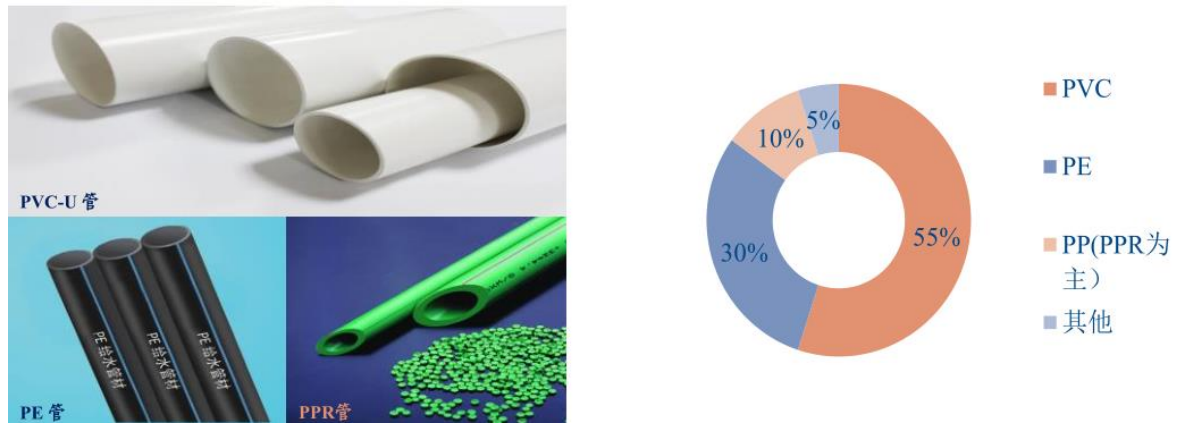


中国联塑简析

一、塑料管道行业概况

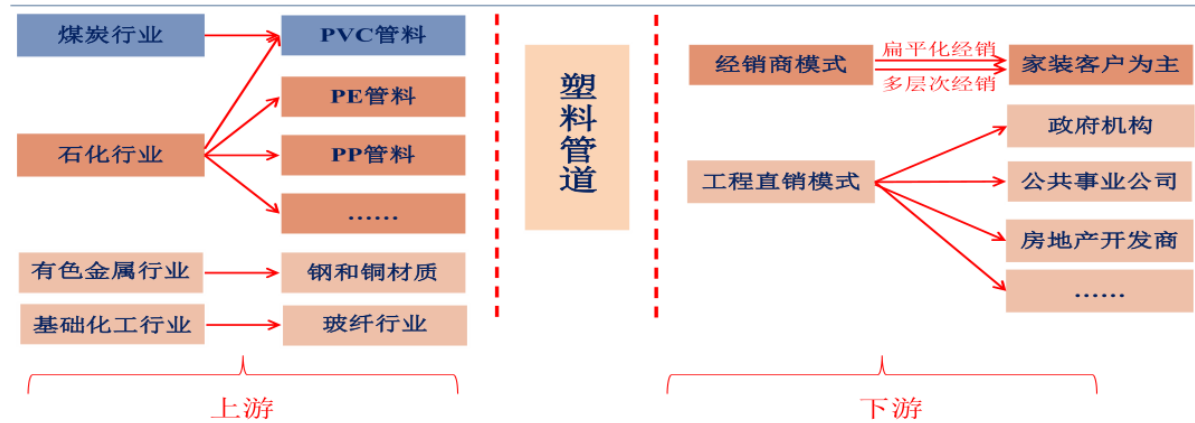
塑料管道是以 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）和 PB（聚丁烯）等高分子材料为主料，加入增塑剂等辅料，经过挤出、注塑等工艺加工成中空管，管径可大可小。主要应用于给排水，燃气管道，护套管，工业农业物料输送等。

