

建筑建材

报告原因：公司调研

2012年6月12日

基础数据：2012年3月31日

每股净资产(元)	6.92
资产负债率%	18.45
总股本/流通A股(百万)	33500/18500
流通B股/H股(百万)	-/-

分析师：赵红

执业证书编号：S0760511010022

电话：010-82190392

邮箱：zhaohong@sxzq.com

联系人：

孟军

邮箱：mengjun@sxzq.com

电话：010-82190365

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

青龙管业 (002457)

品种+规模+区域+费用控制能力=综合实力强的优秀
管道提供商

增持

维持评级

公司研究/点评报告

投资要点：

- **受益水利政策+市场空间，输水管道行业“十二五”将渐入佳境。**政策环境：水利投资迎来重大政策机遇，按照去年中央1号文件和今年召开中央水利工作会议要求，“十二五”期间全国的水利投资是1.8万亿，比“十一五”7974亿元投资额增加125.7%，增速比“十一五”明显加快。四大因素决定未来市场空间：1、水资源短缺且分布不均，解决水资源的短缺与安全供给问题只有大力发展供排水系统，管道供排水由于自身的优点是当前不可替代的供排水方式。2、城市供水管网老旧以及城市化率推进，新增管网需求；3、水污染事件频发，城市第二水源地建设迫在眉睫；4、农田灌溉水利用率为43%，即1.0kg/m³左右，远低于发达国家2.0kg/m³以上的水平，节水灌溉推广将拉动PVC-U管、PE管、混凝土管道等多种管材需求。
- **公司产品种类多，经验丰富。**公司前身是1975年建成投产的宁夏水利制管厂，具有从事研发、制造和销售各种供排水管道三十多年的经验，其产品按大类分为混凝土管道和塑料管道，拥有近千个不同规格产品。
- **公司核心市场“十二五”水利工程众多，先天优势将推动订单增长。**公司以“区域化、专业化”为长期发展战略，在巩固西北市场的基础上，逐步开拓“京津唐”等华北市场。公司覆盖的宁夏、陕西、甘肃、内蒙古等西北和华北地区，属于资源型缺水带。大规模、长距离、跨流域的调水是重新分配水资源、缓解缺水地区供需矛盾的主要途径。“十二五”期间公司覆盖的9个省市中有6个增速超过全国平均水平，且投资额超过1000亿元的就有陕西、新疆、山西、河北4个省市。今年年初国务院正式批复的《西部大开发“十二五”规划》提到开工建设新疆布尔津河西水东引、陕西引汉济渭、推动内蒙古引绰济辽、甘肃白龙江引水等工程前期工作。“十二五”重大水利工程均在公司所布局的核心市场范围内，公司具有明显的先天优势和拿单实力，预计十二五订单总额将获得大幅提升。
- **毛利率稳定，资产负债率低未来可利用财务杠杆空间大。**公司历来注重项目质量和项目的资金来源，以保证销售回款安全。近4年公司平均毛利率36.11%高于可比公司。反应到应收账款上，1-2年应收账款合计占到94%，账龄安全说明公司销售回款顺畅。公司资产负债率2011年17.4%，也远远低于可比公司。我们认为较低资产负债率表明公司利用财务杠杆空间还很大，为以后获得大订单提供了非常有利条件。
- **客户群体重叠和市场区域有效链接，费用控制能力突出。**从产品角度，公司产品包括混凝土管道和塑料管道两类产品，这两类产品在客户群体、营销网络方面存在高度重叠，使得公司在获取市场信息、新产品市场开拓、客户关系维护等方面可有效降低费用支出。从区域角度，目标市场由深耕多年的西北地区拓展京津唐、山西等华北地区，在地域版图上形成从西（新疆）到东（天津）紧密相连带状区域，区域之间可以做到产能协调降低成本费用。由于以上原因，近几年公司三项费用率平均13.32%，远低于可比公司。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计公司2012-2014年EPS0.42元、0.65元、0.88元，增长率分别18.8%、52.08%、36.89%，未来2年增长率呈加快趋势。关注下半年订单行情。以目前股价9.56计算，2012PE23倍，具有估值优势，考虑到公司整体综合实力较强，给予“增持”评级。
- **风险提示：**水利工程招投标进度低于预期。

请务必阅读正文之后的特别声明部分



目 录

具有品种优势、区域优势和费用控制能力的优秀管道提供商	4
行业：受益水利政策+市场空间，输水管道“十二五”将渐入佳境	9
拥有政策支持+市场空间，管道未来需求可观	10
未来 5 年水利投资年均增速将明显加快	10
水资源短缺且分布不均，管材行业面临巨大发展机遇	11
城市供水管网老旧以及城市化率推进，新增管网需求	12
水污染事件频发，城市第二水源地建设迫在眉睫	12
农田灌溉水利用率低下，节水灌溉推广拉动多类型管材需求	13
公司核心市场“十二五”水利工程众多，先天优势将推动订单增长	14
行业地位：公司在管材行业中规模居前	16
竞争优势与财务分析	18
毛利率稳定，资产负债率低未来可利用财务杠杆空间大	18
客户群体重叠和市场区域有效链接，费用控制能力突出	19
盈利预测	19
风险提示	20



