

# 业绩下行，静待市政管网建设发力

**增持 维持**

目标价格： 9.00

## 投资要点：

上半年公司实现营业收入 27,789.14 万元，同比增长 8.89%；归属母公司净利润 4,276.65 万元，同比减少 26.12%；EPS： 0.1 元（摊薄）

## 报告摘要：

- 上半年市政工程领域管材出货量放缓导致主业收入回落。宏观经济影响及上半年雨季偏长导致管材出货量下降。上半年管材收入 13867 万元，同比下滑 27.63%。由于产能利用率下降导致单位固定成本上升，管材上半年毛利率 49.3%，同比下滑 3.2 个百分点。管材分领域看，主要领域市政工程收入 7873 万，同比下滑 45%。石油化工和其他行业上半年收入 2709 万元、3170 万元，同比分别增长 202%、314%；贸易公司加大原料销售拓展，导致原料销售额同比增加 78.9%。
- 新品类扩张蓄势待发，向市政管网多品类供应商迈进。公司上半年积极研发新产品，通过共享渠道的方式快速推进新产品的销售。储备产品涵盖供水排水、工业农业用水和化学介质输送等各领域。目前新产品有：1、钢骨架 PE 复合管（用于供水管道，替代球墨铸铁管。规划 6 条生产线，2 条具备投放市场）。2、玻璃钢加沙管（收购上海耀华）。3、树脂混凝土排水渠、顶管（房地产施工领域）。
- 长期看市政管网的建设力度加大，推升 HDPE 管道需求。国务院办公厅 2014 年 6 月发布《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，加大城市管网建设和改造力度，用 10 年左右时间建成较完善的城市排水防涝、防洪工程体系。预计塑料管道用量每年以 10% 的比例上升。HDPE 缠绕增强管为代表的 PE 管目前占塑料管道的 30%，2015 年比例可达到 50%。公司作为具备规模优势的企业，将充分受益行业增长。预计 2014-2016 年收入 7.7\8.8\9.8 亿元，归母净利润 1.23\2.09\2.56 亿元；EPS(摊薄):0.3\0.5\0.61 元，PE 为 26\16\13 倍，给予“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	396.69	655.50	774.83	878.56	981.84
增长率(%)	44.04	65.24	18.21	13.39	11.76
归母净利润(百万)	97.02	91.76	123.45	209.29	256.50
增长率(%)	30.81	-5.43	34.54	69.53	22.56
每股收益	0.46	0.44	0.30	0.50	0.61
市盈率	63.65	67.46	26.44	15.60	12.73

## 建材研究组

### 分析师：

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

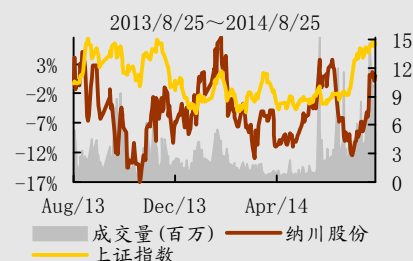
Email: guyihui@hysec.com

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

Email: wangqin3@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《华新水泥：主产区景气平稳，海外扩张渐入正轨》

2014/8/24

《东方雨虹：竞争优势强化，业绩逆周期增长》

2014/8/22

《兔宝宝：新品和渠道发力，业绩迎来拐点》

2014/8/21

《北新建材：石膏板稳健增长，新型房屋逐步布局》

2014/8/19

《中国玻纤：复苏确认，下半年景气有望维持》

2014/8/19

《建材 O2O 深度：颠覆时代，顺“势”为王》

2014/8/15

## 目录

一、上半年收入放缓，业绩下行.....	3
1、上半年净利润同比下滑 .....	3
2、净利润环比回升幅度回落 .....	3
3、费用率略有提升 .....	4
二、市政领域管材收入下滑，行业用管材有所增长.....	4
1、分产品：管材收入下滑，材料收入上升 .....	4

