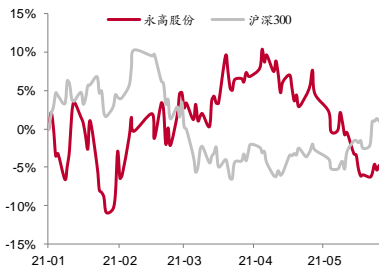


评级：买入（首次覆盖）
市场价格：6.29
分析师：孙颖
执业证书编号：S0740519070002
Email：sunying@r.qlzq.com.cn
研究助理：朱晋满
Email：zhujx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1235.4
流通股本(百万股)	1129.7
市价(元)	6.29
市值(亿元)	77.7
流通市值(亿元)	71.1

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《塑料管道行业深度：从需求、规模、品牌等角度分析龙头企业的成长性》（20200818）

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	62.9	70.4	85.9	99.1	114.9
增长率 yoy%	17.50%	11.85%	22.10%	15.35%	15.97%
归母净利润(亿元)	5.14	7.70	8.87	10.92	13.35
增长率 yoy%	109.96%	49.81%	15.27%	23.04%	22.30%
每股收益(元)	0.42	0.62	0.72	0.88	1.08
每股现金流量	0.70	0.86	1.07	0.69	1.37
净资产收益率	15.19%	16.37%	16.41%	17.39%	18.18%
P/E	15.13	10.10	8.76	7.12	5.82
P/B	2.30	1.65	1.44	1.24	1.06

备注：股价取自 2021 年 6 月 8 日收盘价

投资要点

- **国内塑料管道龙头，产销量行业领先。**公司是国内上市企业产销规模第二、A 股第一的塑管企业，年产能达 80 万吨，在国内拥有八大生产基地，主要覆盖华东、华南等区域。2011-2020 年，公司营收由 23.2 亿元增至 70.4 亿元，CAGR 13%；18-20 年净利润由 2.4 增至 7.7 亿元，净利率自 4.6% 提升至 10.9%。
- **壁垒提升+地产集中+精装和旧改潜力大，塑管行业集中度提升，16-20 年 CR5 市占率由 18.8% 升至 24.6%，未来龙头仍将加速增长。**
 - **标准趋严，行业壁垒进一步提升。**在淘汰高污染管道的同时，国家也对管线设计提出相应年限标准（15 年）。且国内雨水灌渠重现期一般为 1-3 年，美国为 10 年，标准仍偏低，加之近年城市洪涝灾害频发，预计管线设计标准将持续提高。
 - **地产集中度提升+精装修长期空间广阔，集采订单向优质龙头企业倾斜。**随着调控政策逐步趋严，地产行业加速集中，加之精装渗透率稳步提升，对塑管品牌、品质、服务等综合实力要求提高，集采订单将向优质管材龙头倾斜。
 - **海绵城市建设、旧改加速推进合力拉动行业需求，我们预计 21 年拉动 118 亿管材市场需求。**《关于推进海绵城市建设的指导意见》要求至 2030 年城市 80% 以上面积达到 70% 降雨就地消纳利用，排水管作为核心环节将持续受益。此外，2021 年我国将改造 5.3 万老旧小区，涉及面积 12.5 亿平，同增 36%。
- **永高股份：20 年产量市占率升至 4%，规模、盈利显著提升。未来单位经销商增收、B 端优质订单倾斜，市场和规模有序扩张、降本增效仍具空间。**
 - **销售：B 端优势显著，多年获评万科 A 类供应商；销售驱动经销商单店增收空间大。**地产集采方面，公司凭借产品质量与优质服务，品牌首选率长年居前，近年始终位于万科 A 类供应商，未来将持续受益于优质集采订单提升。经销渠道方面，截至 20 年底，公司合作的一级经销商数量超 2300 家，其中国内塑管业务经销商 1700 余家。公司单位经销商创收 300 余万元，与中国联塑经销商千万元的单位创收额相比仍存在一定差距，公司正加大经销商优胜劣汰，积极提升经销渠道销售动力和支持力度，单位创收望提升。
 - **规模：募投项目有序推进，国际化战略和股权激励助力“百亿产值”目标加速达成。**20 年公司可转债募资 7 亿元用于湖南与浙江 13 万吨管道项目建设，年产值预计 16 亿元，21 年内产能将陆续释放。此外，公司积极开拓海外市场，已在肯尼亚设立销售子公司，并拟在迪拜建设海外生产基地，以辐射海外市场。公司于 21 年首次推出股权激励计划，彰显了公司朝百亿产值目标发展的决心。
 - **盈利：先市场、后建厂的销售思路焕新颜，降本增效仍具空间，运输成本控制是关键。**早期重庆、天津子公司先建厂后市场的策略致连续亏损多年（20 年扭亏为盈），随着公司在多地销售市场的先行铺垫以及募投项目投产建成，规模和盈利将加速体现。公司近年毛利率和净利率稳中有升，但与联塑相比仍有 2-4% 的差距，未来通过成本控制、管理精益、仓储物流中心降低运输成本是关键。
- **盈利预测及投资建议：**公司作为塑管行业龙头企业，产能持续稳步扩张，加之 B 端优势显著，地产、工程端业务有望持续发力。我们预测 2021-2023 年公司实现收入 85.9、99.1、114.9 亿元，归母净利润 8.9、10.9、13.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.8、7.1、5.8，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行风险；基建项目增速、海绵城市管网建设推进不达预期；原料价格大幅波动风险；B 端客户应收账款风险。

目录

国内塑料管道龙头，产销量行业领先.....	- 5 -
十年间营收稳步增长，近年来盈利显著改善.....	- 5 -
立足华东区域，业务布局稳步向外扩张.....	- 7 -
行业格局逐步向好，龙头企业优势显著.....	- 10 -
行业整体平稳增长，PVC 产品仍占主导地位.....	- 10 -
塑管行业集中趋势明显，设计标准提升利好龙头企业.....	- 12 -
下游地产格局向好有益 B 端业务，海绵城市+旧改加速拉动行业需求.....	- 14 -
规模效应助盈利改善，降本增效仍具提升空间.....	- 17 -
经销渠道+集采优势持续强化竞争实力，公司市占率稳步攀升.....	- 17 -
募投项目加速产能扩张，首次推出股权激励巩固业绩增长.....	- 19 -
降本增效成果显著，盈利能力仍存在提升空间.....	- 20 -
盈利预测与投资建议.....	- 25 -
可比公司盈利能力与估值对比.....	- 25 -
投资建议.....	- 27 -
风险提示.....	- 27 -

图表目录

图表 1: 公司历史沿革.....	- 5 -
图表 2: 公司股权架构.....	- 6 -
图表 3: 公司营收规模及增速.....	- 6 -
图表 4: 公司归母净利润及增速.....	- 6 -
图表 5: 公司 ROE(加权)水平.....	- 7 -
图表 6: 公司毛利率与净利率水平.....	- 7 -
图表 7: 2020 年公司营收构成(亿元, %).....	- 7 -
图表 8: 公司塑管产品毛利率(分产品).....	- 7 -
图表 9: 区域营收构成(亿元).....	- 8 -
图表 10: 区域营收构成(%).....	- 8 -
图表 11: 公司国内生产基地分布.....	- 8 -
图表 12: 公司产能规模及产能利用率情况.....	- 9 -
图表 13: 公司产销水平.....	- 9 -
图表 14: 塑管行业产销量情况.....	- 10 -
图表 15: 塑管行业销售额情况.....	- 10 -
图表 16: 塑料管道行业上下游结构.....	- 10 -
图表 17: 国内部分塑管企业生产成本结构(2020 年).....	- 11 -
图表 18: 聚氯乙烯 PVC 全国市场价(元/吨).....	- 11 -

图表 19: 高密度聚乙烯 HDPE 市场价 (元/吨)	- 11 -
图表 20: 聚丙烯无规共聚物 PP-R 市场价 (元/吨)	- 11 -
图表 21: 塑料管道行业主要产品及应用领域	- 11 -
图表 22: 2014 年-2019 年塑料管道分产品类型占比	- 12 -
图表 23: 行业头部企业产量及行业集中度	- 13 -
图表 24: 2020 年 CR5 产量占比合计仅 24.6%	- 13 -
图表 25: 1997 年-2019 年行业标准变化	- 13 -
图表 26: 《住宅项目规范 (征求意见稿)》对管道设计年限要求	- 14 -
图表 27: 室外排水标准: 雨水管渠设计重现期 (年)	- 14 -
图表 28: 下游地产集中度提升 (集中度按销售面积)	- 14 -
图表 29: 精装房开盘及渗透率情况	- 14 -
图表 30: 海绵城市示意图	- 15 -
图表 31: 2009-2019 年市政排水管道长度	- 15 -
图表 32: 2010-2019 年市政排水投资额及占比	- 15 -
图表 33: “十三五”城镇污水处理及再生设施投资	- 15 -
图表 34: 旧改市场需求测算	- 16 -
图表 35: 公司品牌宣传	- 17 -
图表 36: 公司销售渠道	- 17 -
图表 37: 公司经销商总数与销售人数稳步增长	- 18 -
图表 38: 公司塑管业务经销商单位创收额有待提升	- 18 -
图表 39: 公司品牌首选率稳步提升	- 18 -
图表 40: 近年来公司产量增速高于行业增速	- 19 -
图表 41: 公司市占率稳步提升	- 19 -
图表 42: 公司募投项目情况	- 19 -
图表 43: 激励计划授予分配情况	- 20 -
图表 44: 激励计划业绩考核目标	- 20 -
图表 45: 近年来公司利润规模显著提升	- 20 -
图表 46: 公司杜邦指标分析	- 20 -
图表 47: PVC 价格与公司毛利水平	- 21 -
图表 48: 公司毛利率与净利率水平	- 21 -
图表 49: 公司单位员工创收水平有所提升	- 22 -
图表 50: 公司期间费用近年下降明显	- 22 -
图表 51: 公司管道运输费用近年来得到有效控制	- 22 -
图表 52: 公司运营效率得到显著改善	- 22 -
图表 53: 重庆永高、天津永高净利润 (万元)	- 23 -

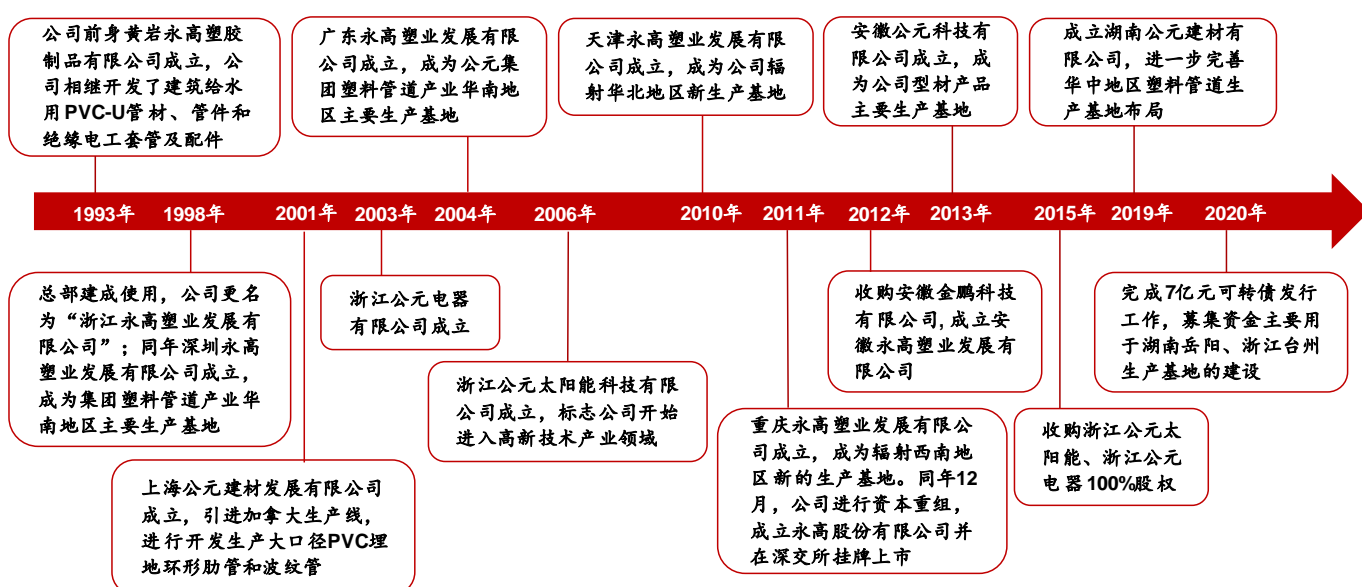
图表 54: 其他子公司净利润水平 (万元)	- 23 -
图表 55: 可比公司毛利率水平比较	- 23 -
图表 56: 可比公司期间费用率比较	- 23 -
图表 57: 可比公司存货周转率比较	- 24 -
图表 58: 可比公司应收账款周转率比较	- 24 -
图表 59: 2016-2020 年可比公司毛利率水平对比	- 25 -
图表 60: 2016-2020 年可比公司净利率水平对比	- 25 -
图表 61: 2016-2020 年可比公司营收增速对比	- 25 -
图表 62: 2016-2020 年可比公司每股收益增速对比	- 25 -
图表 63: 可比公司 PE (TTM) 水平对比	- 26 -
图表 64: 可比公司 PB (LYR) 水平对比	- 26 -
图表 65: 可比公司估值对比	- 26 -
图表 66: 公司主要分部业务盈利预测	- 27 -
图表 67: 公司盈利预测 (亿元)	- 28 -