图表目录

图：公司控股股东及持股公司 4

图：公司产品收入结构（2011 年） 5

图：预应力钢筋混凝土管（RCP） 5

图：RCP 管道实物图 5

图：PVC-U 管道实物图 6

图：PE 管道实物图 6

图：公司覆盖的西北、华北区域版图 6

图：混凝土管道上市公司资产和盈利比较（2011 年） 8

图：混凝土管道上市公司毛利率比较 8

图：混凝土管道上市公司净利率比较（2011 年） 9

图：公司费用控制能力强于其他 3 家公司 9

图：输水管道分类及特点 10

图：水利投资历史时期投资方向变化 11

图：水利投资资金来源占比 11

图：水利投资从十五开始增速加快 11

图：我国水资源分布图 11

图：城市供水管网使用年限 10 年以上的占 65% 12

图：中国河流水质情况（2005 年） 13

图：“十二五”新增节水灌溉面积超过 1 亿亩 14

图：公司在西北和华北地区收入结构图 14

表：全国范围内缺水类型和缺水范围 15

表：公司核心市场十二五水利投资规划及重点工程 15

表：国内规模较大的PCCP主要生产厂家 16

表：公司与国内较大的塑料管道产能比较 17

表：西北区域内公司的主要竞争对手 17

图：公司的混凝土管道毛利率维持稳定 18

图：应收账款账龄分析 18

图：公司资产负债率远低于其他 3 家公司 19

图：公司费用控制能力强于其他 3 家公司 19

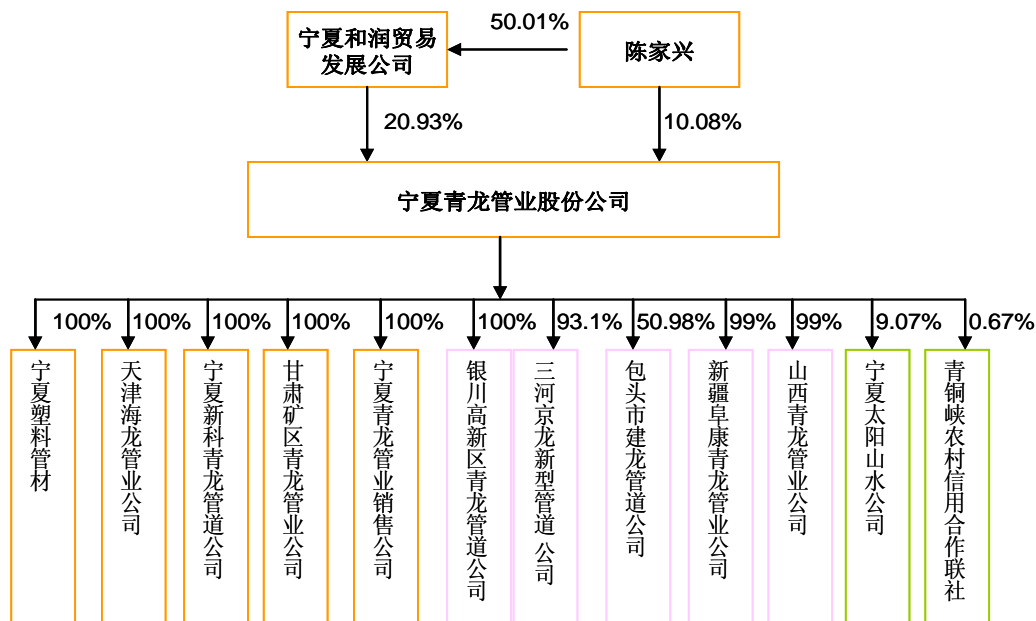
表：利润预测表（万元） 20

表：公司与其他 3 家公司估值指标比较 20

具有品种优势、区域优势和费用控制能力的优秀管道提供商

- 公司前身是1975 年建成投产的宁夏水利制管厂，是水利系统改制而来专业做管道的公司，2007年8月整体改制变更为股份公司，2010年8月在深圳中小板上市。公司实际控制人陈家兴，直接持有10.08%，通过宁夏和润贸易发展公司间接持股20.93%，直接和间接合计持股31.01%。

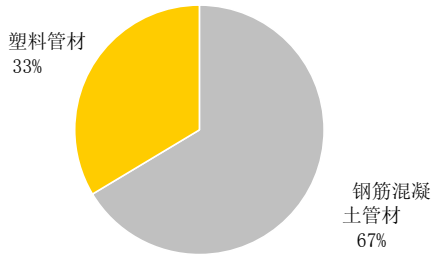
图：公司控股股东及持股公司



资料来源：公司公告，山西证券研究所

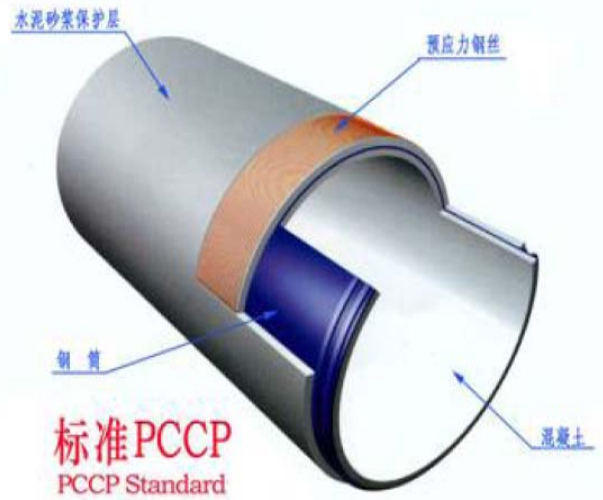
- 公司具有从事研发、制造和销售各种供排水管道三十多年的经验，其产品按大类分为混凝土管道和塑料管道，拥有近千个不同规格的产品，其中，混凝土管道产品主要包括PCCP、PCP、RCP；塑料管产品主要包括PVC 管道、HDPE 管道。2011年钢筋混凝土管材和塑料管材收入占比67%和33%，毛利率33.09%和20.05%，毛利占比77%和23%。

图：公司产品收入结构（2011年）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：预应力钢筒混凝土管（PCCP）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：预应力钢筋混凝土管（RCP）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：RCP 管道实物图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：PVC-U 管道实物图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：PE 管道实物图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

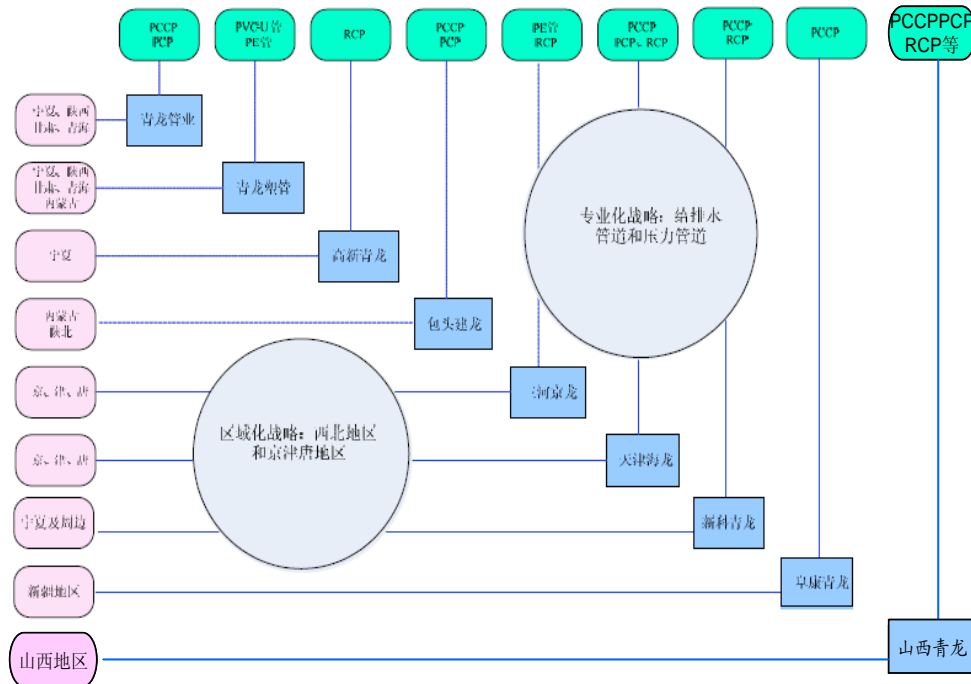
- 公司一直奉行“区域化、专业化”的发展战略，目标市场定位于西北地区、“京津唐”地区。目前覆盖的区域有宁夏、陕西、甘肃、内蒙古、河北、天津、山西、新疆等西北和华北大区。公司在西北地区的市场占有率第一，其中，宁夏的市场占有率接近95%，在陕西、青海、甘肃、内蒙古市场占有率在40%以上。公司去年投资5.9亿元在山西建设生产基地，项目建成达产后，将有助于实现北方战略布局，进一步提高区域市场占有率。区域之间可以做到产能协调，发挥互补优势降低成本。

图：公司覆盖的西北、华北区域版图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司的控股子公司所在地区及产品分类



