证券研究报告

公司深度研究

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 04 月 19 日

国统股份（002205）\建筑材料

——大平台小公司，多方拓展拐点将至

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	30.26 元
目标价格：	元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	116/116
流通 A 股市值（百万元）	3,961
每股净资产（元）	7.88
资产负债率（%）	55.07
一年内最高/最低（元）	36.51/19.33

一年内股价相对走势

马宝德　　分析师

执业证书编号：S0590513090001

电话：0510-85605730

邮箱：mabd@glsc.com.cn

张浩佳　　联系人

电话：0510-85609581

邮箱：zhanghj@glsc.com.cn

冯瑞奇

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

相关报告

1、《国统股份（002205）\建筑材料行业》2017.03.29

2、《国统股份（002205）\建筑材料行业》2017.02.28

3、《国统股份（002205）\建筑材料行业》2017.02.24

投资要点：

➢ **PPP/EPC项目储备丰富，业绩支撑有保证**

公司是中建材旗下上市平台，公司在保有其PCCP业务同时积极开拓市政工程PPP项目，公司目前中标PPP/EPC项目30亿，PCCP订单共有15亿，仍有西藏、唐山合计108亿框架协议，项目储备丰富，同时公司现有货币现金3.08亿元，公司也申请了30亿的银行授信额度，资金支持有保证。公司PPP项目合同要求2-3年的建设期，此为公司业绩提供较好支撑，而公司目前市值仅35亿元，未来随着PPP项目逐步推进，预计业绩弹性较大。

➢ **雄安新区提升地下管廊及水利工程需求，公司多方布局优势凸显**

雄安新区提升地下管网建设、输配水工程需求，其投资规模将超2000亿元，而公司较早进军地下管廊业务，河北望都、河北唐山、安徽桐城项目均有涉及，项目经验丰富。而地下管廊投资1亿元/km左右，而其所需的PCCP管投资仅300万/km左右，二者相差巨大，公司具有市政施工资质（可以承接地下管廊项目），可以承接地下管廊项目工程施工获得更大收益。PCCP销售半径具有局限性，而公司在天津具有160km的PCCP产能基地，为公司需求带来较好支撑。雄安新区作为我国千年大计，而公司背靠中建材，实际是国务院国资委控制，主营业务又与其建设相关。我们认为公司将依靠自身丰富的项目经验、工程资质能力和PCCP产能，将是雄安新区管廊投资的直接受益标的。

➢ **盈利预测与估值**

我们看好公司未来发展，在不考虑雄安新区投资，按照公司目前订单规模计算，预计公司17-18年净利润分别为6553万元、1.33亿元，对应EPS分别为0.56、1.15元，维持公司“推荐”评级。未来有望受雄安新区投资拉动，业绩将保持快速增长。

➢ **风险提示**

市场竞争加剧；需求不及预期；政策变动；

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	392.98	600.73	1,170.00	1,700.00	2,000.00
增长率（%）	-51.09%	52.86%	94.76%	45.30%	17.65%
EBITDA（百万元）	12.70	74.95	151.50	229.46	275.30
净利润（百万元）	-52.92	13.33	65.53	133.59	171.63
增长率（%）	-178.68%	125.18%	391.65%	103.86%	28.47%
EPS（元/股）	-0.46	0.11	0.56	1.15	1.48
市盈率（P/E）	-68.15	270.58	55.04	27.00	21.01
市净率（P/B）	4.00	3.94	3.67	3.23	2.79
EV/EBITDA	300.18	51.14	24.57	15.79	12.76

数据来源：公司公告，国联证券研究所

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

主要观点 4
1. PCCP 行业渐为集中，背靠央企持续发展 5
1.1. 央企背景助推公司发展 5
1.2. 业绩扭亏为盈，订单高增未来可期 7
1.3. 水利工程为 PCCP 重要应用领域 8
1.4. 地下管廊催生 PCCP 新的需求 9
2. 拓展市政工程大市场，拿单能力超预期 11
2.1. PPP 等政策不断推进，空间巨大前景广阔 11
2.2. 拿单能力强劲，订单储备丰富高增长 12
3. 雄安新区成立，投资空间巨大 13
3.1. 雄安新区周边 PCCP 产能分析 13
3.2. 南水北调输配水需求 15
3.3. 地下管廊投资规模超 2000 亿元 16
3.4. 背靠央企，综合实力强劲 18
3.5. 弹性分析 19
4. 盈利预测 20
5. 风险提示 21

图表目录

图表 1：国统股份实际控制人为中国建材集团 5
图表 2：国统股份业务情况 6
图表 3：国统股份子公司情况 6
图表 4：PCCP 行业逐渐集中 7
图表 5：河北段 PCCP 订单各公司竞争力对比 7
图表 6：公司历年营收（亿元） 7
图表 7：公司历年净利润（亿元） 7
图表 8：公司历年各项营收占比 8
图表 9：公司历年各项毛利占比 8
图表 10：公司历年 PCCP 管材销量 8
图表 11：公司历年合同金额（亿元） 8
图表 12：市政公用设施建设固定资产投资额(亿元) 9
图表 13：我国 PCCP 市场规模（亿元） 9
图表 14：地下管廊概况 9
图表 15：各类管材用途 10
图表 16：地下管廊费用估算 10
图表 17： PPP 项目入库情况 11
图表 18： PPP 签约、执行情况 11
图表 19： PPP 项目执行情况 11
图表 20： PPP 项目落地周期 11
图表 21： PPP 项目执行情况（个数） 12
图表 22： PPP 项目执行情况（亿元） 12
图表 23：PPP 项目库中市政工程占比较大 12
图表 24：公司 PPP/EPC 项目进展 13
图表 25：京津冀地区 PCCP 销售半径分析 14
图表 26：各 PCCP 企业在京津冀地区产能情况 14

图表 28：各 PCCP 企业产能基地距离雄安新区距离 15
图表 27：南水北调东、中线与雄安新区距离 15
图表 29：日本综合管廊建设情况 16
图表 30：白银市综合管廊规划情况 16
图表 31：雄安新区规划面积 17
图表 32：徐州市城区规划面积 17
图表 33：雄安新区地下管廊长度估算 18
图表 34：地下管廊总包、PCCP 销售业务弹性分析 18
图表 35：PCCP 各公司承接地下管廊能力对比 19
图表 36：各公司雄安新区业绩弹性分析 20
图表 37：盈利预测（不考虑雄安新区的影响） 20
图表 38：财务预测摘要 22

主要观点

国统股份投资逻辑：

1、项目储备丰富，业绩支撑有保证：公司目前已中标30亿PPP/EPC项目，而目前仅执行2.42亿元，同时也有15亿的PCCP订单，公司也申请了30亿的银行授信额度，资金支持有保证。公司PPP项目合同要求2-3年的建设期，就是说30亿的PPP项目基本要在2-3年内做完，仅按净利率为8%计算，公司净利润则至少在8000万/年，**而公司目前市值仅35亿元，**未来项目逐步推进时，公司具有相当大的业绩弹性。同时公司也有108亿的框架协议，后续的PPP项目仍可以不断发展支撑公司业绩。

2、雄安新区成立，国统股份受益明显：

1）雄安新区成立，基础建设投资为先：雄安新区要做的就是基建投资（地下管网建设、输配水工程是民生之本），我们认为地下管廊这一新型地下管网形式将是雄安新区管网建设的主要模式，其投资规模将超2000亿元，而地下管廊便可用PCCP管建设，此为公司的主要业务。

2）公司地下管廊项目经验丰富，且在河北多方布局。公司较早涉及地下管廊业务，目前公司地下管廊项目经验丰富，河北望都、河北唐山、安徽桐城项目均有涉及，项目竞争力十足。

