

证券研究报告—深度报告

建筑建材

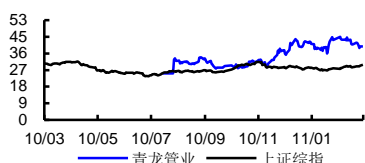
建材

青龙管业(002457)
推荐

目标价: 元 昨收盘: 39.45 元

2011年3月8日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	139.6/35.0
总市值(百万元)	5,506.4/1,380.8
沪深300/深圳成指	2,996.21/13,140.88
12个月最高/最低(元)	44.55/25.00

相关研究报告:

证券分析师: 陈健

电话: 010-88005308

E-mail: chenjian7@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120045

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

品种齐全的区域管道龙头

●公司是品种齐全、西北地区最大的供排水管道生产企业

公司是西北地区最大的供排水管道生产企业, 立足于宁夏及周边四省(陕西、青海、内蒙、甘肃), 并进军京津唐和新疆市场。同时, 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, 产品主要包括两大类, 分别是混凝土管道和塑料管道, 在区域市场具有很强的竞争优势, 产能利用率和毛利率高于市场平均水平。

●将持续受益于大规模水利建设

今年一号文件指出要加大公共财政对水利的投入, 将水利作为公共财政投入的重点领域, 预计未来十年, 水利建设将有 4 万亿的投资规模。大规模的水利建设将激发大型 PCCP 和 PCP 管的巨大需求, 公司作为区域管道龙头企业, 所处核心竞争区域为西北干旱缺水省份, 必将持续受益于大规模水利工程建设。

●募投和超募项目确保未来业绩增长

随着首次公开发行募投项目 2011 年到 2012 年陆续达产, 以及新疆昌吉青龙管业公司二期 2012 年投产试生产, 到 2013 年, 预计将增加年销售收入 8.5 亿元, 净利润 0.75 亿元。同时, 将使公司的市场战略布局进一步合理、成熟, 业务结构也更趋于稳固、合理, 极大地提升公司持续盈利能力和竞争力。

●风险提示

公司募投项目不能顺利投产; 市场竞争导致产能利用率不足和价格下降。

●给予“推荐”评级

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 1.09、1.14 和 1.68 元, PE 为 37.6、35.6 和 24.3。考虑到国家未来十年水利建设投入翻倍带来的管道需求, 公司产能扩张, 区域扩张所带来的增长, 给予公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	513.99	729.08	854	998	1,472
(+/-%)	45.74%	41.85%	17.1%	16.9%	47.5%
净利润(百万元)	74.24	117.01	126	151	223
(+/-%)	22.23%	57.60%	7.9%	19.4%	47.9%
每股收益(元)	0.85	1.12	1.09	1.14	1.68
EBIT Margin			19.1%	19.8%	19.9%
净资产收益率(ROE)	21.36%	23.93%	21.8%	22.2%	26.5%
市盈率(PE)	46.43	35.26	37.6	35.6	24.3
EV/EBITDA			28.5	25.0	18.1
市净率(PB)	9.92	8.44	8.21	7.90	6.44

投资摘要

估值与投资建议

公司作为西北地区最大的供排水管道生产企业，目标市场立足于宁夏及周边四省（陕西、青海、内蒙、甘肃），并进军京津唐和新疆市场。同时，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。

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 1.09、1.14 和 1.68 元，PE 为 37.6、35.6 和 24.3。考虑到国家未来十年水利建设投入翻倍带来的管道需求，公司产能扩张，区域扩张所带来的增长，给予公司“推荐”评级。

核心假设或逻辑的变化

我们假设公司所处核心区域的水利投资年均增加 1 倍，公司募投和超募项目顺利投产，并获得相应的订单。预计公司 2010-2012 年营业收入增长率分别为 16.93%、47.47%和 15.76%，综合毛利率 32%。

与市场预期的差异之处

通过对公司募投项目和超募项目的分析，我们认为 2011 年公司产能释放不大，业绩没有那么乐观，而 2012 年产能会集中释放。由于公司所处行业的特殊性，行业产量利用率普遍不高，因此，有可能存在产能利用率超预期，业绩超预期的情况。

股价变化的催化因素

公司所属核心区域水利投资力度加大；公司投资的项目提前投产，或获得大的订单。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、公司募投项目不能顺利投产；
- 2、市场竞争导致产能利用率不足和价格下降。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
公司基本情况.....	5
历史沿革与股权结构.....	5
产品和市场定位：品种齐全、西北最大的供排水管道生产企业.....	6
公司收入结构：PCCP 和 PVC 管占比超过 60%.....	7
公司所处产业发展趋势和竞争格局分析	8
国家鼓励推广使用混凝土管和塑料管等新型管材	8
未来十年 4 万亿投资，大兴水利带来行业发展良机	9
居民用水、防洪排涝及第二水源地建设推动管道需求增长.....	9
行业竞争：毛利率较高，在区域市场内具有优势	10
公司未来发展趋势分析及盈利预测.....	12
立足宁夏及周边四省，进军京津唐和新疆市场.....	12
公司所处核心区域的市场需求旺盛	13
募投和超募项目确保未来业绩增长	14
盈利预测：2012 年产能集中释放	15
核心判断的主要风险	16
附表 1：财务预测与估值.....	17
国信证券投资评级.....	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明.....	18

