青龙管业 002457 中性

费用上升影响去年业绩 项目建设延缓将影响今年业绩

署名人：李凡
执业证书编号：S0960209060268
0755-82026745
lifan@cjis.cn
参与人：王钦
执业证书编号：S0960110060055
0755-82026709
wangqin1@cjis.cn

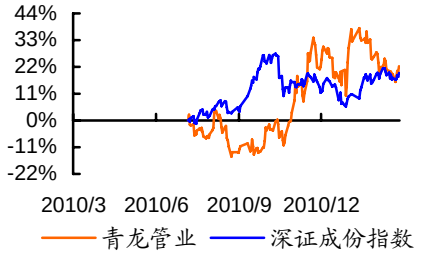
6－12 个月目标价： 38.00 元
当前股价： 38.71 元
评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	12942.07
总股本(百万)	140
流通股本(百万)	35
流通市值(亿)	14
EPS（TTM）	
每股净资产（元）	3.75
资产负债率	45.7%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
青龙管业	-6.38	-1.80	38.20
深证成份指数	2.44	3.07	0.00



相关报告

《青龙管业-深耕于西北和华北的管道龙头》2010-12-20

公司今日公布年报，10年公司实现营业收入8.52亿元，同比增长16.87%；实现归属于母公司净利润1.23亿元，同比增长4.77%；全面摊薄每股收益0.88元，低于我们1.05元的预期。分配预案为每10股派3元转增6股。

投资要点：

- **四季度销售费用和管理费用大幅计提导致业绩低于预期。**四季度计提销售费用和管理费用的大幅计提使得 10 年两项费用增加了 3646 万元，两项费率的收入占比从 09 年的 12.5%上升至 10 年的 14.9%，同时这也是公司业绩低于我们预期的原因，直接拉低公司 EPS0.22 元。但是其中管理人员薪酬的提高我们认为有利于公司的长远发展。
- **公司整体毛利率同比上升 1%，高毛利率混凝土管材的扩展速度快于低毛利率塑料管材的扩展速度，整体毛利率依然可以保持较高水平。**由于公司混凝土管材的毛利率高于塑料管材的毛利率，且收入占比是后者的两倍，即使塑料管材毛利率下跌的幅度大于混凝土管材毛利率上升的幅度，公司整理毛利率依然上升了 1%。由于水利建设的提速，预计混凝土管到需求将依然保持旺盛，公司 11 年混凝土管材的产能增速高于塑料管材的产能增速，在混凝土管材毛利率相对稳定且收入占比较高的情况下，整体毛利率依然可以保持较高水平。
- **运营效率的略微下降，不会增加公司的资金压力。**存货周转率下降是由于去年年初存货大幅增加导致，应收帐款周转率的下降是因收入确认和收到现金之间会有一个时间差，上述原因导致经营性现金流出现负数，但我们认为今年运营效率会有所改善，加上去年 IPO 融资 8.4 亿元，整体上公司资金压力不大。
- **募投项目和超募项目投资进度延缓可能影响今年业绩。**公司招股书公告的 5 个初始募投项目和后续公告的 4 个募投项目中，除天津海龙一期因 IPO 之前已经投产没有延缓外，根据年报披露其余 8 个项目建设进度均有所延缓，虽然这些项目仍预计今年能投产，但由于时间延后，今年业绩将受一定的影响。
- **维持“中性”投资评级。**由于公司投资项目建设进度放缓，我们下调了公司 11-13 年全面摊薄 EPS 分别为 0.70、0.90、1.10 元，对应 11 年 34.66 的 PE，考虑到公司未来三年 25%左右的成长性，目前估值偏贵，维持“中性”投资评级。

风险提示

- 水利建设低于预期和公司项目建设低于预期

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	852	1022	1324	1555
同比(%)	17%	20%	30%	17%
归属母公司净利润(百万元)	123	156	202	245
同比(%)	5%	27%	29%	22%
毛利率(%)	33.8%	32.4%	32.3%	32.6%
ROE(%)	8.6%	9.8%	11.3%	12.1%
每股收益(元)	0.88	0.70	0.90	1.10
P/E	44.07	34.66	26.80	22.03
P/B	3.78	3.41	3.03	2.66
EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源：中投证券研究所

