

## 主业景气爆发，新业务探索不息

### ——青龙管业（002457）深度研究报告

2016年11月17日

强烈推荐/首次

青龙管业

深度研究报告

#### 报告摘要：

青龙管业是我国PCCP等供排水管行业龙头之一，主要产品是PCCP、RCP、PCP和PVC\PE管。原为宁夏水利厅下属企业，现实际控制人为陈家兴，公司基地突破西北在全国布局。由于周期波动公司前期一直处周期低谷，公司积极调整战略，提高资金利用效率，积极探索新利润增长点。

- ◆ **PCCP等钢筋混凝土管发展空间仍大，景气度底部回升行业寡头将迎来新发展。** PCCP性能优越，个性化和区域性强，历史业绩表现、拿单能力、资金充裕程度、国家标准要求和环保要求形成壁垒，未来强者越强的趋势确定。国内水资源分配严重失衡，远距离输水和供水相关需求空间仍然广阔。城镇化发展快，城市排水管网不能负载城市人口的增长，改造空间巨大。2016年以来随着大型供输水项目的进入招标集中期和PPP项目进入释放期，供排水项目储备丰富，行业景气度底部回升，作为大口径和大型项目经验的行业龙头企业的青龙管业，将受益行业的新变化。
- ◆ **订单高增业绩增长确定、资金高效利用带来公司新的增长。** 2016年公司新签订单目前预计已达到16亿元，在手订单约超过21亿元，同比增速达60%，同时PPP和新大型项目的不断推出，2017年公司供管将进入高峰阶段，成为未来2年业务高增的基础。同时公司尝试和运作企业资金，保证了资金保值增效，积极探索新的业务增长点，已设立中小贷公司和申请民营银行。新总经理PE投资出身，上任为公司注入新鲜血液，推动公司外延式发展和新业务开拓加速。
- ◆ **公司盈利预测及投资评级。** 公司作为行业龙头企业之一，受益大型供输水项目的启动和PPP项目的释放，行业景气度底部回升，业绩增长拐点显现。预计公司2016年到2018年的EPS分别为0.10元、0.37元和0.55元，考虑到业绩增长确定，资金充足，积极探索新利润增长空间，估值水平不高，给予公司“强烈推荐”投资评级。

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	855.79	818.85	787.82	1,315.0	1,680.2
增长率(%)	-30.92%	-4.32%	-3.79%	66.92%	27.77%
净利润(百万元)	57.72	48.55	33.36	122.42	183.85
增长率(%)	-49.12%	-15.88%	-31.28%	266.92%	50.18%
净资产收益率(%)	3.33%	2.73%	1.84%	6.33%	8.68%
每股收益(元)	0.170	0.140	0.100	0.365	0.549
PE	71.47	86.79	121.99	33.25	22.14
PB	2.35	2.29	2.25	2.11	1.92

#### 赵军胜

010-66554088

zhaojis@dxzq.net.cn

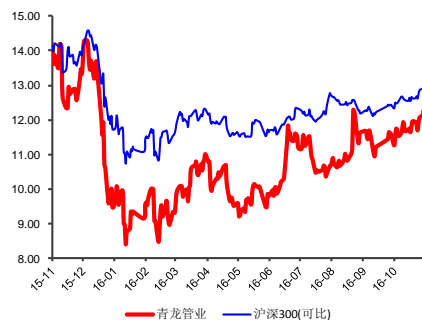
执业证书编号:

S1480512070003

#### 交易数据

52周股价区间(元)	8.35-14.54
总市值(亿元)	40.70
流通市值(亿元)	32.05
总股本/流通A股(万股)	3.35/2.64
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.77

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

1. 大股东加强控制, 前两年主业受制资金充足.....	4
1.1 公司业务和实际控制人 .....	4
1.2 环境致营收和利润持续下降, 积极应对提升资金效率 .....	6
2. PCCP 等钢筋混凝土管空间仍大, 2017 年进高景气阶段.....	7
2.1 PCCP 性能优越, 区域和个性化特征形成壁垒 .....	7
2.2 PCCP 等钢筋混凝土管应用在中国应用空间仍大 .....	8
2.3 PPP 和大项目推 PCCP 等管材 2017 年进高景气.....	10
2.4 寡头竞争格局决定青龙管业将受益行业景气度回升 .....	11
3. 公司订单高增资金充足, 积极发展新方向.....	12
3.1 公司新签订单高增, 成为 2017 年业绩增长基础 .....	12
3.2 资金充足试水中小贷和民营银行等积极探索新亮点 .....	13
3.3 新高管上任带来公司新鲜血液和新发展预期 .....	14
4. 盈利预测及估值.....	15
5. 风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1: 青龙管业的实际控制人和控股结构 .....	4
图表 2: 青龙管业 PCCP 和塑料管基地分布 .....	5
图表 3: 青龙管业 2015 年各项业务收入占比.....	5
图表 4: 青龙管业 2015 年各项业务利润占比 .....	5
图表 5: 2007 年以来公司营业收入和增速 .....	6
图表 6: 2007 年以来公司净利润和增速 .....	6
图表 7: 2007 年以来毛利率与净利率变化情况.....	6
图表 8: 2007 年以来三费占比变化情况 .....	6
图表 9: 历年净资产收益率.....	7
图表 10: 历年资产负债率.....	7
图表 11: 各种管道性能和用途比较.....	8
图表 12: 中国水资源分布图 .....	8
图表 13: 南水北调工程建设情况 .....	9
图表 14: 我国历年水利建设投资情况.....	9
图表 15: 我国城市供水管道长度变化情况 .....	9
图表 16: 我国城市排水管道长度变化情况 .....	10
图表 17: 9 月末 PPP 项目个数行业分布 .....	11

