

受益于城镇化建设的管材品牌企业

研究结论

- 公司专业从事高质量、高附加值的新型塑料管道的研发、生产和销售，产品主要包括 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管 and PB 管材管件，在国内细分产品领域中的市场占有率为 5% 左右。
- 我国塑料管材行业目前正以年均 25% 的需求增速在快速增长，其需求与城镇化有着紧密的关系，十二五期间城镇化建设的持续高速发展、保障房建设和水利工程建设的大规模实施将推动塑料管材行业需求的快速增长。
- 公司作为 PP 和 PE 管材管件的领先生产商，未来将受益于 PP/PE 管材技术替代金属水泥等传统管材和 PVC 管材的趋势。国家大力支持发展新型塑料管材，在目前塑料水管产品消费结构中，PVC 管材占比 40%，但 PVC 管材耐冲击性较差，且加工过程中会添入某些有毒物质，长期使用对人体有害，而 PPR 和 PE 管材则不会出现这样的问题。可以预见，随着未来对管材物理性能标准和健康要求的提高，PVC 管材将逐步被 PE 和 PP 管材取代。
- 伟星新材注重品牌战略，所采用的是扁平式的营销模式，产品毛利率处于业内最高水平。扁平式营销模式拥有利润空间大、经营效率高、客户忠诚度高优点。通过压缩多级经销商，公司提高了自身的毛利率，长期处于同行业最高水平。公司在业务上非常注重品牌战略，与万科等主要房地产公司建立了良好的合作关系，在业内形成良好的声誉，并拥有自己的稳定客户群。
- 公司通过 IPO 募投项目实现综合产能增长 174%，全部投产后公司可达到 23 亿以上的收入规模。其中新增 PPR 管材管件年产能 3.2 万吨、PE 管材管件 4 万吨、HD-PE 管材管件 1.5 万吨。募投项目正处于逐步投放中，预计 2011 年可释放 30% 以上产能，2012 年释放 70% 左右产能。
- 股权激励改善公司治理结构，保障公司长远发展：2011 年 7 月 5 号公司披露股权激励计划草案。公司拟向 13 名激励对象授予 1000 万份股票期权，行权价为 17.39 元。行权条件为：以 2010 年净利润为基数，2011 至 2013 年净利增幅分别不低于 15%、30% 和 45%。
- 预期净利润年复合增长率 28%，首次给予公司买入评级，目标价 25.50 元。根据公司的产能投放和业务拓展情况，我们预测公司 2011-2013 年的每股收益预测分别为 0.91 元、1.23 元和 1.40 元，净利润年复合增长率为 28%。我们按照 PEG 为 1 给予公司 28 倍的动态市盈率，对于目标价为 25.50 元，首次给予公司买入评级。
- 风险因素：保障房建设低于预期导致地产投资快速下滑的风险，原油价格快速上涨对毛利率构成负面影响的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

罗果

建材行业资深分析师

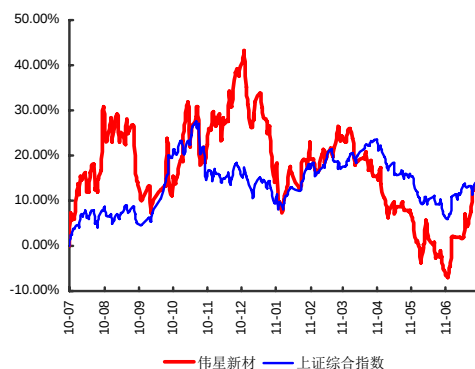
8621-63325888-6070

luoguo@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208060127

投资评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价 (2011 年 7 月 26 日)	19.09 元				
目标价格	25.50 元				
总股本/A 股 (百万股)	253/ 253				
A 股市值 (亿元)	50				
国家/地区	中国				
行业	非金属建材				
报告发布日期	2011 年 7 月 27 日				

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1249	1484	2026	2338
同比 (%)	34%	19%	36%	15%
归属母公司净利润	170	231	313	355
同比 (%)	28%	36%	36%	13%
毛利率 (%)	38.1%	38.7%	38.9%	38.7%
ROE (%)	10.8%	12.8%	14.8%	14.4%
每股收益 (元)	0.67	0.91	1.23	1.40
P/E (倍)	22.07	16.28	12.01	10.58
P/B (倍)	2.39	2.08	1.77	1.52
EV/EBITDA (倍)	5	4	3	2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、公司业务概述.....	3
二、城镇化加速，带动塑料管材需求持续高增长.....	5
三、“十二五”规划中的保障房与水利投资为塑料管材再添助力	8
十二五规划解决不平衡，保障房与农村水利是投资重点。	8
保障房建设步入正轨，今年将是爆发元年	8
新增水利建设需求：水利投资年均 30%增速将使公司水管业务受益其中。	9
需求景气带来国内产能持续扩张，未来或将开拓海外市场.....	9
四、技术升级引发产业内替代，PVC 管被替代是大势所趋	10
替代传统建材，塑料水管脱颖而出	10
塑料水管技术升级，PP、PE 替代 PVC.....	10
五、健全的营销网络和良好的品牌效应为需求爆发之年奠定基础	11
优质的品牌保证质量	11
多样化营销模式针对不同订单，扁平化销售渠道造就高毛利率.....	11
六、募投项目扩产带来高增长，超募资金再投资再添动力	12
七、盈利预测及估值	13
八、股权激励改善公司治理结构，保障公司长期发展	14

