

# 五水共治和油价下跌共促业绩回升

买入 上调

目标价格：13.80元

## 报告摘要：

- **公司是以 PVC 为主导的塑料管材供应商。**公司抓住管网建设的东风，加大渠道投入，利用自身技术优势，实现 PVC-U、PP-R、PE、PE-RT、CPVC 五大类产品的协同发展。
- **2015 年管材需求稳健，市政管网和家装领域将迎来上升期。**①公司是浙江五水共治的核心受益者，未来三年公司五水共治收入有望保持 50%以上增速。②随着我国农村消费结构的升级且伴随着家装 O2O 平台兴起，管材家装市场将会进一步放量。③尽管近年来房地产投资增速放缓，但市场集中度稳步提升，CR4 连续三年均超过 7%，利好管材龙头企业。且公司组建地产事业部，结盟大地产商的同时发展新客户，强化市场开拓。④公司充分发挥华东地区整体效应，华东大管道营销中心资源整合优势日益明显，建立多层次销售网络体系，渠道经销占比约 50%，实现产品快速分流。综合来看公司未来三年收入增速维持在 15-20%。
- **公司主要产品成本回落，有望迎来新一轮业绩增长。**公司主要产品为 PVC、PPR 和 PE 管材管件，原料成本占总成本 80%以上。随着近期原油大跌，管材主要成本下跌，产品盈利空间增大。中性假设下我们测算公司 2015 年综合毛利率约 28%，可提升 4 个百分点以上。
- **塑管行业集中度迅速提高，或将迎来洗牌期。**行业前二十位的销售量已达到行业总量的 40%以上，塑管行业并购浪潮或将来临，龙头企业在其中将占据较大的优势。
- **盈利预测与评级：**假设 2015 年原材料不出现大幅上涨，我们预计 2014-2016 年公司收入 32.9、39.3、46.4 亿元，归属母公司股东净利润 2.16、3.99、5.18 亿元，对应的 EPS 为：0.50、0.92、1.18。首次给予买入评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2514.28	2918.42	3289.58	3928.75	4646.01
增长率 (%)	8.17	16.07	12.72	19.43	18.26
归母净利润(百万)	271.08	242.96	216	399	518
增长率 (%)	58.88	-10.38	-11.10	84.72	29.82
每股收益	1.36	0.67	0.50	0.92	1.18
市盈率	13.52	27.16	19.82	10.77	8.40

## 建材行业研究组

### 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

《第二届装饰建材电商论坛调研报告》

2014/12/15

《纳川股份：增资进军新能源汽车，打开成长空间》

2014/12/11

《坚守水泥，积极关注新型建材转型》

2014/10/29

《伟星新材：细耕终端渠道，业绩稳定增长》

2014/10/28

《艾迪西：出口复苏和内需启动共推业绩反转》

2014/10/27

《中国玻纤：Q4 超预期涨价，复苏态势继续保持》

2014/10/26

《长海股份：内生增长持续，外延扩张仍值得期待》

2014/10/26

## 目录

<b>一、公司简介</b> .....	<b>5</b>
(一) 主营业务构成：以 PVC 为主导的塑料管材供应商 .....	5
<b>二、2014 年业绩回顾：收入增长，但利润下滑</b> .....	<b>6</b>
(一) 管网建设加快和渠道投入加大推动收入增长.....	6
(二) 产品价格下降和成本费用增加导致业绩有所下滑 .....	7
1、子公司亏损拖累业绩， 未来有望逐步扭亏 .....	7
<b>三、2015 年：需求稳健，市政管网和家装领域迎来上升</b> .....	<b>8</b>
(一) 市政工程业务：五水共治投资仍然处于上升周期 .....	8
1、五水共治简介：浙江惠民工程 .....	8
2、永高是浙江五水共治的核心受益者 .....	10
3、永高股份五水共治收入未来三年有望保持 50% 以上增速 .....	11
(二) 家装工程业务：家装平台需求开始放量 .....	11
1、家装 O2O 平台兴起，带动管材家装市场放量.....	11
(三) 房地产工程业务：地产集中度提升，利好管材龙头企业 .....	12
1. 房地产投资增速放缓，但集中度提升利好上游管材行业 .....	12
2、公司强化市场开拓，结盟大地产模式初显成效 .....	14
(四) 产统经销业务：经销体系布局完善，继续发力 .....	14
1、公司整合优势资源，发挥华东地区整体效应 .....	14
2、多层次销售网络体系建立，实现产品快速分流 .....	15
(五) 公司未来三年销售收入增速为 15-20% .....	16
<b>四、2015 年：成本回落有望驱动新一轮的业绩高增长</b> .....	<b>17</b>
(一) 原油下跌带动 PPR 和 PE、PVC 树脂价格大幅下行 .....	17
(二) 中性假设下公司 2015 年毛利率可提升 4 个百分点以上 .....	18
<b>五、管材集中度提升仍然是趋势</b> .....	<b>20</b>
(一) 塑料管材行业集中度有望继续提高 .....	20
(二) 龙头企业布局已在路上 .....	22
同类公司比较：中国联塑 .....	22
<b>六、盈利预测与估值</b> .....	<b>25</b>
作者简介： .....	27

## 插图

图 1: 永高股份发展历程 .....	5
图 2: 永高股份股权结构、子公司情况 .....	5
图 3: 2014 年上半年公司产品结构分布 .....	6
图 4: 公司各业务板块收入 .....	7
图 5: 公司各业务板块毛利润 .....	7
图 7: 五水共治 .....	8
图 8: 五水共治目标 .....	8
图 9: 五水共治目标 .....	9
图 10: 五水共治目标 .....	9
图 11: “五水共治”路线图 .....	9
图 12: “五水共治”各阶段完成目标 .....	11
图 13: 家居建材行业市场容量 .....	12
图 14: 房地产投资完成额 .....	13
图 15: 房地产企业三大阵营 .....	13
图 16: 房地产开发企业四厂商集中度 .....	13
图 17: 永高股份销售区域 .....	15
图 18: 永高股份销售渠道 .....	15
图 19: 2014 年永高股份销售渠道占比 .....	15
图 20: 永高股份各业务板块未来三年收入预测 .....	17
图 21: 永高股份各业务板块未来三年收入增速预测 .....	17
图 22: 永高股份未来三年收入预测 .....	17
图 23: OPEC 一揽子原油价格 .....	18
图 24: 全国聚氯乙烯 PP、PE 市场价格走势 .....	18
图 25: PVC 年度均价走势 .....	18
图 26: 全国聚氯乙烯 PVC 市场价格走势 .....	18
图 27: 公司销售毛利率与 PVC 年均价强负相关 .....	19
图 28: 我国塑料管道产量 .....	21
图 29: 我国塑料管道各类型企业占比 .....	21
图 30: 中国联塑生产基地分布图 .....	22
图 31: 中国联塑业务范围 .....	22
图 32: 永高与联塑塑料管道产能及增速情况 (万吨) .....	23
图 33: 永高股份国内分区域营收 (亿元) .....	23
图 34: 中国联塑国内分区域营收 (亿元) .....	23
图 35: 永高股份和中国联塑销售毛利率接近 .....	24
图 36: 永高和联塑塑料管材销售量情况 .....	24
图 37: 永高股份和中国联塑权益净利率趋势 .....	24
图 38: 永高股份和中国联塑销售净利率趋势 .....	24
图 39: 永高股份和中国联塑资产周转率趋势 .....	24
图 40: 永高股份和中国联塑权益乘数趋势 .....	24
图 41: 永高股份 PE 情况 .....	25
图 42: 永高股份 PB 情况 .....	25

## 表格

表 1: 永高股份获得专利情况 .....	5
表 2: 母子公司利润表 .....	7
表 3: 子公司具体经营情况 .....	8
表 4: 2014 “五水共治” 项目投资情况 .....	10
表 5: “五水共治” 具体项目如下: .....	10
表 6: 永高股份 “五水共治” 收入预测 .....	11
表 7: 家居建材行业市场规模估算 .....	12
表 8: 房地产各阵营具体分析 .....	13
表 9: 永高股份销售渠道及销售结构战略 .....	16
表 10: 永高股份未来三年年收入预测 .....	16
表 11: 假设维持 PVC 未来三年销售毛利率预测 .....	19
表 12: 销售毛利率敏感性分析 .....	19
表 13: 7 项塑料管材国家标准调整 .....	20
表 14: 公司销售模式对比 .....	23
表 15: 公司分业务业绩预测明细 .....	25

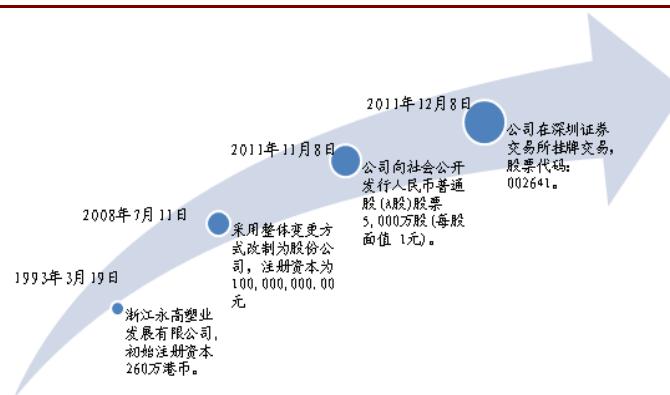
## 一、公司简介

### (一) 主营业务构成：以 PVC 为主的塑料管材供应商

永高股份创建于 1993 年，是国内生产塑料管道产品的大型综合供应商，中国化学建材研发制造龙头企业。专业从事塑料管道产品的研发、生产和销售。目前，主要产品有 PVC-U、PP-R、PE、PE-RT、CPVC 等五大系列，计 3500 余不同规格、品种的管材、管件，拥有年产 45 万吨的生产能力。

