

夯实塑管主业，多元发展构建新增长曲线

核心观点：

- A股塑管龙头，业绩修复盈利改善：**公元股份是国内塑料管道行业中产品系列化、生产规模化、经营品牌化、布局全国化的大型城乡管网建设的综合配套服务商，产销量位列国内塑料管道A股上市公司第一。2023年前三季度受益于原材料价格下降，公司毛利率修复，盈利能力改善，实现销售毛利率/销售净利率22.26%/5.26%，同比+5pct/+4.14pct。
- 塑管行业处于平稳期，集中度提升利好龙头企业：**行业中小企业众多，呈现“一超多强”的竞争格局。近年受下游资金紧张、市场需求疲软等影响，中小企业加速出清，行业集中度提升，利好塑料管道行业龙头企业。公元股份作为行业内具有产品品质优势、创新研发优势、品牌营销优势的企业，市场竞争力有望逐步显现，公司市占率将进一步提升。
- 存量+增量市场需求并存，塑料管道前景广阔：**我国新型城镇化建设持续推进，城市发展由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整。在国家大力推进新型城镇化建设及水网建设背景下，城市更新及国家水网建设等有望提升塑料管道市场空间，此外，新增专项债及万亿国债的下达将加速2024年基建工程项目落地，带动塑料管道终端市场需求释放。
- 塑管主业稳中求进，多元业务成为新增长点：**1)塑管业务：丰富的工程项目经验及较高的品牌知名度将助力公司在工程项目竞标中脱颖而出，2024年B端市场有望带动公司业绩快速增长。此外，公司不断调整优化渠道结构，通过“产品+服务”的销售模式提高公司C端品牌凝聚价值，扩大家装零售市场规模，C端业务有望拓展公司塑管业务增长空间。2)多元业务：如子公司公元新能成功于北交所上市，将有望拓宽太阳能业务融资渠道，加速业务规模扩张，公司太阳能业务有望实现更多增量。
- 盈利预测与投资建议：**公司作为塑料管道行业的龙头企业之一，在产品、规模、品牌、渠道等方面均具有明显优势。我们预计2023-2025年公司营业收入分别为80.48/91.46/102.36亿元，归母净利润为4.70/5.68/6.32亿元；每股收益为0.38/0.46/0.51元，对应市盈率为12.65/10.47/9.41倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动超预期的风险，下游需求不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7978.52	8047.69	9145.70	10236.35
收入增长率%	-10.16	0.87	13.64	11.93
归母净利润(百万元)	81.37	470.10	567.92	631.97
利润增速%	-85.89	477.72	20.81	11.28
摊薄EPS(元)	0.07	0.38	0.46	0.51
PE	73.11	12.65	10.47	9.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公元股份(002641)

推荐 (维持评级)

分析师

王婷

电话：010-80927672

邮箱：wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519060002

贾亚萌

电话：010-80927680

邮箱：jiayameng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060001

市场数据

2023-12-22

股票代码	002641
A股收盘价(元)	4.84
上证指数	2,914.78
总股本万股	122,909
实际流通A股万股	113,438
流通A股市值(亿元)	55

相对沪深300表现图

2023-12-22



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河建材】公司点评报告_公元股份(002641.SZ):Q3

净利润大幅增长，看好公司全年业绩_20231025

目 录

一、A股塑管龙头，业绩修复盈利改善	3
(一) A股塑管龙头企业，业务布局全国.....	3
(二) 2023年公司业绩修复，盈利能力改善	4
二、塑管行业处于平稳期，集中度提升利好龙头企业.....	6
(一) 塑料管道产品品类众多，下游应用领域广阔.....	6
(二) 行业集中度提升，公司市占率有望提高	9
三、存量+增量市场需求并存，塑料管道前景广阔	10
(一) 新型城镇化持续推进，城市更新带动塑管存量需求	11
(二) 水利建设+中大型灌区建设提升塑料管道增量市场空间	13
(三) 专项债+万亿国债加速市政项目落地，24年塑料管道需求可期	14
四、塑管主业稳中求进，多元业务成为新增长点	14
(一) 公司B端竞争优势明显，布局C端寻找新突破.....	14
(二) 多元发展稳步推进，太阳能业务成为业绩增长点	17
(三) 减值风险释放完成，公司将进入新一轮成长期	20
五、公司估值及投资建议	20
(一) 盈利预测	20
(二) 相对估值	21
(三) 绝对估值	21
六、风险提示	22
附录：	25
(一) 公司财务预测表	25

一、A股塑管龙头，业绩修复盈利改善

(一) A股塑管龙头企业，业务布局全国

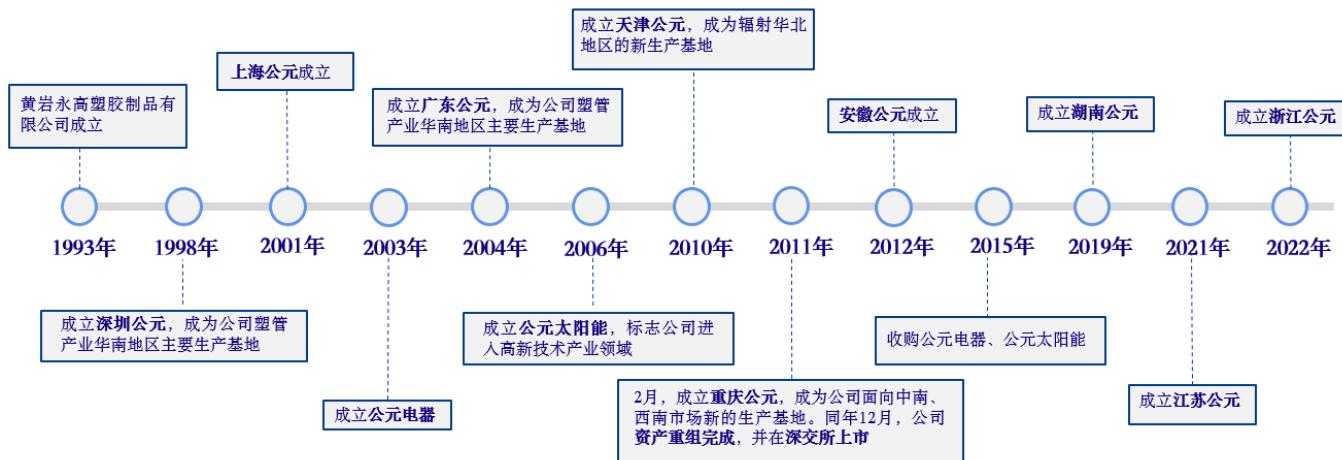
公元股份有限公司总部位于浙江台州，主营业务为塑料管道产品的研发、生产和销售。公司前身为黄岩永高塑胶制品有限公司，系由黄岩市精杰塑料厂和香港永得高有限公司于 1993 年共同出资组建，2006 年变更为内资企业，2008 年变更设立股份有限公司，随后于 2011 年 12 月在深交所上市，股票代码为 002641.SZ。

公元股份经过多年发展，现已成为国内塑料管道行业中产品系列化、生产规模化、经营品牌化、布局全国化的大型城乡管网建设的综合配套服务商，公司主要生产聚氯乙烯（PVC）、聚乙烯（PE）、无规共聚聚丙烯（PP-R）等几大系列，共计 7000 余种不同规格、品种的管材、管件及阀门，其管道产品主要应用于市政管网、工业管网、建筑工程、消防保护、电力通讯、全屋家装、农业养殖、燃气管网等八大领域。目前公司塑料管道年产能约 110 万吨，产销量位列国内塑料管道 A 股上市公司第一。公司在全国拥有九大生产基地，分别位于浙江、安徽、上海、江苏、天津、重庆、湖南、广州、深圳，在国内外拥有 2600 多家一级经销商，建立了经销商、分销商、零售商多层次、一体化的销售网络体系。

图1：公元股份九大生产基地分布情况

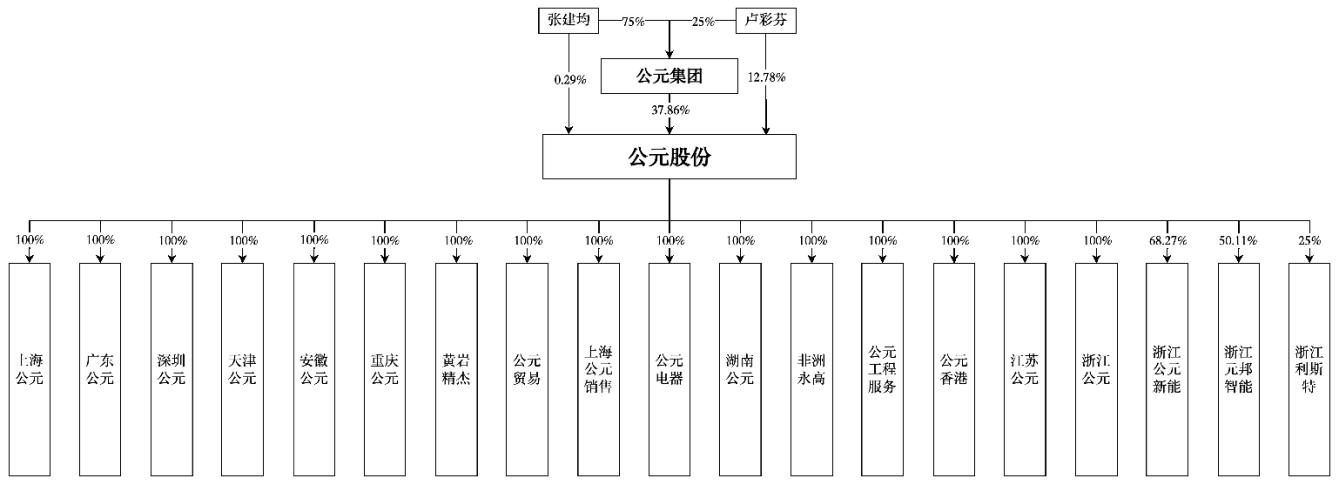


资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

图2：公元股份历史沿革


资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

公元股份为家族型企业，张建均先生与卢彩芬女士为公司共同实际控制人，两人为夫妻关系，第一大股东是公元塑业集团有限公司。公元塑业集团有限公司(简称:公元集团)持有公司股份 465,296,370 股，占公司总股本的 37.86%，张建均、卢彩芬分别持有公元集团 75%、25%的股权，因此两人间接控股 37.86%公元股份股权。卢彩芬直接持有公司股份 157,060,000 股，占公司总股本的 12.78%。张建均直接持有公司股份较少，持股比例为 0.29%。张建均、卢彩芬夫妇合计控制公元股份 50.93%的股权，能够对公司的股东大会决策产生重大影响。