3）地下管廊投资巨大，项目承做能力带来更大业绩弹性：地下管廊每公里投资1亿元左右，而地下管廊的PCCP管每公里投资仅300万左右，二者相差巨大，国统股份具有市政施工资质(可以承接地下管廊项目施工)，且具有地下管廊项目经验，可以总包地下管廊项目获得更大收益。

4）PCCP销售半径受限，公司在天津160KM产能带来支撑：PCCP销售受到运输费用影响，导致其销售半径具有局限性，公司在天津具有160km的PCCP产能，而其与雄安新区的距离相对较近，并且较高的产能能为公司带来更大的业绩支持。

5）雄安新区千年大计，响应国家支持建设：雄安新区作为我国千年大计，预计各大央企将会响应国家号召支持建设，而公司背靠中建材集团，实际是国务院国资委控制，自身业务又与雄安新区的建设相关，有望在雄安新区的建设中贡献更多力量。

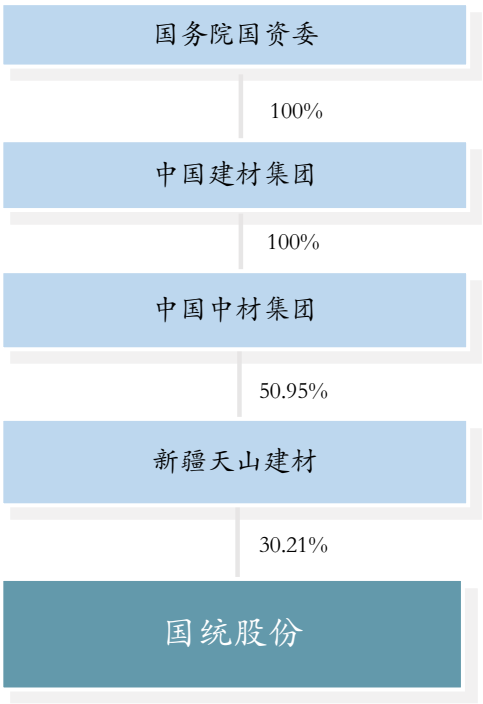
我们认为，公司依靠其较为丰富的项目经验、工程资质能力和PCCP产能，预计公司将是雄安新区管廊投资的直接受益标的。

1. PCCP 行业渐为集中，背靠央企持续发展

1.1. 央企背景助推公司发展

国统股份的实际控制人为中建材集团，是国务院国资委直接领导的大型央企之一，2016 年，公司原有实际控制人中国中材集团并入中国建材集团，公司仍为央企所管理。

图表 1：国统股份实际控制人为中国建材集团

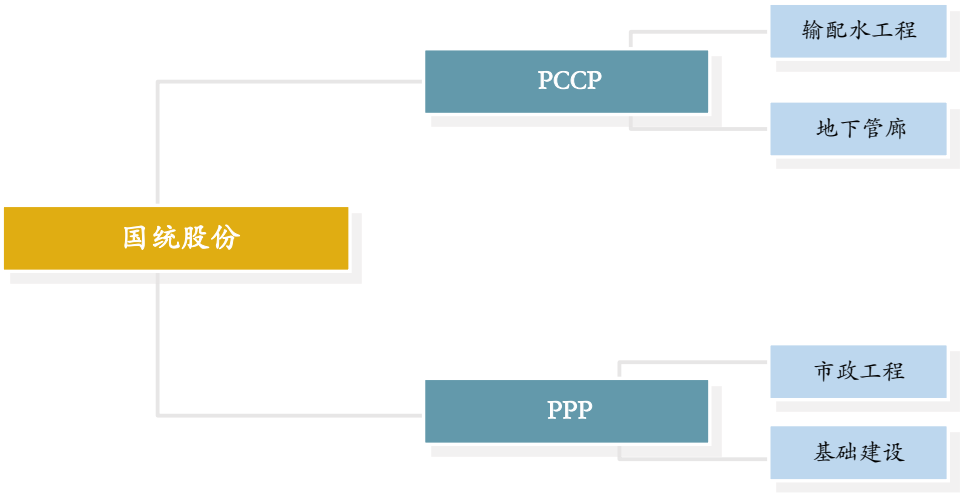


来源：公司公告国联证券研究所

公司在 PCCP 生产、销售全链条发展，全国模式显现，公司主营业务为 PCCP 管道，主要用于水利工程的输配水工程及地下管廊建设。公司作为 PCCP 行业内龙头之一，近年来积极在全国各地区布局，**目前已经在新疆、四川、天津、辽宁、黑龙江、广东等地建立起独立运营的生产基地，覆盖我国西北、东北、西南、华南、华东大部分地区。**

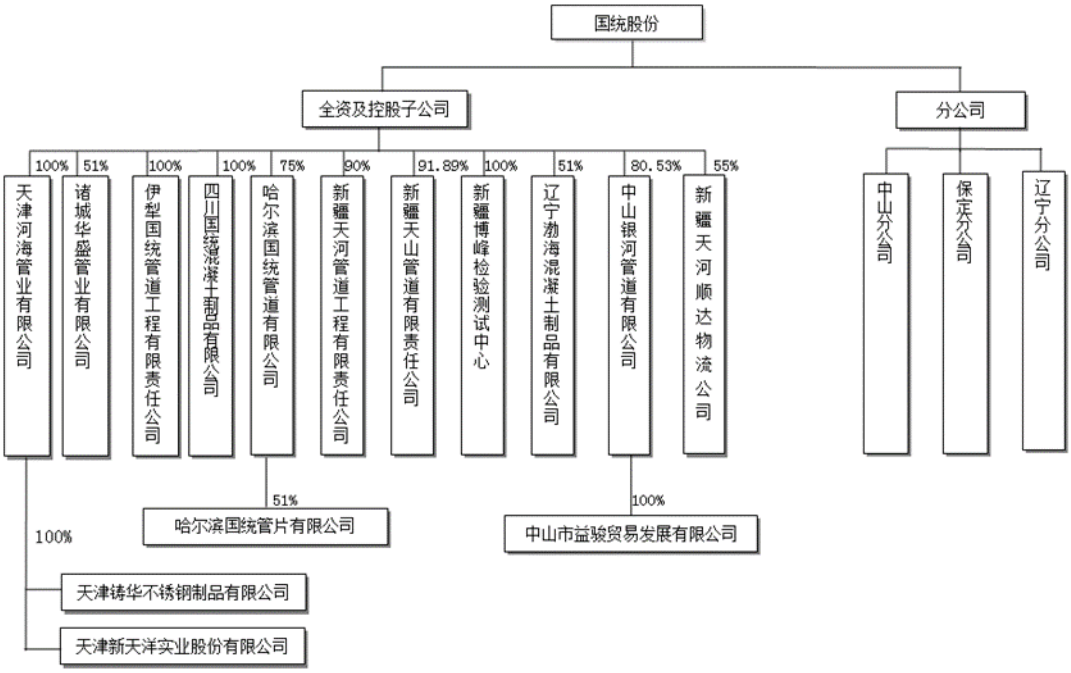
近年来，公司也向市政工程承接 PPP/EPC 项目，延伸产业链，培育新的利润增长点。2014 年 5 月，公司成立子公司中材天河(北京)投资有限公司，次年对该公司进行增资到 3 亿元人民币，并在此基础上投资设立市政工程公司-中材永润（天津）市政工程有限公司。

图表 2：国统股份业务情况



来源：公司公告国联证券研究所

图表 3：国统股份子公司情况



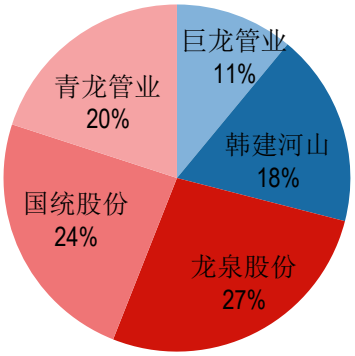
来源：公司官网国联证券研究所

PCCP 行业竞争激烈，规模效应促使行业集中度逐渐提高。据不完全统计，全国约有 5000 余家混凝土管制造企业，约有 1000 家企业有政府颁发的混凝土压力管生产许可证，但大小不一、产品质量的参差不齐，**有规范技术及生产管理的企业不足百家，**