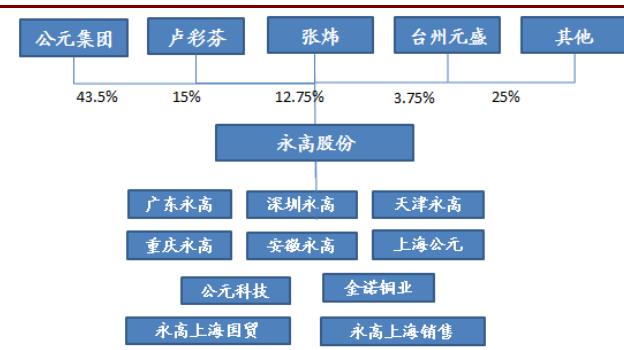
永高股份有限公司是公元集团最大的核心子公司，下辖上海公元建材发展有限公司、深圳市永高塑业发展有限公司、广东永高塑业发展有限公司、安徽永高塑业发展有限公司、天津永高塑业发展有限公司、重庆永高塑业发展有限公司、台州市黄岩精杰塑业发展有限公司和浙江金诺铜业有限公司、安徽公元科技发展有限公司、永高（上海）国际贸易有限公司等十家全资子公司。

图 1：永高股份发展历程



资料来源：wind, 宏源证券

图 2：永高股份股权结构、子公司情况



资料来源：wind, 宏源证券

截止 2014 年上半年，公司共拥有 242 项专利，其中发明专利 21 项，实用新型专利 205 项、外观设计专利 16 项。2014 年上半年，公司共申报专利 28 项，其中发明专利 11 项，实用新型 17 项；获得授权专利 27 项，其中发明专利 5 项，实用新型 22 项。公司共主持和参与了 17 项国家（行业）标准的制定或修订，并且参编了我国目前唯一一本《工业用塑料管道设计手册》。专门的产品设计中心和模具研发中心，可以根据市场需求，生产个性化和创意的产品，包括英标、德标、美标及日标等产品。公司拥有给水、电力、燃气等多种系列产品的生产资质。

表 1：永高股份获得专利情况

类别	发明专利	实用新型专利	外观设计专利	专利总数
2013 年	16	183	16	
2014H1 新增	5	22	-	-
总数	21	205	16	242

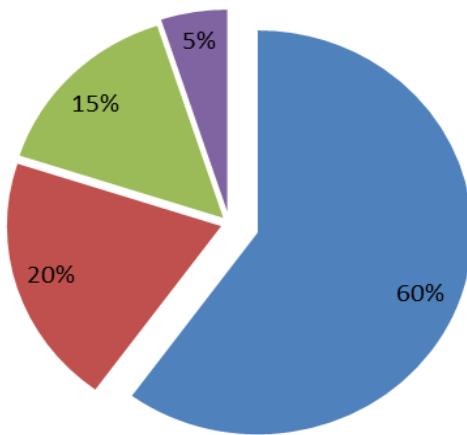
资料来源：公司年报，宏源证券

公司主要从事塑料管道的研发、生产和销售，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。产品主要应用于建筑给水、建筑排水、供暖、市政给水、室外排水排污、电力电缆保护、城镇中低压燃气输送、农村饮用水、农业灌溉等诸多领域。

根据2014年上半年报显示，公司产品以PVC管材管件为主，约占销售收入的60%左右，PPR管材管件占20%左右，PE管材管件占15%左右，型材及其他产品占5%左右。因目前地下管网建设多以PE管道为主，所以公司已经提高了PE管道产能。在差异化产品创新方面，公司推出了PPR高端家装产品----公元“优家管”，预计盈利能力会得到更进一步的提高。

图3：2014年上半年公司产品结构分布

■ PVC管材管件 ■ PPR管材管件 ■ PE管材管件 ■ 型材及其他产品



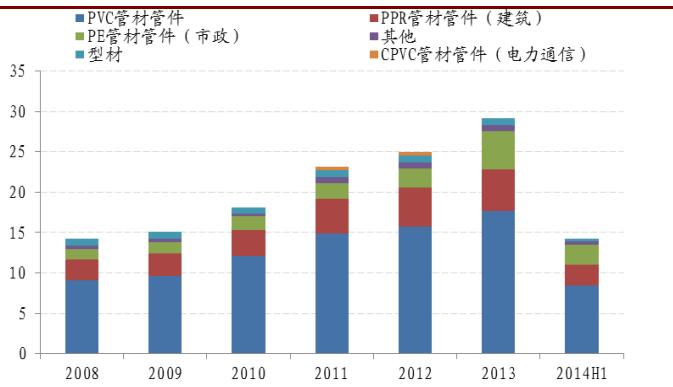
资料来源：wind，宏源证券

## 二、2014年业绩回顾：收入增长，但利润下滑

### （一）管网建设加快和渠道投入加大推动收入增长

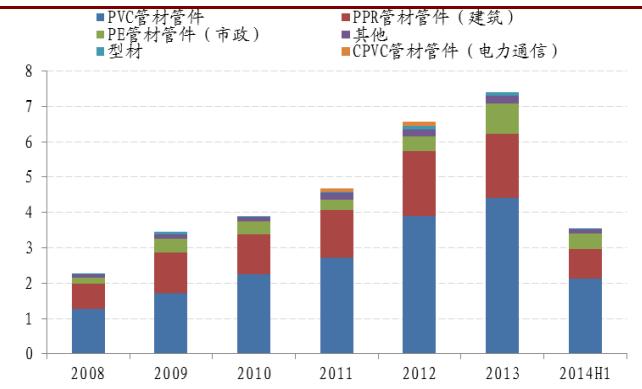
2014年，受益于地下管网需求的快速上升、渠道经销业务的稳健增长以及地产配送业务开拓力度的加大，公司整体业务增速明显加快。2014年上半年公司生产各种管材管件14.30万吨，比上年同期增长15.7%，完成全年生产计划的43.12%；实现营业收入144,443.42万元，同比增加13,541.03万元，增长10.34%，（剔除并购影响后为3.48%），其中：大管道业务增长23.42%，房地产配送业务增长19.5%。出口业务方面，由于国际需求较为低迷及中东、北非战乱，1-4月份同比降幅近30%，虽然二季度中后期开始企稳回升，但上半年收入同比仍然下降16.73%。

图 4: 公司各业务板块收入



资料来源: wind, 宏源证券

图 5: 公司各业务板块毛利润



资料来源: wind, 宏源证券

## (二) 产品价格下降和成本费用增加导致业绩有所下滑

公司近期收入增长，各业务板块利润率下降。主要原因在于：(1)、部分产品价格略有下调。(2) 由于子公司投产折旧增加导致营业成本上升。2014年上半年年比去年同期上升12.78%，快于收入的增长，导致毛利率同比下降了1.62%；(3)、期间费用同比增长14%，快于收入的增长；(4)、远期结售汇合约浮亏与应收款项减值准备增加。

### 1、子公司亏损拖累业绩，未来有望逐步扭亏

近年来，各子公司中重庆永高、天津永高处于亏损状态，主要是因为：重庆永高、天津永高正处于经营拓展期，固定资产折旧摊销较大，薪酬成本、折旧摊销、广告及相关市场拓展等各项费用迅速上升。但是随着人力资源的增强、品牌效应的逐步显现和经营渠道的快速拓展，重庆永高、天津永高的营业收入取得了相对较快的增速。一般来说，上述两个子公司营业收入达到2个亿以上，基本能够达到盈亏平衡点，争取明年或后年就可以实现盈亏平衡，预计两分公司2014年实现9000万收入，2015年实现1亿收入。安徽永高目前销售额为4亿，预计2014年营业额将增长20%。

表 2: 母子公司利润表

项目	母公司(万元)		子公司(万元)	
	2013年	比2012年增减	2013年	比2012年增减
一、营业收入	181573.31	13538.29	110268.26	26875.48
减：营业成本	131612.93	10245.38	86187.87	21734.28
二、营业利润	33580.24	5964.76	-5536.56	-9670.89
三、利润总额	34096.83	6191.40	-4992.79	-9299.52
减：所得税费用	3655.47	-476.35	1152.83	180.72
四、净利润	30441.35	6667.75	-6145.62	-9480.24
五、每股收益：				
六、其他综合收益	-	-	-	-
七、综合收益总额	30441.35	6667.75	-6145.62	-9480.24

资料来源: 公司年报, 宏源证券

**表3：子公司具体经营情况**

单位：万元	2013年						2014H1			
	公司	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润	总资产	净资产	营业收入	营业利润
母公司	-	-	181573	26380	23241	-	-	84567	11807	10079
深圳永高	25500	12696	37679	1180	905	24661	13125	17763	629	429
上海公元	18997	16576	34745	3071	2786	21069	17411	17639	845	835
广东永高	16123	9526	15997	33	50	19798	9561	8152	26	35
天津永高	35018	25919	7883	-1224	-1146	39059	25066	3783	-889	-853
黄岩精杰	981	393	1385	196	147	1200	464	772	95	71
重庆永高	16153	3353	4468	-982	-1002	21482	11865	3439	-616	-489
金诺铜业	4697	1474	6841	464	339	4929	1759	3783	380	285
安徽永高	39950	9730	32868	-372	-342	44070	24845	17522	87	124
公元科技	5759	2665	2194	-337	-335	9017	3913	2723	-282	-252
永高上海国贸	-	-	-	-	-	5	5	-	-	-
永高上海销售	-	-	-	-	-	2253	196	2373	-4	-4
合计	-	-	-	-	24643	-	-	-	-	10260

