

## 青龙管业(002457)

## 西北管业龙头，谋求横向突破

## 建议询价区间

20.00~23.00RMB

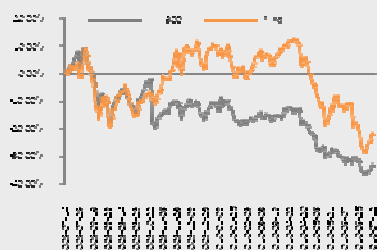
## 预计上市定价

24.00~27.00RMB

## 主要数据

行业	建筑材料制造
公司网址	www.qld.com.cn
大股东/持股	和润发展/26.71%
实际控制人/持股	陈家兴/26.82%
总股本(百万股)	104.58
发行量(百万股)	35.00
筹资额(亿元)	-
社会公众股占比(%)	25.08
每股净资产(元)	4.38
净资产收益率(%)	24.78
资产负债率(母公司,%)	46.28

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 研究员

**刘英华** S1060208120120  
0755-22626420  
liuyh1@pasc.com.cn

**徐 炜** 联络人  
0755-22627752  
xuwei850@pingan.com.cn

## 投资要点

## ■ 管道产品市场广阔：

青龙管业为西部管业龙头，主要产品为混凝土管道和塑料管道，产品用于建筑和市政给排水、水利工程、燃气输送及光电缆保护等领域。城市化进程和水资源紧缺造就了管道产品广阔的市场前景，管道给排水系统的新建和改造是城市化进程的重要环节，在“存量+增量”双重需求刺激下，输水管道行业值得看好。

## ■ 细分行业冰火两重天：

公司主要产品为混凝土管道（PCCP、PCP、RCP管）和塑料管道（PVC-U、PE管）两大系列。其中，混凝土管道产品可替代性不强且具有运输半径，行业区域集中度高，对上下游议价能力较强，毛利率达35%，业绩贡献68%。而塑料管道产品面临激烈的市场竞争，有可替代性产品，对上下游议价能力较弱，毛利率不足30%。

## ■ 占据西北，图谋京津唐：

公司占据西北的三大优势为区域集中度高、产品结构完整和研发能力较强。目前混凝土产品的西北市场占有率为40%左右，而控股子公司河北三河京龙的主要产品RCP和PE管道产品已于2001年成功进入“京津唐”市场，其中RCP在北京市场占有率已经达到行业前列。

## ■ 募投项目着手战略布局：

募投资金主要用于建设三项混凝土管道生产线和一项塑料管道生产线，可增加混凝土管道产能300公里、塑料管道产能1155万吨，使公司产能分别提高32%、2%。除增厚业绩外，天津青龙更可与三河京龙形成产品互补、协同经营。公司将开辟京津唐为第二核心区域，未来业绩增长主要来自于产能增长、产能利用率提高和高集中度带来的价格提升。

## ■ 估值与投资建议：

我们预测公司2010年、2011年的EPS分别为1.11元、1.27元，综合PE相对估值和DCF绝对估值两种方法，我们认为，青龙管业的合理价值区间为24~27元，对应2010年的动态PE为22~24倍，建议询价区间为20~23元。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	513.99	729.08	855.56	952.86	1059.34
YoY(%)	45.74%	41.85%	17.35%	11.37%	11.18%
净利润(百万)	74.24	117.01	154.91	177.24	200.27
YoY(%)	22.23%	57.60%	32.39%	14.42%	12.99%
毛利率(%)	28.96%	32.78%	30.90%	30.28%	30.63%
净利率(%)	14.44%	16.05%	18.11%	18.60%	18.91%
ROE(%)	21.36%	23.93%	11.53%	11.65%	11.64%
EPS(摊薄/元)	0.53	0.84	1.11	1.27	1.43
P/E(倍)	-	-	-	-	-
P/B(倍)	-	-	-	-	-

## 正文目录

一、	估值和投资建议	4
二、	西北管道业龙头	5
三、	管道产品市场广阔	7
3.1.	城市化进程和水资源紧缺造就广阔市场	7
3.2.	子行业：冰火两重天	7
3.2.1.	混凝土管道：区域集中度高，进入门槛较高	7
3.2.2.	塑料管道：竞争激烈，议价能力弱	8
四、	占据西北，图谋京津唐	9
4.1.	占据西北：三大优势	9
4.1.1.	区域优势明显	9
4.1.2.	产品结构完整	9
4.1.3.	研发能力较强	9
4.2.	图谋京津唐：开辟第二核心区域	10
五、	募投项目分析	10
六、	风险提示	11
6.1.	宏观政策	11
6.2.	原材料成本上涨	12
七、	盈利预测和基本假设	12
7.1.	基本假设	12
7.2.	盈利预测	12