经过近 10 年的发展，目前行业形成青龙管业、国统股份、龙泉股份、韩建河山、等 10 家左右的大型缓凝土压力管企业。其中，**具有大口径 PCCP 生产能力和大型项目**

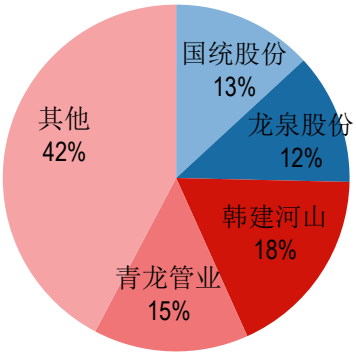
经验的企业主要有国统股份、韩建河山、青龙管业、山东电力、龙泉股份等企业。根据混凝土与水泥制品协会(CCPA)统计，PCCP 行业中前十强企业产量占全国 80%。由于 PCCP 多用于南水北调输配水工程中，观察河北段南水北调 PCCP 订单分布可知，订单也被这几家公司给瓜分。

图表 4：PCCP 行业逐渐集中



来源：WIND 国联证券研究所

图表 5：河北段 PCCP 订单各公司竞争力对比

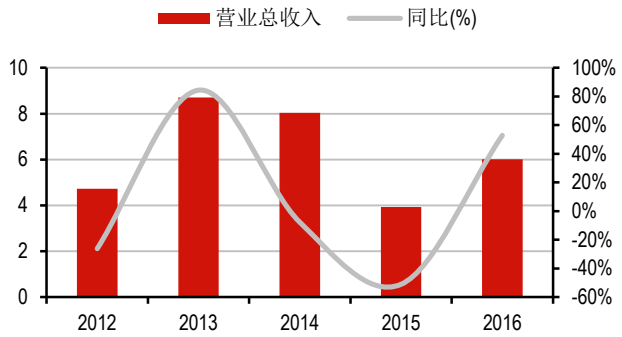


来源：WIND 国联证券研究所

1.2.业绩扭亏为盈，订单高增未来可期

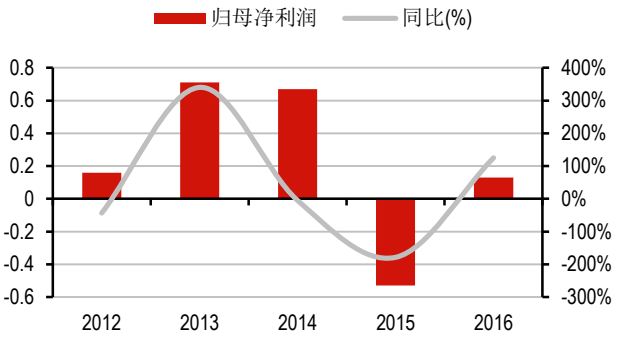
公司 PCCP 业务受国家水利工程投资周期而变幅明显，水利工程投资具有明显的周期性，一般而言，在每“五年规划”中期投资较高，初期和末期投资较低，公司营收也由此成周期性变化，在 2013 业绩到达顶点，净利润达 7100 万，而到 15 年则为业绩谷底，净亏损 5300 万元。

图表 6：公司历年营收（亿元）



来源：WIND 国联证券研究所

图表 7：公司历年净利润（亿元）

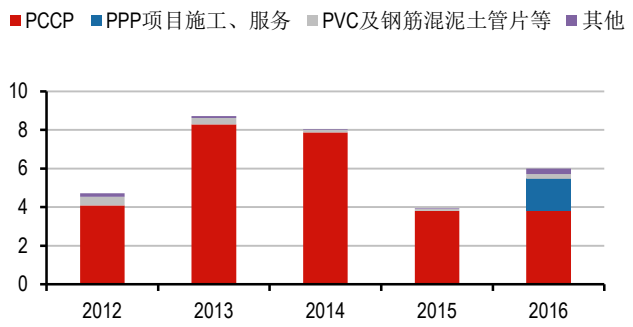


来源：WIND 国联证券研究所

公司由此不断开拓业务，逐渐由 PCCP 业务向市政工程领域拓展，承接水务、地下管廊等工程项目，自 2016 年以来可知，公司营收中 PPP 项目施工、服务占比

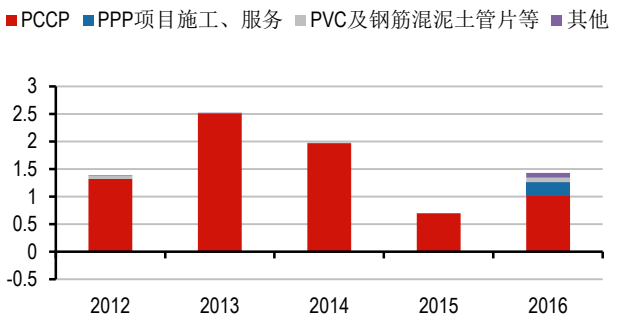
已经达到 27.6%，营收达 1.66 亿元，使得公司成功于 16 年扭亏为盈，净利润为 1300 万元。

图表 8：公司历年各项营收占比



来源：WIND 国联证券研究所

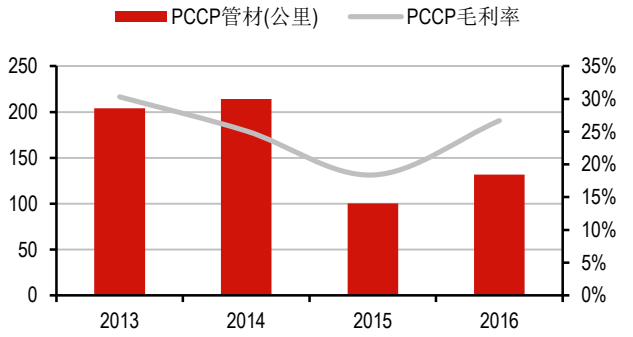
图表 9：公司历年各项毛利占比



来源：WIND 国联证券研究所

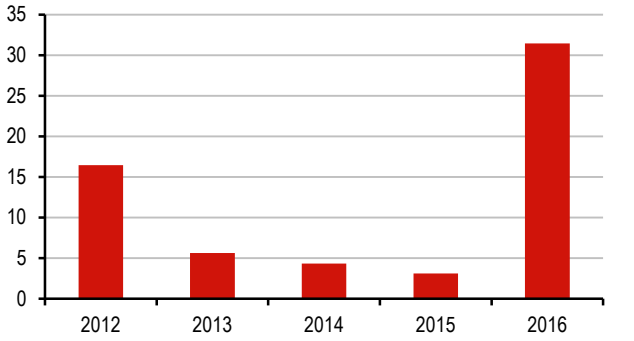
公司承接市政工程项目多向自身产业链靠拢，多承接地下管廊、水务工程等项目，即可依靠过往项目经验提高中标概率，有可化解自身 PCCP 产能提高效率，从 16 年 PCCP 管材销量情况来看，公司产能逐步上升，公司目前中标 PPP/EPC 项目 30 亿，PCCP 订单共有 15 亿，同比 15 年有大幅提升，17 年业绩可期待。