## 插图

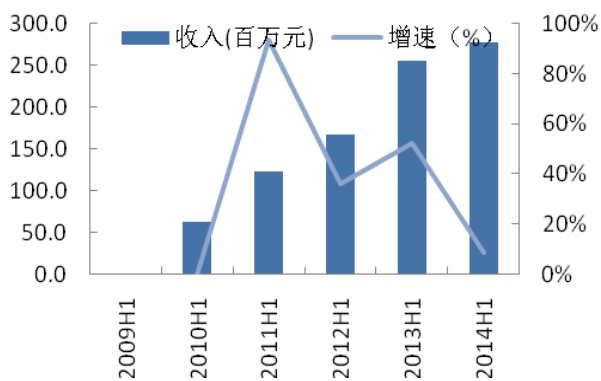
图 1：公司上半年收入以及增速.....	3
图 2：公司上半年净利润以及增速.....	3
图 3：单季度销售收入以及环比.....	3
图 4：单季度净利润以及环比.....	3
图 5：季度经营性现金流净额.....	4
图 6：管理费用率和销售费用率.....	4
图 7：主要产品的收入变化情况.....	4
图 8：主要产品的毛利率变化情况.....	4
图 11：财务报表预测.....	6

## 一、上半年收入放缓，业绩下行

### 1、上半年净利润同比下滑

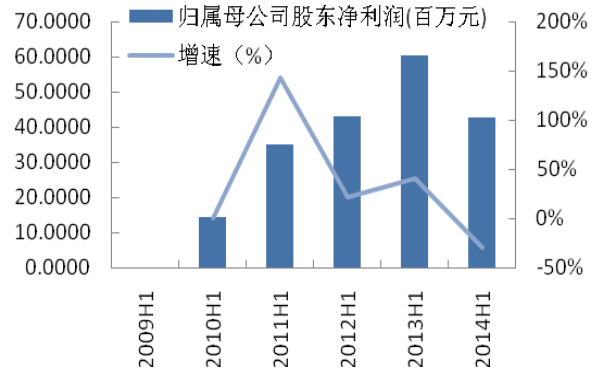
上半年公司实现营业收入 27,789.14 万元，同比增长 8.89%；归属母公司净利润 4,276.65 万元，同比减少 26.12%；EPS： 0.1 元（摊薄）

图 1：公司上半年收入以及增速



资料来源：Wind，宏源证券

图 2：公司上半年净利润以及增速

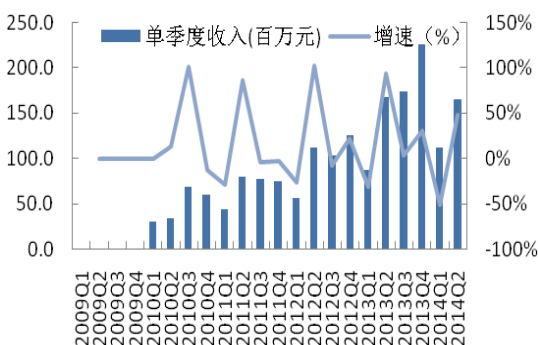


资料来源：Wind，宏源证券

### 2、净利润环比回升幅度回落

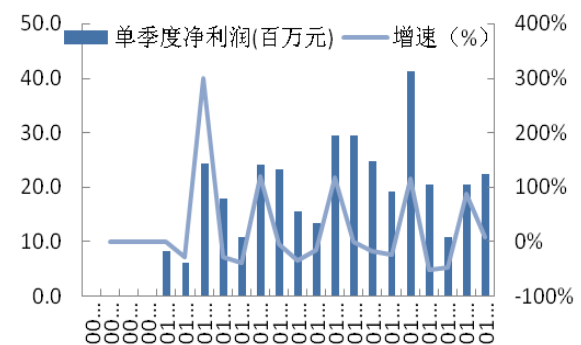
2014 年二季度收入保持季节性回升状态，收入环比回升 48%，但二季度单季度净利润环比仅仅回升 9%，比去年四季度的 88% 大幅回落。二季度季度经营性现金流季节性改善，从一季度的-2045 万元回升到 9072 万元。