## 图表目录

图表 1：DCF 估值敏感性分析 .....	4
图表 2：近期上市中小板公司估值 .....	4
图表 3：A 股可比公司估值 .....	5
图表 4：发行后股本结构 .....	5
图表 5：公司历史沿革 .....	6
图表 6：2009 年公司各产品营业收入占比 .....	6
图表 7：近三年各地区销售收入占比保持稳定 .....	6
图表 8：建国以来城市化率提高 36 个百分点 .....	7
图表 9：固定资产投资额持续增长 .....	7
图表 10：混凝土管道行业波特五力分析 .....	8
图表 11：公司管道产品品种丰富 .....	9
图表 12：募投项目战略布局京津唐 .....	10
图表 13：募投项目概况 .....	10
图表 14：青龙塑管 PE 项目投资分析 .....	10
图表 15：天津海龙一期 RCP 项目投资分析 .....	11
图表 16：天津海龙二期 PCP、PCCP 项目投资分析 .....	11
图表 17：青龙管业扩建项目投资分析 .....	11
图表 18：毛利率假设 .....	12
图表 19：价格假设 .....	12
图表 20：产能利用率假设 .....	12
图表 21：收入成本预测 .....	12
图表 22：分产品收入增速 .....	13

## 一、估值和投资建议

我们预测公司 2010 年、2011 年的 EPS 分别为 1.11 元、1.27 元，综合 PE 相对估值和 DCF 绝对估值两种方法，我们认为，青龙管业的合理价值区间为 24~27 元，对应 2010 年的动态 PE 为 22~24 倍。根据近期中小板公司上市首日涨幅，给予 19% 的折价，建议询价区间为 20~23 元。

我们预测公司未来三年的净利润复合增长率仅为 20%，因此给予 22 倍的估值，对应发行价为 24 元。以 DCF 模型测算公司的每股价值为 16~27 元。

图表 1：DCF 估值敏感性分析

WACC(%g)	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
4.65%	27.07	36.51	57.36	141.98
5.65%	20.89	26.87	35.16	55.23
6.65%	16.91	20.13	25.12	33.87
7.65%	14.13	16.30	19.41	24.22
8.65%	12.08	13.63	15.72	18.72
9.65%	10.51	11.66	13.15	15.17
10.65%	9.27	10.15	11.26	12.69

资料来源：平安证券研究所

近期中小板上市公司发行价对应 2010 年 PE 的均值为 33 倍，对应未来 2 年复合增长率的 PEG 为 1.1 倍，上市首日平均涨幅为 19%。

图表 2：近期上市中小板公司估值

证券代码	证券简称	首发价格	上市首日 涨跌幅%	EPS			发行价对应 PE			PEG
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2010E
<b>平均值</b>							<b>33</b>	<b>25</b>	<b>1.1</b>	
002444.SZ	巨星科技	29.0	-5.34	0.85	0.96	1.15	34.2	30.1	25.3	1.8
002445.SZ	中南重工	18.8	7.18	0.55	0.68	0.84	34.5	27.6	22.3	1.1
002446.SZ	盛路通信	17.8	17.56	0.41	0.52	0.65	43.8	34.4	27.2	1.3
002447.SZ	壹桥苗业	29.0	45.96	0.64	0.82	1.07	45.0	35.3	27.0	1.2
002440.SZ	闰土股份	31.2	-5.13	1.04	1.24	1.44	30.0	25.2	21.6	1.4
002441.SZ	众业达	39.9	-3.06	1.09	1.34	1.62	36.8	29.8	24.6	1.3
002442.SZ	龙星化工	12.5	20.88	0.35	0.57	0.71	36.1	22.1	17.7	0.5
002443.SZ	金洲管道	22.0	-0.18	0.76	0.96	1.26	28.8	22.9	17.4	0.8
002396.SZ	星网锐捷	23.2	33.75	0.61	0.82	1.04	38.3	28.3	22.4	0.9
002437.SZ	誉衡药业	50.0	18.66	0.93	1.33	1.88	53.7	37.6	26.6	0.9
002438.SZ	江苏神通	22.0	38.05	0.39	0.56	0.79	55.8	39.4	28.0	1.0
002439.SZ	启明星辰	25.0	28.32	0.53	0.66	0.88	47.6	37.7	28.3	1.3
002433.SZ	皮宝制药	29.8	9.93	0.54	0.69	1.02	55.3	42.9	29.1	1.1
002434.SZ	万里扬	30.0	4.03	0.81	1.06	1.43	37.1	28.4	21.0	0.9
002435.SZ	长江润发	15.5	15.16	0.33	0.44	0.56	47.4	35.6	27.5	1.1
002436.SZ	兴森科技	36.5	1.18	0.70	1.01	1.35	52.5	36.0	27.0	0.9
002429.SZ	兆驰股份	30.0	10.03	0.53	0.93	1.32	56.8	32.3	22.7	0.6
002430.SZ	杭氧股份	18.0	34.78	0.63	0.76	0.96	28.8	23.8	18.8	1.0
002431.SZ	棕榈园林	45.0	49.20	0.65	1.09	1.64	69.6	41.3	27.5	0.7