图表 10：公司历年 PCCP 管材销量



来源：WIND 国联证券研究所

图表 11：公司历年合同金额（亿元）



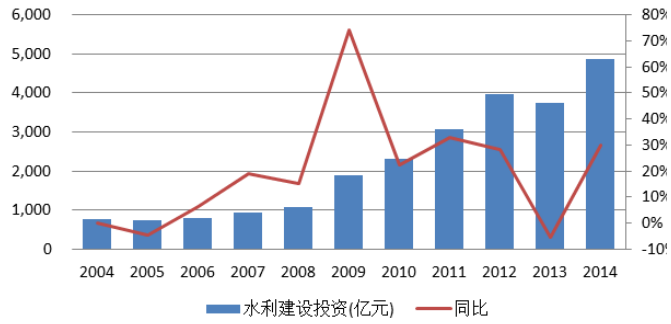
来源：WIND 国联证券研究所

1.3. 水利工程为 PCCP 重要应用领域

PCCP 多利用于南水北调工程、水源地输配水工程中，PCCP 行业景气度也与水利工程、南水北调的投资相关紧密，其行业发展呈现周期性。而在“十三五”期间我国将分步建设纳入规划的 172 项重大水利工程，2015 年前 11 个月，全社会水利管理业固定资产完成投资 6461 亿元，同比增长 23.3%，比全国固定资产投资（不含

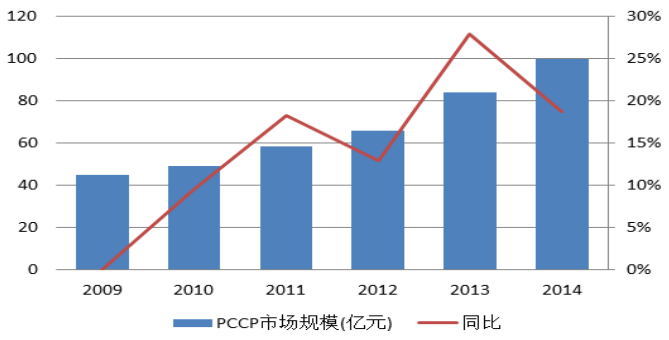
农户）增幅高出 13.1 个百分点。据估算，全国 172 项工程概算总投资约 1.7 万亿，其中预计中央投入 9200 亿元。

图表 12：市政公用设施建设固定资产投资额(亿元)



来源：WIND 国联证券研究所

图表 13：我国 PCCP 市场规模（亿元）



来源：智研数据中心国联证券研究所

1.4.地下管廊催生 PCCP 新的需求

地下管廊：就是将**电力、通讯，燃气、供热、给排水等各种工程管线集于一体**，实施统一规划、设计、施工和维护，建于城市地下用于铺设市政公用管线的市政公用设施。建于城市地下用于**容纳两类及以上城市工程管线**的构筑物及附属设施。

地下管廊类型分为干线型综合管廊、混合管廊、支线型综合管廊、缆线型综合管廊，其类型差别与其管廊尺寸大小及收容管线数量有关。**地下管廊尺寸一般要求高不小于 2.4m，宽不小于 2.2m。这种尺寸大小刚好可以利用 PCCP 管生产。**

图表 14：地下管廊概况

来源：网络搜索国联证券研究所

图表 15：各类管材用途

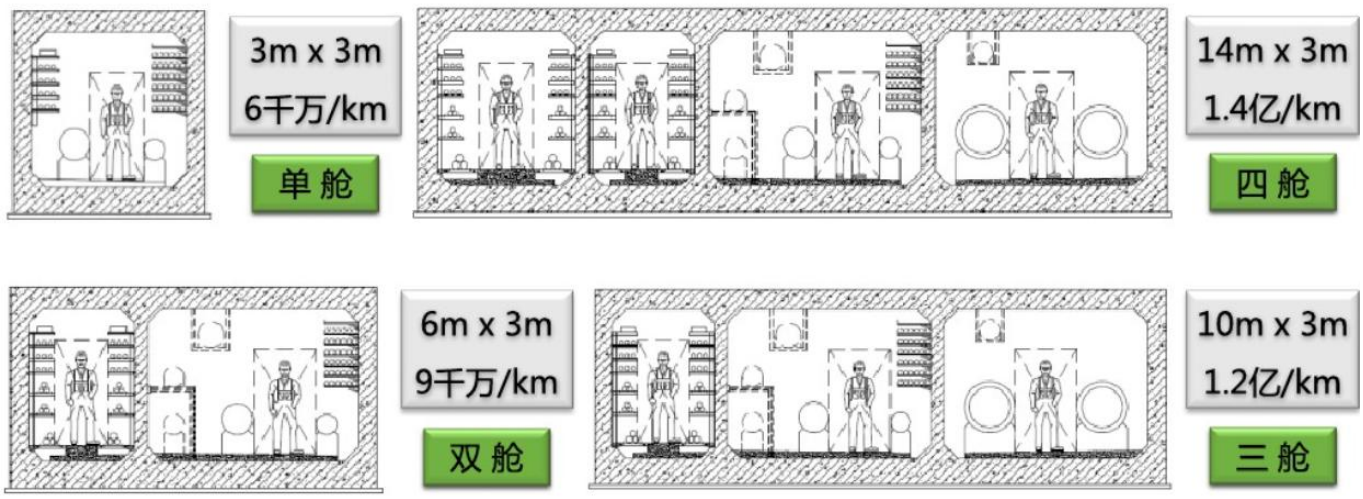
管道种类	主要用途	性能概述
混凝土管		
PCCP	**中长距离、大口径输水管线**	**耐久防腐、承压好**
PCP	中小口径、低压供排水管线	耐久防腐
RCP	排水管线	耐久低、防渗差
金属管		
SP	深埋段和穿越工程	强度高、易腐蚀
DIP	特殊土质环境、中等口径输水管线	防腐好、刚性较大
塑料管		
PVC	小口径给排水和护套管材	耐腐蚀、不能高温
PE	供水支线、灌排管及燃料输送	强度好
HDPE	埋地排污排水管线	耐腐蚀、强度高，不能高温
PPR	**建筑物内冷、热水输送**	**强度高、耐热耐压**

来源：国联证券研究所

地下管廊费用估算分为综合管廊结构本体费用及附属设施费用，**一般而言，地下管廊建设成本高于一般管线的建设成本，据统计，日本、台北、上海的综合管廊平均造价分别是 50 万元/米、13 万元/米和 10 万元/米。地下管廊的费用与其大小有密切关系，按地下管廊单舱、双舱、三舱、四舱来看，其宽度也从 3m 不断增长到 14m，价格即从 6 千万/KM 到 1.4 亿元/KM。**

根据公司桐城地下管廊项目情况来看，项目共修建地下管廊合计长度为 6.23KM，项目地下管廊运营期 20 年，地下管廊运营服务费为 150 万/年，则平均单位运营费用为 24 万/km。

图表 16：地下管廊费用估算



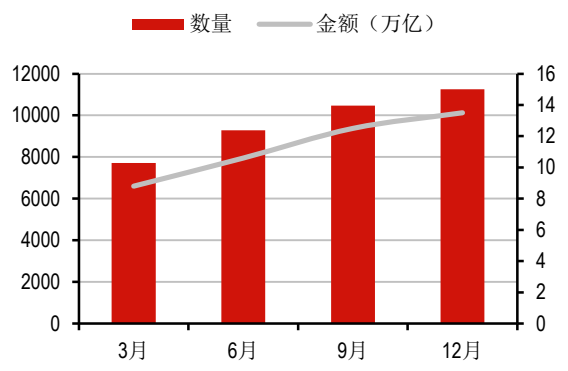
来源：网络搜索国联证券研究所

2. 拓展市政工程大市场，拿单能力超预期

2.1.PPP 等政策不断推进，空间巨大前景广阔

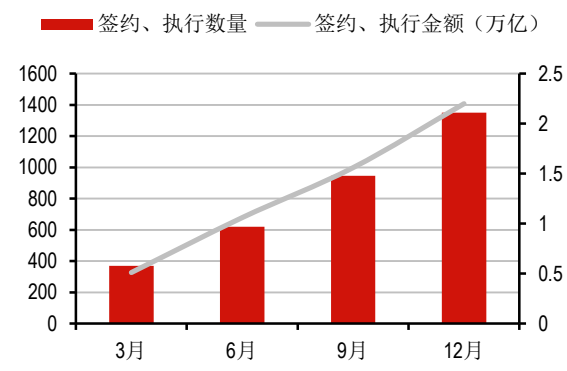
PPP 模式大发展，项目不断上马。截至 2016 年底发改委入库项目投资总额达到 13.5 万亿元；财政部示范项目总额达到 1.87 万亿元。2）目前全国入库项目落地率为 31.6%，截止 2016 年 12 月末，第一批、二、三批的落地率分别达 100%、62.4%、42.9%，落地率相比显著提升。同时财政部并要求第一批项目于 2016 年底前完成采购，第二批于 2017 年 3 月底前完成，第三批于 2017 年 9 月底前完成。

