

管网建设放缓致 Q3 亏损，静待新产品放量

增持 维持

目标价格：9.00

投资要点：

公司 2014 年前三季度营 6.2 亿元，同比增 44.6%；归属净利润 0.40 亿元同比下滑 47.8%；EPS:0.096 元。Q3 单季营收 3.42 亿，同比增 97%，单季归属净利润-250 万元，同比下滑 113.2%，低于预期。

报告摘要：

- 市政工程施工进度放缓以及公司加强应收管理致管材收入下降。管材类产品前三季度较同比下降 24.6%。主要源于：1、受雨季及宏观经济影响，市政工程施工进度放缓。2、公司加强应收账款管理，主动放弃部分非优质客户。子公司纳川材料贸易销量前三季度同比增加 212.56%导致前三季度公司整体收入同比增 44.64%。
- 折旧、人工以及研发投入增加导致成本费用上升，拖累业绩下行。1、新产品投入产能尚未完全释放导致固定成本增加，前三季度营业成本同比增 89.6%，前三季度毛利率 19%，同比下滑 19.2 个百分点。2、人工成本较去年同期亦增加，公司管材类销售成本同比增长 10.85%。3、研发费用支出及品牌推广投入同比增加，前三季度管理费用 4643 万元，同比增加 22.1%。
- 新品扩张蓄势待发，向市政管网多品类供应商迈进。截至 2014 年 9 月底公司尚有 HDPE 缠绕增强管在手订单约 3.5 亿元，此外公司目前储备项目包括：1、钢骨架聚乙烯 (PE) 塑料复合管、2、聚丙烯缠绕结构壁管、3、预铸聚酯树脂混凝土排水沟、4、高速公路用涵洞管。其中钢骨架聚乙烯(PE)塑料复合管、聚酯树脂混凝土排水沟已经进入量产，三季度实现销售收入 1269 万元。长期看市政管网的建设力度加大，公司作为具备规模优势的企业，逐步加大产品线布局，未来将充分受益行业增长。预计 2014-2016 年收入 9.6\10.7\12.3 亿元，归母净利润 0.57\1.21\1.97 亿元；EPS(摊薄):0.14\0.29\0.47 元，PE 为 58\28\17 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	957.23	1073.31	1231.64
增长率 (%)	44.04	65.24	46.03	12.13	14.75
归母净利润(百万)	97.02	91.76	57.71	121.38	197.76
增长率 (%)	30.81	-5.43	-37.11	110.34	62.92
每股收益	0.46	0.44	0.14	0.29	0.47
市盈率	63.65	67.46	58.16	27.65	16.97

建材研究组

分析师：

顾益辉(S1180514060001)

电话：021-65051157

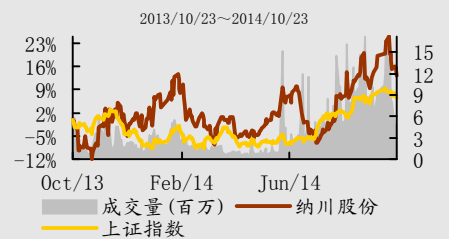
Email: guyihui@hysec.com

王钦(S1180514050004)

电话：021-65051130

Email: wangqin3@hysec.com

市场表现



相关研究

《建研集团：Q3 业绩略显疲态，检测业务有望突破》

2014/10/23

《东方雨虹：Q3 业绩继续靓丽，全年高速增长无忧》

2014/10/21

《宁夏建材：成本回落推动业绩增长》

2014/10/20

《水泥均价继续回升，铁路保障房加码》

2014/9/22

《金隅股份：多元化平滑业绩，或受益国企改革》

2014/8/26

《纳川股份：业绩下行，静待市政管网建设发力》

2014/8/26

《华新水泥：主产区景气平稳，海外扩张渐入正轨》

2014/8/24

图 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	863	1284	1340	1485	营业收入	655	957	1073	1232
现金	254	193	178	211	营业成本	430	774	804	854
应收账款	502	712	820	934	营业税金及附加	5	7	7	9
其他应收款	20	30	35	39	营业费用	39	41	45	52
预付账款	13	89	63	63	管理费用	55	71	78	90
存货	49	180	155	154	财务费用	-4.3	-2.7	-2.5	-2.7
其他流动资产	24	80	89	84	资产减值损失	24.4	14.7	17.4	18.8
非流动资产	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	营业利润	109	58	130	218
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
资产总计	1322	1694	1816	2011	利润总额	110	67	142	231
流动负债	226	333	339	349	所得税	19	10	21	35
短期借款	72	45	44	44	净利润	91	57	120	196
应付账款	51	128	114	121	少数股东损益	-0.7	-0.4	-1.0	-1.5
其他流动负债	103	161	181	185	归属母公司净利润	92	58	121	198
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	124	74	150	244
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.14	0.29	0.47
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	226	333	339	349	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	1	-1	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	209	417	417	417	成长能力				
资本公积	575	575	575	575	营业收入	65.2%	46.0%	12.1%	14.8%
留存收益	309	366	484	670	营业利润	-4.0%	-46.8%	123.6%	68.0%
归属母公司股东权益	1093	1359	1477	1663	归属于母公司净利润	-5.4%	-37.1%	110.3%	62.9%
负债和股东权益	1322	1694	1816	2011	获利能力				
					毛利率(%)	34.5%	19.1%	25.1%	30.7%
现金流量表					净利率(%)	14.0%	6.0%	11.3%	16.1%
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	8.4%	4.2%	8.2%	11.9%
经营活动现金流	-14	-176	53	107	ROIC(%)	9.9%	4.0%	8.2%	12.5%
净利润	91	57	120	196	偿债能力				
折旧摊销	19	18	23	28	资产负债率(%)	17.1%	19.7%	18.6%	17.4%
财务费用	-4	-3	-2	-3	净负债比率(%)	32.0%	13.5%	13.0%	12.6%
投资损失	-2	-6	-7	-7	流动比率	3.82	3.85	3.96	4.25
营运资金变动	-140	-274	-91	-118	速动比率	3.60	3.31	3.50	3.81
其他经营现金流	22	31	9	10	营运能力				
投资活动现金流	-252	-69	-65	-65	总资产周转率	0.54	0.63	0.61	0.64
资本支出	73	70	70	70	应收账款周转率	1.47	1.44	1.28	1.28
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	10.91	8.69	6.67	7.29
其他投资现金流	-179	1	5	5	每股指标(元)				
筹资活动现金流	63	184	-3	-9	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.14	0.29	0.47
短期借款	72	-27	-1	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	-0.42	0.13	0.26
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.26	3.54	3.98
普通股增加	0	208	0	0	估值比率				
资本公积增加	5	0	0	0	P/E	63.87	101.56	48.28	29.64
其他筹资现金流	-15	3	-2	-9	P/B	5.36	4.31	3.97	3.52
现金净增加额	-202	-62	-15	33	EV/EBITDA	22	37	18	11

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王钦: 宏源证券研究所建材行业研究员, 中国人民大学金融学硕士, 4 年建筑建材行业经验, 4 年证券行业研究经验, 曾任职于中投证券、民生证券, 2014 年加盟宏源证券研究所。

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

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@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
		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	zhouidi@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。