资料来源：公司公告，山西证券研究所

- 公司目前预应力钢筒混凝土输水管(PCCP)年产310Km及专用管件、预应力钢筋混凝土输水管(PCP)年产350Km、钢筋混凝土排水管(RCP)年产350Km、硬聚氯乙烯(PVC-U)和抗冲改性聚氯乙烯(PVC-M)给水管年产4万吨t、高密度聚乙烯(HDPE)给水管和钢丝网骨架塑料(PE)复合给水管及燃气管年产2万吨、高密度聚乙烯(HDPE)双壁波纹管年产5000吨、氯化聚氯乙烯(PVC-C)电力电缆护套管和工业排渣排污管年产5000吨、聚氯乙烯(PVC-U)通讯用多孔护套管年产2000吨。在建和拟建项目3个，位于山西清徐、新疆、宁夏青铜峡市。管道公司获得增长不局限于产能，生产线建设时间短，具有流动性，拿单能力才是最关键的。

表：公司在建项目明细

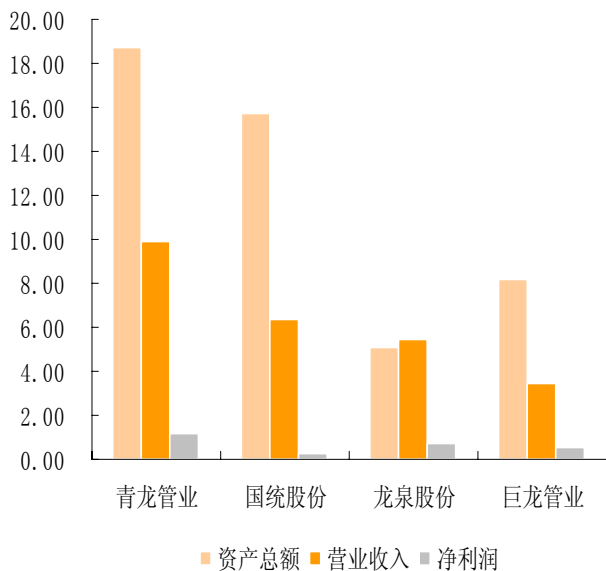
地区	项目	产品	产能	投产日期
新疆		UPVC(万吨)	0.5	2012年9月
		HDPE(万吨)	1	2012年9月
山西清徐	一期	PCCP	120	2012年9月
	二期	UPVC(万吨)、HDPE(万吨)、节水灌溉滴灌管(万米)	2、1.5、2	2013年9月
	三期	PCP	80	2014年9月
		RCP	100	
	盾构专用管片	15		
宁夏青铜峡	一期	PCP	30	2012年12月
		PCCP	50	

二期	RCP	15+75	2013年12月
	UPVC	5000	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

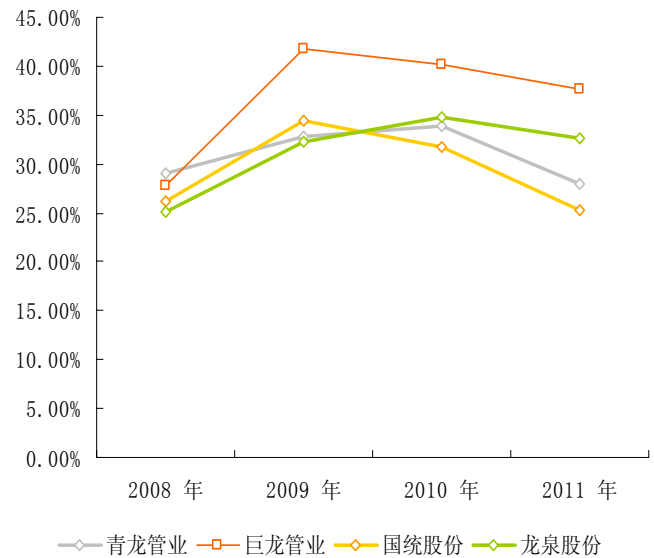
- 上市公司中以混凝土管道为主营业务的除公司以外，还有国统股份、巨龙管业和龙泉股份。与其他三家公司比较，公司的资产总额、收入、净利润规模居首。公司2009年和2010年毛利率水平较高在33%上下，混凝土管道销售比重增加且毛利率高于塑料管道整体提升了综合毛利率，2011年毛利率下降5.9个百分点至27.97%，主要是因为钢材、水泥、塑料树脂原材料价格上涨及增加了混凝土管道的防腐支出，但是净利率仅下降2.88个点，得益于公司较强的费用控制能力，去年的三项费用率11.52%是三家公司里最低的。

图：混凝土管道上市公司资产和盈利比较（2011年）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

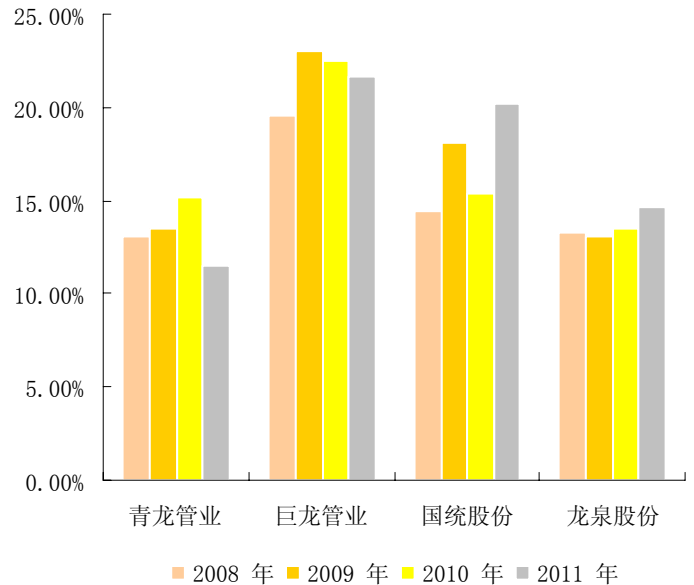
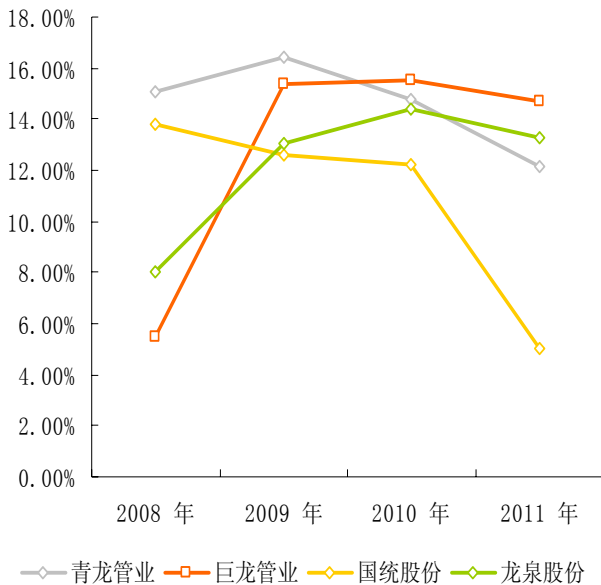
图：混凝土管道上市公司毛利率比较



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：混凝土管道上市公司净利率比较（2011年）

图：公司费用控制能力强于其他3家公司



资料来源：公司公告，山西证券研究所

资料来源：公司公告，山西证券研究所

行业：受益水利政策+市场空间，输水管道“十二五”将渐入佳境

管道类别及各自适用范围

- 输排水工程主要有明渠、暗渠和管道输水三种方式。明渠、暗渠成本较管道供水低，但存在渗漏、易受污染、占用耕地、影响交通、不能承受内水压力、维护费用高和安全性低等缺点。随着我国经济发展，明渠、暗渠在输排水工程中的应用比例逐步降低，现在普遍采用是管道输水方式。
- 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。混凝土输水管道根据性能和材质不同可以分为PCCP、PCP、RCP和自应力管四类。金属管道包含DIP、SP等；塑料管道包含PVC管、PE管等。



