



# 未有评级

002457.SZ

价格:人民币 16.99

板块评级:中立

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33	16	43.0	(24.0)
相对新华富时 A50 指数	25	19	35.9	(4.0)

发行股数(百万)	223.3
流通股(%)	55.1
流通股市值(人民币 百万)	2,091.9
3个月日均交易额(人民币 百万)	
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
宁夏和润贸易股份有限公司	20.9

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究  
以2012年4月6日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业:建筑与基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

\*李大振为本报告重要贡献者

# 青龙管业

## 西北管道龙头 水利投资推动加速发展

青龙管业主要生产混凝土管道和塑料管道两大类产品,公司生产的PCCP、PCP在宁夏的市场占有率接近95%;在陕西、青海、甘肃、内蒙古市场占有率在40%;PVC-U、PE供水管道在宁夏、陕西、青海、甘肃、内蒙古的市场占有率均在30%以上,具有良好的过往业绩和较强的品牌效应。管道行业受益于水利行业投资加速,迎来加速发展的新机遇,预计伴随着各地规划的逐步落实,2012年大量项目将进入招投标,公司订单有望迎来高峰。

### 主要发现

- **管道行业受益于水利行业投资加速,迎来良好机遇。**2011年中央一号文件聚焦水利,强调了水利建设将成为国家未来基础设施投资的优先领域。根据2012年全国水利规划工作会议,“十二五”时期估算总投资1.8万亿元,相比于“十一五”有明显的提高,其中占水利基建投资较大的水资源工程对管道的需求量较大,未来水利投资加速将推动管道需求同步加速。
- **公司生产多种管道均受益于水利投资加速政策。**公司生产混凝土管道和塑料管道两类产品,PCCP口径大、承压力强、抗渗性好,适用于长距离的调水;PCP价格较低,适用于要求相对较低的调水工程;而在农村比较分散,施工条件受限,塑料管道在农村输水工程中仍普遍使用,公司也具备根据订单迅速调整生产的能力,未来在水利投资加速背景下将比较全面的受益。
- **知名品牌和良好历史业绩为公司建立较高壁垒。**由于管道主要用于水利及市政水务等覆土的隐蔽工程,因此业主在选用管材及制造商时比较谨慎,对供应商的主要考核指标是品牌和历史业绩,具有良好历史业绩的管道公司在大型水务工程中具有较强的竞争优势,公司自成立以来产品多次获得水利部门颁发的奖项,多年来毛利率处于较高水平,2011年公司毛利率有所下降,主要是因为通胀背景下人工成本以及钢材成本有所上升所致,从钢材价格走势来看,未来毛利率有可能有所回升。
- **2008-2010年受四万亿投资管道需求加速,2011年整固酝酿期,2012年有望迎来订单高峰。**从签订订单来看,公司通过前期对水利厅、发改委的规划的跟踪来关注潜在项目,并在项目的开展过程中做一些售前服务,公司在西北省份深耕多年,预计伴随着各地规划的逐步落实,2012年大量项目将进入招投标,订单有望迎来高峰。

### 评级面临的主要风险

- 水利投资规划的落实存在低于预期的风险。

### 估值

- 根据市场一致预期,2012-2014年公司每股盈利预测为0.76、1.00、1.30元,对应2012年22倍市盈率。

### 投资摘要(万得一致预期)

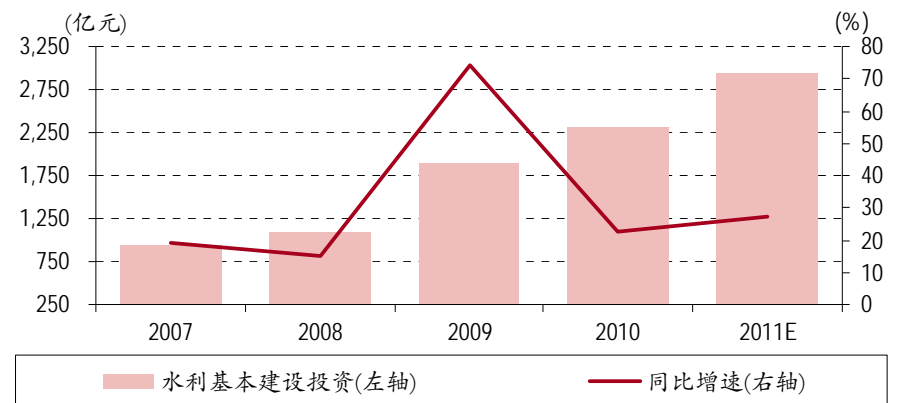
年结日:12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	852	995	1,227	1,592	2,190
增长率(%)	16.9	16.8	23.3	29.7	37.6
归属母公司股东净利润(百万元)	123	120	170	223	290
增长率(%)	4.8	(2.3)	41.9	31.4	29.6
摊薄每股收益(元)	0.88	0.54	0.76	1.00	1.30
市盈率(倍)	19.3	31.7	22.3	17.0	13.1
每股经营现金流量(元)	0.41	(0.22)	(0.26)	-	-