国内塑料管道龙头，产销量行业领先

十年间营收稳步增长，近年来盈利显著改善

- 永高股份有限公司总部位于浙江台州，前身为 1993 年成立的黄岩永高塑胶制品有限公司，多年间公司通过合并大股东旗下深圳永高、广东永高、上海永高等多家子公司扩张规模布局，并成立天津永高、重庆永高等多家生产基地，实现了从区域性业务向全国性业务的跨越。公司于 2011 年 12 月成功登入深交所上市，主营产品包括 PVC、PE、PPR 系列管材，同时也涉足太阳能及电器开关业务。目前，公司年产能达 80 万吨以上，塑料管道产销规模在国内可比上市公司中位列第二，是目前 A 股上市的产销规模最大的塑管企业。

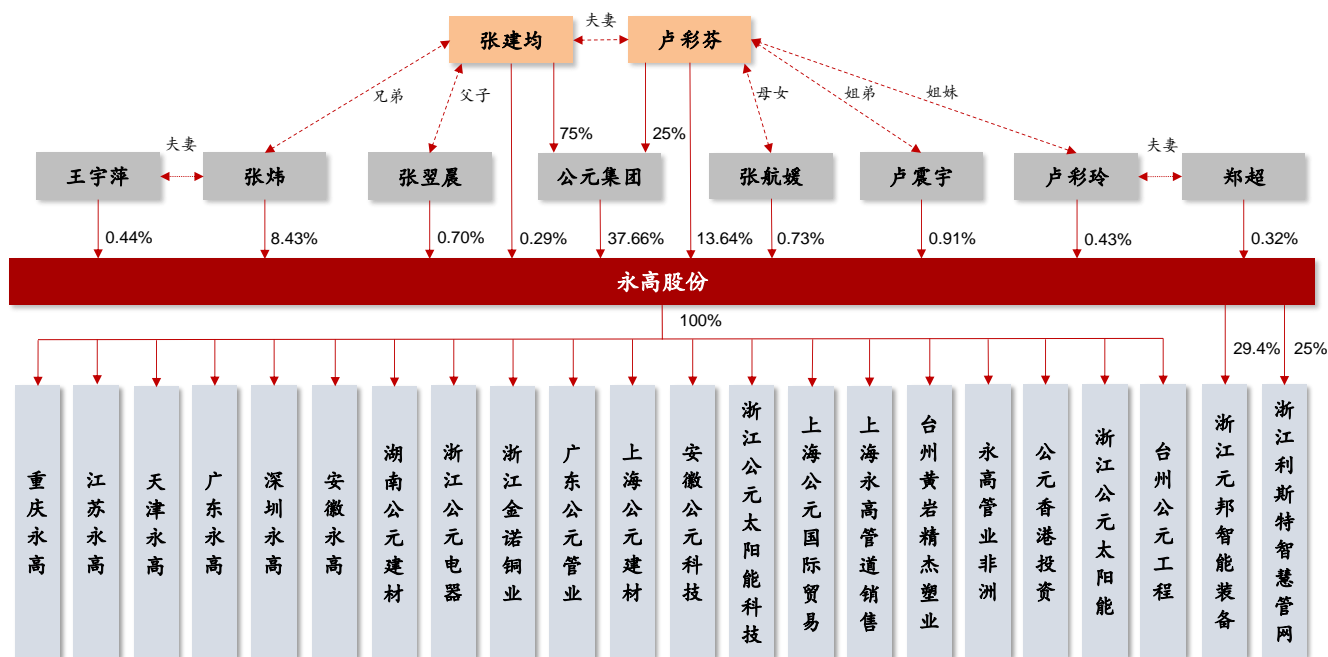
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- 公司系家族型企业，实控人为张建均、卢彩芬夫妻，控股股东为公元塑业集团有限公司。据 20 年年报，张建均持有公元集团 75% 股权，卢彩芬持有 25% 股权。卢彩芬同时为公司第二大股东，与其他部分家庭成员共同构成一致行动人，公司董事长卢震宇为实控人卢彩芬之弟。

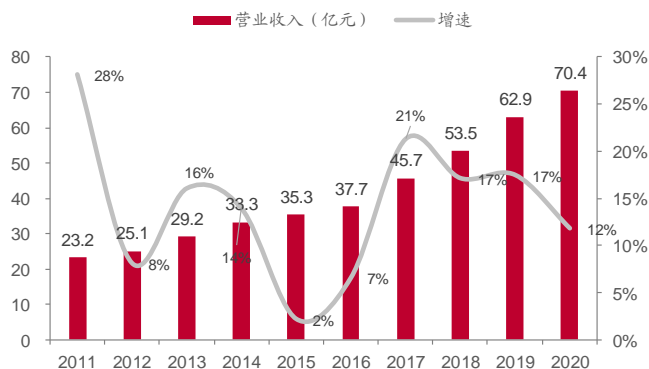
图表 2：公司股权架构



资料来源：公司公告，中泰证券研究所（注：数据截至 2021 年 4 月）

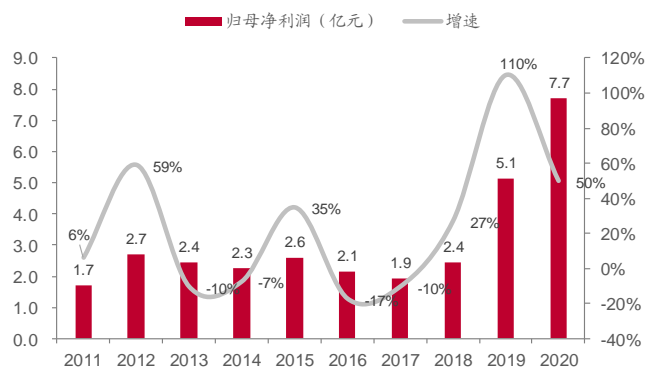
- 公司营收长年保持稳步增长，近年来盈利水平大幅提升。公司营收规模自 11 年上市时的 23.2 亿增长至 20 年 70.4 亿元，CAGR 13.1%，总体保持稳定增长；盈利方面，由于上市初期仍处于业务开拓阶段，公司部分地区生产基地管理水平较低，盈利规模多年维持在 2 亿元上下水平。随着近年来公司对区域业务管理的不断加强，降本增效成果显著，盈利实现了显著增长。18-20 年，公司归母净利润规模自 2.4 亿元增长至 7.7 亿元，CAGR 58.7%。同期，公司 ROE 自 8.7%提升至 20.7%，毛利率与净利率水平双双提升。

图表 3：公司营收规模及增速



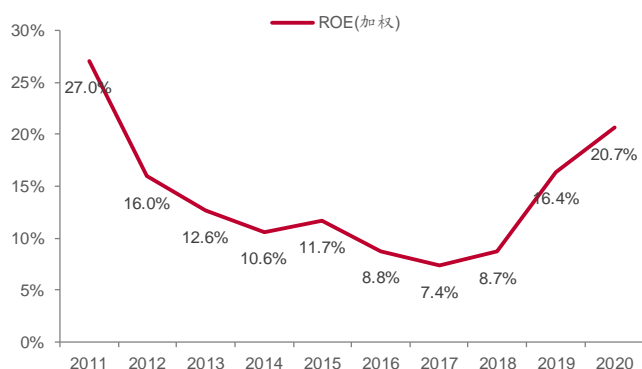
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司归母净利润及增速



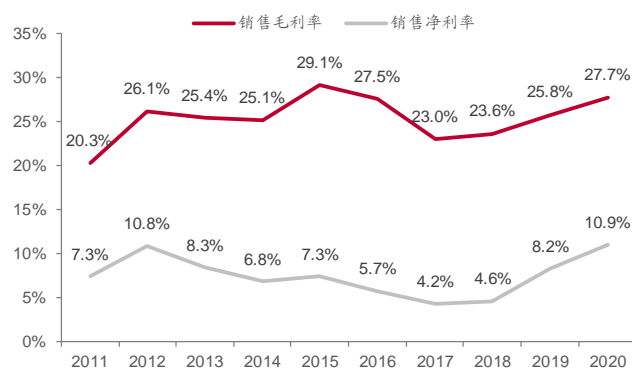
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5: 公司 ROE(加权)水平



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

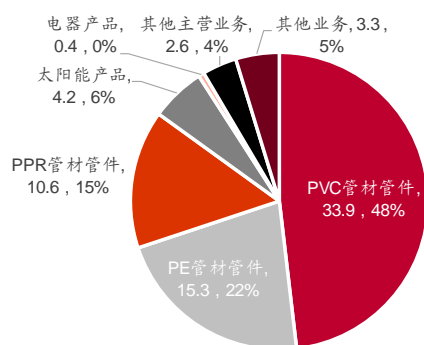
图表 6: 公司毛利率与净利率水平



资料来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 2020 年毛利率口径与前期统一, 将运输费用从主营成本剔除)

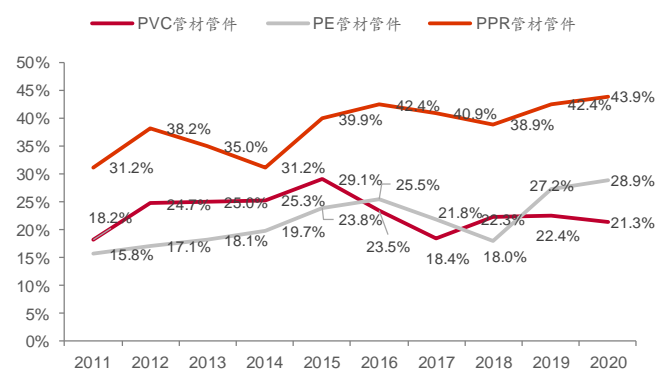
- 公司主营管道业务, PVC 产品收入占比约 5 成。截至 20 年底, 公司管道业务收入占比逾 85%, 其中 PVC 产品占总营收 48%, PE、PPR 产品则分别占比 22%、15%。从产品毛利水平来看, 公司 PPR 系列产品毛利率最高, 近年维持在 40% 上下水平; PE 产品毛利率也正逐步提升, 20 年达到约 29%; PVC 产品毛利率近年来则出现一定程度下滑, 但总体维持在 20% 左右水平。

图表 7: 2020 年公司营收构成 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司塑管产品毛利率 (分产品)

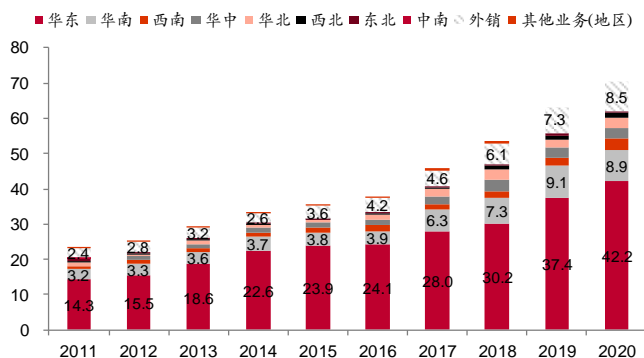


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

立足华东区域, 业务布局稳步向外扩张

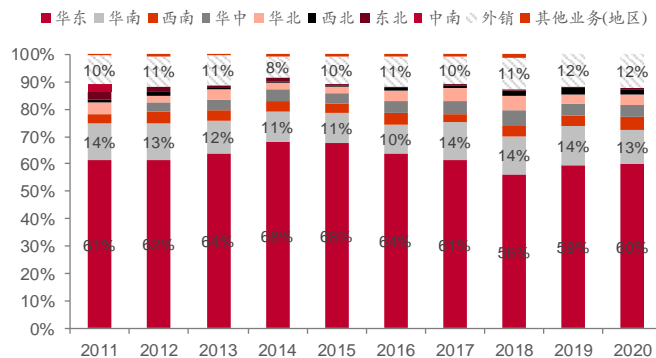
- 从区域结构看, 华东地区为公司主要销售区域, 销售收入长年占比约 60%, 其次为华南地区, 占比约 10%-14%。此外, 公司海外销售收入增势较好, 2020 年实现 8.5 亿元营收, 近 10 年 CAGR 15%。