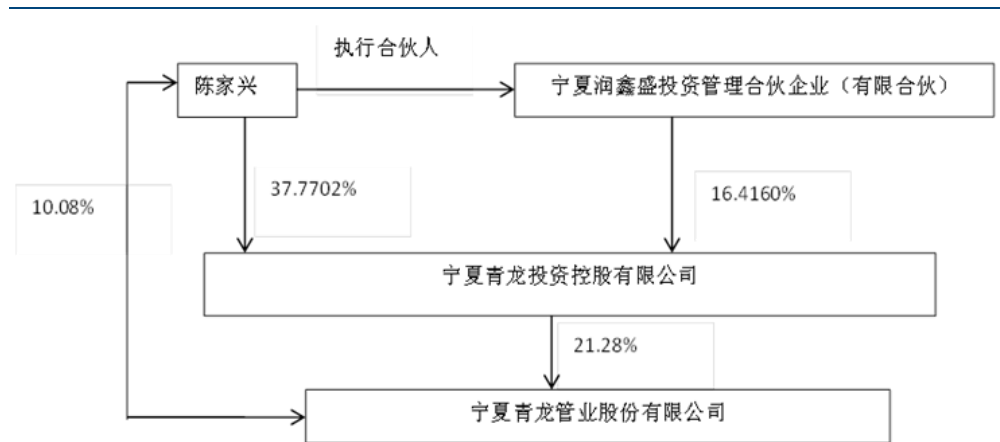
图表 18: 9 月末 PPP 项目投资额行业分布 .....	11
图表 19: 市政工程中各项目数分布情况 .....	11
图表 20: 市政工程中各项目投资额分布情况 .....	11
图表 21: 青龙管业中标项目 .....	12
图表 22: 青龙管业新签订单和增速 .....	13
图表 23: 青龙管业在手订单和增速 .....	13
图表 24: 青龙管业投资的股权基金项目 .....	13
图表 25: 管材公司财务和估值表 .....	15
图表 26: 公司盈利预测表 .....	16

## 1. 大股东加强控制，前两年主业受制资金充足

### 1.1 公司业务和实际控制人

公司的前身是宁夏水利制管厂，成立于 1975 年，属于宁夏自治区水利厅下属的全民所有制企业，1999 年改制为宁夏青龙管道有限责任公司。公司主要业务为各类供水、排水管道的研发、制造和销售。公司现为中国混凝土与水泥制品协会副会长单位、中国水利企业协会常务理事单位、中国预应力钢筒混凝土管 (PCCP) 质量联盟理事长单位。经过四十余年来的积累和沉淀，公司已成为西北地区最大的供排水管道生产企业以及国内经营规模最大的供排水管道生产企业之一。

图表 1：青龙管业的实际控制人和控股结构



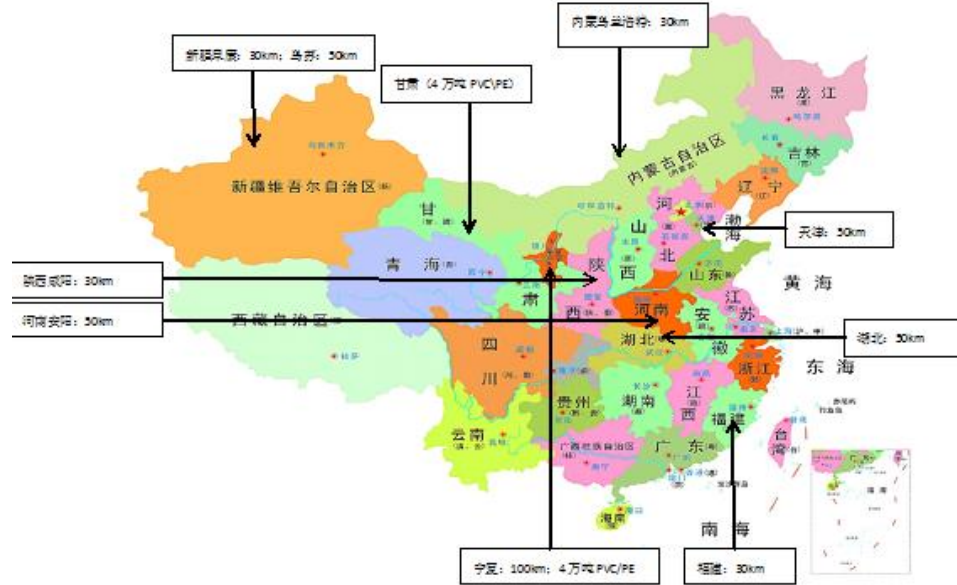
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

青龙管业的实际控制人是陈家兴，通过直接和间接控股比例合计为 31.36%。2016 年 8 月 22 日宁夏润鑫盛投资管理合伙企业（有限合伙）设立，合伙人为青龙管业的一些股东等，陈家兴为合伙企业的执行事务合伙人。陈家兴在直接控股 10.08% 的同时，通过有限合伙企业和自己控股宁夏青龙投资控股有限公司，持股青龙管业 21.28% 的股份，提升对青龙管业的控制力。

公司的产品有：预应力钢筒混凝土输水管道 (PCCP)、钢筋缠绕钢筒混凝土输水管道 (BCCP)、预应力钢筋混凝土输水管道 (PCP)、钢筋混凝土排水管道 (RCP) 以及聚氯乙烯 (PVC) 和聚乙烯 (PE) 塑料输水管道、天然气输送管道、节水灌溉器材及城市供热管道等。

公司作为 PCCP 管的龙头企业之一，产品应用于西北地区的陕、甘、宁、青、新，华中地区的河南、湖北省以及华北地区的京、津、冀、内蒙、山西等省（市）自治区等地的各个供排水项目当中。公司子公司近 20 个，目前分别在宁夏、甘肃、陕西、新疆、河南、湖北、福建、北京、天津、河北、山西、内蒙古设有生产基地。

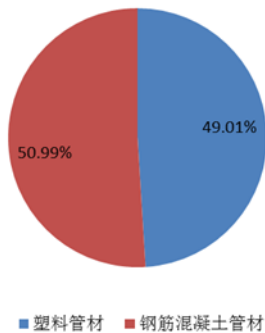
**图表 2: 青龙管业 PCCP 和塑料管基地分布**



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

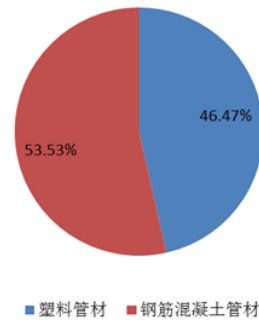
公司有两大类产品: 钢筋混凝土管材和塑料管材。钢筋混凝土管材收入在南水北调等大型供水项目的建设期占比较高, 但随着水利项目的建设完成和新项目开工较慢的情况下, 塑料管材业务占比逐渐提升, 2016 年中报显示两大营业收入占比已接近 1:1 水平, 利润占比也接近 1:1。

**图表 3: 青龙管业 2015 年各项业务收入占比**



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**图表 4: 青龙管业 2015 年各项业务利润占比**

