

管材

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 高熠

S0960112050016

0755-82026912

gaoyi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 无

当前股价: 7.40 元

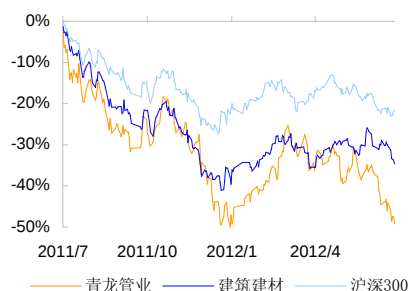
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2185.90
总股本(百万)	334
流通股本(百万)	184
流通市值(亿)	14
EPS	0.54
每股净资产(元)	6.88
资产负债率	17.40%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
青龙管业	-19.98	-19.99	-4.63
建筑建材	-6.91	-5.07	1.17
沪深 300 指数	-3.53	-4.66	0.63



相关报告

青龙管业-公司业绩真正释放需要期待水利投资提速 2011-07-29

青龙管业

002457

推荐

13 年或迎来订单集中释放

近日, 我们走访了青龙管业, 和公司董秘马跃先生深入沟通和交流了钢筋混凝土管道行业和公司生产经营情况。调研内容整理如下。

投资要点:

- **“十二五”水利投资提速确定性较大。**水利建设攸关民生, 但项目带动性小、公益性性质主导、协调难等特点决定了其在政府投资的优先顺序方面排在“铁公机”之后, 弱势地位明显(水利投资在固定资产投资中的占比仅为 1%, 远低于铁路和公路)。我们认为以下两点因素决定了水利投资有望提速: 1. 铁路建设在经历 06 年以来的高速发展期及遭遇动车事件后, 将步入平稳增长期, 加大水利投资来对冲铁路投资放缓就箭在弦上; 2. 1 号文件的出台表明将水利建设放在更加重要的位置在中央达成共识, 落实到地方政府只是时间问题。近期“十二五”水利规划正式出台, 我们认为“十二五”期间水利投资提速确定性较大。
- **13 年或是管道行业订单集中释放期。**政策到订单必须解决资金来源问题, 水利建设公益性性质主导的特点决定了水利建设资金主要来源只能是中央和地方政府, 其中又以地方政府为主。这也是为什么 1 号文件出台之后, 我们并没有看到水利投资的明显提速。“十二五”水利规划强调要落实好土地收益的 10% 提取为水利建设基金, 以及加强金融支持有望逐步解决水利建设的资金问题。12 年以来, 水利建设招标投标项目信息不断增多, 虽然真正落地的不多, 但却显示出了水利投资加速的迹象。我们判断 12 年将整体呈现“招标信息多, 实际落地少”局面, 项目或集中在 13 年落地, 到时管道行业将迎来订单的集中释放期。
- **中报业绩或同比持平, 12 年全年预计也较为平淡, 13 年或是业绩爆发时点。**在水利投资未呈现明显加速的背景下, 12 年上半年管道行业的整体表现为“雷声多, 雨点少”即招标信息很多, 但落地的项目少。资金没有完全到位, 是招标延缓、以及流标率大背后的主因。我们预计这种情况将持续到 12 年下半年, 但 13 年有望迎来项目的集中落地。受制于行业, 公司 12 年上半年以来新签订单并没有明显增长, 中报业绩预计同比持平, 12 年全年预计也较为平淡, 但 13 年或是业绩爆发时点。

风险提示:

- 水利投资大幅低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	995	1139	1420	1665
收入同比(%)	17%	14%	25%	17%
归属母公司净利润	120	171	206	242
净利润同比(%)	-2%	43%	20%	18%
毛利率(%)	28.0%	30.1%	29.5%	29.5%
ROE(%)	7.8%	10.1%	10.9%	11.3%
每股收益(元)	0.36	0.51	0.61	0.72
P/E	20.70	14.52	12.06	10.25
P/B	1.61	1.47	1.31	1.16
EV/EBITDA	14	11	9	7