图表 9: 区域营收构成 (亿元)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

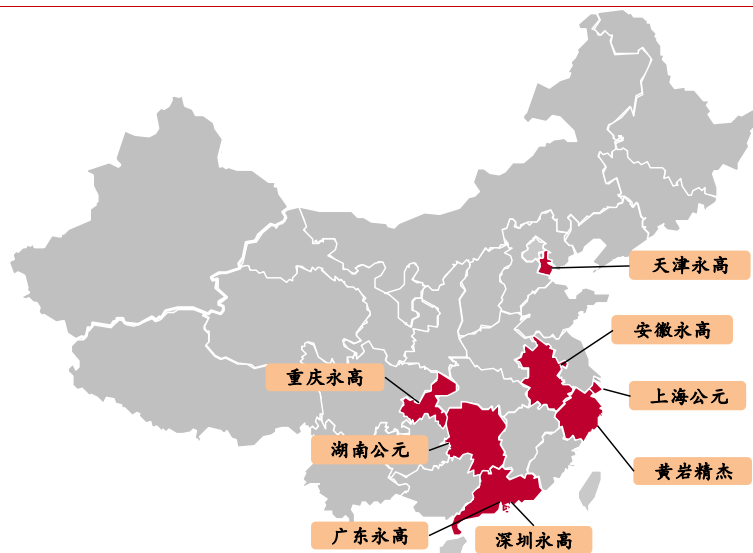
图表 10: 区域营收构成 (%)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- **产能布局全面覆盖, 业务空间逐步打开。**当前, 公司在全国建有八大生产基地, 分别位于浙江、安徽、湖南、上海、天津、重庆、广州、深圳。海外方面, 公司于 2019 年在肯尼亚设立了销售子公司 (非洲永高), 同年通过控股子公司香港公元完成收购了位于阿联酋迪拜的海外公司 100% 股权, 同时拟在当地建设一个 3 万吨产能的生产基地。另外, 公司董事会于 21 年 3 月通过决议, 拟利用自有资金在江苏建立管道生产基地, 规模当前尚未可知。由于管道运输受半径限制, 产能布局基本决定了管道生产企业的市场覆盖范围。公司当前基地布局基本能覆盖全国绝大多数地区, 业务范围逐步从华东区域走向全国。

图表 11: 公司国内生产基地分布

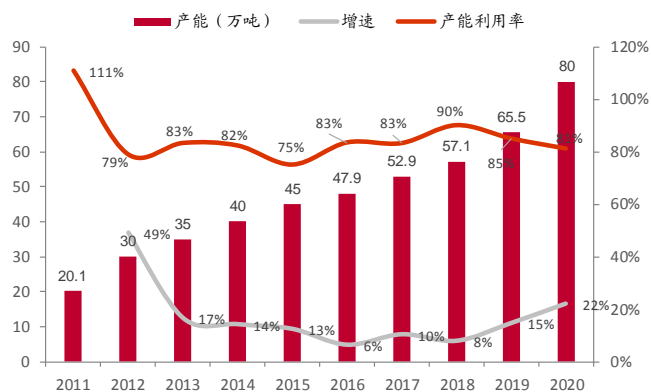


资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **产能规模稳步扩张, 产销数据表现良好。**上市以来, 公司产能规模稳步扩张, 2020 年公司管道产能超 80 万吨, 较 2011 年 20.1 万吨增长近 3 倍。随着产能规模的扩张, 公司产能利用率基本维持在 80%-90% 高位水平; 产销量方面, 公司 20 年实现产量 64.9 万吨、销量 64.7 万吨, 产销率常年基本维持在 97%-100% 水平。总体来看, 公司产能扩

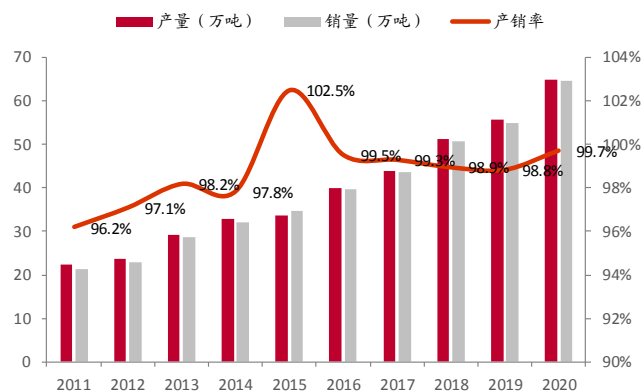
张规模基本与业务发展规模相匹配。

图表 12: 公司产能规模及产能利用率情况



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 公司产销水平



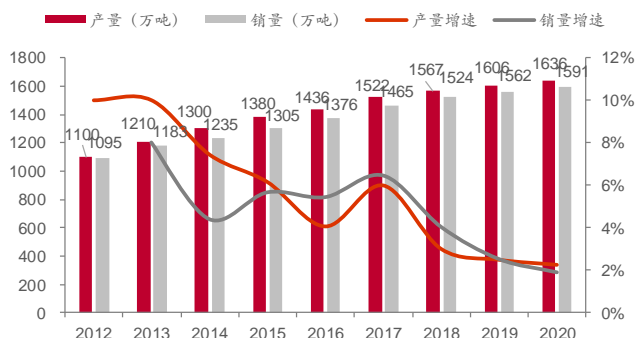
资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

行业格局逐步向好，龙头企业优势显著

行业整体平稳增长，PVC 产品仍占主导地位

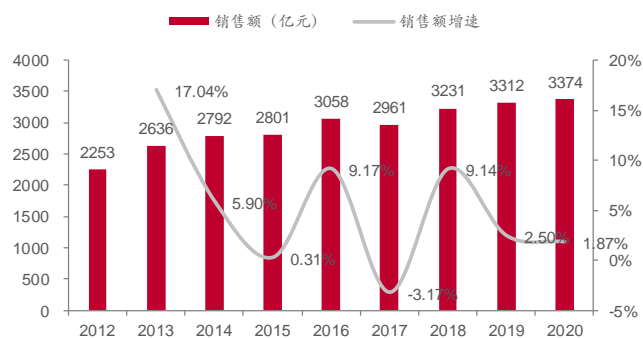
- 塑管行业规模保持平稳增长，2020 年市场规模超 3300 亿。2008 年，中国取代美国，成为世界最大塑料管道生产国，年产量达 459 万吨。至 2020 年我国塑料管道年产量达到 1636 万吨，同比增长 2%，2012-2020 年 CAGR 5.1%。预计 20 年行业销售规模同比增长 1.9%，达到 3374 亿元。

图表 14: 塑管行业产销量情况



资料来源：中国塑料加工协会，中泰证券研究所

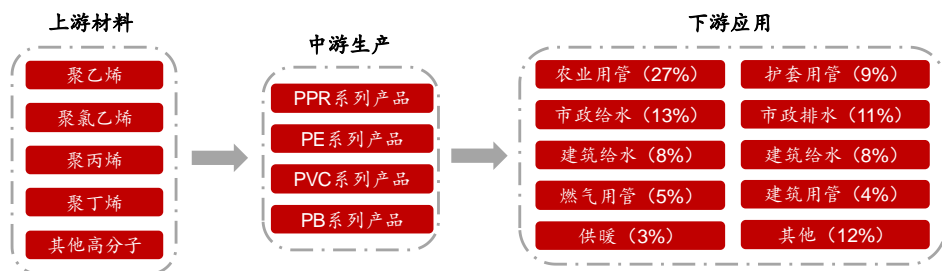
图表 15: 塑管行业销售额情况



资料来源：中国塑料加工协会，中泰证券研究所（注：20 年销售额以 20 年产量为基准测算）

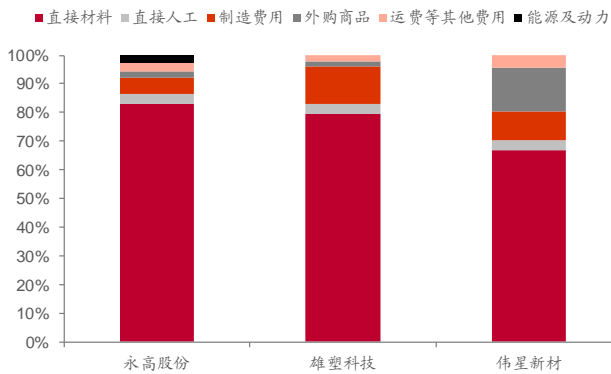
- 塑料管道下游应用广泛，原料成本与原油价格相关度高。塑管行业上游主要为石化产品和金属材料，主要包括聚氯乙烯（占比 51%）、聚丙烯（占比 33%），成本受石化产品价格影响较大。行业下游主要为市政、建筑、农业、电力、通信、燃气等行业，其中农业、市政、建筑管道用量较大，分别占比 27%、24%、16%。

图表 16: 塑料管道行业上下游结构



资料来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 17: 国内部分塑管企业生产成本结构 (2020 年)



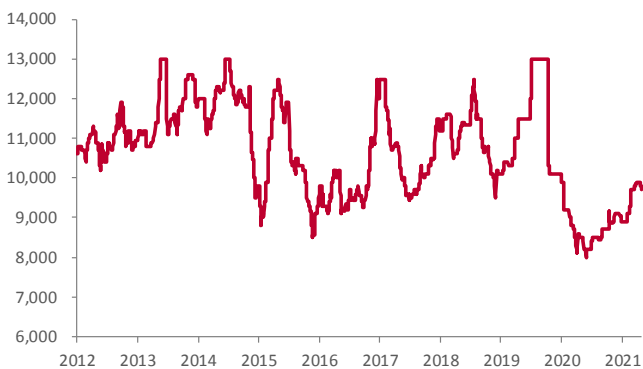
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 18: 聚氯乙烯 PVC 全国市场价 (元/吨)



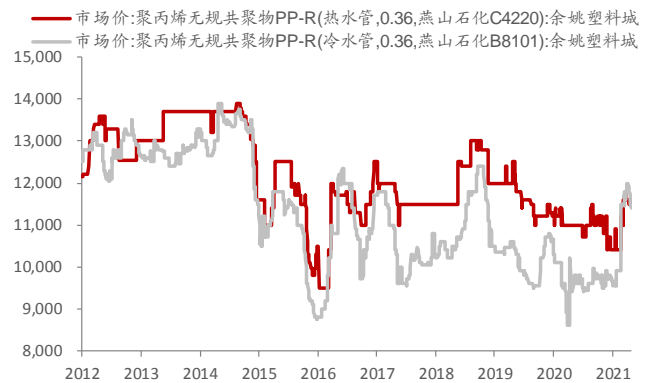
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 高密度聚乙烯 HDPE 市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 聚丙烯无规共聚物 PP-R 市场价 (元/吨)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- **PVC、PE 和 PPR 是最主流的三种塑料管材, 各具优势。**塑料管道一般以合成树脂即聚酯为原料、加入稳定剂、润滑剂、增塑剂等, 按材质可分为聚氯乙烯 (PVC) 管、聚乙烯 (PE) 管、聚丙烯 (PP) 管、聚丁烯 (PB) 管、丙烯腈-丁二烯-苯乙烯 (ABS) 管等, 各自凭借其自身优势在各细分市场被广泛应用, 不存在绝对的相互替代关系。

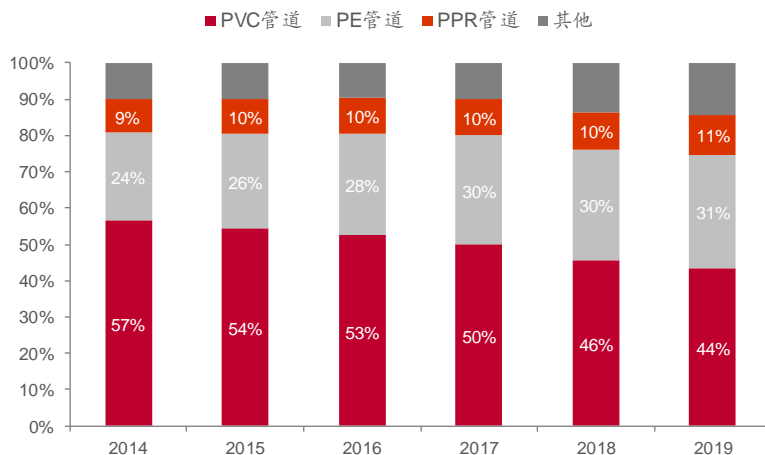
图表 21: 塑料管道行业主要产品及应用领域

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
软质PVC	PVC-C化工用管	化工用管道
	软质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、地源热泵中央空调系统、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
PP	PE-RT	建筑内地板辐射采暖
	PPR	建筑内冷热水管、采暖
	PPH	化工用管道
	MPP	高压电缆护套
PB	PP	工业排水、排污
	PB	建筑内冷热水管、建筑内采暖道
ABS	ABS管道	建筑内热水管、化工用管道