图表目录

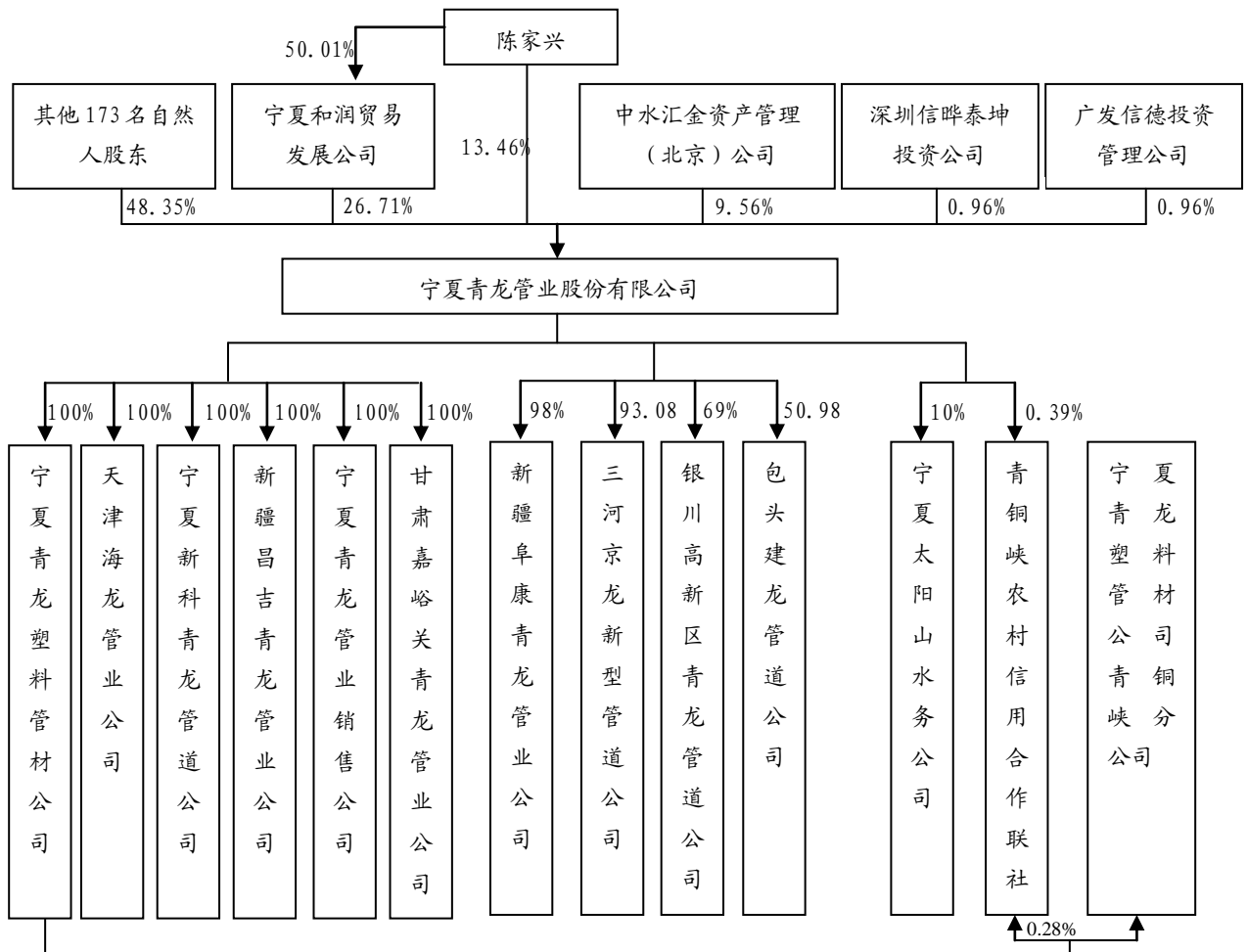
图 1: 公司股权和组织结构图	5
图 2: 公司产品定位和市场地位	6
表 1: PCCP 与 PCP 特点比较	6
图 3: 公司主要产品应用明细图	7
图 4: 2007-2009 年公司收入构成 (单位: 万元)	8
图 5: 2007-2010 年公司主要产品毛利率	8
表 2: 青龙管业塑料管竞争对手分析	11
表 3: 青龙管业与同类上市公司毛利率比较	12
表 4: 我国水资源时空分布不均匀	12
图 4: 子公司市场定位和业务架构	13
表 5: 公司的市场区域容量分析	14
表 6: 新疆地区管材市场分析	14
表 7: 募集资金项目分析	15
表 8 公司未来主要产品产能和产量预测表	16

公司基本情况

历史沿革与股权结构

青龙管业的前身是宁夏水利制管厂，于 1975 年建成投产，是宁夏回族自治区水利厅下属的全民所有制企业。公司于 1999 年改制设立为股份制公司，经过 10 多年的发展公司已经成为注册资本 10458 亿元的公司，于 2010 年 8 月公开上市，发行 3500 股，占发行后总股本的 25.08%。其中陈家兴先生直接持有公司 13.46% 的股份；和润发展持有公司 26.71% 的股份。陈家兴先生同时持有和润发展 50.01% 的股份，因此，陈家兴先生直接持有和间接控制公司 40.27% 的股权，为公司的实际控制人。目前公司控股 10 家子公司，这些公司分布在宁夏、新疆、甘肃、内蒙古、北京、天津等地，是作为公司开展当地业务的生产或销售实体。

图 1：公司股权和组织结构图



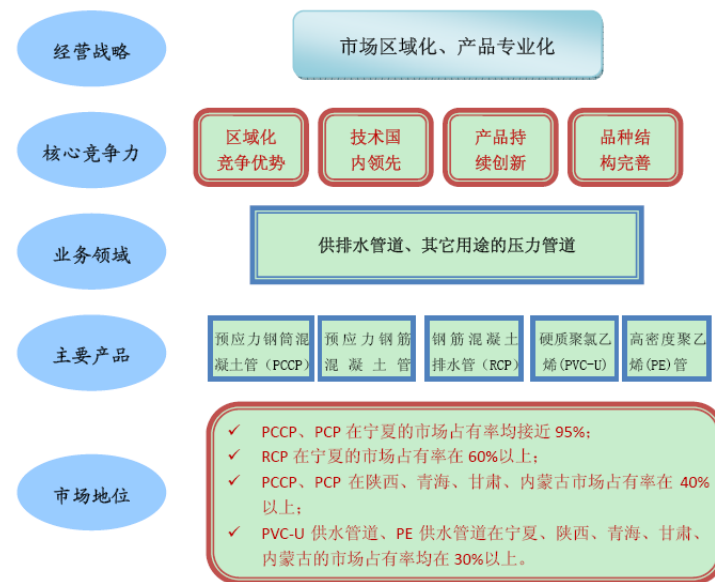
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

产品和市场定位：品种齐全、西北最大的供排水管道生产企业

公司具有从事研发、制造和销售各种供排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地区及“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。

