

建筑建材小组

闵雄军

Tel: 021-68634518-8054

E-Mail: mxj2851@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634518-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

3-6月目标 24.9元

评级 买入

昨收盘 18.5元

52周最低 15.62元

52周最高 30.30元

总股本 2.53亿

流通股本 6340亿

总市值 46.8亿

投资要点

- **伟星新材未来4年复合增速高达25%以上。**根据美信咨询预测，未来3年塑料管道行业增速达12.7%。伟星新材专注于PPR管道、新型用途PE管道、HDPE管道，这些管道的增速将高于行业平均水平。伟星新材作为行业内的龙头企业，在渠道、营销及技术方面具有明显优势，其增速将进一步高于其所在细分行业水平。公司上市后，其产能迅速扩充，根据我们了解的进度，公司产能在10-12年每年增速将超过30%，10-13年增速也显著高于25%。另外，根据国家有关部门规划，在未来3-5年数家打造年销售额超过30亿的管道企业，伟星大概率名列其中，据此测速未来5年平均增速也在25%左右。
- **伟星新材是专注于消费类和节能环保类管道的龙头企业。**伟星新材主要从事PPR系列管、PE系列管（包括PE-RT）和HDPE双壁波纹管。PPR主要用于建筑内冷热水管，品牌好，随着城镇化持续快速进行以及生活水平的提高，人们在管道消费方面必然更注重品质；PE主要用于城乡供水、同层/虹吸排水、地源热泵（主要应用于公共建筑、高档住宅和别墅的中央空调和热水供应系统）、地板采暖等，具有节能环保的优点；HDPE管主要用于市政/农村排水排污（公司是国内少数几家可以生产直径1.2mHDPE双壁波纹管的企业），目前城镇和农村的污水处理率与国家规划差距很大，排水排污管道将继续高速增长。
- **渠道建设逐渐完善，销售费用率逐步下降。**伟星目前拥有13600余家销售网点，未来3年每年将增加2000余家网点，在品牌强势区的进一步渠道下沉和在发达地区销售网点逐步铺开将巩固公司在行业内的优势地位。随着营销网络开拓工作的进行，销售费用率将逐步下降，进一步提升公司的盈利能力。
- **我们预计伟星新材10-12年每股收益分别为0.64元、0.83元与1.19元。**参照建筑类上市公司及中小板估值，给予公司11年30倍PE，我们认为公司3-6个月合理目标价格为24.9元，首次给予公司买入评级。

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	931	1576	1995	2487
收入同比(%)	4%	69%	27%	25%
归属母公司净利润	133	161	210	301
净利润同比(%)	39%	21%	30%	44%
毛利率(%)	39.2%	34.5%	32.7%	32.8%
ROE(%)	43.6%	10.4%	11.9%	14.6%
每股收益(元)	0.52	0.64	0.83	1.19
P/E	35.35	29.11	22.34	15.56
P/B	15.42	3.03	2.67	2.28
EV/EBITDA	25	23	20	14

目录

一、塑料管道行业分析	4
1、塑料管道行业需求	4
(1) 国际市场	4
(2) 国内市场	4
(3) 主要产品市场需求	7
2、塑料管道行业供给	9
3、行业竞争格局	10
(1) 市场占有率	10
(2) 竞争要素	12
4、行业未来增长亮点	13
5、原材料成本	13
二、业务分析	14
1、PPR 管道	14
2、PE 管道	14
3、HDPE 管道	15
三、盈利预测与估值	15
1、其他业务及有关费用的假设	15
2、主营业务预测表	15
3、盈利预测与估值	16
四、风险提示	18
1、相关投资低于预期	18
2、城市化进程低于预期	18

图目录

图 1 全球塑料管道需求及增速预测	4
图 2 中国塑料管道行业增速及预测	4
图 3 各主要国家塑料人均需求量	5
图 4 各主要国家塑料人均需求量	5
图 5 塑料管道领域应用比例	5
图 6 2004-2008 城市给水管道长度	6
图 7 2004-2008 城市排水管道长度	6
图 8 2004-2008 燃气管道长度	7

图 9 中国近年来的城镇化率	7
图 10 排水排污对 HDPE 管道的需求	9
图 11 2005-2009 年中国塑料管道供给	9
图 12 按照树脂划分的管道比例结构	10
图 13 前 20 大企业市场占有率	10
图 14 2007 年全球塑料管道大品牌占有率	11
图 15 LDPE、PP 价格走势	13

表目录

表 1 建筑冷热水管用量及其中 PPR 管占比	8
表 2 2010 年 PE 管道需求量预测	8
表 3 2008 年前 5 大塑料管道企业	11
表 4 伟星新材市场占有率	11
表 5 伟星新材募投项目及释放进度	12
表 6 行业内规模公司竞争优势比较	12
表 7 伟星新材未来 3 年 PPR 管产销量预测	14
表 8 伟星新材未来 3 年 PE 管产销量预测	14
表 9 伟星新材未来 3 年 HDPE 管产销量预测	15
表 10 其他业务及有关费用假设	15
表 11 主营业务分析与预测	15

