

纳川股份 (300198.sz)

产销两旺业绩大幅增长, 公司高速成长值得期待

吕丙风 分析师

电话: 020-87555888-8833

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511020017

事件:

纳川股份发布 2011 年中报。公告显示, 实现营业收入 12,302.91 万元, 比去年同期增长了 93.34%; 实现营业利润 4,265.66 万元, 同比增长了 223.30%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3,508.17 万元, 同比增长了 143.09%, 符合此前预增公告中 100%-150%范围, 接近预增数据的上限。分配预案为每 10 股派发现金红利 3 元, 每 10 股转增 5 股。

我们的观点:

1、产销量比翼齐飞, 收入和利润同步大幅增长。公司 2011 年销售收入和净利润出现大幅上升, 其主要原因是, 受益于旺盛的下游需求, 主营产品 HDPE 增强缠绕管产销量大幅提高, 订单执行情况良好, 同时, 产品毛利率略有上升, 促使营业收入及利润持续大幅增长, 盈利能力大幅上升。HDPE 缠绕增强管作为替代水泥管的佼佼者, 具有强度高、使用寿命长等一系列优点, 已经成为未来市政工程、核电化工等行业中, 埋地塑料排水管的最佳选择。我们认为, 伴随着公司上市, 纳川管材的产品销售市场已经从培育期进入了高速增长期。展望 2011 年下半年, 按照公司销售收入变化的季节性推断 (上半年 1/3, 下半年 2/3), 在公司产品的综合毛利率稳定的前提下, 目前确定在手的订单为公司今年的业绩提供了确定性的保证。

2、产品符合国家水利投资主题, 未来市场空间巨大。目前, 我国塑料管材的年增长率已达 15%, 预示着巨大的市场容量和整个行业的兴盛。特别是最

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	168.86	191.65	343.90	560.85	678.60
增长率 (%)	55.23%	13.49%	79.44%	63.09%	20.99%
EBITDA (百万元)	61.24	70.81	118.55	207.92	253.34
净利润(百万元)	46.79	56.62	94.76	168.03	203.07
增长率 (%)	108.17%	21.00%	67.37%	77.32%	20.85%
每股收益 (元)	0.678	0.821	1.030	1.830	2.210
市盈率	0.00	0.00	29.61	16.70	13.82
市净率	0.00	0.00	2.81	2.41	2.05
EV/EBITDA	0.00	0.00	20.66	13.24	11.55

数据来源: 福建纳川管材科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	36.70
目标价格(元)	45.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	18.96%	30.19%	24.07%
沪深 300	-8.10%	-8.08%	0.69%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	92.00/23.00
主要股东:	陈志江
主要股东持股比例	32.62%

财务比率

ROE	29.76%
ROA	25.72%
资产负债率	35.15%
每股净资产(元)	2.76
2010 年报数据	

近“中央一号文件”的出台和全国各城市内涝情况的出现，对于高质量管材的需求尤显突出。中央一号文件表明国家将安排专项资金支持城市排水管网建设，估计至2015年，我国大口径塑料埋地排水管用用量约为100万吨。此外，HDPE缠绕增强管作为城市内涝问题解决的最佳选择，伴随着公司品牌效应的显示，对产品了解和认同的人也越来越多。我们认为，对部分重要城市进行排水系统的改造已可预见，这将为HDPE缠绕增强管带来全局性的需求提升。

3、募投项目提前投产，产能快速扩张。按照公司发展战略，募投项目将在2011年底提前完工。目前，本部泉州母公司，原来3条线，其中两条产能均为2400吨/年，一条产能1500吨/年；募投项目新增2条，均为产能2400吨/年，其中1条已经2011年5月投产，另一条预计于9月投产。武汉汇川子公司，募投项目新增2条，均为产能2400吨/年，其中1条预计于2011年7月投产，另一条预计于9月投产。天津泰邦子公司，原来2条线，两条产能均为2400吨/年；募投项目新增2条，均为产能2400吨/年，其中1条预计2011年7月投产，另一条预计10月投产。我们认为，按照产能加权计算，公司2011年将完成15000-16000吨的产销量，同时还存在一定程度超预期的可能性。此外，超募资金将继续提升产能。