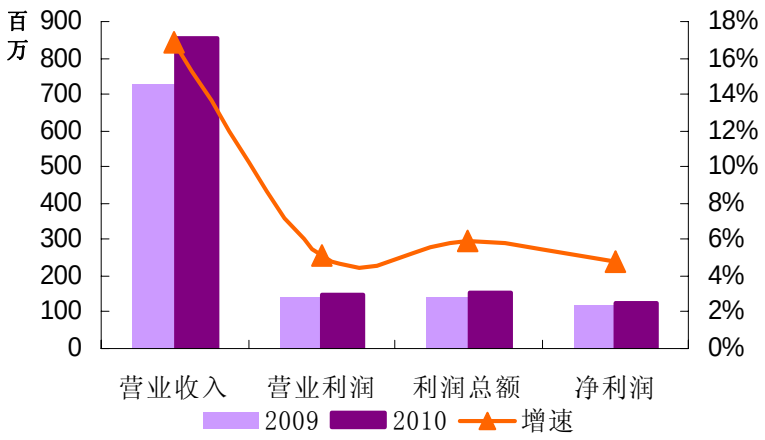
一、四季度销售费用和管理费用大幅计提导致业绩低于预期

公司今日公布年报, 10 年公司实现营业收入 8.52 亿元, 同比增长 16.87%; 实现归属于母公司净利润 1.23 亿元, 同比增长 4.77%; 全面摊薄每股收益 0.88 元,低于我们 1.05 元的预期。

由于 10 年公司没有新增产能，所以收入增速不高；但各项利润增速又均低于收入增速，主要原因是公司销售费用和管理费用大幅上升，且主要在第四季度计提，两项费率的收入占比从 09 年的 12.5%上升至 10 年的 14.9%，同时这也是公司业绩低于我们预期的原因。10 年两项费用增加了 3646 万元，且同比增幅 37%，超过收入增幅，直接拉低公司 EPS0.22 元，费用的大幅增加主要有几个方面的原因：1、为了留住核心管理人员，公司大幅度提高了工资待遇，工资和社保增加 790 万元，增幅 59%，我们认为这有利于公司的长远发展；2、油价上涨，导致运费增加 720 万元，增幅 37%，这是公司无法改变的客观因素；3、办公及业务费增加 756 万元，增幅 1.73 倍。

对于未来销售费用和管理费用的控制，我们仍对公司持相对乐观态度，主要基于核心管理人员提高待遇后，稳定了军心，同时提高工作的积极性和主动性，管理效率提高的可能性较大。

图 1 公司年度经营情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、公司整体毛利率同比上升 1%，高毛利率混凝土管材的扩展速度快于低毛利率塑料管材的扩展速度，整体毛利率依然可以保持较高水平

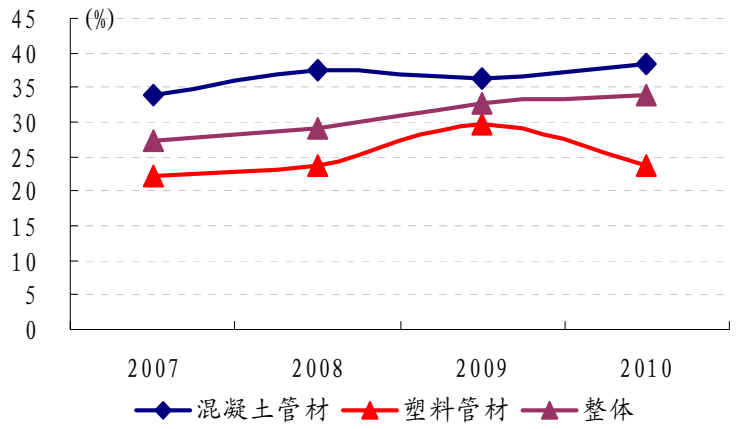
公司的混凝土管材包括 PCCP 管、PCP 管和 RCP 管，更多地是非标准化的产品，具有一定的差异化程度，定价方式一般采用成本加成定价法，毛利率相对比较稳定，10 年混凝土管材的毛利率同比上升了 2.4%。

公司的塑料管材主要是 PVC 管和 PE 管，更多是标准化产品，差异化程度不高，市场竞争相对激烈，公司基本接受市场价格。10 年由于原油价格整体高于 09 年，带动下游石化产品树脂的价格也出现上涨，成本的上升导致公司 10 年塑料管材的毛利率出现 5%的下滑。

由于公司混凝土管材的毛利率高于塑料管材的毛利率，且混凝土管材收入占比达 60%，而塑料管材收入占比仅为 30%，所以即使塑料管材毛利率下跌的幅度大于混凝土管材毛利率上升的幅度，公司整理毛利率依然上升了 1%。