图表 1：塑料管道外观和材质结构



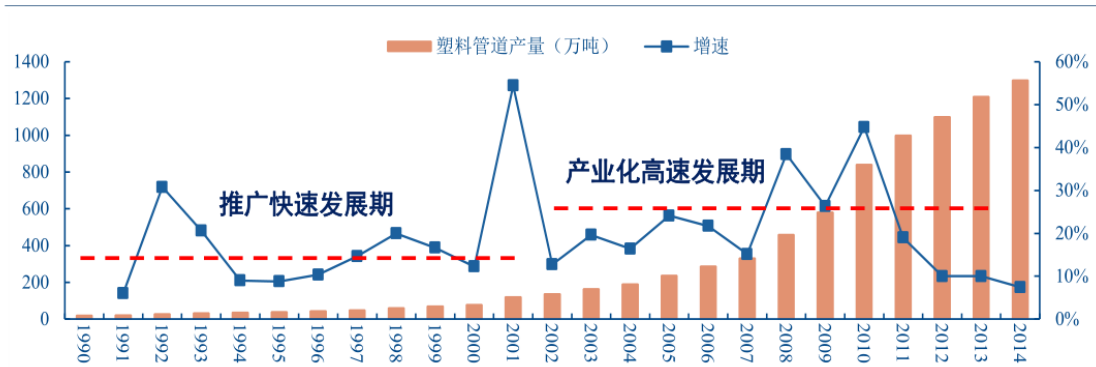
数据来源：中信证券

图表 2：塑料管道行业产业链



信息来源：中信证券

图表 3：我国塑料管道行业发展历程



数据来源：中信证券

我国从 1990 年左右开始推广塑料管道，经过 20 多年高速增长，2014 年全国塑料管道总产量达到 1250 万吨，同年全国初级形态塑料产量为 7088 万吨，约有 18% 的塑料用于生产管道。整个塑料管道市场规模超过千亿元，中国联塑市场份额约为 10%，是塑料管道市场的龙头企业。

图表 4：塑料管道行业代表性上市公司财务指标

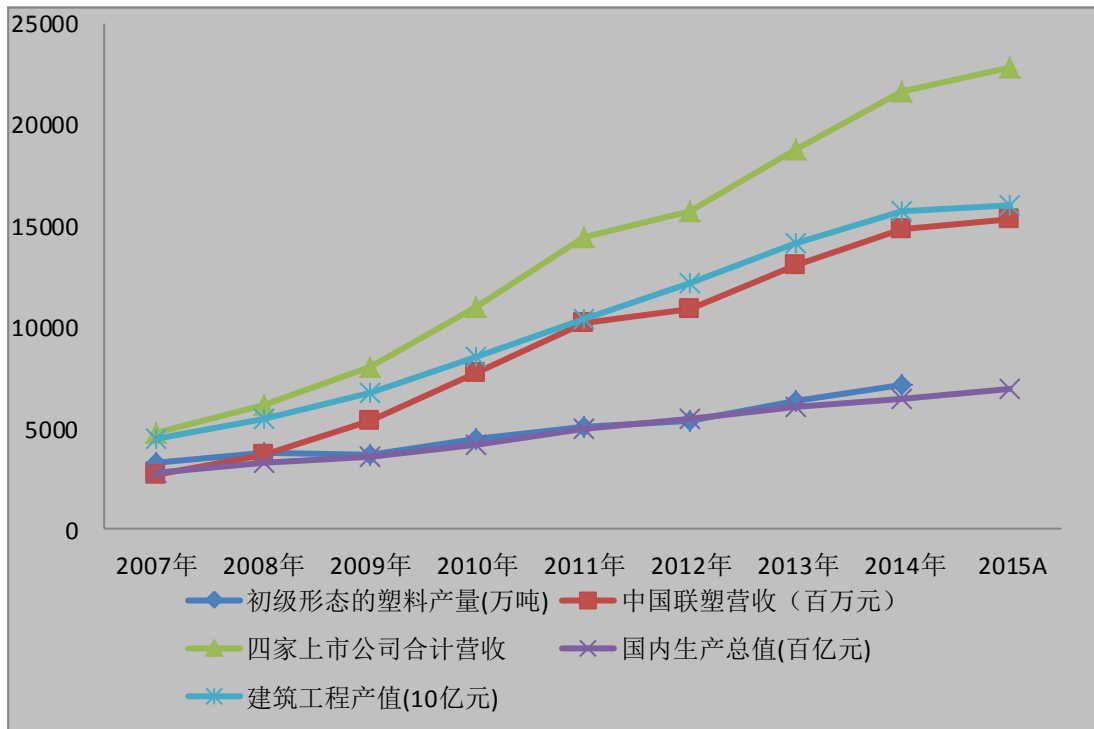
公司	中国联塑	永高股份	伟星新材	纳川股份
年度	2015A	2015A	2015A	2015A
营收(亿元)	152.6	35.3	27.5	13.1
净利润(亿元)	16.2	2.6	4.8	0.5
净利率	0.106	0.073	0.176	0.041
总资产(亿元)	166.5	39.7	29.0	20.8
固定资产	60.1	15.0	7.0	2.9
净资产(亿元)	98.7	23.7	23.9	12.3
净资产周转率	1.547	1.491	1.148	1.060
PE	6.8	27.61	28.58	149.5
PB	1.3	3.02	5.79	2.7
ROE	0.16	0.11	0.20	0.04
EPS	0.52	0.30	0.84	0.06
最近股价	4.81(港币)	8.290	15.15	7.030
最近市值(亿元)	149.2(亿港元)	71.63	117.5	72.52

