吴剑雄
执业证书编号：S0730209100118
021-50588666-8033
wujx@ccnew.com

西北地区管道制造龙头，进军京津塘

——青龙管业（002457）新股点评

研究报告-新股点评

发布日期：2010 年 7 月 22 日

报告关键要素：

青龙管业是西北地区管道制造龙头企业，在西北市场的占有率超过40%。2009年实现营业收入7.29亿元，净利润1.17亿元。公司募投项目投产后将有望继续巩固、扩大公司在西北市场占有率，拓展京津塘市场份额，增加公司净利润。

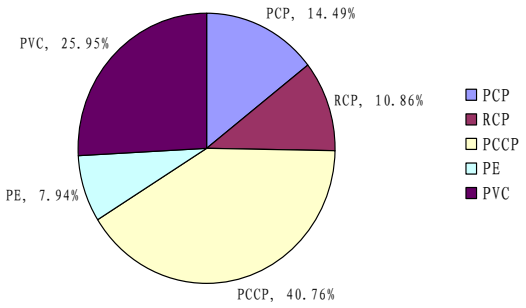
事件：

青龙管业（002457）新股发行。公司是我国产品种类和规格最齐全的管道制造企业之一，“青龙”牌管道在宁夏及在周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）的市场占有率第一。公司坚持区域化和专业发展战略，立足西北市场，拓展京津塘区域市场。公司拟在中小板发行新股 3500 万股，发行后总股本为 13958 万股，发行价为 25 元，拟募集资金约 8.75 亿元。

点评：

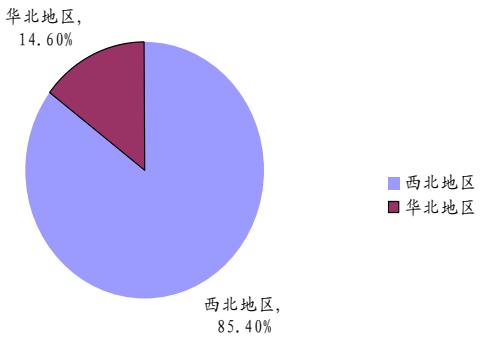
- **公司主营业务简介。**公司是我国产品种类和规格最齐全的管道制造企业之一。其主要产品包括预应力钢筒混凝土管(PCCP)、预应力钢筋混凝土(PCP)、钢筋混凝土排水管道（RCP）等 3 个混凝土管道系列与硬质给水用聚氯乙烯管（PVC-U）和高密度聚乙烯管（HDPE）等 2 个塑料管道系列。产品主要应用于水利、市政等基础设施行业，客户主要为水利建设、市政建设、道路建设等政府主管部门，公司目前销售市场主要集中在西北地区和京津塘地区。

图 1：公司 2009 年分产品销售收入比例



资料来源：中原证券股份有限公司，公司招股说明书

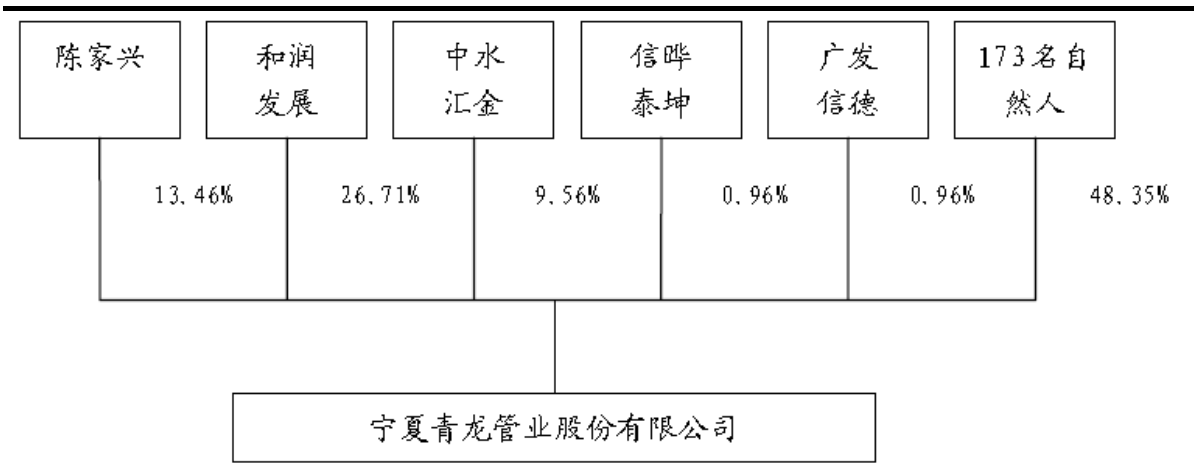
图 2：公司 2009 年分区域销售收入比例



资料来源：中原证券股份有限公司，公司招股说明书

- **股权结构。**公司总股本为 10458 万股，本次上市拟公开发行 3500 万股，发行后股本为 13958 万股。发行前陈家兴先生直接持有 13.46%的股份，其配偶李进华持有公司 0.10%的股份。和润发展持有公司 26.71%的股份（陈家兴持有和润发展 50.01%的股权）。因此，陈家兴直接持有或控制的公司股份为 42111825 股，占本次发行前公司股份总数的 40.27%。