公司的主营业务为研发、制造和销售供水、排水管道，并根据客户需求生产少量其他用途压力管道。目前公司的产品主要包括两大类，分别是混凝土管道和塑料管道，混凝土管道又包括 PCCP（预应力钢筒混凝土管）、PCP（预应力钢筋混凝土管）、RCP（预应力钢筋混凝土排水管）。塑料管道包括 PVC-U（聚氯乙烯）管道和 HDPE（聚乙烯树脂为主要原料制作的管材）。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。

图 2：公司产品定位和市场地位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

与其他管道相比，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。

PCCP 与 PCP 作为混凝土管道的两个品种，其主要特点对比如下：

表 1：PCCP 与 PCP 特点比较

品种	压力范围	管径范围	成本	主要适用范围
PCCP	≤2.0MPa	DN600-4000mm	相对较高	中长距离、中高工压供水
PCP	≤1.2Mpa	DN400-2000mm	相对较低	中长距离、中低工压供水、排水

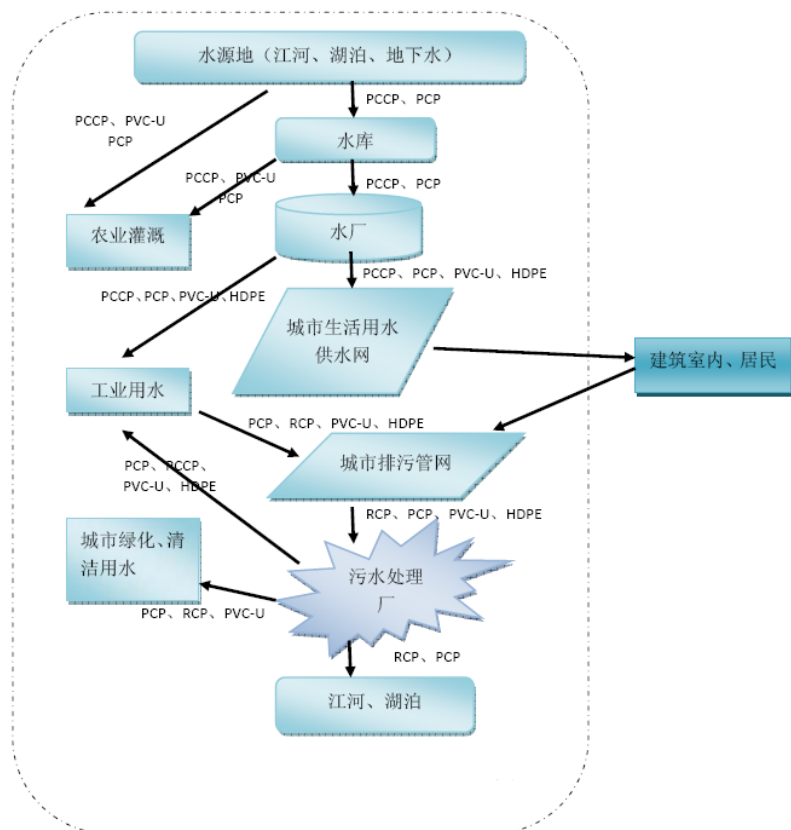
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

塑料管道是化学建材的一个重要分类，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，运用塑料挤出技术、注塑技术、塑料金

属复合技术、复合高分子材料技术加工、生产而成。与金属管、混凝土管等传统管材相比，塑料管材具有耐腐蚀、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，广泛应用于城市供水、排水、燃气输送、污水处理、村镇建设、建筑供水、排水、公路铁路排水、电缆光缆保护、农业排灌、化学矿山等建筑业、工业和农业领域。

塑料管道还具有如下优点：生产能耗仅为钢管、铸铁管等传统金属管道的 1/4，管网运行时的能耗也远远低于传统金属管道；塑料管材生产用水主要是冷却用水，可循环使用；由于塑料管材具有优良的耐腐蚀性，接头质量可靠，可降低供水管网漏水率，因此塑料管道在生产使用过程中都会达到节水的目的；塑料管道生产过程中的边角料和施工过程中余料，破碎后可直接回收利用，适量添加不会影响产品性能；报废的塑料管道也可回收利用。

图 3：公司主要产品应用明细图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

从图 3 可以看到，公司产品应用的领域包括农业灌溉、农村和城市居民供水、城市绿化和清洁、工业用水、排污等。公司产品主要应用于水利、市政、电力、通讯、工矿企业和铁路、公路等基础设施行业，使用客户主要为道路建设、市政建设、水利建设等政府主管部门和建筑施工企业等。水利工程、市政基础建设的工程量直接对公司的产品需求产生影响。

公司收入结构：PCCP 和 PVC 管占比超过 60%

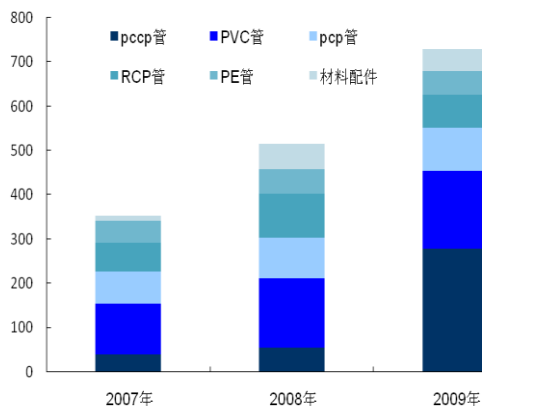
公司营业收入主要来源于混凝土管道、塑料管道等主营业务产品的销售。2007-2009 年，两类管道产品的销售收入合计占营业收入的比重分别为 96.81%、