最近日期 2016-12-22

二、与同行业企业比较分析

中国联塑的主要产品是塑料管道，下游市场主要是建筑行业，从下图中可以看出，联塑的营业收入与建筑工程的产值相关。建筑行业下调的背景下，预期塑料管道整体行业的增长有限。同时可以观察到相对于同行业四家上市公司（中国联塑、纳川股份、永高股份、伟星新材）总营收，中国联塑自 2011 年之后的营收增长相对乏力。

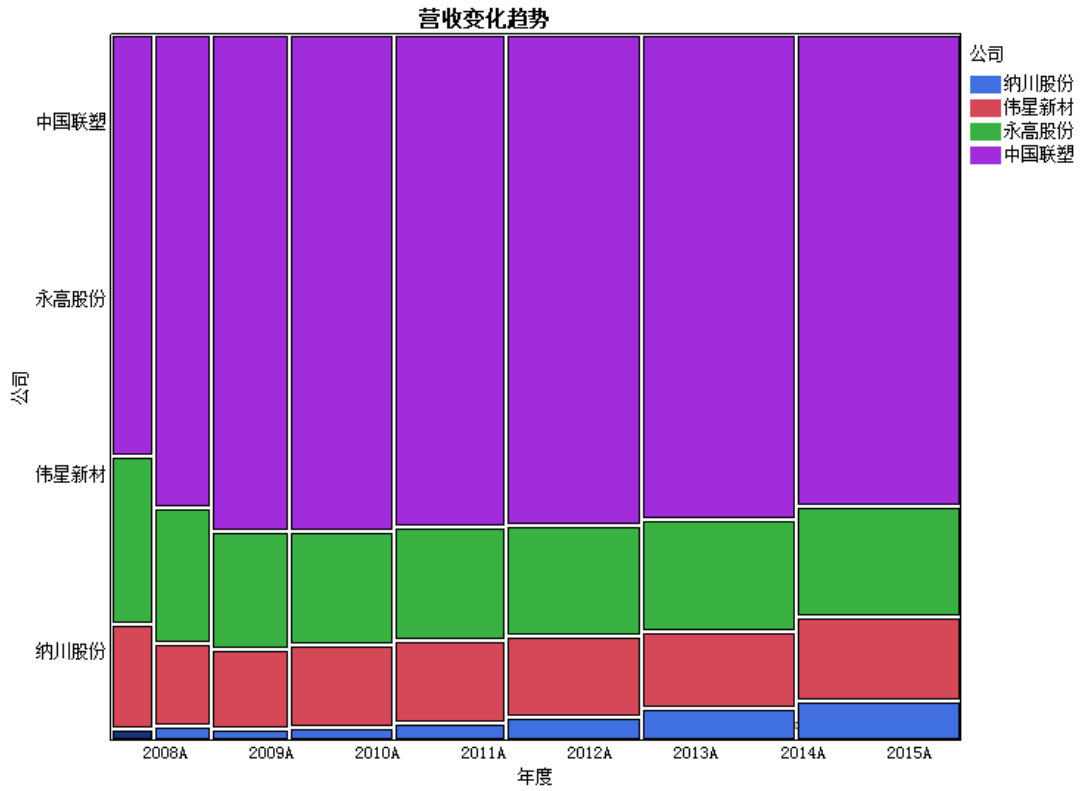
图表 5：塑料管道行业与宏观经济



数据来源：统计局，公司财报

营业收入：中国联塑在塑料管件领域市场占有率最高，其一年的营收超过同行业其余上市公司营收的总和。从线图可更清晰的看到中国联塑、纳川股份（2014 年收购福建万润进入新能源汽车行业，2014 年之后营收增长主要来源于此）、永高股份、伟星新材中国联塑的营业收入相对变化趋势。2008-2010 是中国联塑营收高速增长的三年，其相对市场占有率上升明显，2010 年之后相对市场份额逐年略有下降。