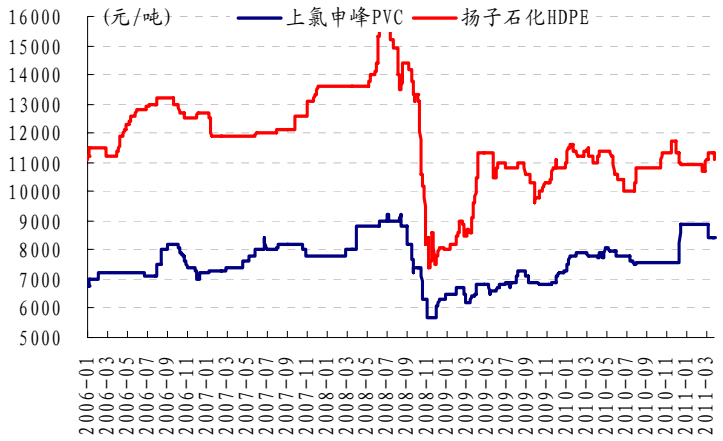
由于水利建设的提速，预计混凝土管到需求将依然保持旺盛，公司 11 年混凝土管材的产能增速高于塑料管材的产能增速，在混凝土管材毛利率相对稳定且收入占比较高的情况下，整体毛利率依然可以保持较高水平。

图 2 近年来公司分产品毛利率及整体毛利率情况



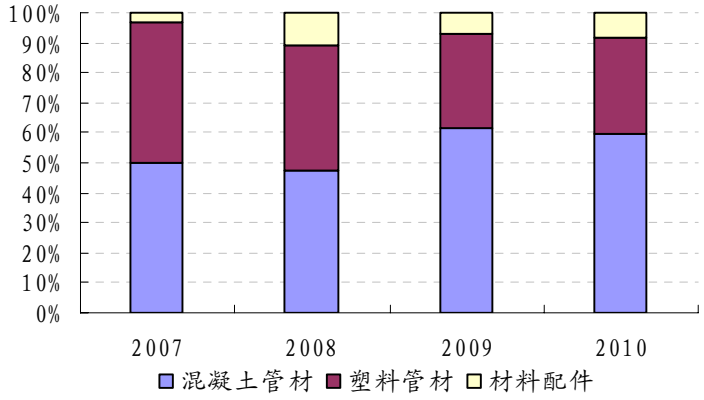
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 PVC 树脂和 PE 树脂的价格走势



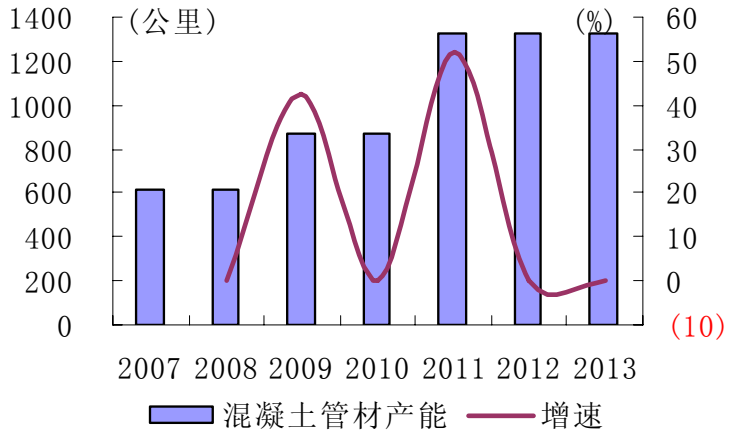
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 近年来公司收入构成比例



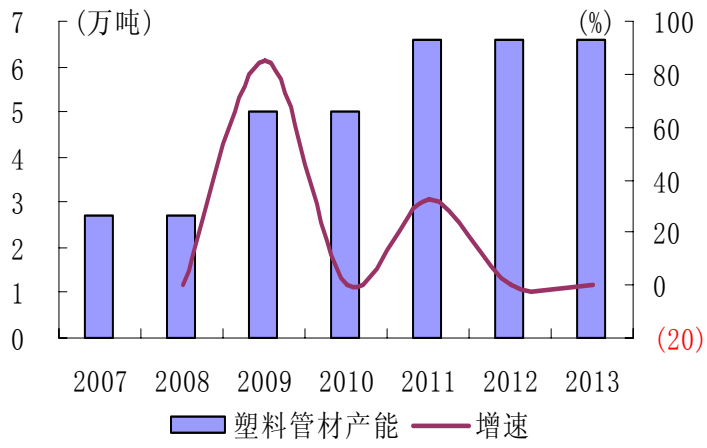
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司混凝土管材产能及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6 公司塑料管材产能及增速