图3：公元股份股权结构


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(二) 2023 年公司业绩修复，盈利能力改善

前三季度公司营收小幅下降，净利润大幅改善。公司自上市以来营业收入显著增长，2011–2022 年复合增长率 11.86%，2011–2021 期间公司营收逐年创新高，但 2022 年及 2023 年前三季度受下游需求疲软的影响，营收小幅下降，2022 年公司实现营业收入 79.79 亿元，同比下降 10.16%，2023 年前三季度实现营收 55.21 亿元，同比下降 5.84%。净利润方面，公司上市以来归母净利润虽有波动，但整体盈利水平明显提升。2011–2018 年公司处于生产基地布局及业务拓展阶段，各项成本费用较高，盈利能力受限，归母净利润基本保持在 2 亿元左右；随着公司产能的持续释放、各区域业务管理效用的提升，公司净利润显著增长，2020 年公司实现归母净利润 7.70 亿元，同比增长 49.81%；但 2021、2022 年受原材料价格上涨及恒大应收账款坏账计提影响，公司归母净利润大幅下降，2021/2022 年公司归母净利润

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

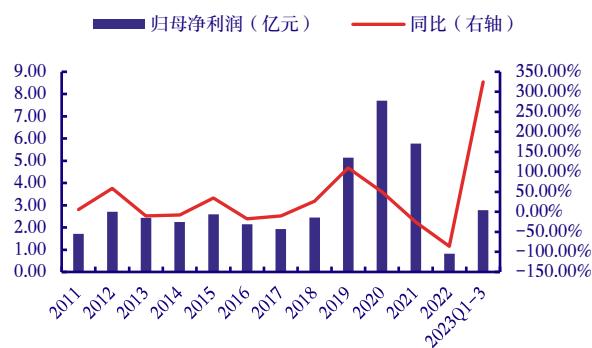
润分别为 5.77/0.81 亿元，同比下降 25.04%/85.89%。2023 年前三季度公司实现归母净利润 2.78 亿元，同比增加 324.79%，其主要原因系原材料价格回落盈利能力修复，以及去年同期基数较低所致。

图4：公元股份营业收入及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：公元股份归母净利润及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

盈利能力方面，公司自上市以来销售毛利率基本保持稳定，除 2021、2022 年受原材料 PVC 价格高位影响导致毛利率小幅下降之外，公司销售毛利率均保持在 20%以上；销售净利率去年受应收账款坏账计提影响大幅下降。2022 年公司实现销售毛利率/销售净利率 18.32%/1.05%，同比-0.48pet/-5.44pet；2023 年前三季度受益于原材料价格下降，公司毛利率有所修复，盈利情况改善，实现销售毛利率/销售净利率 22.26%/5.26%，同比+5pet/+4.14pet。

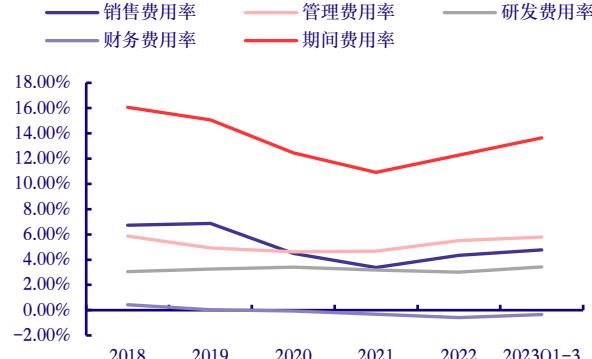
费用管控能力方面，公司自上市以来费用管控能力较明显提升，前期业务扩展阶段费用逐渐增加，后期随着各区域业务管理能力的提升，公司期间费用率显著下降，2021 年公司期间费用率为 10.91%，较 2016 年费用率最高点下降 8.73pet；2022 年至今，因受下游需求低迷影响，公司产能利用率较低，规模效用发挥不充分，期间费用率小幅回升，2022 年公司期间费用率为 12.27%，同比+1.36pet，2023 前三季度期间费用率为 13.66%，同比+0.96pet。

图6：公元股份销售毛利率及销售净利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图7：公元股份各项费用率

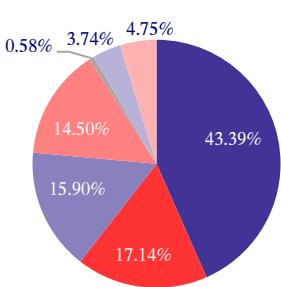


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

分业务来看，截至 2023 年上半年，公司主营业务塑料管道占公司总营收的 76.44%，其中 PVC 管材管件占总营收的 43.39%，PE 管材管件及 PPR 管材管件占比分别为 17.14%/15.90%；太阳能产品及电器产品分别占公司总营收的 14.50%/0.58%。从产品毛利水平来看，塑管三大产品中 PPR 管材管件毛利率维持高位，且呈增长态势，2023H1 达 44.80%；公司塑管产品占比最高的 PVC 管材管件毛利率水平较低，近年呈下降趋势，2023H1 为 18.82%；近年 PE 管材管件毛利率有所波动，2023H1 略高于 PVC 管材管件毛利率水平，为 19.81%。

图8：2023H1 公元股份各产品营收占比

■PVC管材管件 ■PE管材管件 ■PPR管材管件 ■太阳能产品
 ■电器产品 ■其他主营业务 ■其他业务

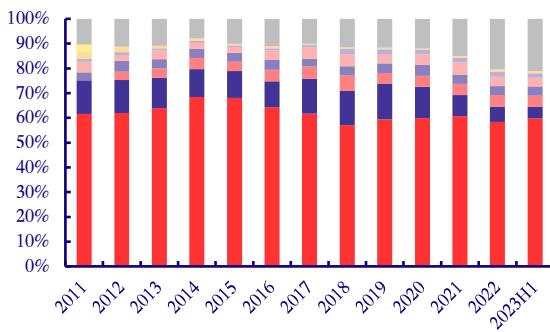


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分区域来看，公司业务主要集中在华东地区，2023H1 华东地区实现营业收入 20.85 亿元，占比 57.26%，其余地区营收占比相对较少，华南/华中/西南/华北/西北/东北营收占比分别为 4.64%/4.15%/3.65%/3.35%/1.76%/0.80%，公司目前暂未布局中南地区。此外，公司海外销售收入呈增长态势，2011-2022 年公司海外业务营业收入年复合增速为 17.32%，截至 2023H1 海外业务营收占比为 20.24%。从区域毛利水平来看，2023H1 华东/华南地区毛利率为 27.79%/17.70%，较 2022 年增加 8.02pct/0.50pct，海外业务毛利率为 15.66%，较 2022 年减少 0.56pct。

图10：公元股份历年各区域营收占比情况

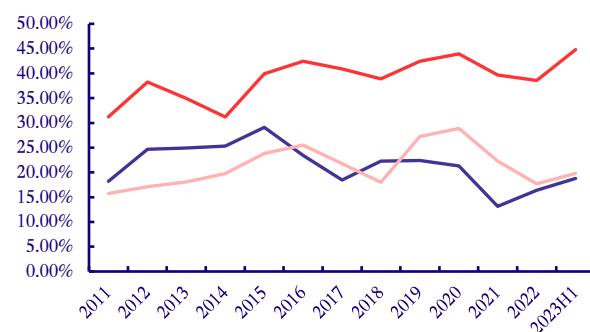
■华东 ■华南 ■华中 ■西南 ■华北 ■西北 ■东北 ■中南 ■国外



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：公元股份三大塑管产品毛利率

■PVC管材管件 ■PE管材管件 ■PPR管材管件

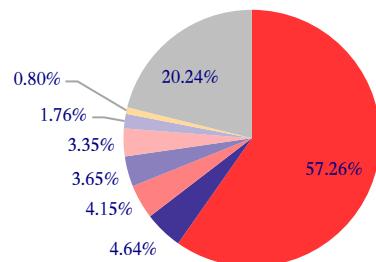


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：公元股份历年各区域营收占比情况

图11：2023H1 公元股份各区域营收占比

■华东 ■华南 ■华中 ■西南 ■华北 ■西北 ■东北 ■国外



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、塑管行业处于平稳期，集中度提升利好龙头企业

（一）塑料管道产品品类众多，下游应用领域广阔

塑料管道与传统的铸铁管、镀锌钢管、水泥管等管道相比，具有节能节材、环保、轻质高强、耐腐蚀、内部光滑不结垢、施工和维修简便、使用寿命长等特点，广泛应用于建筑给排水、城乡给排水、城市燃气、电力和光缆护套、工业流体输送、农业灌溉等建筑业、市政工程、水利工程、工业和农业等领域。