图：输水管道分类及特点

比较项目	混凝土管道			金属管道		塑料管道
	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	钢管 SP	离心球墨铸铁管 DIP	聚氯乙烯 PVC-U、聚乙烯 树脂 HDPE
适用管径 (mm)	DN600-4000	DN400-2000	DN300-2600	DN600-2000	DN80-2600	DN80-800
适用工作压力	≤2.0 MPa	≤1.2 MPa	≤0.1 MPa	≤2.0 MPa	≤2.0 MPa	≤2.5 MPa
适用范围	城市工业供水、输水干线、支线	城市工业供水、输水干线、支线	排水	输水干线、支线	城市供水	输水支线
使用寿命	>50 年	30-50 年	30-50 年	20-30 年	30-50 年	40-50 年
铺设条件	深覆土	深覆土	深覆土	浅覆土	浅覆土	浅覆土
耐腐蚀能力	较强	较强	较强	弱	弱	强
环保	好, 无污染	好, 无污染	好, 无污染	一般, 有污染	一般, 有污染	好, 无污染
抗渗性	强	较强	较强	强	强	强
接口密封性	强	较强	较强	强	强	强
适应地形能力	较强	较强	较强	强	较强	强
抗震能力	较强	强	较强	弱	一般	较强
施工安装	运输吊装难	运输吊装难	运输吊装较难	内外防腐麻烦	运输吊装较难	运输吊装方便
对地基基础要求	低	较低	低	低	较低	低
施工质量	易控制	易控制	易控制	不易控制	不易控制	易控制
综合造价	中	低	低	高	最高	中
性价比	高	较高	较高	一般	一般	一般
重量	重	重	重	较重	较重	轻

资料来源：龙泉股份招股说明书

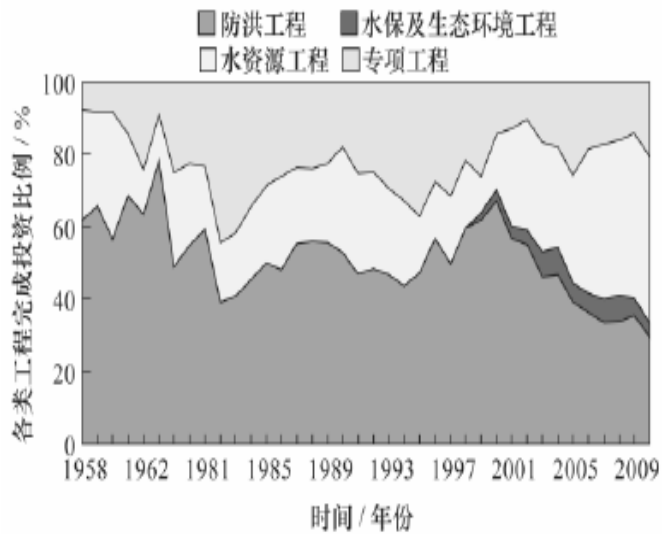
- 由于管道的材质、性能及使用寿命等不同，各种管道有各自的经济适用范围。大口径管材(DN>1200mm) 选用预应力钢筒混凝土管(PCCP)；中等口径管材(DN=300~1200mm)一般采用塑料管和球墨铸铁管，灰口铸铁管逐步被淘汰；小口径管材(DN<300mm)采用塑料管。

拥有政策支持+市场空间，管道未来需求可观

未来 5 年水利投资年均增速将明显加快

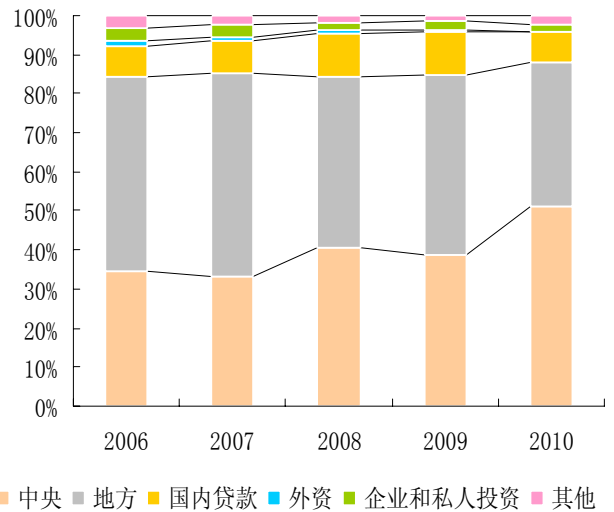
- 水利建设投资可分为防洪工程、水土保持工程、水资源工程和专项工程 4 类。建国初期水利工作重点在于防止洪涝灾害发生，以防洪工程和水资源工程为主，此后到1990年专项工程投资比例逐渐加大。1998 年长江在内多个流域发生百年不遇的特大洪涝灾害，防洪工程投资再次加大。2000 年以后城市化率加快，水利工作的重点又转向缓解各地用水矛盾上，国家加大了对水资源工程的投资比例，近几年水资源工程投资比例已超过水利建设投资的 40%，成为当前水利建设的重点。

图：水利投资历史时期投资方向变化



资料来源：山西证券研究所

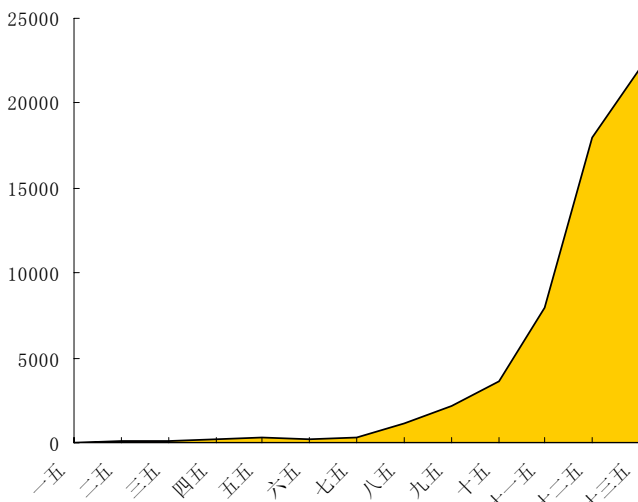
图：水利投资资金来源占比



资料来源：水利部，山西证券研究所

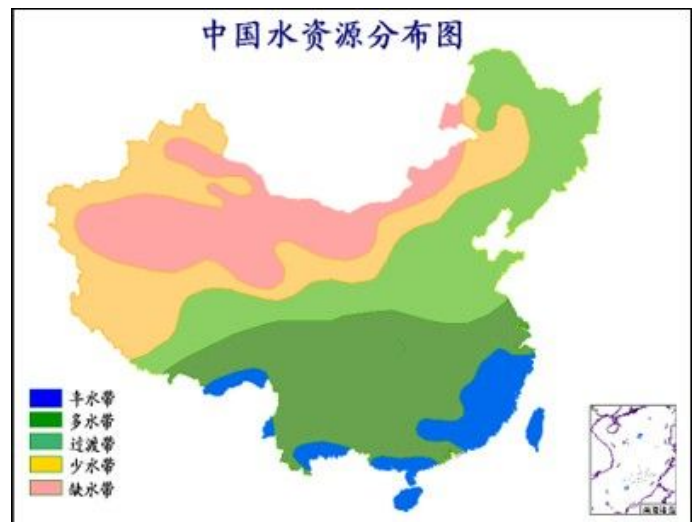
- 我国水利投资中政府占主导地位，中央和地方政府投资占到水利投资总额的85%以上。水利投资如今迎来重大政策机遇。按照去年中央1号文件和今年召开中央水利工作会议要求，“十二五”期间全国的水利投资是1.8万亿，比“十一五”7974亿元投资额增加125.7%，年均增长25.2%，投资增速比“十一五”明显加快。