资料来源：公司年报，宏源证券

### 三、2015年：需求稳健，市政管网和家装领域迎来上升

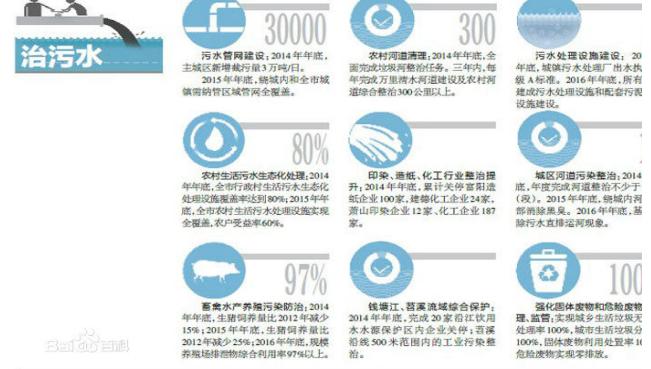
#### （一）市政工程业务：五水共治投资仍然处于上升周期

##### 1、五水共治简介：浙江惠民工程

“五水共治”是推进浙江新一轮改革发展的关键之策。五水共治是指治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水这五项。这是浙江省政府近期推出的大政方针，是推进浙江新一轮改革发展的关键之策。五水共治是一石多鸟的举措，既扩投资又促转型，既优环境更惠民生。

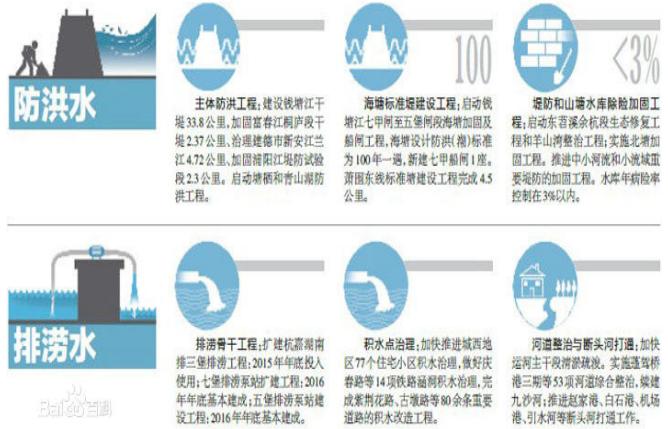
**图7：五水共治**


资料来源：百度资料整理，宏源证券

**图8：五水共治目标**


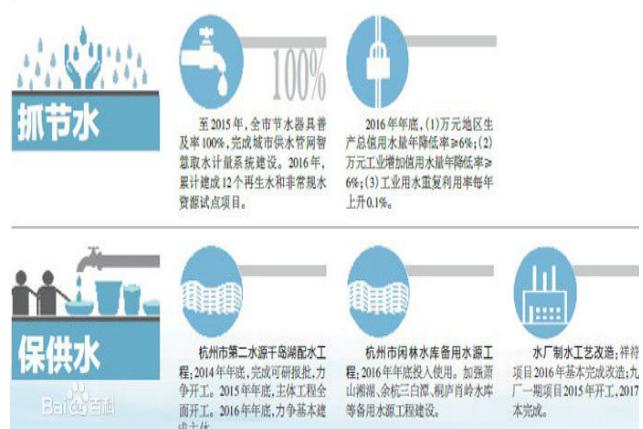
资料来源：百度资料整理，宏源证券

图 9: 五水共治目标



资料来源:百度资料整理,宏源证券

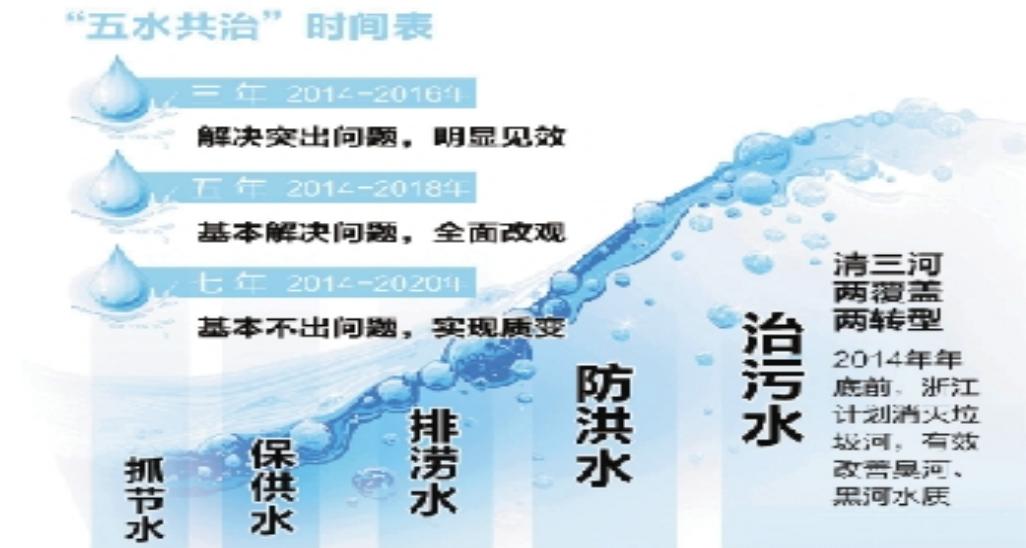
图 10: 五水共治目标



资料来源:百度资料整理,宏源证券

“五水共治”试点,分三年、五年、七年三步实施完成,其中2014-2016是关键时期,预计三年内将有100多个和地下管网建设相关的工程,目前已有60多个项目完成招标,公司中标30个项目,中标率为50%左右,并于下半年开始陆续供货。“五水共治”工程的推出,将使区域内主要塑管公司未来三年地下管道销量保持快速增长。

图 11: “五水共治”路线图



资料来源:百度资料整理,宏源证券

“411”重大项目计划共安排“五水治理”项目125个,总投资4680亿元,2014年计划年度投资超过650亿元,占“411”项目数、年度计划投资比例分别为14%、10%。

**表 4: 2014 “五水共治” 项目投资情况**

类别	项目数 (个)	总投资额 (亿元)	计划完成年度投资额 (亿元)	续建项目 (个)	新开项目 (个)	预选项目 (个)
治污水	19	1721	308	16	3	-
防洪水	48	1593	200	30	8	10
排涝水	25	378	49	19	4	2
保供水	22	438	19	22	9	12
抓节水	11	550	76	11	4	7
总计	125	4680	650	78	28	31

资料来源: 浙江省发改委投资处, 宏源证券

**表 5: “五水共治” 具体项目如下:**

类别	续建项目 (个)	新开项目 (个)	预选项目 (个)
治污水	浦江县浦阳江水环境综合整治项目; 全省城镇污水处理设施建设	义乌水环境综合治理整治工程; 全省农村生活污水治理工程等	-
防洪水	钱塘江治理工程; 瓯江治理工程; 苕溪清水入湖河道整治工程; 甬江防洪工程东江堤防整治工程等	杭嘉湖地区环湖河道整治工程; 台州市朱溪水库等	嵊州市长乐江干流河道治理等
排涝水	余姚市姚江干流防洪整治工程; 洪家场浦排涝调蓄工程等	温州市飞云江治理一期工程(瑞安段); 扩大杭嘉湖南排工程等	嵊州市长乐江干流河道治理等
保供水	杭州市闲林水库工程; 全省城乡供水安全提升工程等	天台始丰溪综合治理一期工程	萧山区湘湖应急备用水源扩建工程; 嘉兴市市域外引水工程(太湖引水部分)等
抓节水	全省农业两区水利工程等	台州市长潭灌区续建配套与节水改造 骨干工程	-

资料来源: 浙江省发改委投资处, 宏源证券

## 2、永高是浙江五水共治的核心受益者

公司紧紧抓住浙江省“五水共治”的契机, 整合优势资源, 加大工程投标业务的拓展力度。目前“五水共治”第一阶段已有 60 多个项目完成招标, 公司中标 30 个项目, 中标率为 50% 左右, 并于下半年开始陆续供货, 实现收入 1.5 亿元, 预计 2015 年公司“五水共治”项目收入将达到 3-5 亿元。

“五水共治”工程的成功经验, 或将向全国进行推广。未来国家有可能提供配套资金与地方政府共同落实地下管网建设, 解决地方资金不足状况, 促使公司未来几年地下管道销量保持快速增长。

图 12: “五水共治”各阶段完成目标



资料来源：浙江省发改委投资处，百度资料整理，宏源证券

### 3、永高股份五水共治收入未来三年有望保持 50%以上增速

2014 年，公司中标 30 个项目，中标率为 50% 左右，实现收入 1.5 亿元，预计 2015 年公司“五水共治”项目收入将达到 3-5 亿元，“五水共治”项目公司总体将盈利 26 亿元。