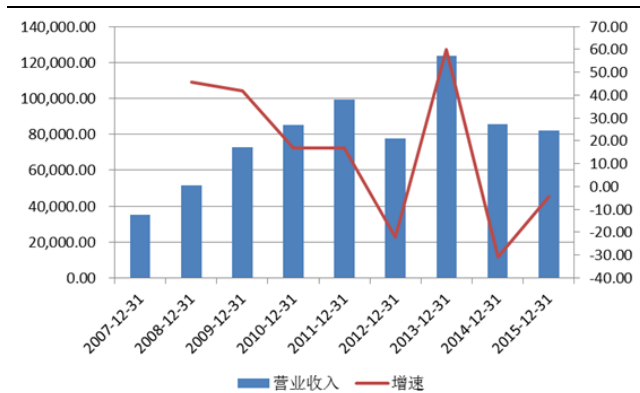


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 1.2 环境致营收和利润持续下降, 积极应对提升资金效率

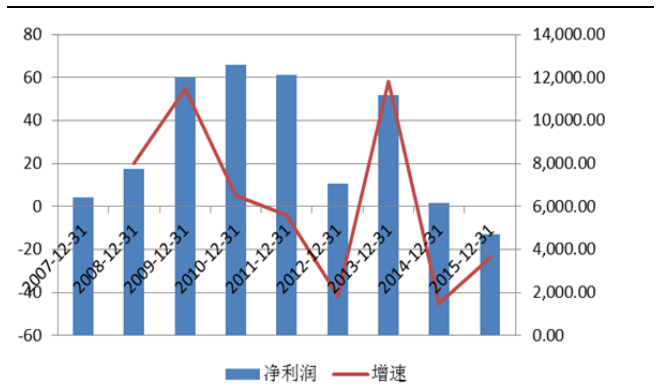
供水项目延期和规划取消, 营业收入增速下滑。公司主营业务收入在河南、河北南水北调订单带动下在 2013 年达到 12.39 亿的规模, 但近几年受国内供水项目投资延期实施和以及规划取消等影响, 公司新签订单下滑, 营业收入逐年下滑, 2014 年和 2015 年营业收入规模在 8 亿多的水平变化。

图表 5: 2007 年以来公司营业收入和增速



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

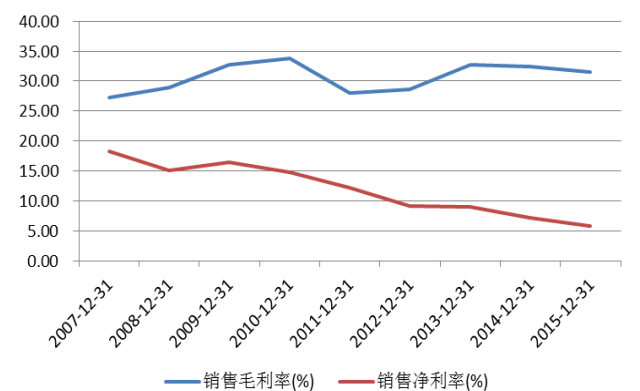
图表 6: 2007 年以来公司净利润和增速



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

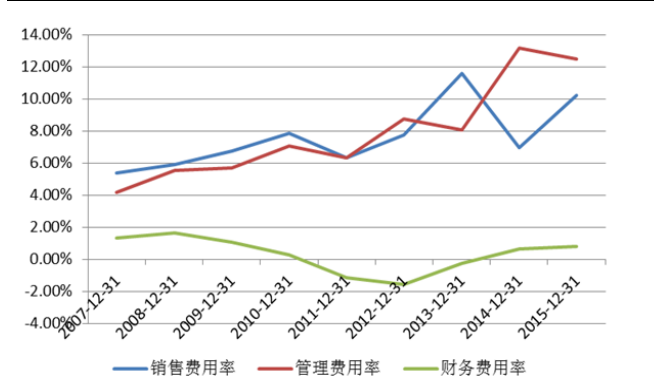
期间费用率提升影响, 净利润持续下降。公司近几年毛利率较为稳定, 受益于公司调整产品结构及能源价格下降, 2016 年毛利率略有上升, 但公司净利率水平呈现下降趋势, 主要由于公司三费占比一直较高, 特别是财务费用增长较快。

图表 7: 2007 年以来毛利率与净利率变化情况



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

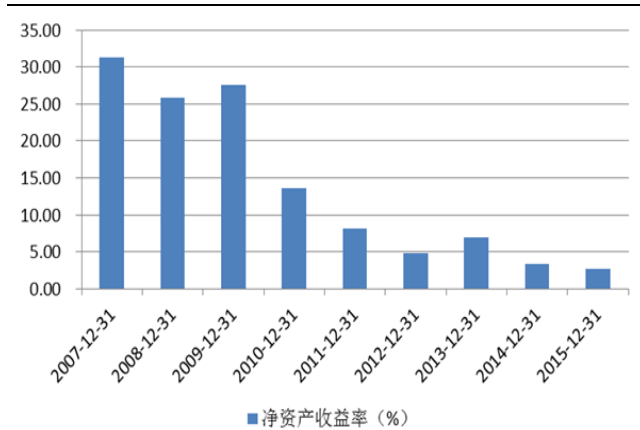
图表 8: 2007 年以来三费占比变化情况



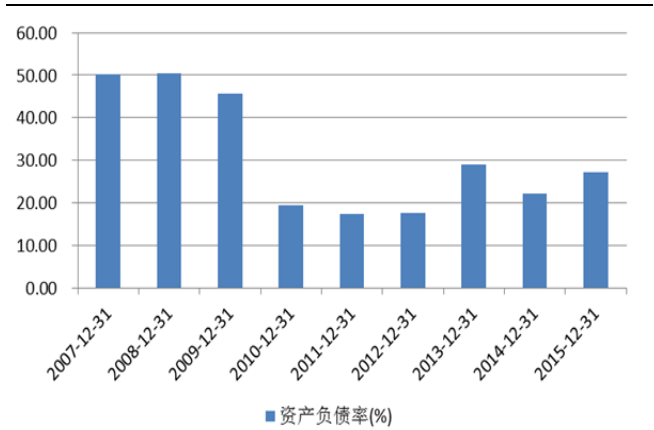
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