图表 17：PPP 项目入库情况



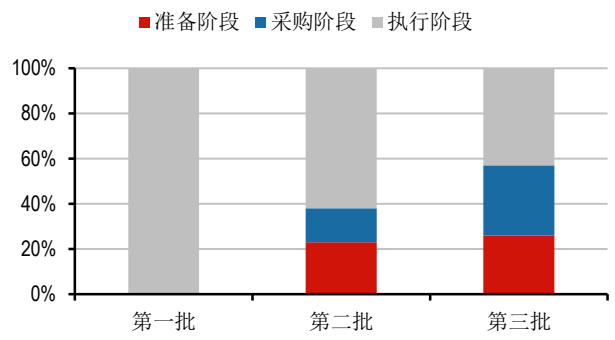
来源：PPP 项目库国联证券研究所

图表 18：PPP 签约、执行情况



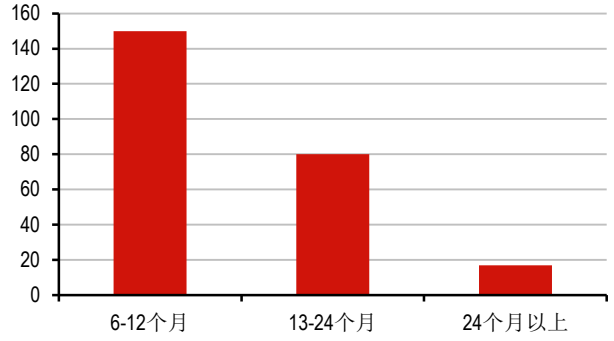
来源：PPP 项目库国联证券研究所

图表 19：PPP 项目执行情况



来源：PPP 项目库国联证券研究所

图表 20：PPP 项目落地周期

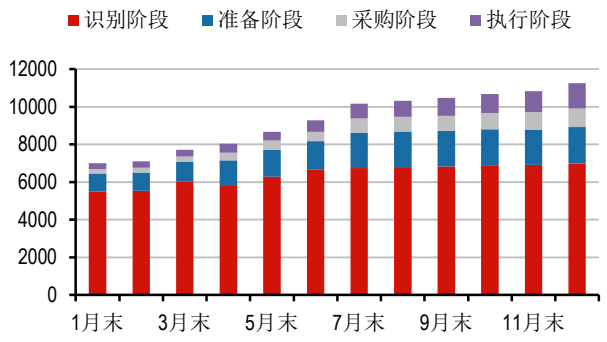


来源：PPP 项目库国联证券研究所

PPP 政策频出，项目金额大资金要求高。1）财政部、发改委、国务院先后发文，对推行 PPP 模式进行系统性阐释，体现了政府力推 PPP 模式的决心。未来随着地方政府整合项目，通过打包 PPP 的模式与企业合作，PPP 模式有望成为常态化。2）

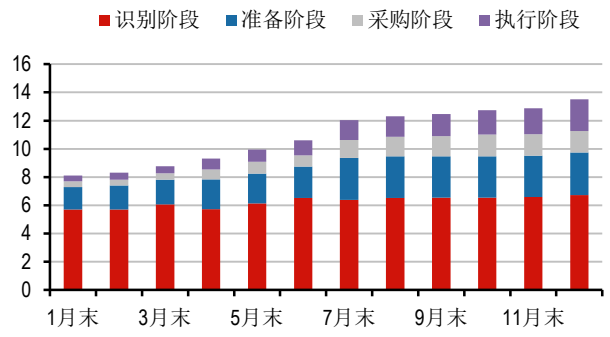
PPP 仍将是国家推动基建的重要模式，国家接连出台 PPP 政策推动 PPP 模式发展，财政部要求第一批、第二批、第三批示范项目要在 2016 年底、2017 年 3 月、2017 年 9 月前完成采购，预计 17 年会是项目落地高峰期。

图表 21：PPP 项目执行情况（个数）



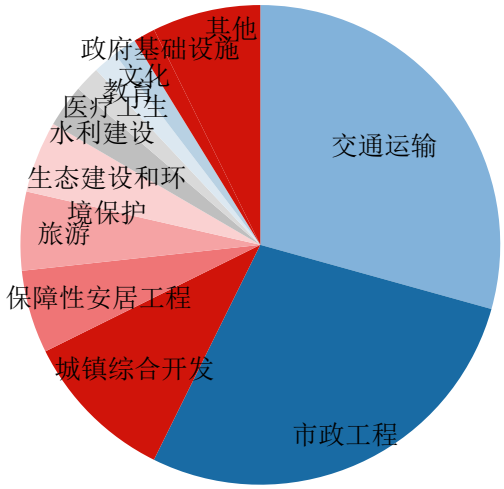
来源：PPP 项目库国联证券研究所

图表 22：PPP 项目执行情况（亿元）



来源：PPP 项目库国联证券研究所

图表 23：PPP 项目库中市政工程占比较大



来源：PPP 项目库国联证券研究所

2.2.拿单能力强劲，订单储备丰富高增长

公司自 2015 年成立市政工程公司之后，开始逐步进入快速发展期，公司积极开拓 PPP 项目，并于 15 年成立市政工程公司，公司目前已中标 30 亿 PPP/EPC 项目，而目前仅执行 2.42 亿元，PPP/EPC 在手订单丰富，同时公司也有 108 亿的框架协议，后续的 PPP 项目仍可以不断发展支撑公司业绩。公司也有 15 亿的 PCCP 订单，二者订单的支持为未来业绩发展奠定基础。

目前 PPP 项目金额较大，需要较强的融资能力，行业易出现强者恒强的态势。公司是中建材旗下上市平台，市值仅 35 亿，为大平台旗下的小市值公司，公司背靠央企签约 PPP 项目优势明显，未来在 PPP 项目的承接、实施、融资及运作方面，都将具备明显优势。

同时公司现有货币现金 3.08 亿元，目前已通过申请银行授信 6 亿元，同时决议申请 23.3 亿元银行授信额度，预计资金压力较小，PPP 项目金额较大，需要较强的融资能力，预计公司资金压力无忧。

图表 24：公司 PPP/EPC 项目进展

PPP/EPC 项目	地区	投资金额（亿元）	已执行情况（亿元）
中标项目情况			
桐城市同安路和盛唐路延伸段地下综合管廊 PPP 项目	安徽	7.67	\
龙海市锦江大道改造和城区防洪及污水截流综合改造工程 PPP 项目	福建	7.23	0.97
六盘水高中教育城配套基础设施建设项目（EPC）	贵州	7.21	0.85
新疆鄯善石材工业园区道路建设（PPP）项目	新疆	5.52	0.60
河北望都地下管廊 PPP 项目（预中标）	河北	2.49	\
合计		**30.12**	**2.42**
框架协议等			
唐山市高新区海绵城市及地下综合管廊 PPP 模式项目	河北	50	\
西藏日喀则市基础设施项目投资建设	西藏	58.5	\
合计		108.5	