表 6: 永高股份“五水共治”收入预测

类别	第一阶段			第二阶段			第三阶段		总计
	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
项目投资额(亿元)	650	800	900	930	650	450	300	4680	
项目数 E	60	20	20	10	10	3	2	125	
永高中标率	50%			50%				50%	
管道投资额 E	3	8	10	12	8	6	6	53	
永高收入 E(亿元)	1.50	3.50	5.00	6.00	4.00	3.00	3.00	26.00	

资料来源：浙江省发改委投资处，宏源证券估算

## （二）家装工程业务：家装平台需求开始放量

### 1、家装 O2O 平台兴起，带动管材家装市场放量

随着我国农村家庭收入的持续增长以及小城镇建设步伐的加快，农村消费结构升级会成为家庭装修行业新的增长点和支撑力量。

公司目前已经成立家装事业部，进行有针对性的市场开拓，为公司打造坚实的营销体系。预计 2015 年公司将实现家装工程类收入 1-2 亿。

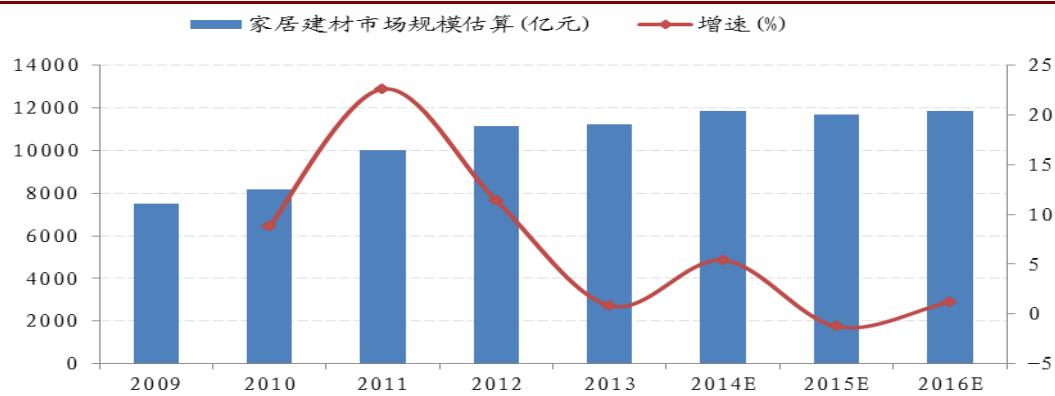
表 7: 家居建材行业市场规模估算

抽检产品	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
商品房销售面积(亿平方米)	9.48	10.48	10.94	11.13	13.06	12.06	12.98	13.38
商品房竣工面积(亿平方米)	5.8	6.1	7.2	7.9	7.9	8.2	8	8
新房交易占比	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%	62%
房屋成交面积(亿平方米)	9.47	10.28	11.24	11.80	12.99	12.56	13.01	13.26
单位装修费用(元/平方米)	800	826	864.8	873.8	884.5	895.3	906.2	917.2
CPI 建材类	100.2	103.3	104.7	101	101.2	101.2	101.2	101.2
家居建材市场规模估算(亿元)	7576.6	8489.1	9724.4	10309.8	11491.5	11248.8	11787.5	12158.0
YoY			12%	15%	6%	11%	-2%	5%
								3%

资料来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 宏源证券估算

2012 年国家对房地产市场调控常态化等因素的影响, 全年完成工程总产值 1.11 万亿元, 比 2011 年增加了 1140 亿元, 增长幅度为 11.4%。2013 年我国家庭装修工程总产值达到 1.12 万亿元。预计 2016 年家庭装修工程总产值力争达到 1.18 万亿元, 年平均增长率为 1.8% 左右。

图 13: 家居建材行业市场容量



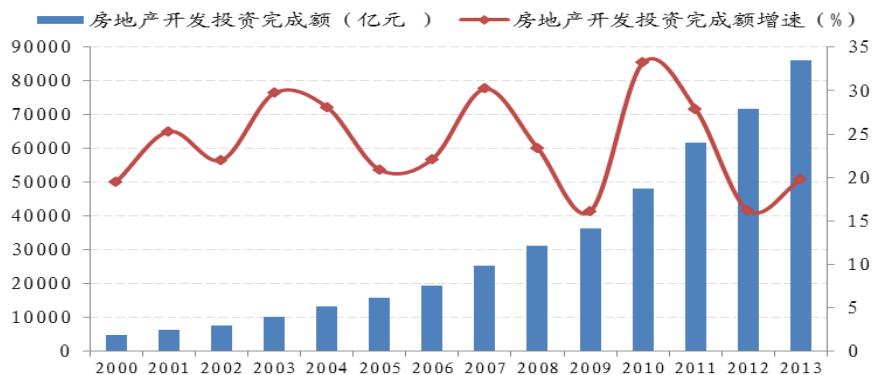
资料来源: 艾瑞咨询, 宏源证券

### (三) 房地产工程业务: 地产集中度提升, 利好管材龙头企业

#### 1. 房地产投资增速放缓, 但集中度提升利好上游管材行业

经济增速的放缓必然带来固定资产投资的减速, 特别是房地产行业投资表现明显, 2014 年上半年房地产投资名义增长率为 14.1%, 同比下降 6.2%。房地产市场在经历过去十多年的高速增长后开始进入调整期, 这也一定程度影响到建筑用塑料管道需求的增长。

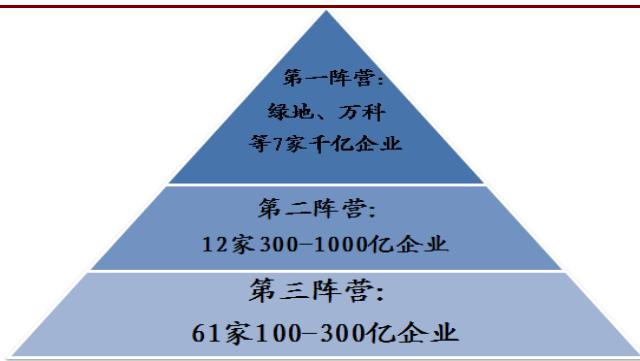
图 14: 房地产投资完成额



资料来源: wind, 宏源证券

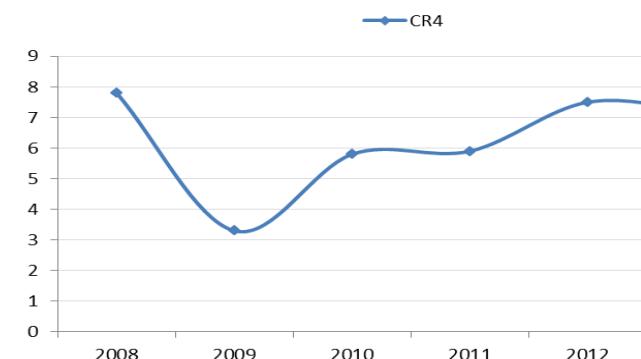
2014年共有80家房地产企业跻身百亿军团，较2013年增加9家，销售总额共计2.8万亿元，市场份额已近40%。尽管2014年楼市整体平淡，但行业龙头在销售、管理及融资方面的优势，使得市场集中度继续提升。根据近年的房地产开发企业500强研究成果，2008年、2009年、2010年、2011年、2012年和2013年房地产开发行业四厂商集中度(CR4)分别为7.8%、3.3%、5.8%、5.9%、7.5%和7.2%，连续三年超过7%。

图 15: 房地产企业三大阵营



资料来源: 公司年报, 宏源证券

图 16: 房地产开发企业四厂商集中度



资料来源: 2014 中国房地产开发企业500强测评研究报告, 宏源证券

表 8: 房地产各阵营具体分析

总体描述	企业	销售额	销售增速	企业战略
		(亿元)	(%)	
第一阵营	绿地	2403	47.9	智慧城市、海外投资战略、地铁+物业投资
	万科	2180	27.6	聚焦重点城市纵深的战略布局、坚持中小户型刚需定位的产品结构、高速周转的运营模式
	保利地产	1370	-	注重在产品结构和推货节奏上把控，并不断提升一二线销售占比
	恒大地产	1317	-	现金为王、立即开发、快速建设、大规模开发、快速销售，快速周转
	碧桂园	1280	-	加大营销力度和推行价格策略
	中海地产	1221	-	随行就市、促进中高端项目高周转

第二阵营	1) 12 家 300-1000 亿企业, 距第一阵营有近 500 亿元;	华夏幸福	520	-	受益于京津冀一体化战略, 加速全国化进程和产业资源整合, 保持了快速的上升势头
	2) 企业初步完成全国化产品或布局与千亿企业相比较为单一;	绿城、融创 富力、世茂、 招商	-	-	降价策略取得了较好的销售业绩 抓住改善型需求释放期加大推盘力度, 业绩或目标完成率受到一定影响
	3) 销售额增长率均值为 14.6%;				
第三阵营	1) 61 家 100-300 亿的企业, 竞争尤为激烈	越秀	-	51.5	高成长型房企代表
	2) 销售额均值为 10.4%;	荣盛发展	-	-	高周转、低成本传统优势的基础上, 继续拓展京津冀、长三角两个战略区域, 竞争优势显著增强