图：水利投资从十五开始增速加快



资料来源：水利部，山西证券研究所

图：我国水资源分布图



资料来源：山西证券研究所

水资源短缺且分布不均，管材行业面临巨大发展机遇

- 与世界其他国家相比，我国属于水资源严重短缺且分布不均的国家。我国淡水资源总量约为2.7 万亿 m^3 ，居世界第6 位，人均占有量为2,240 m^3 ，仅为世界平均水平的四分之一。我国有16 个省(区、市)人均水资源量(不

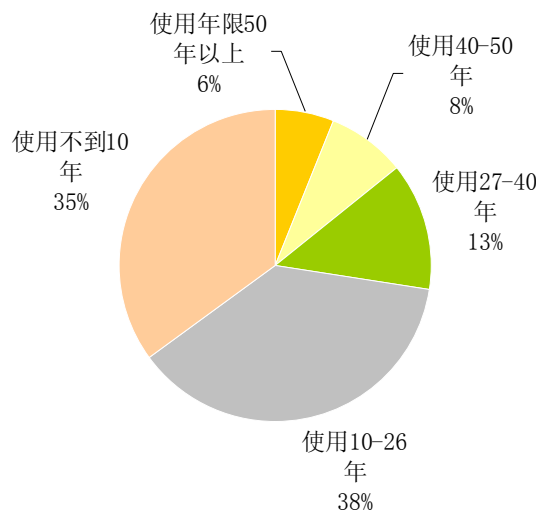
包括过境水)低于严重缺水线,有6个省、区人均水资源量低于500 m³属于极度缺水地区。

- 解决我国水资源的短缺与安全供给问题日益突出,大力发展供排水系统是水资源开发利用总体规划最重要的环节之一。而管道供排水由于自身的优点成为目前不可替代的供排水方式。因此,我国管材行业面临巨大的发展机遇。

城市供水管网老旧以及城市化率推进,新增管网需求

- 我国城市化率在不断推进,城市供水管网跟不上城市的发展,城市向外扩张需要供排水管网配套跟进,将新增大量管道需求。此外,我国大部分城市的供水设施尚有相当部分建成于1950~1960年代,存在主干管严重老化和管道材质低劣等问题,管网渗漏严重,水资源利用效率显著下降。据统计,目前全国城市供水管网水量损失率高达30%。日本东京的漏损率从20%降低到3.3%用了五十多年,我国供水效率和质量的提高同样不可能一蹴而就,还有相当长的路要走。在未来很长一段时期内,供水管道总长度、管网密度、节点数都将继续增大。根据《城市供水行业2010年技术进步发展规划及2020年远景目标》预测,城市旧网改造每年按总管道长度的1%~2%考虑,则需3000~5000Km,在市政管网及输水管建设中,要推广应用新型管材。

图:城市供水管网使用年限10年以上的占65%



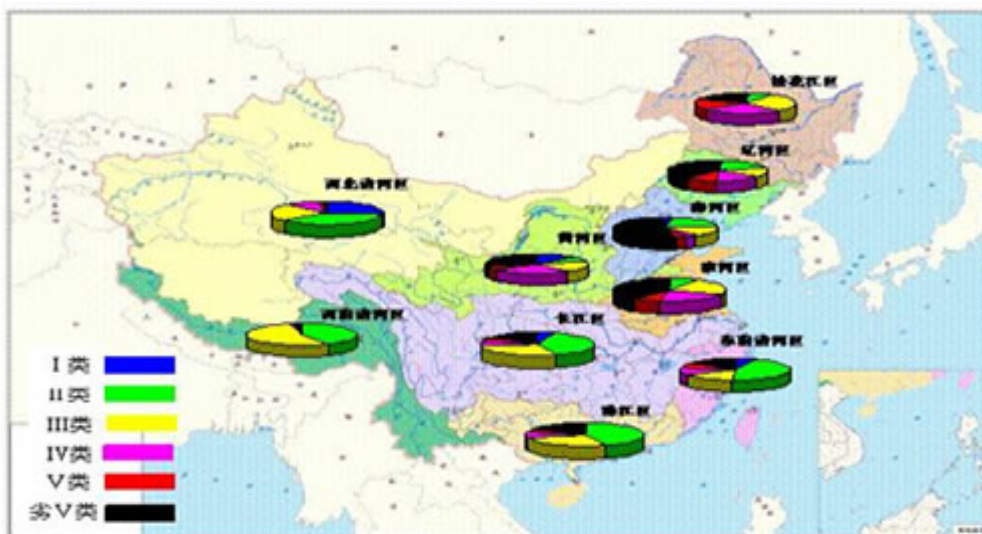
资料来源:山西证券研究所

水污染事件频发,城市第二水源地建设迫在眉睫

- 中国的生态环境和水资源污染非常严重,70%的江河湖海都已经污染。从2005年中国河流水质分布中可以看出,除西北和西南少数河流外,中国北方和东南沿海的河流都已经严重污染,许多河流的四类-五类不能饮用和严重污染的水量占50-70%。海河、淮河、辽河和黄河是我国污染相对严重的五大河流,其中,海河流域水资源污染最为严重,劣五类水超过60%以上,淮河污染严重度列第二位。中国中部和东南部地区同时面临着严重的水质性缺水和资源性缺水。近年来水污染事件(太湖蓝藻暴发、哈

尔滨松花江污染、广州北江污染等) 频频发生, 给城市供水带来了重大危机。建设部在《城市供水2010 年技术进步发展规划及2020 年远景目标》中提出: 城市供水安全已经成为现代化城市安全和防灾体系的重要组成部分, 有条件的城市应当建设备用水源, 城市供水水源原则上不应少于两个。目前, 已计划或开始启动第二水源建设的城市有: 哈尔滨、无锡、苏州、东莞、深圳、上海、沈阳、佛山、广州等城市。城市第二水源的建设, 要求重新选择取水口、重新铺设主干线管道线路, 主干线管道的市场规模将较现有城市主干线增加一倍以上。

图: 中国河流水质情况 (2005 年)