一、塑料管道行业分析

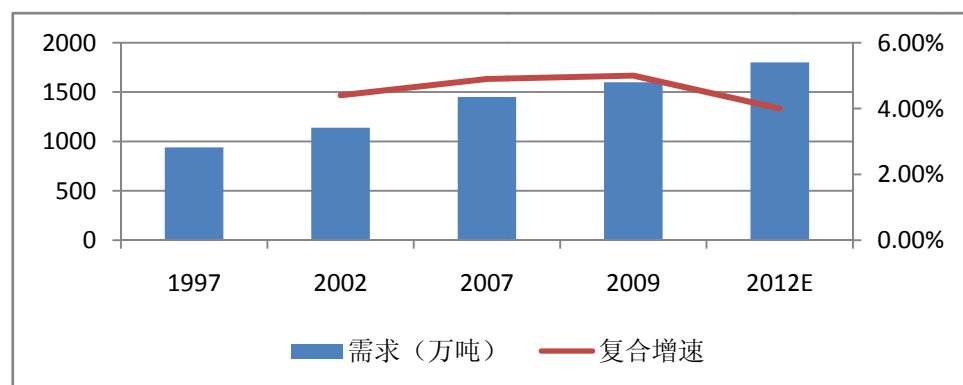
伟星新材主要从事 PPR 系列管、PE 系列管（包括 PE-RT）和 HDPE 双壁波管，其中 PPR 主要用于建筑内冷热水管，PE 主要用于城乡供水、同层/虹吸排水、地源热泵（主要应用于公共建筑、高档住宅和别墅的中央空调和热水供应系统）、地板采暖等，HDPE 管主要用于市政/农村排水排污（公司是国内少数几家可以生产直径 1.2mHDPE 双壁波管的企业）。

1、塑料管道行业需求

（1）国际市场

根据Freedonia，全球塑料管道1997-2002年的复合增长率为4.4%，2002-2007年的复合增速为4.9%，2007-2009年复合增长率为5%，预计2009-2012年复合增长率为4%，达到1800万吨。

图 1 全球塑料管道需求及增速预测



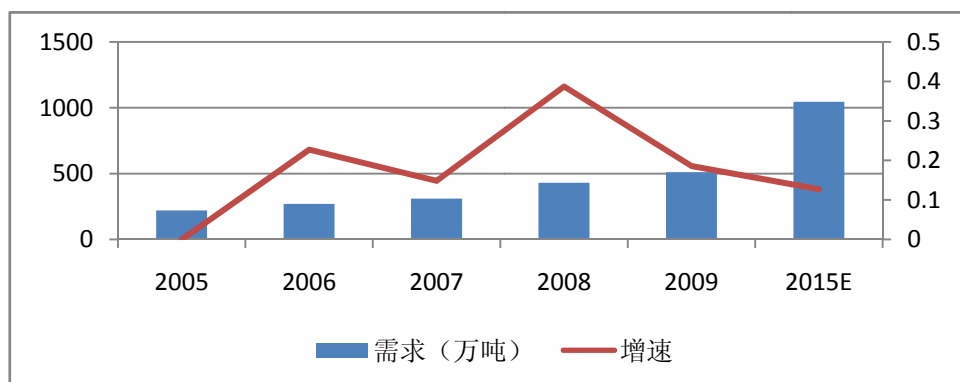
数据来源：Freedonia、湘财证券研究所

（2）国内市场

2009 年底，中国对塑料管道的需求量为 510 万吨，根据美信咨询的预计，2012 年中国对塑料管道的需求量将达到 1045 万吨，年均复合增速为 12.7%。

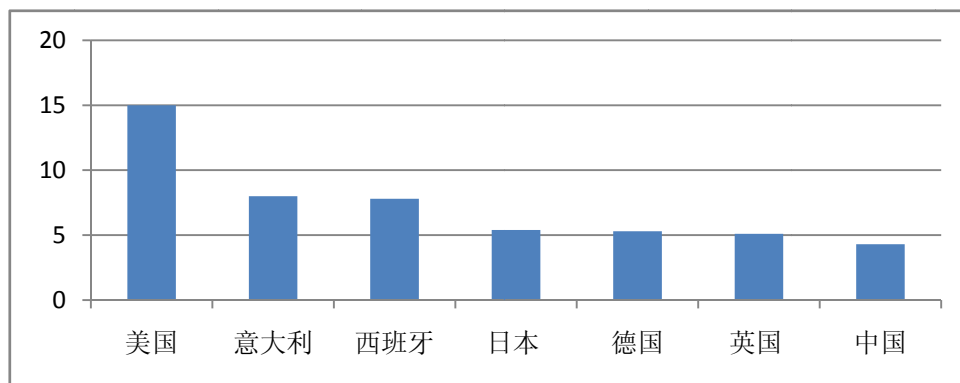
从人均消费量来看，目前美国最高，为 15 公斤，意大利约 8 公斤，西班牙 7.8 公斤，德国 5.3 公斤，英国 5.1 公斤，中国 4.3 公斤。发达国家的平均人均消费量为 6.5 公斤，按照 14 亿人口计算，达到该标准时的消费总量为 910 万吨，保守预计 2015 年能到该标准，复合增速也超过 10%。