002432.SZ	九安医疗	19.4	37.31	0.31	0.48	0.70	61.6	40.5	27.6	0.8
002425.SZ	凯撒股份	22.0	13.23	0.55	0.77	1.03	40.3	28.4	21.4	0.8
002426.SZ	胜利精密	14.0	30.09	0.42	0.49	0.58	33.5	28.5	24.2	1.6
002427.SZ	尤夫股份	13.5	20.59	0.35	0.52	0.81	38.7	25.8	16.7	0.5
002428.SZ	云南锗业	30.0	102.00	0.62	0.76	0.98	48.3	39.7	30.7	1.6
002421.SZ	达实智能	20.5	53.07	0.37	0.55	0.78	55.0	37.4	26.3	0.8
002422.SZ	科伦药业	83.4	7.53	1.78	2.58	3.48	46.8	32.4	23.9	0.8
002423.SZ	中原特钢	9.0	11.78	0.29	0.30	0.36	31.1	30.1	25.0	2.6
002424.SZ	贵州百灵	40.0	1.33	0.76	1.01	1.32	52.7	39.7	30.4	1.3
002417.SZ	三元达	20.0	25.05	0.41	0.53	0.68	48.4	37.4	29.6	1.3
002418.SZ	康盛股份	20.0	-5.61	0.48	0.64	0.82	41.3	31.3	24.3	1.0
002419.SZ	天虹商场	40.0	-7.35	0.89	1.20	1.53	45.0	33.4	26.1	1.1
002420.SZ	毅昌股份	13.8	6.96	0.30	0.43	0.56	45.3	32.0	24.6	0.9
	<b>平均值</b>		<b>19.28</b>				<b>44.37</b>	<b>32.73</b>	<b>24.78</b>	<b>1.09</b>

资料来源：WIND资讯，聚源数据，平安证券研究所

青龙管业主营业务为制造用于市政给排水、水利等工程的混凝土管道，和用于建筑给排水、电缆光缆保护、燃气输送等工程的塑料管道，目前 A 股可比公司为国统股份和大禹节水。按最新收盘价和盈利预测，可比公司 2010 年动态 PE 的均值为 35 倍。

图表 3：A股可比公司估值

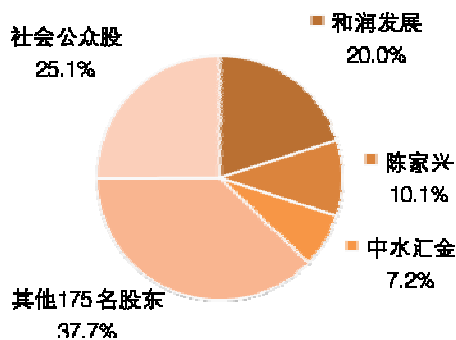
证券代码	证券简称	收盘价（7月14日）	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
300021.SZ	大禹节水	18.16	0.18	0.45	0.72	101.4	40.4	25.1
002205.SZ	国统股份	20.28	0.52	0.68	0.98	39.2	29.8	20.7
	<b>平均值</b>						<b>35</b>	<b>23</b>

资料来源：WIND资讯，聚源数据，平安证券研究所

## 二、西北管道业龙头

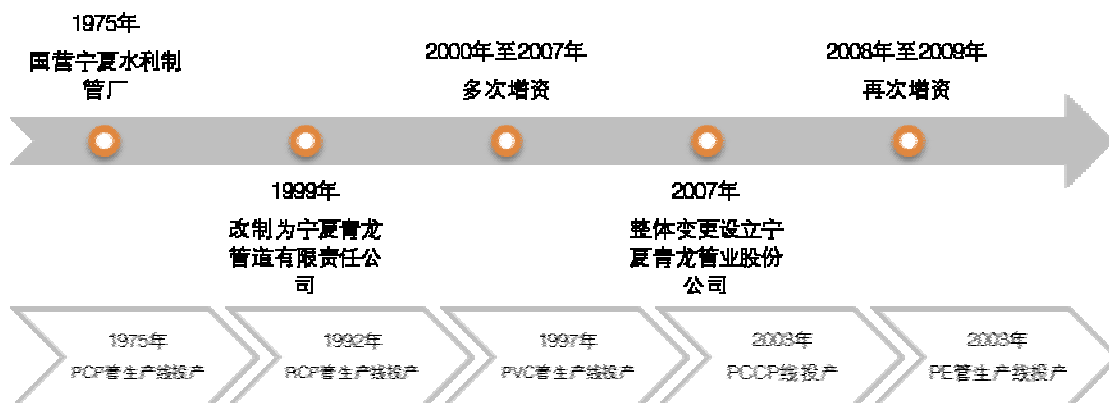
青龙管业的主营业务为研发、制造和销售供水、排水管道，公司具有从事研发、制造和销售各种供水管道三十多年的经验，一直奉行“区域化、专业化”的发展战略，目标市场定位于西北及“京津唐”地区，是西北地区最大的供排水管道生产企业，也是国内最大的供排水管道生产企业之一。

图表4：发行后股本结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

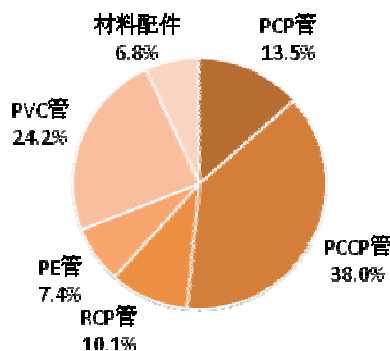
图表5：公司历史沿革



资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司的主要产品分为混凝土管和塑料管两大系列，其中混凝土管道包括预应力钢筒混凝土管（PCCP）、预应力钢筋混凝土管（PCP）和钢筋混凝土排水管道（RCP）三大类产品；塑料管道包括硬质给水用聚氯乙烯(PVC-U)管和高密度聚乙烯(HDPE)管两大类产品。

