

分析师： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511040002
联系人： 邹戈 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

中报业绩超预期，小公司的大成长——纳川股份中报预增点评

事件描述

今日公司公布中报预增情况：归属母公司净利润约 2800-3500 万元，同比增长 100-150%，折 EPS 约 0.3-0.38 元。

事件评论

第一，销量大增，盈利能力稳定，中报业绩超预期

作为一家生产优质高端“小众”产品的公司，在目前的市场环境下，签订时公司有能力和保持产品价格的稳定，我们从 07 年以来的情况也可以看到，产品平均价格不降反升（当然这里可能也有产品结构的原因，但至少也说明了价格的坚挺）。

另一方面，在公司成本构成中，原材料占成本比例在 85%以上，其中 HDPE 占比超过 75%。尽管属于石油的副产品，但国内 HDPE 的价格相对仍较稳定，波动性较小。以扬子石化的出厂价为例，今年 1-6 月 HDPE 与去年同期仅相差几十元每吨，增长仅 0.5%，今年来的振幅也在 5%左右。在价格和成本均保持稳定的情况下，公司的高盈利能力得到了维持。

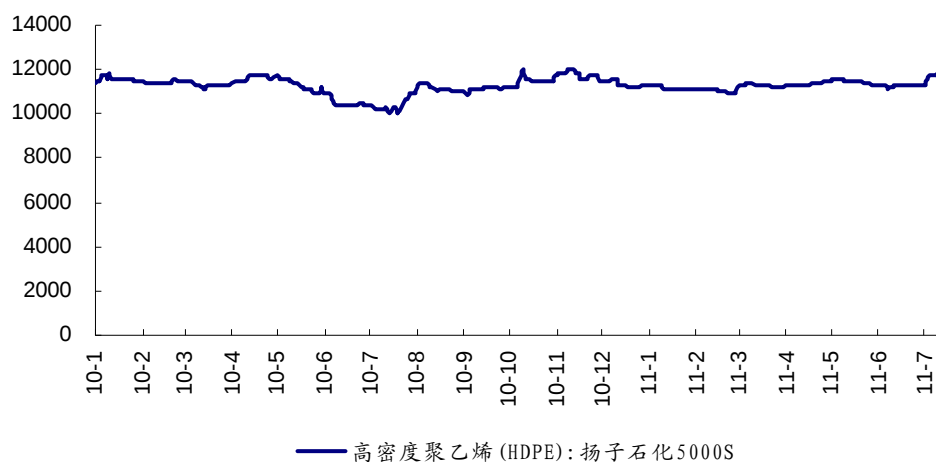
中期业绩的大幅增长，主要来自 HDPE 双壁波纹管销量的大幅增长，一方面今年上半年的产能要高于去年同期，另一方面订单量也更充足。同时，翻倍多的增长也说明市场有很大空间可以拓展。

表 1：公司近几年的产品平均价格呈上升趋势

	2007	2008	2009	2010
营业收入（万元）	4823	10878	16886	19165
销量（吨）	2906	5478	8171	8418
平均价格（元/吨）	16597	19858	20666	22767

资料来源：WIND，长江证券研究部

图 1: HDPE 价格走势较为稳定 (以扬子石化出厂价为例)



资料来源: WIND, 长江证券研究部

第二， 小公司，大成长，维持“推荐”评级

由于目前市场上仅有三家企业生产 HDPE 缠绕增强管，对于目前巨大的潜在市场来说，任何增加的供给，只要销售能打开市场，都能迅速被消化，由此，我们判断小公司能有大成长。下半年公司仍将有不少产能投放，到年底时募投产能全部投产，未来公司还将向其他省市进行扩张布局。在目前的产能基数下，我们认为随着公司大范围的异地扩张和市场推广力度的不断加强，其高成长性完全可能持续数年以上，预计 2011-13EPS 分别为 1.03、1.70 和 2.50，维持“推荐”评级。

表 2: 预计产能投放进度情况

生产基地	投产时间	产能 (吨)	备注
已投产			
泉州基地	2007 年 10 月	1500	购建
	2009 年 12 月	2400	外购技改
	2009 年 12 月	2400	外购技改
	2011 年 5 月	2400	募投购建
天津基地	2008 年 10 月	2400	购建
	2009 年 11 月	2400	购建
待投产			
天津基地	2011 年 7 月	2400	募投购建
	2011 年底	2400	募投购建
武汉基地	2011 年 7 月	2400	募投购建
	2011 年 8 月	2400	募投购建
泉州基地	2011 年底	2400	募投购建

资料来源: WIND, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	192	350	548	822	货币资金	32	323	55	82
营业成本	88	175	274	411	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	104	175	274	411	应收账款	122	224	350	525
% 营业收入	54.2%	50.0%	50.0%	50.0%	存货	16	33	52	77
营业税金及附加	2	4	6	8	预付账款	6	13	20	30
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	14	26	36	53	流动资产合计	179	597	482	723
% 营业收入	7.4%	7.4%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	34	49	74	持有至到期投资	19	19	19	19
% 营业收入	9.6%	9.6%	9.0%	9.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	1	-1	3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	0.2%	-0.1%	0.4%	固定资产合计	202	545	842	988
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	17	16	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	69	112	185	273	其他非流动资产	-125	-125	-125	-125
% 营业收入	35.8%	31.9%	33.7%	33.2%	资产总计	293	1052	1233	1620
营业外收支	4	2	4	4	短期贷款	66	0	8	146
利润总额	68	114	189	277	应付款项	10	20	32	48
% 营业收入	35.6%	32.5%	34.4%	33.7%	预收账款	14	26	41	61
所得税费用	12	19	32	47	应付职工薪酬	2	4	6	9
净利润	57	95	157	230	应交税费	11	18	30	43
归属于母公司所有者的净利润	56.6	94.5	156.7	229.7	其他流动负债	0	1	1	2
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	103	69	116	308
EPS (元/股)	0.62	1.03	1.70	2.50	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	7	62	151	234	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	0	0	0	0
收回现金	0	1	1	1	负债合计	103	69	116	308
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	190	984	1117	1312
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-39	-404	-405	-308	少数股东权益				
其他	5	0	0	0	股东权益	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-35	-403	-405	-307	负债及股东权益	190	984	1117	1312
债券融资	0	0	0	0	基本指标	293	1052	1233	1620
股权融资	0	713	0	0	EPS	0.615	1.027	1.703	2.497
银行贷款增加 (减少)	3	-66	8	138	BVPS	2.76	14.26	12.14	14.26
筹资成本	12	-15	-23	-38	PE	47.30	28.33	17.09	11.66
其他	-25	0	0	0	PEG	0.79	0.48	0.29	0.20
筹资活动现金流净额	-10	632	-15	101	PB	10.56	2.04	2.40	2.04
现金净流量	-37	292	-269	27	EV/EBITDA	38.09	13.56	8.94	6.26
					ROE	29.8%	9.6%	14.0%	17.5%

分析师介绍

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。