一、公司业务概述

公司产品齐备，技术领先，在行业内具有举足轻重的地位。公司是国内塑料管道行业产品系列化、生产规模化、经营品牌化的领先企业之一，专业从事高质量、高附加值的新型塑料管道的研发、生产和销售。公司的产品主要包括 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管及 PB 管材管件。2009 年公司各项产品的销量分别为 1.67 万吨、2.02 万吨、0.58 万吨和 643 吨，其市场占有率分别为 5.85%、3.06%、3.13% 和 20%，2010 年和 2011 年公司的市场份额正进一步扩大。

图 1：2010 年公司收入构成

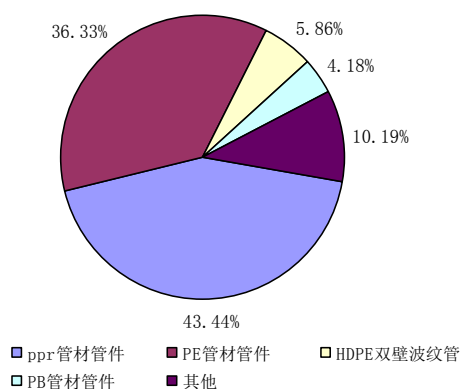
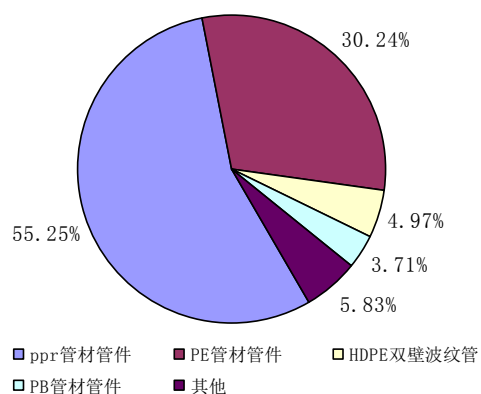


图 2：2010 年公司毛利构成

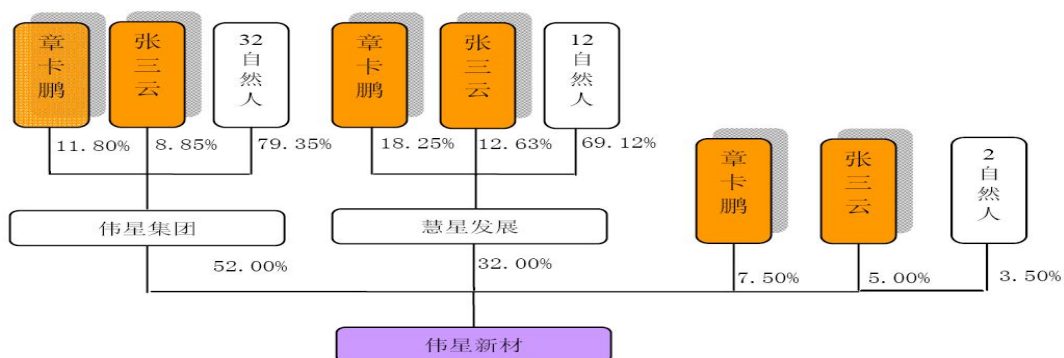


资料来源：东方证券研究所，公司年报

公司股权结构清晰，集权有助于决策高效。公司控股股东是伟星集团和慧星发展，其实际控制人为章卡鹏和张三云。家族企业股权的相对集中对发展期的民营企业非常重要。

管理团队对这个行业非常熟悉，公司的实际控制人章卡鹏是在行业内多年的专家，专注而且务实，从公司过去的高速发展历程和同一大股东控制的伟星股份（002003）的历史表现来看，公司的管理层是非常优秀的。

图 3：公司股权结构图



资料来源：东方证券研究所 招股说明书

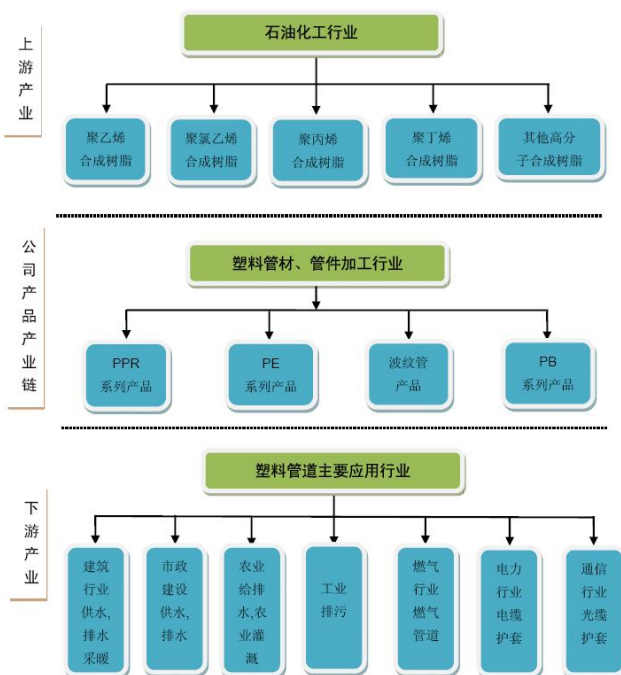
公司在产品上非常齐全，除了毛利率较低且竞争最为激烈的 PVC 管材管件外，公司覆盖了其他所有管材管件，其产品的应用覆盖下游各个主要市场，包括给排水市场、污水处理市场、水暖市场、线缆护套等。

