

稳健发展的区域水利管道龙头

中性首次评级

投资要点:

- 水利建设或加速, 将为公司提供了良好的外部环境
- 公司产品类型多样, 成长更具稳健性
- 公司聚焦区域市场, 利于盈利水平保持平稳

报告摘要:

- 水利建设或加速, 利好公司。**我国水资源总量不足、分布不均、污染严重, 呈日益紧缺态势。十二五期间, 农田水利、城市供水安全、跨区域调水等关系民生的重大建设领域将得到更多的重视, 水利建设将在政策推动下呈加速态势。以公司的核心市场宁夏为例, 宁夏历年来水利投资的总和在 200 亿元左右, 而十二区期间水利投资规模将超过 300 亿元。
- 公司产品线丰富, 可满足不同工程需求, 也利于降低经营的波动性。**公司主要产品包括 PCCP、PCP、RCP 三种混凝土管和 PVC、HDPE 两种塑料管。丰富的产品类型使公司能够满足不同的工程需求, 也降低了公司生产经营的波动性。
- 区域龙头, 稳步扩张。**公司立足西北地区的陕甘宁青蒙, 并稳步拓展京津冀区域市场。公司在核心的区域市场树立了优势品牌地位, 整体盈利水平在行业内处于领先水平。
- 成本压力将导致毛利小幅下滑。**原材料占公司生产成本的 60%以上, PVC、钢材、PE 和水泥等占原材料采购成本的 90%以上。2010 年, PVC、钢材等原料价格同比涨幅明显, 将会对公司毛利带来一定压力。
- 盈利预测与评级。**我们预计公司 2010~2012 年实现每股收益 0.84、0.96 和 1.45 元。公司 2011 年动态 PE 36 倍, 与成长性相比处于合理水平。我们认为水利建设提速对公司的利好已有较充分的反应, 给予公司中性评级。

分析师

建材行业研究团队

联系人: 刘书臻

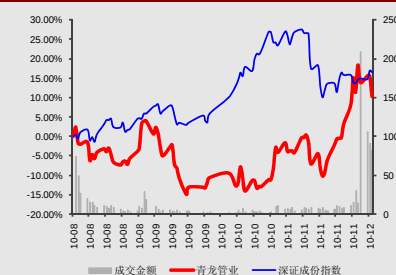
电话: 010-88085969

Email: liushuzhen@hysec.com

公司数据

总股本 (万股)	13958
流通股 (万股)	3500
每股净资产	10.03
主要股东	宁夏和润贸易发展有限公司
主要股东持股比例	20.01%

市场表现



相关研究

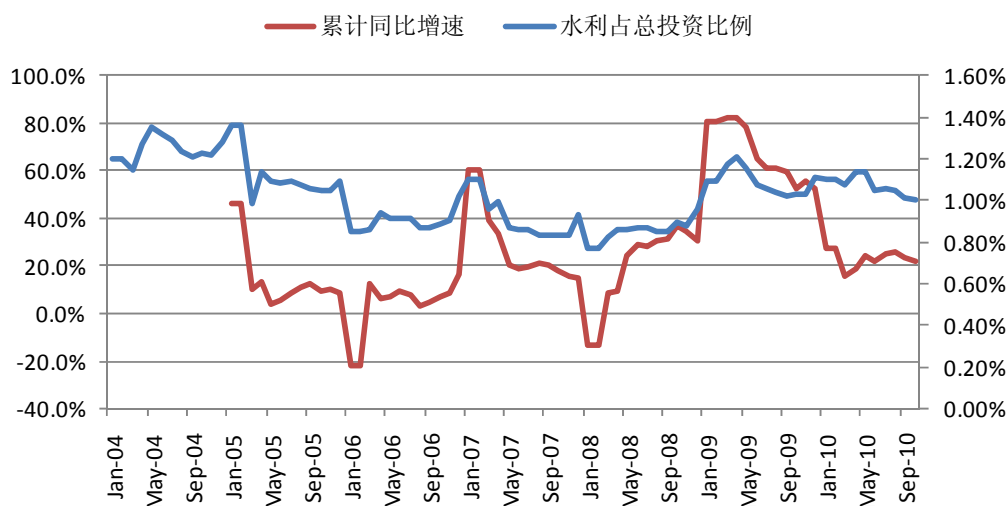
主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	514	729	854	1,125	1,431
同比增长率	46%	42%	17%	32%	27%
净利润 (百万)	74.2	117.0	117.9	133.9	202.1
同比增长率	22%	58%	1%	14%	51%
每股收益 (元)	0.85	1.12	0.84	0.96	1.45
净资产收益率	21.4%	23.9%	8.3%	8.6%	11.4%