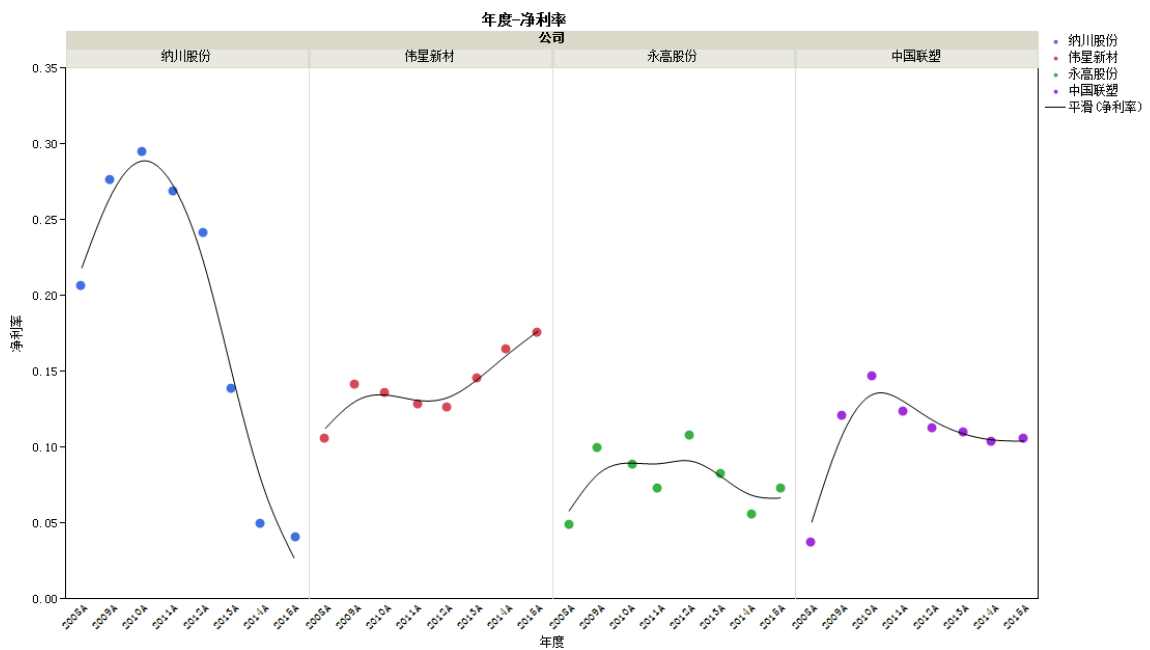
图表 6: 四家管道行业上市公司营收变化趋势



数据来源: 公司财报, 数库

净利率: 与同行业企业相比, 中国联塑的净利率处于中等水平, 并且近几年处于下降趋势, 但 15 年, 16 年有所回升。净利率表现较好的是伟星新材。

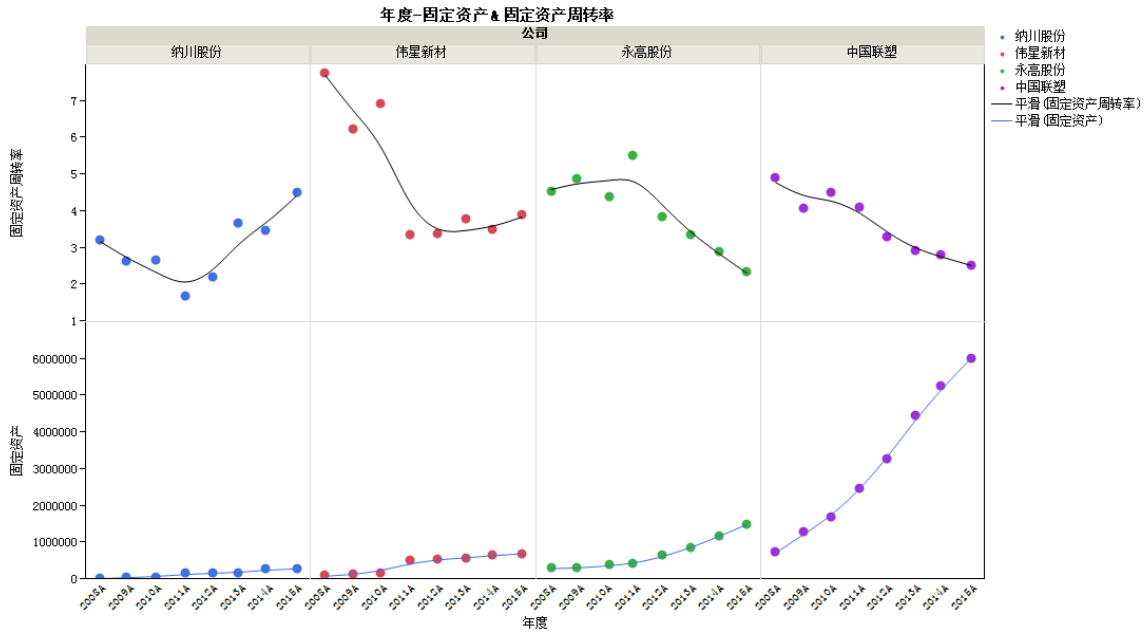
图表 7: 净利率变化趋势



数据来源：公司财报，数库

固定资产和固定资产周转率：塑料管道制造业的固定资产周转率在 2-5 之间。中国联塑的固定资产上升很快，固定资产周转率下降也快，固定资产的利用率较低或者固定资产的质量低。