图 2 中国塑料管道行业增速及预测



数据来源：美信咨询

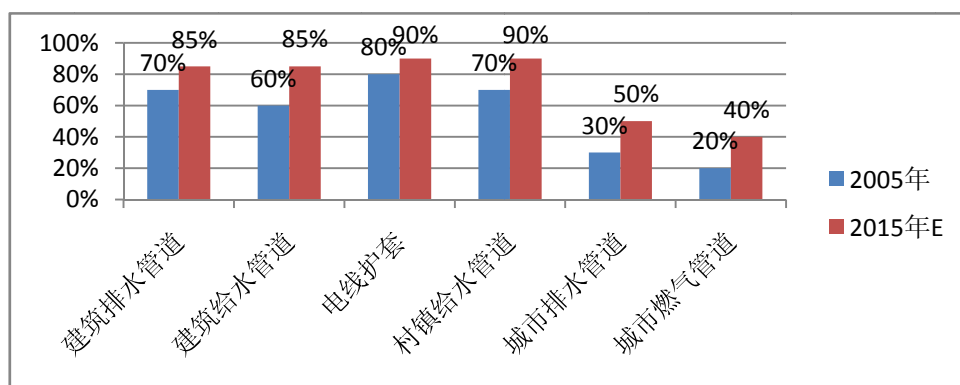
图 3 各主要国家塑料人均需求量



数据来源：塑料协会、湘财证券研究所

从用途上看，用于新建、翻新及扩充项目占所有管道使用比例如下：

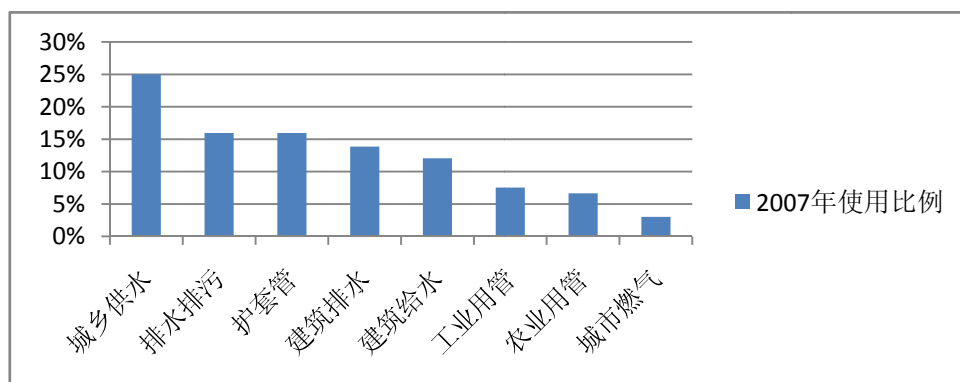
图 4 各主要国家塑料人均需求量



数据来源：化学建材十五规划和 2015 年展望

从应用领域上看，主要应用于城乡供水、埋地排水、线缆护套、建筑内排水、建筑内给水。

图 5 塑料管道领域应用比例

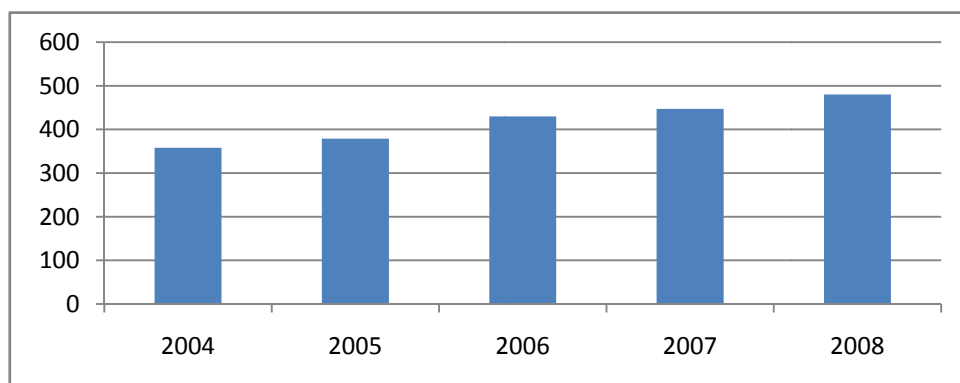


数据来源：化学建材十五规划和 2015 年展望

1) 城市供水

2004-2008 年按照长度计算的塑料管道复合增速为 7.6%。

图 6 2004-2008 城市给水管管道长度

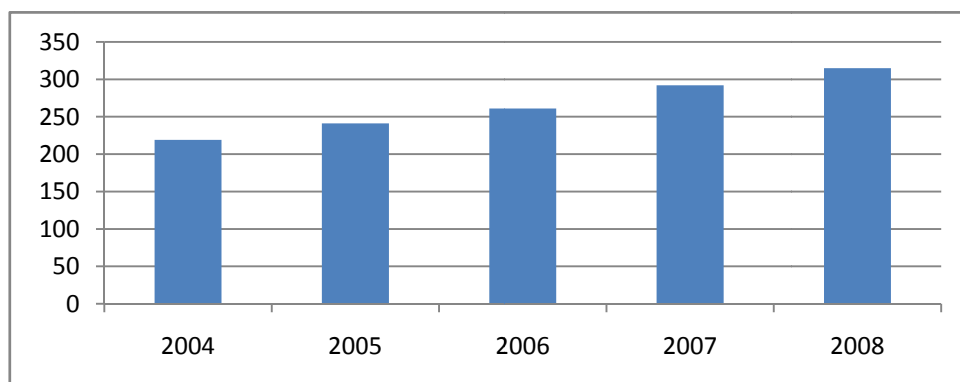


数据来源：国家统计局

2) 城市排水

2004-2008 年按照长度计算的塑料管道复合增速为 9.5%。

图 7 2004-2008 城市排水管道长度

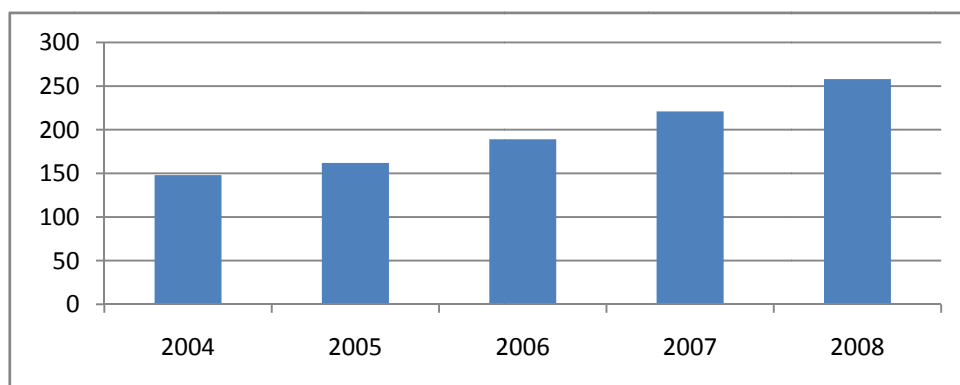


数据来源：国家统计局

3) 燃气管道

2004-2008 年按照长度计算的塑料管道复合增速为 14.9%。

图 8 2004-2008 燃气管道长度



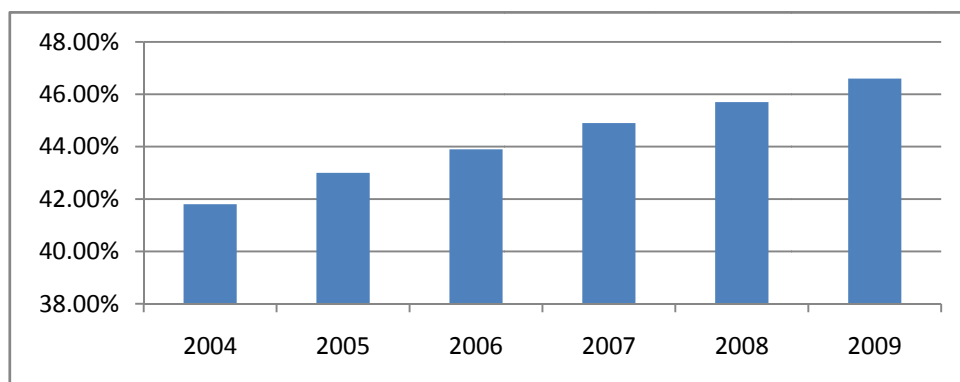
数据来源：国家统计局

(3) 主要产品市场需求

1) PPR 管道

“十五”期间全国每年的新建筑面积达到近20 亿平方米，其中城乡住宅约13 亿平方米。所以“十五”期间我国城镇居民人均住宅建筑面积从20.3 平方米增加到26 平方米。按照规划，每年城镇化率增加0.8-1%，就需要每年为超过1,000 万进入城镇的居民提供2.6亿平方米新住宅，从而增加对塑料水管的需求。截至2007年，建筑冷热水供应和供暖仅30%采用PPR管，而根据国家的十一五规划，该项比例应达到80%。

图 9 中国近年来的城镇化率