资料来源：公司公告、中投证券研究所

三、运营效率的略微下降，不会增加公司的资金压力

10 年公司运营效率有一定幅度下滑，存货周转率和应收账款周转率均有所降低，使得公司经营性现金净流量下降至负 3000 万，同比下降 171%。

存货周转率下降的主要原因是公司 10 年初为应对原材料价格波动的风险加大了原材料储备和为了满足客户需求增加了库存商品，使得存货的增幅高于营业成本的增幅，从而降低了存货周转率。随着公司存货上升到一个新的平台后，未来增幅可能基本同步于公司营业成本，存货周转率会保持相对稳定，扭转三年连续下滑的局面。

在应收帐款方面，由于大量混凝土管材是跨年度供货，收入确认和收到现金之间会有一个时间差，再加上工程项目一般要收取 5-10%的质保金，由此带来应收款增幅较大，降低了应收账款周转率；但由于业主方一般是供水公司或者市政公司，我们对公司收回应收账款并不担忧，只是对公司的现金流会有一定压力。但因 10 年公司 IPO 募集 8.5 亿元左右资金，且目前仅使用了 40%，公司的资产负债率从 09 年底的 45.7%下降至 10 年底的 19.4%，所以我们认为经营性现金流的下降对公司资金压力不大。

表 1：公司年度经营情况

（百万元）	2007	2008	2009	2010
存货周转率(次)	1.76	2.27	2.07	1.80
应收账款周转率(次)	3.44	4.56	4.78	3.50
资产负债率(%)	50.34	50.43	45.71	19.42
经营活动现金净流量	41.79	2.99	42.57	(30.4)
增长率(%)		(92.8)	1323.7	(171.5)
固定资产投资	21.79	43.44	93.82	46.02
增长率(%)		99.4	116.0	(50.9)

资料来源：公司公告、中投证券研究所

四、募投项目和超募项目投资进度延缓可能影响今年业绩

公司招股书公告的5个初始募投项目和后续公告的4个募投项目中，除天津海龙一期因IPO之前已经投产没有延缓外，根据年报披露其余8个项目建设进度均有所延缓，虽然这些项目仍预计今年能投产，但由于时间延后，今年业绩将受一定的影响。

表2: 2010-2013年公司新增产能情况

	资金投向	项目产品	延缓原因
初始募投项目	钢丝网骨架增强塑料（聚乙烯）复合管技改项目	PE管材1155吨	面临建设地点的不确定，暂缓实施
	天津海龙管业有限公司一期建设项目	RCP90km	已投产
	天津海龙管业有限公司二期建设项目	PCP90km、PCCP55km	因2010年市场发展及国家大工程项目的进度等原因，进展缓慢
	预应力钢筒混凝土管扩建项目	PCCP60km	未接到适合移动生产线的项目订单前，暂缓投入建设
	企业技术中心建设项目		面临建设地点的不确定，暂缓实施
超募项目	新疆昌吉管道项目	PCCP110km、RCP100km、PVC管材0.5万吨、HDPE管材1万吨	由于募集资金存放为定期不到期，尚未实施
	甘肃嘉峪关青龙管业	PCP 40km	
	包头建龙管道追加投资		
	北京购置办公性用房		

资料来源：公司年报、中投证券研究所

五、盈利预测假设

表3 公司盈利预测假设

	2008	2009	2010(e)	2011E	2012E	2013E
混凝土管道						
PCCP						
产能（km）	90	200	200	425	425	425
销量（km）	41.57	164.17	160	205	270	330.00
+/-	38.2%	294.9%	-2.5%	28.1%	31.7%	22.2%
单位价格（万元/km）	129.10	168.69	170	175	180	180
+/-	0.2%	30.7%	0.8%	2.9%	2.9%	0.0%
毛利率（%）	36.16	36.66	39	40	39.5	39.00
PCP						
产能（km）	260	320	320	450	450	450

销量（km）	193.06	208.99	210	242	300	360
+/-	-13.2%	8.3%	0.5%	15.2%	24.0%	20.0%
单位价格（万元/km）	47.30	47.10	50	53	55	58
+/-	46.6%	-0.4%	6.2%	6.0%	3.8%	5.5%
毛利率（%）	35.22	35.24	37	37	36.5	36.50
RCP						
产能（km）	260	350	350	350	450	450
销量（km）	210.20	179.63	200	230	280	340
+/-	-9.0%	-14.5%	11.3%	15.0%	21.7%	21.4%
单位价格（万元/km）	47.32	41.07	48	50	53	55
+/-	66.0%	-13.2%	16.9%	4.2%	6.0%	3.8%
毛利率（%）	40.21	36	40.00	39.50	39.00	39.00
塑料管道（吨）						
PVC 管						
产能（吨）	20000.00	40000.00	40000	40000	45000	45000
销量（吨）	16169.00	20159.07	30000	30000	33000	33000
+/-	11.1%	24.7%	48.8%	0.0%	10.0%	0.0%
单位价格（元/吨）	9696.93	8744.53	9000	9500	10000	10000
+/-	22.5%	-9.8%	2.9%	5.6%	5.3%	0.0%
毛利率（%）	25.84	31.37	24.0	23.5	23.0	23.0
PE 管						
产能（吨）	7000.00	10000.00	10000	11600	21600	21600
销量（吨）	4120.11	4597.92	5000	6000	11000	13000
+/-	14.8%	11.6%	8.7%	20.0%	83.3%	18.2%
单位价格（元/吨）	13856.98	11739.51	12000	12500	13000	14000
+/-	0.0%	-15.3%	2.2%	4.2%	4.0%	7.7%
毛利率（%）	17.95	23.74	22.00	23.00	23.50	23.50
材料配件						
营业收入	55.65	49.68	50	60	52	53
毛利率（%）	11.72	16.26	15.00	16.00	15.00	15.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