资料来源: 永高股份可转债募集说明书, 中泰证券研究所

主体，PE 管道快速发展。PVC 主要应用于建筑排水领域，城市燃气用管则基本采用 PE 管，而家装热水管绝大多数采用 PPR 热水管。2019 年 PVC/PE/PPR 管道产量占比分别为 44%/31%/11%，PVC 管道占比由 14 年 57%逐步降低到 19 年的 44%，但仍保持主导地位；而大口径 PE 管道应用场景增多，使 PE 管道占比持续增长；PPR 管道则主要用于家装给水领域，近年来占比相对稳定。

图表 22：2014 年-2019 年塑料管道分产品类型占比

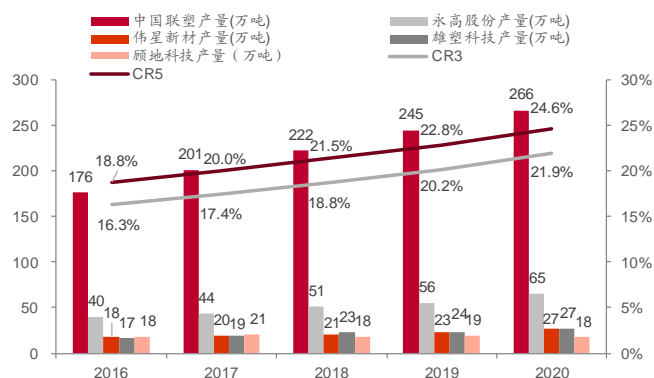


来源：中国塑料加工协会，中泰证券研究所

塑管行业集中趋势明显，设计标准提升利好龙头企业

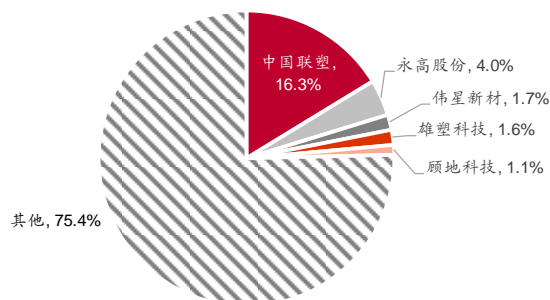
- 塑管行业技术及资金壁垒较低，市场中低端产品多，20 年 CR5 产量占比合计仅 24.6%，但集中度提升趋势明显。据中国塑料加工工业协会数据，目前国内规模以上塑料管道生产企业 3000 家以上，其中年产能 1 万吨以上的企业约 300 家，仅有 20 家以上企业的年生产能力超过 10 万吨。2020 年上市企业中，中国联塑市占率（16.3%）位居行业第一，其次为永高股份（4.0%），伟星新材、雄塑科技、顾地科技市占率分别为 1.7%、1.7%、1.1%。随着行业竞争加剧，产业结构不断优化，落后产能的淘汰速度逐步加快。从趋势上看，行业整体向头部企业稳步集中，行业 CR5/CR3 自 16 年 18.8%/16.3%提升至 20 年 24.6%/21.9%，龙头企业整体优势显著。

图表 23: 行业头部企业产量及行业集中度



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 24: 2020 年 CR5 产量占比合计仅 24.6%



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ **行业标准趋严, 能耗高、污染大的传统管道遭淘汰。**90 年代以来, 国家先后颁布《关于加强技术创新推进化学建材产业化的若干意见》、《国家化学建材产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》、《关于加速推广应用化学建材和限制、淘汰落后产品的规定》等政策措施, 推进塑料管道在建筑、市政工程、农业灌溉等领域的广泛应用, 同时逐步淘汰能耗高、污染大的传统铸铁管道。

图表 25: 1997 年-2019 年行业标准变化

时间	发布单位	政策名称	主要内容
1997.6	建设部	《关于加速开展应用化学建材和限制、淘汰落后产品的规定》	加速推广应用塑料管, 限制使用传统铸铁排水管
2000.12	建设部	《国家化学建材产业“十五”计划和2010年发展规划纲要》	要求到2005年, 塑料管道在全国各类管道市场占有率达到50%以上
2009.9	住建部	《城镇供水设施改造技术指南(试行)》	要求对输配管网进行更新改造
2012.4	国务院	《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》	加大城镇污水配套管网建设力度, 全面提升污水处理能力
2013.6	质监局	《特种设备安全监察条例》	将“燃气用PE管道”列入特种设备目录, 执行中华人民共和国特种设备制造许可制度, 成为塑料管材的行业标准壁垒之一
2013.1	国务院	《关于加强城市基础设施建设的意见》	提高城市管网、排水防涝、消防、交通、污水和垃圾处理等基础设施的建设质量、运营标准和管理水平
2014.6	国务院	《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》	坚持先地下、后地上, 先规划、后建设, 科学编制城市地下管线规划
2015.4	国务院	《水污染防治行动计划》	是最严格的水资源管理, 对使用超过50年和材质落后的供水管网进行更新改造
2014.8	国务院	《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	建设一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营, 提高管线安全水平和防灾抗灾能力
2015.1	国务院	《关于推进海绵城市建设的指导意见》	推进海绵型建筑和相关基础设施建设, 提高建筑与小区的雨水截留和蓄滞能力
2016.4	中塑协管道专委会	《中国塑料管道行业“十三五”期间(2016-2020)发展建议》	加大改性、复合以及其他新材料的新型塑料管材和配套产品的研发, 开发高性能、高附加值的管道产品, 以拓展新的应用领域
2017.1	住建部	《关于做好城市排水防涝补短板建设的通知》	重点建设地下排水管网(廊)、雨水源头减排工程、城市排涝除险设施和城市数字化综合信息管理平台
2017.7	塑料加工协会	《塑料加工业技术进步“十三五”发展指导意见》	加快新产品、新技术推广应用, 进一步推动塑料在建筑保温、节能改造及给排水等领域的应用
2018.1	住建部	《聚乙烯燃气管道工程技术标准》	对PVC燃气管的用料、涉及、连接与敷设都做出详细规定。是行业技术壁垒之一, 对管道的生产工艺要求日益严格
2019.7	农业农村部	《关于推进农村生活污水治理的指导意见》	提高农村生活污水治理率, 控制农村生活污水乱排乱放。推进农村厕所革命和黑臭水体治理
2019.9	财政部	《城市管网及污水处理补助资金管理办法》	规范和加强对海绵城市建设、地下综合管廊建设、城市黑臭水治理等补助资金的管理

资料来源: 政府网站, 中泰证券研究所

■ **管线工程、防水设计年限延长, 行业壁垒进一步提升。**2019 年住建部发布《住宅项目规范(征求意见稿)》规定, 管线工程设计年限不低于 15 年, 屋面与卫生间防水设计年限不低于 20 年, 地下室防水不低于结

构设计工作年限，一般住宅设计年限为 50 年。目前住宅施工过程中，地产运营高周转，工期节奏快，同时地产商主导采购决策权，会更倾向于采购有质量保障的品牌。虽然行业设计标准逐步提升，但与发达国家相比仍偏低。2011 年住建部发布《室外排水设计规范》国家标准，将一般地区雨水管渠设计重现期调整为 1-3 年，16 年标准则新增规定了超大城市雨水管渠设计重现期，并将“中心城区地下通道和下沉式广场等”单独列出。但据《室外排水设计规范》(2016)，美国一般地区管渠设计重现期为 10 年，商业和高价值地区达 10-100 年，相较而言我国设计标准仍然偏低。此外，近年来我国城市洪涝事件频出，室外排水设计标准预期将持续提高。

图表 26:《住宅项目规范(征求意见稿)》对管道设计年限要求

类别	设计工作年限(年)
结构	不低于50年
屋面与卫生间防水	不低于20年
地下室防水	不低于结构设计工作年限
管线工程	不低于15年
公用设备	不低于15年
户门及外窗	不低于20年
外保温系统	不低于25年

资料来源:《住宅项目规范(征求意见稿)》，中泰证券研究所

图表 27: 室外排水标准: 雨水管渠设计重现期(年)

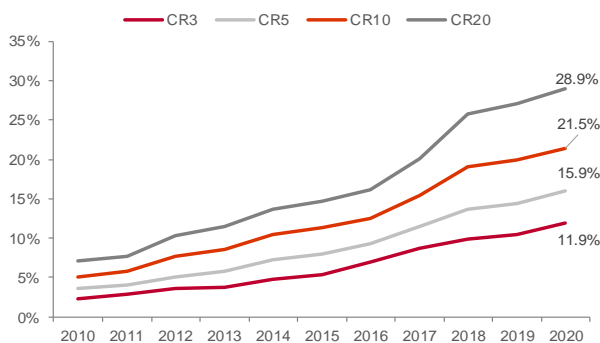
城镇类型	中心城市	非中心城市	中心城区的重要地区	中心城区地下通道和下沉式广场等
超大城市和特大城市	3-5	2-3	5-10	30-50
大城市	2-5	2-3	5-10	20-30
中等城市和小城市	2-3	2-3	3-5	10-20

资料来源:《室外排水设计规范》(2016年版)，中泰证券研究所

下游地产格局向好有益 B 端业务，海绵城市+旧改加速拉动行业需求

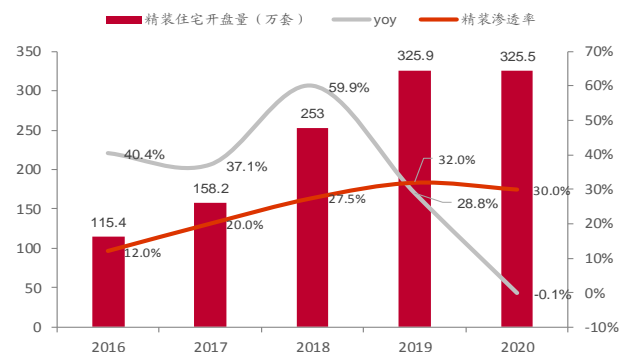
- 地产集中度提升+精装比例提升改善供需格局，集采模式盛行利好头部企业发展。政策持续调控下，大量中小房企融资环境出现恶化，头部企业资金实力雄厚、加速周转，填补了中小房企退出后的市场空间。据 Wind 数据，2010-2020 年，国内房企 CR20（按销售面积）自 7.1% 提升至 28.9%，集中度提升显著。另一方面，近年来精装住宅套数占比以及精装住宅开盘量持续提升。据奥维云网数据，2016-2019 年，精装住宅渗透率自 12% 上升至 32%，开盘量则由 115 万套提升到 326 万套。2020 受疫情影响，开盘量略有下滑，但精装渗透率仍维持在 30% 水平。地产行业集中度和精装房比例提升的形势下，地产商越来越青睐在集约化和统一标准的基础上推行集采模式，订单有望向优质管材龙头倾斜。

图表 28: 下游地产集中度提升(集中度按销售面积)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

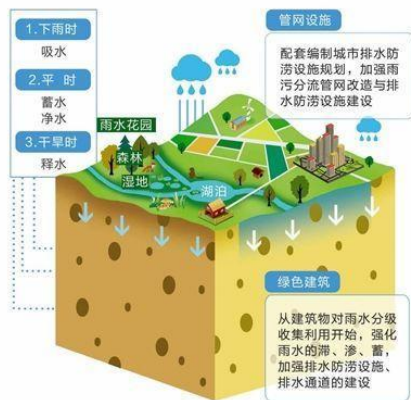
图表 29: 精装房开盘及渗透率情况



资料来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

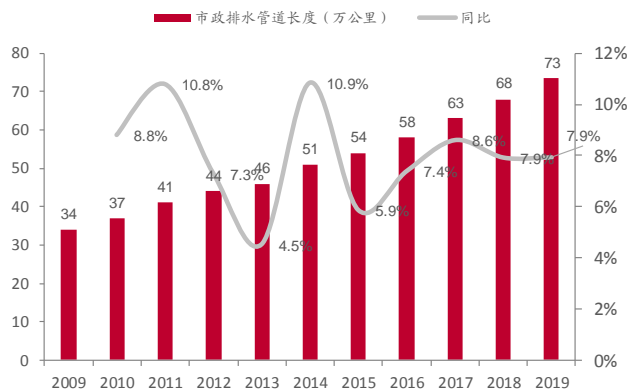
- **关注水环境，海绵城市、地下综合管廊投资逐年上升。**海绵城市，又称“低影响开发雨水系统构建”，通过跨尺度构建水生态基础设施，并结合多类具体技术建设水生态基础设施。根据国务院 2015 年印发的《关于推进海绵城市建设的指导意见》，中央给予补助资金，直辖市每年 6 亿元，省会城市每年 5 亿元，其他城市每年 4 亿元，要求至 2020/2030 年城市建成区 20%/80% 以上的面积达到 70% 降雨就地消纳和利用的目标要求。据中国塑料加工协会预计，2020 年海绵城市累计投资规模达 1.9 万亿元。