主业成长缓慢和盈利下降, 募投资金保值增值购买理财和参与合伙 PE 基金。在南水北调等大型工程项目建设进入尾声, 其他一些地区的供水项目进展缓慢的情况下, 公司受行业环境影响, 一些在跟踪项目迟迟不动, 这些项目周边建设的基地不能够达到预期的效益, 使得公司的净资产收益率下降。在这种情况下公司及时有效的改

变募投资金用途, 提升资金效率, 为了后续新的发展保存了资金。2010 年公司 IPO 募集资金净额为 8.48 亿元, 截止到 2016 年 6 月底公司募投资金余额仍有 2.02 亿元。其中尚未到期的理财产品 1.65 亿元和资金专户 0.37 亿元。

**图表 9: 历年净资产收益率**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**图表 10: 历年资产负债率**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

公司为提高资金利用效益, 积极利用闲置资金购买理财产品, 2016 年 11 月公司使用闲置募集资金及超募资金购买理财产品的余额为 1.85 亿元, 使用自有资金购买理财产品余额为 7461 万元, 分别占到公司净资产的 10.28% 和 4.14%。同时, 积极尝试投资合伙基金, 比如参与广发信德(珠海)医疗产业投资中心(有限合伙)等。参与这些 PE 基金不但能够资金保值增值, 同时也是公司积极探索和发展新利润增长的尝试。

## 2. PCCP 等钢筋混凝土管空间仍大, 2017 年进高景气阶段

### 2.1 PCCP 性能优越, 区域和个性化特征形成壁垒

**PCCP 在远距离供水项目中有无法替代的优越性和竞争力。**PCCP 是一种复合结构的管材, 具备钢的柔性和混凝土的刚性。在相同的应用领域中, 与其他管材综合比较, PCCP 在性能、质量、成本、应用范围等方面具有不可比拟的优越性和竞争力。

**PCCP 个性化和区域性特征明显。**PCCP 是非标准化产品, 不同水利工程对于“内径大小、管壁厚度、承压指标、防腐指标”等等会有差异。所以, 往往是订单式生产的方式, 根据品种规定的技术规格组织生产。

PCCP 生产设备体积大, 质量重。运费以及产能转移成本较高, 产品销售半径受运输成本、道路宽度和高度的限制。企业往往在项目就近设立生产基地进行生产, 项目供货完成后再根据附近是否还有其他的项目来决定是否转为永久性生产基地, 或者取消生产基地。

这些技术上的个性化要求和区域的特性形成 PCCP 独有的壁垒。

图表 11: 各种管道性能和用途比较

比较项目	混凝土输水管道			金属管道		塑料管道
	PCCP	PCP	RCP	SP	DIP	PVC 管
适用管径 DN (mm)	600-4000	400-2000	300-2600	600-2000	300-1200	80-800
使用工作压力 (Mpa)	≤2.0	≤1.2	≤0.1	≤2.0	≤2.0	≤2.5
适用范围	城市工业供水、输引水干线、直线	城市工业供水、输引水干线、支线	排水	输引水干线、支线	城市供水	输引水支线
使用寿命(年)	>50	30-50	30-50	20-30	30-50	40-50
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
抗震能力	较强	较强	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	运输吊装较难	运输吊装较难	运输吊装方便
施工质量	好控制	好控制	好控制	不易控制	不易控制	好控制
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: 公司公告、东兴证券研究所

## 2.2 PCCP 等钢筋混凝土管应用在中国应用空间仍大

图表 12: 中国水资源分布图

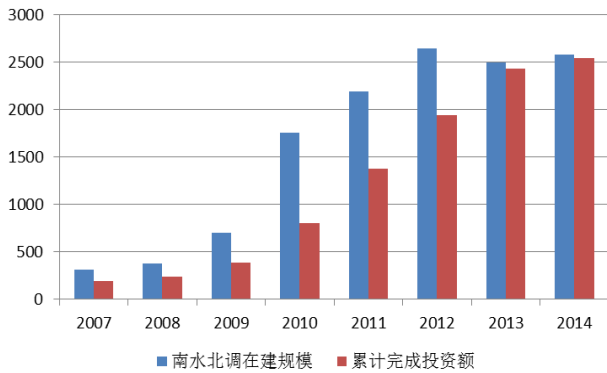




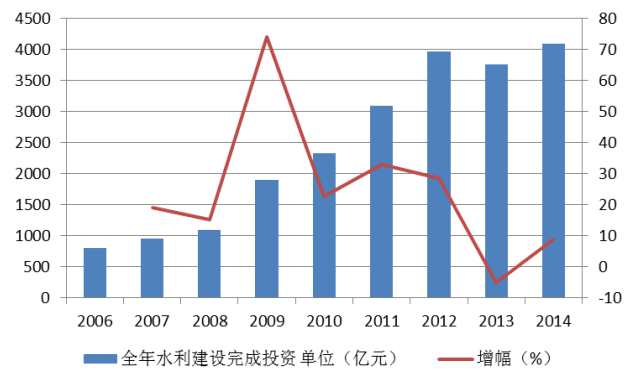
资料来源: 水资源网、东兴证券研究所

**跨流域远距离输水调水是中国 PCCP 应用的主要方向。**中国水资源分配很不均衡, 并且人均淡水资源相比国际水平有较大差距, 水资源处于短缺且不平衡状态。国际公认的标准是: 水资源低于 3000 立方米/人为轻度缺水; 低于 2000 立方米/人为中度缺水; 低于 1000 立方米/人为重度缺水; 低于 500 立方米/人为极度缺水。中国有 16 个省、区和市人均水资源量低于严重缺水线, 6 个省和区人均水资源量低于 500 立方米处于极度缺水状态, 包括宁夏、河北、山东、河南、山西、江苏。

因此, 加强远距离供水和输水相关项目建设成为必然和最有效益的项目建设, 著名的项目有: 南水北调、引滦入津、引黄济青等。所以, 远距离供水项目在中国的需求空间仍然很大。