数据来源：国家统计局

目前农村住宅仅一半有管道供水，在各地“新农村”的建设中，配合农村饮水工程，农村建筑供水管道形成一个很大市场。

在更新改造方面，2000 年以前建设的城镇住宅、宾馆等大部分采用镀锌钢管，目前已经进入重新装修的高峰期。

2007 年，仅建筑冷热水塑料管道在全国的总用量达到40 万吨，其中PPR 系列管道22 万吨，占比为55%，预计到2010 年建筑冷热水塑料管道的总用量可以达到58 万吨，PPR 及其复合管道将超过60%的占比，达到34 万吨。

表 1 建筑冷热水管用量及其中 PPR 管占比

	2003	2005	2006	2007
建筑冷热水管用量	19.5	32.5	40	58
PPR 管道	-	-	22	34

数据来源：化学建材协调组塑料管道专家组

2) PE 管道

根据《国家化学建材产业“十五”计划和2010 年发展规划纲要》，到2010 年，城市供水管道70%采用塑料管，村镇供水管道70%采用塑料管道，城市燃气管道（中低压管）60%采用塑料管。而截至2007 年，塑料管道在建设工程市场的实际占有率仅30%左右。

表 22010 年 PE 管道需求量预测

应用领域	2010 年需求预计
建筑、室外给水	60
建筑排水	6
地源热泵	6
地板辐射采暖	5

合计

77

资料来源：公开资料整理

建筑、室外给水：据北京塑料工业协会统计和预测，2007 年我国建筑、室外给水领域PE 管的消费量约42 万吨，预计到2010 年将达到60 万吨。

建筑排水领域：随着国内建筑排水塑料管道市场需求的增长，以及用户对PE 同层排水系统和虹吸排水系统的认可和接受度不断提高，这两种新兴的排水系统将占有更多的市场份额。据北京塑料工业协会预测，2010 年PE 排水管道系统用量将达到6万吨。

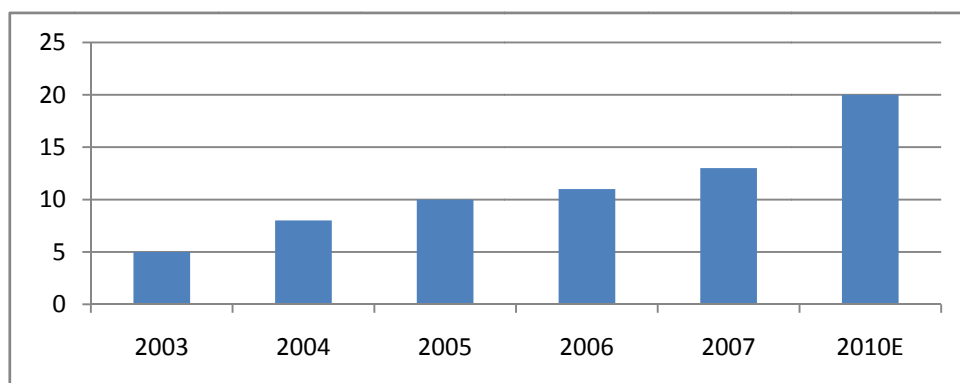
地源热泵应用领域：在地源热泵系统的工程总造价中，室内机组、室外管道和工程施工三部分的费用大致为1: 1: 1。2005 年，地源热泵空调系统市场规模约为6亿元，预计到2010 年，地源热泵空调市场需求可达40 亿元，根据经验推算地源热泵用PE 管道在2010 年有望达到6 万吨以上。

