

香港

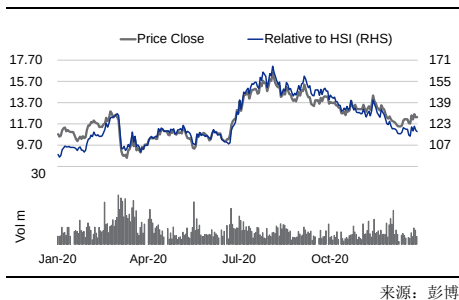
增持 (不变)

市场共识评级*: 买入 10 持有 0 沽出 0

前收盘价:	HK\$12.34
目标价	HK\$16.95
此前目标价:	HK\$16.95
上升/下跌空间:	37.4%
CGI / 市场共识:	-8.5%
路透股票代码:	2128.HK
彭博股票代码:	2128 HK
市值:	US\$4,936m
	HK\$38,284m
平均每日成交额:	US\$7.43m
	HK\$57.59m
目前发行在外股数:	3,102m
自由流通量:	31.5%
*来源: 彭博	

本报告的主要变动

➤ N/A



股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	0.2	-13.5	15.8
相对表现 (%)	-6.5	-28.2	17.1

主要股东	持股百分比
黄联禧	68.4

分析员

王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)
T (852) 3698 6317
E cmwong@chinastock.com.hk
刘彦麟 (香港证监会中央编号: BME248)
T (852) 3698 6393
E marklau@chinastock.com.hk

中国联塑 复苏持续

- 我们于 1 月 12 日与中国联塑举行了投资者电话会议。
- 管理层有信心实现 2020 年的指引—2020 全年实现双位数销量增长，主要是由于公司在 2020 年下半年强劲复苏。
- 尽管 2020 下半年的原材料价格较为波动，但由于公司采取成本加成定价模式，管理层预计 2020 年毛利率将略有上升。
- 随着公司在华南以外地区扩张产能，加上受惠市政工程项目的强劲需求，公司在未来两年继续以保持双位数的销量增长为目标。
- 我们重申「增持」评级，维持目标价 16.95 港元（12 倍 21 财年市盈率）。我们认为，公司 3 月份公布的业绩将成为重要催化剂，因为股份估值已回到接近历史均值。

市政工程和基建项目推动 2020 年下半年稳健复苏

在 2020 上半年，中国联塑的塑料管业务的销量仅增长 7.1%，这是由于一季度受到新冠肺炎疫情影响。但是该业务在 2020 年下半年表现强劲，因此管理层有信心在 2020 年全年实现双位数销量增长的目标。该复苏的动力主要来自市政工程和基建项目相关的建筑活动。而地产行业的需求只是相对稳定，主要受限于政策不利因素。中国联塑的收入结构受地产行业的影响较小，公司 30% 的塑料管销售来自终端，其中约 40% 来自地产行业，其余主要与水、电、气和电信等有关。而余下 70% 的塑料管销售额，大部分是通过分销商出售所得。据公司估计，其中很大一部分与市政工程有关。

尽管原材料成本波动，但毛利率在 2020 年略有改善

在 2020 下半年，诸如 PVC（图 1）等原材料的价格较为波动。例如，PVC 价格从 2020 上半年的低点约 5,000 元人民币/吨上涨至四季度的 8,000 元人民币/吨以上，然后迅速下跌。然而，中国联塑 2020 年毛利率仍同比小幅上升。由于有效执行了成本加成定价模型，公司在 2020 年 11 月和 12 月将平均售价提高了五至六次，以反映原材料成本上涨的影响。此外，由于在疫情期间公司对运营费用作出更好管理，加上政府的优惠政策，管理层预计净利率将有所改善。

资本支出稳定；联塑商城仍受疫情影响

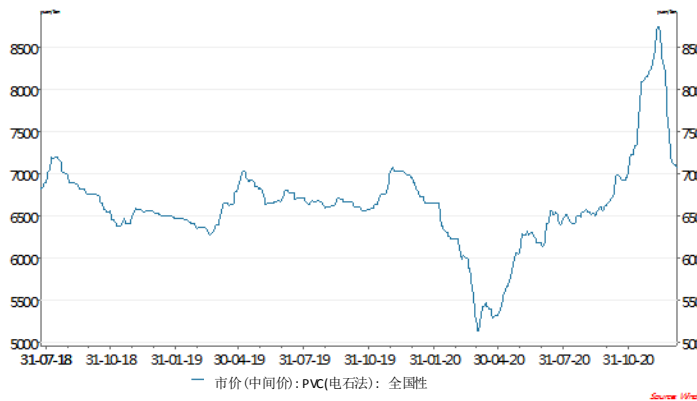
此前，该公司计划于 2020 年在一些东南亚国家/地区对联塑商城业务进一步启动试运营。但是，疫情影响了该计划的进展。尽管一些联塑商城项目已经完成建设，但在某些东南亚国家，在疫情缓和之前，预计其运营仍处较低水平。由于该业务的规模仍然较小，因此对公司的影响不大。管理层预计，未来一两年的资本支出将保持在 20 亿人民币左右（联塑商城的资本支出为 6 亿至 7 亿人民币）。如果疫情持续时间长于预期，则联塑商城的资本支出可能会低于预算。