表 1：公司产品及其用途

产品		用途
PPR 系列管材管件	PPR 管	建筑冷热水管道市场
	F-PPR 复合管	高档建筑冷热水管道市场
		建筑主立管市场
	PPR/AI 复合管	户外抗老化管道市场
		中央空调管道
		高温散热片采暖市场
PE 系列管材管件	PE 城乡给水管	市政给水、农村给水
	PE 同层/虹吸排水管	建筑排水
	PE 地源热泵专用管	中央空调、热水供应
	地板采暖用 PE-RT 管	低温地板辐射采暖
HDPE 双臂波纹管	HDPE 双臂波纹管	室外排水排污、工业排污、低压灌溉、垃圾填埋
PB 系列产品	采暖用 PB 管	高温散热器采暖、地板肤色采暖
	PB 阻氧管	

资料来源：东方证券研究所，招股说明书

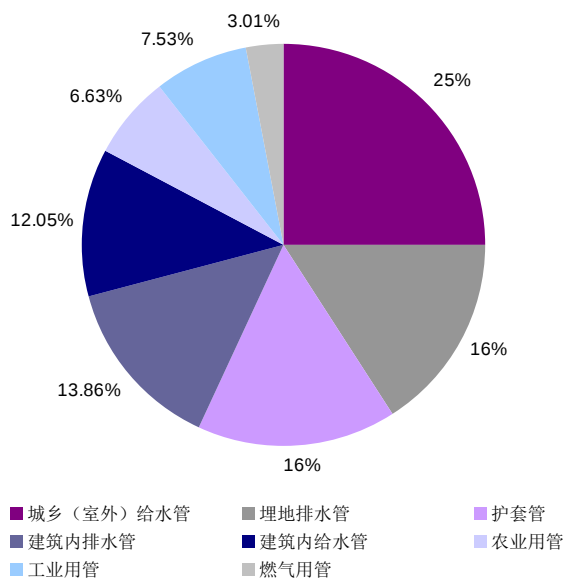
图 4：公司所处行业及产业链构成



资料来源：东方证券研究所 招股说明书

上游成本盯油价，下游需求看投资。由于塑料管行业所用的原材料是专用树脂（如 PE、PP），属于石油化工行业的产品。因此，石油价格的波动对于公司原材料将会有明显的影响。在目前国内行业供不应求的局面出现，短期的原材料价格上涨可以转嫁给下游市场。塑料管道行业的下游为建筑、市政、电力、矿山、化工、农业、燃气等行业。产品广泛应用于建筑给排水、城市给排水、燃气输送、污水处理、村镇建设、公路铁路排水、电缆光缆保护、农业排灌、化工、矿山等领域。由于这些下游行业多为城乡建设服务，因此，其需求也与城镇化有着紧密的关系。