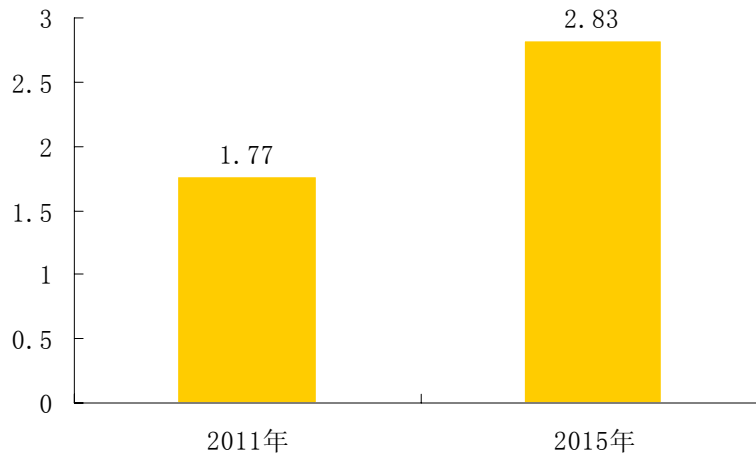
资料来源: 互联网, 山西证券研究所

农田灌溉水利用率低下, 节水灌溉推广拉动多类型管材需求

- 我国水资源同耕地资源一样相当紧缺, 农业灌溉年用水量约 4 000 亿 m³, 占全国总用水量的 80%左右, 农业灌溉每年平均缺水 300 多亿 m³. 然而, 且浪费现象十分严重, 致使农田灌溉利。农田灌溉利用率仅为 43%, 即1.0 kg/m³ 左右, 远低于发达国家2.0 kg/m³ 以上的水平。我国大力推广高效节水的空间还很大。
- 节水灌溉是利用专门的系统(动力设备、水泵、管道等)或高程压差将水加压后通过喷头分散成细小水滴后均匀喷洒在田间进行灌溉的一种灌水方式, 喷灌全部采用管道输水, 可人为控制灌水量, 适合于任何地形和作物, 和传统地表灌溉方法相比喷灌可节水30-50%, 而且灌溉均匀、质量高, 节省耕地10%以上, 节省劳力50%以上。即将出台的《全国节水灌溉发展"十二五"规划》和《大型灌区续建配套和节水改造"十二五"规划》提出,到2015年,力争全国新增高效节水灌溉面积1亿亩,全国70%大型灌区和50%中型灌区完成配套续建和节水改造任务,共涉及灌溉面积近2.83 亿亩。根据两项规划, 国家财政“十二五”期间每年投入高效节水灌溉领域的扶持资金至少将达200亿元, 如果以每亩推广喷灌和微灌等高效节水工程建设及运营维护投资1000-1500元来推算, 5年内国内节水灌溉业拉动

的新增投资总额可高达1000亿至1500亿元。而节水灌溉所涉及的管道很多，包括PVC-U管、PE管、混凝土管道等多种管材，对管材需求拉动效应非常明显。

图：“十二五”新增节水灌溉面积超过1亿亩

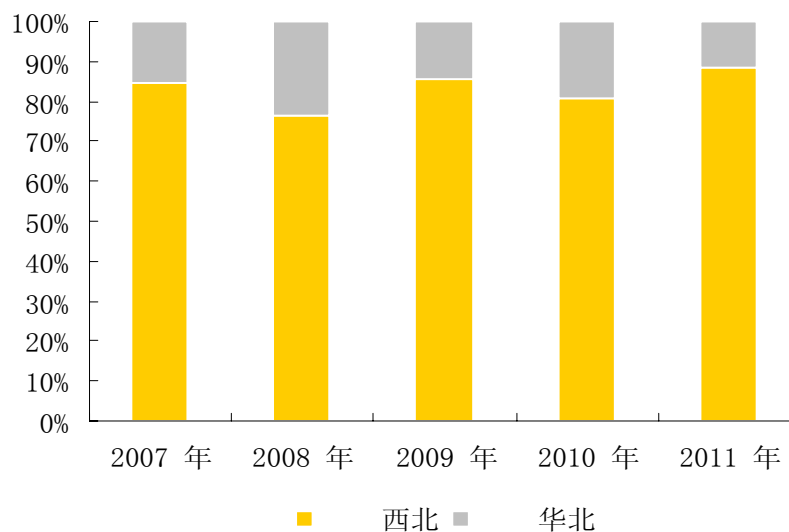


资料来源：山西证券研究所

公司核心市场“十二五”水利工程众多，先天优势将推动订单增长

- 公司以“区域化、专业化”为长期发展战略，在巩固西北市场的基础上，逐步开拓“京津唐”等华北市场。西北地区收入占比公司总收入平均达到80%以上。

图：公司在西北和华北地区收入结构图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

- 公司覆盖的宁夏、陕西、甘肃、内蒙古、河北、天津、山西、新疆等西北和华北地区，属于资源型缺水带。大规模、长距离、跨流域的调水是重新分配水资源，缓解缺水地区供需矛盾的主要途径。按照“十二五”水利投资规划，全国平均增速在125%，公司覆盖的9个省市中有6个增速超过全国平均水平，且投资额超过1000亿元的就有陕西、新疆、山西、河北4个省市。

表：全国范围内缺水类型和缺水范围

缺水类型	缺水原因	地区
工程型缺水	地区的水资源总量并不短缺，但由于工程建设没有跟上，造成供水不足	长江、珠江、松花江、西南和南方沿海地区
资源型缺水	当地水资源总量少，不能适应经济发展的需要，形成供水紧张	京津华北地区、西北地区、辽河流域、辽东半岛、胶东半岛
污染型缺水	水资源的污染加重了水资源短缺的矛盾	长江三角洲、珠江三角洲

资料来源：山西证券研究所

表：公司核心市场十二五水利投资规划及重点工程

	十二五	十一五	增速	重点工程
宁夏	320	94	240.43%	解决139万农村人口饮水安全问题，农村自来水普及率达到75%；完成70%以上的大型灌区和50%以上的重点中型灌区骨干工程续建配套与节水改造任务，新增有效灌溉面积50万亩，发展高效节水灌溉面积300万亩。
甘肃	300	167	79.64%	完成引洮供水一期及配套工程、盐环定扬黄续建工程、引大供水结构优化调整项目、会宁北部供水工程。争取开工建设引洮二期、引洮济合、引洮入潭、靖远双永供水、庆阳葫芦河引水、磨坝峡水库、兔里坪水库、高桥头水库、石门河引水等工程。努力做好陇东能源化工基地、河西新能源基地、兰白经济区、天水经济区等重点区域水源保障工程建设。加快甘南、临夏等少数民族地区城乡供水水源工程建设。积极开展白龙江引水工程前期论证工作。
内蒙古	803	203	295.57%	规划建设11类约3000个水利项
陕西	>1000	372	168.82%	重点建设8大工程：引汉济渭、渭河综合整治、南山支流治理、东庄水库建设、安康东坝防洪工程、延川黄河引水、榆林黄河大泉引水和引红济石工程等。
山西	1000	380	163.16%	全面启动大水网建设，构建“两纵十横、六河连通”水网体系，继续加快水利基础设施建设，大力推进农村饮水、农田灌溉等民生水利工程建设
新疆	1311	368.5	255.77%	其中水资源工程820亿，加快拟开工18座兴牧水利工程及配套工程各项前期工作的审查，争取年内全部开工建设；加快中小河流治理和自治区重点应急防洪工程建设；解决120万人的饮水安全，并为2012年农村饮水做好项目储备；加快病险水库、水闸除险加固建设以及水土保持项目建设。进一步加大农业节水力度，完成400万亩田间高效节水任务
天津	810	-		新建（王庆坨水库）、改造（北塘水库）2座调蓄水库，建设到滨海新区的引水供水工程，扩建引滦入宁河、汉沽、武清输水工程，改建西河枢纽泵站，到2014年，全面建成南水北调中线天津干线和配套工程
河北	1077	320	236.56%	大力推进19处大型灌区和92处中型灌区的续建配套和节水改造，改善灌