图12：塑料管道主要应用领域



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

塑料管道的上游行业为石油化工行业，下游行业为建筑、市政、燃气等行业。

上游：企业盈利情况受原材料价格影响较大。塑料管道的原材料主要包括 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等树脂材料，其属于大宗石油化工产品，价格与国际石油价格密切相关，原材料成本占塑料管道产品生产成本比重约 80%。塑料管道生产企业对上游溢价能力较弱，且因行业企业众多，产品具有同质化，企业生产成本压力无法完全有效传导到下游，导致企业盈利情况受原材料价格影响较大。近年受国际原油市场价格影响，塑管原材料价格波动幅度较为剧烈，2021-2022 年价格出现大幅上涨且维持高位运行。从行业龙头上市企业业绩情况来看，2021-2022 年公司销售毛利率疲软运行，与期间原材料价格高位相呼应。2023 年原材料价格较明显下降，各塑管企业毛利率修复，2023 年前三季度公元股份实现销售毛利率 22.26%，同比+5pct。

图13：塑料管道主要原材料现货价（元/吨）



资料来源：iFinD，生意社，中国银河证券研究院

图14：塑料管道龙头企业近年销售毛利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

中游：PVC 管在国内塑料管道市场使用量最大。塑料管道根据其使用原材料的不同可以分为聚氯乙烯（PVC）管、聚乙烯（PE）管、聚丙烯（PP）管、ABS 管、聚丁烯（PB）管等，其中 PVC 管、PE 管、PP 管为主要的三大塑料管道。PVC 管是国内推广使用最早，目前使用量最大的塑料管道，广泛应用于排水、通信、电力领域；PE 管目前主要用于市政给排水系统、燃气输送领域；PP 管材中主要以 PPR 管为主，其主要用于家装冷热水及采暖领域。根据华经产业研究院数据，2020 年 PVC 管/PE 管/PPR 管产量占全国塑料管道产量比重分别为 55%/25%/10%。

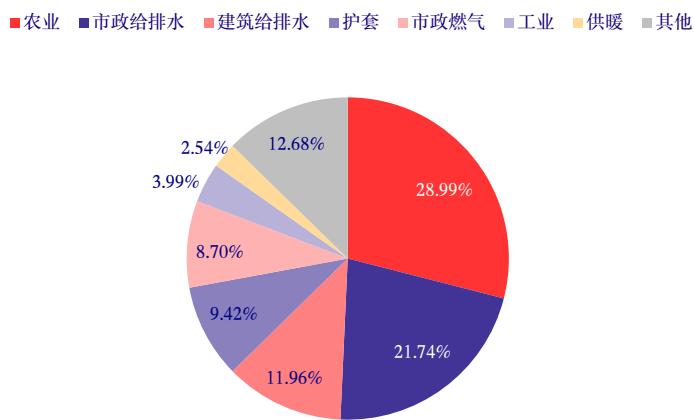
表1：塑料管道细分产品及应用领域

材质	产品名称	主要应用领域
PVC	PVC-U 排水管材、管件	建筑排水
	PVC-U 给水管材、管件	建筑、市政给水
	PVC-U 双壁波纹管	室外排水
	PVC-U 电工套管	建筑电线护套
	PVC-C 给水管材、管件	建筑内热水管
	PVC-C 电缆护套	高压电缆护套
	PVC-C 化工用管	化工用管道
软质 PVC	转质 PVC	医用导管、花园管
PE	PE 建筑排水用管材、管件	建筑同层、虹吸排水系统
	PE 给水管材、管件	城乡供水输送、地缘热泵中央空调系统、农业灌溉
	PE 双壁波纹管等结构壁管材	市政排水、排污
	PE 燃气用管材、管件	城市燃气输送
	PE 护套管	电力、光纤护套
	PE-X	建筑内冷热水管、采暖
	PE-RT	建筑内地板辐射采暖
PP	PPR	建筑内冷热水管、采暖
	PPH	化工用管道
	MPP	高压电缆护套
	PP	工业排水、排污
PB	PB	建筑内冷热水管、建筑内采暖道
ABS	ABS	建筑内热水管、化工用管道

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

下游：塑料管道下游应用占比最高的是农业用管。塑料管道下游行业主要为市政、建筑、农业、工业、通信、电力等，根据华经产业研究院数据，2020年中国塑料管道下游应用领域占比较多的是农业用管（28.99%）、市政给排水（21.74%）及建筑给排水（11.96%），护套、市政燃气、工业、供暖领域占比依次为9.42%/8.70%/3.99%/2.54%。目前塑料管道在建筑及市政给排水、燃气、供热、农业领域的应用不断提高，在通讯、交通、化工、核电等新兴领域也有较大突破，随着下游应用领域的不断扩大，塑料管道行业未来发展空间广阔。

图15：2020年中国塑料管道下游应用领域结构占比



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

(二) 行业集中度提升，公司市占率有望提高

行业处于平稳发展期。我国塑料管道发展大致经历了研究开发、推广应用、产品化发展三个阶段。1999年《关于加强技术创新推进化学建材产业化的若干意见》出台后，国家大力推进塑料管道在住宅建设、市政工程、农业灌溉、交通运输建设等领域的应用，“以塑代钢”逐渐成为发展趋势，我国塑料管道行业进入产业化快速发展期，产量快速增加，从2000年不到80万吨增长至2010年840万吨，年复合增速超过20%。近年随着塑料管道市场饱和度的增加，下游需求逐步稳定，行业进入平稳发展期，塑管产量增幅明显收窄，2011-2021年塑管产量年复合增速为5.20%；2022年受地产行业疲软运行影响，塑料管道需求承压，塑管年产量首次出现负增长，2022年国内塑料管道总产量为1645万吨，同比下降0.90%。后续在国家“稳增长”的目标背景下，基建有望发力，地产有望继续改善，利好塑料管道下游需求，预计行业延续平稳发展。

图16：中国塑料管道产量及同比增速



资料来源：中国塑料加工工业协会，中国塑协塑料管道专委会，智研咨询，中国银河证券研究院

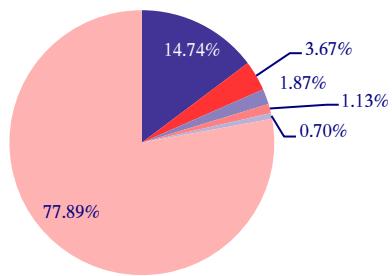
行业中小企业众多，呈现“一超多强”的竞争格局。因塑料管材产品生产工艺较简单，且生产企业所需投入资金相对较少，致使塑料管道行业进入壁垒不高，行业内中小企业众多，属于充分竞争市场。截至2022年底，国内较大规模的塑料管道生产企业有上千家，其中年产能40万吨以上塑管生产企业超过10家，20万吨以上企业超过20家，10万吨以上企业超过30家。

分区域来看，塑料管道生产企业主要集中在华东和华南地区，其中广东、浙江、山东三省的生产能力总和已接近全国总量的一半，主要行业龙头企业也均来自以上三省，如中国联塑（广东）、公元股份（浙江）、伟星新材（浙江）、雄塑科技（广东）等。

分企业来看，国内塑料管道行业目前虽集中度较低，但仍呈“一超多强”的局面。“一超”指中国联塑，根据2022年产量数据，中国联塑产量占比为14.74%，位居国内塑料行业之首；“多强”指公元股份、伟星新材、雄塑科技、顾地科技等企业，2022年产量占比分别为3.67%/1.87%/1.13%/0.70%；其他塑管企业产量占比为77.89%，行业集中度有较大提升空间。

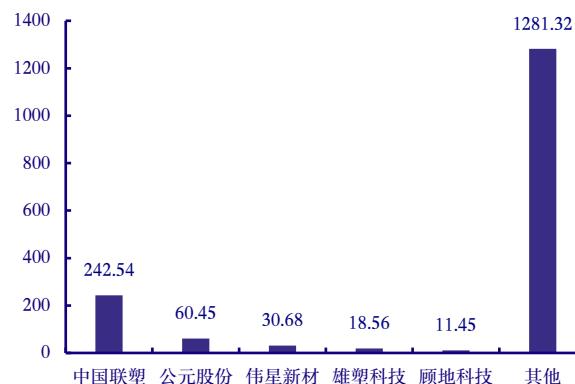
图17：2022年国内塑料管道主流企业产量占比

■中国联塑 ■公元股份 ■伟星新材 ■雄塑科技 ■顾地科技 ■其他



资料来源：中国塑协塑料管道专委会，各公司公告，中国银河证券研究院

图18：2022年国内塑料管道主流企业产量（万吨）



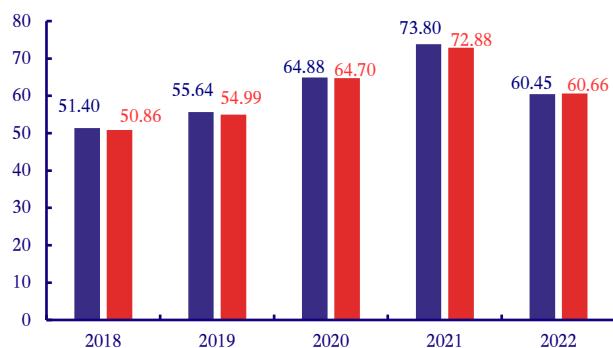
资料来源：中国塑协塑料管道专委会，各公司公告，中国银河证券研究院

中小企业加速出清，行业集中度提升，利好行业龙头企业。随着塑料管道行业需求逐渐趋于饱和，以及终端用户生活水平的提高，进而对塑料管道产品质量、性能等要求不断提升，行业逐渐向功能化、高端化、系统化、智能化（简称“四化”）发展。近年塑料管道行业持续推进产业结构优化，行业内落后产能逐步淘汰，行业需求及发展资源向具有产品品质优势、品牌影响力广的行业龙头企业聚拢。与此同时，近年受下游资金紧张、市场需求疲软等影响，行业中小企业经营压力加剧，停产、转产、破产等现象明显增多，中小企业加速出清，利好塑料管道行业龙头企业。