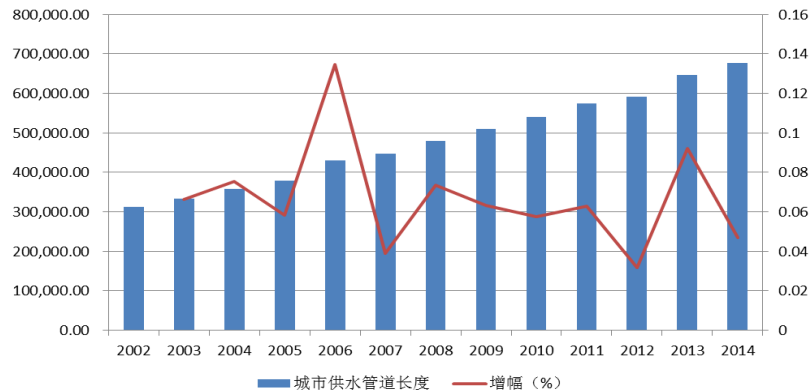
**图表 13: 南水北调工程建设情况**


资料来源: d、东兴证券研究所

**图表 14: 我国历年水利建设投资情况**


资料来源: d、东兴证券研究所

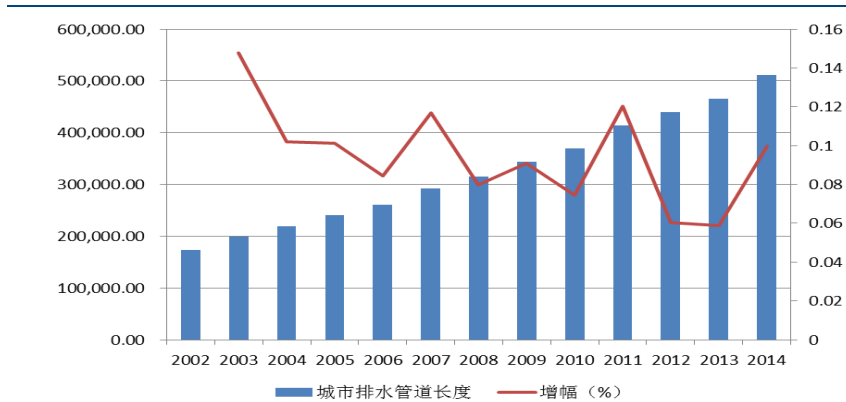
**城市中的引水也是 PCCP 等钢筋混凝土管的应用方向。**城市的电厂、能源厂等需要从水源地大量引水, 城市第二水源地建设也会带动城市内长距离输水的需求, PCCP 等钢筋混凝土管道也比较适用。

**图表 15: 我国城市供水管道长度变化情况**


资料来源: d、东兴证券研究所

排水管网也会用到 PCCP 等钢筋混凝土管, 中国排水管网建设改造空间巨大。中污水回用环节, 也有内压的产生, 所以 PCCP 比较适用。近年来, 我国多个大中城市频繁遭遇暴雨灾害袭击, 城市内涝现象严重。城市排水管网严重落后于城镇化的发展速度, 不能负载城市人口的增长。地下排水管道在长度和对极端天气的应对能力上都有着很大的提升空间, 带来 PCCP 等钢筋混凝土管巨大的需求空间。

图表 16: 我国城市排水管道长度变化情况



资料来源: d, 东兴证券研究所

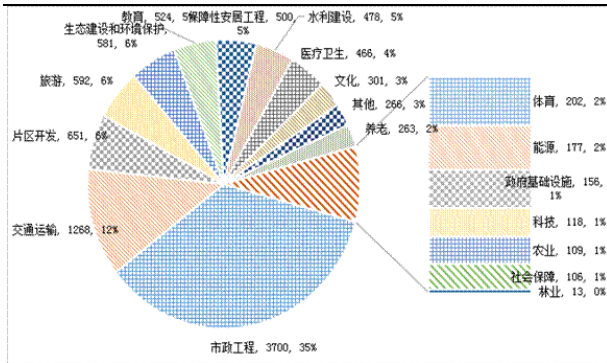
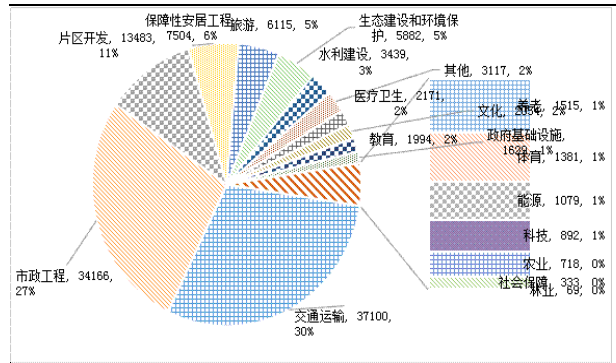
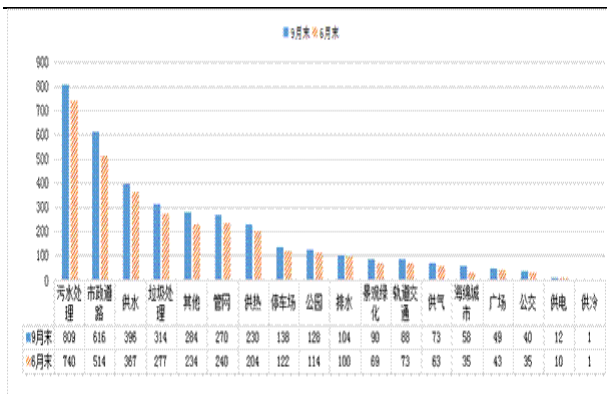
中国 2015 年城镇人口数量为 7.72 亿, 按照美、德和日三个发达国家的平均人均排水管道长度为 4.06m 计算, 中国要达到发达国家平均水平, 我国需建设排水管道的总长度大约为 313 万 km, 而中国 2014 年城市排水管的长度仅为 51 万 km, 较发达国家还具有很大的差距。

中国城市排水设施仿造苏联模式, 但苏联位于寒带地区, 本身降雨较少, 因此排水管道埋藏较浅, 口径偏小, 不适用于我国绝大多数地区。因此, 中国城市这部分老旧管道存在较大的更新换代、升级改造空间。