预计 2021 年销量将实现双位数增长

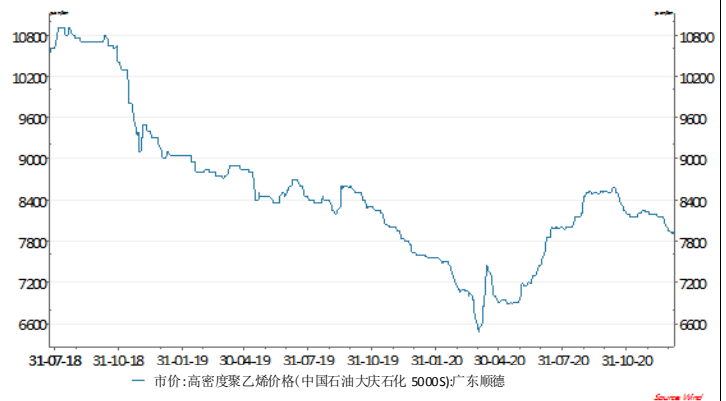
公司相信，考虑到公司在华南以外地区（例如西部）扩张产能，加上市政工程项目的强劲需求，公司的塑料管销量可实现双位数增长。

主要财务指标	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
收入 (百万人民币)	23,734	26,345	29,313	32,775	35,748
经营 EBITDA (百万人民币)	3,953	5,074	5,668	6,398	7,054
净利润 (百万人民币)	2,492	3,025	3,391	3,972	4,429
每股核心盈利 (人民币)	0.78	0.97	1.12	1.28	1.43
每股核心盈利增长	19.0%	23.2%	16.2%	14.4%	11.5%
全面摊薄市盈率 (倍)	13.10	10.64	9.15	8.00	7.18
每股派息 (人民币)	0.25	0.36	0.40	0.52	0.58
股息率	2.46%	3.53%	3.89%	5.01%	5.64%
EV/EBITDA (倍)	9.12	7.24	6.35	5.32	4.49
股价/股权自由现金流 (倍)	9.80	10.86	15.52	10.91	9.12
净负债权益比	35.0%	34.0%	25.7%	14.3%	4.3%
市净率 (倍)	2.15	1.92	1.63	1.38	1.18
股本回报率	17.2%	19.1%	19.3%	18.6%	17.7%
每股核心盈利预测的变动			0.012%	(0.003%)	0.009%
CGI/市场共识每股盈利预测 (倍)			0.98	0.98	0.96

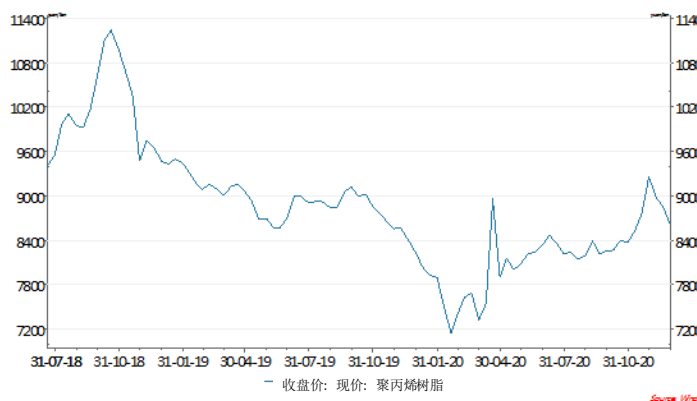
来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图1: PVC价格 (人民币/吨)


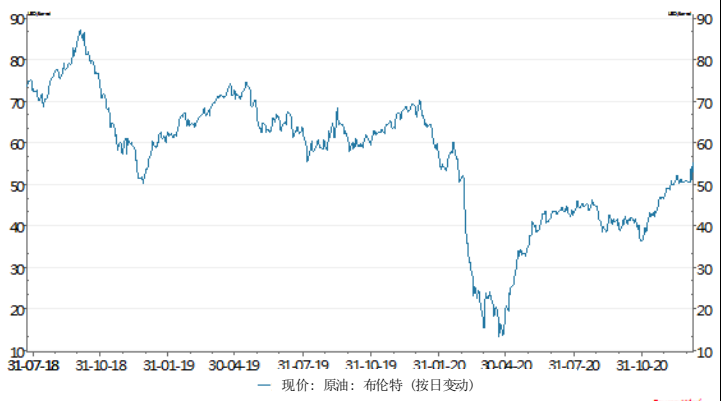
来源: 中国银河国际证券研究部, WIND

图2: HDPE价格 (人民币/吨)


