成显著影响，预计近日召开的十八届三中全会将全面推进深化改革的各项措施，城镇化、房地产等下游需求行业的相关政策也将逐步出台。**业绩方面**，由于原材料产品价格低位徘徊，公司的盈利水平稳步上升，产能的释放、生产基地布局的完善以及渠道的扩张将有利于公司业绩的进一步提升。**估值方面**，板块的高成长性导致整体估值偏低，有估值修复的预期。**供求方面**，政策推动和渠道扩张保证了公司产品的供求关系保持稳定。**心理方面**，目前市场追逐的热点不在建材类板块，短期内仍有调整的可能。

综上所述，我们认为公司的投资机会将可能现于**明年二季度**，理由如下：

- （1）先行指标（固定资产投资增速）显示近几个月管材板块仍可能面临调整过程；
- （2）政策方面十一届三中全会预计将推出多项城镇化政策，政策推出后逐步细化落实传导至实体经济需要 3-6 个月时间；
- （3）供求方面，二季度基建工程开工率逐步回暖，拉动管材需求；公司募投项目在 2013 年一季度将全部投产，为公司业绩提升提供充足动力；
- （4）心理方面，市场热点回归至业绩成长还需一定时间。

4.2. 估值与评级

产量方面，随着募投项目的逐步投产，黄岩项目预计四季度完全投产，而天津项目预计明年二季度投产。预计公司塑管产量仍将保持快速增长，以复合增速 12% 保守估计，13-15 年公司塑管产量分别为 36.5，29.6 和 33.2 万吨。

生产成本方面，由于塑料管材的主要原材料均为石化产品，而公司产品中 PVC 产品占主导地位，因此 PVC 产品的价格变化会对公司毛利产生明显影响。目前来看，页岩气仍然是能源领域的新兴热点，这对于原油价格形成了压制作用。在全球不发生重大政治经济变动的情况下，原油价格仍将低位徘徊。在此影响下 PVC 产品也难以有充足的上涨动力，预计 2014 年 PVC 产品价格将保持稳定，公司的毛利率也将维持在相对较高的水平。

近年来公司业务的扩张使得期间费用率快速上升,我们认为随着募投项目的逐步投产,规模效应的产生,期间费用率金额将继续攀升,但增速将逐步回落,公司净利率也随之逐步提升。

我们将公司于A股市场另外三家主营塑料管道的伟星新材、顾地科技和纳川股份进行对比发现,公司估值目前处于较低水平。但考虑到目前公司仍处于“换挡”期,3-6个月内难以出现爆发性的业绩增长,目前估值尚无明显低估。预计公司2013-2015年基本每股收益为0.80/0.99/1.13元,对应当前股价的PE分别为12.7倍、10.3倍和9.0倍,给予“持有”评级。

表4 可比上市公司估值情况

代码	简称	最新价格 (元)	每股收益(元)				市盈率			
			12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E
002372.SZ	伟星新材	13.04	0.93	0.89	1.09	1.31	17.96	14.59	11.95	9.96
002641.SZ	永高股份	10.19	1.36	0.81	0.99	1.14	17.99	12.56	10.33	8.96
002694.SZ	顾地科技	10.69	0.94	0.65	0.81	1.02	24.40	16.41	13.24	10.44
300198.SZ	纳川股份	13.41	0.47	0.66	0.92	1.23	24.57	20.29	14.52	10.92

资料来源: wind 资讯, 中山证券研究所

5.风险提示

- 1.原材料价格大幅波动;
- 2.宏观政策不及预期,固定资产投资增速持续下滑;
- 3.塑料管道产品过度竞争。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1497.93	1636.91	2047.09	2389.75
现金	787.61	938.56	1259.79	1394.54
应收账款	217.55	172.00	223.37	271.74
其它应收款	8.34	19.25	6.56	23.94
预付账款	55.86	98.07	72.33	122.66
存货	372.68	387.93	455.03	534.15
其他	55.90	21.10	30.01	42.73
非流动资产	1225.35	1241.86	1312.98	1404.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	652.96	717.62	774.22	833.26
无形资产	232.73	258.92	288.94	324.90
其他	339.66	265.33	249.82	245.88
资产总计	2723.28	2878.78	3360.07	3793.79
流动负债	825.45	759.13	906.68	974.94
短期借款	227.20	211.81	214.41	217.81
应付账款	109.04	87.20	136.49	134.25
其他	489.21	460.13	555.77	622.88
非流动负债	72.96	42.15	55.00	59.28
长期借款	0.00	0.91	2.31	3.66
其他	72.96	41.23	52.69	55.62
负债合计	898.40	801.28	961.68	1034.23
少数股东权益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01
归属母公司股东权益	1824.88	2077.50	2398.41	2759.57
负债和股东权益	2723.28	2878.78	3360.07	3793.79