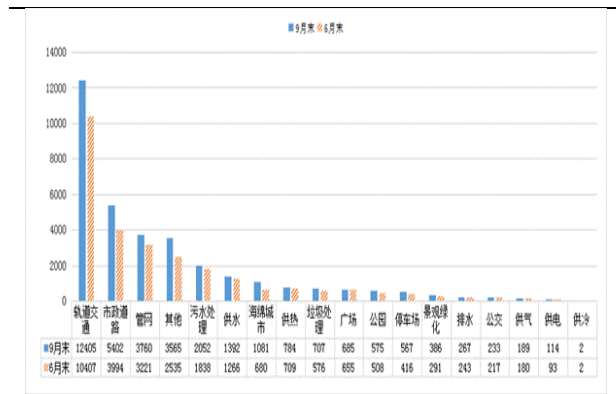
## 2.3 PPP 和大项目推 PCCP 等管材 2017 年进高景气

水利建设作为托底经济的抓手, 大项目 2016 年纷纷招标开工。随着国家供输水项目的进入招标集中期, 2016 年行业逐步进入景气度回升阶段。2016 年招标的供输水大的项目有: 湖北省鄂北地区水资源配置工程、某生态环境保护工程一期工程、盐环定扬黄工程改造、山西省万家寨引黄入晋工程、吉林省中部城市引松供水工程、大伙房水库输水(二期)抗旱应急工程、某建设管理局工程等项目。

在国家应对经济增速惯性下滑的情况下, 供输水工程建设作为一个经济托底的抓手, 2016 年进入集中招标期。这些项目订单在 2017 年和 2018 年将进入集中供管期, 带动行业进入高景气阶段。

**图表 17: 9 月末 PPP 项目个数行业分布**

**图表 18: 9 月末 PPP 项目投资额行业分布**

**图表 19: 市政工程中各项目数分布情况**


资料来源: PPP 项目库、东兴证券研究所

**图表 20: 市政工程中各项目投资额分布情况**


资料来源: PPP 项目库、东兴证券研究所

**受益 PPP 项目行业景气度持续时间或超预期。**2016 年 1-9 月财政部 PPP 项目库入库项目达到 10741 个, 总投资额高达 12,46 万亿。其中市政工程项目投资为 3.42 万亿, 占比为 27%, 水利建设投资额为 3499 亿元, 占比 3%。同时在 3 季度的新增项目中, 市政工程投资额为 6336 亿元, 占比高达 34%, 水利建设投资额为 370 亿元, 占比 2%。

在市政工程中管网建设投资额为 3760 亿元, 占市政工程为 11%; 供水项目投资为 1392 亿元, 占比 4%; 排水项目为 267 亿元, 占比 1%; 海绵城市投资额为 1081 亿元, 占比 3%; 污水处理投资额为 2062 亿元, 占比 6%。

这些项目未来落地将使得管材行业的需求得到持续的提升, 未来 PCCP 等钢筋混凝土管的景气度持续时间或许会超预期。

## 2.4 寡头竞争格局决定青龙管业将受益行业景气度回升

**PCCP 行业集中度高, 龙头企业发展空间大。**2013 年全国具备 PCCP 管生产线的企业约为 60 家, 生产线 100 多条, 但是由于产品的运输制约, 具有一定的销售半径, 只有在全国具备竞争能力的公司才能够有较大的发展空间。行业前十强 PCCP 企业占全国产量的 80%, 行业集中度很高。具备大口径和大型项目经验的企业主要为青龙管业、山东电力、无锡华毅、韩建河山、龙泉股份和国统股份等。

寡头竞争格局下青龙管业成为最受益行业景气度回升公司之一。PCCP 管的应用领域主要是一些大的供输水项目。这些项目的招标对投标企业历史业绩要求较高, 如果不能拿到订单, 新进入的小企业很难有一席之地。同时国家关于 PCCP 生产施工设计出台了一系列标准, 实施严格的生产许可证制度, 对于新建企业提出了更高的要求。当前大型项目都是基础建设项目, 施工时间长, 对于资金占用时间长, 企业需要一定资金实力, 并且对于企业的环保要求也在提高。这些将使得行业寡头竞争特征明显, 未来大企业将会成为强者恒强、中小型企业逐渐退出, 大型企业逐步扩大份额的竞争局面。青龙管业作为行业中的龙头企业之一未来将受益于行业景气度的回升。

### 3. 公司订单高增资金充足, 积极发展新方向

#### 3.1 公司新签订单高增, 成为 2017 年业绩增长基础

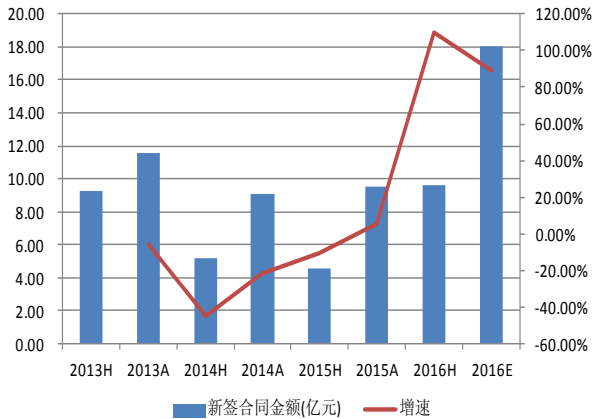
2016 年随着湖北、新疆等地区大的供水项目开始开工招标, 公司获得几个大单。2016 年新签订单预计目前已达到 16 亿元, 其中 PCCP 管约为 11 亿元, 其他管材为 5 亿元。大的订单包括: 湖北省鄂北地区水资源配置工程 5.07 亿元、某生态环境保护工程 4.02 亿元、盐环定扬黄工程改造 1.98 亿元和延安黄河引水工程 7754 万元。新签订单较 2015 年大幅提升, 预计全年新签订单同比增速在 80% 左右。公司当前在手订单约超过 21 亿元, 同比增速在 60% 左右。

图表 21: 青龙管业中标项目

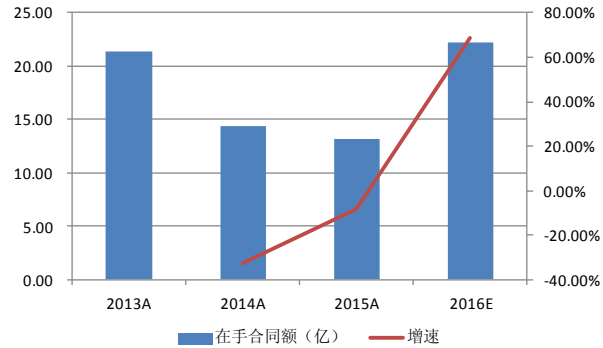
公司名称	项目名称	中标时间	中标金额
青龙管业	湖北省鄂北地区水资源配置工程	2015 年 12 月	5.06 亿
	盐环定扬黄工程改造	2016 年 9 月	1.98 亿
	某生态环境保护工程一期工程	2016 年 7 月	4.02 亿
	延安黄河引水工程黄延线、延长线	2016 年 4 月	0.76 亿