				溉面积近 1000 万亩；以粮食生产核心区、地下水严重超采区、蔬菜和果品生产示范区为重点，大力推广管道输水、渠道防渗、微灌、喷灌等工程节水技术，发展节水灌溉面积 1200 万亩；发展咸淡混浇面积 400 万亩，实现年利用微咸水 4 亿立方米；在现有 40 万小型水池水窖等集雨工程的基础上，大力发展五小水利，实现一般年份利用雨水 4 亿立方米的目标。
北京	-	-		南水北调南干渠正在加快建设，南水北调东干渠、郭公庄水厂等供水工程已完成立项审批，进入启动实施阶段

资料来源：山西证券研究所

- 今年年初国务院正式批复的《西部大开发“十二五”规划》提出，在充分节水的前提下，合理建设跨流域、跨区域调水工程，加快推进甘肃引洮等工程建设，开工建设新疆布尔津河西水东引、陕西引汉济渭、推动内蒙古引绰济辽、甘肃白龙江引水等工程前期工作。“十二五”重大水利工程均在公司所布局的核心市场范围内，区域内其它厂家规模偏小且整体生产技术能力不强，对公司不构成竞争，因此公司具有明显的先天优势和很强的综合实力，中标率和市场份额将获得大幅提升。

行业地位：公司在管材行业中规模居前

- 混凝土管道主要依靠汽车运输，管道口径越大，销售半径小，一般为200公里至500公里。受产品销售半径的制约，区域化竞争是混凝土管道行业的主要竞争方式。
- 混凝土管主要用于水利及市政水务主干管网工程，管网工程属于城市建设当中的基础设施，是涉及到社会公众利益的社会公共产品，城市供排水工程大多为覆土的隐蔽工程，工作状况复杂，一旦发生管道破裂、渗水漏水等事故，维修困难、影响范围大，必须满足安全性保障。按国家建设部发布的《城市供水行业2010年技术进步发展规划及2020年远景目标》要求，城市供排水管材可靠使用寿命一般要在50年以上。通常水利和城市建设主管部门在选用管道及制造商时十分谨慎，更看重公司的产品质量、有无重大工程施工经验、过往业绩等，相应转化成大公司之间的竞争。目前管道的市场空间足够大，单一大工程不可能由一家垄断完成，大企业之间的竞争不是很激烈，各自确保有合理的利润空间。国内标志性大型输水管道工程，主要由第一、第二集团中的公司完成，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障碍。以PCCP为例，全国80%的PCCP管道项目被新疆国统股份、山东电力管道、无锡华毅管道、龙泉股份以及公司为主的骨干PCCP企业共同完成。

表：国内规模较大的 PCCP 主要生产厂家的

公司	注册地	标志性工程	PCCP 生产线	2009 年产能 (KM)
国统股份	新疆米泉市	南水北调北京段、哈尔滨磨盘山二期供水等工程	13	220
龙泉管道	山东淄博	辽宁省大伙房供水（二期）工程辽宁省阜新引白济	11	360

阜等项目				
山东电力管道	山东新泰市	南水北调北京段沈阳大伙房引水等项目	9	360
北京河山引水管业公司	北京市	南水北调北京段第一标段工程、哈尔滨磨盘山项目等项目	9	180
青龙管业	宁夏青铜峡	宁夏宁东重化工基地供水及园区配套给水管网工程、宁夏扶贫扬黄灌溉一期等项目	8	200
无锡华毅管道公司	江苏无锡	无锡锡澄供水工程（长江引水）等项目	7	240
巨龙管业	浙江金华	山西夹马口节水灌溉工程、郑州市生态水系输水工程、日照水库向市区供水三期工程、福建莆田金钟水利枢纽引水配套工程等	7	235
成都金炜制管	四川成都	哈尔滨磨盘山水库供水工程、辽宁大伙房水库输水工程、南水北调穿黄河隧道工程等项目	6	225

资料来源：巨龙管业招股说明书，山西证券研究所

- 目前，我国塑料管材生产企业数量较多，据统计已达近3000家，但企业规模普遍较小，万吨级以上企业仅有上百家，大多数企业的生产能力在5000吨以下，达不到经济生产规模（国外塑料管生产企业生产规模一般在20000吨/年以上）。从全国范围来看，宝硕股份、安徽国通管业、沧州明珠、金德管业)等几家企业的塑料管道总体产能规模在行业内位居前列，产品及市场对比情况见下表。
- 塑料管道产品价格高、运输时可以套装等因素，运输半径比混凝土管材大的多，通常为1,000公里。但行业内的主要企业在西北地区的竞争优势不明显，在公司的核心市场区域，公司主要竞争对手是陕西华山胜帮塑胶公司和内蒙君子兰塑胶公司，但规模比较小，与公司不构成实质性竞争。

表：公司与国内较大的塑料管道产能比较

公司	产能	主要产品	主要市场区域
宝硕股份	20万吨	氯碱化工产品、PVC 管材管件、PVC 异型材及钢塑门窗、PE 农用薄膜	全国
国通管业	10万吨	PE 双壁波纹管、PE 燃气给水管、PVC 双壁波纹管	全国
金德管业	15万吨	PP-R 系列管材管件、铝塑复合系列管材管件、PE 系列管材管件、PVC 系列管材管件	全国
沧州明珠	5万吨	薄膜制品；PE 双壁波纹管；燃气、给水管、给水管件	全国
青龙管业	5万吨	PVC 输水管道、PE 输水管道	西北、华北