图表 30：海绵城市示意图



数据来源：央广网，中泰证券研究所

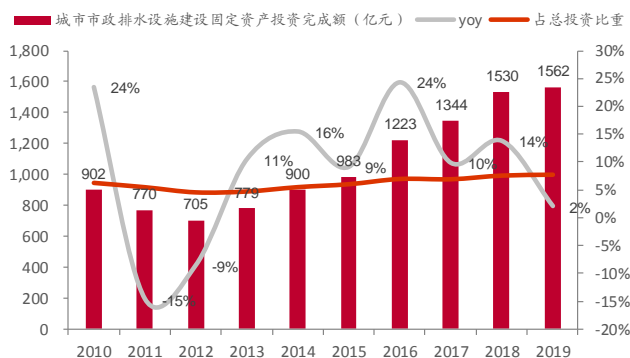
图表 31：2009-2019 年市政排水管道长度



数据来源：国家统计局，中泰证券研究所

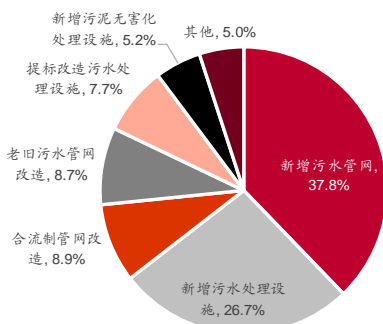
- **市政排水管道投资增速较快，预计 21 年海绵城市拉动 46 亿塑料管道市场。**自 2012 年起，我国城市排水固定资产投资及排水管道长度均保持稳定增长，至 2019 年排水管道总长度达 73.4 万公里，市政固定资产投资中排水项目 1562 亿元，2012-2019 年复合增速 12.1%。“十三五”期间规划新增污水管网 12.6 万公里，老旧污水管网改造 2.8 万公里，合流制管网改造 2.9 万公里，总投资达 3130 亿元，超过总投资额的 50%，排水管道作为海绵城市的核心环节参与城市雨水管渠系统建设，将持续受益于市政投资。以 2019 年数据为基数（20 年数据未公布），我们中性预计 21 年排水管道增速保持 8%，假设塑料管道占比 50%，管道重量 0.017 吨/米，按 20 年永高股份塑料管道平均单价为 9241 元/吨，预计海绵城市将拉动塑料管道约 46.1 亿市场。

图表 32：2010-2019 年市政排水投资额及占比



数据来源：国家统计局，中泰证券研究所

图表 33：“十三五”城镇污水处理及再生设施投资



来源：国家统计局，中泰证券研究所

- **旧改提速，2021 年将改造老旧小区 5.3 万个，预计带动 72 亿元管材市**

场需求。据住建部统计，目前我国共有老旧小区近 17 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约 40 亿平方米。针对老旧小区的改造任务最早于 2015 年 12 月的中央城市工作会议提出，近年来逐步规划落实，2020 年 7 月，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，标志着我国老旧小区改造工作的全面推进；同时明确表示力争到“十四五”期末基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。根据《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)，塑料管材主要应用于多层住宅给排水系统改造工程、小区污水外线更换工程和小区污水、雨水合槽外线更换工程等。假设多层住宅占我国老旧小区比重为 90%，若全国所有多层住宅进行给排水改造，对应管材需求为 23.04 亿米；同时考虑污水、雨水外线更换，假设我国老旧小区容积率为 1.5、更新比例为 50%，按 0.15 每平米用地外线长度测算，污水、雨水外线更换管材需求达 5.86 亿米。因此，住宅给排水加小区外线改造共需管材 28.9 亿米，假设管材单价为 8 元/m，我们预计总体带动管材市场需求 231.2 亿元，平均每年 46 亿，2021 年改造老旧小区 5.3 万个，涉及居民近 950 万户，预计将带动 72 亿管材市场需求。若考虑北方热力线改造以及部分经济发达地区加装电梯等项目，将带动更大的管材市场需求。

图表 34：旧改市场需求测算

	污水外线更换工程	雨水外线更换工程	住宅给排水改造工程
建筑面积 (亿平方米)		40	
假设容积率		1.5	
净用地面积 (亿平方米)		26.7	
假设更新比例		50%	
假设多层住宅占比		90%	
管材类别	污水外线	雨水外线	给排水管
假设每平米用地外线长度 (m)	0.15	0.15	-
所需外线长度 (亿m)	2.0	2.0	-
单方管材消耗量 (m/平方米)	-	-	0.64
对应管材长度 (亿m)	2.05	3.81	23.04
假设管材价格 (元/m)		8	
市场规模 (亿元)	16.4	30.5	184.32
全部合计 (亿元)		231.22	
假设完成周期 (年)		5	
预计每年带动管材需求 (亿元)		46.2	

资料来源：政府官网，中泰证券研究所（备注：测算过程详见 16 页正文）

规模效应助盈利改善，降本增效仍具提升空间

经销渠道+集采优势持续强化竞争实力，公司市占率稳步攀升

- 经过多年发展，公司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，是塑料管道行业全国龙头企业之一。公司“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。“公元”牌塑料管道凭借卓越的性能和优质的服务，已广泛应用于国家重点工程和国际援建项目，如港珠澳大桥、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等。产品出口到亚洲、中东、欧洲、美洲、非洲、大洋洲等百余个国家和地区。

■ 图表 35：公司品牌宣传



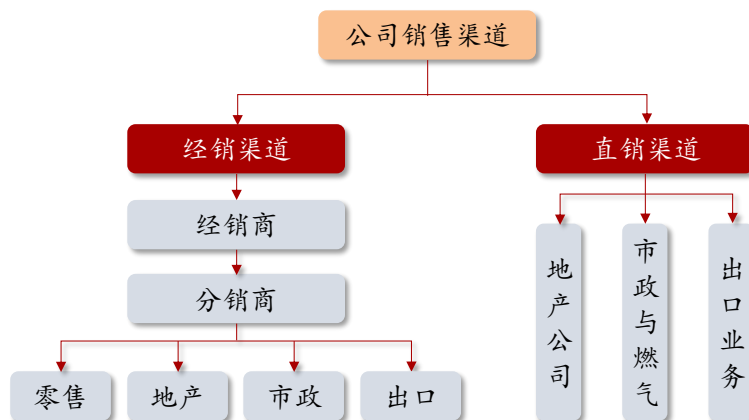
渠

资料来源：公司官网，中泰证券研究所

道

销为主，地产配送、直接承揽工程、自营出口为辅，在国内外建立了多层次、一体化的销售网络体系，能够实现产品的快速分流。经销商的分销模式有利于公司构建完善的销售网络，实现市场的迅速抢占、转嫁工程项目应收款回收风险、降低运营成本，从而进一步扩张及巩固国内外市场业务。据公司公开投资者调研信息，公司当前渠道占比约 60%，地产约占 14%，市政加燃气约占 5%-6%，出口占 12%。

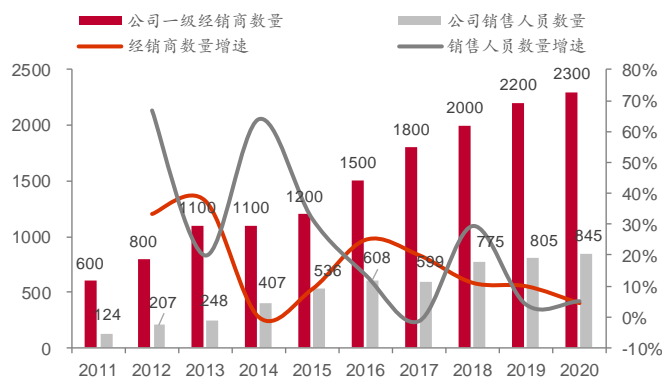
图表 36：公司销售渠道



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

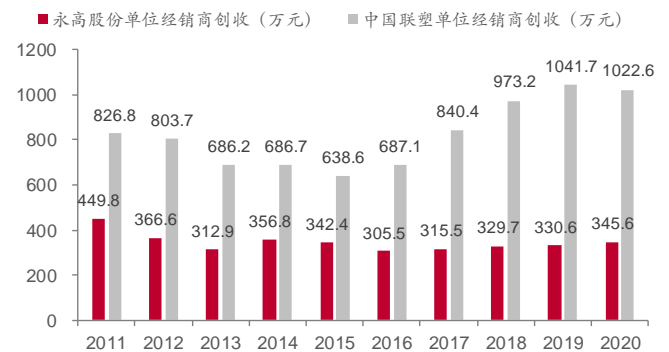
- **销售网络扎实扩张，经销商创收能力有待提升。**随着产能布局的不断扩张，公司不断加速经销网络在全国的布局，销售人员规模也迅速增长。截至 20 年底，公司总计与 2300 余家（含太阳能业务 170 家，出口业务 400 家）一级经销商合作，销售人员规模也扩增至 845 名。同时，公司也逐步重视对零售市场的开拓，通过加大对销售队伍的培养与经销商的培训，采用“产品+服务”的销售模式提升对 C 端客户的服务，预计未来公司还将不断通过加大对家装、零售业务的投入提升“公元”品牌的溢价水平。截至 20 年，公司国内塑管业务经销商逾 1700 余家，平均单位创收 300 余万元，较联塑经销商千万元的创收金额仍具提升空间。未来，公司或加大对新经销商的扶持力度，并对部分原有经销商进行替代，进而提升公司经销渠道的销售水平。

图表 37：公司经销商总数与销售人员数量稳步增长



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 38：公司塑管业务经销商单位创收额有待提升



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **集采趋势强化，品牌优势推动公司地产业务持续向好。**随着集采趋势的不断强化，地产商对于管道供应企业的产能规模、产品质量以及品牌形象要求不断提升。公司长年与万科、中海、招商、恒大等数十家地产龙头保持着良好的战略合作关系。20 年公司与旭辉、龙湖新签合作协议，21 年则与保利地产新签合作协议，与中海重新签订新增业务。根据房地产协会公布的 500 强地产企业首选管件管材供应商名单，公司首选排名自 2014 年第 8 为上升为 2019 年第 3 位。此外，根据万科管材供应商名录，公司近年来始终位于 A 类评级供应商。

图表 39：公司品牌首选率稳步提升

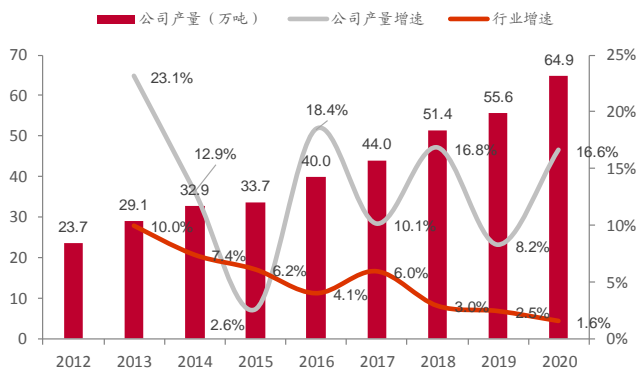
2014		2015		2016		2017		2018		2019	
排名	品牌名称	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率
1	联塑	联塑	18%	联塑	20%	联塑	21%	联塑	29%	联塑	29%
2	伟星	伟星	12%	伟星	15%	伟星	16%	伟星	15%	日丰	15%
3	金德	中财	11%	中财	12%	中财	12%	日丰	14%	公元	14%
4	中财	金德	10%	金德	8%	金德	9%	中财	13%	中财	13%
5	日丰	日丰	7%	日丰	7%	日丰	7%	金德	6%	宏岳	6%
6	川路	宏岳	5%	公元	5%	公元	6%	多联实业	5%	多联实业	6%
7	宏岳	川路	4%	金牛角	5%	宏岳	5%	金德	3%	川路	5%
8	公元	公元	3%	宏岳	4%	多联实业	4%	公元	2%	金牛角	3%
9	金牛角	金牛角	3%	多联管业	3%	金牛角	3%	川路	2%	伟星	2%
10	康泰	多联管业	2%	川路	1%	中德管业	2%	金牛角	1%	中德管业	2%
合计			75%		78%		83%		90%		95%

