

青龙管业 (002457)

证券研究报告

2017年03月30日

地处一带一路战略热点区域，17年仍有看点

事件

公司是供排水管道龙头。近期，公司发布年报，2016全年实现总营收8.25亿元，同比微幅增长0.81%；归母净利润2120.73万元，同比大幅下降56.32%，扣非后归母净利润1769.37万元，同比下降57.22%。未能完成年初目标，主要是受到有关工程项目施工进度延后、合同推迟进行收入确认延后以及成本费用增加等因素的共同影响。此外，2016年四季度实现营收3.4亿元，同比增长25.97%，环比大幅增长101.84%。

订单量急剧变化，成本费用端承压

分业务看，公司主要业务包括混凝土管材（营收占比52%），塑料管材（44%），小额贷款（4%）。其中，①混凝土管材毛利率34.80%，同比上升1.75个百分点，主要原因是2016年新签订单大幅增加，合同金额15.3亿，增幅252.53%，销量457.55KM，同比增长40%，同时产量也大幅增长88%。②塑料管材毛利率24.29%，同比下降5.55个百分点，主要原因是订单大幅减少，合同金额5.05亿元，产销量均下滑25%，分别是3.4万吨、3.67万吨。订单此消彼长，导致业务结构微变，塑料管材营收占比降幅超5个百分点。

分区域看，西北（营收占比78.33%），华北（20.34%），华中（1.33%）。其中，华北业务涨幅明显，达到35.6%；华中业务逐年大幅下降，2016同比减少38%。主要原因是：西北业务下滑近4%，而去年是增长12%。公司立足西北，一直致力新市场开拓，但近年来华北、华中业务波动较为明显，或因为供排水管道行业特殊性，异地扩张有一定难度。

成本费用端承压，一是原材料价格上涨，公司原材料在成本中占比达到70%，主要产品PCCP、PCP、BCCP、PVC等管材原材料一般为钢材、水泥和塑料树脂，2016年水泥、钢材价格均有回升。二是期间费用上涨明显，其中财务费用大幅上涨41.6%，主要原因是贷款利息增加及同比银行存款受益下降。管理费用增长6.87%，主要是研发支出增长近95%，中介费、办公费等均有所增加。销售费用增长2.39%，主要是投标服务费增长114%。

手握优质客户资源，地处一带一路+西部大开发战略热点区域，17年仍有看点

公司通过投标中标承接业务，业务模式决定资源依赖性，需要突破体制壁垒，公司原隶属宁夏水利厅，多年来积累大量优质资源，根据年报披露信息，前五大客户有山西省漳河水利工程建设管理局、新疆昌源水务淮东供水有限公司等。但行业特性决定公司有区域局限性，本地资源优势的同时，却面临异地资源劣势。虽然公司近年来异地业务呈现不稳定，但西北作为公司业务核心区，地处一带一路、西部大开发等战略要地，业务将直接受益基建增长。此外，2017年政府工作报告提出，再开工15项重大水利工程、再开工建设城市地下综合管廊2000公里以上，且今年是PPP大年，模式渗透率、落地率都在不断提升，公司业绩增量可期，17年仍有看点。预计公司2017-2019年EPS分别为：0.14、0.22、0.25元。

风险提示：西部基建进程不及预期。

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.20元
目标价格	13.5元

基本数据

A股总股本(百万股)	334.99
流通A股股本(百万股)	253.86
A股总市值(百万元)	3,751.91
流通A股市值(百万元)	2,843.19
每股净资产(元)	5.36
资产负债率(%)	37.12
一年内最高/最低(元)	12.68/9.04

作者

杨诚笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	818.85	825.48	862.62	910.07	964.67
增长率(%)	(4.32)	0.81	4.50	5.50	6.00
EBITDA(百万元)	113.54	63.75	92.73	125.64	146.19
净利润(百万元)	48.55	21.21	47.30	74.47	83.46
增长率(%)	(15.88)	(56.32)	123.05	57.42	12.08
EPS(元/股)	0.14	0.06	0.14	0.22	0.25
市盈率(P/E)	77.28	176.92	79.32	50.38	44.95
市净率(P/B)	2.11	2.09	2.04	1.97	1.89
市销率(P/S)	4.58	4.55	4.35	4.12	3.89
EV/EBITDA	33.44	51.66	34.90	25.61	22.99