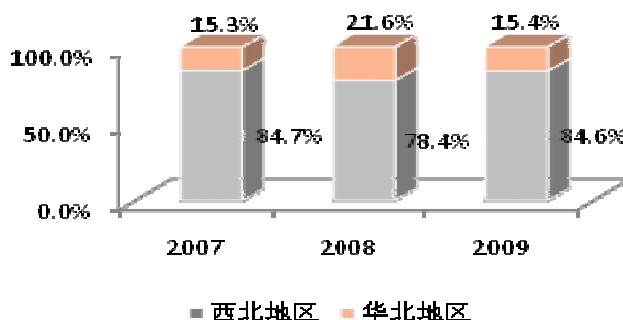
图表6：2009年公司各产品营业收入占比



资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司拥有近千个不同规格的产品，是我国制管行业中产品种类和规格最齐全的管道制造企业。公司产品主要销售区域为西北地区，“青龙”牌管道在宁夏及周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）拥有良好的声誉，市场占有率第一。

图表7：近三年各地区销售收入占比保持稳定



资料来源：公司资料，平安证券研究所

### 三、管道产品市场广阔

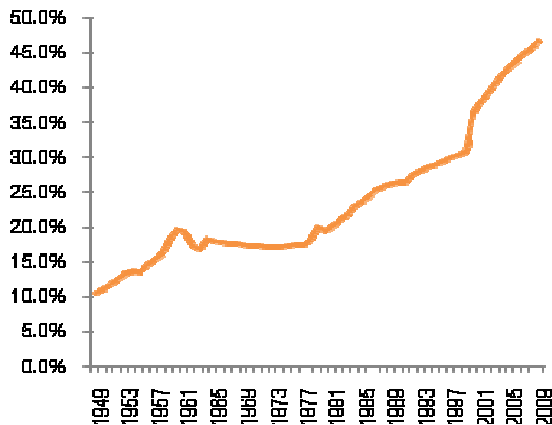
#### 3.1. 城市化进程和水资源紧缺造就广阔市场

**管道给排水系统的新建和改造是城市化进程的重要的环节，在“存量+增量”双重需求刺激下，输水管道市场值得看好。**

目前我国城市化率以每年增加 1%，即每年有约 1,300 万左右的人口进入城市。随着城市人口和城市规模的不断增加，城市供水不足矛盾日益突出。据统计，全国约 60%城市供水不足，平均每年因缺水影响工业产值 2,000 多亿元。

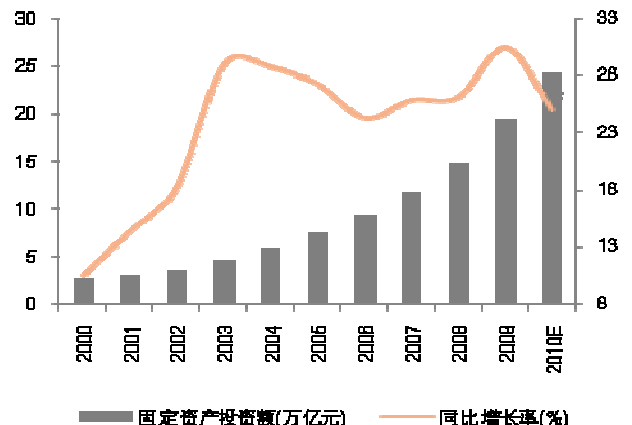
到 2010 年，我国城市总缺水量和农业用水的供需缺口两项合计已经达到 1,060 亿立方米。且目前的输水管网严重老化，每年需要更新大量的管道，以配合城市原有输排水管网的改造工程。为解决上述问题，预计平均每年需新增 PCCP 标准管约 2,600 公里，是目前市场容量的 2 倍，PCCP 及其他输排水管道的市场前景值得看好。