资料来源：中国房地产协会，中泰证券研究所

- **公司业务增速高于行业，市占率稳步提升。**虽然近年来塑管行业增速明

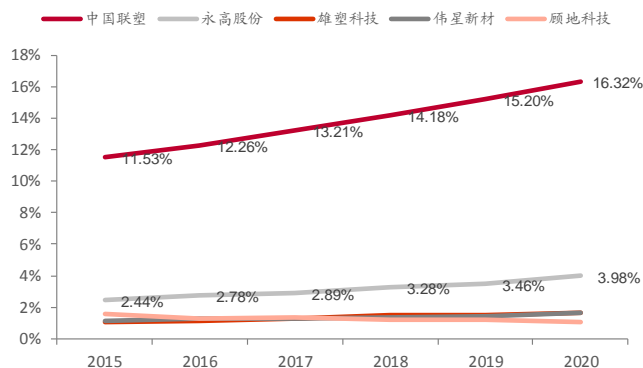
显放缓，但随着行业标准的提升以及竞争格局的转变，行业不断向头部企业聚拢。公司抓住下游房企集中度提升、集采趋势强化，以及精装、旧改需求向好等行业机遇，依托经销渠道布局合理扩充产能，业务增速近年来显著高于行业水平，市占率也自 2015 年的 2.4% 提升至 20 年近 4.0%。

图表 40：近年来公司产量增速高于行业增速



资料来源：公司公告，中国塑料加工协会，中泰证券研究所

图表 41：公司市占率稳步提升



资料来源：公司年报，中泰证券研究所

募投项目加速产能扩张，首次推出股权激励巩固业绩增长

■ 截至 2020 年底，公司年产能到达 80 万吨以上，同时公司于年内完成了 7 亿元可转换公司债券的发行、上市和转股工作，募集资金用于湖南岳阳新建年产 8 万吨新型复合材料塑料管道项目和浙江台州新建年产 5 万吨高性能管道建设项目及补充流动资金。预计 21 年岳阳、台州项目分别有 30%/80% 的产能释放，合计将带来 6.4 万吨新增产能。据公司可转债募集说明书的测算，项目全部达产后正常年份将为公司贡献营收 15.8 亿元、净利润 1.3 亿元。据此，公司将在巩固华东区域业务的基础上，继续拓展华中区域业务。同时，公司“百亿产值”目标有望加速达成，届时规模效应有望进一步释放。

图表 42：公司募投项目情况

	产品名称	规格型号	年产量(吨)	单价(含税, 万元/吨)	预计收入(万元)	投资额(万元)	募投资金(万元)
湖南岳阳8万吨新型复合材料塑料管道项目	PVC-U排水管材	Φ50—250mm	14,000	0.7	9,800		
	PVC-U双壁波纹管	Φ110—500mm	10,000	0.72	7,200		
	PVC-U给水管	Φ20—800mm	3,000	0.97	2,910		
	PVC-U排水管件	Φ16—315mm	3,000	1.53	4,590		
	PPR冷热水管材	Φ20—110mm	8,000	2.1	16,800		
	PPR冷热水管件	Φ20—110mm	1,000	3.28	3,280	41,700	41,701
	PE给水管	Φ20—1200mm	15,000	1.45	21,750		
	PE双壁波纹管	Φ200—800mm	16,000	1.09	17,440		
	PE中空缠绕管	Φ200—1200mm	10,000	1.12	11,200		
	合计		80,000		94,970		
浙江台州5万吨高性能管道建设项目	PVC-U排水管材	Φ50—250mm	18,000	0.73	13,140		
	PVC-U电工套管	Φ16—50mm	10,000	0.73	7,300		
	PVC-U排水管件	Φ50—250mm	8,000	1.53	12,240		
	PPR冷热水管材	Φ20—110mm	10,000	2.3	22,950	32,022	25,000
	PPR冷热水管件	Φ20—110mm	1,000	3.39	3,390		
	PE管材	Φ20—1200mm	3,000	1.42	4,260		
	合计		50,000		63,280		

资料来源：《关于公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见回复》，中泰证券研究所

■ 首次推出股权激励计划巩固业绩增长，凸显公司发展决心。2021 年 2 月公司发布公告，计划以 3.19 元/股向包括公司董事、高级管理人员及

其他人员共计 40 人授予 1235 万股限制性股票，约占激励计划公告时公司总股本的 1.00%。此次方案规定，以 2018-2020 年平均营收和平均净利润为基准，公司 21 年营收与净利润增速分别不低于 20%、15%，22 年营收、净利润增速不低于 30%方可分别解除 50%限售比例。由于 2018 年公司利润规模较低，加之此次为公司首次推出股权激励计划，因此该方案所设业绩目标实际相对保守。公司在 2020 年利润规模创下历史新高后适时推出股权激励计划，体现了公司对提升企业发展动力的决心，有助于进一步激发管理团队与业务骨干的积极性，推进公司向更高产值与利润目标迈进。

图表 43：激励计划授予分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (股)	占授予限制性股票总数的比例	占激励计划公告日股本总额的比例
1	卢震宇	董事长	1,100,000	8.91%	0.09%
2	冀雄	董事、总经理	1,100,000	8.91%	0.09%
3	张贤康	副总经理	800,000	6.48%	0.07%
4	杨永安	副总经理兼财务负责人	800,000	6.48%	0.07%
5	黄剑	副总经理	800,000	6.48%	0.07%
6	陈志国	董事、董事会秘书	800,000	6.48%	0.07%
7	翁业龙	董事、外贸销售中心总监	260,000	2.11%	0.02%
其他人员 (33人)			6,689,989	54.17%	6,689,989
合计 (40人)			12,349,989	100.00%	1.00%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 44：激励计划业绩考核目标

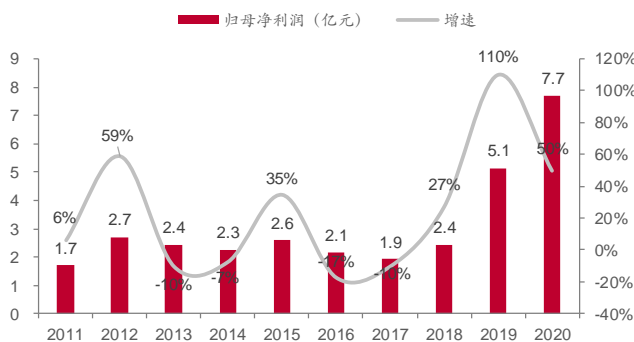
解除限售期	业绩考核指标
第一个解除限售期	公司需同时满足以下两个条件：1、以2018-2020年度平均主营业务收入为基数，2021年的主营业务收入增长率不低于20%；2、以2018-2020年度平均净利润为基数，2021年的净利润增长率不低于15%
第二个解除限售期	公司需同时满足以下两个条件：1、以2018-2020年度平均主营业务收入为基数，2022年的主营业务收入增长率不低于30%；2、以2018-2020年度平均净利润为基数，2022年的净利润增长率不低于30%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

降本增效成果显著，盈利能力仍存在提升空间

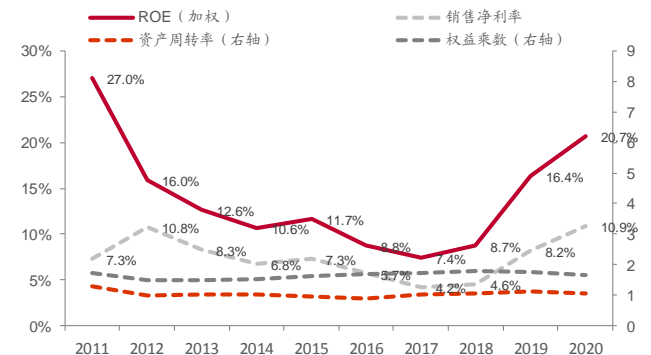
- 近两年公司利润规模大幅提升，盈利能力显著改善。2011-2018 年间，公司归母净利润规模基本维持在 2 亿元上下水平。进入 2019 年后，公司盈利能力得到大幅改善，至 20 年公司归母净利润已达到 7.7 亿元，ROE 也自 2018 年的 8.7%提升至 2020 年 20.7%。通过杜邦分析拆解，公司 ROE 的提升主要来自销售净利率的提升，18-20 年，公司销售净利率自 4.6%提升至 10.9%。

图表 45：近年来公司利润规模显著提升



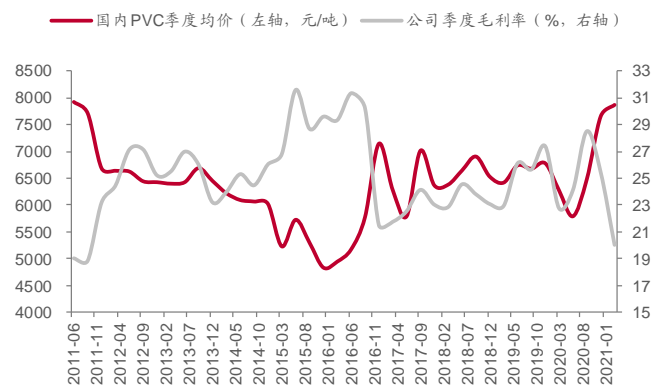
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 46：公司杜邦指标分析

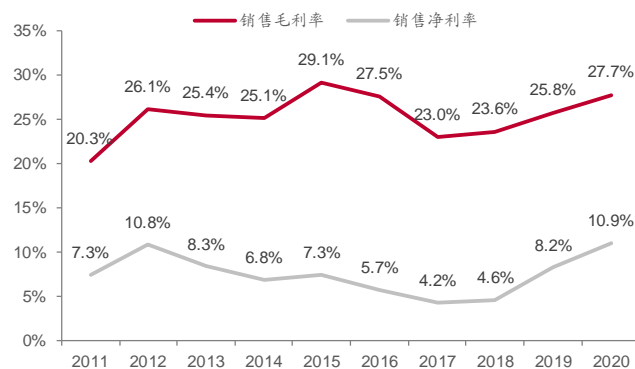


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **短期盈利部分受益于原料价格下跌，但经营改善仍是关键。**公司制造成本中 80%以上为原料成本，盈利水平受原料价格波动影响较大。从 PVC 历史价格与公司毛利水平数据来看，二者呈现相当程度的背离与滞后性（滞后原因主要为原料备货消耗以及套保下的原料价格锁定）。在 20 年疫情影响下，公司盈利规模依然创下历史新高，部分得益于原料价格下跌，公司通过 PVC 商品期货套期保值业务锁定部分原料成本，实现 7000 余万元套期收益直接冲减成本，但相较于公司盈利增幅而言并不算大。同时公司近年来净利率水平提升较毛利率提升幅度更大，因此公司利润规模增长主要还是来自盈利能力的整体改善。

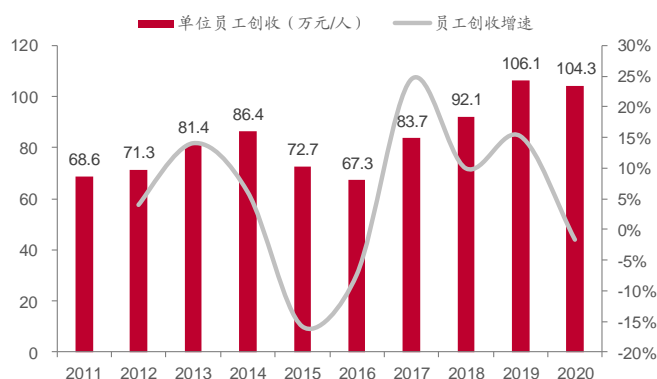
图表 47: PVC 价格与公司毛利水平


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

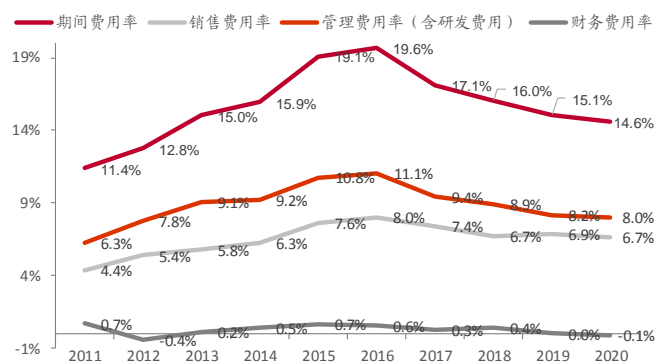
图表 48: 公司毛利率与净利率水平


资料来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 2020 年毛利率口径与前期统一, 将运输费用从主营成本剔除)