89.17%和 93.19%。其他业务收入占比较小，主要来自于销售材料等。

公司产品主要采取订单生产模式，同一订单通常包含定制化的产品，也包含通用性的产品。公司一般会保留一定存货，以保证及时供货公司通用性产品占营业收入的比重基本稳定。

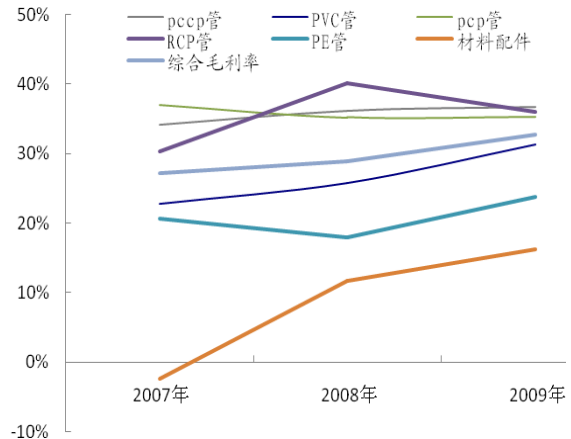
公司除了巩固在西北地区的传统优势地位，近几年逐渐拓展了包括天津、北京、河北各地新市场。陆续成功开发出多种不同工压和规格的 PCCP、PE 管道，这些新开发的产品已经成为公司的利润增长点。2008 年营业收入较 2007 年增加 16,130.80 万元，增幅达 45.74%；2009 年营业收入较上年同期增加 21,508.36 万元，增幅达 41.85%。

图 4：2007-2009 年公司收入构成（单位：万元）



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所

图 5：2007-2010 年公司主要产品毛利率



资料来源：公司历年年报，国信证券经济研究所

2009 年混凝土管道主营业务收入较 2008 年增长 83.73%，主要是 PCCP 销售收入增加 22,326.40 万元，增幅达 416.00%。公司 2008 年以来，持续获得 PCCP 大项目订单，随着这些项目的执行，PCCP 收入大幅增长。

公司是西北地区最大的供排水管道生产企业，产品在宁夏及周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）市场占有率第一。凭借区域竞争优势，公司连续获得 PCCP、PCP 等毛利率较高的大订单。因此，公司综合毛利率 2007-2009 年持续走高，分别为 27.24%、28.96%和 32.78%，主要是高毛利率的 PCCP 占比增大。

公司的毛利主要来源于混凝土管道和塑料管道，合计占比达 95%以上。混凝土管道毛利占毛利总额比重均保持在 60%以上。公司毛利总额 2008 年和 2009 年分别比上年同期增长 54.92%和 60.54%。

公司所处产业发展趋势和竞争格局分析

国家鼓励推广使用混凝土管和塑料管等新型管材

2000 年 8 月出台的《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录（2000 年修订）》中，塑料管材被列入重点鼓励类产品。2000 年 8 月，国家五部委又一次在全国化学工作会议上提出《国家化学建材产业“十五”计划和 2010 年发展规划纲要》，指明了塑料管材等化学建材的发展计划和目标。提出 2005 年后，塑料管材的推广应用主要以 PVC-U 和 PE 塑料管为主。

为配合国家推广应用化学建材，全国 20 多个省市相继推出鼓励发展化学建材的地方政策性文件。这些文件的出台，加速了塑料管材的推广应用，为各个领域的塑料管材应用发展提供了极好的机会。

《中国节水技术政策大纲》（国家发展改革委、科技部、水利部、建设部、农业部联合发布，2005 年）提出：推广应用新型供排水管材，包括：大口径管材（DN>1200mm）优先考虑预应力钢筒混凝土管（PCCP）；中等口径管材（DN=300-1200mm）优先采用塑料管和球墨铸铁管，逐步淘汰灰口铸铁管；小口径管材（DN<300mm）优先采用塑料管，逐步淘汰镀锌铁管。

2007 年，建设部发布技术公告，又一次将 PE、PVC-U 给水管道（无铅配方）列入推广使用产品目录。

未来十年 4 万亿投资，大兴水利带来行业发展良机

今年 1 月 29 日发布的《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》，是新世纪以来中央关注“三农”的第八个“一号文件”，也是新中国成立 62 年来中央文件首次对水利工作进行全面部署。文件指出，要建立水利投入稳定增长机制，力争通过 5 年到 10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。

一号文件指出要加大公共财政对水利的投入，发挥政府在水利建设中的主导作用，将水利作为公共财政投入的重点领域。各级财政对水利的投入的总量和增量要有明显提高，大幅度增加中央和地方财政专项水利资金。从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设。进一步完善水利建设基金政策，延长征收年限，拓宽来源渠道，增加收入规模。加强对水利建设的金融支持，支持农业发展银行积极开展水利建设中长期政策性贷款业务。多渠道筹集资金，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。

“十一五”时期是我国水利投资规模最大、行业能力提升最快的五年。五年间，全国共落实水利建设投资约 7000 亿元，是规划投资的 135%，与“十五”相比翻了近一番。

“十二五”期间，农村水利基础设施条件将明显改善。完成 70% 以上的大型灌区和 50% 以上的重点中型灌区骨干工程续建配套与节水改造任务，净增农田有效灌溉面积 4000 万亩，新增高效节水灌溉面积 5000 万亩。新增农村水电装机 1000 万千瓦。

所以我们预计，未来国家将每年至少维持 4000-5000 亿左右的水利投资建设规模并持续较长时间，才能有效改善目前较为严重的水利设施供需矛盾。未来国家将大力加强对水利的投资建设，尤其是薄弱的农田水利，预计未来十年，水利建设将有一个 4 万亿的投资规模。

由于水利建设所用大型 PCCP 和 PCP 管，主要由规模、技术和实力强的大公司提供。公司作为区域管道龙头企业，所处核心竞争区域为西北干旱缺水省份，必将持续受益于大规模水利工程的建设。

居民用水、防洪排涝及第二水源地建设推动管道需求增长

与世界其他国家相比，我国属于水资源严重短缺的国家，水危机严重制约我国经济社会的发展。解决我国水资源的短缺与安全供给问题日益突出，大力发展供排水系统是水资源开发利用总体规划最重要的环节之一。而管道供排水由于自身的优点成为目前不可替代的供排水方式。

除农业水利基础设施建设外,农村和城镇居民用水、防洪排涝以及城市第二水源地建设,也将持续推动管道行业发展。

(1) 农村和城镇居民用水:“十二五”期间计划:流域和区域水资源合理配置格局初步形成,与工业化、城镇化、农业现代化相适应的城乡供水体系基本建立,农村饮水安全问题全面解决。全国新增供水能力 400 亿立方米左右,全国干旱灾害年均直接经济损失占同期 GDP 的比重降低到 1.1%以下。