资料来源：招股说明书，山西证券研究所

表：西北区域内公司的主要竞争对手

公司名称	产能	主要产品	市场区域	生产基地分布

陕西华山胜帮塑胶公司	1 万吨	PE 输水、燃气管	陕西、四川、湖北、甘肃、内蒙	陕西
内蒙君子兰塑胶公司	1 万吨	PVC 输水管	内蒙	内蒙

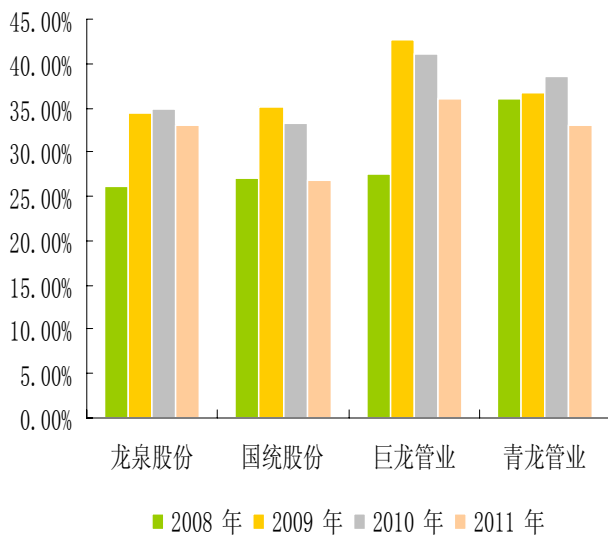
资料来源：招股说明书，山西证券研究所

竞争优势与财务分析

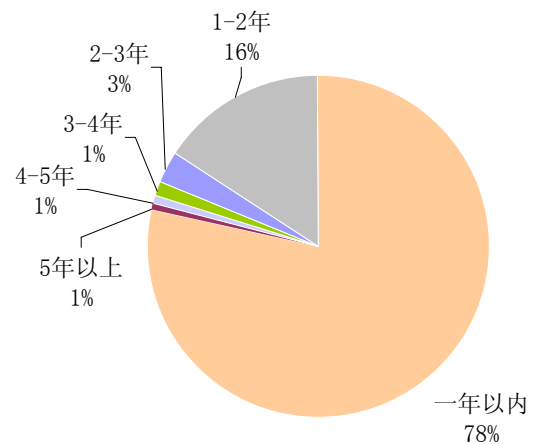
毛利率稳定，资产负债率低未来可利用财务杠杆空间大

- 公司历来注重项目质量，重视项目的资金来源，以保证销售回款安全。公司在投标时设定合理毛利率，混凝土管道维持在30%，塑料管道毛利率20%左右，我们以公司的混凝土管道与其他3家公司比较，近4年平均毛利率在36.11%，高于龙泉股份和国统股份，低与巨龙管业0.74个百分点。公司重视项目质量和资金安全反应到应收账款上，1-2年应收账款合计占到94%，其中一年以内占到78%，账龄安全说明公司销售回款顺畅。公司资产负债率2011年17.4%，国统股份、龙泉股份、巨龙管业分别为39.8%、59.15%、25.93%，远远低于其他3家，见下图。我们认为较低的资产负债率表明公司利用财务杠杆空间还很大，为以后获得大订单的资金实力提供了非常有利条件。

图：公司的混凝土管道毛利率维持稳定



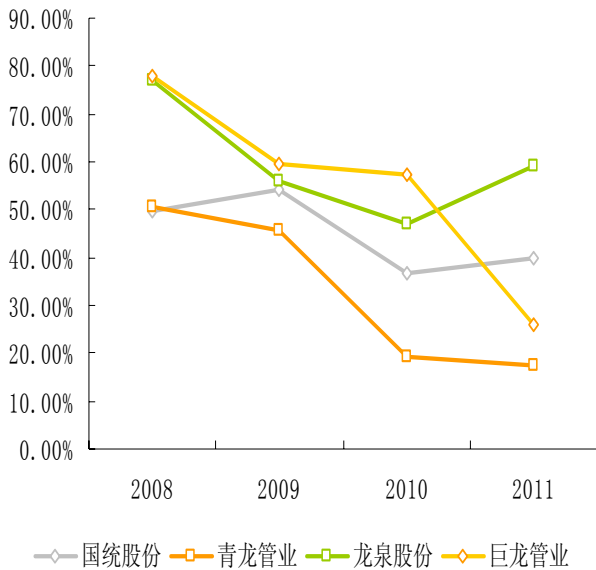
图：应收账款账龄分析



资料来源：公司公告，山西证券研究所

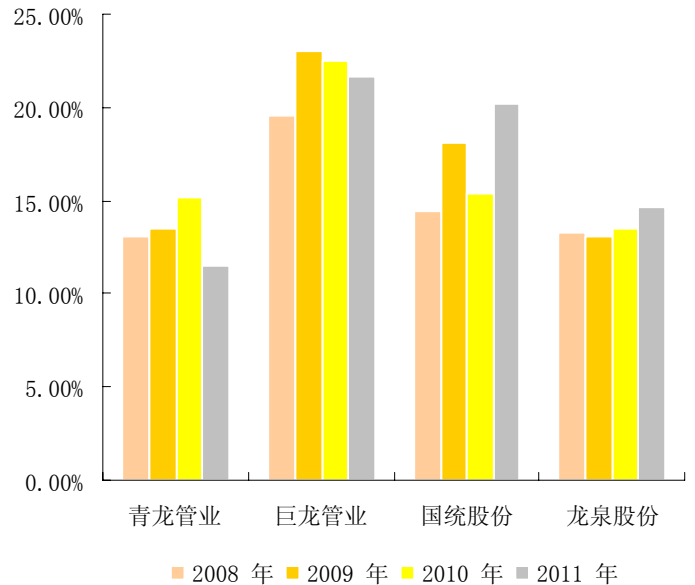
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司资产负债率远低于其他 3 家公司



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图：公司费用控制能力强于其他 3 家公司



资料来源：公司公告，山西证券研究所

客户群体重叠和市场区域有效链接，费用控制能力突出

- 从产品角度，公司产品包括混凝土管道和塑料管道两类产品，而这两类产品在客户群体、营销网络方面存在高度重叠，使得公司及子公司相互之间共享营销资源，两类产品的销售相互促进。公司在获取市场信息、新产品市场开拓、客户关系维护等方面可有效降低费用支出。
- 从区域角度，公司一直奉行“区域化、专业化”的发展战略，目标市场由深耕多年的西北地区拓展京津唐、山西等华北地区，在地域版图上形成从西（新疆）到东（天津）紧密相连带状区域，区域之间也可以做到产能协调，发挥互补优势降低成本费用。近几年公司三项费用率也是远低于其他3家公司，见上图，说明这种经营策略和战略有效降低了公司费用支出。

盈利预测

- 我们认为下半年大水利工程将陆续招投标开始，而收入和利润确认将在明年以后体现，预计公司2012-2014年EPS0.42元、0.65元、0.88元，增长率分别18.8%、52.08%、36.89%，未来2年增长率呈加快趋势。关注下半年订单行情。以目前股价9.56计算，2012PE23倍，与其他3家公司比较，具有估值优势，考虑到公司拥有产品种类优势、历史业绩、费用控制能力等较强综合实力，给予“增持”评级。

表：利润预测表（万元）

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
一、营业总收入	85,207.18	99,518.13	122,904.891	173,295.8957	229,617.0618
二、营业总成本	70,513.99	84,868.87	105,944.02	147,128.22	193,796.80
营业成本	56,401.71	71,684.98	88,491.52	121,307.13	160,731.94
营业税金及附加	459.86	716.46	737.43	1,039.78	1,377.70
销售费用	6,688.07	6,298.94	7,620.10	10,744.35	13,777.02
管理费用	6,033.28	6,318.35	7,620.10	10,397.75	13,317.79
财务费用	219.04	-1,150.44	1,474.86	3,639.21	4,592.34
资产减值损失	712.03	1,000.58	0	0	0
三、其他经营收益	2.72	-17.08			
公允价值变动净收益	-2.47	-19.26	0	0	0
投资净收益	5.19	2.18	0	0	0
四、营业利润	14,695.90	14,632.18	16,960.87	26,167.68	35,820.26
加：营业外收入	745.71	213.3	0	0	0
减：营业外支出	192.41	312.88	0	0	0
五、利润总额	15,249.20	14,532.60	16,960.87	26,167.68	35,820.26
减：所得税	2,650.95	2,407.35	2,713.74	4,186.83	5,731.24
六、净利润	12,598.25	12,125.25	14,247.13	21,980.85	30,089.02
减：少数股东损益	338.73	148.3	213.71	329.71	451.34
归属于母公司所有者的净利润	12,259.52	11,976.95	14,033.43	21,651.14	29,637.68
增长率	4.77%	-2.30%	17.17%	54.28%	36.89%
EPS	0.37	0.36	0.42	0.65	0.88

表：公司与其他3家公司估值指标比较

证券简称	收盘价	EPS		PE	
		2012	2013	2012	2013
青龙管业	9.56	0.42	0.65	23	15
巨龙管业	11.56	0.57	0.74	20	16
国统股份	15.25	0.51	0.81	30	19
龙泉股份	26.33	1.17	1.74	23	15

风险提示

- 水利工程招投标进度低于预期

投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。