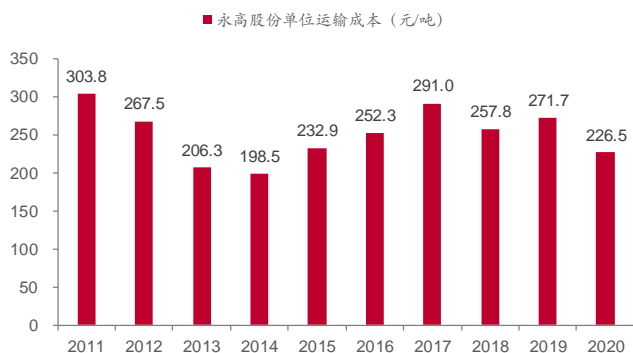
- **公司规模效应逐步体现，降本增效成果突出。**随着业务逐步扩张，公司规模效应逐步显现，16-20 年，单位员工年创收额自 67.3 万元增至 104.3 万元。同时，公司期间费用率自 16 年 19.6% 降至 20 年的 14.6%，其中管理费用率与销售费用率分别自 11.1%/8.0% 降至 8.2%/6.9%。公司运输成本一直来作为销售费用的大头，长年占公司营收的 2-3%。近年来公司通过在贵阳、西安、长沙、昆明、重庆、新疆设立 6 处仓储物流中心缩短销售运输半径，显著降低了管材销售的运输成本，17-20 年，公司单位运输成本自 290 元/吨降至 227 元/吨。此外，公司营运效率得到整体提升，经营周期近年来明显缩短，周转速度持续加快。

图表 49：公司单位员工创收水平有所提升


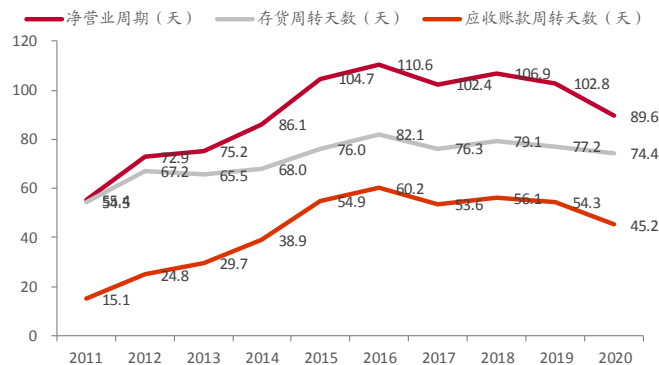
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 50：公司期间费用近年下降明显


资料来源：Wind，中泰证券研究所（注：20 年销售费用、期间费用率为包含运输费用口径）

图表 51：公司管道运输费用近年来得到有效控制


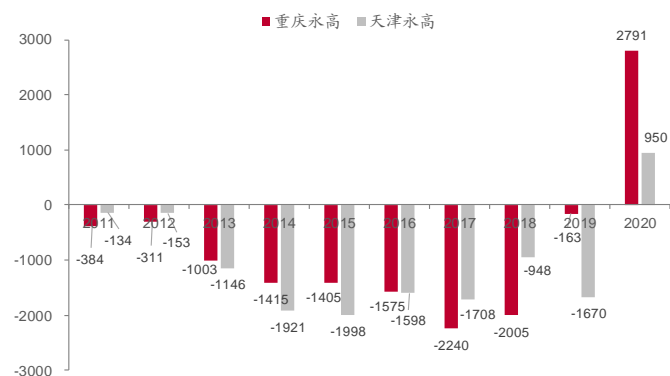
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 52：公司运营效率得到显著改善


资料来源：Wind，中泰证券研究所

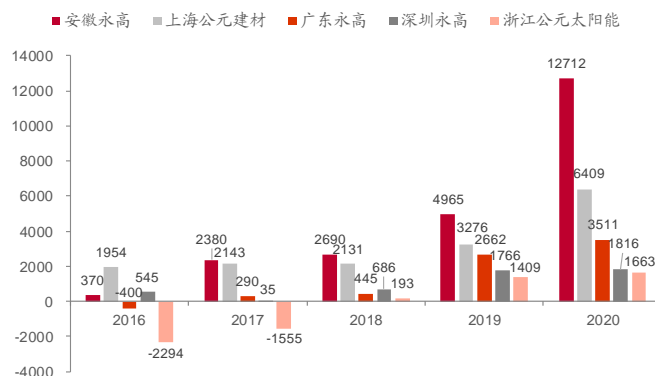
- 子公司管理得到加强，盈利逐步释放。**早年公司为拓展华北、西南地区业务分别在天津、重庆建设生产基地，但由于经验不足（譬如北方极寒天气所致停工）以及未能在当地先行建立销售渠道，导致天津、重庆子公司自公司上市以来持续亏损。近两年公司派驻生产厂长前往业务薄弱地区加强对子公司的生产管理，取得了显著成效。2020 年，重庆永高、天津永高双双扭亏为盈，分别实现净利润 2791、950 万元。此外，公司其他地区子公司经营成果近年来实现大幅提升，安徽永高、上海公元 20 年分别实现 1.27 亿元、6409 万元净利润，同比增长 156.0%、95.6%。

图表 53: 重庆永高、天津永高净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

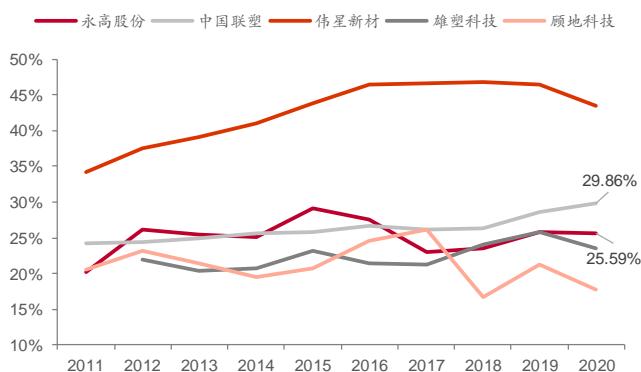
图表 54: 其他子公司净利润水平 (万元)



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

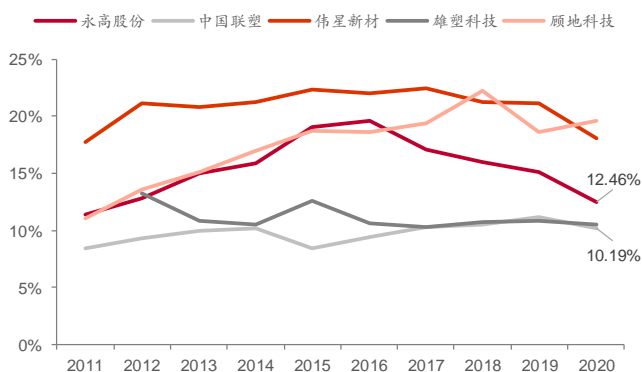
■ **盈利水平仍存在提升空间, 降本增效是关键。**横向比较来看, 公司毛利率水平与其他产品结构类似的企业相比具有一定改善空间, 近年相较于联塑存在 2-4% 的差距; 费用率方面, 过去几年公司期间费用率虽然下降速度较快, 但与联塑、雄塑相比仍有 2-3% 差距; 营运效率方面, 公司存货周转效率较好, 体现了公司产能布局与经销渠道优势 (经销商存货通常不足 1 个月); 资金周转方面, 由于地产与市政业务原因, 公司在应收账款周转上表现相对一般。总体来看, 公司未来盈利能力仍存在提升空间, 需要重点关注公司降本增效持续性。

图表 55: 可比公司毛利率水平比较



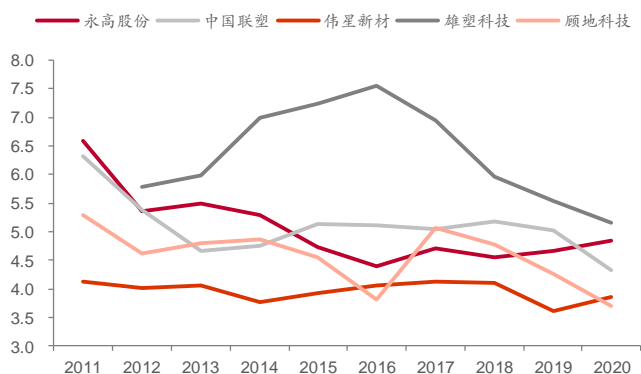
资料来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 毛利率为报表口径)

图表 56: 可比公司期间费用率比较



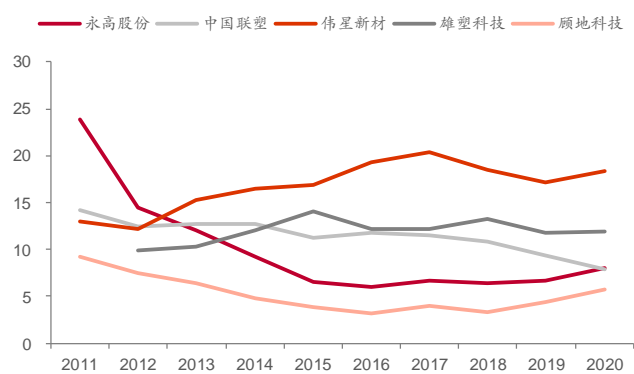
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 57: 可比公司存货周转率比较



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 58: 可比公司应收账款周转率比较



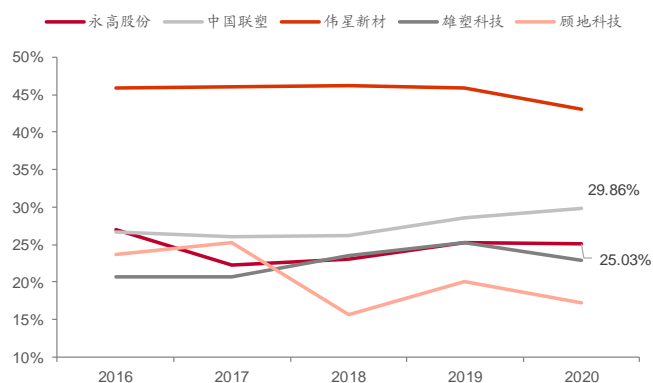
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

可比公司盈利能力与估值对比

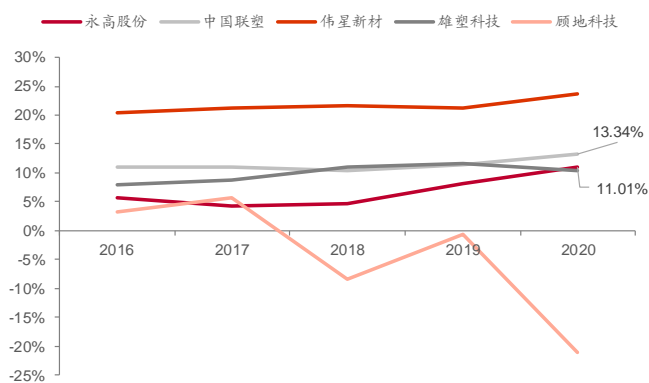
- **盈利能力大幅改善，未来仍存在持续提升空间。**2016-2020 年，公司毛利率与除伟星新材之外产品结构类似的公司相比整体表现较好，与中国联塑相比仍有约 4% 的差距，存在一定提升空间；近年来由于成本、费用控制成效显著，公司净利率水平有较为明显的改善，未来随着降本增效的持续推进以及公司业务扩张后规模效应的进一步释放，公司盈利水平有望持续提升。