资料来源: 中投证券研究所

一、行业基本情况：水利投资提速或始于 13 年

1.1 管道行业简单情况介绍：产品分类、市场增长情况

管道按构成可以分为混凝土管道和塑料管道两大类。混凝土管道又可以细分为 PCCP(预应力钢筒钢筋混凝土管道)、PCP(预应力钢筋混凝土管道)、RCP(强化混凝土管道)。

PCCP 管道抗压抗渗性更好，主要用于大口径的供水系统，07 年以后在国内开始流行，逐步取代原先的 PCP 管，但是目前 PCP 管仍是主流。从生产工艺难度来讲：PCCP>PCP>RCP；从生产成本来讲：PCCP>PCP>RCP。

混凝土管道市场一直保持平稳增长，08 年“4 万亿”将这两年的增速打到 20% 以上，保守预计“十二五”期间增速将在 15% 左右。市场增量主要来自两个方面：1.新管网的铺设，包括引水工程、农田灌溉等；2.城市旧输水、排污管网的改造。

1.2 水利建设空间巨大，未来三年水利投资将提速

西部地区水利基础设施还很落后，区域性缺水现象仍旧很严重，西部还有很多地方引水问题都没有解决，譬如宁夏还有 100 多万人口饮水困难。东部城市旧管网的改造空间也很大，因此水利建设的空间巨大。未来十年国家计划投入 4 个亿，其中“十二五”规划投资 1.8 亿。中央 1 号文件之后，水利投资并没有出现期望的提速，主要还是资金难落实，但随着资金问题的逐步解决，“十二五”后三年水利投资有望提速。

1.3 行业格局：企业区域分布特征明显

行业整体呈现区域分布，实力较强的管道企业业务主要集中在某一区域，且在上述区域的市场占有率占主导地位，如国统股份在新疆、龙泉股份在山东、巨龙管业在浙江、北京河山在华北的北京、山西和天津、无锡华毅在江苏，公司在西北的宁夏、甘肃和青海。行业呈现区域分布是由行业的特点决定的：1、产品不好远距离运输；2、政府项目为主。虽然公司和国统都在积极向外拓展，但扩展区域优先没有实力较强的本土企业的区域。行业区域分布的特征短期难以改变。

1.4 行业进入壁垒：技术壁垒不高，隐性壁垒较高

进入管道行业需要拿到进入许可证和通过资质认证，但是许可证和资质都不难拿到（普通管道产品的资质）。行业的进入壁垒主要表现在拿订单的能力上，即隐性壁垒较高。拿订单的能力主要取决于和当地政府的关系。

1.5 生产线情况：产能建设周期 6 个月，一半时间用于土建

混凝土管道的生产线的建设周期一般为 6 个月，其中一半时间用于土建。在土建完成之后，上生产线大概 3 个月，产能建设期相对较短。

1.6 运输距离：普通口径运距在 500km

混凝土管道有运距的限制，普通口径的运距在 500km，口径越大越难运输，运距越大。因此如果异地有大项目，企业会在设立生产基地和远距离运输之间做出选择。

1.7 项目收入确认情况:项目开工检验合格后开始确认收入，按进度逐步确认。

项目开工检验合格后就开始确认收入了，先收 5% 的项目保证金。然后收入按照施工进度逐步征收。一般来讲，项目越大，回款期就越长。年底会集中回款一次。

二、公司情况：预计中报同比持平，13 年有望爆发

2.1 公司现有产能情况: pccp315km,pcp360km,rcp400km

公司现有产能分布如下:宁夏青铜峡基地(pccp60km,pcp230km,rcp220km),新疆昌吉基地(pccp,50km),内蒙古包头基地(pccp30km,pcp100km),天津基地(pccp55km,rcp90km),北京基地(rcp 90km),山西太原(pccp120km)。除混凝土管的产能外,公司还有塑料管道的产能,分别为 PVC 管 4 万吨,PE 管 1 万吨。

2.2 产品毛利率情况: pccp35%,pcp35%,rcp18%, 塑料管 20%

一般来讲,就毛利率水平来看,PCCP 要高于 PCP,但是由于公司在甘宁清的 PCP 管道市场具有主导地位,议价能力强,因此就公司而言,PCCP 和 PCP 两者的毛利率水平接近,在 35%-38%之间。RCP 管的毛利率水平要低 15 个百分点左右,在 18%-20%之间。