地板采暖应用领域：根据北京塑料工业协会资料，2007 年PE-RT 和PEX 管道在地板采暖管道系统的总用量达到6 万吨，其中PE-RT 管道的用量接近2.5 万吨；根据市场发展趋势，预计到2010 年，PE-RT 管道需求量可以达到5 万吨。

3) HDPE 管道

根据十一五规划，其间污水处理厂新增配套管网53,850 公里。到2010 年末，污水管道总长达到247,734公里，2010年末市政排水排污用管道约60万吨，其中规模最大的是HDPE双壁波纹管，约20万吨。

图 10 排水排污对 HDPE 管道的需求

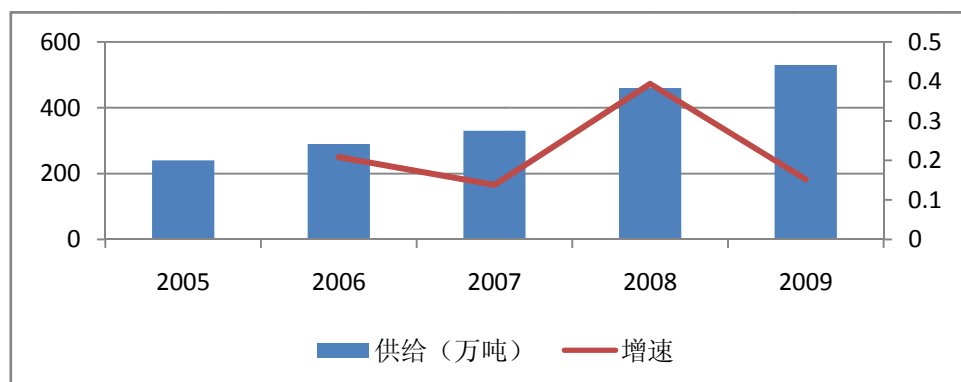


数据来源：化学建材协调组塑料管道专家组

2、塑料管道行业供给

根据美信咨询的统计，中国2009年塑料管道总产量530万吨，占全世界产量总额超过30%。

图 112005-2009 年中国塑料管道供给

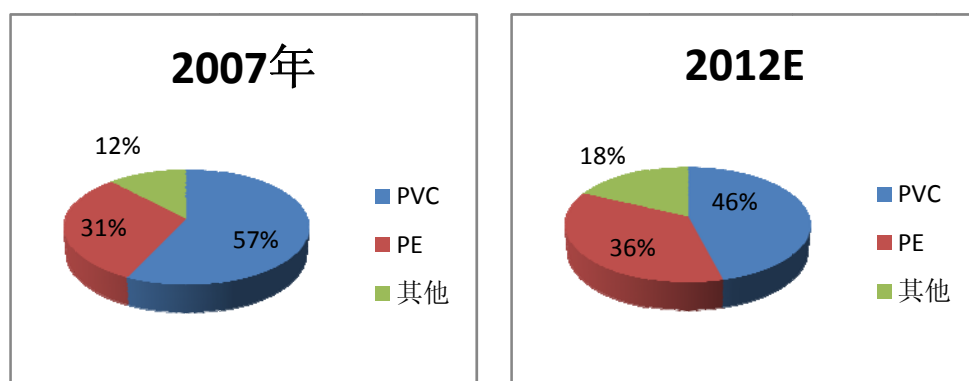


数据来源：塑料协会、湘财证券研究所

通过对比2005-2009年间塑料管道供需发现，最近5年供需差额一直保持在20万吨左右，从趋势上看，两者步调一致，我们预期未来3-5年仍然保持这样的趋势，即供给略大于需求，增速变化保持一致。