图 3：单季度销售收入以及环比



资料来源：Wind，宏源证券

图 4：单季度净利润以及环比

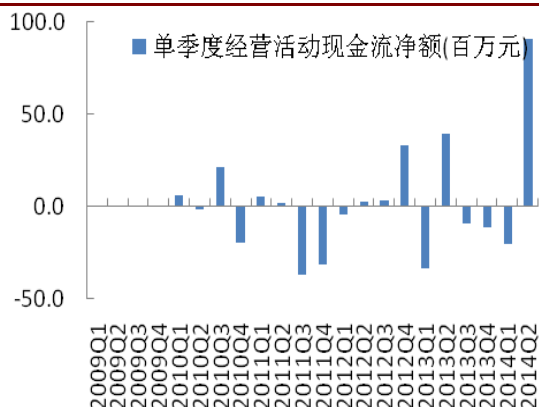


资料来源：Wind，宏源证券

### 3、费用率略有提升

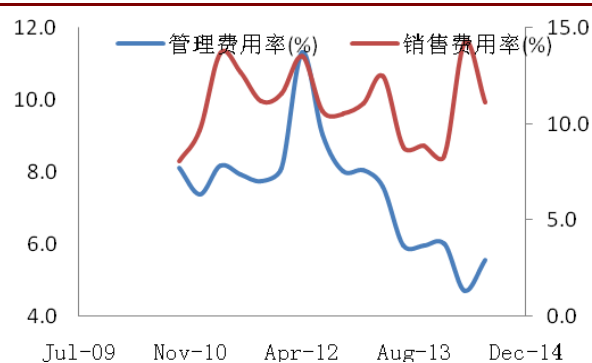
由于新产品推进导致 2014 年上半年销售费用率同比去年同期有所提升。上半年销售费用率为 11.2%，同比提升 2.3 个百分点。上半年公司管理费用率为 5.5%，去去年同期相比下降 0.5 个百分点。

图 5：季度经营性现金流净额



资料来源：Wind，宏源证券

图 6：管理费用率和销售费用率



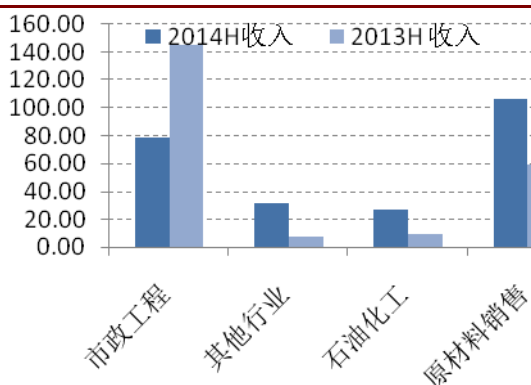
资料来源：Wind，宏源证券

## 二、市政领域管材收入下滑，行业用管材有所增长

### 1、分产品：管材收入下滑，材料收入上升

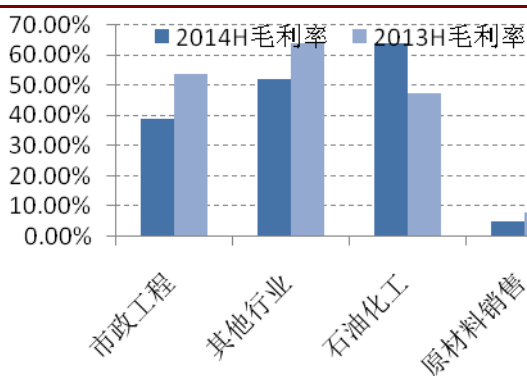
上半年管材收入 13867 万元，同比下滑 27.63%。由于产能利用率下降导致单位固定成本上升，管材上半年毛利率 49.3%，同比下滑 3.2 个百分点。管材分领域看，主要领域市政工程收入 7873 万，同比下滑 45%。石油化工和其他行业上半年收入 2709 万元、3170 万元，同比分别增长 202%、314%；贸易公司加大原料销售拓展，导致原料销售额同比增加 78.9%。

图 7：主要产品的收入变化情况



资料来源：Wind，宏源证券

图 8：主要产品的毛利率变化情况



资料来源：Wind，宏源证券

表 1：纳川股份 HDPE 增强缠绕管的产能分布情况

地址	产能（吨）	权益比例	投产时间	备注
福建泉州本部	1500	100%	2007 年 10 月	上市前产能
	2400	100%	2009 年 12 月	上市前产能
	2400	100%	2009 年 12 月	上市前产能
	2400	100%	2012 年	募投项目
	2400	100%	2012 年	募投项目
天津泰邦	2400	100%	2008 年 10 月	上市前产能
	2400	100%	2009 年 11 月	上市前产能
	2400	100%	2012 年	募投项目
	2400	100%	2012 年	募投项目
武汉汇川	2400	100%	2012 年	募投项目
	2400	100%	2012 年	募投项目
江苏基地	2400	100%	预计 2014 年 6 月	规划
	2400	100%		规划
四川基地	2400	100%	仍在选址，投建待定	规划
	2400	100%		规划