图表 8：固定资产和固定资产周转率变化趋势

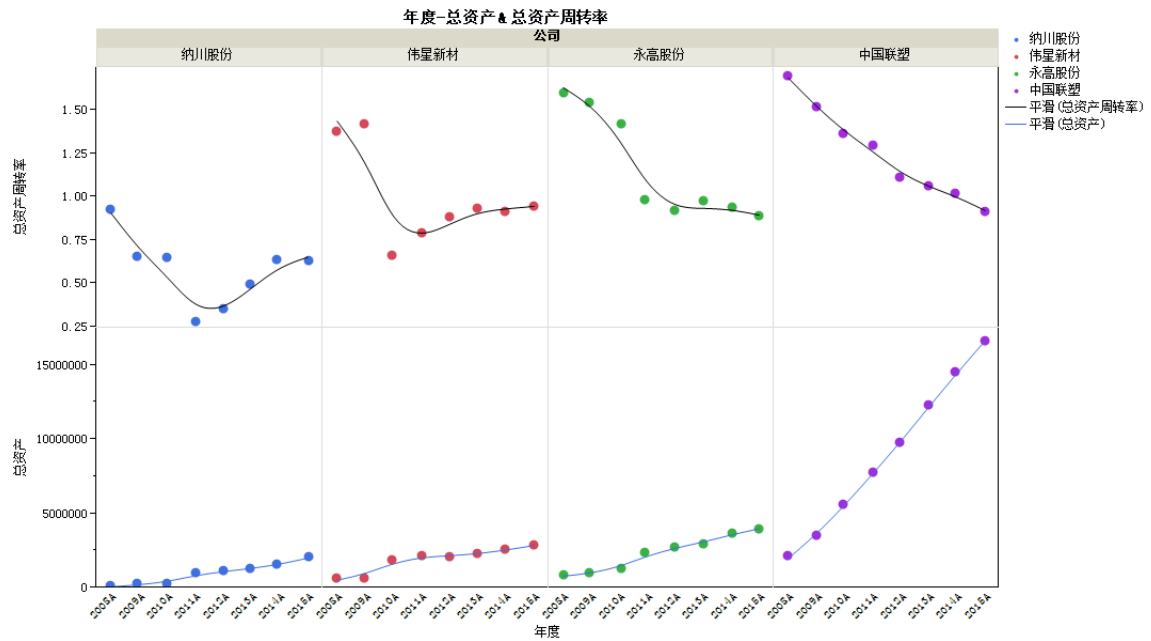


总资产和总资产周转率：行业整体周转在 1 以下，中国联塑的总资产周转相对固定资产更优，说明其流动资产周转快于同行业水平，应和其采用的倚重于代理商的销售模式有关。从财务报表中也观察到其销售费用占营收比例 4-5%之间。而伟星新材该比例为 15%左右。