(2) 防洪排涝:我国城市防洪排涝管理薄弱,防洪工程设施不完善,目前我国 642 座有防洪任务的城市中还有 59%未达到国家防洪标准,排涝标准不高,每年汛期均有大量城市进水受淹、内涝积水,严重影响社会经济生活。一号文件指出到 2020 年,我国要基本建成防洪抗旱减灾体系,重点城市和防洪保护区防洪能力明显提高,抗旱能力明显增强。

(3) 第二水源建设:根据《城市供水 2010 年技术进步发展规划及 2020 年远景目标》,提出“城市供水安全已经成为现代化城市安全和防灾体系的重要组成部分,有条件的城市应当建设备用水源,城市供水水源原则上不应少于两个”。目前,全国城市只有哈尔滨市因 2005 年的松花江污染事件才基本完成第二水源的一期建设。随着经济的发展,以及人们对城市水安全的日益重视,城市防洪排涝及第二水源的建设在未来将迅猛发展。另一方面,现有的输水管网部分开始老化,为配合城市原有输水管网的改造工程每年也需要更新大量的管道。城市第二水源的建设,要求重新选择取水口、重新铺设主干线管道线路。主干线管道的市场规模将比现有城市主干线增加一倍以上,仅此一项,混凝土管道未来市场容量十分巨大。

行业竞争: 毛利率较高, 在区域市场内具有优势

公司主要产品为混凝土管道和塑料管道,在区域市场中都具有较强的竞争优势,同时保持了较高的毛利率水平。

混凝土管道: 西北地区第一

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。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。

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。山东电力管道工程公司是我国最早引进 PCCP 生产线的企业,新疆国统管业股份有限公司目前是我国唯一一家从事 PCCP 生产的上市公司。这两家公司由于参加了南水北调工程等国内一些标志性工程从而确立了在 PCCP 行业中的地位。但其主营产品都只有 PCCP。

在行业中综合实力和产品类别与公司相近的企业还有无锡华毅管道有限公司、淄博龙泉管道工程有限公司、北京河山引水管业有限公司、成都金炜制管有限责任公司、吉林电力管道工程总公司等。其中,前两家公司的主营产品只有 PCCP,北京河山和成都金炜的主营产品除了 PCCP 之外还有 RCP。而青龙管业的主营产品有 PCCP、RCP 以及 PCP,产品类别最为齐全。

在西北地区生产混凝土管企业中仅有国统股份能够对公司规模、产品质量等方面构成竞争。西北地区以外的一些行业内规模较大的企业例如山东电力管道工程公司、北京河山引水管业有限公司等厂家在西北地区也有一小部分市场份额,但由于混凝土管道是一个区域化竞争的行业,存在市场半径制约问题,在本公司核心市场

区域内，这些企业的市场竞争力较弱。

通过三十多年的发展，公司在我国缺水最为严重的区域之一——西北地区形成了独特的核心竞争优势，在宁夏及周边四省区的市场占有率始终保持第一。2009 年，公司的PCCP 和PCP 产品在宁夏的市场占有率接近95%，在宁夏周边四省区市场占有率达到40%以上。公司的RCP 在宁夏的市场占有率也达到60%以上。

在“京津唐”地区的市场份额较大的生产厂家主要有北京河山管业、山东电力管道、新疆国统管道、淄博龙泉管道以及“京津唐”地区若干地方性生产厂家，上述厂家2007 年全年销售收入合计不超过 30 亿元，京津唐地区的管道市场发展前景广阔。

塑料管道：专注 PVC 和 PE 压力输水管

由于塑料管道用途广泛、产品种类极多，行业的竞争方式主要为专业化竞争。截至2008年底，我国的塑料管道生产企业共有1,000多家，主要以中小企业为主，大多数企业的生产能力在5,000吨以下，达不到经济生产规模，产能在10万吨以上的企业仅有不到20家。

从全国范围来看，青龙管业、河北宝硕股份、安徽国通管业、沧州明珠、金德管业等塑料管道总体产能规模在行业内位居前列。在公司的核心市场区域内——西北地区，与公司产品类似的主要厂家有陕西华山胜帮、内蒙君子兰。

表 2：青龙管业塑料管竞争对手分析

企业名称	生产能力	主要 产 品	主要市场区域	与本公司竞争强度	生产基地分布
宝硕股份	20 万吨	氯碱化工产品、PVC 管材管件、PVC 异型材及钢塑门窗、PE 农用薄膜	全国	一般	冀疆浙苏津
国通管业	10 万吨	PE 双壁波纹管、PE 燃气给水管、PVC 双壁波纹管	全国	弱	皖苏浙渝粤
金德管业	15 万吨	PP-R 系列管材管件、铝塑复合系列管材管件、PE 系列管材管件、PVC 系列管材管件	全国	弱	辽湘浙陕 8 处基地
沧州明珠	5 万吨	薄膜制品；PE 双壁波纹管；燃气、给水管、给水管件	全国	一般	沧州
青龙管业	5 万吨	PVC 输水管材、PE 输水管	西北、华北	--	宁夏
华山胜帮	1 万吨	PE 输水、燃气管	陕川鄂甘内蒙	一般	陕西
君子兰	1 万吨	PVC 输水管	内蒙	强	内蒙

资料来源：公司招股书，国信证券经济研究所

公司的总体产能在行业内不算大，但公司的塑料管道产品集中在PVC、PE压力输水管。与这些企业的产品种类广泛相比，公司产品体现了专业化的特点。

毛利率水平在同行业领先

公司的综合毛利率略高于同行业主要上市公司，其中混凝土管道的毛利率略高于国统股份；塑料管道的毛利率与同行业相比，在扣除国通管业的异常数据后，略高于其他主要公司。

公司的混凝土管道毛利率在近三年高于国统股份，主要由于混凝土管道核心市场占有率较高，PCCP、PCP 具有较强竞争优势，区域内的重点工程主要应用公司的混凝土管道产品，保证了较高的毛利率。国统股份生产的 PCCP 除在新疆地区市场占有率较高外，其在华北和华南市场面临较强的竞争，因而其综合毛利率较本公司

低。

公司塑料管道毛利率保持在 20%以上，略高于塑料管道行业上市公司。塑料管道保持较高的毛利率，主要由于公司在核心市场区域内规模和质量竞争优势明显；原材料就地采购导致 PVC 管道成本较低；同时，公司塑料管道产品中大口徑、高工压塑料管道增多。