公元股份市占率有望进一步提升。公元股份作为塑料管道行业内主流企业、A股上市公司中产能规模第一的企业，近年产能规模不断扩大，产销量呈增长态势，公司产量占行业总产量比重自2018年3.28%提升至2022年3.67%。未来在塑料管道行业向“四化”进一步发展的背景下，公元股份作为行业内具有产品品质优势、创新研发优势、品牌营销优势的企业，市场竞争力有望逐步显现，公司市占率将进一步提升。

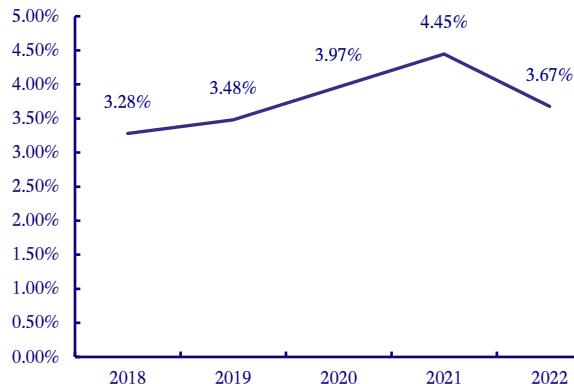
图19：2018–2022年公元股份产量及销量

■销量（万吨） ■产量（万吨）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图20：2018–2022年公元股份产量占行业总产量比重



资料来源：中国塑协塑料管道专委会，公司公告，中国银河证券研究院

三、存量+增量市场需求并存，塑料管道前景广阔

2024年基建投资有望延续高增速，利好塑料管道在基建端需求的增加。近年我国基础设施建设投资保持高增速，根据国家统计局数据，2014–2017年我国基础设施建设投资增速年同比均高于17%，2018年后基建投资增速虽有回落，但仍处于较高水平。2023年1–11月基础设施建设投资同比增长5.8%，其中1–11月水利管理业投资同比增长5.2%，均保持高增速水平。近年地方政府专项债目标发行额度逐年增加，为基建投资提供资金支持，2023年地方专项债预期目标金额为3.8万亿元，同比增长4.11%，截至2023年10月，地方政府新增专项债券累计发行额为3.68万亿元，占全年发行总目标

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

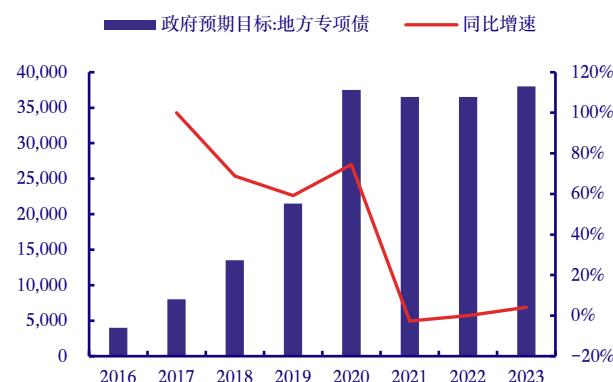
的 96.79%。在“稳增长”背景下，2024 年基建投资水平有望延续，一方面，新型城镇化建设及国家水网建设等有望带动明年市政端需求，另一方面，万亿国债的下发及 24 年地方政府专项债的提前下达将助力基建项目的落地。

图21：基础设施建设投资累计同比（%）



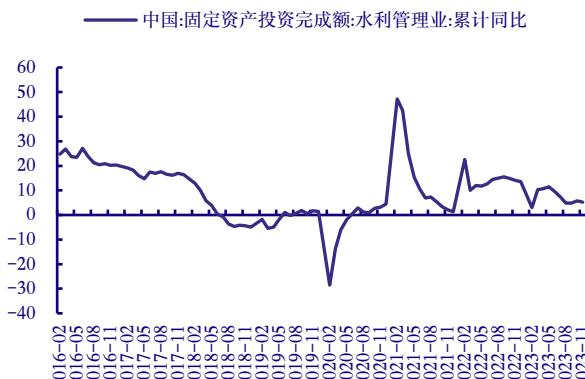
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图23：地方政府专项债年度发行目标（亿元）及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

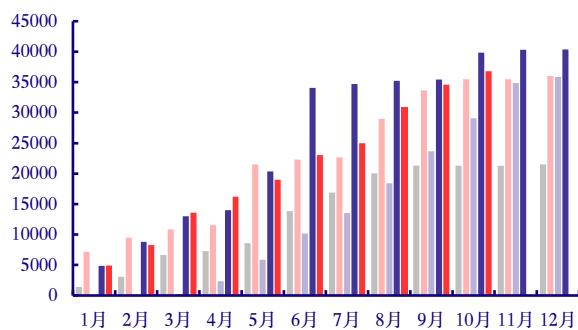
图22：水利管理业投资累计同比（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图24：地方政府新增专项债累计发行额（亿元）

■ 2023 ■ 2022 ■ 2021 ■ 2020 ■ 2019



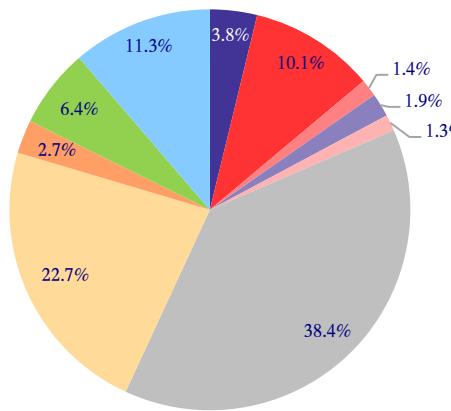
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（一）新型城镇化持续推进，城市更新带动塑管存量需求

管道建设投资占比较高。城市管网建设是我国城镇化建设中重要一部分，保障城市基础供水、排水、燃气等领域的正常运行。市政管道工程建设主要涉及城市给水管道、排水管道、燃气管道、热力管道、电力电缆的建设，根据住房城乡建设部数据，2022 年全国市政设施固定资产投资 2.66 万亿元，其中供水投资 713.3 亿元（占比 3.8%），排水投资 1905.1 亿元（占比 10.1%），燃气投资 286.0 亿元（占比 1.4%），集中供热投资 339.8 亿元（占比 1.9%），地下管廊投资 307.6 亿元（占比 1.3%），合计占比约 18.5%，管道建设在国内城市建设投资中占比较高。

图25：2022年全国市政设施固定资产投资构成

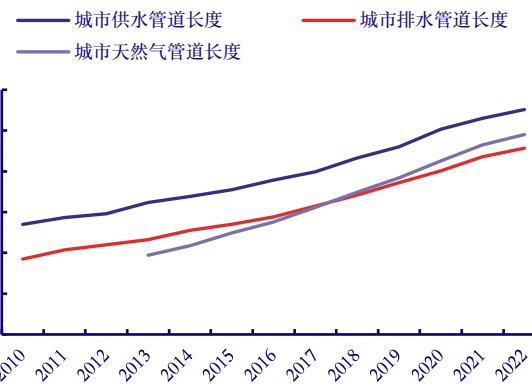
■供水 ■排水 ■燃气 ■集中供热 ■地下综合管廊 ■道路桥梁 ■轨道交通 ■市容环境卫生 ■园林绿化 ■其他



资料来源：中国塑协塑料管道专委会，中国银河证券研究院

近年我国城市管道长度呈持续增长态势。近年我国城镇化建设持续推进，城市管道长度不断增加，2012–2022年我国城市供水管道长度/排水管道长度年复合增速分别为6.42%/7.60%。2022年我国城市供水管道长度达110.30万公里，同比增长4.06%；城市排水管道长度达91.35万公里，同比增长4.73%；天然气管道长度98.04万公里，同比增长5.52%。

图26：近年我国城市供水、排水、天然气管道长度趋势（万公里）



资料来源：Wind, 中国塑协塑料管道专委会，中国银河证券研究院

图28：2010–2022年我国城市排水管道长度（万公里）及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

新型城镇化建设持续推进，“十四五”期间塑料管道存量市场空间可期。我国新型城镇化建设持续推进，城市发展由大规模增量建设转为存量提质改造和增量结构调整，城市更新成为我国城镇化建设

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图27：2010–2022年我国城市供水管道长度（万公里）及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图29：2013–2022年我国城市天然气管道长度（万公里）及同比增速



资料来源：中国塑协塑料管道专委会，中国银河证券研究院

重要一部分。近年与城市更新相关政策持续发布，“十四五”期间将从老旧小区、城中村、保障性住房等方面持续推动城市管道改造与更新。

2022年7月国务院办公厅发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》中提到，大力改造提升城镇老旧小区，改造市政配套基础设施（小区内部及与小区联系的供水、排水、供电、弱电、道路、供气、供热等基础设施）等，到“十四五”期末力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。2022年5月国务院办公厅发布《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022-2025年）》提出，适度超前进行基础设施建设和老化更新改造，加快推进城市燃气管道等老化更新改造，要求于2025年底前基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务。2022年7月国家发改委发布的《“十四五”新型城镇化实施方案》中提到，“十四五”期间要推进管网更新改造和地下管廊建设：全面推进燃气管道老化更新改造，统筹推进城市及县城供排水、供热等其他管道老化更新改造，指导各地在城市老旧管网更新改造等工作中因地制宜协同推进管廊建设等。2023年7月国务院常务会议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等多种方式有序推进城中村改造。于此同时，2023年12月中央经济工作会议提到，2024年要统筹新型城镇化和乡村全面振兴，推动以县城为重要载体的新型城镇化建设，加快推进城中村改造、保障性住房建设、“平级两用”公共基础设施建设等“三大工程”。