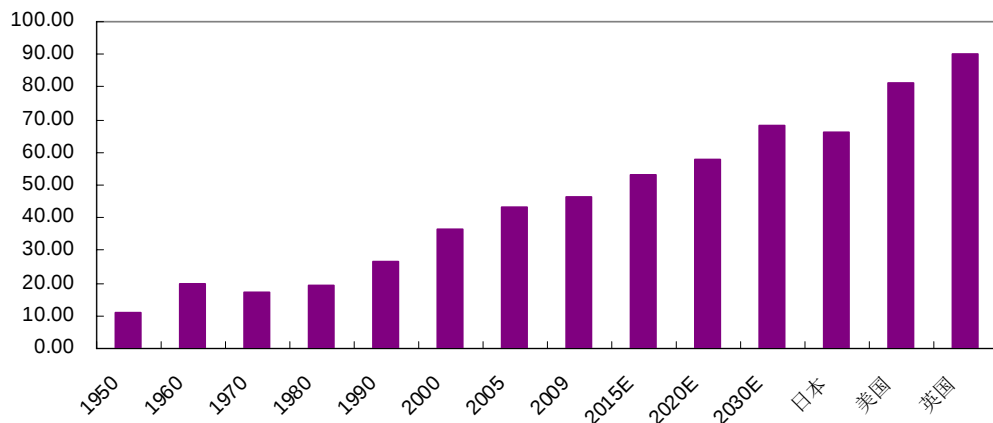
图 5：塑料管道行业下游应用领域（均与城镇化建设相关）



资料来源：东方证券研究所 北京塑料工业协会

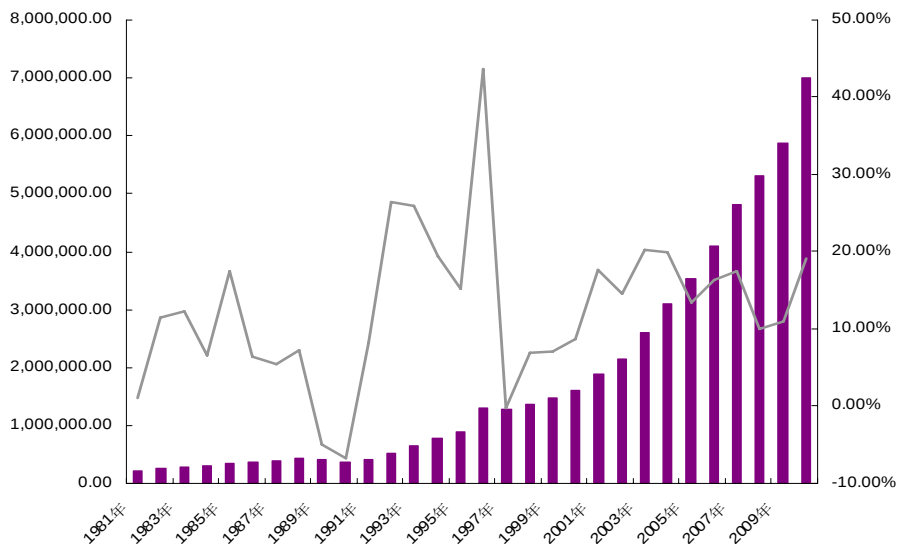
二、城镇化加速，带动塑料管材需求持续高增长

城镇化是国家发展的必然趋势，加速迫在眉睫。“十一五”期间，我国的城市化率以每年 0.9% 的速度提高，截至 2009 年，我国的城市化率已达 46.6%。然而，与 2000—2005 年近 1.2% 的增速相比，其增速明显放缓。日本的城镇化率为 66%，美国的城镇化率为 81%，英国的城镇化率更是高达 90%。与发达国家相比，我国更是存在不小的差距。在“十二五”文件中所提出的“不平衡、不协调、不可持续”，其主要原因正是因为城镇化率较低。而通过加速城镇化，将农村人口转变为城市人口，将农村变为城市，则城乡的不平衡、收入的不平衡、东西部的不平衡问题都将迎刃而解。因此，城镇化加速将是“十二五”期间的主旋律。

图 6：我国城镇化率提升趋势(预计 2030 年赶超日本)


资料来源：东方证券研究所 国家统计局

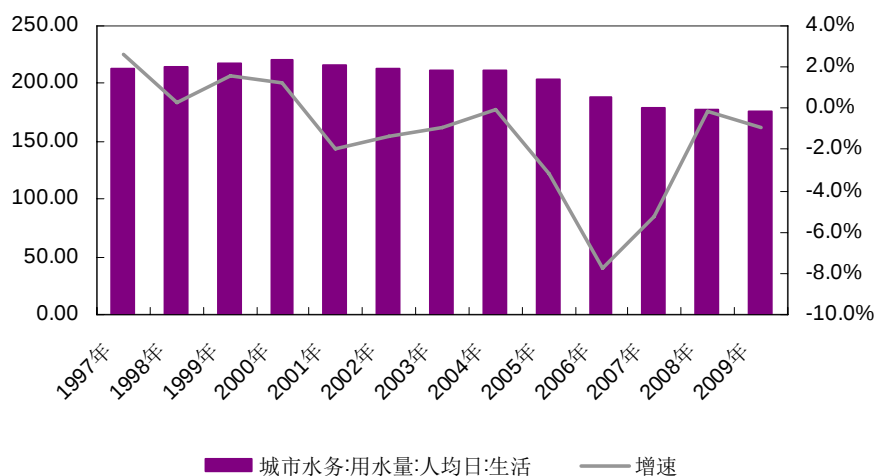
城镇化加速带来建筑建材需求加速增长，水管行业长期景气。随着城镇化的持续扩张，其下游建筑建材需求也将长期维持景气。由于我国人口众多，城镇化率每上升 1% 将使 1300 万农村人口转变为城镇人口，其相应的房屋和相关建材需求也会有着大幅度扩张。2010 年我国房屋建筑施工面积增速近 20%，与 09 年的 11% 有着明显的提高。而房屋建设离不开给、排水系统，水管行业将长期维持景气。

图 7：1981-2010 年我国房屋建筑施工面积及增长率


资料来源：CEIC 东方证券研究所

大量城市缺水与城市用水居高不下形成鲜明对比。水资源不足是我国基本国情，节水是缓解当前城乡缺水矛盾的长期硬性措施。2004 年人均可用淡水资源仅为 2210 立方米，约为世界平均水平的 1/4，位列世界第 121 位，是联合国认定的“水资源紧缺”国家；2000 年全国 663 座城市中有 400 多座城市缺水，其中 108 座严重缺水。另一方面，我国城镇生活用水浪费严重，供水跑、冒、滴、漏现象相当严重，近几十年来总体呈上升趋势。1992 年至 2002 年，全国城市供水管网平均漏损率由 7.9% 上升到 16.7%，造成水资源极大浪费，每年预计损失自来水近 100 亿立方米。我国人均日用水量虽然在不断下降，已由 1997 年的 213 升/日人下降到 2009 年的 177 升/日人，但与发达国家的 150 升/日人仍有着不小的差距。

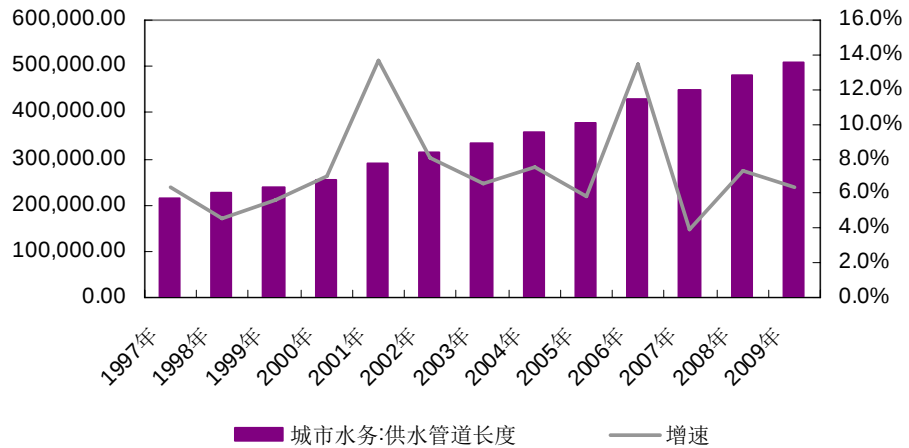
图 8：每年人均日生活用水量数据及变化率



资料来源：东方证券研究所

城市用水量大与管道质量问题有着密切的关系。据有关专家估计，在不降低生活水准前提下，我国住宅建筑至少还有节能 30%-50%、节水 15%-20% 潜力。其中的重点在于降低管道系统漏损，而从管道系统上看，漏损问题的部分原因是管材本身的质量问题，大部分则是由于管道控制部件及连接部件引起的。因此，通过采用高质量的管道管材可以很大程度上降低用水量，做到节能减排。