来源：公司公告国联证券研究所

3. 雄安新区成立，投资空间巨大

3.1.雄安新区周边 PCCP 产能分析

雄安新区起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。如此大型的区划建设将会有巨量的人口流入，其对于日均的输配水量要求将非常之高，而城市基础建设中输配水管网建设及地下管廊较为重要，**而 PCCP 管材主要应用于此，将会直接受益于雄安新区的投资。**

PCCP 产品具有管道体积大，质量重、运输不方便的特点，**所以一般销售半径在 300KM 以内**，超出范围之外的话，由于运输成本提升其盈利能力就会大大缩减，所以大多数 PCCP 企业多在其销售半径内建设新厂进行生产。

我们以雄安新区为起点作 300KM 半径分析，**可知如果 PCCP 生产基地位于河北境内的话，其销售半径多在 300KM 以内。**

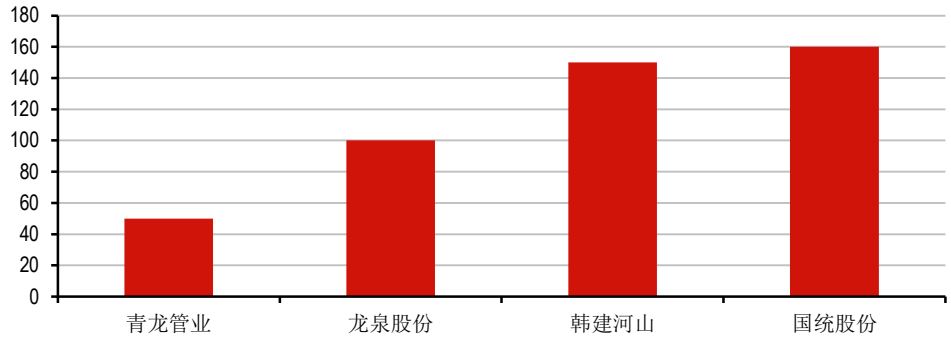
图表 25：京津冀地区 PCCP 销售半径分析

来源：国联证券研究所

目前国内 PCCP 龙头企业有 4 家，分别是：1、韩建河山（预计北京基地产能 150KM/年）。2、青龙管业（天津基地预计产能 50KM/年）。3、龙泉股份（河北邢台基地预计产能 100KM/年）。4、国统股份（天津基地产能 160KM/年）。

由此可知，公司在京津冀地区具有较大的 PCCP 产能，这也会让公司受益于雄安新区的 PCCP 投资。

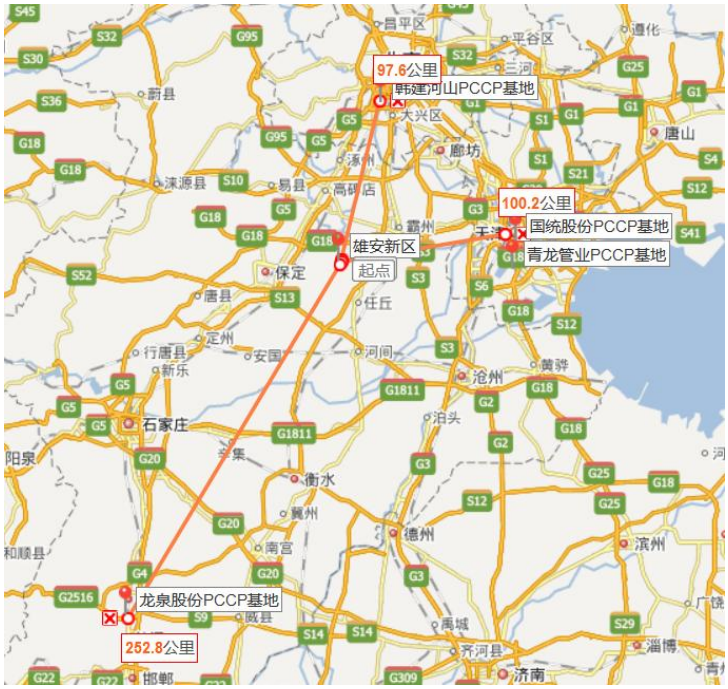
图表 26：各 PCCP 企业在京津冀地区产能情况



来源：公司公告国联证券研究所

我们仅分析各 PCCP 企业在京津冀地区的产能基地与雄安新区距离分析，可以发现：韩建河山、国统股份、青龙管业的 PCCP 基地距离雄安新区较近，基本在 100KM 左右，而龙泉股份 PCCP 基地距离雄安新区达 200KM 以上，距离较远。

图表 27：各 PCCP 企业产能基地距离雄安新区距离



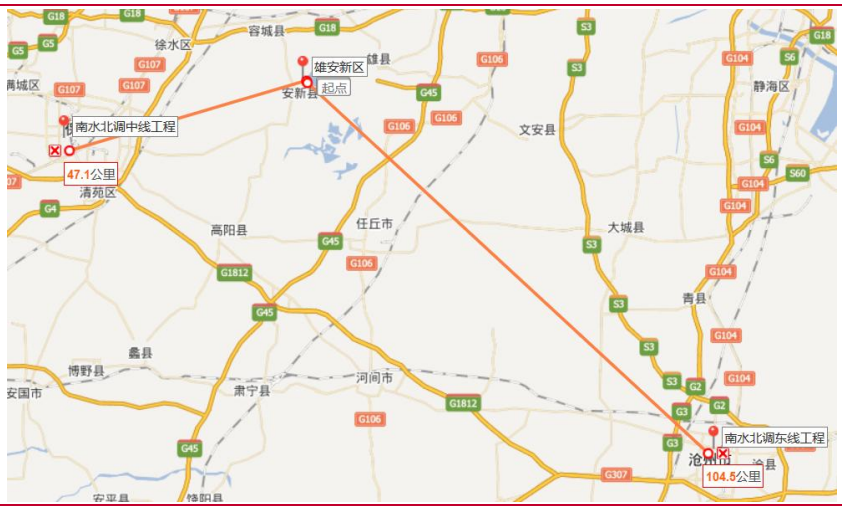
来源：国联证券研究所

3.2. 南水北调输配水需求

虽然雄安新区位于白洋淀，但是考虑到雄安新区人口规模较大，**则白洋淀的水资源量可能难以满足其水资源需求，则需通过南水北调工程进行水资源补充。**

南水北调东线工程距离雄安新区 100 公里左右，中线工程距离雄安新区 50 公里左右。如果考虑南水北调东、中线都会开建输配水工程对雄安新区进行输水。**我们预计可能至少会有 100-200 公里左右的 PCCP 输配水工程需求。**

图表 28：南水北调东、中线与雄安新区距离



来源：国联证券研究所

3.3.地下管廊投资规模超 2000 亿元

➢ **雄安新区地下管廊规模测算**

我国自 2015 年开始鼓励各地区新建管道采用地下管廊模式，而 2016 年全国便完成 2000 公里的地下管廊建设。雄安新区作为国家级新区规划，预计地下管网建设将可能会采用地下管廊模式，而 PCCP 管与地下管廊生产规格类似，未来将有望受益于雄安新区城市建设发展。

目前，雄安新区初步规划是 100 平方公里，中期规划是 200 平方公里，远期规划是 2000 平方公里。雄安新区目前并没有相关规划方案出台，所以地下管廊的长度较难测算，**我们仅利用成熟城市的管廊密度（东京）及国内类似大小的城市（徐州）管网长度来对比。**