图表8：建国以来城市化率提高36个百分点



资料来源：CEIC，平安证券研究所

图表9：固定资产投资额持续增长



资料来源：CEIC，平安证券研究所

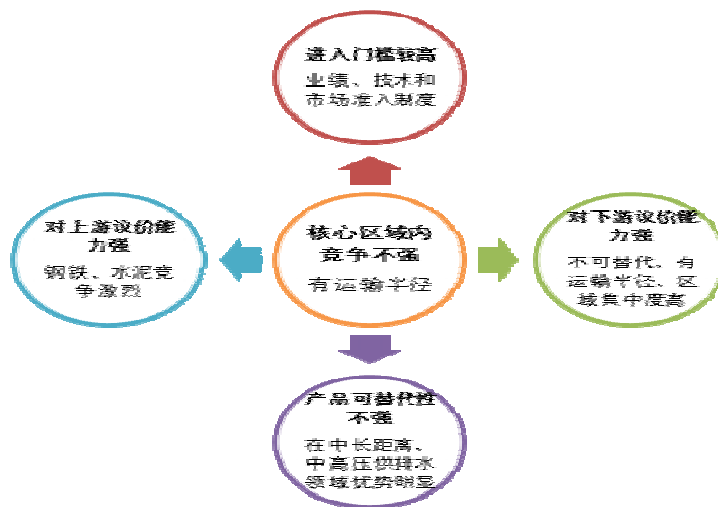
#### 3.2. 子行业：冰火两重天

##### 3.2.1. 混凝土管道：区域集中度高，进入门槛较高

公司 09 年 62% 的营业收入来自于 PCCP、PCP 和 RCP 混凝土管道制造和销售。我们认为，混凝土管道产品可替代性不强且具有运输半径，行业区域集中度高，对上下游议价能力较强。

混凝土管道产品主要用于跨流域引水、城市供水和排水、城市工业园区输水、农业输水等，适用于大型管径、中长距离的供排水工程。

图表10：混凝土管道行业波特五力分析



资料来源：平安证券研究所

**核心区域内竞争不强。**混凝土管道行业已初步形成区域化竞争的格局。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。混凝土管道主要依靠汽车运输，管道口径越大，销售半径越小，一般为 200 公里至 500 公里。行业内的大型生产企业一般把某些特定区域培养成自己的核心市场，以取得较好的盈利能力。

截至 2008 年底，我国的混凝土压力管道生产企业有 130 多家，全国规模以上企业不到 10 家。

**进入门槛较高：业绩、技术和市场准入制度。**（1）水利和城市建设主管部门在选用管道及制造商时，为保障产品安全性，通常将工程业绩作为考核指标。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；（2）混凝土管道制造技术涉及材料、机械、焊接等多个技术含量较高的领域，新进入的企业短时间难以达到国家标准；（3）新企业必须通过当地国家认可的检测机构的严格审核，确认其生产条件和产品达到要求后，才能取得相应的新产品推广许可证或建设产品准入证，参与当地市场销售。市场准入制度的实施，给那些产销规模小、产品不达标的小企业设置了进入行业和市场的障碍。

**可替代性不强。**与其他管道产品相比，混凝土管道具有的优点主要有：能够承受很高的内压和外荷载；具有良好的抗渗性、密封性、耐腐蚀性；安装环境适应性好、抗震能力强；产品价格和维护费用低；使用寿命长等特点。主要用于跨流域引水、城市供水和排水、城市工业园区输水、农业输水等，适用于中长距离、中高压供水和排水工程。

**对供应商和产品用户的议价能力较强。**混凝土管道的主要原材料为钢材和水泥，由于钢铁和水泥行业竞争激烈，公司对原材料供应商有一定的议价能力；下游主要是水利、市政等施工企业，由于混凝土管道产品可替代性不强、有运输半径、区域内集中度较高，公司对下游行业有较强的议价能力。

### 3.2.2. 塑料管道：竞争激烈，议价能力弱

公司 09 年 32% 的营业收入来自于 PE、PVC 管道制造和销售。我们认为，塑料管道产品面临激烈的市场竞争，有可替代性产品，对上下游议价能力较弱。

塑料管道以 PVC（聚氯乙烯）、PE（聚乙烯）、PP（聚丙烯）等化工产品及部分金属为主料，具有耐腐蚀、抗老化、不结垢、流动阻力小、导热系数低、绝缘性能好、施工安装和维修方便等优点，主要用于中小管径的城市供排水、燃气输送、建筑供排水、电缆光缆保护等工程。