资料来源:公司数据及万得资讯

### 政策为水利行业发展提供良好机遇

根据 2012 年 2 月召开的全国水利规划工作会议，我国“十二五”水利发展规划和有关建设规划已编制完成，5 年估算总投资 1.8 万亿元，其中中央水利投资约 8,000 亿元，其余 1 万亿元由地方政府多渠道筹集，相比于“十一五”期间有明显的提高，从水利部公布的水利基本建设投资情况来看，从 2007 年到 2010 年我国水利投资保持较快增长，但年均投资额较规划目标仍有较大差距，未来水利投资仍有望保持较快增长。

图表 1.水利基本建设投资及同比增速

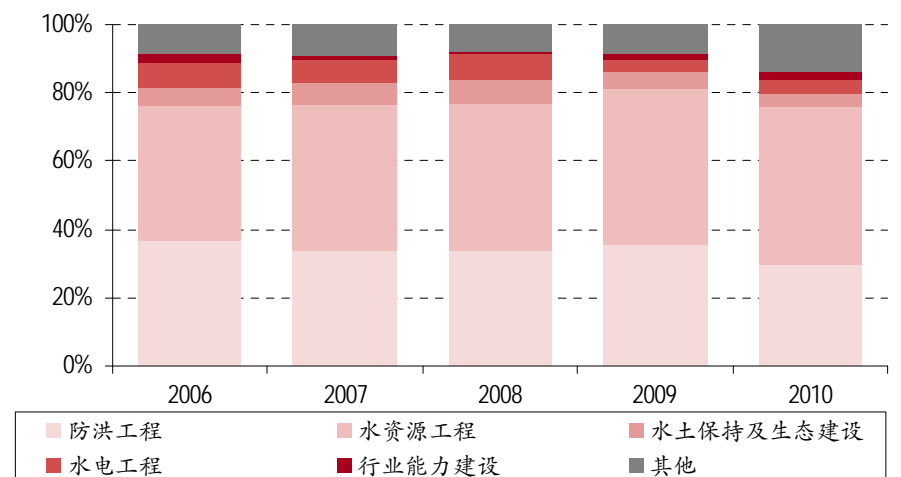


资料来源：水利部

### 水利投资加速推动管道需求加速

从投资用途角度来看，可以把水利基本建设投资划分为防洪工程、水资源工程、水土保持及生态建设、水电工程等。从 2008-2010 年情况来看，其中水资源工程占比 43-46%，是水利基本投资的比较重要的一块，水资源工程包含了水源工程、灌溉工程、农村饮水工程等细分类别，在这些项目中管道投资占有比较大的比重，按照巨龙管业披露的项目投资情况，管道投资占水资源类工程投资比重达到 26%。从过去的情况来看，水资源工程在水利基本建设中的比重稳中有增，水利投资加速将推动管道需求同步加速。

图表 2.按投资用途划分的水利基本建设投资



资料来源：水利部

**图表 3.部分项目中管道投资占工程总投资比重**

工程名称	工程总投资 (万元)	管道投资 (万元)	管道投资占工程总投资比重 (%)
山西夹马口节水灌溉工程	17,700	2,500	14.1
郑州市生态水系输水工程	25,000	6,000	24.0
日照水库向市区供水三期工程	7,519	1,800	23.9
辽宁大伙房水库输水工程	492,300	130,000	26.4
浙江太浦河工程	56,870	14,000	24.6
福建金莆工程	56,500	17,630	31.2
<b>合计</b>	<b>655,889</b>	<b>171,930</b>	<b>26.2</b>