图 11: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	863	1264	1394	1587	<b>营业收入</b>	655	775	879	982
现金	254	416	480	603	营业成本	430	523	517	555
应收账款	502	577	671	745	营业税金及附加	5	5	6	7
其他应收款	20	24	28	31	营业费用	39	46	51	55
预付账款	13	60	40	41	管理费用	55	63	70	78
存货	49	122	100	100	财务费用	-4.3	-5.6	-9.3	-11.8
其他流动资产	24	66	73	67	资产减值损失	24.4	14.7	17.4	18.8
<b>非流动资产</b>	459	411	476	527	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2.1	6.0	6.5	6.8
固定资产	178	243	298	345	<b>营业利润</b>	109	135	233	287
无形资产	17	16	16	15	营业外收入	1	10	12	13
其他非流动资产	264	151	161	166	营业外支出	0	1	0	1
<b>资产总计</b>	1322	1674	1870	2114	<b>利润总额</b>	110	144	244	300
<b>流动负债</b>	226	248	245	254	所得税	19	22	37	45
短期借款	72	45	44	44	<b>净利润</b>	91	123	208	255
应付账款	51	86	73	78	少数股东损益	-0.7	-0.8	-1.7	-1.9
其他流动负债	103	117	127	132	<b>归属母公司净利润</b>	92	123	209	257
<b>非流动负债</b>	0	0	0	0	EBITDA	124	148	246	303
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.30	0.50	0.61
其他非流动负债	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	226	248	245	254	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
少数股东权益	2	1	-0	-2	<b>成长能力</b>				
股本	209	417	417	417	营业收入	65.2%	18.2%	13.4%	11.8%
资本公积	575	575	575	575	营业利润	-4.0%	23.4%	72.3%	23.4%
留存收益	309	432	633	869	归属于母公司净利润	-5.4%	34.5%	69.5%	22.6%
归属母公司股东权益	1093	1425	1626	1862	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1322	1674	1870	2114	毛利率(%)	34.5%	32.5%	41.1%	43.5%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	14.0%	15.9%	23.8%	26.1%
单位: 百万元					ROE(%)	8.4%	8.7%	12.9%	13.8%
<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	ROIC(%)	9.9%	10.6%	16.3%	18.4%
<b>经营活动现金流</b>	-14	44	130	196	<b>偿债能力</b>				
净利润	91	123	208	255	资产负债率(%)	17.1%	14.8%	13.1%	12.0%
折旧摊销	19	18	23	28	净负债比率(%)	32.0%	18.2%	18.0%	17.3%
财务费用	-4	-6	-9	-12	流动比率	3.82	5.10	5.70	6.25
投资损失	-2	-6	-7	-7	速动比率	3.60	4.61	5.29	5.86
营运资金变动	-140	-103	-92	-74	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	22	18	8	6	总资产周转率	0.54	0.52	0.50	0.49
<b>投资活动现金流</b>	-252	-69	-65	-65	应收账款周转率	1.47	1.31	1.29	1.27
资本支出	73	70	70	70	应付账款周转率	10.91	7.64	6.50	7.33
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	-179	1	5	5	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.30	0.50	0.61
<b>筹资活动现金流</b>	63	187	-1	-8	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.11	0.31	0.47
短期借款	72	-27	-1	-0	每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.41	3.89	4.46
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	208	0	0	P/E	63.87	47.47	28.00	22.85
资本公积增加	5	0	0	0	P/B	5.36	4.11	3.61	3.15
其他筹资现金流	-15	6	0	-8	EV/EBITDA	22	18	11	9
<b>现金净增加额</b>	-202	162	64	122					

资料来源: 宏源证券



### 作者简介:

**顾益辉:** 宏源证券研究所建材行业研究员, 美国波士顿布兰代斯大学金融学硕士, 中央财经大学学士, 4 年证券行业研究经验, 曾经供职于华泰联合证券, 2014 年加盟宏源证券研究所

### 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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。