供水管道长度的持续增长将带来维修和更新换代的存量需求。由于我国人口众多，地域辽阔，供水管网的建设就成为一项长期工作。因此，在其他国家微不足道的维修和更新换代的存量需求也成为我国管材管道行业广阔市场前景的一部分。2009 年我国城市供水管道长度已达 51 万公里，同比增长 6.3%，预计在城市化加速的过程中，其增速会进一步加快。

图 9：我国城市供水管道长度及增速


资料来源：东方证券研究所

三、“十二五”规划中的保障房与水利投资为塑料管材再添助力

十二五规划解决不平衡，保障房与农村水利是投资重点。

今年是我国“十二五”开局之年，通过一系列政策规划，制定未来五年的投资规划。而“十二五”的主题则是解决不平衡问题，实现和谐社会。其中，收入分配不平衡和城乡发展不平衡则是需要解决的核心问题。国家通过大力投资保障房建设来改善收入分配不平衡的问题。而农村水利投资则是改善城乡发展不平衡的必由之路。因此，无论是保障房投资，还是农村水利投资，都将是“十二五”期间的主题，随着政府不断加大力度对其进行投资，未来或将引发投资持续超预期。

保障房建设步入正轨，今年将是爆发元年

自 10 年开始的房地产调控政策出台以来，市场对于房地产投资增速急剧下滑。但是，从实际数据来看，我们发现，保障房建设投资不仅完全弥补了行业政策的负面影响，而且确保了房地产开发投资持续增长。

根据最新签订的工程建设目标责任书，今年我国建设 1000 万套保障性住房已是确定性事件。相比 2010 年的 580 万套保障性住房，今年的保障性住房的任务指标为 1000 万套，同比增长 72.4%（对于该责任书的点评请参见我们此前的报告）。而根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》，“十二五”期间，全国城镇保障性住房覆盖面达到 20% 左右，约 3600 万套保障房，除去今年的 1000 万套，明年还有 1000 万套，后年再建 1600 万套。按照每套 60 平方米计算，则未来三年为房屋建筑面积提供的增量占 2010 年房屋建筑面积比例分别为 8.6%、8.6% 和 13.7%，对应的 09 年房屋建设建筑面积比例分别为 10.2%、10.2% 和 16.3%。因此，我们判断，保障房建设不仅能够弥补房地产行

业调控带来的负面影响，还能为房屋建筑提供增量。由于保障房建设仍然离不开管网布局 and 管网入户，带来的相关配套设施如建筑内给、排水系统、室外和埋地排水系统的建设都将会面临广阔的需求。对于塑料水管行业的需求短期有保障，长期仍将超预期。

表 2：十二五期间的保障性住房建筑面积及其影响

年份	套数	估算面积（按每套 60 平方米计算）	占 2010 建筑面积	占 2009 建筑面积
2011 年	1000 万套	6 亿平方米	8.6%	10.2%
2012 年	1000 万套	6 亿平方米	8.6%	10.2%
2013 年	1600 万套	9.6 亿平方米	13.7%	16.3%

资料来源：东方证券研究所

新增水利建设需求：水利投资年均 30% 增速将使公司水管业务受益其中。

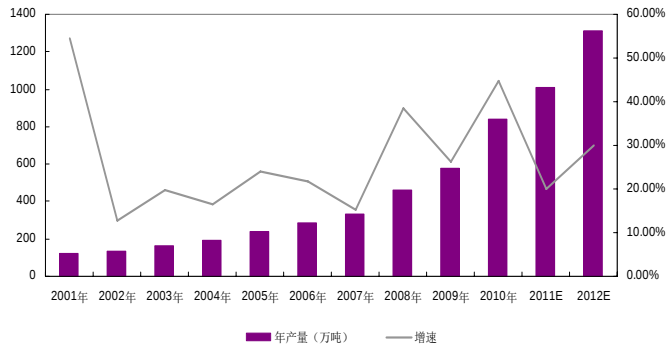
1 月 29 日，国务院批复的 1 号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》指出，国家将加大水利建设的投资力度，力求从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。文件中指出，再水利投入方面力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。而 2010 年我国水利投入约为 2000 亿元，这就意味着未来 10 年的水利投资将达到 4 万亿元。而由于其投资重点仍在“十二五”期间，因此，我们认为，“十二五”期间的水利投资有望达到 2.5 万亿元，较“十一五”的 7000 亿元增长 257%，未来年复合增速将达到 30% 以上。而其中，还强调了农村水利建设中需要“大力推广以管代渠、长距离管道输水建设”，从而减少水资源的损耗和再利用。在“十一五”期间，管网投资总额达到 2085 亿元，若按照总额同样增速，管网投资在“十二五”期间将达到约 7500 亿元。