表 3：青龙管业与同类上市公司毛利率比较

	2007 年	2008 年	2009 年
青龙管业	27.24%	28.96%	32.78%
混凝土管道	34.23%	37.45%	36.24%
塑料管道	21.61%	23.73%	29.58%
塑料管行业上市公司			
国通管业	22.90%	-7.61%	-1.13%
UPVC 双壁波纹管	14.10%	0.29%	-14.10%
PE 双壁波纹管	30.60%	-2.60%	2.21%
沧州明珠	16.64%	17.91%	27.34%
PE 燃气管、给水管	18.15%	17.32%	28.10%
PE 双壁波纹管	6.83%	19.21%	17.23%
凌云股份	21.44%	23.73%	25.03%
PE 管道	16.51%	21.01%	27.74%
混凝土管上市公司			
国统股份	26.75%	26.15%	34.38%
PCCP	15.67%	16.97%	20.20%
PVC、PE	27.82%	27.10%	35.23%

资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所

公司未来发展趋势分析及盈利预测

立足宁夏及周边四省，进军京津唐和新疆市场

我国北方地区人口占全国总人口的 44%，而耕地占全国的 59.2%，但是水资源总量仅占全国的 14.7%，人均水资源占有量仅为 747 立方米。公司所处核心市场区域正是西北地区，水利建设需求很大。

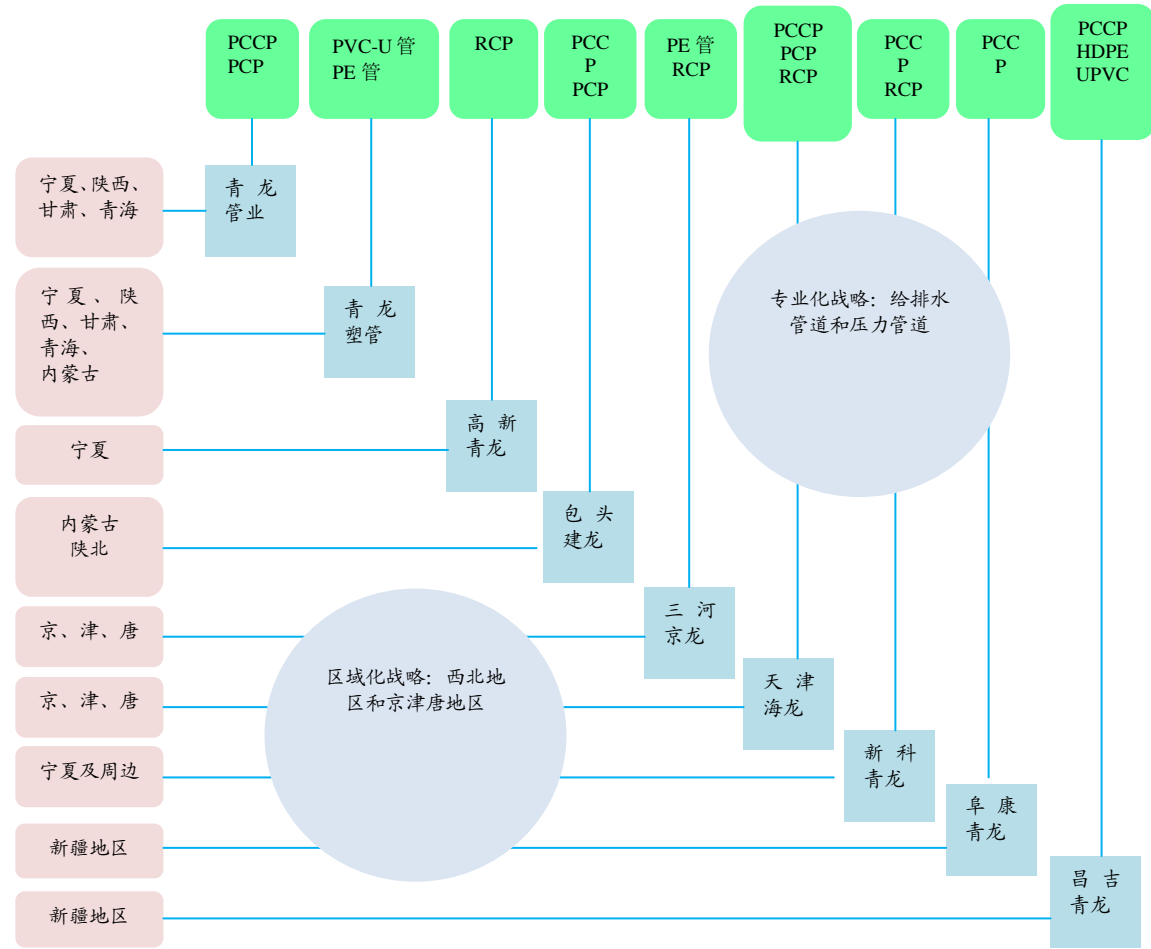
表 4：我国水资源时空分布不均匀

	人口（占全国%）	耕地（%）	水资源总量（%）	人均水资源占有量人口
北方	44.4%	59.2%	14.7%	747 立方米
南方	50.6%	35.2%	80.4%	3480 立方米

资料来源：统计局，国信证券研究所

公司现有产品主要市场区域为宁夏及周边四省（陕西、青海、甘肃、内蒙古），通过募投项目向京津唐市场进军。去年 10 月设立新疆昌吉公司，各种材质供水排水管道生产线，加大新疆市场开拓力度。

图 4：子公司市场定位和业务架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

公司所处核心区域的市场需求旺盛

在混凝土管道方面，公司地处宁夏，产品覆盖西北地区及华北地区，构成了公司的核心市场区域，其中以西北地区为主，“十一五”期间混凝土管道的市场需求达到 64 亿元以上。同时，在“京津唐”地区，来自网易水利的数据显示，要完成“京津唐”地区的水利规划及城建方面的目标，管道总投资额预计为 340 亿元左右。