2.3 产品定价情况: 成本加成法, 原材料下降利于公司

招标的时候,产品价格会按照成本加成法来定,毛利率的波动主要来自于不可预测的原材料波动。但是由于在原材料成本大幅上升的时候,可以和政府重新议价,而当原材料成本下降的时候,政府不会主动找我们下调价格。因此对于公司来讲,原材料成本下降更有利于公司。

2.4 华北市场情况: 需求启动低于预期, 预计 13 年好转

天津为核心的华北市场需求启动低于预期,订单较为平淡,但华北市场的管道市场的需求空间很大,需求启动仅是时间问题。预计需求在 13 年会有实质性好转。

2.5 行业需求情况: 招标信息多, 落地的项目少, 13 年或迎来订单的集中释放

12 年以来，行业内的招标信息较多，但最后转化为订单的少，主要问题还是资金没有完全到位，预计 12 下半年将看到订单加速的迹象，但订单集中释放或在 13 年。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1556	1630	1854	2110
现金	612	1020	1092	1218
应收账款	477	449	561	657
其他应收款	19	28	36	42
预付账款	91	24	30	35
存货	332	40	50	59
其他流动资产	25	68	85	100
非流动资产	316	420	482	535
长期投资	10	5	6	8
固定资产	209	284	343	391
无形资产	77	75	73	71
其他非流动资产	20	56	60	65
资产总计	1873	2050	2336	2646
流动负债	311	342	423	491
短期借款	5	0	0	0
应付账款	92	151	190	223
其他流动负债	214	191	233	268
非流动负债	15	12	11	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	12	11	10
负债合计	326	354	434	501
少数股东权益	10	10	10	11
股本	223	335	335	335
资本公积	932	821	821	821
留存收益	382	530	736	978
归属母公司股东权益	1537	1686	1891	2133
负债和股东权益	1873	2050	2336	2646

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-58	556	166	218
净利润	121	171	206	242
折旧摊销	27	31	43	54
财务费用	-12	-15	-11	-14
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-216	381	-78	-69
其他经营现金流	21	-13	6	5
投资活动现金流	-66	-135	-105	-107
资本支出	63	100	100	100
长期投资	-3	18	1	2
其他投资现金流	-6	-17	-4	-5
筹资活动现金流	-42	-13	11	14
短期借款	0	-5	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	84	112	0	0
资本公积增加	-52	-112	0	0
其他筹资现金流	-73	-8	11	14
现金净增加额	-165	408	72	125

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	995	1139	1420	1665
营业成本	717	795	1001	1174
营业税金及附加	7	20	25	30
营业费用	63	63	71	83
管理费用	63	68	85	100
财务费用	-12	-15	-11	-14
资产减值损失	10	10	10	10
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	146	196	238	282
营业外收入	2	10	10	10
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	145	206	248	292
所得税	24	35	42	50
净利润	121	171	206	242
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	120	171	206	242
EBITDA	162	213	271	322
EPS (元)	0.54	0.51	0.61	0.72

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	16.8	14.4%	24.7	17.3
营业利润	0.2%	34.3%	21.3	18.4
归属于母公司净利润	-2.3%	42.6%	20.3	17.7
获利能力				
毛利率	28.0	30.1%	29.5	29.5
净利率	12.0	15.0%	14.5	14.5
ROE	7.8%	10.1%	10.9	11.3%
ROIC	12.1	23.2%	24.1	24.8
偿债能力				
资产负债率	17.4	17.3%	18.6	19.0
净负债比率	1.53	0.00%	0.00	0.00
流动比率	5.00	4.76	4.38	4.29
速动比率	3.93	4.64	4.26	4.17
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.58	0.65	0.67
应收账款周转率	2	2	3	3
应付账款周转率	8.22	6.54	5.86	5.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.61	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.17	1.66	0.50	0.65
每股净资产(最新摊薄)	4.59	5.03	5.65	6.37
估值比率				
P/E	20.70	14.52	12.06	10.25
P/B	1.61	1.47	1.31	1.16
EV/EBITDA	14	11	9	7

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，7 年证券行业从业经验。

高熠，中投证券研究所建材行业分析师，经济学硕士，11 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434