随着后续新型城镇化建设的持续推进，城市供水、排水、燃气等基础管道设施将不断优化更新，塑料管道存量市场需求有望扩大。城镇化建设中涉及的城中村改造、保障房建设、老旧小区改造升级等均属于基础设施建设范畴，政府新增专项债及万亿国债将助力其项目的落地，2024年塑料管道市政端需求可期。

（二）水利建设+中大型灌区建设提升塑料管道增量市场空间

国家水网建设加快推进，带动塑料管道增量市场需求。2023年5月中共中央及国务院印发的《国家水网建设规划纲要》中提到，2021-2035年期间要加快构建“系统完备、安全可靠，集约高效、绿色智能，循环通畅、调控有序”的国家水网，目标到2025年建设一批国家水网骨干工程，到2035年基本形成国家水网总体格局，国家水网主骨架和大动脉逐步建成，省市县水网基本完善。随着国家水网建设的不断推进，市政管道工程及水利工程建设有望增加，拉动塑料管道增量市场需求。

此外，农业灌溉面积的增加进一步厚增塑管需求。2021年8月农业农村部、国家发改委、自然资源部等多个政府部门联合发布《“十四五”全国农业绿色发展规划》，“十四五”期间新增高效节水灌溉面积6000万亩。2021年9月水利部印发的《全国“十四五”农村供水保障规划》中提出，到2025年全国农村自来水普及率达到88%，到2035年，我国将基本实现农村供水现代化。此外，2023年9月，水利部部长李国英等介绍扎实推动新阶段水利高质量发展、全面提升国家水安全保障能力有关情况时提到，“十四五”期间对全国1200多处大中型灌区实施续建配套与现代化改造，完成后预计可新增恢复灌溉面积1780万亩，改善灌溉面积1.17亿亩；新建30处大型灌区，预计可新增灌溉面积1500万亩，改善灌溉面积980万亩。随着中大型农业灌溉区的新建与改造，将进一步厚增塑料管道在农业领域的需求增量。

图30：2006–2022年我国耕地灌溉面积（万公顷）及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（三）专项债+万亿国债加速市政项目落地，24年塑料管道需求可期

专项债支持城中村及保障房项目建设，进一步增加塑料管道需求。根据监管要求以及2023年发布的多项政策指引，2024年专项债投向整体保持10大领域不变，但其中细项有部分变化。专项债券支持的十大领域分别是交通基础设施领域、能源领域、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、新型基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程，其中保障性安居工程包含城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、公共租赁住房、棚户区改造四个细分项，2024年将新增城中村改造、保障性住房两个方向。目前各地方已开始储备和谋划2024年专项债项目，部分新增地方债务限额有望提前下达，城中村改造及保障房项目有望进一步增加塑料管道市场需求。

万亿国债加快水利市政工程落地，24年塑料管道需求将有明显增加。2023年10月24日，十四届人大六次会议通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。此次增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，2023年拟安排使用5000亿元，结转24年使用5000亿元。资金将重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设八个方面。截至2023年12月18日，第一批资金预算2379亿元已经下达，支持项目主要聚焦于交通、水利等基础设施的灾后重建和提升防灾减灾能力、高标准农田建设、气象基础设施等。万亿国债的增加及快速下达将助力明年水利市政工程项目快速落地与实施，2024年塑料管道需求有望厚增。

总体来看，在国家大力推进新型城镇化建设及水网建设背景下，城中村建设、保障性住房建设、老旧小区改造、国家水网建设、中大型农业灌区建设等有望提升塑料管道市场空间，此外，新增专项债及万亿国债的下达将加速2024年基建工程项目落地，带动塑料管道终端市场需求。

四、塑管主业稳中求进，多元业务成为新增长点

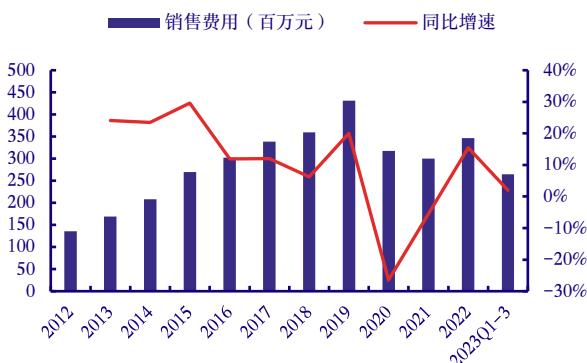
（一）公司B端竞争优势明显，布局C端寻找新突破

1. 品牌优势叠加B端项目经验，工程业务带动未来业绩增长

产品性能优异+营销持续，公司品牌知名度提升。公元股份是国内B端塑料管道龙头企业，主营业务塑料管道产品应用领域涵盖市政给水、排水、排污，建筑给水、电力电缆保护，农业灌溉等。自公请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

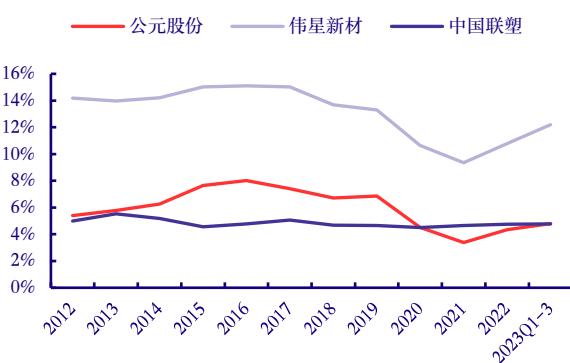
司上市到 2019 年左右，公司处于业务扩张阶段，销售及产品营销投入较大，销售费用率高于同样以 B 端业务为主的中国联塑，期间公元股份产品品牌知名度快速提升；近年公司销售费用率有所下降，整体与中国联塑保持相近水平，公司产品品牌在国内塑料管道行业中具有较强竞争优势。

图31：公元股份历年销售费用及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

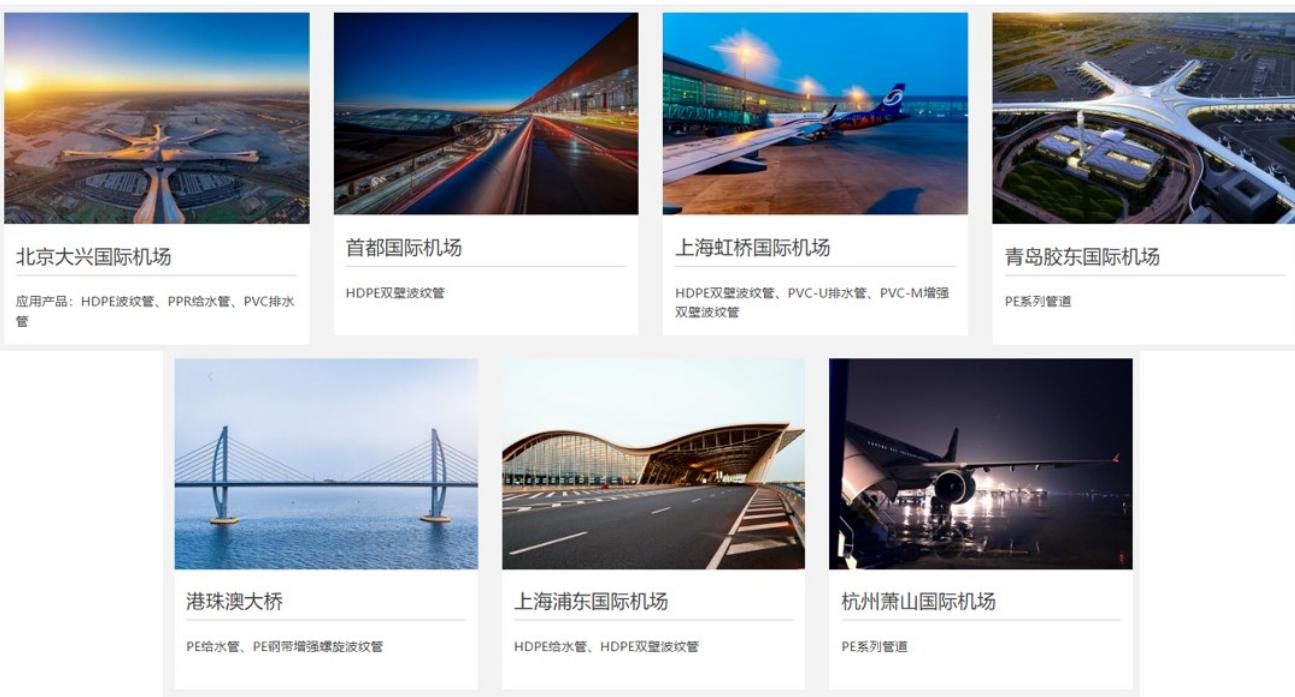
图32：塑料管道部分龙头企业销售费用率情况



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

B 端业务经验丰富，工程项目有望带动公司未来业绩。公司旗下“公元”牌塑料管道、“ERA 公元”和“永高牌”商标曾获多项国家级、省级殊荣，“ERA 公元”以 168.41 亿元的品牌价值成为 2023 中国品牌 500 强，且同时荣登 2023 亚洲品牌 500 强榜单。随着公司品牌知名度的提升，公司“公元”牌塑料管道被广泛应用于国家重点工程和国际援建项目，如港珠澳大桥、北京冬奥会项目、上海 F1 赛车场、上海浦东国际机场、上海世博园、北京奥体馆、南京奥体中心和广州亚运会场馆、珠海航空城、深圳会展中心、委内瑞拉直饮水工程等，公司在 B 端业务上具有丰富经验。随着“十四五”期间国家对水网建设、城镇化建设、农业灌溉等的持续推进，未来国家市政工程项目、基础设施建设项目对塑料管道的需求将大幅增加，公司丰富的工程项目经验及较高的品牌知名度将助力公司在工程项目竞标中脱颖而出，2024 年及“十四五”期间 B 端有望带动公司业绩快速增长。