资料来源: 中国指数研究院, 宏源证券

## 2. 公司强化市场开拓, 结盟大地产模式初显成效

为强化地产市场开拓, 提升地产市场管道份额 (占总销售收入的 20%-25%), 针对地产业务的特性, 公司于 2013 年 12 月组建专门的地产事业部, 主要负责协调公司房地产业务直接承揽和配送业务, 目前公司与万科、中海、招商等十几家大型房地产企业及组织保持紧密合作关系, 2014 年公司在与万科、恒大、中海、招商等四大地产巨头保持良好合作的基础上又新签约了多家地产商。

总的来说, 虽然近期房地产市场由于政策收紧而出现下滑, 但随着楼市“限购、限贷”的放开, 政府逐步退出对楼市的行政调控, 必将更有利房地产市场的健康有序发展。随着房地产行业集中度的提升, 房地产龙头企业将通过自身广泛的市场布局与丰富的产品结构, 灵活应对市场变化, 从而在一定程度上抵消楼市调整所带来的短期不利影响, 且随着房地产市场集中度的进一步提升, 龙头企业的业绩将会得到进一步提升, 这些因素都将促进塑料管道需求的稳步增长。 我们预计公司 2015 年地产业务收入有望维持在 4-5 亿元。

## (四) 产统经销业务: 经销体系布局完善, 继续发力

### 1. 公司整合优势资源, 发挥华东地区整体效应

公司近年来实现大管道在华东区域销售的整合, 保持该区域的整体优势, 随着时间的推移和整合力度的加大, 华东大管道营销中心资源整合优势日益明显, 江、浙、沪、安徽四个主阵地的作用进一步强化, 其中, 浙江、安徽实现较快增长。

未来公司将成立华东大管道营销中心, 整合上海、安徽两地的销售基础上, 进一步整合上海、安徽子公司的人事、技术、财务等方面, 适时将总部整体搬迁至上海, 发挥公司在华东地区的整体效应。

图 17: 永高股份销售区域



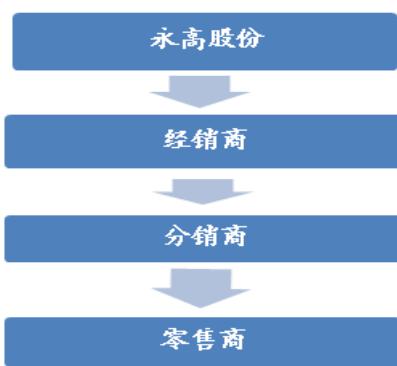
资料来源：公司官网，宏源证券

## 2、多层次销售网络体系建立，实现产品快速分流

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。永高股份非常重视与经销商合作双赢的经销模式。截止 2014 年上半年，公司在全国拥有一级独立经销商 1100 家。

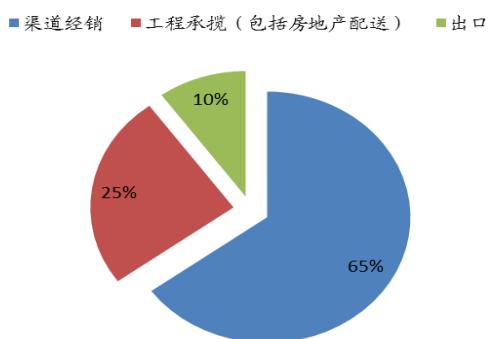
经过多年的销售实践，公司建立起了以渠道经销为主、直接承接工程为辅的销售模式。公司根据某一区域的市场容量细分为若干子区域，每个子区域设立若干独立经销商，由其在该区域自主承接工程（公司给予必要协助）、自行发展分销商和零售网点。经销商在当地具有较为深厚的人脉资源，销售方法灵活多样。经过近二十年的发展，公司已构建了一张涵盖省地级中心城市，并辐射下属县城、乡镇的庞大经销网络。

图 18: 永高股份销售渠道



资料来源：公司年报，宏源证券

图 19: 2014 年永高股份销售渠道占比



资料来源：wind，宏源证券

公司以渠道经销为主，工程直揽（含房地产配送）及出口为辅的销售模式，目前渠道经销占比约 65%，工程承揽（包括房地产配送）约 25%，出口约占 10%。该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账款风险，降低运营成本，提升资产的周转速度。

**表 9: 永高股份销售渠道及销售结构战略**

销售渠道战略	项目数大力发展独立经销商，并将渠道下沉，网络延伸至县城、乡镇、村，进一步拓展渠道的广度和深度，实现快速的市场响应能力
销售结构战略	调整销售结构，加大直接承揽工程的比例

资料来源：公司年报，宏源证券

## (五) 公司未来三年销售收入增速为 15-20%

市政项目受到“五水共治”政策的扶持，将在 2014-2016 年大幅上涨，2017 年后维持稳定增长的态势；

房地产工程虽然受到近期房地产市场不景气的影响，但是随着房地产行业集中度的提高以及国家相关限购政策的松动，房地产工程收入总体将持平略增；

家装行业具有乘数效应和市场可持续性的特点，受到我国城市化进程的推进、居民消费升级以及国家投资等宏观因素，家装行业需求开始放量，公司家装工程业务收入将大幅增长；

经销商体系以及其他板块一直以来都是公司收入的重要部分，随着公司进一步优化自身销售渠道，该业务收入也将得到稳步提升。

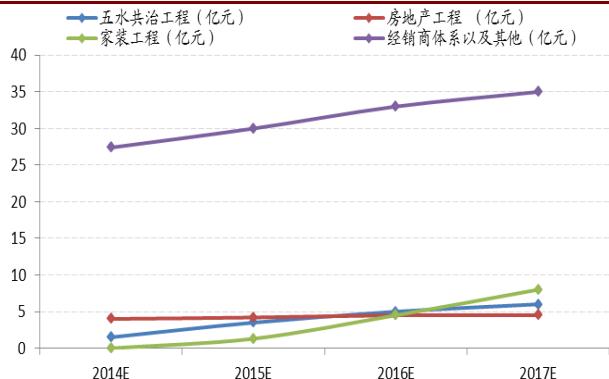
预计公司未来三年各业务营业收入仍将稳定增长，2015 年营业收入达到 39.2 亿左右，2016 年将达到 53.7 亿元左右。

**表 10: 永高股份未来三年年收入预测**

类别	2014	2015	2016	2017
五水共治工程 (亿元)	1.5	3.5	5	6
增速	-	133%	43%	20%
房地产工程 (亿元)	4	4.2	4.5	4.5
增速	-	6.00%	5%	2%
家装工程 (亿元)	-	1.3	4.5	8
增速	-	-	246%	78%
经销商体系以及其他(亿元)	27.4	30	33	35
增速	--	10.00%	8.00%	8%
总计 (亿元)	32.89	39.2	46.5	53.7
增速 (%)	-	19.09%	18.69%	15.47%

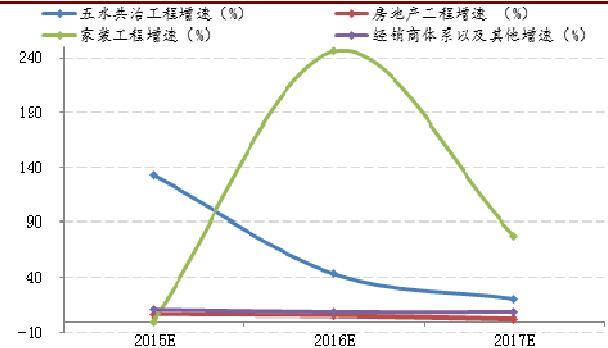
资料来源：公司年报，wind，宏源证券估算

图 10: 永高股份各业务板块未来三年收入预测



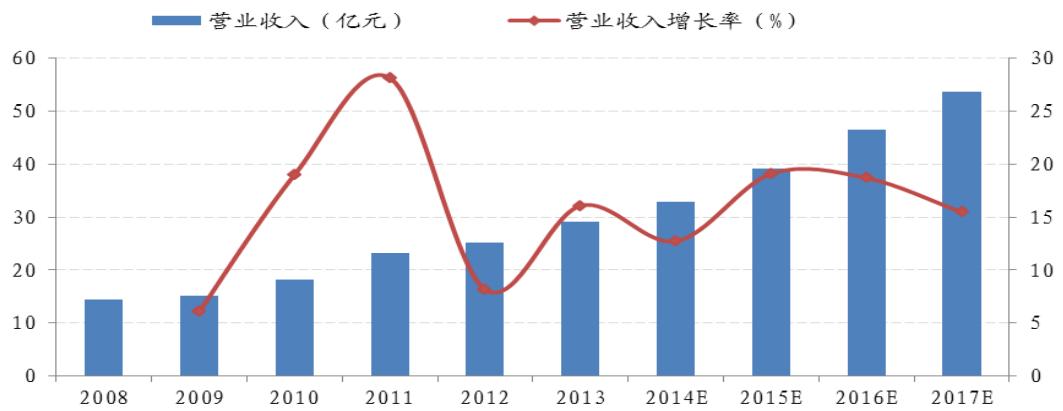
资料来源：公司年报，wind，宏源证券估算

图 21: 永高股份各业务板块未来三年收入增速预测



资料来源：公司年报，wind，宏源证券估算

图 22: 永高股份未来三年收入预测



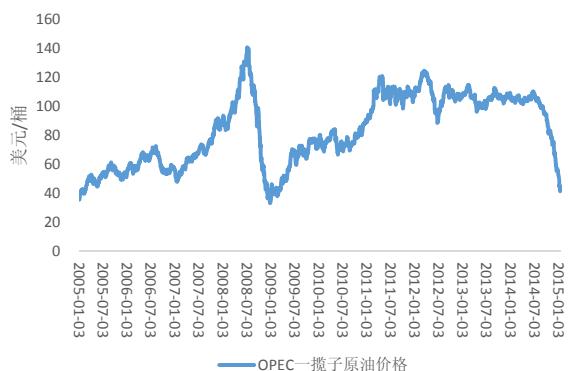
资料来源：公司年报，wind，宏源证券估算

## 四、2015 年：成本回落有望驱动新一轮的业绩高增长

### （一）原油下跌带动 PPR 和 PE、PVC 树脂价格大幅下行

公司主要产品为 PVC、PPR 和 PE 管材管件，2014 年上半年三类产品营收占比为 57.89%、18.26%、17.35%。公司生产成本中，PVC、PPR 和 PE 原材料成本占比分别为 59.13%、15.56%、17.67%。公司三大类产品都为石油化工提炼制成，近期油价从 2014 年 5 月高位 107 跌至 2015 年 1 月份的 41.65，下跌近 260%，带动 PVC、PPR 和 PE 价格分别下滑约 17%、23%、24%。