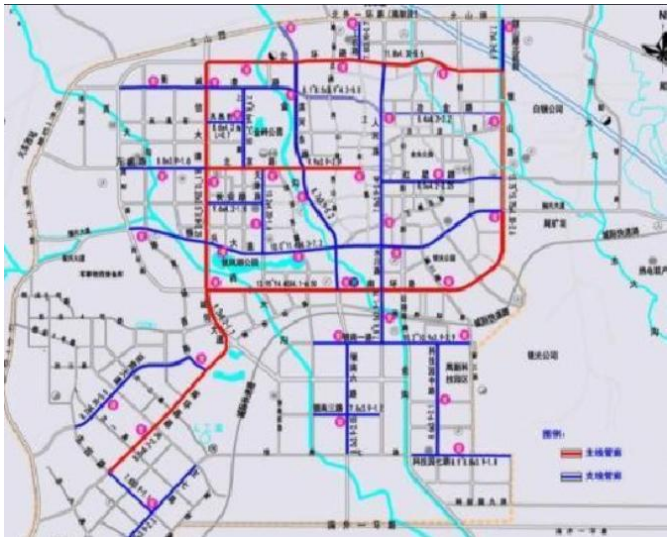
➢ **利用地下管廊密度测算：**

一般而言，按照地下管廊的尺寸大小及入廊管线情况，地下管廊一般都是用于主干线地下管网，预计主要的支干线管网也会入廊。结合日本地下管廊的建设情况及白银市地下管廊的建设规划也可看出，地下管廊分布一般是沿城市主干道进行铺设，这也是由于地下管廊长宽多于 2m，仅主干道可满足其安装位置。

图表 29：日本综合管廊建设情况

来源：WIND 国联证券研究所

图表 30：白银市综合管廊规划情况



来源：白银市政府国联证券研究所

东京管廊密度为 0.46 公里/平方公里，如果我们按照雄安新区中期规划 200 平方公里计算，远期规划 2000 平方公里计算，其地下管廊长度为 92 公里、920 公里。

但值得注意的是，日本、白银市地下管廊建设都是在已有城市上完成的，**如果对于新建城市如雄安新区，地下管廊的应用可能更加广泛，因为其不受已有管线和道路规划的限制。**

➢ **利用国内城市管网长度对比测算：**

徐州市城区面积 450 平方公里，其热力管线共有 200 多公里、燃气管线总长 300 多公里、主城区 6 米宽以上街巷下的给水管线 700 多公里长。考虑到地下管廊尺寸宽度一般在 2.2m 以上，且地下管廊都要将给水管线、热力管线、燃气管线等都要包括在内，所以我们估计雄安新区采用地下管廊模式的话，基本要将热力、燃气、给水管网囊括在内，则同样面积的情况下，地下管廊的长度至少 300 多公里，可多达 700 公里左右。

图表 31：雄安新区规划面积

来源：国联证券研究所

图表 32：徐州市城区规划面积

来源：国联证券研究所

综合来看，**我们预计雄安新区地下管廊密度会大于东京地区（新城建立及对比国内城市测算），达到 1 公里/平方公里，按照雄安新区规划面积计算其地下管廊投资远期可达 2000 亿元。同时地下管廊生产规格与 PCCP 类似，我们按 PCCP 销售单价 300 万/公里进行计算，则其远期 PCCP 销售额可达 60 亿元。**

地下管廊生产规格与 PCCP 类似，**但如果公司仅能对地下管廊项目进行销售的话，按目前 PCCP 单价 300 万/公里计算，其与地下管廊投资规模 1 亿/公里相差甚远。所以，PCCP 公司若要受益于地下管廊投资，如有完备的市政工程资质可对地下管廊项目进行总包（或者参与部分施工项目）则其收益将大大提高。**

图表 33：雄安新区地下管廊长度估算

规划面积（平方公里）	地下管廊长度（公里）	管廊费用（亿元/公里）	管廊投资（亿元）	PCCP 投资（亿元）
100	100	1	100	3
200	200	1	200	6
2000	2000	1	2000	60

来源：国联证券研究所

地下管廊项目可以进行总包（需要市政施工二级以上资质），也可以单独销售 PCCP 管，我们在此分析可知，如果地下管廊项目能够进行总包的话，其盈利能力与单单销售 PCCP 管差别巨大，相差 30 倍以上。对于相应的 PCCP 公司，如果具有地下管廊项目承接能力，则在单个地下管廊项目收益则与销售 PCCP 管道具有明显的不同。

图表 34：地下管廊总包、PCCP 销售业务弹性分析

	地下管廊总包	仅 PCCP 管销售
长度（km）	**2000**	**2000**
投资单价（亿元/公里）	1	0.03
营收（亿元）	2000	60
净利率	10%	8%
净利润（亿元）	**200**	**4.8**

来源：国联证券研究所

3.4. 背靠央企，综合实力强劲

由于 PCCP 龙头企业为国统股份、青龙管业、韩建河山和龙泉股份，我们在此对各公司进行对比，分析国统股份在雄安新区的竞争力。

通过对比可发现：

1）公司项目经验丰富，且在河北多方布局。公司较早涉及地下管廊业务，目前公司地下管廊项目经验丰富，河北望都、河北唐山、安徽桐城项目均有涉及，项目竞争力十足。

2）地下管廊投资巨大，项目承做能力带来更大业绩弹性：地下管廊每公里投资 1 亿元左右，而地下管廊的 PCCP 管每公里投资仅 300 万左右，二者相差巨大，公司具有市政施工资质（可以承接地下管廊项目），且具有地下管廊项目经验，可以总包地下管廊项目获得更大收益。

3）PCCP 运输半径有限，公司在天津具有 160KM 产能：PCCP 销售受到运输费用影响，导致其销售半径具有局限性，公司在天津具有 160km 的 PCCP 产能，而其与雄安新区的距离相对较近，并且较高的产能能为公司带来更大的业绩支持。

4）雄安新区千年大计，响应国家支持建设：雄安新区作为我国千年大计，预计各大央企将会响应国家号召支持建设，而公司背靠中建材集团，实际是国务院国资委控制，自身业务又与雄安新区的建设相关，有望在雄安新区的建设中贡献更多力量。

我们认为，公司依靠其较为丰富的项目经验、工程资质能力和 PCCP 产能，我们预计将是雄安新区管网投资的直接受益标的。

图表 35：PCCP 各公司承接地下管廊能力对比

	国统股份	青龙管业	韩建河山	龙泉股份
实际控制人	国务院国资委（中建材集团）	陈家兴	韩村河村经济合作社	刘长杰
企业性质	央企	民企	国企	民企
持股比例	30.21%	21.28%	47.82%	27.03%
大股东地理位置	北京	宁夏	北京	山东
大股东业务类型	各类建材业务	\	建筑	\
地下管廊项目	3 个	未承接	未承接	1 个
市政施工资质	有	无	大股东有	有
PCCP 基地	天津	天津	北京	河北邢台
PCCP 产能（KM）	160	50	估计 150	100

来源：公司公告国联证券研究所

3.5. 弹性分析

对于整个雄安地区 PCCP 项目投资需求，目前分为输配水工程投资和地下管廊投资。

1、我们假设输配水工程投资总需求为 200km，预计分为 2 年做完，各公司在雄安地区输配水工程的市场占比按其南水北调河北段订单占比计算。假设 PCCP 管道销售单价为 300 万元/km，净利率为 8%。

2、我们假设地下管廊总需求为 2000km，分为 8 年做完，**其中青龙管业、韩建河山暂无市政工程资质，预计其主要销售 PCCP 管道**，按其南水北调河北段订单占比计算，**而国统股份、龙泉股份有相应的市政工程资质，可以承包地下管廊项目。**市场占比预计国统股份市场占比 10%，龙泉股份占比 7%。**同时考虑到公司可能会有部分施工资质暂不完全，无法承接全部地下管廊项目，承接项目仍会以联合体投标（其营收占比为 60%，联合体营收占比为 40%）进行业绩估算。**并假设地下管廊单价为 1 亿元/km，净利率为 10%。

从结果可知，**目前看公司具有地下管廊施工资质，可从地下管廊投资中获得更大收益（收益差达 30 倍），而公司在京津冀地区 PCCP 基地产能同样较大，预计可获取更多地下管廊项目并进行生产。**