**竞争激烈：**截至 2008 年底，我国的塑料管道生产企业共有 1,000 多家，且以中小企业为主，大多数企业的生产能力在 5,000 吨以下（行业内一般认为产能 2 万吨以上为大企业）。



**进入门槛不高：**塑料管道行业也实行准入制度，但因生产设备价格较低、工艺简单、应用领域广泛，行业进入门槛不高。

**可替代产品多：**除了燃气输送、电缆光缆保护等技术要求较高的产品外，在建筑给排水、市政给排水的中小口径管道领域，塑料管道面临金属管道的竞争。

**对上游议价能力弱：**塑料管道的原材料主要为石油化工产品，受石油价格影响大，对上游原材料基本没有议价能力。

**对下游议价能力较弱：**在有替代产品、行业竞争激烈的建筑给排水、市政给排水领域，塑料管道对下游的议价能力较弱。

## 四、 占据西北，图谋京津唐

### 4.1. 占据西北：三大优势

#### 4.1.1 区域优势明显

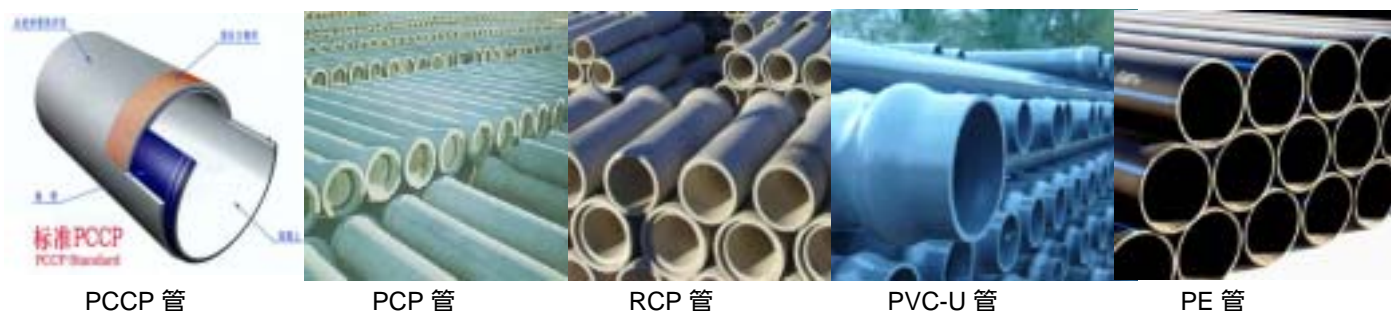
公司地处宁夏，专业从事给排水管道生产三十余年，是我国制管行业中产品品种和规格最齐全的管道制造企业之一，也是我国陕、甘、宁、青、蒙地区产销规模最大的给排水管道制造企业。西北地区是我国缺水最为严重的地区之一，水利工程多，管材需求量大。与其他地区相比，该地区管道需求量巨大。

2009年，公司PCCP、PCP产品在宁夏市场的占有率接近95%，在宁夏周边四省区的市场占有率约40%左右；RCP在宁夏地区的市场占有率达到60%。塑料管在宁夏及周边四省区的市场占有率亦达30%。

#### 4.1.2 产品结构完整

公司产品主要应用于水利、市政等基础设施行业，使用客户主要为水利建设、市政建设、道路建设等政府主管部门。上述工程的一个共同特点就是在不同的工段有可能需要材质不同的管道。公司产品覆盖混凝土管道和塑料管道，压力管道品种齐全，产品结构完善，能全方位的满足客户对产品种类的需求。

图表11：公司管道产品品种丰富



资料来源：平安证券研究所

#### 4.1.3 研发能力较强

公司成立的企业技术中心是宁夏唯一一家管道研发的区级企业技术中心。公司的核心技术及主导产品多是通过自身研发取得。不但产品耐压等级在行业内遥遥领先，而且在国内首创了部分特色塑料管材。工业用热水排渣管、大口径氯化聚氯乙烯（PVC-C）热水、排渣用管材等生产技术国内领先。

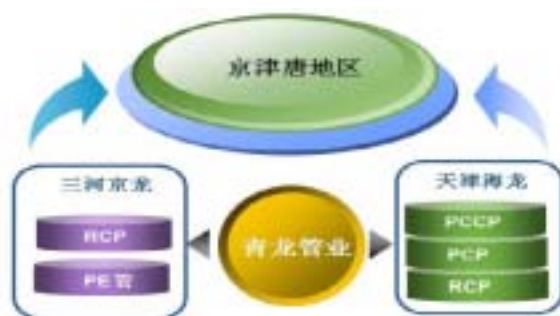
## 4.2.图谋京津唐：开辟第二核心区域

公司于 2001 年在河北三河燕郊设立控股子公司三河京龙，其主要产品 RCP 和 PE 管道等产品已成功进入了“京津唐”地区市场，其中 RCP 在北京市场占有率已经达到行业前列。

三河京龙生产的部分 PE 管材在“首都机场三号航站楼”、“空客 A320 中国天津总装线项目”以及北京奥运会的主场馆“鸟巢”、“水立方”、“五棵松篮球馆”等场馆的建设中得到应用。

通过本次募集资金投资建设项目，天津海龙与三河京龙在“京津唐”地区形成产品互补、营销协同，使京津唐地区成为公司的第二核心区域。

图表12：募投项目战略布局京津唐



资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 五、募投项目分析

公司拟募资 2.5 亿元，分别投资于位于宁夏、天津的 5 个项目。

图表13：募投项目概况

项目名称	项目产品	产能
钢丝网骨架增强塑料（聚乙烯）复合管技改项目	钢丝网骨架增强塑料（PE）复合管	2155 吨
天津海龙管业有限公司一期建设项目	RCP	90km
天津海龙管业有限公司二期建设项目	PCP	90km
	PCCP	55km
预应力钢筒混凝土管（PCCP-L、PCCP-E）扩建项目	PCCP-E	40km
	PCCP-L	20km
企业技术中心建设项目	无具体产品	

资料来源：公司资料，平安证券研究所

### ➤ 钢丝网骨架增强塑料（聚乙烯）复合管技改项目

本项目建设的生产线全年可生产压力等级 0.8 ~ 1.6Mpa 大口径给水及燃气用管材（110 ~ 630）2,155 吨。该项目位于宁夏青铜峡，建设周期 8 个月。