图 3 公司股权结构图



资料来源：中原证券股份有限公司，公司招股说明书

- **公司市场份额决定了公司区域竞争优势。**2009 年公司 PCCP、PCP 产品宁夏市场占有率接近 95%，宁夏周边四省市场占有率约为 40%左右；RCP 在宁夏地区市场占有率达到 60%。塑料管在宁夏及周边四省市市场占有率达到 30%。混凝土管道主要依靠汽车运输，因此存在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模式。混凝土管道生产企业在核心区域市场内，市场占有率越高、行业集中度越高，公司的竞争力越强，产品的毛利率越高。公司在西北市场占有率在 40%以上，区域市场竞争力很强，在西北区域具有寡头垄断的趋势。

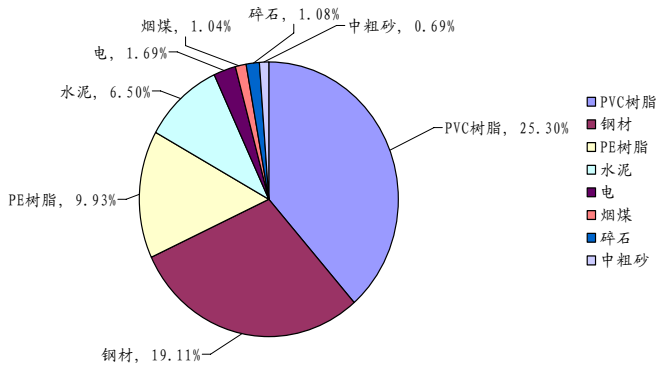
- **西北和京津塘区域市场需求空间巨大。**公司根据区域化和专业化战略方针，继续立足西北市场，重点拓展京津塘区域市场，由于该行业天然存在的区域化垄断特性，我们认为公司在这两个目标区域市场有巨大的市场机会。

  西北水资源匮乏和西北大开发为公司提供了巨大的市场空间。西北地区是我国最缺水地区之一，水利工程多，管材需求量大，相比其他地区，该地区管道需求量巨大。据公司测算，“十一五”期间核心区域内混凝土管道的市场需求在 64 亿元以上，包括宁夏 7.5 亿元、陕西 15 亿元、青海 5 亿元、内蒙古 20 亿元、甘肃 16.5 亿元。随着中央加大对西部基础设施建设的投入和民生工程的改善，公司在西北区域的营业收入有望继续高速增长。

  京津塘区域市场也属于资源性缺水地区，随着工业高速发展、城市人口急剧增加，缺水问题更加突出。据公司计算，该区域要完成水利规划和城建方面的目标，管道总投资额预计为 340 亿元，而在该区域市场份额较大的生产厂家例如山东电力管道工程公司、新疆国统管道股份有限公司等在 2007 年的全年销售收入合计不超过 30 亿元，该区域管道市场发展前景广阔。

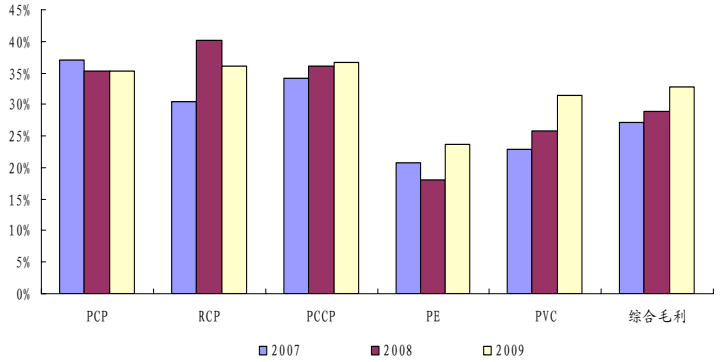
- **成本控制能力强，毛利率高。**公司的主要原材料为钢材、水泥和树脂。原材料中，PE 树脂价格最高，但近年来价格逐渐降低，2007 年以来，除了水泥价格不断走高以外，其余原材料均在 2008 年经历了相对高点后回落。由于公司在区域市场的规模，因此在原材料方面具有较强的议价能力。2007-2009 年公司毛利率逐年上升，分别为 27.40%、28.96%和 32.78%。由于公司在区域市场具有一定的垄断地位，公司转嫁成本的能力较强，我们预计公司较高的毛利率水平在未来几年能得以基本保持。