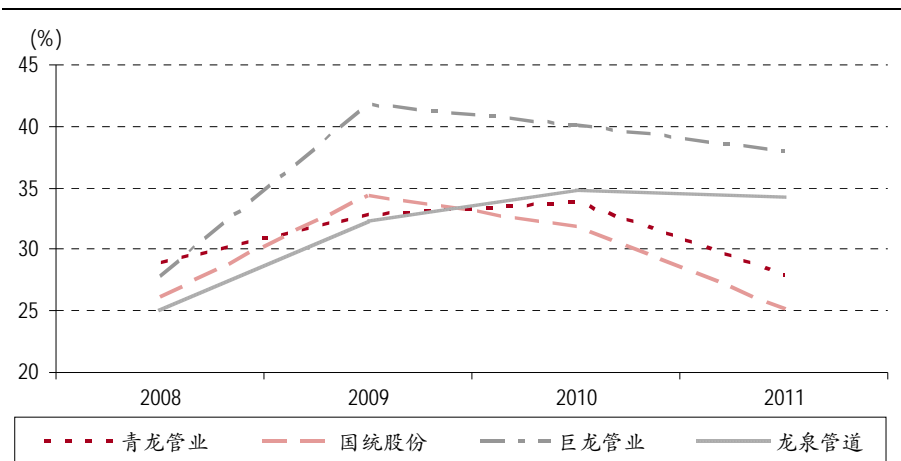
数据来源：巨龙管业招股说明书

### 行业集中度高 品牌和过往业绩铸造竞争壁垒

输水管道可细分为混凝土输水管道、金属管道、塑料管道和其他管材。其中混凝土输水管道主要包含预应力钢筒混凝土管（PCCP）、预应力混凝土管（PCP）、钢筋混凝土排水管（RCP）；金属管道包含球墨铸铁管（DIP）、钢管（SP）；塑料管道包含聚氯乙烯管（PVC）、聚乙烯管（PE）等。

根据《中国节水技术政策大纲》的要求，目前大口径管材(DN>1200mm)优先考虑预应力钢筒混凝土管（PCCP）；中等口径管材(DN=300-1200mm)优先采用塑料管和球墨铸铁管；小口径管材(DN<300mm)优先采用塑料管，其中对于远距离大型调水工程，PCCP与其他较大管径的管材相比，具有成本较低、使用寿命长、承受工作压力大、抗渗性强等方面优势，成为远距离大型调水工程的首选。

从行业集中度来看，我国混凝土输水管道生产企业约1,500多家，绝大多数为区域性中小型企业。PCCP生产企业约50余家，拥有90余条生产线，8家主要生产企业产量约占PCCP行业的56%，目前上市或者拟上市的管道类公司的毛利率都处于较高水平。

**图表 4.主要上市及拟上市管道类公司毛利率**


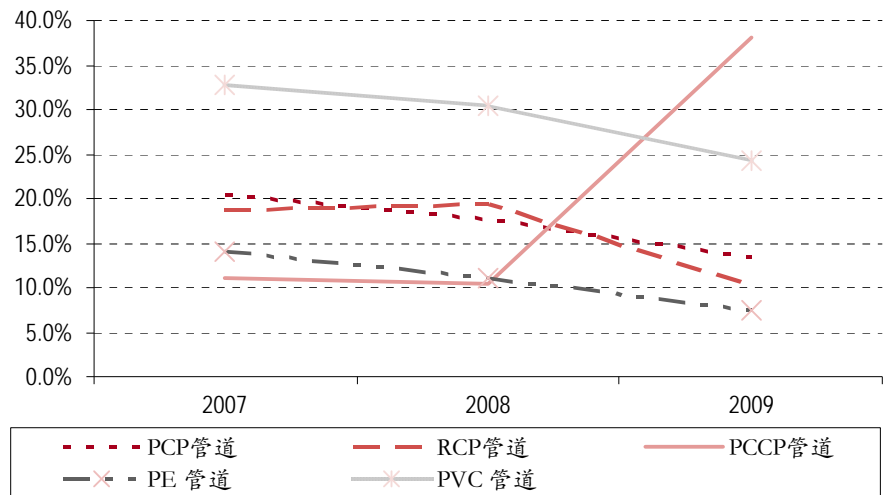
资料来源：公司公告

由于PCCP主要用于水利及市政水务工程，大多为覆土的隐蔽工程，因此业主在选用管材及制造商时比较谨慎，对供应商的主要考核指标是品牌和历史业绩，因此具有良好历史业绩的管道公司在高端大型水务工程中具有较强的竞争优势，新进入者因为缺乏过往历史业绩，在获取行业市场尤其高端市场方面存在较大障碍。