图 33: OPEC 一揽子原油价格



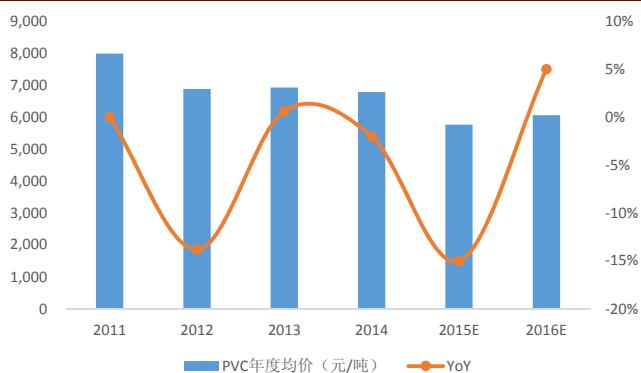
资料来源: wind, 宏源证券

图 24: 全国聚氯乙烯 PP、PE 市场价格走势



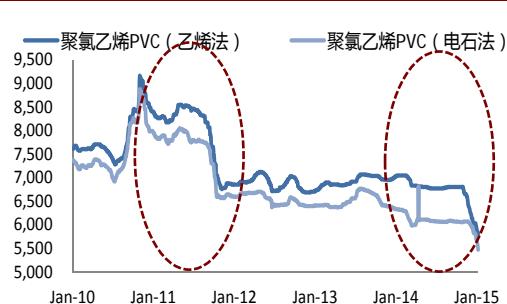
资料来源: 宏源证券

图 45: PVC 年度均价走势



资料来源: 宏源证券

图 26: 全国聚氯乙烯 PVC 市场价格走势



资料来源: 宏源证券

回顾 2011 年 1 月到 2012 年 1 月间 PVC 价格下降约 1500 元，同时公司毛利率上升近 6 个百分点。由于 PVC 管材主要成本下跌，公司产品盈利空间增大。

## （二）中性假设下公司 2015 年毛利率可提升 4 个百分点以上

乐观假设 2015、2016 年管材销售单价不变，2015、2016 年 PVC 价格分别维持目前水平，（2015 年 1 月水平）、回升 3%，2015、2016 年毛利率分别为 29.32%、27.96%。

中性假设 2015、2016 年管材销售单价不变，2015 年 PVC 价格在目前水平小幅反弹 3%（2015 年 1 月水平上），测算公司 2014 年的综合毛利率约 28%，同比提升 4 个百分点以上。根据敏感性分析可见，未来 2015 年的毛利率在 25.6% 到 33.6% 范围内，中枢比 2014 年有大幅提升。

注：由于公司主要产品为 PVC 管材，这里用 PVC 成本价格走势模拟测算整体毛利率走势，存在一定的误差，但不影响整体趋势判断。

图 57: 公司销售毛利率与 PVC 年均价强负相关



资料来源：宏源证券

表 11：假设维持 PVC 未来三年销售毛利率预测

年份	营业收入 (亿元)	塑料建材销售量 (万吨)	单价 (万元)	毛利率 (%)	成本 (元/吨)	PVC 年均价 (元/吨)	PVC 成本 (元/吨)	其他成本 (元/吨)	PVC 原料成本占比	PVC 原料成本增速
2011	23.24	21.43	1.084	20.25%	8648	7986	6389	2260	73.87%	
2012	25.14	22.97	1.094	26.09%	8089	6882	5505	2584	68.06%	-13.83%
2013	29.18	28.60	1.020	25.37%	7616	6924	5539	2076	72.74%	0.62%
2014	23.01	22.55	1.020	24.65%	7616	6783	5426	3004	60.56%	-2.04%
2015E	32.38	31.73	1.020	29.32%	7212	5765	4612	2600	63.95%	-15.00%
2016E	36.02	35.30	1.020	27.96%	7351	5938	4751	2600	64.63%	3.00%

资料来源：宏源证券

表 12：销售毛利率敏感性分析

PVC 年均价 (元/吨)						
销售毛利率 29.3%	5424.29	5592.05	5765.00	5937.95	6116.09	6299.57
			(1 月 20 价格)	(+3%)	(+6%)	(+9%)
其他成本 (元/吨)	2400	34.0%	32.6%	31.3%	29.9%	28.5%
	2500	33.0%	32%	30.3%	28.9%	27.6%
	2600	32.0%	31%	29.3%	28.0%	26.6%
	2700	31.0%	30%	28.3%	27.0%	25.6%
	2800	30.0%	28.7%	27.4%	26.0%	24.6%

资料来源：宏源证券

## 五、管材集中度提升仍然是趋势

### (一) 塑料管材行业集中度有望继续提高

我国塑料管道行业起步较晚,但发展迅速,目前年产量已赶超其他国家位居世界第一。20世纪70年代,我国开始生产塑料管道,80年代初开始在工程建设中推广应用,随后轻工部和建设部主持制定了建筑排水、给水PVC-U管道的国家标准,建设部同时制定了相应的塑料管道施工规范,极大地促进了我国塑料管道的生产发展。90年代初,建设部、化工部、轻工部、国家建材局、中国石化总公司五部门联合成立全国化学建材协调组,统一领导国内化学建材发展规划和市场推广。随后国家又先后颁布了多项政策措施,提出了各种塑料管道的应用领域和发展目标,逐步淘汰能耗高、污染大的传统管道,大力推进塑料管道在住宅建设、城镇市政工程、交通运输建设、农业灌溉等各领域的广泛应用,有力地推动了我国塑料管道行业的快速发展。目前我国有塑料管道国家标准和行业的产品标准10个;工程技术规程、规范3个;焊接设备标准2个。

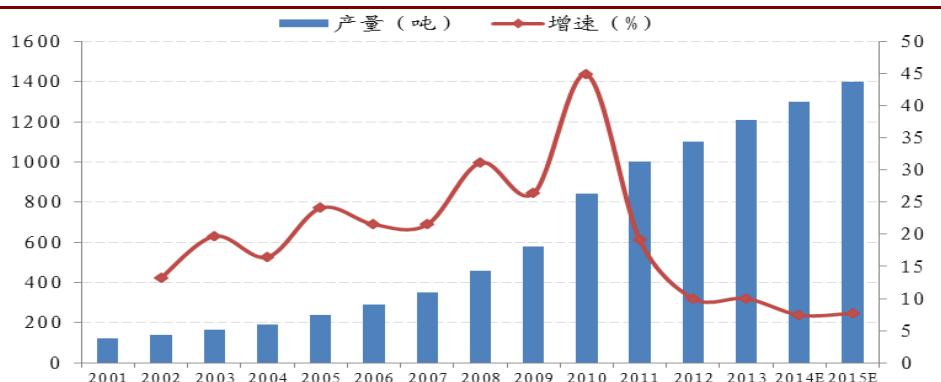
**表 13: 7 项塑料管材国家标准调整**

序号	标准	适用范围	标准提高
1	GB/T10002.1-2006	水用 PVC-U 管材	增加对树脂K值得要求, 禁止使用铅盐稳定剂, 提高落锤冲击试验的冲击能量
2	GB/T5836.1-2006	建筑排水用 PVC-U 管材	规格由 40mm~160mm 扩大到 32mm~250mm
3	GB/T5836.2-2006	建筑排水用 PVC-U 管件	规格由 40mm~160mm 扩大到 32mm~250mm
4	GB/T15819-2006	灌溉用聚乙烯(PE)管材	插入式管件引起环境应力开裂敏感性的试验方法和技术要求
5	GB/T20201-2006	灌溉用聚乙烯(PE)压力管机械连接管件	-
6	GB/T20207.1-2006	丙烯腈-丁二烯-苯乙烯(ABS)压力管道系统第1部分: 管材	-
7	GB/T20207.2-2006	丙烯腈-丁二烯-苯乙烯(ABS)压力管道系统第1部分: 管件。	-

资料来源: 新闻整理, 宏源证券

2001年中国塑料管道产量仅有121.4万吨,2010年我国产量达到840.2万吨,超越美国成为世界最大塑料管道生产国,2013年我国塑料管道产量达到1210万吨,较2012年增长10%。在今后5-10年内我国塑料管道行业还会在提高质量和扩大应用的基础上继续保持较高的增长速度;2012-2020年我国塑料管道产量年均增长率将保持在10%-15%之间。