图33：公元股份经典项目案例



资料来源：公司官网, 中国银河证券研究院

2. 产品品类众多，产能规模优势突出，产销量有增长空间

公司规模逐渐扩大，产销量呈增长态势。近年公司不断进行业务规模扩张，目前在全国拥有九大生产基地，基地遍布华东、华南、华中、西南、华北、西北、东北区域，合理的生产基地布局使公司运送产品半径能够覆盖全国绝大多数地区；截至2023年6月底公元股份年生产能力达110万吨，是目前国内规模最大的塑料管道企业之一。公司产量及销量呈增长态势，2012-2022年公元股份产量及销量年复合增速分别为9.83%/10.20%；受地产行业景气下行影响，公司2022年产销量小幅减少，产量及销量分别为60.45万吨/60.66万吨，同比减少18.09%/16.77%，产能利用率约60-70%，产销量仍处于较高水平；公司2022年产量占行业总产量比重的3.67%，产量规模位居国内A股上市公司第一。与此同时，公司塑料管道产品品类丰富，生产约7000多种不同规格的管材管件，产品口径涵盖16-2400mm，适用于多种应用场景，满足客户不同需求。公司产品品类优势及产能布局优势显著，随着“十四五”期间各省份城镇化建设、水网建设、农业灌区建设等多应用领域对塑料管道需求的增长，公司产销量有望进一步提升。

图34：公元股份各业务领域产品



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图35：公元股份历年产量及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图36：公元股份历年销量及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 优化渠道结构，布局 C 端拓展业务空间

经销渠道持续扩张，助推公司抢占市场份额。近年受地产行业景气下行、房企资金紧张等影响，塑料管道行业下游需求承压。在市场疲软背景下，公司不断完善经销网络和渠道网点下沉，在行业中型企业出清阶段抢抓市场份额，截至 2023 年 6 月底公司在国内外拥有 2600 多家一级经销商，80000 多家销售网点。

布局家装零售市场，拓展主业增长空间。此外，公司不断调整优化渠道结构，控制地产直销风险，扩大家装零售市场份额，巩固公司地产市场业务。家装零售方面，公司持续推进“渠道深耕+装企开发”的稳健经营模式，开展区域渠道经销商和家装公司分销渠道，通过“产品+服务”的销售模式提高公司 C 端品牌凝聚价值，扩大家装零售市场规模。建筑工程方面，公司将“控应收、稳发展”作为战略方向，选择优质房企合作，控制地产直供业务风险及房企应收坏账风险。2023 年 9 月公司入选“2023 年央国资房地产开发企业优选供应商（民族品牌）-管件管材类”，公司与国央企地产商合作有望进一步加强，未来公司建筑工程业务将稳健发展。

图37：公元股份一级经销商数量及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图38：公元股份入选 2023 年央国资房地产开发企业优选供应商



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）多元发展稳步推进，太阳能业务成为业绩增长点

除主业塑料管道之外，公元股份还涉及光伏新能源、开关插座、家居卫浴、智能装备等业务，公司多业务共同发展，一方面有利于分散主业塑料管道业务波动带来的业绩风险，另一方面通过新旧业务之间的协同作用提高公司品牌知名度及综合竞争力，助力公司打造综合配套服务商。

1. 太阳能业务：业务规模稳健增长，公元新能北交所上市有序推进中

公元新能是公元股份控股子公司，成立于 2006 年，主要从事太阳能光伏组件和新能源领域节能环保产品的研发、生产及销售，其中太阳能光伏组件主要包括太阳能光伏组件、光伏发电系统、光伏建筑一体化等，新能源领域节能环保产品主要包括太阳能灯具、低压灯具、新能源储能等应用产品。公元新能产品主要应用于光伏发电、庭院美化、智能家居、道路交通、户外野营、移动储能等场景。公司太阳能业务相关产品主要以出口为主，目前销售市场覆盖美国、意大利、巴西、西班牙、加拿大、法国、韩国、沙特阿拉伯、巴西等 70 多个国家和地区。目前公元新能年生产能力达 1.5GW。

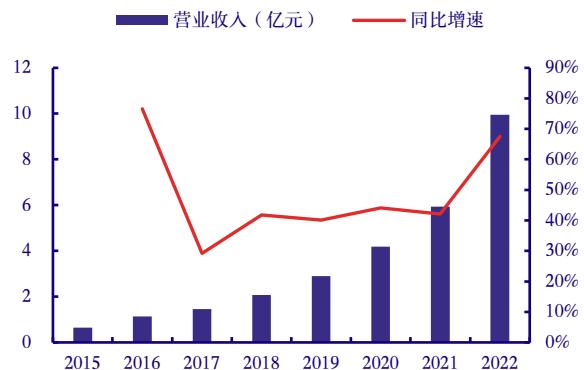
图39：公元新能市场分布



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

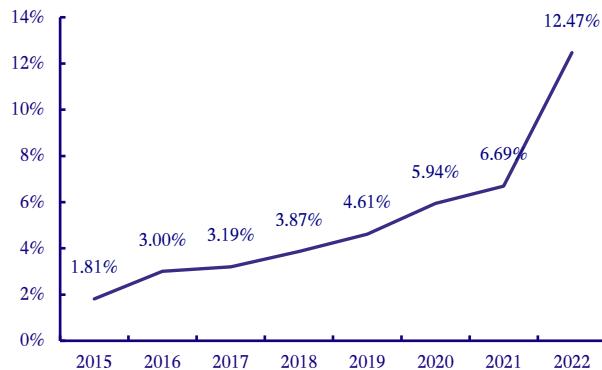
近年公司太阳能业务发展较好，业务规模保持稳健增长。公元股份于2015年收购公元新能并纳入合并报表，根据公司近年业绩来看，太阳能产品营业收入呈快速增长态势，自2015年0.64亿元增长至2022年9.95亿元，年复合增速达47.99%；太阳能产品营业收入占公元股份总营收比重逐年提升，2022年营业收入占比达12.47%，较2015年提升10.66pct。

图40：公元股份太阳能产品营业收入及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：公元股份太阳能产品营业收入占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

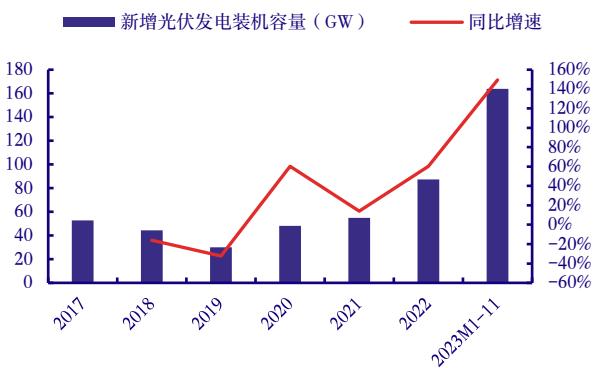
国内光伏产业高速发展，光伏新增装机有望带动公司太阳能业务需求。公司下游是光伏行业，下游客户主要包括光伏电站系统集成商、贸易商、终端客户等。随着我国光伏产业的快速发展，光伏组件产业规模快速增长，公司太阳能产品销量有望进一步增加。近年我国光伏装机规模保持增长态势，2018-2022年我国光伏发电装机容量年复合增速为17.59%，2022年底光伏发电累计装机容量达392.61GW，同比增长28.10%；2023年光伏装机发展势头更为强劲，装机量增幅显著扩大，2023年1-11月光伏发电总装机量为557.62GW，同比增长49.89%，新增光伏装机容量为163.88GW，较去年同期增长149.40%。当前我国风电及太阳能发电总装机量为970.45GW，根据我国领导人在气候雄心峰会上宣布2030年我国风光发电总装机量将达到1200GW以上的规划，风光发电总装机量仍有超一倍的增长空间，预计“十四五”期间我国光伏产业快速发展趋势不变，光伏高景气持续，光伏新增装机规模将继续维持增长态势，公司太阳能业务有望实现更多业绩增量。

图42：国内光伏发电装机容量及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图43：国内新增光伏发电装机容量及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