在塑料管道方面，产品覆盖西北地区及华北地区，构成了公司的核心市场区域，其中以西北地区为主，“十一五”期间塑料管道的市场需求达到 70 亿元以上。

表 5: 公司的市场区域容量分析

		投资额 (单位: 亿元)	
名称	地区	十一	十二
混凝土管道	宁夏	7.5	15
	核心市场	15	30
	区域	5	10
	青海	20	40
	内蒙	16.5	33
	甘肃	340	680
“京津唐”地区		404	808
合计		404	808
塑料管道	宁夏	10	20
	核心市场	15	30
	区域	8	16
	青海	18	36
	内蒙	20	40
	甘肃	71	142
合计		475	950

资料来源: 公司招股书, 网易水利, 国信证券经济研究所

注: “京津唐”地区包括北京市、天津市、唐山市、秦皇岛市、廊坊地区。

未来, 随着国家对新疆投资力度的加大, 预计未来十年新疆将是一个大规模的建设发展时期。新疆拥有 1/6 的国土面积, 全国 1/4 的储煤量和各种稀有金属矿、石油、天然气等资源。下一步对新疆的能源和水利开发将是投资的一大热点, 将会带动新疆的管道材料的需求突增。

表 6: 新疆地区管材市场分析

规划	项目名称	说明
水利规划	准东煤电煤化工产业基地供水续建工程	设计流量 1.25m ³ /s, 管网总长 235.18km
	引水工程	伊利河引水工程约 200Km、哈密引水工程月 348Km
	广汇工业园	管道铺设约 100Km
	新发展水电厂	新发展水电厂供水管线总长 52.1km, 工程总估算投资 9.20 亿元
城建规划	节水灌溉	2011~2020 年, 新增低压管道输水灌溉 140 万亩, 喷、微灌 114.9 万亩
	计划县区的供水系统进行扩建	2011 年~2020 年, 对剩余的县区供水系统进行扩建改造, 新增供水能力 58 万吨/日, 使全省县城总供水能力达到 138 万吨/日, 受益人口达到 429 万人。
	提高城镇供水能力	全省规划年供水量达到 13 亿吨, 完成供水管网 5180 公里, 城市人均日用水量达到 188 升, 供水普及率达到 96%。城市建设行业基础设施投入 970 亿元。其中, 城市供水投入 20 亿元, 城市污水处理投入 69 亿元, 城镇燃气、供热投入 200 亿元。
	移民安置遗留问题及扶贫项目	集中供水工程 32 处、铺设供水管道 98.6km
其它	饮水安全	2011 到 2020 年再解决 784.84 万农村人口的饮水安全问题。
	节约用水	到 2015 年, 灌溉水利用系数提高到 0.55 以上; 工业用水重复利用率达到 65%, 万元工业增加值取水量降至 150m ³ ; 城市供水管网平均漏损率降至 12%左右, 节水器具普及率达到 90%, 城市污水处理率达到 50%, 其中回用率达到 40%。创建一批节水型城市、企业和灌区。
	提高城镇污水处理能力	新建、改扩建污水管网 2347 公里

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

募投和超募项目确保未来业绩增长

经公司 2009 年第一次临时股东大会审议通过, 公司首次公开发行股票发行募集资金分别投入以下五个项目, 项目总投资为 25,316.43 万元。

表 7: 募集资金项目分析

项目名称	建设地点	投资额 (万元)	建设期	投产 时间	项目产品	产能	预计销售收 入(万元)	预计利润 (万元)
钢丝网骨架 增强塑料(聚 乙烯)复合管 技改项目	青龙塑管青 铜峡厂区内	2,045.41	1 年	由于土 地问题 推迟到 2012 年	钢丝网骨架 增 强 塑 料 (PE)复合管	2155 吨	3987	487
天津海龙管 业有限公司 一期建设项 目	天津汉沽杨 家泊镇工业 园区	4,980.00	6 个月	2009 年 9 月 底试产	RCP	90km	10500	1594
天津海龙管 业有限公司 二期建设项 目	天津汉沽杨 家泊镇工业 园区	7,860.00	1 年	2011 年 9 月	PCP PCCP	90km 55km	17500	2214
预应力钢筒 混凝土管 (PCCP-L、 PCCP-E)扩 建项目	青铜峡市青 龙管业院内	9,010.92	11 个月	2011 年 9 月	PCCP-E PCCP-L	40km 20km	10560	1690
企业技术中 心建设项目	青龙管业院 内	1,420.10	-	-	-	-	-	-
新疆昌吉青 龙管业给水、 排水管道生 产项目	新疆昌吉	15051.41	-	一期: 2011 年 9 月	PCCP RCP UPVC PE	110km 100km 0.5 万吨 1 万吨	42500	4077
合计		40,367.84	-	-	-	-	85047	10063

资料来源: 公司招股书, 国信证券经济研究所

2010 年 9 月, 公司投资 15051.41 万元用于新疆昌吉青龙管业有限责任公司给水、排水管道生产项目, 包括: 新建年产 50km PCCP (DN600~1000) 和年产 60km PCCP (DN1200~4000) 各一条生产线, 新建年产 100 km 芯模振动钢筋混凝土排水管, 建设年产 0.5 万吨 UPVC 管道的生产线, 新建年产 1.0 万吨 PE 管道的生产线。本项目分二期建设, 一期主要建设 PCCP 项目, 二期建设其余项目。2011 年 9 月一期项目开始试生产, 二期工程自 2011 年开始, 至 2012 年 9 月投产试生产, 达产后可实现年销售收入 42500.40 万元, 利润总额 4076.80 万元。

募投和超募投资项目预计 2013 年后全部投产, 预计增加年销售收入 8.5 亿元, 利润 1 亿元, 净利润 0.75 亿元。

盈利预测: 2012 年产能集中释放

我们假设公司所处核心区域的水利投资年均增加 1 倍, 公司募投和超募项目顺利投产, 并获得相应的订单。我们根据公司募投和超募资金项目进展情况, 在对分产品的产能、产量、均价预测的基础上, 得出公司未来盈利预测。预计公司 2010-2012 年营业收入增长率分别为 16.93%、47.47%和 15.76%, 综合毛利率 32%。