图 68: 我国塑料管道产量

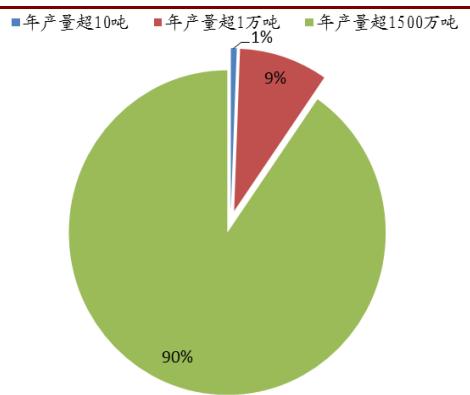


资料来源：中国塑料加工工业协会，前瞻产业研究院，宏源证券

目前我国塑料管道市场经济较为激烈，较大规模的塑料管道生产企业超3000家，年生产能力超1500万吨；年产能1万吨以上企业达300家；有20家多家年产能超过10万吨。在小口径的家装常用领域，竞争较为激烈，门槛不高，使得布局销售网络成龙头企业之本；而在工程类项目领域，产品生产壁垒与运输半径限制使得龙头企业重在技术研发与规模扩张。预计未来三到五年，塑管行业并购浪潮或将来临，成规模企业在其中将占据较大的优势，产业集中度会进一步加强。

目前永高股份已经与海南高能、屯仓投资及屯仓管业签署了《收购意向书》，拟收购海南高能及屯仓投资持有的湖北屯仓管业科技发展有限公司100%的股权。假若此次成功收购对于公司进一步实施规模化战略，完善全国生产基地布局，增强公司产品对中部地区的市场辐射力具有十分重要的战略意义。

图 29: 我国塑料管道各类型企业占比



资料来源：中国极地研究中心，宏源证券

近年来，塑料管道各龙头企业在持续发展自身核心市场区域的同时，积极异地建厂扩产，抢占全国市场，形成大区域乃至覆盖全国市场的生产基地布局。随着行业规模以上企业布局完成与产能释放，塑料管道行业的产业集中度越来越高，目前主要集中在沿海和经济发达地区，其中广东、浙江、山东3省的生产量之和已超过了全国总量的三分之一。一些企业在天津、东北、中部、西部等地区投资新建或扩建生产基地，增加产能以适应当地需求的逐步扩大。

目前国内较大规模的塑料管道生产企业 3000 家以上，年生产能力超过 1500 万吨。其中年生产能力 1 万吨以上的企业约为 300 家，有 20 家以上企业的年生产能力已超过 10 万吨。塑料管道行业集中度越来越高，前二十位的销售量已达到行业总量的 40% 以上。未来 3-5 年，随着行业规模前几位的企业在全国生产基地布局完成、产能投放，行业将迎来洗牌期，集中度继续提升。联塑和永高分别占据行业第一、第二的位置，具有品牌、规模、渠道和技术优势，在未来的竞争中有望脱颖而出，进一步发力。

## (二) 龙头企业布局已在路上

### 同类公司比较：中国联塑

中国联塑集团控股有限公司（简称：中国联塑，香港上市代号：2128）是中国领先的大型建材家居产业集团，产品及服务涵盖管道产品、卫浴产品等领域，拥有逾 30 家控股子公司、超过 25 个生产基地（分布于全国 15 个省份及加拿大和美国），先后向超过 300 家水务公司以及超过 80 家电力、通信、燃气公司提供产品和服务。永高在全国拥有七大生产基地，分别位于天津、重庆、上海、安徽、浙江、广东，在华东地区市占率较高。

图 30：中国联塑生产基地分布图



资料来源：百度资料整理，宏源证券

图 31：中国联塑业务范围



资料来源：百度资料整理，宏源证券

目前永高年生产能力在 35 万吨以上，塑管产销规模在国内可比上市公司中位列第二，出口规模位列第一，是目前国内 A 股上市的规模最大的塑料管道企业。截止 2013 年末，公司在全国拥有一级独立经销商 1100 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；另一方面也可转嫁工程项目的应收账款风险，降低运营成本，提升资产的周转速度。截至 2013 年底，联塑约有 1,780 名独立经销商，在巩固华南地区的市场领导地位的基础上开拓全国三四线城市市场，稳步扩大市场份额。

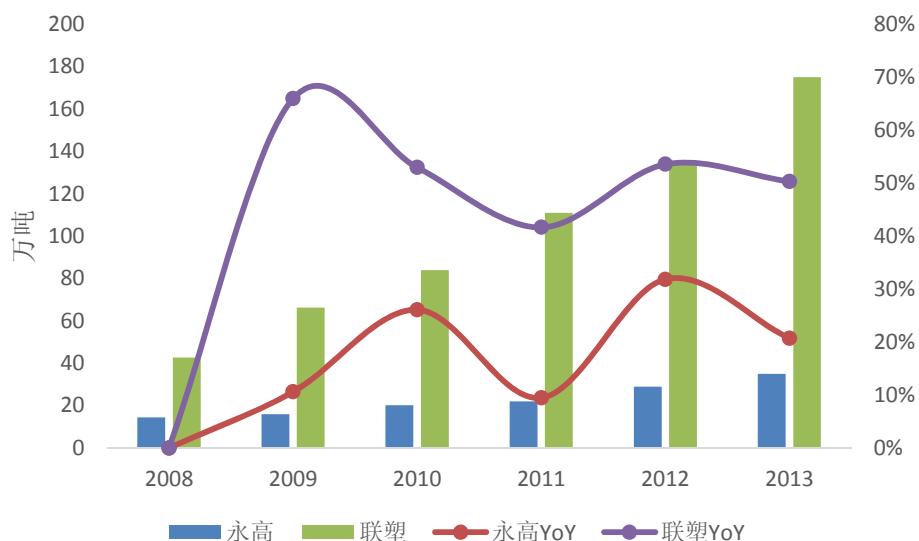
永高采用经销模式，少量直销但没有直接产于项目招投标。公司约 10% 的产品直接供货给大地产商，剩余基本采取经销商模式。联塑采取经销商与直销相结合方式（占比各一半）。

表 14: 公司销售模式对比

销售模式	经销商
永高股份 经销商为主, 直销占 10%	1100
中国联塑 经销和直销各占 50%	1780

资料来源: 公司资料, 宏源证券

图 32: 永高与联塑塑料管道产能及增速情况 (万吨)

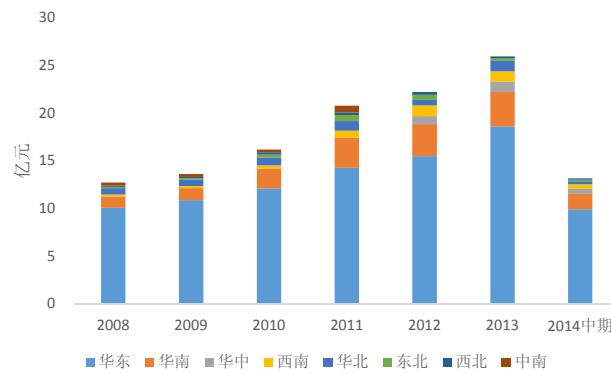


资料来源: 中国联塑官方网站, 宏源证券

中国联塑是国内最大的塑料管道生产企业, 2014年中报显示, 华南营业收入占比超过 60%。而永高股份主要占领华东区域市场, 2014 年中报数据显示华东地区营收占比达 75%。根据杜邦分析, 联塑权益净利率高于永高约 4 个百分点, 而永高和联塑销售毛利率基本保持相近水平, 处于 24% 左右; 主要由于联塑的销售净利率约高于永高 3 个百分点左右。

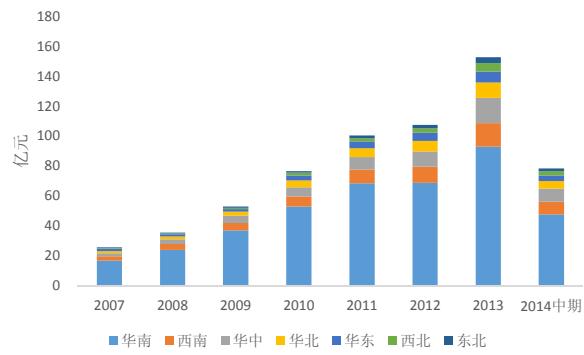
永高经销商模式占比最大, 存货周转次数要多于联塑。永高 2011 年起也有开始直销配送大地产商, 如万科、恒大等, 资产周转率都略有升高。盈利能力上, 永高股份略低于中国联塑。

图 33: 永高股份国内分区域营收 (亿元)



资料来源: wind, 宏源证券

图 34: 中国联塑国内分区域营收 (亿元)