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

在 2016 年订单落地速度较慢的情况下, 2017 年进入集中释放期, 成为 2017 年和 2018 年业绩高增的基础。同时, 随着 PPP 项目的不断推出 2017 年和 2018 年相关项目也将进入不断地招标当中, 未来 2 年公司业绩增长将进入向上的高增阶段。

**图表 22: 青龙管业新签订单和增速**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**图表 23: 青龙管业在手订单和增速**


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

### 3.2 资金充足试水中小贷和民营银行等积极探索新亮点

**改变募集资金用途, 减少无效投资。**公司在主业环境波动变化的情况下, 及时将募投项目资金改变用途, 防止掉进无效投资的陷阱。累计变更用途的募集资金总额为 2.93 亿元。

像钢丝网骨架增强塑料复合管技改项目由原来的预投 2045 万元减少为 568.2 万元。天津海龙管业有限公司二期建设项目由 7860 万元减为 6044 万元。预应力钢筒混凝土管扩建项目由 9011 万元, 减为 1917 万元。山西管道生产线停建。超募资金中包头建龙管道投资项目由 1000 万减为 509 万元。新疆阜康青龙管业投资额由 1.31 亿元减为 5333 万元。银川经济技术开发区购地 1700 万和节水灌溉器材及配套项目 9000 万取消。

**公司积极运作保证闲置资金保值增效, 为发现公司新增长空间提供帮助。**由于传统项目建设的改变和取消, 公司货币资金充裕。2016 年 9 月底公司货币资金达到 3.58 亿元。同时, 公司积极投资各类金融等资产, 保证资金增值。2016 年 9 月底交易性金融资产 3052 万元, 持有到期的投资 1.87 亿元, 包括理财产品和私募债等。可供出售的金融资产 2.11 亿元, 包括有理财产品、股权基金、有限合伙企业、银行和信用社投资等。其中, 参与投资的合伙企业北京正和岛基金合伙企业(有限合伙)、北京正和兴源创业投资合伙企业(有限合伙)和广发信德(珠海)医疗产业投资中心(有限合伙), 均为股权投资基金, 对于这些股权投资基金投资的项目, 公司作为合伙人有优先的收购权。对于股权基金投资不但可以获得股权投资的收益, 同时还可以为公司新业务和新利润增长点的发展提供帮助。

**图表 24: 青龙管业投资的股权基金项目**

基金名称	参与额度	基金投资方向
北京正和兴源投资管	3,000 万元	(1) 早期高科技领域以及大消费服务领域的成长良好的企业, (2) 正

理合伙企业		和岛的优质会员企业和通过正和岛网络发现的企业, (3) 有快速在全国中小企业股份转让系统挂牌或“战略新兴产业板”公开发并上市的科技型企业, 且五年内有退出的可能。本有限合伙投资的领域包括但不限于: 信息技术、医疗健康、节能环保、新材料、大消费、文化传媒、先进制造业。
歌斐创世海尔供应链四期投资基金	3,000 万元	向项目公司提供贷款, 投资款项最终用于海尔家居向其上游供应商支付贸易款或基金管理人同意的其他用途
广发信德(珠海)医疗产业投资中心	2,000 万元	专注于收购优质医疗机构, 利用原有医院的医生和品牌资源, 通过加大医院的硬件投入, 激活医院的运营机制, 从而改善医院的经营管理和经营绩效, 然后将收购的医院组成医疗集团到资本市场上市。
歌斐诺亚中石化股权九号投资基金	2,000 万元	主要投资于中石化销售公司混合所有制改革的相关资产
北京正和岛基金合伙企业	3,000 万元	主要对未上市且具有投资价值企业进行投资, 其中约 80% 的资金将用于投资成长期和成熟期项目, 约 20% 的资金将用于投资早期高科技项目

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**资金充裕设立中小贷公司, 发展新的利润增长点。**2015 年公司利用超募资金 2.5 亿元和自有资金 0.5 亿元设立中小贷公司, 以改善公司的收入和资产结构。按照测算, 10 年经营期内, 小贷公司可实现年均贷款余额为 7.1 亿元, 年均利润 4817 万元, 年均资本回报率为 16.06%。

2016 年 9 月底公司发放贷款余额为 2.86 亿元, 获得利息收入为 2425 万元, 平均收益率在 8% 左右, 远高于公司管材行业的净资产收益率。

**民营银行申请正在进行当中。**2013 年公司提出要利用自有资金, 作为主发起人筹建民营银行。2016 年 9 月 27 日公司收到国家工商总局核发的《企业名称预先核准通知书》, 同意核准由宁夏青龙管业股份有限公司等 10 个投资人出资、注册资本 20 亿元, 设立中汇银行股份有限公司。后续还需要银监会的审批等。

### 3.3 新高管上任带来公司新鲜血液和新发展预期

季伟 2016 年 4 月 16 日任职青龙管业代总经理, 季伟原为新疆香梨股份董秘和总裁, 曾任青龙管业 IPO 时的 PE 投资股东中水汇金资产管理(北京)公司的副总经理。季伟在香梨股份任职期间参与过香梨股份的资产置换工作, 在股权投资和资产重组上有经验积累。季伟 1977 年出生, 在青龙管业的高管层中很年轻, 季伟的加入将为公司的发展注入新鲜血液。

季伟作为原来的 PE 从业人员, 在公司资金充足和公司积极探索新业务的情况下, 将提升公司外延式发展的能力, 有利于公司寻找和发现新的业务增长方向。为公司战略的发展提供有力支持。

## 4. 盈利预测及估值

青龙管业是 PCCP 等供输水和排水管的龙头企业之一, 受益于大型供输水项目的开工建设, 订单大幅增长, 成为公司业绩高增长的基础。公司在行业环境波动的情况下积极探索发展新的利润增长点, 拓展发展新的公司成长空间。我们预计公司 2016 年到 2018 年实现营业收入为 7.88 亿元、13.15 亿元和 16.8 亿元, 归属于母公司的净利润为 3336 万元、1.22 亿元和 1.83 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.10 元、0.37 元和 0.55 元。考虑到公司作为行业的龙头企业之一, 受益于大型公输水项目的启动和 PPP, 行业景气度底部回升, 业绩增长拐点显现, 公司资金充足和积极探索新利润增长点, 给予公司“强烈推荐”投资评级。