图表14：青龙塑管PE项目投资分析

项目	单位	指标
年销售收入	百万元	39.87
净利润（达产年）	百万元	4.87
财务内部收益率(税后)*	%	43.37
投资回收期(税后)	年	3.45

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ **天津海龙管业有限公司一期建设项目**

该生产线可年产 90km 管径为 DN1050 ~ 3000 的 RCP 管道，位于天津，建设周期为 6 个月。

**图表15：天津海龙一期RCP项目投资分析**

项目	单位	数值
年销售收入	百万元	105.00
净利润(达产后)	百万元	15.94
财务内部收益率(税后)	%	21.33
财务净现值(税后)	百万元	20.48
投资回收期(税后)	年	5.65

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ **天津海龙管业有限公司二期建设项目**

本项目建设内容为年产预应力钢筋混凝土输水管（PCP）90 公里、年产预应力钢筒混凝土输水管（PCCP）55 公里的生产线各一条，项目位于天津，建设周期为 1 年。

**图表16：天津海龙二期PCP、PCCP项目投资分析**

项目	单位	数值
年销售收入	百万元	175.00
净利润(达产后)	百万元	22.14
财务内部收益率(税后)	%	21.22
财务净现值(税后)	百万元	37.53
投资回收期(税后)	年	6.05

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ **预应力钢筒混凝土管（PCCP-L、PCCP-E）扩建项目**

本项目建设内容为一条年产 20km 的 PCCP-L（DN400 ~ 1200）和两条年产 20km 的 PCCP-E（DN1200 ~ 3600）的生产线，位于青铜峡，建设周期为 11 个月。

**图表17：青龙管业扩建项目投资分析**

项目	单位	数值
年销售收入	百万元	105.60
净利润(达产年)	百万元	16.90
财务内部收益率(税后)"	%	17.73
投资回收期(税后)	年	6.02

资料来源：公司资料，平安证券研究所

➤ **企业技术中心建设项目**

本项目主要建设内容为在青铜峡的厂区内建设一座集提供混凝土管道和塑料管道研发中心、材料试验、技术服务及其相关基础设施的企业技术中心研发大楼。该项目的建设周期为 11 个月。

## 六、风险提示

### 6.1. 宏观政策

管道行业与国家及地方政府基础设施建设的投资力度关联度高，经济形势和国家投资力度的变化将对公司的经营业绩和发展前景带来较大影响。

## 6.2. 原材料成本上涨

公司产品主要原材料为钢材、水泥和树脂，2007年、2008年和2009年，上述三种原材料合计占公司同期营业成本的比重分别为64%、57%和61%。公司的管道产品一般需按照合同供货要求安排生产，而从签订供货合同到组织生产完毕时间跨度较长，在此期间如原材料价格上涨，则对公司成本控制产生不利影响。

# 七、 盈利预测和基本假设

## 7.1. 基本假设

图表18：毛利率假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
PCP	37.0%	35.2%	35.2%	34.2%	33.2%	32.2%
PCCP	34.1%	36.2%	36.7%	35.2%	33.7%	33.7%
RCP	30.4%	40.2%	36.0%	35.0%	34.0%	33.0%
PE	20.7%	17.9%	23.7%	20.8%	20.8%	21.8%
PVC	22.8%	25.8%	31.4%	26.7%	28.0%	28.7%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 19：价格假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
PCP (元/米)	322.7	473.0	471.0	476.0	473.3	473.4
PCCP (元/米)	1,289.0	1,291.0	1,686.9	1,686.9	1,686.9	1,602.5
RCP (元/米)	285.0	473.2	410.7	415.7	433.2	419.9
PE (元/千克)	13.9	13.9	11.7	11.7	11.7	11.7
PVC (元/千克)	7.9	9.7	8.7	8.8	9.1	8.9

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 20：产能利用率假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
PCP 产能利用率	84%	69%	81%	90%	86%	86%
PCCP 产能利用率	45%	46%	76%	90%	83%	83%
RCP 产能利用率	86%	70%	64%	90%	78%	77%
PE 产能利用率	57%	54%	60%	60%	60%	60%
PVC 产能利用率	75%	85%	52%	52%	63%	63%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 7.2. 盈利预测

图表 21：收入成本预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	352.7	514.0	729.1	855.6	952.9	1,059.3
收入增速		45.7%	41.8%	17.3%	11.4%	11.2%
营业成本(百万元)	256.6	365.1	490.1	591.2	664.3	734.8
成本增速		42.3%	34.2%	20.6%	12.4%	10.6%
营业利润(百万元)	96.1	148.8	239.0	264.4	288.6	324.5
营业利润增速		54.9%	60.5%	10.6%	9.2%	12.5%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表 22：分产品收入增速