按照应用的树脂类型来分，主要是PVC管、PE管 以及其他管道。2007年和2012年预计的应用结构如下：

图 12 按照树脂划分的管道比例结构



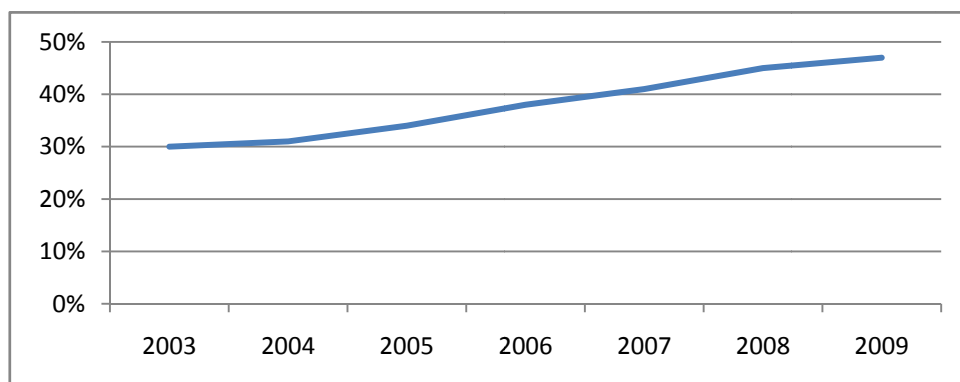
数据来源：湘财证券研究所

3、行业竞争格局

(1) 市场占有率

国内塑料管道行业近年来一直呈现逐步集中的态势，截至09年，全国20大企业合计的市场占有率为47%。

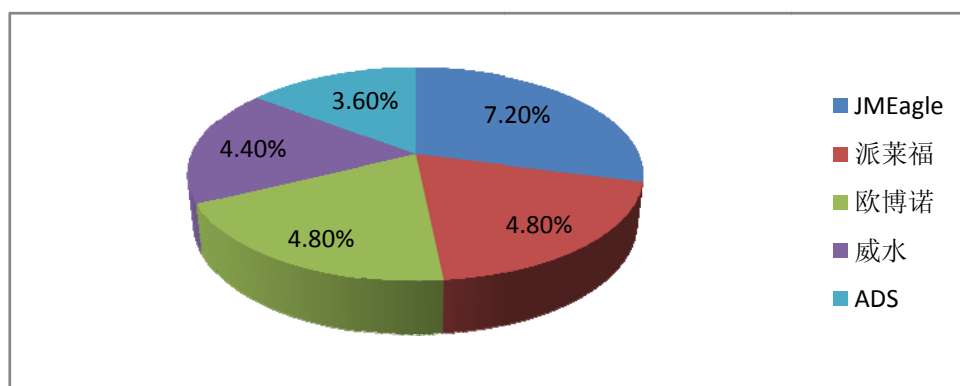
图 13 前 20 大企业市场占有率



数据来源：美信咨询

塑料管道行业是为数不多的国内集中度高于国外的完全竞争性行业。

图 14 2007 年全球塑料管道大品牌占有率



数据来源：Freedonia

2008 年国内前五大管道企业收入排名如下：

表 3 2008 年前 5 大塑料管道企业

公司	08 年收入 (亿)
联塑科技	36.19
伟星新材	8.97
武汉金牛	8.45
亚通新材	8.30
宝硕管材	6.99

资料来源：公开资料整理

目前伟星新材在行业的市场占有率约 3-5%。

表 4 伟星新材市场占有率

产品	2007 年	2008 年
----	--------	--------

	公司	总量	占有率	公司	总量	占有率
PPR 管	1.51	22	6.68%	1.52	26	5.85%
PE 管	1.55	42	3.69%	1.53	50	3.06%
HDPE 管	0.38	12	3.17%	0.3	16	3.13%

资料来源：公开资料整理

行业内目前上市的仅有联塑科技（港股）、伟星新材、沧州明珠、凌云股份、国通管业、青龙管业（已过会，尚未上市交易）。由于公司刚刚上市，资金充裕，未来2年产能将会快速提升，我们预计伟星的占有率会有所提升。

表 5 伟星新材募投项目及释放进度

项目	释放进度
年产 3.2 万吨环保 PPR 管	第一年 70%，第二年 90%，第三年 100%
年产 2.5 万吨节水 PE 管	第一年 70%，第二年 90%，第三年 100%
年产 1.5 万吨环保双波管	第一年 70%，第二年 90%，第三年 100%

注：募集资金到位前扣除前期投入后增加产能 39800 吨

资料来源：公司公告

（2）竞争要素

塑料管道企业竞争力主要取决于品牌、营销、技术。

品牌：伟星新材产品定位于中高端，在国内市场享有较好的品牌美誉。由于塑料管道价格不高，在诸如家装、公共建筑等领域人们更加关注的是品牌。

渠道：渠道对于有运输半径（800km）的 HDPE 尤其重要。截至 09 年末，伟星已设立 12 个子公司，30 多个办事处，有销售人员 600 余人，营销网点 13600 多个，预计未来 3 年平均每年新增 2000 个营销网点，到 2012 年末营销网点数量达到 2 万个。公司本着合作、共赢的原则为各渠道设计了合理的利润空间，使得销售渠道具有较高的积极性。

对于消费量大的华东、华北，公司的占有率还较低，未来公司将通过渠道下沉进一步提高市场份额；对于华北、华南、中西部地区，伟星的品牌知名度尚不高，通过渠道建设，未来 3 年公司品牌在这些区域将大幅提升。

技术：伟星新材一直致力于新产品的开发，在 PPR 管方面，公司开发的聚丙烯三层结构复合管和抗冲压 PPR 管获得多个奖项；在 PE 管方面，公司不断开拓应用于同层/虹吸排水、地源热泵、地板辐射采暖等新领域的产品；在 HDPE 方面，公司是国内少数可以生产直径 1.2 米管道的生产商。

表 6 行业内规模公司竞争优势比较

公司	竞争优势
佛山日丰	价格较低，原有销售网络建设较好
金德管业	侧重于建筑工程管道，品牌知名度高

凌云股份

主要是燃气、给水管道，区域性较强

资料来源：公司公告

4、行业未来增长亮点

未来行业增长亮点主要在如下几个领域：

家装市场：我国每年新增建筑面积超过 20 万平米，这将产生大量的对塑料水管需求；2000 年以前的建筑、宾馆大多采用镀锌钢管，目前正是更新改造的高峰期。塑料管道价格不高，在家装中占比很小，现代人更关注生活品质，因此对于行业内品牌美誉度高的企业有利。伟星新材已与万科、阳光 100 等地产公司及部分家装公司建立了良好的关系，预计未来在该领域地位进一步巩固。