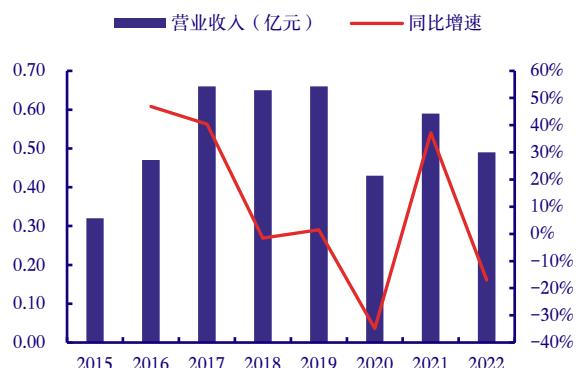
公元新能申请北交所上市，加速公司太阳能业务发展，有望成为新的业绩增长点。公元股份子公司公元新能于2012年12月12日在全国中小企业股份转让系统正式挂牌，证券代码为874007；随后于2023年6月26日公元股份发布公告，其子公司公元新能正在申请公开发行股票并在北交所上市辅导备案，截至2023年12月公元新能申请北交所上市相关工作正在有序推进。假如公元新能在北交所顺利上市，将有利于公元股份拓宽其太阳能业务的融资渠道，加速业务规模扩张，在国内光伏产业快速发展背景下，需求增加与公司资金充裕并存，公司太阳能业务前景广阔，有望成为公元股份未来新的业绩增长点；从管理层面来看，子公司公元新能上市后有利于进一步完善公司太阳能业务板块管理结构，提高经营管理水平，提升公司太阳能产品品牌影响力，进而增强公司核心竞争力。

2. 电器业务：家装零售业务拓展背景下，电器业务有增长空间

公元电器是公元股份全资子公司，主要从事开关插座、断路器、浴霸、换气扇等家电产品的开发研究和生产销售，产品销售覆盖国内20多个省市和地区，在上海、南京、杭州等地设有销售公司，目前荣获中国建筑电气“墙壁开关十大品牌”“中国小康住宅建设推荐产品”、“中国建筑业协会定点生产企业”等荣誉称号。

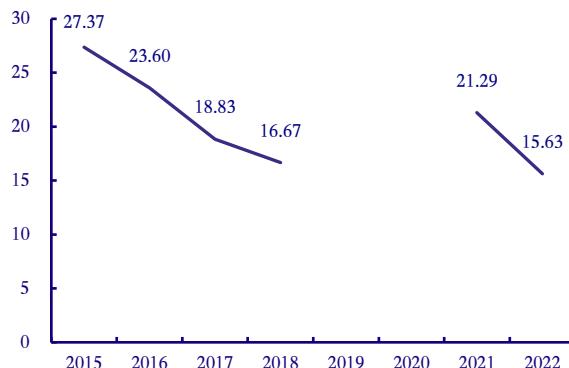
电器业务保持稳定，公司家装零售市场的开拓有望带动电器业务上行。公元股份于2015年收购公元电器并纳入合并报表。根据公司近年业绩来看，电器产品营业收入呈波动增长，自2015年0.32亿元增长到2022年0.49亿元，年复合增速为6.28%，其中2017及2019年最高达到0.66亿元。电器产品毛利率有所下降，自2015年27.37%下降至2022年15.63%。当前公司电器业务体量较小，未来随着公司不断拓展家装零售市场，电器业务有较大增长空间，此外，电器产品有望与主业塑料管道业务协同发展，提高在公司零售市场的竞争力。

图44：公元股份电器产品营业收入及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图45：公元股份电器产品毛利率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(三) 减值风险释放完成，公司将进入新一轮成长期

2021 年之前公元股份与恒大保持着良好的战略合作关系，但自恒大集团 2021 年出现债务问题以来，公元股份应收坏账计提一直影响着公司业绩，2021、2022 年公司归母净利润出现大幅下滑，同比 -25.14%/-85.89%。根据公司公告，公元股份共有恒大及其成员企业应收账款 5.55 亿元，分别于 2021/2022/2023 年计提 0.96/3.45/1.10 亿元，公司账面上恒大应收账款已于 2023 年上半年全部计提完成，恒大应收账款坏账减值的风险影响已经完全释放。此外，2023 年 12 月公元股份发布与恒大成员企业海南恒乾及恒大童世界的重大诉讼进展公告，诉讼判决要求恒大成员企业向公元股份支付货款、利息、逾期付款违约金、诉讼费等共计 8341 万元。目前恒大应收坏账对公司的负面影响已经全部消除，后续公元股份将轻装上阵，公司业绩将进入新一轮成长期。

五、公司估值及投资建议

(一) 盈利预测

PVC 管材管件：根据国家“十四五”期间对城镇老旧小区改造、保障性住房建设、国家水网建设及农业灌区建设等方面的规划，预计 2024-2025 年国内塑料管道需求有望维持较高增速水平，此外，万亿国债进一步助力 2024 年工程端市场需求，24 年需求增幅有望进一步提高，预计 23-25 年 PVC 管材管件营业收入同比 -8%/+15%/+12%。毛利率方面，2023 年原材料价格下降，公司毛利率修复，预计 2024-2025 年原材料价格有望维持低位运行，PVC 管材管件毛利率基本维稳。

PE 管材管件：与 PVC 相似，“十四五”期间国内塑管需求有望维持高增速，万亿国债有望于 2024 年形成实物工作量，进一步带动需求提升，预计 23-25 年 PE 管材管件营业收入同比 +11%/+15%/+12%。毛利率方面，2023 年原材料价格低位运行有望持续到 24-25 年，公司 PE 管材管件毛利率基本维稳。

PPR 管材管件：主要用于建筑行业，24 年保交楼政策有望延续，地产竣工端对 PPR 管材管件需求有望维持，此外，公司家装零售业务持续推进，公司 PPR 管材销量有望进一步增加，预计 23-25 年 PPR 管材管件营业收入年同比增速为 +15%/+14%/+14%。毛利率方面，24-25 年原材料价格有望延续 23 年价格水平，公司 PPR 管材管件毛利率基本维稳。

太阳能产品：在国内光伏产业高景气背景下，叠加子公司公元新能有望在北交所上市，公司太阳能业务规模有望逐步扩大，预计 23-25 年太阳能产品营业收入同比 +2%/+8%/+8%。毛利率方面，24-25 年太阳能产品毛利率有望与 21-22 年基本保持一致。

表2：公元股份主要业务盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PVC 管材管件								
收入（百万元）	2,650.07	3,033.16	3,387.82	4,452.56	3,745.52	3,445.88	3,962.76	4,438.29
yoy	17.00%	14.46%	11.69%	31.43%	-15.88%	-8.00%	15.00%	12.00%
毛利率	22.31%	22.42%	21.33%	13.15%	16.38%	19.00%	18.00%	18.00%
PE 管材管件								
收入（百万元）	1,331.75	1,368.67	1,531.28	1,674.92	1,391.00	1,544.01	1,775.61	1,988.68
yoy	12.57%	2.77%	11.88%	9.38%	-16.95%	11.00%	15.00%	12.00%
毛利率	18.00%	27.23%	28.88%	22.31%	17.68%	20.00%	19.00%	19.00%
PPR 管材管件								
收入（百万元）	978.79	1,069.53	1,059.52	1,361.74	1,099.88	1,264.86	1,441.94	1,643.81
yoy	18.90%	9.27%	-0.94%	28.52%	-19.23%	15.00%	14.00%	14.00%

毛利率	38.91%	42.44%	43.90%	39.69%	38.56%	45.00%	43.00%	42.00%
太阳能产品								
收入(百万元)	207.02	289.52	417.57	593.64	995.15	1,015.05	1,096.26	1,183.96
yoy	41.98%	39.85%	44.23%	42.17%	67.64%	2.00%	8.00%	8.00%
毛利率	13.96%			9.52%	9.43%	13.00%	10.00%	9.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司作为塑料管道行业的龙头企业之一，在产品、规模、品牌、渠道等方面均具有明显优势。受益于未来塑料管道工程端需求的增长，以及公司向C端业务的拓展，公司塑料管道主业业绩有望持续增长，与此同时，公司积极推进多元化发展，未来太阳能业务有望为公司贡献更多业绩增量。我们预计2023-2025年公司营业收入分别为80.48/91.46/102.36亿元，同比+0.87%/+13.64%/+11.93%；归母净利润4.70/5.68/6.32亿元，同比+477.72%/+20.81%/+11.28%；每股收益（EPS）为0.38/0.46/0.51元，对应市盈率（PE）为12.65/10.47/9.41倍。基于公司良好的发展预期，维持“推荐”评级。

表3：主要财务指标预测（2023年12月22日）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7978.52	8047.69	9145.70	10236.35
收入增长率%	-10.16	0.87	13.64	11.93
归母净利润(百万元)	81.37	470.10	567.92	631.97
利润增速%	-85.89	477.72	20.81	11.28
摊薄EPS(元)	0.07	0.38	0.46	0.51
PE	73.11	12.65	10.47	9.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）相对估值

我们选取了国内A股市场塑料管道行业代表性企业伟星新材、东宏股份、青龙管业作为可比公司。截至12月22日，2023-2025年可比公司PE均值分别为20.24/16.45/13.69倍，公元股份PE估值低于行业可比公司平均水平。公司估值仍有提升空间。

表4：国内可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价				EPS				PE			
		12月22日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
002372.SZ	伟星新材	14.26	0.81	0.93	1.00	1.13	17.60	15.33	14.26	12.62			
603856.SH	东宏股份	11.58	0.58	0.99	1.30	1.65	19.97	11.70	8.91	7.02			
002457.SZ	青龙管业	9.43	0.5	0.28	0.36	0.44	18.86	33.68	26.19	21.43			
平均值		-	-	-	-	-	18.81	20.24	16.45	13.69			
002641.SZ	公元股份	4.84	0.07	0.38	0.46	0.51	73.11	12.65	10.47	9.41			

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：伟星新材估值数据为银河建材团队预测，青龙管业估值数据为Wind一致预测）

（三）绝对估值

我们采用FCFF法分增长期（2023-2025年）、过渡期（2026-2027年）、永续增长期（2028年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。经过计算，公司合理每股价值区间为6.23-6.68元，对应市值区间为77-82亿元。