此次文件将三农问题直指水利投资，充分证明了中央对于水利投资的重视程度。我国平均每年因旱受灾的面积约 4 亿亩。正常年份全国灌区每年缺水 300 亿立方米，城市缺水 60 亿立方米。在缺水的同时，还存在着严重的用水浪费，全国农业灌溉用水利用系数大多只有 0.4，而很多国家已达到 0.7-0.8；我国工业万元产值用水量为 103 立方米，是发达国家的 10-20 倍。在我国，水的重复利用率为 50% 左右，而发达国家为 85% 以上。另外，我国年排放污水总量近 600 亿吨，其中大部分未经处理直接排入水域。水的污染严重不仅破坏了生态环境，而且使水资源短缺问题更为严重。

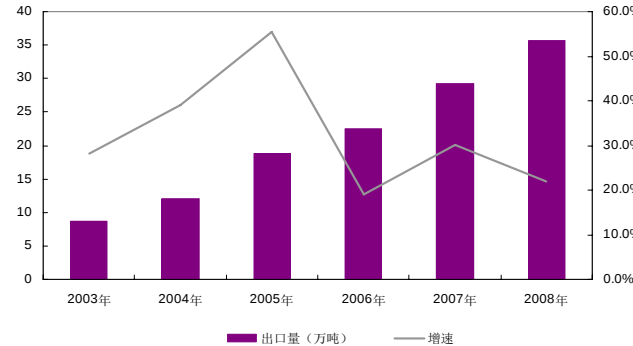
正是由于管网的不健全，导致一方面旱情严重，另一方面，水资源大量浪费。而解决这一问题，则需要大力投入农村管网建设，包括给排水系统的建设、污水处理系统的建设、灌溉管网的建设等。

需求景气带来国内产能持续扩张，未来或将开拓海外市场

由于国内需求的扩张及国产化率的不断提高，我国塑料管道产量从 2000 年的 78.6 万吨以每年超过 25% 的增速增长，到 2010 年其总产量已达 840.2 万吨。随着国内投资不断加大，海外市场也将是新的蛋糕。

图 10：过去十年我国塑料管道产量及增速


资料来源：CEIC 东方证券研究所

图 11：近 5 年塑料管道出口量及增速


资料来源：CEIC 东方证券研究所

四、技术升级引发产业内替代，PVC 管被替代是大势所趋

替代传统建材，塑料水管脱颖而出

由于塑料相对于铸铁管、镀锌钢管、水泥管等传统管道，具有节能节材、环保、轻质高强、耐腐蚀、内壁光滑不结垢、施工和维修简便、使用寿命长等优点，能够更好的应用于建筑给排水、城乡城乡给排水、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、工业和农业领域。

《国家化学建材产业“十二五”计划和 2015 年发展规划纲要》中明确了“十二五”达到的目标，到 2015 年，塑料管的推广应用主要以 PE 管为主，并大力发展新型塑料管。在全国新建、改建、扩建工程中，新建住宅室内排水管 85% 采用塑料管，基本淘汰传统铸铁管。建筑电线穿线护套管 90% 采用塑料管，建筑雨水排水管 80% 采用塑料管；建筑给水、热水供应和供暖管 85% 采用塑料管，基本淘汰镀锌钢管。城市供水管道（DN400mm 以下）80% 采用塑料管，村镇供水管道 90% 采用塑料管，城市燃气塑料管的应用量达到 40%，城市排水管道的塑料管使用量达到 50%。

由于性能、成本等各方面优势，塑料管材管件在过去十年中大规模替代了如铸铁管、镀锌钢管、水泥管等传统管道，我们认为，随着更新换代的持续和节能减排逐步深入，这种替代趋势仍将持续。

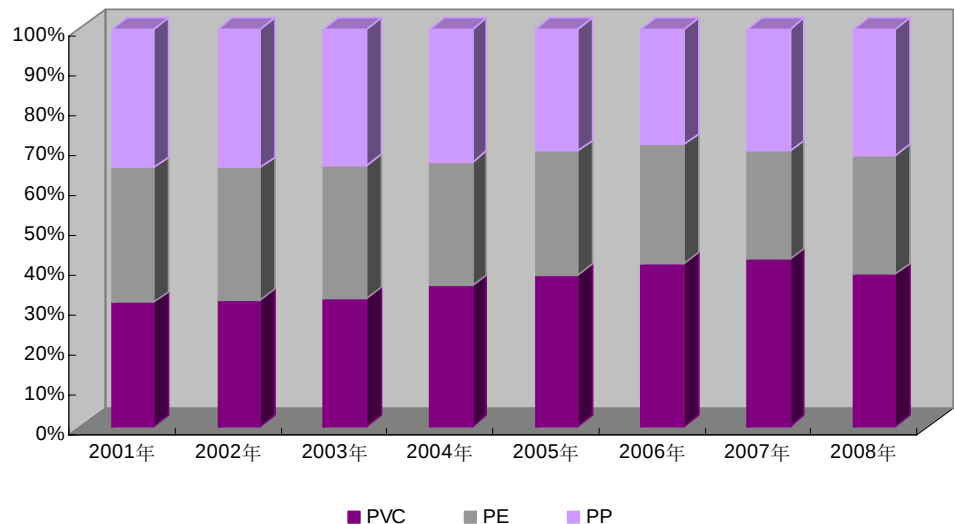
塑料水管技术升级，PP、PE 替代 PVC

随着塑料管材渐成管材行业主流趋势后，行业内的技术升级也是必然趋势。其中，PVC 管道系统发展最早，目前也是用量最大，PE 和 PP 管发展较晚，但是近年增长非常迅速。根据 Lars-Eric Jansson 的资料，欧洲在 1993 年到 2001 年间 PP 管增长率是 8%，PE 管增长率是 6%，PVC 管的增长率是 1%。