图 4：公司 2009 年原材料成本占比



资料来源：中原证券股份有限公司，公司招股说明书

图 5：公司近三年分产品毛利率



资料来源：中原证券股份有限公司，公司招股说明书

- **募投资金使用。**本次拟募集资金 2.53 亿元，其中混凝土管道产品生产线扩建项目投资 2.18 亿元，新增 PCP 年产能 90 公里至 410 公里，新增 PCCP 年产能 115 公里至 315 公里，新增 RCP 年产能 90 公里至 350 公里，塑料管产品生产线 0.2 亿元，形成 PE 复合管产能 2155 吨。

表 1：公司拟募投项目列表

序号	项目名称	总投资（万元）	项目建设地点	投产时间
1	钢丝网骨架增强塑料（聚乙烯）复合管道技改项目	2045.41	青龙塑管青铜峡厂区内	2011 年 4 月投产
2	天津海龙管业有限公司一期建设项目	4980.00	天津汉沽杨家泊镇工业园区	2009 年 11 月已经投产
3	天津海龙管业有限公司二期建设项目	7860.00	天津汉沽杨家泊镇工业园区	2011 年 7 月投产
4	管（PCCP-L、PCCP-E）扩建项目	9010.92	青铜峡市青龙管业院内	2011 年 6 月投产
5	企业技术中心建设项目	1420.10	青龙管业院内	
	合计	25316.43		

资料来源：公司招股说明书

公司产能利用率在行业内处于高水平，远远超过行业的平均水平，公司有必要通过扩大产能来满足市场需求。募投项目主要集中在宁夏和天津，用以覆盖西北地区和京津塘地区市场。公司在西北市场已经建立了绝对的优势，扩大产能经济效益显著，青铜峡市的 PE 复合管技改项目和预应力钢筒混凝土管扩建项目达产后估计每年的净利润分别为 487.38 万元和 1690.41 万元，税后财务内部收益率分别为 43.37%和 17.73%。公司在天津已经有了一定的基础，天津海龙一、二期两个混凝土管道产能的扩张可以扩大公司品牌效应，预期经济效益良好。公司拟募投项目预计每年能给公司新增营业收入 4.25 亿元，新增净利润 0.60 亿元。

表 2：公司募投项目投资情况和经济效益列表

项目	PE 复合管技改	天津海龙一期	天津海龙二期	预应力钢筒混凝土管扩建
产品	(PE)复合管	RCP	PCP、PCCP	PCCP-L、PCCP-E
年产能	2155 吨	90km	90km+55km	40km+20km
年销售收入(万元)	3986.75	10500	17500	10560
净利润（达产后）（万元）	487.38	1594	2214	1690.41
财务内部收益率(税后)(%)	43.37	21.33	21.22	17.73
财务净现值(税后)(万元)	-	2048	3753	-
投资回收期（税后/年）	3.45	5.65	6.05	6.02

资料来源：公司招股说明书、中原证券股份有限公司

- **盈利预测。**我们预测公司2010-2011年EPS分别为1.01元和1.16元（按发行后股本摊薄计算）。根据可比公司市盈率，我们认为公司2010合理的市盈率在20-25倍，对应的公司合理的估值范围为20.20-25.25元，价值中值为22.73元，对应2009年的市盈率(发行后股本摊薄)为24-30倍。近期中小板上市首日收盘涨幅在10-20%左右，估计公司上市首日收盘价格约为27-30元，对应2010年的市盈率达到28—30倍。

- **风险提示。**（1）国家宏观调控的风险；（2）原材料价格波动风险；（3）募集资金投资项目达不到预期的风险；（4）公司经营规模扩张引致的管理风险；（5）实际控制人控制风险。

盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	5.14	7.29	9.27	10.89
增长比率（%）	45.74	41.85	27.09	17.54
净利润（亿元）	0.74	1.17	1.41	1.62
增长比率（%）	22.23	57.60	20.49	15.06
每股收益（元）	0.53	0.84	1.01	1.16
市盈率（倍）				

发行数据

发行价(元)	25
发行数量(万股)	3500
发行方式	网下配售
	网上资金申购
发行日期	7月21日
上市日期	

基础数据（2009年12月31日）

每股净资产（元）	5.00
每股经营现金流(元)	0.41
销售毛利率(%)	32.78
净资产收益率(%)	22.37
资产负债率(%)	45.71
总股本/流通A股(万股)	10458
B股(万股)	/

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：　未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：　未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：　未来6个月内公司相对大盘涨幅－5％至5％；
卖出：　未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。