图表 9：管道行业上市公司销售费用比例

	2015 年销售费用占营收比例
中国联塑	4.5%
伟星新材	15%
永高股份	7.6%
纳川股份	6%

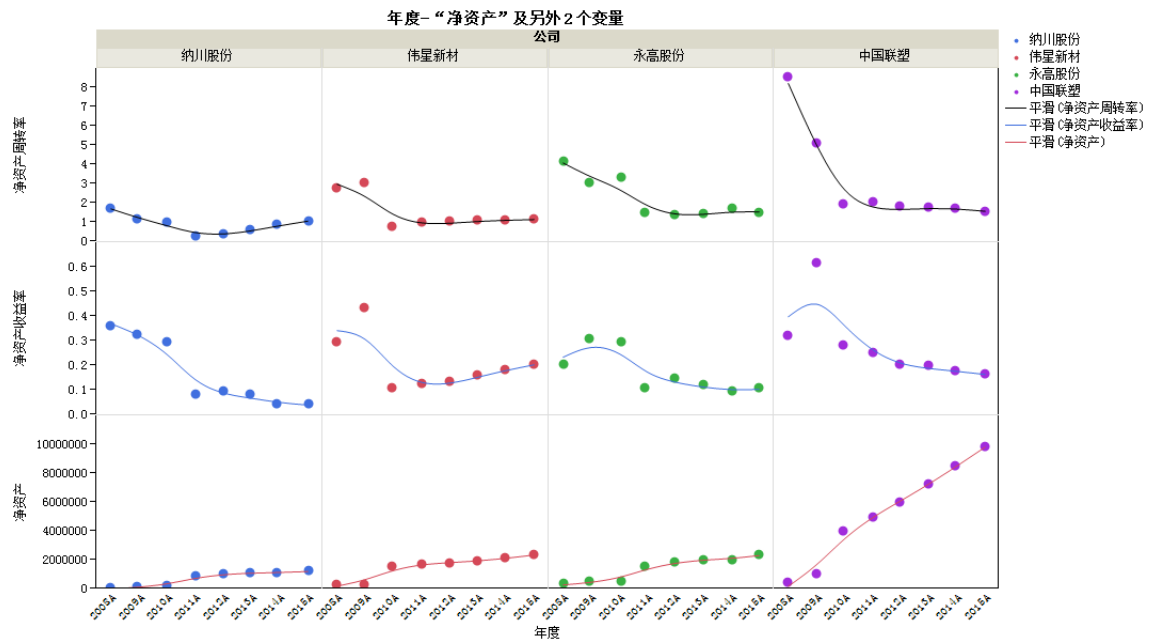
图表 10: 总资产和总资产周转率变化趋势



数据来源: 公司财报, 数库

净资产、净资产收益率和净资产周转率: 中国联盟的净资产增长速度快 (2015 年其派息率约为 25%)。净资产收益率虽在下降, 但尚能稳定在行业平均的水平。

图表 11: 净资产、净资产收益率和净资产周转率变化趋势



数据来源: 公司财报, 数库

三、DDM 模型估值

根据中国联通的成长性和盈利能力特征，假设条件：

- 1.2016-2025 年净利润平均增长率 3.87%
- 2.2016-2025 派息率从 25%逐年增长到 70%
- 3.永续增长率为 1%
- 4.高速增长阶段 β 值=1，永续阶段 β 值=0.5
- 5.无风险利率=2.7%(10 年期国债)
- 6.市场预期收益率=10%

$$\sum_{t=1}^n \frac{DPS_t}{(1 + K_h)^t} + \frac{DPS_n \times (1 + G_n)}{(1 + K_e)^n \times (K_e - G_n)}$$

公司价值	5.05
其中：高速增长阶段现值	1.685
其中：永续增长阶段现值	3.364

四、具体业务

中国联通试图多元化业务，15 年开展联塑商城业务。B2B 电商市场有阿里巴巴，慧聪网等强有力竞争者。制造业企业开展平台型电子商务障碍重重，比如家电巨头海尔自建的日日顺电商平台，一直未有太大作为。2016 年上半年联塑商城营收 157 百万港币，同比下降 27%。商城交易额的绝大部分应来源于原有经销商的采购渠道切换到线上，并不新增收入。下图为联塑商城流量情况，相比竞争对手，网站排名相去甚远。中国联通 16 年以约 5 亿元人民币，购买深圳上市的巴安水务约 6.8%股权，战略投资水务公司展示延伸产业链的意图，未来应该还有类似的股权投资或收购。

图表 12: 联塑商城流量情况

联塑商城 - 五金电气建材交易平台,五金交电,仪器仪表,电气设备,电动工具,五金制品,给、排水材料设备,家居建材,物流配送,五金建材展示平台				