图表 59：2016-2020 年可比公司毛利率水平对比



资料来源：Wind，中泰证券研究所

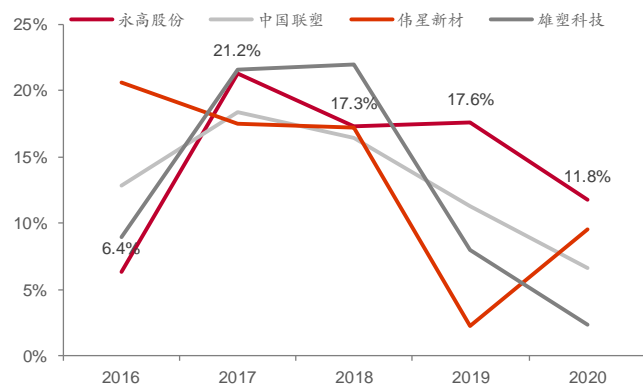
图表 60：2016-2020 年可比公司净利率水平对比



资料来源：Wind，中泰证券研究所

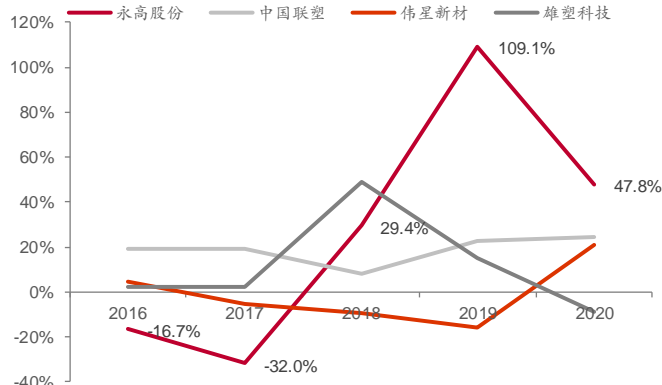
- **成长保持较高增速，当前市值具备良好估值优势。**近年来，公司营收规模较同行业企业仍然保持较快增长，盈利增速显著高于同行企业。但通过与公司历史估值以及同行业公司估值水平比较来看，无论是 PE (TTM) 还是 PB (LYR)，当前公司市场估值处于历史低位水平且具备良好的估值优势。

图表 61：2016-2020 年可比公司营收增速对比

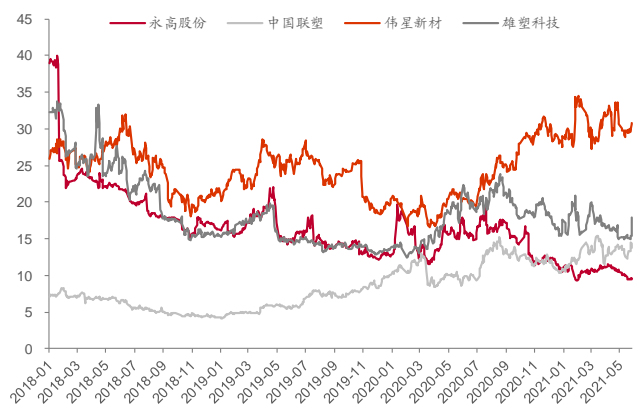


资料来源：Wind，中泰证券研究所

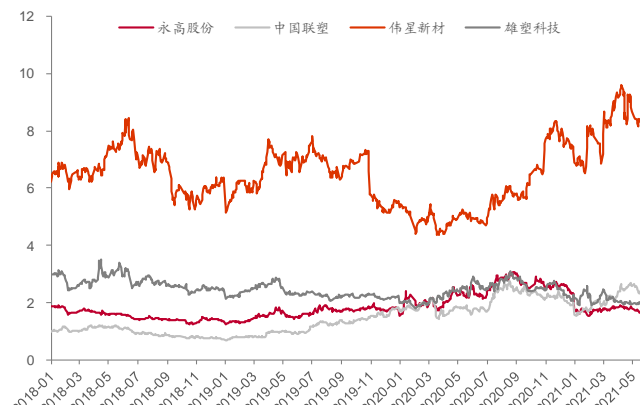
图表 62：2016-2020 年可比公司每股收益增速对比



资料来源：Wind，中泰证券研究所

图表 63: 可比公司 PE (TTM)水平对比


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 64: 可比公司 PB (LYR)水平对比


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们认为, 公司近年来经营成效改善主要来自管理水平的整体提升, 包括对成本费用有效控制以及对业务薄弱区域管理的加强, 长期而言公司降本增效方面仍存在持续提升空间。此外, 下游地产业加速向头部企业集中且工程建设需求向好, 公司 B 端优势有望持续发力。当前公司股价对应 PE (2021E、2022E) 估值为 8.8、7.1, 明显低于行业可比公司均值。考虑到公司尚有充分的发展空间, 我们估计, 公司合理 PE (2021E) 估值区间为 13-15X, 估值中枢为 14X。

图表 65: 可比公司估值对比

公司代码	公司简称	股价	EPS			PE			PB	PEG	总市值 (亿元)
		6月9日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
002641.SZ	永高股份	6.29	0.62	0.72	0.88	10.10	8.76	7.12	1.65	0.63	77.71
可比公司											
2128.HK	中国联塑	19.70	1.22	1.41	1.62	16.15	14.00	12.18	3.08	1.06	611.18
002372.SZ	伟星新材	23.78	0.75	0.87	0.99	31.71	27.33	24.02	8.76	3.70	378.60
300599.SZ	雄塑科技	11.17	0.70	0.77	0.98	15.96	14.53	11.39	1.95	1.43	40.00
均值						21.27	18.62	15.86	4.60	2.06	

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2021 年公司 PVC 业务可能一定程度受原料价格波动影响, PVC 系列产品单价或将有所上调, 预计 2022-2023 年 PVC 原料价格将逐步回归历史均值水平, 因此我们预测 2021-2023 年公司 PVC 业务收入增速为 28.8%、12.1%、13.9%。由于 PE 产品原料价格近两年相对处于低位水平, 未来价格或有小幅回升, 预计 2021-2023 年公司 PE 业务收入增速为 17.6%、22.9%、23.0%。PPR 业务 2021 年受疫情影响出现一定程度下滑, 2021-2023 年公司 PPR 业务有望受益于地产集采并持续向好, 预计收入增速为 13.3%、14.8%、11.4%。
- 基于公司湖南、浙江新增产能投放进度, 预计 2021-2023 年公司管道销量保持平稳增长, 增速分别为 14.4%、17.5%、15.0%。2021 年公司毛利率水平或受原料价格波动影响, 随着原料价格趋稳, 整体毛利率水平有望回升至中枢水平, 因此我们预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 24.2%、25.2%、25.3%。

图表 66：公司主要分部业务盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
产品收入（亿元）					
PVC	30.3	33.9	43.6	48.9	55.7
yoy	14.5%	11.7%	28.8%	12.1%	13.9%
PE	13.7	15.3	18.0	22.1	27.2
yoy	2.8%	11.8%	17.6%	22.9%	23.0%
PPR	10.7	10.6	12.0	13.8	15.4
yoy	9.3%	-0.9%	13.3%	14.8%	11.4%
管道销量（万吨）	55.0	64.8	74.2	87.3	100.6
yoy	8.1%	17.7%	14.4%	17.6%	15.3%
综合毛利率	25.8%	25.6%	24.2%	25.2%	25.3%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

投资建议

- 公司作为塑管行业龙头企业，产能持续稳步扩张，加之 B 端优势显著，地产、工程端业务有望持续发力。我们预测 **2021-2023 年**公司实现收入 **85.9、99.1、114.9 亿元**，归母净利润 **8.9、10.9、13.4 亿元**，当前股价对应 PE 分别为 **8.8、7.1、5.8**，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- **市政工程增速、海绵城市管网建设推进不达预期。**由于市政项目多由地方主导，地方财政收入下滑、隐性负债难放松仍可能是制约，同时，海绵城市管网建设市场空间存在一定假设条件，存在不及预期风险。
- **原料价格波动超预期。**塑管原料成本与石油价格高度相关，受全球货币政策宽松及经济复苏对需求拉动的影响，原油价格上行可能抬升公司生产成本。
- **B 端客户应收账款风险。**若地产融资政策持续收紧，可能会出现应收账款风险。
- **市场空间测算偏差风险。**文中涉及的市场空间等测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 67: 公司盈利预测 (亿元)

利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	62.9	70.4	85.9	99.1	114.9	成长性					
减: 营业成本	46.7	52.4	65.1	74.1	85.7	营业收入增长率	17.5%	11.9%	22.1%	15.3%	16.0%
营业税金	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	营业利润增长率	95.7%	50.5%	15.6%	22.9%	22.2%
销售费用	4.3	3.2	3.6	4.2	4.7	净利润增长率	110.0%	49.8%	15.3%	23.0%	22.3%
管理费用	5.1	5.6	6.3	7.4	8.2	EBITDA增长率	71.4%	26.2%	15.0%	18.9%	18.9%
财务费用	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	EBITDA增长率	119.6%	33.3%	18.9%	23.1%	22.3%
资产减值损失	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	NOPLAT增长率	81.4%	49.1%	16.8%	23.1%	22.3%
加: 公允价值变动收益	-0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	0.8%	10.4%	-6.2%	21.0%	-2.6%
投资和汇兑收益	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	净资产增长率	16.3%	39.0%	15.0%	16.1%	17.0%
营业利润	5.9	8.8	10.2	12.6	15.3	利润率					
加: 营业外净收支	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	毛利率	25.8%	25.6%	24.2%	25.2%	25.5%
利润总额	5.9	8.8	10.2	12.6	15.3	营业利润率	9.3%	12.6%	11.9%	12.7%	13.3%
减: 所得税	0.8	1.1	1.3	1.6	2.0	净利率	8.2%	10.9%	10.3%	11.0%	11.6%
净利润	5.1	7.7	8.9	10.9	13.4	EBITDA/营业收入	13.7%	15.5%	14.6%	15.0%	15.4%
资产负债表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	10.3%	12.3%	11.9%	12.7%	13.4%
货币资金	10.0	17.2	25.2	28.7	40.2	运营效率					
交易性金融资产	-	3.3	3.3	3.3	3.3	固定资产周转天数	99	88	68	51	37
应收账款	9.9	8.2	13.8	11.5	17.9	流动资产周转天数	19	16	9	13	17
应收票据	2.6	5.7	4.5	7.3	6.3	流动资产周转天数	189	214	241	247	254
预付账款	1.5	2.2	2.4	2.9	3.2	应收账款周转天数	56	46	46	46	46
存货	9.9	11.8	15.2	15.5	19.9	存货周转天数	57	55	56	56	55
其他流动资产	0.2	1.2	1.2	1.2	1.2	总资产周转天数	319	340	350	342	338
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	137	129	107	100	93
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	ROE	15.2%	16.4%	16.4%	17.4%	18.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	10.2%	9.7%	11.3%	11.2%
固定资产	17.3	17.2	15.0	12.9	10.7	ROIC	21.6%	31.9%	33.8%	44.4%	44.8%
在建工程	0.8	3.2	5.6	8.1	10.5	费用率					
无形资产	3.9	4.1	4.1	4.2	4.2	销售费用率	6.9%	4.5%	4.1%	4.2%	4.1%
其他非流动资产	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	管理费用率	8.2%	8.0%	7.3%	7.5%	7.1%
资产总额	57.2	75.5	91.7	96.8	118.7	财务费用率	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	0.9	0.8	-	-	-	三费/营业收入	15.1%	12.5%	11.5%	11.8%	11.3%
应付账款	6.3	5.1	8.8	7.2	11.2	偿债能力					
应付票据	9.9	11.9	15.1	15.7	19.8	资产负债率	40.9%	37.7%	41.0%	35.2%	38.2%
其他流动负债	4.7	9.0	12.1	9.5	12.6	负债权益比	69.2%	60.6%	69.6%	54.3%	61.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.56	1.85	1.83	2.18	2.11
其他非流动负债	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	速动比率	1.11	1.41	1.40	1.70	1.65
负债总额	23.4	28.5	37.6	34.1	45.3	利息保障倍数	285.05	-169.56	201.57	165.38	155.53
少数股东权益	-	-	-0.0	-0.0	-0.0	分红指标					
股本	11.2	12.4	12.4	12.4	12.4	DPS(元)	0.13	0.13	0.14	0.18	0.22
留存收益	22.6	34.6	41.7	50.4	61.1	分红比率	30.2%	20.1%	20.2%	20.2%	20.2%
股东权益	33.8	47.0	54.1	62.8	73.4	股息收益率	2.0%	2.0%	2.3%	2.8%	3.5%
现金流量表	2019	2020	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5.1	7.7	8.9	10.9	13.4	EPS(元)	0.42	0.62	0.72	0.88	1.08
加: 折旧和摊销	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	BVPS(元)	2.74	3.80	4.38	5.08	5.94
资产减值准备	0.7	0.3	-	-	-	PE(X)	15.1	10.1	8.8	7.1	5.8
公允价值变动损失	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	PB(X)	2.3	1.7	1.4	1.2	1.1
财务费用	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	P/FCF	63.9	15.2	8.0	13.6	5.5
投资收益	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	P/S	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	4.9	5.4	3.9	3.0	1.9
营运资金的变动	1.3	6.0	2.0	-4.9	1.1	CAGR(%)	28.5%	20.2%	53.6%	28.5%	20.2%
经营活动产生现金	8.6	10.7	13.3	8.5	16.9	PEG	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3
投资活动产生现金	-3.1	-10.9	-2.7	-2.7	-2.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	-4.2	5.2	-2.6	-2.3	-2.8	REP					

资料来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。