公司 2012 年产能集中释放, 预计 2012 年主营收入增长 47.5%, 达到 14.72 亿元。

预计 2010-2012 年公司 EPS 为 1.09、1.14 和 1.68 元, PE 为 37.6、35.6 和 24.3。考虑到国家未来十年水利建设投入翻倍带来的管道需求, 公司产能扩张, 区域扩张所带来的增长, 给予公司“推荐”评级。

表 8 公司未来主要产品产能和产量预测表

产品名称	项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
预应力混凝土输水管 (PCP)	产能 (km)	320	320	328	410	410
	产量 (km)	260	256	262	287	328
	销量 (km)	209	256	262	287	328
	产能利用率(%)	81	80	80	70	80
	均价 (元/km)	470981	470500	470500	470500	470500
预应力钢筒混凝土管 (PCCP)	产能 (km)	200	200	219	425	425
	产量 (km)	151	150	164	298	298
	销量 (km)	164	150	164	298	298
	产能利用率(%)	76	75	75	70	70
	均价 (元/km)	1686865	1685000	1685000	1685000	1685000
钢筋混凝土排水管 (RCP)	产能 (km)	350	440	440	448	540
	产量 (km)	225	264	264	314	378
	销量 (km)	180	264	264	314	378
	产能利用率(%)	64	60	60	70	70
	均价 (元/km)	410706	410500	410500	410500	410500
聚氯乙烯管材 (PVC)	产能 (t)	40000	40000	40000	40417	45000
	产量 (t)	20820	24000	28000	32333	36000
	销量 (t)	20159	24000	28000	32333	36000
	产能利用率(%)	52	60	70	80	80
	均价 (元/t)	8745	8500	8500	8500	8500
聚乙烯管材 (PE)	产能 (t)	10000	10000	10000	10833	20000
	产量 (t)	6044	6500	6500	7583	14000
	销量 (t)	4598	6500	6500	7583	14000
	产能利用率(%)	60	65	65	70	70
	均价 (元/t)	11740	11500	11500	11500	11500

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、公司募投项目不能顺利投产；
- 2、市场竞争导致产能利用率不足和价格下降。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	124	320	191	250	营业收入	729	854	998	1472
应收款项	217	289	315	467	营业成本	490	591	679	1001
存货净额	298	135	154	229	营业税金及附加	2	4	4	6
其他流动资产	71	37	43	66	销售费用	49	51	62	93
流动资产合计	716	788	708	1018	管理费用	41	45	55	80
固定资产	170	429	502	547	财务费用	8	2	1	(4)
无形资产及其他	61	59	58	56	投资收益	8	14	12	11
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(6)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	0	0	0	0
资产总计	964	1293	1284	1638	营业利润	140	168	204	300
短期借款及交易性金融负债	95	500	300	299	营业外净收支	4	4	4	4
应付款项	88	154	145	218	利润总额	144	173	207	305
其他流动负债	238	281	326	480	所得税费用	24	43	52	76
流动负债合计	421	935	771	997	少数股东损益	3	3	4	6
长期借款及应付债券	18	(212)	(212)	(212)	归属于母公司净利润	117	126	151	223
其他长期负债	2	2	3	4					
长期负债合计	20	(210)	(209)	(208)					
负债合计	441	726	562	789					
少数股东权益	34	37	39	44					
股东权益	489	577	683	839					
负债和股东权益总计	964	1340	1285	1672					

现金流量表（百万元）				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	117	126	151	223
资产减值准备	1	9	3	2
折旧摊销	16	29	41	49
公允价值变动损失	6	6	6	6
财务费用	8	2	1	(4)
营运资本变动	(91)	197	(11)	(9)
其它	1	40	1	(11)
经营活动现金流	50	360	191	274
资本开支	(98)	(301)	(121)	(101)
其它投资现金流	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(103)	(301)	(121)	(101)
权益性融资	69	0	0	0
负债净变化	18	(230)	0	0
支付股利、利息	(51)	(38)	(45)	(67)
其它融资现金流	2	405	(176)	(33)
融资活动现金流	5	137	(221)	(100)
现金净变动	(48)	196	(151)	73
货币资金的期初余额	172	124	366	170
货币资金的期末余额	124	320	215	242
企业自由现金流	(51)	93	58	146
权益自由现金流	(32)	266	(142)	123

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	1.12	1.09	1.14	1.68
每股红利	0.49	0.33	0.34	0.50
每股净资产	4.68	4.97	5.15	6.33
ROIC	22%	19%	21%	26%
ROE	24%	22%	22%	27%
毛利率	33%	31%	32%	32%
EBIT Margin	20%	19%	20%	20%
EBITDA Margin	22%	22%	24%	23%
收入增长	42%	17%	17%	47%
净利润增长率	58%	8%	19%	48%
资产负债率	49%	57%	47%	50%
息率	1.2%	0.9%	1.1%	1.6%
P/E	36.4	37.5	35.8	24.2
P/B	8.7	8.2	7.9	6.4
EV/EBITDA	29.1	28.5	24.9	18.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678	汽车及零配件		钢铁	
机械		左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
郑武	0755-82130422	基础化工		秦波	010-66026317
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	医药	
杨森	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397	贺平鸽	0755-82133396
商业贸易		邱斌	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
孙菲菲	0755-82130722	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
祝彬	0755-82131528	吴琳琳	0755-82130833-1867	传媒	
田惠蓝	0755-82133263	梁丹	0755-82134323	陈财茂	021-60933163
石油与石化		电力设备与新能源		非银行金融	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	邵子钦	0755-82130468
有色金属		电力与公用事业		田良	0755-82130513
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	童成敦	0755-82130513
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	家电	
通信		造纸		王念春	0755-82130407
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	黄海培	021-60933150
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	纺织服装	
计算机		电子元器件		方军平	021-60933158
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	食品饮料	
黄磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771	黄茂	0755-82138922
农业		旅游		建筑	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	邱波	0755-82133390
建材		煤炭		刘萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-88005308	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	阳瑾	0755-82133538
基金评价与研究		袁剑	0755-82139918	周琦	0755-82133568
杨涛	0755-82133339	余辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
黄志文	0755-82133928	王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
康亢	010-66026337	量化投资策略		量化交易策略与技术	
刘舒宇	0755-82133568	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
彭甘霖	0755-82133259	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
李腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘洋	0755-82150566	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
		毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	