世界排名	三月平均: 460,676 ALEXA数据预估流量: 相关数据不充分, 无法统计。			
域名年龄	2年2个月13天 (创建于2014年10月7日)			
域名持有	CHEN YONG 拥有 393 个站点, yongchen@lesso.com 与 1 个站点有关联			
网站速度	电信响应: 31.83毫秒			
seo信息	PR 百度权重 移动权重 网站历史 来路曲线 首页位置 1 外链 5			
	百度索引量: 1,136 预计来路: 11 ~ 33 IP 出站链接: 1个首页内链: 165个			
搜索引擎	百度	谷歌	360搜索	搜狗
收录数量	430	-	617	128,361
反向链接	7,220	-	900	-

慧聪建材网_中国最具商业价值的建材交易平台				
世界排名	三月平均: 5,598 ALEXA数据预估流量: IP≈ 126,000 PV≈ 340,200			
域名年龄	13年3个月21天 (创建于2003年8月29日)			
域名持有	hongwei tian 拥有 2 个站点, tianhongwei@hc360.com 与 1 个站点有关联			
网站速度	电信响应: 26.966毫秒			
seo信息	PR 百度权重 移动权重 网站历史 来路曲线 首页位置 - 外链 57			
	百度索引量: - 预计来路: 55 ~ 85 IP 出站链接: 8个首页内链: 470个			
搜索引擎	百度	谷歌	360搜索	搜狗
收录数量	242	315	1,620	0
反向链接	963,000	-	138,000	9,979

数据来源: 爱站

五、总结

2016年12月21日, 中国联塑股价为4.8(港币); 总市值148.92亿(港币); 市盈率(动)7.127; 市净率1.244。由于其市场份额占比高, 预期在主营业务的市场份额增长趋缓, 并面临较强竞争。其市净率较低, 但其固定资产周转率处于行业较低水平。其盈利水平在行业中处于中上水平, 但投资者对其成长性应有疑虑。16年中国联塑启动股票回购, 回购价在4.2元左右。仅从主营业务考量, 作为财务投资, 风险可控, 但获取超额收益概率不高; 个人认为公司的股权投资是否运作良好, 是决定后市的重要因素。