### 公司生产的混凝土管道和塑料管道均受益于水利投资加速政策

青龙管业产品包括混凝土管道和塑料管道两类产品，从 2009-2011 年，公司混凝土管道产品收入和塑料管道产品收入比重比较稳定，约占 60%和 32%左右（另 8%为其他收入）。按照公司招股书披露的情况，混凝土管道中 PCCP、PCP、RCP 的比重波动较大，尤其是 PCCP 产品占收入比重迅速由 10%左右提升至近 40%，这主要是因为 2008 年下半年国家提出四万亿经济刺激计划之后加大了基础设施的建设，使得 PCCP 产品需求量大增，公司的产品结构也随之迅速调整。

图表 5. 青龙管业主要产品占总收入比重



资料来源：公司公告

整体来看，水利投入对各类管道的需求都有推动，公司产品线比较全面，也将比较全面的受益于水利投资加速。PCCP 因为口径大、承压力强、抗渗性好，适用于长距离的调水；PCP 价格较低，适用于要求相对较低的调水工程，目前仍有较好的需求；而塑料管道在农村输水工程中仍普遍使用，因为农村比较分散，施工条件受限，难以大量使用工程机械。对于一个工程，有可能前端输水口径大的部分用 PCCP，随着管径的减小，逐步使用 PCP，末端可能使用塑料管。国务院 2012 年 3 月 21 日常务会议通过的《全国农村饮水安全工程“十二五”规划》提出，“十二五”期间要全面解决 2.98 亿农村人口和 11.4 万所农村学校的饮水安全问题，使全国农村集中式供水人口比例提高到 80%左右，《规划》预计“十二五”期间农村饮水安全工程投入大约需 1,600-1,700 亿元，公司整体受益于水利投资加速。

### 2008-2010 年受四万亿投资管道需求加速，2011 年整固酝酿期，2012 年有望迎来订单高峰

公司 2008-2009 年起受到国家四万亿投资的刺激，收入保持较快的增长，虽然从 2011 年起，国家对水利投资的关注度明显提高，并将水利投资列为基础设施建设中的优先领域，但一方面 2011 年下半年受到宏观紧缩的影响，各地资金比较紧张导致规划落实难以快速到位，另一方面从政策出台到规划实施需要比较长的时间，从项目预可研、可研到上报规划并落实至少需要 1-2 年的时间。

从签订订单来看，公司通过前期对与水利厅、发改委的规划的跟踪来关注潜在项目，并在项目的开展过程中做一些售前的服务，这样有助于产品招标入围。公司一方面在西北省份深耕多年，和水利部门有较深的渊源，另一方面公司自 1977 年建成以来，多次获得水利部评选出的奖项，具有较强的品牌影响力。根据公司跟踪的项目，今年逐渐会有比较多的项目进入招投标，2012 年订单有望迎来高峰。

图表 6. 青龙管业所在主要地区水利规划情况

省份	“十二五”规划
宁夏	规划总投资达 320 亿元，“十二五”期间宁夏水利投资总额有望达到“十一五”的 3.4 倍。
甘肃	“十二五”期间甘肃水利发展规划总投资 300 亿元，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。
青海	坚持“大水利、大投入、大发展”的理念，计划“十二五”期间，统筹各级财政资金 240 亿元以上，全力支持水利事业的改革发展。
内蒙	“十二五”期间规划建设约 3,000 个水利项目，规划总投资 803 亿元。
河北	“十二五”时期，将加大水利建设资金投入，规模有望超 1,000 亿元，比“十一五”超出两倍。
天津	“十二五”期间，天津计划安排水利建设投资 810 亿元，并明确水利建设资金出处。

数据来源：各地水利厅及当地媒体报道



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371