在需求爆发的年代 PVC 管的增速放缓有着其必然的原因。首先，由于其耐冲击性较差，在受冲击后容易破裂。而 PPR 的耐冲击性是 PVC 的 2 倍，PE 的耐冲击性是 PVC 的 6 倍。其次，在常用温度范围上，PVC 为 -5°C~60°C，在冬天有脆裂的危险。而 PPR 和 PE 的常用温度范围也比 PVC 宽泛的多，一般情况下不会发生软化和脆裂的问题。最后，在卫生性能方面，由于 PVC 管在加工中需加入稳定剂、填充剂、润滑剂、着色剂等添加剂，其中含铅、砷、镉、锡的化合物。长期使用会导致这些有毒物质吸入人体。而 PPR 和 PE 管材则不会出现这样的问题。

正是因为这一系列缺点，在新增的需求中越来越少的使用 PVC。2007 年 PVC 管占塑料管总产量的 42%，而 08 年已经降至 38.3%。而 PP 和 PE 管材均有所上升。可以预见，未来 PVC 管材将逐步被 PE 和 PP 管材取代。而公司作为 PE 和 PP 的领先生产商，未来将受益于这样的技术替代。

图 12 PVC 被替代乃是大势所趋



资料来源：东方证券研究所 国家统计局

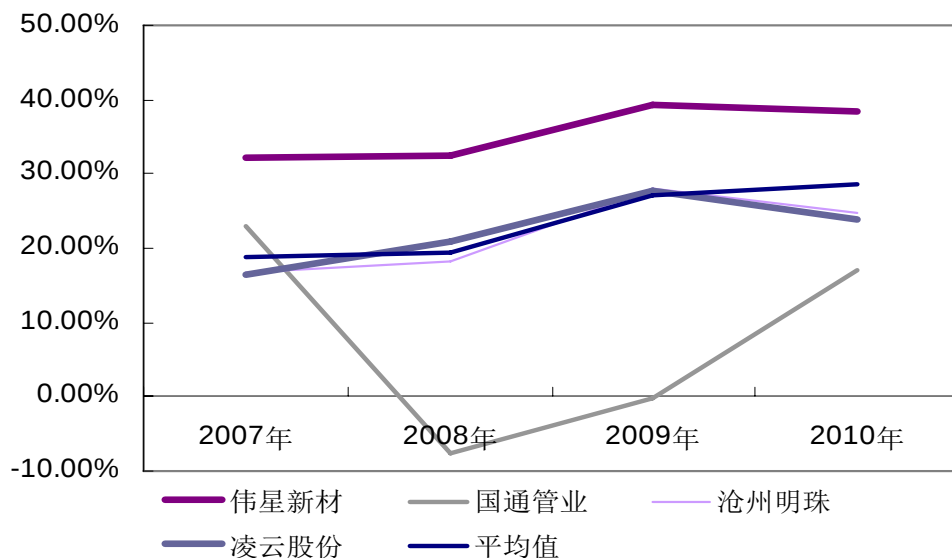
五、健全的营销网络和良好的品牌效应为需求爆发之年奠定基础

优质的品牌保证质量

公司在业务发展上非常注重品牌战略，不仅先后荣获“中国名牌产品”、“中国驰名商标”等荣誉称号，公司还曾多次参与国家重点项目，如鸟巢、水立方、奥运森林公园等。此外，公司还与万科等主要房地产公司建立了良好的合作关系。通过开展一系列的品牌战略，公司得以向市场展示其优质的产品，从而在业内形成良好的声誉，并拥有自己的稳定客户群。

多样化营销模式针对不同订单，扁平化销售渠道造就高毛利率

公司拥有两种营销模式，分别是经销商代理模式和工程直销模式，两者的业务比重约为 6:4。从经销商代理模式来看，公司现有 20 多家销售子公司，10 多家销售办事处，专职销售人员 1000 多人，区域经销商 999 家，销售网点达到 13625 家。除了布局合理的营销网络外，更重要的是公司采用了扁平式的营销模式。建材行业传统的营销模式是树型营销模式，由厂商发货给一级经销商，再由一级经销商发货给二级经销商，如此经过多级经销商后再到达零售客户终端。在这种营销模式下，经销商将会盘剥过多利润，致使公司毛利率被压低。而伟星新材所采用的则是扁平式的营销模式。扁平式营销模式拥有利润空间大、经营效率高、客户忠诚度高等优点。通过压缩多级经销商，公司提高了自身的毛利率。从下图我们发现，公司的毛利率长期处于行业高点。

图 13：营销模式造就公司毛利率远高于同行


资料来源：东方证券研究所 招股说明书

从工程直接销售模式来看，由于下游客户主要为自来水公司、市政公司、电力公司、燃气公司等大型客户，其议价能力非常强，因此在招标过程中，价格相对透明，竞争也较为激烈。而公司通过开发个性化产品（如工程专用管）并采取更具竞争力的报价策略，从而实现了近三年工程直销收入 30% 的复合增速。

六、募投项目扩产带来高增长，超募资金再投资再添动力

公司通过 IPO 募集资金后，先后投资于五个项目，其预计投产时间均为 2011 年。从时间上看，由于国家近年来投入大幅增长，对公司的各系列产品形成了供不应求的局面。因此，对 PPR、PE 和 HD-PE 管材管件产品的尽快投产则显得尤为必要。而通过对公司营销网络建设进行投资，则更是奠定了公司未来业务大规模扩张的基础。