六、投资建议：中性

虽然水利行业建设的提速将使公司明显收益，但由于公司投资项目建设进度放缓，我们下调了公司 11-13 年全面摊薄 EPS 分别为 0.70、0.90、1.10 元，对应 11 年 34.66 的 PE，考虑到公司未来三年 25%左右的成长性，目前估值偏贵，维持“中性”投资评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1544	1524	1705	2049
现金	785	655	568	712
应收账款	305	308	413	491
其它应收款	19	35	41	47
预付账款	99	123	154	183
存货	329	397	523	608
其他	7	6	7	8
非流动资产	275	550	675	694
长期投资	10	10	10	10
固定资产	173	448	591	614
无形资产	59	57	54	51
其他	33	35	20	19
资产总计	1819	2074	2380	2743
流动负债	339	449	530	603
短期借款	5	5	20	20
应付账款	82	112	140	164
其他	252	332	370	419
非流动负债	14	0	20	60
长期借款	0	0	20	60
其他	14	0	0	0
负债合计	353	449	550	663
少数股东权益	38	41	45	50
股本	140	223	223	223
资本公积	985	901	901	901
留存收益	304	460	661	907
归属母公司股东权益	1428	1584	1786	2031
负债和股东权益	1819	2074	2380	2743

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-30	155	72	199
净利润	126	159	206	250
折旧摊销	23	37	64	81
财务费用	2	-7	-5	-4
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-189	-7	-213	-136
其它	8	-26	20	7
投资活动现金流	-29	-294	-199	-99
资本支出	46	300	200	100
长期投资	5	0	0	0
其他	22	6	1	1
筹资活动现金流	723	8	40	44
短期借款	-90	0	15	0
长期借款	-18	0	20	40
普通股增加	35	84	0	0
资本公积增加	813	-84	0	0
其他	-17	8	5	4
现金净增加额	663	-130	-87	144

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	852	1022	1324	1555
营业成本	564	691	897	1047
营业税金及附加	5	5	6	7
营业费用	67	72	90	103
管理费用	60	66	83	93
财务费用	2	-7	-5	-4
资产减值损失	7	7	8	9
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	147	188	245	299
营业外收入	7	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	152	191	247	301
所得税	27	32	42	51
净利润	126	159	206	250
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	123	156	202	245
EBITDA	172	218	304	376
EPS（元）	0.88	0.70	0.90	1.10

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	16.9%	19.9%	29.6%	17.4%
营业利润	5.2%	28.1%	30.2%	21.9%
归属于母公司净利润	4.8%	27.2%	29.3%	21.7%
获利能力				
毛利率	33.8%	32.4%	32.3%	32.6%
净利率	14.4%	15.3%	15.2%	15.8%
ROE	8.6%	9.8%	11.3%	12.1%
ROIC	18.3%	16.0%	15.6%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	19.4%	21.7%	23.1%	24.2%
净负债比率	1.42%	1.11%	7.27%	12.07%
流动比率	4.55	3.39	3.22	3.40
速动比率	3.58	2.51	2.23	2.39
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.53	0.59	0.61
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	7.06	7.12	7.12	6.90
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.70	0.90	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.14	0.70	0.32	0.89
每股净资产(最新摊薄)	6.40	7.09	8.00	9.09
估值比率				
P/E	44.07	34.66	26.80	22.03
P/B	3.78	3.41	3.03	2.66
EV/EBITDA	15	12	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡，中投证券研究所建材行业首席分析师，管理学硕士，4 年行业从业经验，6 年证券行业从业经验。

王钦，中投证券研究所建筑建材行业分析师，金融学硕士。4 年相关行业从业经验。

主要研究覆盖公司：海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434