图表 25: 管材公司财务和估值表

名称	2015 营业收入 (亿)	净利率 (TTM)	2015ROE	总市值 (亿)	PS (TTM)	2016PE	PB
青龙管业	8.16	4.96	2.76	40.70	5.46	121	2.28
韩建河山	6.07	1.53	3.23	49.26	8.24	46.13	5.97
龙泉股份	4.92	3.12	1.75	61.15	9.28	36.32	2.97
国统股份	3.93	-20.96	-5.63	36.70	10.44	599.62	4.16
中值	5.50	2.32	2.26	44.98	8.76	83.56	3.56

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

我们选取了 3 家业务与青龙管业相近的上市公司进行比较, 可以看到青龙管业市净率和市销率分别为 2.28 和 5.46 倍, 均低于同行业 4 家公司的中值水平, 同时公司作为行业内的上市公司的龙头企业之一, 在行业未来强者越强的发展趋势下, 公司将受益于行业环境较大, 所以公司估值处于行业内较低水平。

## 5. 风险提示

- 1 公司订单落地速度低于预期。
- 2 新的大型供输水项目新开工情况低于预期。
- 3 公司新业务发展速度低于预期。

图表 26: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1206.01	1403.41	1346.42	1748.29	2035.48	<b>营业收入</b>	855.79	818.85	787.82	1315.02	1680.22
货币资金	166.80	307.79	296.22	203.83	178.10	<b>营业成本</b>	577.77	559.34	518.85	866.57	1113.47
应收账款	545.78	510.93	496.43	792.61	920.67	营业税金及附加	6.92	7.38	7.09	4.60	5.88
其他应收款	32.39	77.39	74.45	124.27	158.79	营业费用	59.36	83.81	92.17	117.04	109.21
预付款项	73.86	44.30	44.30	44.30	44.30	管理费用	112.60	102.17	124.87	157.80	193.23
存货	372.85	438.77	412.24	546.06	686.39	财务费用	5.35	6.62	7.50	9.57	14.55
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	25.13	23.37	23.00	23.00	23.00
<b>非流动资产合计</b>	1039.70	1070.23	940.59	941.32	951.87	公允价值变动收益	0.18	0.16	0.18	0.18	0.18
长期股权投资	12.39	8.35	8.35	8.35	8.35	投资净收益	12.39	20.16	25.00	25.00	25.00
固定资产	379.76	362.33	357.70	368.55	389.17	<b>营业利润</b>	81.24	56.48	39.51	161.61	246.06
无形资产	101.61	99.98	89.98	79.98	69.98	营业外收入	4.82	7.68	7.68	7.68	7.68
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.61	1.02	1.02	1.02	1.02
<b>资产总计</b>	2245.71	2473.64	2287.01	2689.61	2987.35	<b>利润总额</b>	81.45	63.14	46.17	168.27	252.72
<b>流动负债合计</b>	480.37	652.93	535.57	801.96	900.17	所得税	19.89	16.21	11.77	42.07	63.18
短期借款	120.00	192.50	107.78	256.72	271.51	<b>净利润</b>	61.55	46.93	34.40	126.21	189.54
应付账款	124.66	137.04	109.46	182.81	234.90	少数股东损益	3.84	(1.62)	1.03	3.79	5.69
预收款项	102.39	172.75	172.75	172.75	172.75	归属母公司净利润	57.72	48.55	33.36	122.42	183.85
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	147.64	113.54	89.42	215.75	307.93
<b>非流动负债合计</b>	18.84	20.57	1.55	1.55	1.55	<b>BPS (元)</b>	0.17	0.14	0.10	0.37	0.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	499.20	673.51	537.12	803.51	901.72	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	11.07	22.84	23.87	27.66	33.34	营业收入增长	-30.92%	-4.32%	-3.79%	66.92%	27.77%
实收资本(或股	334.99	334.99	334.99	334.99	334.99	营业利润增长	-40.69%	-30.47%	-30.05%	309.06%	52.25%
资本公积	820.86	820.86	820.86	820.86	820.86	归属于母公司净利	-49.12%	-15.88%	-31.28%	266.92%	50.18%
未分配利润	525.93	547.70	579.06	694.13	866.95	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1735.44	1777.30	1810.66	1933.08	2116.93	毛利率(%)	32.49%	31.69%	34.14%	34.10%	33.73%
<b>负债和所有者权</b>	2245.71	2473.64	2287.01	2689.61	2987.35	净利率(%)	6.74%	5.93%	4.24%	9.31%	10.94%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	0.30%	2.57%	1.96%	1.41%	4.43%
						ROE(%)	3.33%	2.73%	1.84%	6.33%	8.68%
<b>经营活动现金流</b>	91.98	127.33	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
净利润	61.55	46.93	34.40	126.21	189.54	资产负债率(%)	22.23%	27.23%	22.65%	29.07%	29.55%
折旧摊销	61.06	50.44	1.07	44.57	47.32	流动比率	2.51	2.15	2.51	2.18	2.26
财务费用	0.00	0.00	(7.50)	(9.57)	(14.55)	速动比率	1.73	1.48	1.74	1.50	1.50
应收账款减少	(46.85)	12.38	(27.58)	73.35	52.09	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	(39.33)	70.36	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.37	0.35	0.33	0.53	0.59
<b>投资活动现金流</b>	(525.62)	(63.42)	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.50	1.38	1.22	1.81	1.81
公允价值变动收	12.39	20.16	25.00	25.00	25.00	应付账款周转率	1.52	1.55	1.56	2.04	1.96
长期股权投资减	0.46	(4.04)	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	(3.37)	(4.04)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最新摊	0.17	0.14	0.10	0.37	0.55
<b>筹资活动现金流</b>	(109.71)	56.22	(92.21)	139.37	0.24	每股净现金流(最新	(1.62)	0.36	(0.03)	(0.28)	(0.08)
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	5.18	5.31	5.41	5.77	6.32
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	71.47	86.79	121.99	33.25	22.14
资本公积增加	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.35	2.29	2.25	2.11	1.92
<b>现金净增加额</b>	(543.36)	120.13	(92.21)	139.37	0.24	EV/EBITDA	27.25	34.83	43.41	19.11	13.52

资料来源: 东兴证券研究所





### 分析师简介

#### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。

单击此处输入文字。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。