表 3：公司 IPO 募集资金投资项目

项目名称	投资总额（万元）	预计投产时间
年产 3.2 万吨节能环保型 PPR 系列管材、管件扩建项目	26577.6	2011-2012 年
年产 2.5 万吨节能节水型 PE 系列管材、管件扩建项目	14486.37	2011-2012 年
年产 1.5 万吨环保型排水、排污用聚烯烃系列双壁波纹管扩建项目	7536.03	2011-2012 年
年产 1.5 万吨节能节水型 PE 系列管材、管件项目（超募资金投向）	11715.11	2011-2012 年
公司营销网络建设项目（超募资金投向）	11371.5	

资料来源：公司公告

募集资金项目的建成投产后公司将新增年产 PPR 管材管件 3.2 万吨、PE 管材管件 4 万吨、HD-PE 管材管件 1.5 万吨的生产能力。产能的大幅增加将有助于充分发挥规模优势、降低生产成本、保持和提高公司的市场占有率和行业领导地位。公司募投项目投入之前（08—09 年）年销售额在 9 亿元左右，按照相同的产品价格水平，募投项目将可以产生约 14 亿元的收入，投产后可以达到 23 亿元以上的收入规模。

表 4：公司产能增长情况

产品（万吨）	项目实施前产能	新增产能	达产后总产能	考虑前期投入后的已有产能	产能增长
PPR	1.61	3.2	4.81	1.8	167.2%
PE	1.84	4	5.84	2.12	175.5%
HD-PE	0.53	1.5	2.03	0.71	185.9%
合计	3.98	8.7	12.68	4.63	173.9%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

七、盈利预测及估值

公司的募集资金项目正处于逐步投产过程中,预计 2011 年募投产能释放 30%,2012 年募投产能释放 70%,2013 年全部投产.公司的产品毛利率基本稳定,产品价格能够适时传导原材料价格的波动情况.

表 5:公司分业务盈利情况预测

项 目	2009A	2010 A	2011 E	2012E	2013E
产品 I—PPR 管材管件					
销售收入（万元）	40,346.27	53,868.17	68,750.0	90,000.0	100,000.0
增长率（YOY）	-0.27%	33.51%	27.63%	30.91%	11.11%
毛利率	48.19%	48.78%	48.20%	48.20%	48.20%
销售成本（万元）	20,903.4	27,591.3	35,612.5	46,620.0	51,800.0
产品 II-PE 管材管件					
销售收入（万元）	32,710.96	45,053.71	48,360.0	71,760.0	84,240.0
增长率（YOY）	10.43%	37.73%	7.34%	48.39%	17.39%
毛利率	33.10%	31.92%	31.90%	32.50%	32.50%
销售成本（万元）	21,883.6	30,672.6	32,933.2	48,438.0	56,862.0
产品 III—HDPE 双壁波纹管					
销售收入（万元）	6,860.97	7,264.91	10,125.0	16,875.0	22,837.5
增长率（YOY）	-2.63%	5.89%	39.37%	66.67%	35.33%
毛利率	33.73%	32.56%	33.00%	34.00%	34.00%
销售成本（万元）	4,546.8	4,899.5	6,783.8	11,137.5	15,072.8
产品 IV—PB 管材管件					
销售收入（万元）	3,491.81	5,184.04	6,220.8	7,154.0	8,227.1
增长率（YOY）	-15.19%	48.46%	20.00%	15.00%	15.00%

毛利率	38.32%	34.02%	33.00%	35.00%	35.00%
销售成本（万元）	2,153.7	3,420.4	4,168.0	4,650.1	5,347.6
合 计					
销售总收入（万元）	91658	124014	147363	201087	232132
增长率	5.73%	35.30%	18.83%	36.46%	15.44%
销售总成本（万元）	55745	76454	90345	122778	142208
增长率	-4.66%	37.15%	18.17%	35.90%	15.83%
平均毛利率	39.18%	38.35%	38.69%	38.94%	38.74%

资料来源:东方证券研究所

表 6:公司 2011-2013 年主要盈利指标预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	931	1249	1484	2026	2338
同比(%)	4%	34%	19%	36%	15%
归属母公司净利润	133	170	231	313	355
同比(%)	39%	28%	36%	36%	13%
毛利率(%)	39.2%	38.1%	38.7%	38.9%	38.7%
ROE(%)	41.5%	10.8%	12.8%	14.8%	14.4%
每股收益(元)	0.70	0.67	0.91	1.23	1.40

资料来源:东方证券研究所

根据公司的产能投放和业务拓展情况，我们预测公司 2011-2013 年的每股收益预测分别为 0.91 元、1.23 元和 1.40 元，预期净利润年复合增长率为 28%。我们按照 PEG 为 1 给予公司 28 倍的动态市盈率，对应目标价为 25.50 元，首次给予公司买入评级。

八、股权激励改善公司治理结构，保障公司长期发展

公司于 2011 年 7 月 5 号披露股权激励计划草案。公司拟向 13 名激励对象授予 1000 万份股票期权，行权价为 17.39 元。

据草案，公司此次授予激励对象的股票期权总数为 1000 万份，已获公司董事会确认并经监事会核实的激励对象共 13 人。其中董事、总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监共 5 人，拟授予数量为 520 万份。

此次股权激励设定的行权条件为：以 2010 年净利润为基数，2011 至 2013 年净利增幅分别不低于 15%、30%和 45%；净资产收益率分别不低于 10%、11%和 12%。



单位:百万元

单位:百万元

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn