

西北管道老字号受益水利大发展

买入 评级

投资要点:

- 公司在宁夏管道行业生存了 30 年，国家去年开始重视水利，管道铺设属于市政建设，与国家投资政策紧密相关。今后 3-5 年是一个好的发展阶段，管道行业将经历快速增长的过程，公司的业绩也会有较好表现。
- 项目资金落实需要时间，投资者要掌握好投资的节奏。从政策出来，各个地方找项目、落实到资金、项目论证、发改委水利部批复，整个周期要几个月到一年。国家出一半的资金，地方政府和银行解决另一半资金。必须地方资金到位，中央的资金才能下来。

报告摘要:

- “十二五”水利加速奠定管道长期需求，未来一年内仍有招标项目逐步启动。未来可能提高公司管道产品需求的项目：1、节水灌溉实现水权有偿转化，西北发展工业输配水；2、西北地区环境脆弱，恢复植被，例如黑河引水分到居延海恢复湖水项目；今年针对河西走廊西头敦煌地区缺水问题设立了敦煌青龙子公司；3、农村人口饮水问题，例如泾河的水引到宁夏南部山区，解决人们的饮水问题；4、城镇污水处理规划、管网改造、寻找第二水源地，都对管道有需求。还有能源管道需求，例如新疆子公司目前盯着准格尔盆地东边的管道基地。
- 公司以销定产，订单驱动型，当前在订单总量约 10 个亿。上半年统计新签订的订单 6 个亿，去年结转过来未完成的有 2 个亿。半年报之后最近新签订的订单比较小，订单总量不会超过 10 个亿。
- 产品齐全，子公司之间有很好的协同效应，毛利率较高。公司可以从不同区域的子公司调配产品补充有效需求，把产能利用率保持在较好的水平；统一采购原材料也可以降低成本。订单的价格层面，公司尽量选择高毛利、总量较大的订单。行业竞争还没有到拼价格的程度。
- 公司资金充足，融资能力较强，项目中有垫付资金。募集资金的项目产能还没有释放出来，公司设立新的生产线比较谨慎。公司重视订单的资金来源，谨慎考虑客户的资金是否有保障，应收账款周转天数为 140 天，属于行业中中等水平。
- 我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.46 和 0.63 元，对应当前股价 PE 分别为 19.8 和 14.0，给予“买入”评级。

建材行业研究组

分析师:

邓海清 (S1180512070001)

电话: 010-88085151

Email: denghaiqing@hysec.com

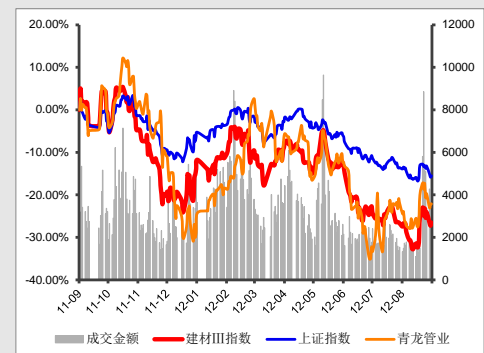
研究助理:

沈荣

电话: 010-88085901

Email: shenrong@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	股东人数	户均持股数
20120630	21253	8697.0
20120331	16971	7255.0
20111231	18170	6776.0

数据来源: 港澳资讯

时间：9月18日上午9:30-12:00

地点：银川尊园技术开发区管委会41号青龙管业证券事业部

参会人员：董事会秘书马跃；证券事务代表范仁平

一、未来3-5年看好管道行业发展

从国家政策和行业情况谈起，去年开始重视水利，国家一号文件水利规划，中央水利工作会议，这是史无前例的重视水利。行业一直在发展，公司在宁夏管道行业生存了30年，市场的容量不断扩大，行业发展是不错的，近两年行业处在调整期，行业与国家投资政策紧密相关，与有效需求又是密切相关。虽然去年之前没有出台相应政策，但自古对水利建设一直比较重视，善治国者善治水，水利是农业的命脉，农业丰收国家稳定。经历大旱大涝的事件、自然灾害等，水利建设在国家要引起重视。近几年城市建设、高铁、高速公路快速发展，水利发展滞后。管道行业是水利行业的子行业，今后3-5年是一个好的发展阶段，管道行业将经历快速增长的过程，公司的业绩也会有较好表现，但项目一级一级批下来，项目资金落实需要时间，投资者要掌握好投资的节奏。水利需求应该进行投资，另外基建投资对冲经济放缓。

西部大开发是带有政治意味的，以交通和水利为主。西部是老少边穷地区，近些年对新疆有一系列政策，投资是大力度的，有边疆政治问题、民族问题。汉人和少数民族的经济水平差距很大，解决这些问题要提高经济水平。西北地区要发展经济，无非是农业经济、工业经济。1、提高农业经济，靠天吃饭需要节水灌溉。发展工业经济，以新疆为例，煤炭转化成电和化工产品，也需要用水。2、宁夏在宁东有个能源化工基地，人口少，水资源相对比较充裕，农业节水灌溉把水节省下来，搞水权有偿转化，发展工业反哺农业。宁夏在黄河的用水量有指标，每年不到40亿立方米，黄河上游要把水节约下来，保证到中下游不断流，节水灌溉是有意义的。工业园区输配水，也需要管道产品。3、西北地区环境脆弱，恢复植被，恢复生态环境，也需要用水。例如兰州市两山绿化，大量用到公司的塑料管道。黑河引水分到居延海恢复湖水，居延海是一个很大的湖，现在没有水，是沙尘暴策源地，一系列项目都与管道相关。4、农村人口饮水问题，宁夏大量农村人口喝不到干净纯洁的水，卫生标准的水，一方面是水资源的问题，一方面是供水设施不达标，涉及管道需求。5、城镇建设中的应用。十二五对城镇污水处理做了规划，带动管道需求。事件引发的重视和相关投资：故宫看海涉及管网改造。管网的服务密度不够，管径较小。发达国家雨污分流，中国合流，污水容易堵塞管道。一个城市要两套供水系统，案例就是松花江水域污染，哈尔滨城市瘫痪，需要寻找第二水源地，对管道有需求。

二、产品齐全

混凝土管道三大系列，PCCP是PCP的替代品，PCP适合中长途地区低内压引水，造价低于PCCP，在宁夏销量仍然很好。PCCP是07年开发的，目前进入快速增长曲线。RCP用于城市排水管道，农村低压灌溉。

塑料管道两大系列，主要用于节水灌溉和农村的饮水安全工程。塑料管U-PVC也用于供水安全工程，容易受到光线和气候影响不稳定，稳定剂中含铅。含量不足以危害健康，随着技术进步，公司是第一个不使用铅盐的单位，用其他稳定剂替代，添加剂稍贵，但成本提高不明显。发达国家并没有取消PVC。用量最大的是PVC，PVC造价远低于HDPE，对PVC互相不可替代。PVC-M线形分子结构改成网状，强度高，PVC是容易取得的原材料，可以不使用石油法获得。HDPE还用于城市的燃气管网，耐腐蚀效果比较好。

公司以销定产，订单驱动型。设立子公司前对市政规划和城市规划进行调研。比如事先规划的某处产能，之前也是进行过调研，但由于种种原因没有实施，有些地方由于一个突然的大订单，为了完成订单迅速增加产能。没有一个规律的东西，分析不要局限于产能。

三、按需求布点产能

宁夏子公司占比30%左右，主要做压力供水管道，不做排水管。节水灌溉需要管道到田间地头。塑料管竞争

激烈，毛利率比较低，竞争比较充分，投资门槛低。投资几十万建一条线的也可以做。国家投资一条项目，要用大企业的东西。品牌质量、可信度起到作用，售后服务，保障性好。主要销往西北五区，最远销往青海的格尔木地区，按车公里算运费。

新科子公司，品种比较杂，三种混凝土管道都生产，方便调配。银川离本部青铜峡 70 公里，银川的市场比较大，为了应对有效需求，建立这个公司。PCCP 是遗留下的项目，和山东电力合作的一个项目，给宁东化工能源基地做了供水管道项目，40 几公里的 PCCP 管道，做完之后山东电力已经退出，设备给宁东工业后续项目配套。PCP 和 RCP 适应银川周边市政需求，并照顾北方地区。

高新青龙注册地在银川，生产基地在青龙峡本部，做 RCP 管道。为了做排水管道合资，后来合资方退出，现在变成全资子公司。跟新科有市场分工，主要负责宁南地区。高新和新科的产能互相利用，共同做一个订单，发挥协同效应。两个公司可以兼顾两个区域需求。

宁南引水工程 17 个亿已经被批复，隧道项目正在招标，管道项目还没开始招标。泾河的水引到宁夏南部山区，解决人们的饮水问题，管道项目还没有招标，公司有信心拿到这个项目。国家出一半的资金，地方政府和银行解决另一半资金。

整合销售资源，设立宁夏青龙销售公司。

青铜峡新材料基地是今年 7 月成立的，0 地价设立子公司，在银川南部 70 公里，有水泥、沙石料和水。主要生产 PCP、玻璃钢管。业主认为公司配套能力强，材质和口径可以配齐。

新疆阜康子公司，最早为了完成 1 个多亿的订单，租了生产线，现在买了 300 亩地，冬天把租的生产线搬过去。目前盯着准格尔盆地东边的管道基地，国统在做大部分，业主也邀请公司过去做。目前做 PCCP，如果有合适的订单，会做 RCP 和塑料管道。

甘肃矿区青龙管道，为了完成一个中核 404 有限公司的保密项目，这个公司做核废料处理，帮他们做一个供水工程。项目做完后，子公司暂时保留，还收购了一个水利公司，没有达到强制性披露条件，因此还没有披露。甘肃的布局还没有完成。根据市场的需求，也有可能开发甘肃南部的市场。已经做了引洮河至定西地区项目的前两期，定西曾经是最缺水的地区。目前中标古浪项目，中标 1.9 亿。今年针对河西走廊西头敦煌地区缺水设立了敦煌青龙子公司，正在搞基建。敦煌周围沙漠化，为了周围的生态环境，预计会建引水的工程。甘肃白银市城市污水处理管道项目较小，RCP 管本身价格也比较低。

内蒙古子公司，与包头建龙合作十几年了，过去做 PCP 现在也做 PCCP，兼顾陕北地区、山西地区、内蒙古以西地区。

山西是新设立的，还没有开展业务。07-08 年中了一个 2 个亿的 PCCP 和 PCP 的大标，红旗巨龙设了场子，没有拿到订单，委托公司生产，派去技术管理人员，贴牌生产。现在还不是工业用地，土地有问题，产权属于其它股东，配人管理、负责技术把关，如果土地问题解决也有可能收购。山西的基地还没有建起来，不影响山西订单完成。兰州、陕西也有类似优势，改制不及时。近几年拿了不少单子，就设立了子公司。陕西省咸阳市也有项目部。

距离东长安街 30 公里，三河京龙子公司生产全国最好的 RCP 管道，北京大搞市政工程，非挖开工程，顶进完成，纯德国进口的，管道质量好，可以承受 100 米顶进。还有 HDPE 双壁波纹管。大都市的市场没有释放出来，08 年之后收入不好，业绩不行。奥运会之前搞过一次，新规划一直没有出来。以前有提过城南行动计划，南边地区的给排水基础设施建设发展很差，出台给排水的政策迟迟不出来。

天津的用量一直很大，曾经要从三河京子子公司运过来。公司看到各种市政工程建设计划，汉沽、塘沽、大港三区合一未滨海新区，天津滨海新区成立后预期市场容量应该是很大，设立一期工程生产 RCP 效果依然不太好，使用国内的自动化生产设备。二期工程 PCCP，廊坊干区，南水北调工程，预期秋天很多招标项目要开始。东线工程必须在 2013 年通水，中线工程必须在 2014 年通水。有订单的话，混凝土管道 3-4 个月就能达产。为了扩大 PCCP 的生产面积，终止了 PCCP 的项目，曾经准备用结余资金买 100 亩地，但滨海地区给出的地块距离太远，达不到协同效应。产品有自然养护期，堆放在场地，单位面积产出低，如果场地不合适，现有场地挤一挤，规划一下，或者租地生产。

各个子公司有协同效应，原材料和市场资源可以相互利用，产能不够用了，可以从其他子公司调货。国统股

份上半年亏损可能因为布局比较宏大，子公司间够不着，各自为战。

四、 在手订单情况

上半年统计新签订的订单 6 个亿，去年结转过来未完成的有 2 个亿。半年报之后最近新签订的订单比较小。总的订单不会超过 10 个亿。建筑市场目前没有进入，单笔量小，政府订单量普遍较大。

政策出台到落实到项目需要很长的周期。政策出来、各个地方找项目、落实到资金、项目论证、发改委水利部批复，整个周期要几个月到一年，必须地方资金到位，中央的资金才能下来。

辽西水源项目九月下旬招标，整个项目询价得到的报价和政府批下来的资金比较低，给管道部分的价格可能也比较低，要做 3-4 年风险很大。预计在未来几年，项目陆续会有很多投入进来，价格太低的话，应该不会考虑。十几亿的项目做下来，要失去很多机会，要合理安排资源和人力。要拿到投标文件才能找到水利投资中管道投资有多少。预期的订单有今年针对河西走廊西头敦煌地区缺水问题设立了敦煌青龙子公司；泾河的水引到宁夏南部山区，解决人们的饮水问题；新疆子公司目前盯着准格尔盆地东边的管道基地。

五、 产品的价格及毛利情况

订单的价格层面，高毛利率的订单拿习惯了，低毛利率不拿。订单的资金来源要搞清楚，目前还没有进入河南，要谨慎考虑他们的资金是否有保障。竞争还没有到拼价格的程度。

短期内垫付资金没问题，中标后付 20-30% 的预付金，中间按阶段付款结算，要垫付资金进行流转，好在做的都是政府投资项目，坏账损失的可能性很小。在找 BT 项目，但是要分几年收回，风险大，暂时没有涉足。毛利率 30% 左右，一个是成本控制，一个要从订单上谈价格，从长期来看毛利率会下降，近几年没有下滑。内部管理也很重要，子公司之间有很好的协同效应，可以从不同区域的子公司补充产品，把产能利用率保持在较好的水平，统一采购原材料也可以降低成本。

在西北地区是优势企业，曾经兰州、陕西也有一些类似的企业，例如陕西红旗是水利部的定点企业，改制不及时，没有及时走向市场，在市场竞争中失败。公司在九十年代主动改制走向市场，IPO 时实际控制不明确，做出一个法人股东定出锚的结构，陈家兴持有法人股东的股份。

六、 财务指标

募集资金还有 3-4 个亿余额，没有方向的 2000-3000 万，有种种原因没有实施完。公司借钱比较少，融资能力得不到发挥，主要是公司设立新的生产线比较谨慎，由于目前市场需求还没有释放出来，订单没有很大提升，公司没有动力新建项目。

净资产收益率比较低，是因为资产膨胀太厉害，但募集资金的项目产能还没有释放出来。

公司	存货周转天数	应收账款周转天数	营业周期	应收账款周转率	存货周转率	流动比率	速动比率
青龙管业	166.06	141.30	307.36	2.55	2.17	5.00	3.93
龙泉股份	54.92	71.62	126.54	5.03	6.55	1.15	0.90
国统股份	128.14	221.59	349.73	1.62	2.81	2.51	2.14
巨龙管业	112.82	160.62	273.44	2.24	3.19	2.47	2.06

七、 成本构成

HDPE 1 万多元/吨，HDPE 应适用于滩涂、火厂、核电、化工排污耐腐蚀的排水管。从燕山石化、上海金山、天津 LG 采购过，价格差不多，可选择的供应商只有那么几家。PVC 8000 元/吨，宁夏当地有 PVC 生产企业电石法生产，宁夏英力特、公司本部几公里远有一个宁夏金昱元都可以采购到 PVC。水泥价格 200 元/吨，PCCP、

PCP 使用 42.5 水泥，RCP 32.5 水泥，好的排水管用 42.5。

PCCP 的成本构成：钢材 50%以上，采用冷板，水泥 10%，其他是砂石料、人工、电。PCP 只使用钢丝，不使用钢板，成本低一些，RCP 更低一些。

PCCP 生产线 3000 万，不包括地价、其他辅助设施。每个地方土地价格不同。还需要垫付铺设一些流动资金，根据项目的大小和项目结算快慢，有的项目应收资金比较少，有的项目应收资金比较多。

八、产品技术问题

PCCP 从欧美考察回来，主要使用 PCCP，能够解决接口问题。PCP 双橡胶圈接口，PVC 喇叭口不能像 PE 熔融接死。日本球墨铸铁管的接口也可以解决。汉城奥运会铺设柔性管道，全部挖出来换成混凝土管道。

排水管道自流，在城市下游，没有内压。输水管道抗内压。预应力是事先进行钢筋技术处理，水进来之后有压力，撑开不会冲断钢丝，自应力容易爆管，事先给一个应力就不怕爆管了。自应力管道，用一个膨胀水泥，水泥自然膨胀撑开钢筋。公司不做自应力管道。

附表：公司 2012-2014 年公司利润预测

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	995	896	1076	1291	流动资产	1556	1533	1556	1728
营业成本	717	645	753	903	现金	612	722	559	554
营业税金及附加	7	6	8	9	交易性投资	1	1	1	1
营业费用	63	64	76	91	应收票据	22	11	18	19
管理费用	63	60	72	87	应收款项	477	372	480	556
财务费用	(12)	(4)	(4)	5	其它应收款	19	19	23	27
资产减值损失	10	0	0	0	存货	332	338	394	473
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	其他	94	70	82	98
投资收益	0	0	0	0	非流动资产	316	427	528	672
营业利润	146	125	170	195	长期股权投资	10	10	10	10
营业外收入	2	5	5	5	固定资产	209	336	444	594
营业外支出	3	3	3	3	无形资产	77	69	62	56
利润总额	145	127	172	197	其他	20	11	12	12
所得税	24	22	29	33	资产总计	1873	1960	2084	2400
净利润	121	105	143	164	流动负债	311	335	372	589
少数股东损益	1	2	2	2	短期借款	5	5	5	169
归属于母公司净利润	120	103	141	162	应付账款	92	89	103	124
EPS (元)	0.54	0.46	0.63	0.72	预收账款	85	130	152	182
年成长率					其他	129	111	112	114
营业收入	17%	-10%	20%	20%	长期负债	15	14	15	14
营业利润	0%	-15%	37%	14%	长期借款	0	0	0	0
净利润	-2%	-14%	37%	14%	其他	15	14	15	14
获利能力					负债合计	326	349	387	604
毛利率	28.0%	28.0%	30.0%	30.0%	股本	223	223	223	223
净利率	12.0%	11.5%	13.1%	12.5%	资本公积金	982	982	982	982
ROE	7.5%	6.3%	8.2%	8.8%	留存收益	382	444	528	625
偿债能力					少数股东权益	10	12	13	15
资产负债率	17.4%	17.8%	18.6%	25.1%	归属于母公司所	1587	1649	1734	1831
净负债比率	0.3%	0.3%	0.2%	7.1%	有者权益				
流动比率	5.0	4.6	4.2	2.9	负债权益合计	1923	2010	2134	2450
速动比率	3.9	3.6	3.1	2.1					
营运能力					现金流量表				
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	项目 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
存货周转率	2.2	1.9	2.1	2.1	经营活动现金流	(30)	248	39	101
应收帐款周转率	2.5	2.1	2.5	2.5	投资活动现金流	(29)	(100)	(150)	(200)
应付帐款周转率	8.2	7.1	7.8	8.0	筹资活动现金流	723	(38)	(53)	95
					现金净增加额	663	110	(164)	(5)
每股资料 (元)									

每股收益	0.54	0.46	0.63	0.72
每股经营现金	-0.14	1.11	0.17	0.45
每股净资产	7.11	7.39	7.77	8.20
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30

分析师简介:

邓海清：复旦大学金融学博士，宏源证券研究所建材行业分析师，曾经在上海市人民政府研究室、上海市杨浦区人民政府研究室工作多年，2010年任职国金证券研究所宏观策略组，2011年加盟宏源证券研究所。

注：宏源证券建材行业秦闻对报告亦有贡献。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88083561 liqian@hysec.com	010-88085993 wangyanni@hysec.com	010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
	13631505872 xiasuyun@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com	18930809316 zhaoyue@hysec.com	0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842 qinhan@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。