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	307.79	346.14	69.01	72.81	77.17	营业收入	818.85	825.48	862.62	910.07	964.67
应收账款	588.31	462.17	716.63	465.54	787.56	营业成本	559.34	552.71	574.51	605.20	641.51
预付账款	44.30	123.56	31.44	126.87	51.70	营业税金及附加	7.38	12.00	9.10	10.34	11.72
存货	438.77	482.13	370.67	557.62	400.99	营业费用	83.81	85.82	86.26	86.46	86.82
其他	24.24	362.70	134.82	176.48	227.12	管理费用	102.17	109.19	107.63	91.01	86.82
流动资产合计	1,403.41	1,776.70	1,322.57	1,399.31	1,544.55	财务费用	6.62	9.38	7.39	2.86	5.31
长期股权投资	8.35	0.68	0.68	0.68	0.68	资产减值损失	23.37	40.19	29.56	31.04	33.60
固定资产	362.33	445.52	451.16	476.45	500.53	公允价值变动收益	0.16	0.01	(0.06)	0.04	(0.00)
在建工程	0.90	2.54	37.52	70.51	72.31	投资净收益	20.16	12.13	14.89	14.89	14.89
无形资产	99.98	106.43	103.46	100.50	97.53	其他	(40.65)	(24.28)	(29.66)	(29.86)	(29.78)
其他	485.02	316.32	460.59	388.10	387.36	营业利润	56.48	28.33	63.00	98.10	113.79
非流动资产合计	956.57	871.48	1,053.41	1,036.25	1,058.41	营业外收入	7.68	3.54	5.35	5.52	4.80
资产总计	2,473.64	2,913.66	2,502.36	2,604.06	2,789.74	营业外支出	1.02	1.48	2.37	1.62	1.83
短期借款	192.50	290.50	97.33	50.54	181.55	利润总额	63.14	30.39	65.98	102.00	116.77
应付账款	178.06	220.43	163.00	239.08	199.87	所得税	16.21	7.37	16.93	25.50	29.19
其他	282.37	550.63	344.65	344.65	324.38	净利润	46.93	23.02	49.04	76.50	87.57
流动负债合计	652.93	1,061.55	604.98	634.27	705.80	少数股东损益	(1.62)	1.81	1.74	2.03	4.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	30.49	归属于母公司净利润	48.55	21.21	47.30	74.47	83.46
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.14	0.06	0.14	0.22	0.25
其他	20.57	20.01	19.81	20.13	19.98						
非流动负债合计	20.57	20.01	19.81	20.13	50.47						
负债合计	673.51	1,081.56	624.78	654.40	756.27						
少数股东权益	22.84	38.13	39.78	41.78	45.80	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	334.99	334.99	334.99	334.99	334.99	成长能力					
资本公积	820.86	820.79	820.79	820.79	820.79	营业收入	-4.32%	0.81%	4.50%	5.50%	6.00%
留存收益	1,442.30	1,458.96	1,502.80	1,572.88	1,652.67	营业利润	-30.47%	-49.84%	122.40%	55.71%	15.99%
其他	(820.86)	(820.78)	(820.79)	(820.79)	(820.79)	归属于母公司净利润	-15.88%	-56.32%	123.05%	57.42%	12.08%
股东权益合计	1,800.13	1,832.09	1,877.58	1,949.66	2,033.46	获利能力					
负债和股东权益总	2,473.64	2,913.66	2,502.36	2,604.06	2,789.74	毛利率	31.69%	33.04%	33.40%	33.50%	33.50%
						净利率	5.93%	2.57%	5.48%	8.18%	8.65%
						ROE	2.73%	1.18%	2.57%	3.90%	4.20%
						ROIC	4.06%	2.63%	4.37%	5.73%	6.50%
						偿债能力					
						资产负债率	27.23%	37.12%	24.97%	25.13%	27.11%
						净负债率	11.80%	9.45%	23.70%	23.51%	26.12%
						流动比率	2.15	1.67	2.19	2.21	2.19
						速动比率	1.48	1.22	1.57	1.33	1.62
						营运能力					
						应收账款周转率	1.40	1.57	1.46	1.54	1.54
						存货周转率	2.02	1.79	2.02	1.96	2.01
						总资产周转率	0.35	0.31	0.32	0.36	0.36
						每股指标(元)					
						每股收益	0.14	0.06	0.14	0.22	0.25
						每股经营现金流	0.38	0.52	-0.06	0.27	-0.28
						每股净资产	5.31	5.36	5.49	5.70	5.93
						估值比率					
						市盈率	77.28	176.92	79.32	50.38	44.95
						市净率	2.11	2.09	2.04	1.97	1.89
						EV/EBITDA	33.44	51.66	34.90	25.61	22.99
						EV/EBIT	60.18	87.33	45.97	31.87	28.23

现金流量表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	46.93	23.02	47.30	74.47	83.46
折旧摊销	50.44	26.40	22.33	24.68	27.09
财务费用	9.65	10.40	7.39	2.86	5.31
投资损失	(20.16)	(12.13)	(14.89)	(14.89)	(14.89)
营运资金变动	20.94	(249.77)	(83.00)	2.81	(200.29)
其它	19.53	375.10	1.68	2.07	4.11
经营活动现金流	127.33	173.01	(19.18)	91.99	(95.21)
资本支出	25.25	113.81	60.20	79.68	50.15
长期投资	(4.04)	(7.67)	0.00	0.00	0.00
其他	(84.63)	(298.70)	(114.03)	(113.81)	(103.00)
投资活动现金流	(63.42)	(192.56)	(53.82)	(34.13)	(52.85)
债权融资	192.50	290.50	97.33	50.54	212.04
股权融资	(6.62)	(9.44)	(7.40)	(2.86)	(5.31)
其他	(129.66)	(202.56)	(294.05)	(101.75)	(54.30)
筹资活动现金流	56.22	78.50	(204.12)	(54.07)	152.43
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	120.13	58.96	(277.13)	3.80	4.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com