来源: 中国银河国际证券研究部, WIND

图3: PP价格 (人民币/吨)


来源: 中国银河国际证券研究部, WIND

图4: 布伦特原油价格 (美元/桶)


来源: 中国银河国际证券研究部, WIND

图5: 主要假设

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
PVC管道	13,658,814	14,748,225	16,521,275	18,501,276	19,912,528
非PVC管道	7,683,347	8,960,550	9,538,084	10,565,027	11,717,587
其他	2,391,356	2,635,748	3,253,342	3,708,367	4,118,249
收入(千元人民币)	23,733,517	26,344,523	29,312,700	32,774,670	35,748,363
销量(吨)	2,168,622	2,397,864	2,678,400	2,948,075	3,172,950
PVC产品	1,682,949	1,817,179	2,042,790	2,252,329	2,424,134
非PVC产品	485,673	580,685	635,610	695,746	748,816
每吨平均售价(人民币)	9,841	9,887	9,729	9,859	9,969
PVC产品	8,116	8,116	8,088	8,214	8,214
非PVC产品	15,820	15,431	15,006	15,185	15,648
每吨成本(人民币)	7,159	7,025	6,892	6,952	7,014
吨毛利(人民币)	2,682	2,862	2,838	2,908	2,954

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

图1: 同业估值

股票代码	公司	股价(当地货币)	市值(百万美元)	2020 市盈率 (倍)	2021 市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息率(%)
2128 HK Equity	中国联通	12.34	4,908	9.15	8.00	1.92	3.89
002372 CH Equity	伟星新材	19.15	4,720	29.60	28.20	24.81	7.86
002641 CH Equity	永高股份	6.25	1,195	9.79	9.06	7.75	1.78
300198 CH Equity	纳川股份	4.21	672	n.a.	46.78	12.20	3.03
300599 CH Equity	雄塑科技	12.01	565	16.80	15.07	11.77	2.16
WMS US Equity	Advanced Drainage Systems Inc	92.99	6,554	41.75	34.11	31.44	9.64
ASTRA IN Equity	Astral Poly Technik Ltd	1729.05	3,559	105.11	94.11	70.58	17.37
PLP LN Equity	Polypipe Group plc	560	1,740	44.18	47.86	24.67	2.66
FNXP IN Equity	Finolex Industries Ltd	648.1	1,099	24.17	23.20	20.49	4.05

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

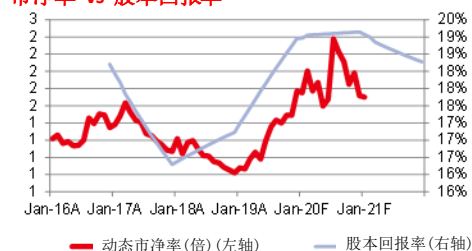
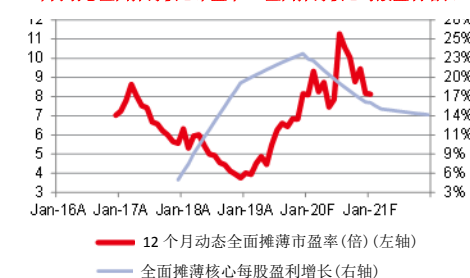
图3: 中国联通市净率区间


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图4: 中国联通市盈率区间


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据

市净率 vs 股本回报率

12 个月动态全面摊薄核心市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长


损益表

(百万人民币)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
总收入	23,734	26,345	29,313	32,775	35,748
毛利	6,228	7,537	8,466	9,550	10,458
经营EBITDA	3,953	5,074	5,668	6,398	7,054
折旧及摊销	-758	-997	-995	-1,149	-1,286
经营EBIT	3,195	4,077	4,673	5,250	5,768
财务收入(开支)	-310	-475	-488	-445	-384
来自联营公司的税前收入(损失)	117	107	101	149	162
非经常性收入(开支)	114	222	231	258	279
税前利润(撇除非经常性项目)	3,160	3,948	4,540	5,229	5,843
非经常性项目收入	119	50	-100	0	0
税前利润	3,236	3,982	4,417	5,211	5,825
所得税	-789	-954	-1,037	-1,255	-1,407
非经常性收入 - 税后					
税后利润	2,446	3,028	3,380	3,956	4,417
非控制性权益	46	-4	12	16	12
优先股股息					
汇兑收益(损失) - 税后					
其他调整 - 税后					
净利润	2,492	3,025	3,391	3,972	4,429
经常性净利润	2,435	2,999	3,485	3,986	4,443
全面摊薄经常性净利润	2,435	2,999	3,485	3,986	4,443