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>收入合计(百万元)</b>	352.7	514.0	729.1	855.6	952.9	1,059.3
YoY	0.0%	45.7%	41.8%	17.3%	11.4%	11.2%
<b>PCP</b>						
收入(百万元)	71.8	91.3	98.4	137.1	145.9	166.3
YoY	N/A	27.2%	7.8%	39.3%	6.5%	13.9%
销量(km)	222.5	193.1	209.0	288.0	308.3	351.2
YoY	N/A	-13.2%	8.3%	37.8%	7.1%	13.9%
收入占比(%)	20.4%	17.8%	13.5%	16.0%	15.3%	15.7%
<b>PCCP</b>						
收入(百万元)	38.8	53.7	276.9	303.6	349.5	418.3
YoY	N/A	38.4%	416.0%	9.6%	15.1%	19.7%
销量(km)	30.1	41.6	164.2	303.6	349.5	418.3
YoY	N/A	38.2%	294.9%	85.0%	15.1%	19.7%
收入占比(%)	11.0%	10.4%	38.0%	35.5%	36.7%	39.5%
<b>RCP</b>						
收入(百万元)	65.9	99.5	73.8	130.9	117.8	142.9
YoY	N/A	51.0%	-25.8%	77.5%	-10.0%	21.3%
销量(km)	231.1	210.2	179.6	315.0	271.9	340.4
YoY	N/A	-9.0%	-14.5%	75.4%	-13.7%	25.2%
收入占比(%)	18.7%	19.4%	10.1%	15.3%	12.4%	13.5%
<b>PE</b>						
收入(百万元)	49.7	57.1	54.0	65.1	70.1	68.6
YoY	N/A	14.8%	-5.5%	20.5%	7.8%	-2.1%
销量(吨)	3,588.9	4,120.1	4,597.9	5,541.4	5,972.3	5,845.4
YoY	N/A	14.8%	11.6%	20.5%	7.8%	-2.1%
收入占比(%)	14.1%	11.1%	7.4%	7.6%	7.4%	6.5%
<b>PVC</b>						
收入(百万元)	115.3	156.8	176.3	180.0	221.5	217.7
YoY	N/A	36.0%	12.4%	2.1%	23.1%	-1.7%
销量(吨)	14,558.8	16,169.0	20,159.1	20,484.0	24,403.4	24,549.5
YoY	N/A	11.1%	24.7%	1.6%	19.1%	0.6%
收入占比(%)	32.7%	30.5%	24.2%	21.0%	23.2%	20.6%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	601	716	1550	1764
现金	172	124	840	972
应收账款	123	182	217	238
其他应收款	30	30	50	50
预付账款	92	71	101	117
存货	176	298	331	374
其他流动资产	7	11	12	13
<b>非流动资产</b>	164	247	332	340
长期投资	10	10	10	10
固定资产	80	169	246	256
无形资产	62	61	60	59
其他非流动资产	12	7	16	16
<b>资产总计</b>	765	964	1882	2104
<b>流动负债</b>	385	421	473	504
短期借款	121	95	97	101
应付账款	80	78	126	130
其他流动负债	184	248	249	273
<b>非流动负债</b>	1	20	29	39
长期借款	0	18	27	38
其他非流动负债	1	2	2	2
<b>负债合计</b>	386	441	501	543
少数股东权益	31	34	37	40
股本	87	105	140	140
资本公积	125	172	837	837
留存收益	136	213	367	545
归属母公司股东权益	348	489	1344	1521
<b>负债和股东权益</b>	765	964	1882	2104

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	3	43	90	118
净利润	77	120	158	180
折旧摊销	11	16	24	32
财务费用	9	8	-13	-29
投资损失	-14	-8	-12	-11
<b>营运资金变动</b>	-84	-99	-72	-55
其他经营现金流	4	6	5	2
<b>投资活动现金流</b>	-27	-108	-98	-29
资本支出	43	94	110	40
长期投资	13	8	0	0
其他投资现金流	30	-6	12	11
<b>筹资活动现金流</b>	109	7	724	43
短期借款	64	-26	2	3
长期借款	0	18	9	11
普通股增加	12	17	35	0
资本公积增加	24	47	665	0
其他筹资现金流	9	-49	13	29
<b>现金净增加额</b>	85	-58	716	132

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	514	729	856	953
营业成本	365	490	591	664
营业税金及附加	2	2	3	3
营业费用	30	49	52	59
管理费用	28	41	43	48
财务费用	9	8	-13	-29
资产减值损失	6	7	6	6
公允价值变动收益	-1	0	-0	-0
投资净收益	14	8	12	11
<b>营业利润</b>	86	140	186	212
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	90	144	190	216
所得税	13	24	32	36
<b>净利润</b>	77	120	158	180
少数股东损益	3	3	3	3
<b>归属母公司净利润</b>	74	117	155	177
EBITDA	105	163	197	215
EPS (元, 当年股本)	0.85	1.12	1.11	1.27

主要财务指标

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	45.7%	41.8%	17.3%	11.4%
营业利润 (%)	20.2%	62.3%	32.8%	14.4%
归属母公司股东权益 (%)	22.2%	57.6%	32.4%	14.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	29.0%	32.8%	30.9%	30.3%
净利率 (%)				14.4%
ROE (%)	21.4%	23.9%	11.5%	11.7%
ROIC (%)	25.7%	25.0%	22.3%	21.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	50.4%	45.7%	26.6%	25.8%
净负债比率 (%)	31.37%	25.65%	24.80%	25.41%
流动比率	1.56	1.70	3.28	3.50
速动比率	1.10	0.99	2.58	2.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.78	0.84	0.60	0.48
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.17	6.24	5.80	5.18
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.53	0.84	1.11	1.27
每股经营现金流	0.02	0.30	0.65	0.85
每股净资产	2.49	3.50	9.63	10.90
<b>估值比率</b>				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。  
市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257