图表 36：各公司雄安新区业绩弹性分析

	国统股份	青龙管业	韩建河山	龙泉股份
PCCP 产能（KM）	**160**	**50**	**150**	**100**
基地位置	天津	天津	北京	河北邢台
股本（亿股）	1.16	3.35	2.93	4.81
目前市值（亿元）	**35**	**69**	**76**	**58**
能否参与市政施工	**是**	**否**	**否**	**是**
输配水工程总规模（km）	**26**	**30**	**36**	**24**
总建设期	2 年	2 年	2 年	2 年
相应年净利润（亿元）	0.03	0.072	0.086	0.058
地下管廊订单总包规模（km）	**200**	****	****	**140**
地下管廊 PCCP 销售规模（km）		**300**	**360**	
总建设期	8 年	8 年	8 年	8 年
相应年净利润（亿元）	1.5	0.144	0.17	1.05
年净利润合计（亿元）	**1.53**	**0.216**	**0.256**	**1.11**
目前 EPS	0.11	0.06	0.12	0.07
EPS 可增厚	**1.32**	**0.04**	**0.087**	**0.23**

来源：国联证券研究所

4. 盈利预测

对于目前而言，我们仅分析公司现有项目对业绩的影响，不考虑雄安新区的影响：

1、公司目前中标 30 亿的 PPP/EPC 项目，而目前仅执行 2.42 亿元，同时也有 15 亿的 PCCP 订单，公司 PPP/EPC 项目合同要求 2-3 年的建设期，就是说 30 亿的 PPP 项目基本要在 2-3 年内做完，同时公司也有 108 亿的框架协议，后续的 PPP 项目仍可以不断发展支撑公司业绩。

2、 按此计算，我们认为 17/18 年 PPP/EPC 项目会执行 7.5 亿元/13.2 亿元，PCCP 执行 4.2 亿元/3.8 亿元。

3、 仅考虑目前在手订单，预计公司 17-18 年净利润分别为 6553 万元、1.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.56、1.15 元，给予“推荐”评级。未来有望受雄安新区投资拉动，业绩将保持快速增长。

图表 37：盈利预测（不考虑雄安新区的影响）

	2017	2018	2019
营收			
PCCP	4.2	3.8	2
PPP/EPC	7.5	13.2	18
合计	11.7	17	20
毛利			

PCCP	0.92	0.83	0.44
PPP/EPC	1.87	3.30	4.50
合计	2.80	4.14	4.94

来源：国联证券研究所

5. 风险提示

市场竞争加剧；需求不及预期；政策变动；

图表 38：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	317.99	265.91	346.13	409.95	441.67
应收账款+票据	605.70	657.13	662.52	727.79	702.10
预付账款	27.78	12.55	20.00	25.00	30.00
存货	157.26	151.81	140.00	130.00	130.00
其他	8.24	7.89	7.89	7.89	7.89
流动资产合计	1,116.9	1,095.2	1,176.5	1,300.6	1,311.6
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	422.65	402.19	356.79	307.55	257.39
在建工程	0.00	3.79	0.00	0.00	0.00
无形资产	92.86	91.18	180.71	265.24	392.27
其他非流动资产	14.94	505.45	492.60	479.76	466.92
非流动资产合计	530.44	1,002.6	1,030.1	1,052.5	1,116.5
资产总计	1,647.4	2,097.8	2,206.6	2,353.1	2,428.2
短期借款	300.00	280.00	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	162.20	447.01	500.00	550.00	550.00
其他	71.74	289.17	365.33	415.33	425.33
流动负债合计	533.94	1,016.1	865.33	965.33	975.33
长期带息负债	126.00	104.50	304.50	224.50	124.50
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.14	13.44	13.44	13.44	13.44
非流动负债合计	154.14	117.94	317.94	237.94	137.94
负债合计	688.09	1,134.1	1,183.2	1,203.2	1,113.2
少数股东权益	56.95	48.06	41.04	31.77	22.37
股本	116.15	116.15	116.15	116.15	116.15
资本公积	522.37	522.37	522.37	522.37	522.37
留存收益	263.85	277.18	343.80	479.60	654.07
股东权益合计	959.33	963.77	1,023.3	1,149.9	1,314.9
负债和股东权益总	1,647.4	2,097.8	2,206.6	2,353.1	2,428.2

现金流量表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	-60.87	4.44	57.13	122.94	160.84
折旧摊销	54.08	45.64	71.47	76.47	83.97
财务费用	21.06	19.26	11.19	6.73	0.47
存货减少	112.25	5.46	11.81	10.00	0.00
营运资金变动	-187.82	201.47	116.31	29.74	30.68
其它	0.90	8.28	1.04	1.08	2.00
经营活动现金流	-60.40	284.56	268.95	246.96	277.97
资本支出	16.60	104.97	100.00	100.00	150.00
长期投资	0.00	150.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	1.38	1.38	1.38
投资活动现金流	-16.60	-254.97	-98.62	-98.62	-148.62
债权融资	192.00	-44.00	-80.00	-80.00	-100.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-42.00	-28.10	-10.11	-4.52	2.37
筹资活动现金流	150.00	-72.10	-90.11	-84.52	-97.63
现金净增加额	73.03	-42.47	265.91	346.13	409.95

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	392.98	600.73	1,170.0	1,700.0	2,000.0
营业成本	323.67	457.20	898.50	1,294.0	1,510.0
营业税金及附加	2.87	8.17	12.09	17.57	20.67
营业费用	21.10	33.39	53.82	78.20	92.00
管理费用	89.04	64.93	122.85	153.00	180.00
财务费用	20.67	18.41	14.49	11.51	6.10
资产减值损失	-0.54	7.04	1.04	1.08	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-63.84	11.59	67.21	144.63	189.23
营业外净收益	3.55	0.14	1.63	1.63	1.63
利润总额	-60.29	11.73	68.84	146.26	190.85
所得税	0.58	7.29	10.33	21.94	28.63
净利润	-60.87	4.44	58.51	124.32	162.23
少数股东损益	-7.94	-8.89	-7.02	-9.27	-9.40
归属于母公司净利	-52.92	13.33	65.53	133.59	171.63

主要财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-51.09%	52.86%	94.76%	45.30%	17.65%
EBIT	-144.92	170.81%	173.09	91.17%	25.06%
EBITDA	-93.03%	490.38%	102.14	51.46%	19.97%
归属于母公司净利	-4.98%	-125.18	391.65	103.86	28.47%
获利能力					
毛利率	17.64%	23.89%	23.21%	23.88%	24.50%
净利率	-15.49%	0.74%	5.00%	7.31%	8.11%
ROE	-5.86%	1.46%	6.67%	11.95%	13.28%
ROIC	-4.30%	1.74%	5.83%	11.71%	14.21%
偿债能力					
资产负债率	41.77%	54.06%	53.62%	51.13%	45.85%
流动比率	2.09	1.08	1.36	1.35	1.34
速动比率	1.78	0.92	1.19	1.20	1.20
营运能力					
应收账款周转率	0.69	1.07	2.10	3.15	3.66
存货周转率	2.06	3.01	6.42	9.95	11.62
总资产周转率	0.24	0.29	0.53	0.72	0.82
每股指标（元）					
每股收益	-0.46	0.11	0.56	1.15	1.48
每股经营现金流	-0.52	2.45	2.32	2.13	2.39
每股净资产	7.77	7.88	8.46	9.63	11.13
估值比率					
市盈率	-68.15	270.58	55.04	27.00	21.01
市净率	4.00	3.94	3.67	3.23	2.79
EV/EBITDA	300.18	51.14	24.57	15.79	12.76
EV/EBIT	-92.08	130.80	46.52	23.68	18.35

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064