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	276.45	381.61	520.40	380.60
净利润	271.08	288.62	355.70	407.56
折旧摊销	79.27	85.95	102.50	120.63
财务费用	-9.97	16.21	8.00	-3.21
投资损失	0.00	-0.09	-0.03	-0.04
营运资金变动	-59.54	-14.18	55.58	-143.54
其它	-4.39	5.11	-1.35	-0.80
投资活动现金流	-901.16	-107.38	-172.26	-210.85
资本支出	451.34	55.49	57.97	86.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-449.83	-51.89	-114.29	-124.02
筹资活动现金流	-183.92	-123.28	-26.90	-35.01
短期借款	22.97	-15.39	2.61	3.39
长期借款	-25.00	0.91	1.40	1.34
其他	-181.88	-108.80	-30.91	-39.75
现金净增加额	-808.63	150.95	321.23	134.74

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2514.28	2891.42	3325.13	3823.90
营业成本	1858.21	2145.43	2460.60	2829.69
营业税金及附加	13.83	13.17	15.55	18.77
营业费用	135.95	156.14	179.56	206.49
管理费用	195.38	216.86	238.85	286.21
财务费用	-9.97	16.21	8.00	-3.21
资产减值损失	3.38	6.99	7.47	7.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.09	0.03	0.04
营业利润	317.50	336.72	415.14	478.33
营业外收入	8.13	9.09	11.01	9.41
营业外支出	3.50	2.13	2.21	2.62
利润总额	322.12	343.69	423.93	485.12
所得税	51.04	55.07	68.23	77.56
净利润	271.08	288.62	355.70	407.56
少数股东损益	0.00	-0.01	0.00	0.00
归属母公司净利润	271.08	288.63	355.70	407.57
EBITDA	391.39	416.93	506.29	579.00
EPS (元)	0.75	0.80	0.99	1.13

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	8.17%	15.00%	15.00%	15.00%
营业利润	67.69%	6.05%	23.29%	15.22%
归属母公司净利润	58.88%	6.47%	23.24%	14.58%
获利能力				
毛利率	26.09%	25.80%	26.00%	26.00%
净利率	10.78%	9.98%	10.70%	10.66%
ROE	15.95%	14.79%	15.89%	15.80%
ROIC	12.22%	11.92%	12.70%	12.68%
偿债能力				
资产负债率	32.99%	27.83%	28.62%	27.26%
净负债比率	13.82%	10.25%	9.06%	8.07%
流动比率	1.81	2.16	2.26	2.45
速动比率	1.36	1.65	1.76	1.90
营运能力				
总资产周转率	0.99	1.03	1.07	1.07
应收帐款周转率	0.09	0.06	0.07	0.07
应付帐款周转率	18.84	21.87	22.00	20.90
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.80	0.99	1.13
每股经营现金	0.77	1.06	1.45	1.06
每股净资产	5.07	5.77	6.66	7.67
估值比率				
P/E	11.05	12.78	10.37	9.05
P/B	1.64	1.78	1.54	1.34
EV/EBITDA	6.47	7.21	5.33	4.44

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

余宝山：北京科技大学热能及动力工程学士，香港大学工商管理硕士，经济师职称。曾在宝钢股份担任轧钢技术工程师，金融行业多年的投资银行和投研背景。2012年加盟中山证券研究所，现任材料组组长，钢铁及新材料行业首席分析师。2011年搜狐首届金罗盘最佳分析师。

研究助理介绍

沈通：上海大学工学博士，2013年加入中山证券。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%~15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理

上海
殷越

021-61681566

北京

深圳

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。