4、发展战略全国布局，BT项目延伸产业链。根据公司的经营状况，公司的超募资金将在西南、西北进行新项目的投建，扩大产品销售半径，加速全国战略布局。我们估计西部、新疆以及广东将是可选之地。其次，为了实现产业链延伸，加强综合服务能力，公司通过已有的工程案例，将继续参与海西及周边BT项目投资，通过BT项目带动主营产品销售（BT工程中，管材销售占工程造价的20%），提升公司工程服务能力，也可以提高公司形象。我们认为，超募资金的正确使用将为公司未来持续高增长提供保证。

盈利预测：

我们预测公司2011、2012和2013年EPS分别为1.03元/股、1.83元/股和2.21元/股，分别同比增长67.37%、77.32%、20.85%。我们认为公司竞争优势明显，产品市场容量巨大，产能迅速扩张以及订单饱满，未来3年净利润平均增长率超过50%。参考可比上市公司估值，若给予2012年25倍估值，一年内目标价为45元。给予公司“买入”评级。

风险提示：

公司主要存在原材料价格大幅波动的风险。

资产负债表

单位：百万元

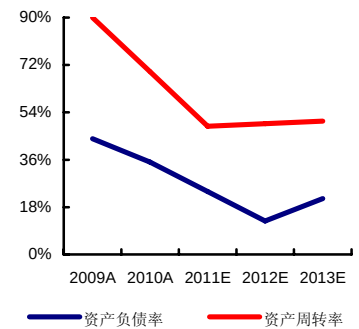
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	158	179	754	382	443
货币资金	69	32	557	53	50
应收及预付	72	131	164	277	330
存货	16	16	33	52	64
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	100	114	360	755	1,096
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	64	72	165	356	544
在建工程	5	5	155	355	505
无形资产	12	17	21	24	28
其他长期资产	19	21	19	19	19
资产总计	257	293	1,114	1,137	1,539
流动负债	113	103	291	146	345
短期借款	63	66	200	0	170
应付及预收	50	37	91	146	175
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	25	25	25
负债合计	113	103	316	171	370
股本	69	69	92	92	92
资本公积	27	27	717	717	717
留存收益	48	94	189	357	560
归属母公司股东权益	144	190	998	1,166	1,369
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	257	293	1,314	1,337	1,739

利润表

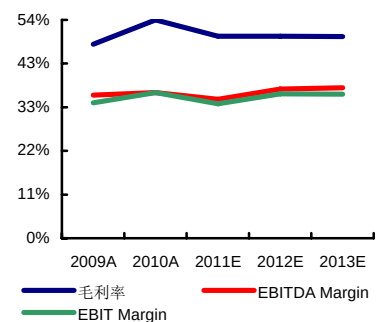
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	169	192	344	561	679
营业成本	87	88	171	280	339
营业税金及附加	2	2	3	4	5
销售费用	15	14	28	39	48
管理费用	9	18	28	36	44
财务费用	2	3	1	1	1
资产减值损失	1	5	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0	0
营业利润	54	64	111	198	240
营业外收入	5	5	3	3	3
营业外支出	2	0	1	1	1
利润总额	56	68	113	200	242
所得税	10	12	18	32	39
净利润	47	57	95	168	203
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	47	57	95	168	203
EBITDA	60	69	119	208	253
EPS (元)	0.68	0.82	1.03	1.83	2.21

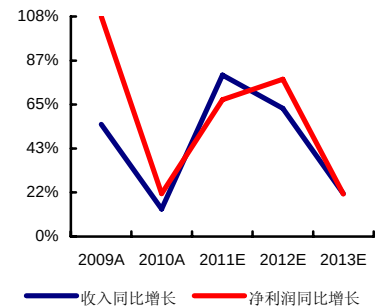
资产负债率趋势



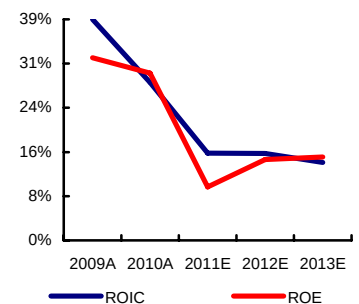
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