表5：FCFF 估值参数假设及说明

假设数值		假设数值依据说明
无风险利率 $R_f=$	2.58%	取十年期国债收益率 (2023/12/22)
市场预期收益率 $R_m=$	13.27%	取 SW 建筑材料近 5 年平均收益率 (2018/12/22–2023/12/22)
贝塔系数 $\beta=$	1.20	取公司近 5 年相对沪深 300 的 Beta (2018/12/22–2023/12/22)
债务资本比重 $W_d=$	0.63%	取长期债务/(长期债务+所有者权益), 取公司 2023 年三季报数据计算
债务资本成本 $K_d=$	4.75%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率 4.75%
加权平均资本成本 WACC=	15.34%	加权平均资本成本, 计算可得
税率=	12.00%	参考 2023 年前三季度公司实际所得税率调整
过渡期增长率=	3.00%	假设过渡期增长率 3%
永续增长率 $g=$	1.50%	假设公司永续增长率 1.5%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表6：FCFF 估值敏感性分析 (元)

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	13.84%	14.34%	14.84%	15.34%	15.84%	16.34%	16.84%
0.60%	6.74	6.57	6.41	6.26	6.12	5.99	5.87
0.90%	6.82	6.64	6.47	6.32	6.18	6.04	5.92
1.20%	6.90	6.71	6.54	6.38	6.23	6.09	5.96
1.50%	6.98	6.79	6.61	6.44	6.29	6.15	6.01
1.80%	7.06	6.86	6.68	6.51	6.35	6.20	6.06
2.10%	7.15	6.95	6.75	6.58	6.41	6.26	6.12
2.40%	7.25	7.03	6.83	6.65	6.48	6.32	6.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

原材料价格波动超预期的风险，下游需求不及预期的风险。

图表目录

图 1: 公元股份九大生产基地分布情况.....	3
图 2: 公元股份历史沿革.....	4
图 3: 公元股份股权结构.....	4
图 4: 公元股份营业收入及同比增速.....	5
图 5: 公元股份归母净利润及同比增速.....	5
图 6: 公元股份销售毛利率及销售净利率.....	5
图 7: 公元股份各项费用率.....	5
图 8: 2023H1 公元股份各产品营收占比.....	6
图 9: 公元股份三大塑管产品毛利率.....	6
图 10: 公元股份历年各区域营收占比情况.....	6
图 11: 2023H1 公元股份各区域营收占比.....	6
图 12: 塑料管道主要应用领域	7
图 13: 塑料管道主要原材料现货价（元/吨）	7
图 14: 塑料管道龙头企业近年销售毛利率情况.....	7
图 15: 2020 年中国塑料管道下游应用领域结构占比.....	8
图 16: 中国塑料管道产量及同比增速.....	9
图 17: 2022 年国内塑料管道主流企业产量占比	10
图 18: 2022 年国内塑料管道主流企业产量（万吨）	10
图 19: 2018–2022 年公元股份产量及销量.....	10
图 20: 2018–2022 年公元股份产量占行业总产量比重.....	10
图 21: 基础设施建设投资累计同比（%）	11
图 22: 水利管理业投资累计同比（%）	11
图 23: 地方政府专项债年度发行目标（亿元）及同比增速	11
图 24: 地方政府新增专项债累计发行额（亿元）	11
图 25: 2022 年全国市政设施固定资产投资构成	12
图 26: 近年我国城市供水、排水、天然气管道长度趋势（万公里）	12
图 27: 2010–2022 年我国城市供水管道长度（万公里）及同比增速.....	12
图 28: 2010–2022 年我国城市排水管道长度（万公里）及同比增速.....	12
图 29: 2013–2022 年我国城市天然气管道长度（万公里）及同比增速.....	12
图 30: 2006–2022 年我国耕地灌溉面积（万公顷）及同比增速	14
图 31: 公元股份历年销售费用及同比增速.....	15
图 32: 塑料管道部分龙头企业销售费用率情况	15
图 33: 公元股份经典项目案例	15
图 34: 公元股份各业务领域产品	16
图 35: 公元股份历年产量及同比增速	16
图 36: 公元股份历年销量及同比增速	16
图 37: 公元股份一级经销商数量及同比增速	17
图 38: 公元股份入选 2023 年央国资房地产开发企业优选供应商	17
图 39: 公元新能市场分布	18
图 40: 公元股份太阳能产品营业收入及同比增速	18
图 41: 公元股份太阳能产品营业收入占比	18
图 42: 国内光伏发电装机容量及同比增速	19
图 43: 国内新增光伏发电装机容量及同比增速	19
图 44: 公元股份电器产品营业收入及同比增速	19
图 45: 公元股份电器产品毛利率（%）	19

表格目录

表 1: 塑料管道细分产品及应用领域	8
表 2: 公元股份主要业务盈利预测	20
表 3: 主要财务指标预测（2023 年 12 月 22 日）	21
表 4: 国内可比公司估值情况	21
表 5: FCFF 估值参数假设及说明	22
表 6: FCFF 估值敏感性分析（元）	22

附录：

(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4728.97	4705.66	6970.81	7206.85	营业收入	7978.52	8047.69	9145.70	10236.35
现金	1390.84	2484.32	3325.42	4165.26	营业成本	6516.93	6287.44	7248.35	8123.62
应收账款	1165.34	737.07	1439.84	1119.24	营业税金及附加	48.99	64.38	73.17	81.89
其它应收款	23.84	20.87	29.94	26.93	营业费用	346.70	386.29	448.14	501.58
预付账款	626.77	251.50	289.93	324.94	管理费用	439.26	466.77	530.45	603.94
存货	1373.96	1071.15	1747.65	1411.54	财务费用	-46.91	-38.03	-70.84	-96.07
其他	148.22	140.75	138.02	158.93	资产减值损失	-39.63	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3690.20	3378.00	3099.02	2827.09	公允价值变动收益	-0.46	0.00	0.00	0.00
长期投资	38.93	0.93	0.93	0.93	投资净收益	-12.52	15.29	17.38	19.45
固定资产	2154.50	2367.14	2200.53	1958.08	营业利润	69.31	556.46	672.25	748.07
无形资产	451.05	436.05	421.05	411.05	营业外收入	4.28	3.00	3.00	3.00
其他	1045.72	573.88	476.51	457.03	营业外支出	3.70	3.00	3.00	3.00
资产总计	8419.17	8083.65	10069.83	10033.94	利润总额	69.90	556.46	672.25	748.07
流动负债	3011.02	2218.70	3613.30	2919.10	所得税	-14.03	66.78	80.67	89.77
短期借款	70.03	70.03	70.03	70.03	净利润	83.93	489.69	591.58	658.30
应付账款	480.05	428.14	618.84	554.57	少数股东损益	2.56	19.59	23.66	26.33
其他	2460.94	1720.53	2924.42	2294.50	归属母公司净利润	81.37	470.10	567.92	631.97
非流动负债	319.38	319.38	319.38	319.38	EBITDA	339.00	1012.16	863.93	905.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.07	0.38	0.46	0.51
其他	319.38	319.38	319.38	319.38					
负债合计	3330.40	2538.09	3932.68	3238.48	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	63.39	82.98	106.64	132.97	营业收入	-10.16%	0.87%	13.64%	11.93%
归属母公司股东权益	5025.38	5462.59	6030.51	6662.48	营业利润	-89.22%	702.87%	20.81%	11.28%
负债和股东权益	8419.17	8083.65	10069.83	10033.94	归属母公司净利润	-85.89%	477.72%	20.81%	11.28%
					毛利率	18.32%	21.87%	20.75%	20.64%
现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	1.02%	5.84%	6.21%	6.17%
经营活动现金流	429.99	1080.57	828.34	825.10	ROE	1.62%	8.61%	9.42%	9.49%
净利润	83.93	489.69	591.58	658.30	ROIC	1.09%	11.24%	8.24%	8.07%
折旧摊销	291.68	289.20	278.98	271.93	资产负债率	39.56%	31.40%	39.05%	32.28%
财务费用	-15.33	3.69	3.69	3.69	净负债比率	65.45%	45.77%	64.08%	47.66%
投资损失	-2.06	-15.29	-17.38	-19.45	流动比率	1.57	2.12	1.93	2.47
营运资金变动	-272.82	202.97	-29.45	-90.40	速动比率	0.88	1.50	1.35	1.85
其它	344.58	110.31	0.91	1.02	总资产周转率	0.95	1.00	0.91	1.02
投资活动现金流	-587.73	49.49	16.46	18.43	应收账款周转率	6.85	10.92	6.35	9.15
资本支出	-594.33	-15.80	-0.91	-1.02	应付帐款周转率	16.62	18.80	14.78	18.46
长期投资	27.31	50.00	0.00	0.00	每股收益	0.07	0.38	0.46	0.51
其他	-20.71	15.29	17.38	19.45	每股经营现金	0.35	0.88	0.67	0.67
筹资活动现金流	13.62	-36.58	-3.69	-3.69	每股净资产	4.09	4.44	4.91	5.42
短期借款	39.50	0.00	0.00	0.00	P/E	73.11	12.65	10.47	9.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.18	1.09	0.99	0.89
其他	-25.88	-36.58	-3.69	-3.69	EV/EBITDA	12.26	3.53	3.17	2.09
现金净增加额	-123.23	1093.48	841.11	839.84	P/S	0.75	0.74	0.65	0.58

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王婷，建材行业首席分析师。武汉大学经济学硕士。2019年开始从事建材行业研究，擅长行业分析以及自下而上优选个股。

贾亚萌，建材行业分析师。澳大利亚悉尼大学商科硕士、学士，2021年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究分析工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。