排水排污：目前我国城镇污水处理率仅 30%-40%，而按照国家要求应达到 70%以上；农村污水处理率仅 10%，按照国家要求应达到 30%。整体而言在排水排污方面发展空间很大。

新农村建设：目前农村饮用水工程改造完成不到 10%，此外 农村灌溉渠道建设还很不完善，有很大的改进空间。

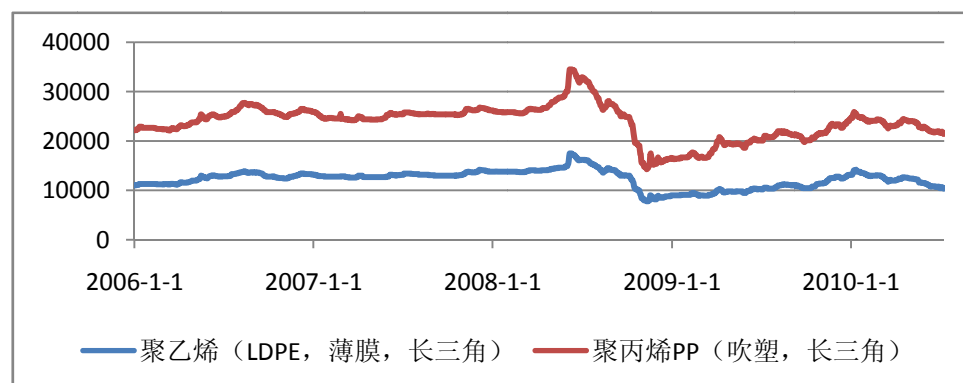
节能环保领域：塑料管道已经越来越多应用于各种新的领域，如地源热泵、地板辐射采暖、同层/虹吸排水等，这些领域未来几年的增速将会快于行业整体增速。

对于伟星新材而言，其产品主要应用于家装、排水排污、节能环保领域；此外公司品牌优势明显，上市募集资金后产能迅速增加，渠道建设也稳步铺开，这两点使得伟星新材的增速将显著高于行业平均增速。根据国家有关规划，在未来 3-5 年打造数家年销售额在 30 亿以上的管道企业，我们预计伟星新材大概率名列其中，照此粗略估算未来 5 年复合增速约 25%。

5、原材料成本

公司主要原材料是 PP 和 PE，他们的价格主要受到原油的影响，相对原油价格有滞后，且波动幅度小于原油。我们预计未来半年到一年原油价格波动中枢仍然在 80 美元左右，在更长的时间周期来看，随着经济向好，其价格也会逐渐上升。公司产品采用成本定价，品牌好，从历史经验来看，我们预计可以消化原材料上涨带来的不利影响。

图 15LDPE、PP 价格走势



数据来源：化工在线

我们预计 PP 和 PE 下半年价格保持在均价附近，10 年平均价格相对于 09 年价格上涨 17%。11、12 年价格相对于 09 年分别上涨 8%、8%。

二、业务分析

1、PPR 管道

公司未来 3 年的产能如下：

表 7 伟星新材未来 3 年 PPR 管产销量预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
预计销量	1.48	1.67	2.07	2.56	3.18	3.94
预计产量	1.74	1.80	2.57	3.85	4.49	4.81

数据来源：公司资料

公司最近 3 年 PPR 管道平均售价分别为：22298 元 / 吨、27350 元 / 吨、24193 元 / 吨。该项产品主要定价方式是成本加成定价，再根据市场的状况采取适当的销售策略（如公司在 09 年就做过促销，产品标价不下调）。根据我们对主要原材料价格 PP 的预计，PPR 管 10-12 年平均销售价格为 26612 元 / 吨、27821 元 / 吨、27821 元 / 吨。

公司最近 3 年的毛利率分别为 35.59%、38.25%、48.19%，其中 09 年毛利率大幅提升的主要原因是产品价格降幅远远小于原材料价格降幅。由于公司产品价格具有一定的粘性以及竞争性因素，我们预计 10 年 PPR 管的毛利率相对 09 年有所回落，为 41.19%。11-12 年分别为 41.19%、38.19%、38.19%。

2、PE 管道

公司未来 3 年的产能如下：

表 8 伟星新材未来 3 年 PE 管产销量预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
预计销量	1.57	2.02	2.42	2.91	3.49	4.18
预计产量	1.85	2.12	2.59	3.59	4.09	4.34

数据来源：公司资料

公司最近 3 年 PE 管道平均售价分别为：16172 元 / 吨、18822 元 / 吨、16211 元 / 吨。根据我们对主要原材料价格 PE 的预计，PE 管 10-12 年平均销售价格为 17670 元 / 吨、18481 元 / 吨、18481 元 / 吨。

公司最近 3 年的毛利率分别为 28.02%、27.27%、33.10%，与 PPR 管道类似（且该项产品在市场的议价能力小于 PPR），我们预计 PE 管道 10-12 年毛利率分别为 30%、

28%、28%。

3、HDPE 管道

公司未来 3 年的产能如下：

表 9 伟星新材未来 3 年 HDPE 管产销量预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
预计销量	0.48	0.58	0.75	0.98	1.27	1.65
预计产量	0.59	0.71	0.98	1.58	1.88	2.03

数据来源：公司资料

公司最近3年HDPE管道平均售价分别为：54757元/吨、60824元/吨、54314元/吨。由于该项产品主要采取招投标定价方式，竞争较前面两种管道更为激烈。根据我们对主要原材料价格的预计，HDPE管10-12年平均销售价格为58659元/吨、59745元/吨、59745元/吨。