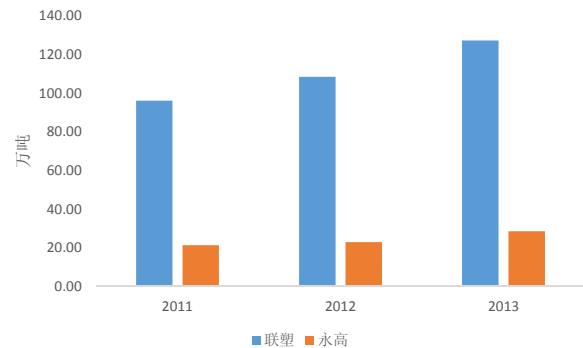
资料来源: wind, 宏源证券

图 35: 永高股份和中国联塑销售毛利率接近



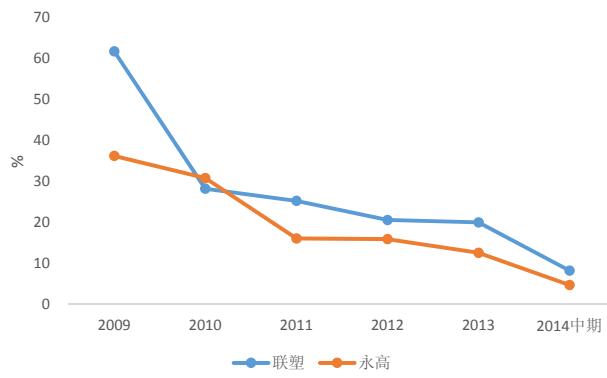
资料来源: wind, 宏源证券

图 76: 永高和联塑塑料管材销售量情况



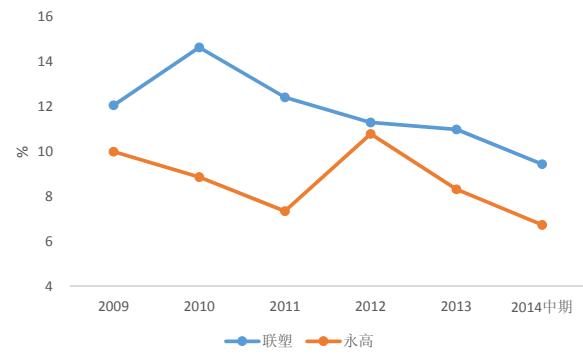
资料来源: wind, 宏源证券

图 37: 永高股份和中国联塑权益净利率趋势



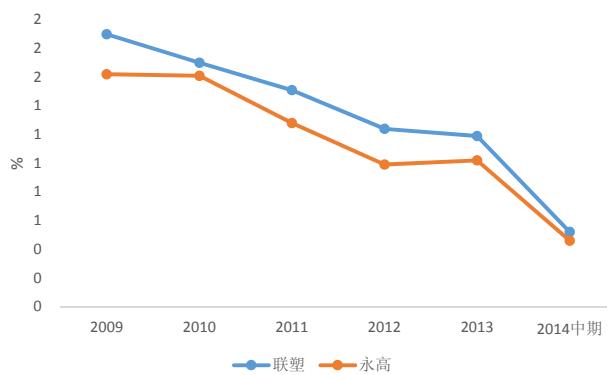
资料来源: wind, 宏源证券

图 88: 永高股份和中国联塑销售净利率趋势



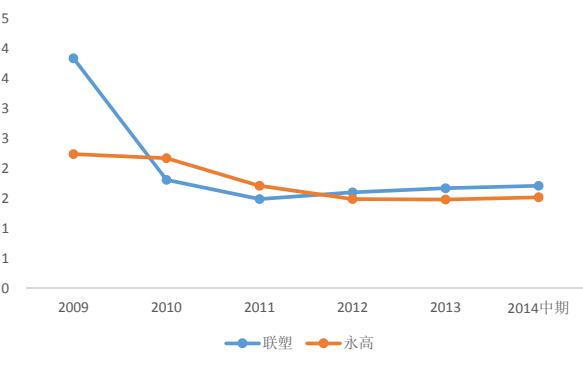
资料来源: wind, 宏源证券

图 39: 永高股份和中国联塑资产周转率趋势



资料来源: wind, 宏源证券

图 40: 永高股份和中国联塑权益乘数趋势



资料来源: wind, 宏源证券

## 六、盈利预测与估值

假设 2014-2016 年 PE 管道由于五水共治需求逐步增长，PVC 和 PPR 则由于家装领域推广需求平稳回升；假设 2015 年原材料不出现大幅上涨，测算 2014-2016 年收入 32.9、39.3、46.4 亿元，归属母公司股东净利润 2.16、3.99、5.18 亿元，对应的 EPS 为：0.50、0.92、1.18。

图 41：永高股份 PE 情况



资料来源：wind，宏源证券

图 42：永高股份 PB 情况



资料来源：wind，宏源证券

表 15：公司分业务业绩预测明细

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>PVC-U 管</b>									
收入（百万元）	902.27	943.45	1,170.29	1,491.16	1,577.84	1,715.22	1,920.88	2,207.12	2,538.18
成本（百万元）	778.19	775.42	953.57	1,219.57	1,187.76	1,287.96	1,458.24	1,595.83	1,835.21
产能（万吨）	12.05	13.07	14.70	17.00	18.50	20.70	25.00	30.00	33.00
销量（万吨）	11.04	12.59	14.06	16.56	18.20	21.00	23.52	27.05	31.11
增速（%）							12.00%	15.00%	15.00%
销售均价（元/吨）	8170.52	7494.84	8324.73	9004.59	8669.45	8167.71	8,167.00	8,160.00	8,160.00
单位成本（元/吨）	7046.91	6159.99	6783.11	7364.55	6526.15	6133.14	6,200.00	5,900.00	5,900.00
毛利（元/吨）	1123.61	1334.84	1541.61	1640.04	2143.30	2034.57	1967.00	2260.00	2260.00
毛利率（%）	13.75	17.81	18.52	18.21	24.72	24.91	24.08	27.70	27.70
<b>PVC-C 管</b>									
收入（百万元）	11.83	19.19	35.04	47.93	49.78	47.53	47.25	47.25	47.25
成本（百万元）	10.09	15.83	27.61	38.98	38.22	34.75	35.10	32.40	32.40
产能（万吨）	0.10	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
销量（万吨）	0.04	0.07	0.11	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
销售均价（元/吨）	27511.63	27028.17	31567.57	36869.23	36874.07	35207.41	35,000.00	35,000.00	35,000.00
单位成本（元/吨）	23465.12	22295.77	24873.87	29984.62	28311.11	25740.74	26,000.00	24,000.00	24,000.00
毛利（元/吨）	4046.51	4732.39	6693.69	6884.62	8562.96	9466.67	9000.00	11000.00	11000.00
毛利率（%）	14.71	17.51	21.20	18.67	23.22	26.89	25.71	31.43	31.43
<b>PPR 管</b>									
收入（百万元）	252.90	281.47	331.39	431.66	481.69	521.13	609.50	853.30	1,109.29
成本（百万元）	181.84	167.52	217.97	296.88	297.59	338.89	409.40	547.40	711.62
产能（万吨）	0.965	1.22	1.35	1.70	2.00	3.70	4.75	4.75	4.75
销量（万吨）	0.97	1.15	1.31	1.58	1.90	2.00	2.30	3.22	4.19

增速 (%)								15.00%	40.00%	30.00%
销售均价 (元/吨)	26045.31	24390.81	25277.65	27320.25	25352.11	26056.50	26,500.00	26,500.00	26,500.00	
单位成本 (元/吨)	18727.09	14516.46	16626.24	18789.87	15662.63	16944.50	17,800.00	17,000.00	17,000.00	
毛利 (元/吨)	7318.23	9874.35	8651.41	8530.38	9689.47	9112.00	8700.00	9500.00	9500.00	
毛利率 (%)	28.10	40.48	34.23	31.22	38.22	34.97	32.83	35.85	35.85	
<b>PE 管</b>										
收入 (百万元)	132.78	133.70	163.33	188.41	237.00	470.06	543.95	652.74	783.29	
成本 (百万元)	113.87	93.93	126.53	158.73	196.45	384.93	443.38	516.12	619.44	
产能 (万吨)	1.30	1.50	3.90	3.90	4.00	5.80	10.50	10.50	10.50	
销量 (万吨)	1.29	1.44	1.76	1.96	2.80	5.50	6.33	7.59	9.11	
增速							15.00%	20.00%	20.00%	
销售均价 (元/吨)	10301.01	9291.17	9259.07	9612.76	8464.29	8546.55	8600.00	8600.00	8600.00	
单位成本 (元/吨)	8833.98	6527.45	7172.90	8098.47	7016.07	6998.73	7,010.00	6,800.00	6,801.00	
毛利 (元/吨)	1467.03	2763.72	2086.17	1514.29	1448.21	1547.82	1590.00	1800.00	1799.00	
毛利率 (%)	14.24	29.75	22.53	15.75	17.11	18.11	18.49	20.93	20.92	
<b>其他</b>										
收入 (百万元)	128.81	128.78	106.39	156.86	154.09	157.13	160.00	160.00	160.00	
成本 (百万元)	118.65	108.35	94.39	133.91	124.76	124.38	130.00	130.00	130.00	
其他业务收入				8.43	13.88	7.35	8.00	8.00	8.00	
其他业务成本				5.60	13.43	7.10	7.00	7.00	7.00	
<b>营业总收入</b>				<b>2316.02</b>	<b>2500.40</b>	<b>2911.07</b>	<b>3289.58</b>	<b>3928.41</b>	<b>4646.01</b>	
<b>营业总成本</b>				<b>1848.07</b>	<b>1844.78</b>	<b>2170.91</b>	<b>2483.12</b>	<b>2828.75</b>	<b>3335.66</b>	
<b>综合毛利率</b>				<b>20.2%</b>	<b>26.2%</b>	<b>25.4%</b>	<b>24.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.2%</b>	

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

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
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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范围包括证券投资咨询业务。