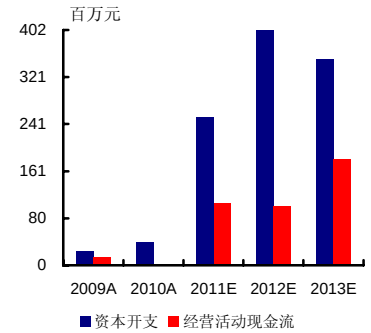
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	14	0	105	100	181
净利润	47	0	95	168	203
折旧摊销	3	0	4	7	11
营运资金变动	-39	0	4	-77	-34
其它	3	0	3	2	2
投资活动现金流	-32	-35	-252	-402	-352
资本支出	-24	-39	-252	-402	-352
投资变动	-18	-1	0	0	0
其他	10	6	0	0	0
筹资活动现金流	81	-10	671	-202	167
银行借款	63	—	-66	-200	170
债券融资	-15	—	25	0	0
股权融资	35	0	713	0	0
其他	-2	-10	-1	-2	-2
现金净增加额	63	-44	525	-504	-3
期初现金余额	6	0	32	557	53
期末现金余额	69	-44	557	53	50

主要财务比率

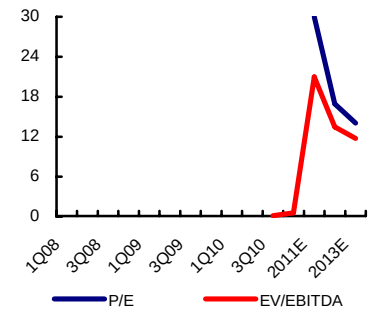
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	55.2%	13.5%	79.4%	63.1%	21.0%
营业利润	90.9%	18.7%	73.6%	78.7%	21.1%
归属于母公司净利润	108.2%	21.0%	67.4%	77.3%	20.9%
获利能力					
毛利率	48.2%	54.2%	50.2%	50.1%	50.1%
净利率	27.7%	29.5%	27.6%	30.0%	29.9%
ROE	32.5%	29.8%	9.5%	14.4%	14.8%
ROIC	39.3%	28.1%	15.5%	15.4%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	44.0%	35.2%	24.0%	12.8%	21.3%
净负债比率	-4.2%	17.9%	-35.7%	-4.5%	8.7%
流动比率	1.39	1.74	2.59	2.62	1.28
速动比率	1.19	1.51	2.43	2.11	1.02
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.70	0.49	0.50	0.51
应收账款周转率	3.74	2.21	2.56	2.43	2.47
存货周转率	5.89	5.34	5.26	5.38	5.33
每股指标 (元)					
每股收益	0.68	0.82	1.03	1.83	2.21
每股经营现金流	0.20	0.00	1.15	1.09	1.97
每股净资产	2.09	2.76	10.85	12.67	14.88
估值比率					
P/E	0.0	0.0	29.6	16.7	13.8
P/B	0.0	0.0	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	-0.1	0.5	20.7	13.2	11.5

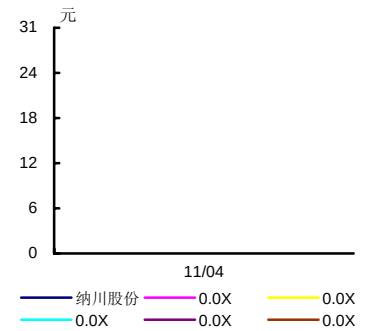
资本支出与经营活动现金流



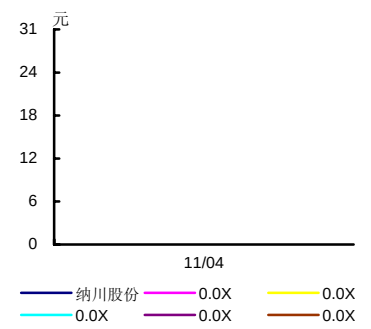
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-8635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-8833。

蔡红辉，研究助理，浙江大学产业经济学硕士，本科毕业于南昌大学高分子化学专业，曾先后工作于中国化工集团晨光化工研究院、爱敬（中国）涂料有限公司。2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chh@gf.com.cn，020-87555888-8698。

相关研究报告

纳川股份（300198.sz）_公告点评	曹勇	2011-07-13
纳川股份(300198.sz)_公司深度研究报告	曹勇	2011-06-29

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。