公司最近3年的毛利率分别为31.42%、34.62%、33.73%，HDPE管道的毛利率相对于前面两种管道更为稳定，我们预计10-12年该项业务毛利率分别为33%、32%、32%。

三、盈利预测与估值

1、其他业务及有关费用的假设

表 10 其他业务及有关费用假设

10-12 年预测			
其他业务占比	10%	8%	8%
其他业务毛利率	28%	27%	27%
营业税金及附加率	0.8%	0.8%	0.8%
三项费用率	21%	19%	17%
实际所得税率	19%	19%	19%

资料来源：湘财证券研究所

其中三项费用率大幅下滑主要是因为公司渠道布局目前已经较为全面，虽然未来仍然会继续加强建设，但销售费用率会逐年下降，直至2012年达到历史较低水平。

2、主营业务预测表

表 11 主营业务分析与预测

10-13 年预测			
PPR 管销量	2.07	2.56	3.18

PPR 管价格	26612	27821	27821
PPR 管毛利率	41.19%	38.19%	38.19%
PE 管销量	2.42	2.91	3.49
PE 管价格	17670	18481	18481
PE 管毛利率	30%	28%	28%
PE 管销量	0.75	0.98	1.27
PE 管价格	58659	59745	59745
PPR 管毛利率	33%	32%	32%

资料来源：湘财证券研究所

3、盈利预测与估值

假设前提：

- 1、城镇化进程符合我们预期。
- 2、宏观经济形势符合我们的预期。
- 3、新增产能可以被有效消化。

根据以上假设以及我们对公司业务分析，以下是三表及有关财务指标的预测：

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	360	1769	2177	2594	营业收入	931	1576	1995	2487
现金	78	1429	1733	2099	营业成本	566	1032	1342	1672
应收账款	58	117	136	177	营业税金及附加	7	13	16	20
其他应收款	6	8	12	14	营业费用	143	95	110	134
预付账款	62	77	123	139	管理费用	42	251	307	336
存货	153	114	143	140	财务费用	11	-12	-39	-47
其他流动资产	3	24	30	25	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	294	272	250	227	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	149	136	118	97	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	122	122	122	122	营业利润	159	199	259	372
其他非流动资					营业外收入	7	0	0	0
产	23	15	11	9	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	653	2041	2427	2821	利润总额	164	199	259	372
流动负债	295	439	616	709	所得税	32	38	49	71
短期借款	149	250	350	400	净利润	133	161	210	301
应付账款	45	64	94	110	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	102	126	172	198	归属母公司净利润	133	161	210	301

非流动负债	54	54	54	54	EBITDA	193	208	242	348
长期借款	54	54	54	54	EPS (元)	0.70	0.64	0.83	1.19
其他非流动负债									
债	0	0	0	0					
负债合计	349	493	670	763	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	190	253	253	253	成长能力				
资本公积	8	1027	1027	1027	营业收入	3.8%	69.3%	26.6%	24.7%
留存收益	106	267	476	778	营业利润	50.9%	24.9%	30.3%	43.6%
归属母公司股东权益	304	1547	1757	2058	归属于母公司净利润	39.4%	21.4%	30.3%	43.6%
负债和股东权益	653	2041	2427	2821	获利能力				
					毛利率 (%)	39.2%	34.5%	32.7%	32.8%
现金流量表				单位: 百万元	净利率 (%)	14.2%	10.2%	10.5%	12.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	43.6%	10.4%	11.9%	14.6%
经营活动现金流	212	156	165	269	ROIC (%)	32.2%	36.0%	41.9%	63.9%
净利润	133	161	210	301	偿债能力				
折旧摊销	22	21	22	23	资产负债率 (%)	53.5%	24.2%	27.6%	27.0%
财务费用	11	-12	-39	-47	净负债比率 (%)	58.16%	61.63%	60.32%	59.54%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.22	4.03	3.54	3.66
营运资金变动	47	-14	-28	-8	速动比率	0.70	3.77	3.30	3.46
其他经营现金					营运能力				
流	-1	0	-0	0	总资产周转率	1.43	1.17	0.89	0.95
投资活动现金流	-53	-0	0	0	应收账款周转率	14	18	16	16
资本支出	55	0	0	0	应付账款周转率	15.75	19.08	17.02	16.37
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金					每股指标 (元)				
流	3	-0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.64	0.83	1.19
筹资活动现金流	-200	1195	139	97	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.84	0.62	0.65	1.06
短期借款	-89	101	100	50	每股净资产 (最新摊薄)	1.20	6.11	6.93	8.12
长期借款	54	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	63	0	0	P/E	35.35	29.11	22.34	15.56
资本公积增加	0	1019	0	0	P/B	15.42	3.03	2.67	2.28
其他筹资现金					EV/EBITDA	25	23	20	14
流	-165	12	39	47					
现金净增加额	-40	1351	304	366					

数据来源：湘财证券研究所

根据以上预测，参照建筑类上市公司估值及中小板估值，给予公司 11 年 30 倍 PE，我们认为公司 3-6 个月合理目标价格为 24.9 元，首次给予公司买入评级；按照 11 年 PEG 为 1 计算，公司的合理估值下限为 20.75 元。我们认为公司合理价值区间为 20.75-24.9 元，低于 20.75 元可以买入，高于 24.9 元可考虑逐步卖出。

四、风险提示

1、相关投资低于预期

公司主要业务与市政工程、房地产投资密切相关，若是相关投资大幅下滑低于我们的预期，则公司的业务可能会受到影响。

2、城市化进程低于预期

塑料管道行业与城市化率密切相关，如果其进程低于我们的预期，则会对公司赢利产生不利影响。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。