现金流

(百万人民币)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
EBITDA	3,953	5,074	5,668	6,398	7,054
来自投资及联营的现金流					
运营资本变动	-545	33	-408	-166	-233
拨备总额的(增加)/减少					
其他非现金(收入)/开支					
其他经营现金流	2,101	1,633	1,790	2,143	2,219
(支付)/收取利息净额	-310	-475	-488	-445	-384
税项开支	-789	-954	-1,037	-1,255	-1,407
经营现金流	4,410	5,312	5,525	6,675	7,248
资本开支	-1,106	-2,184	-2,300	-2,000	-2,000
出售附属公司所得金额					
收购附属公司/投资					
其他投资现金流	-3,461	-1,879	-750	-750	-750
投资现金流	-4,567	-4,063	-3,050	-2,750	-2,750
债务增加(偿还)金额	3,412	1,689	-420	-1,000	-1,000
发行股份所得金额					
回购股份					
支付股息	-785	-1,126	-1,240	-1,598	-1,799
优先股股息					
其他财务现金流	-761	-855	-588	-544	-495
财务现金流	1,866	-293	-2,248	-3,142	-3,294
现金流	1,709	956	227	783	1,204
股权自由现金流	3,255	2,937	2,055	2,925	3,498
企业自由现金流	259	1,826	3,062	4,469	4,992

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据 (续)

资产负债表

(百万人民币)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
现金及等价物	6,452	7,604	7,831	8,615	9,819
应收账款	4,535	5,873	6,362	6,950	7,567
货物	3,521	3,966	4,200	4,500	4,900
其他流动资产	375	288	288	288	288
流动资产总额	14,883	17,731	18,681	20,353	22,573
固定资产	7,479	9,395	10,734	11,623	12,382
总投资	6,035	8,382	9,182	10,031	10,893
无形资产	621	735	735	735	735
其他非流动资产	5,618	4,542	4,592	4,642	4,692
非流动资产总额	19,753	23,053	25,243	27,031	28,702
短期负债	6,144	11,500	11,000	10,000	9,000
长债的短期部分	0	0	0	0	0
应付账款	5,205	7,011	7,321	8,033	8,806
其他流动负债	1,483	1,725	1,900	2,100	2,300
流动负债总额	12,832	20,237	20,221	20,133	20,106
长期负债总额	5,587	1,920	2,000	2,000	2,000
混合债务 - 债务组成					
其他非流动负债总额	299	338	350	350	350
非流动负债总额	5,885	2,258	2,350	2,350	2,350
拨备总额	846	1,079	1,100	1,165	1,211
负债总额	19,563	23,573	23,671	23,649	23,668
股东股本	14,803	16,576	19,630	23,127	27,012
非控制性权益	270	518	506	490	478
总股本	15,073	17,094	20,136	23,618	27,490

主要比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
收入增长	16.6%	11.0%	11.3%	11.8%	9.1%
经营EBITDA增长	21.1%	28.4%	11.7%	12.9%	10.2%
经营EBITDA利润率	16.7%	19.3%	19.3%	19.5%	19.7%
每股净现金(人民币)	-1.70	-1.87	-1.67	-1.09	-0.38
每股净资产值(人民币)	4.77	5.34	6.33	7.45	8.71
利息支付倍数	7.80	7.09	7.99	9.69	11.70
有效税率	24.4%	23.9%	23.5%	24.1%	24.2%
净派息率	32.5%	37.7%	35.3%	40.0%	40.5%
应收账款天数	30.90	33.05	36.19	35.82	36.12
库存天数	70.36	72.65	71.68	68.36	67.83
应付账款天数	76.1	98.1	104.9	101.0	102.0
资本回报率(%)	22.5%	26.5%	29.2%	29.8%	31.1%
已动用资本回报率(%)	13.3%	14.2%	14.6%	15.1%	15.4%
平均资产回报率	8.56%	9.20%	9.42%	9.68%	9.77%

主要驱动项目

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
塑料管销量(千吨)	2,168.6	2,397.9	2,678.4	2,948.1	3,173.0
平均售价(人民币/吨)	9,841.3	9,887.5	9,729.4	9,859.4	9,968.7

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票；(2)在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标 (现有机制(从2019年9月1日将全面由新机制取代))

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

评级指标 (新机制)

- 增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888