1、水利建设将加速，拉动输水管道需求

我国水资源总量少、分布不均的自然禀赋和伴随着工业化城市化带来的广泛的水质污染，导致资源性缺水 and 水质性缺水现象普遍存在。水利关乎民生，是未来十二五期间政策重点支持的建设领域。

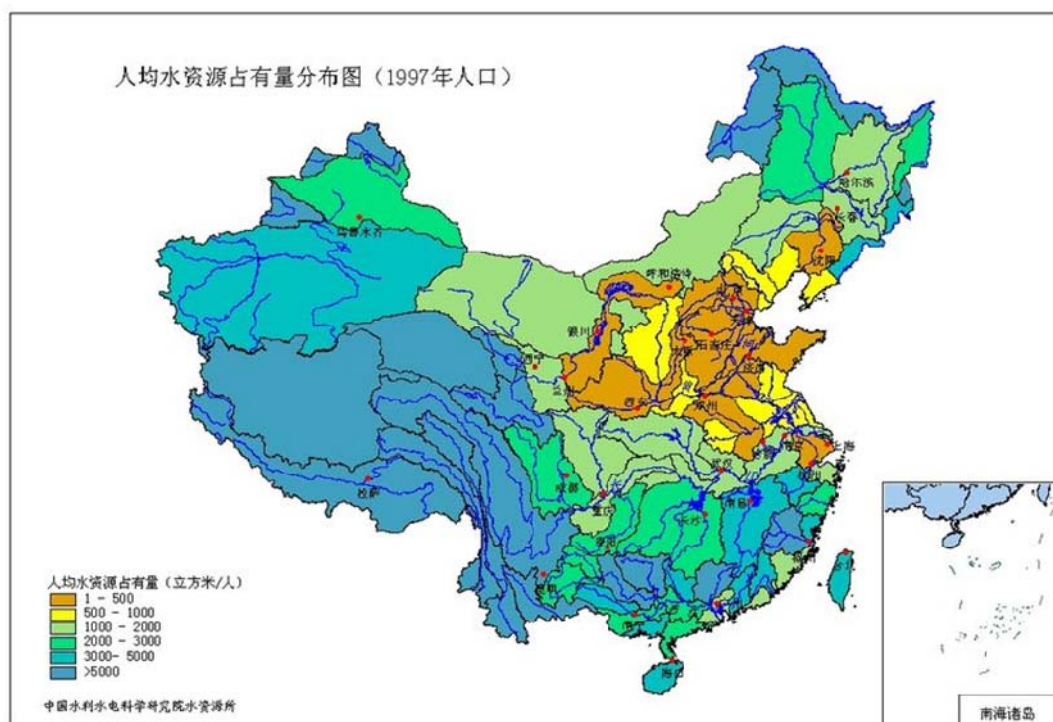
过去五年，水利投资在总投资中占比反而出现了一定下降，水利建设的“历史欠账”问题是在加剧而不是缓解。

图 1：水利累计投资增速及其在总投资中所占比例



资料来源：CEIC，宏源证券

图 2：我国人均水资源占有量



资料来源：宏源证券

水资源的合理、有效调度将带来大量的输水管道需求。与明渠、暗渠等输水方式相比，管道输水具有不占地、低渗漏、避免地表污染、维护成本低等优点，是目前主要的输水方式。

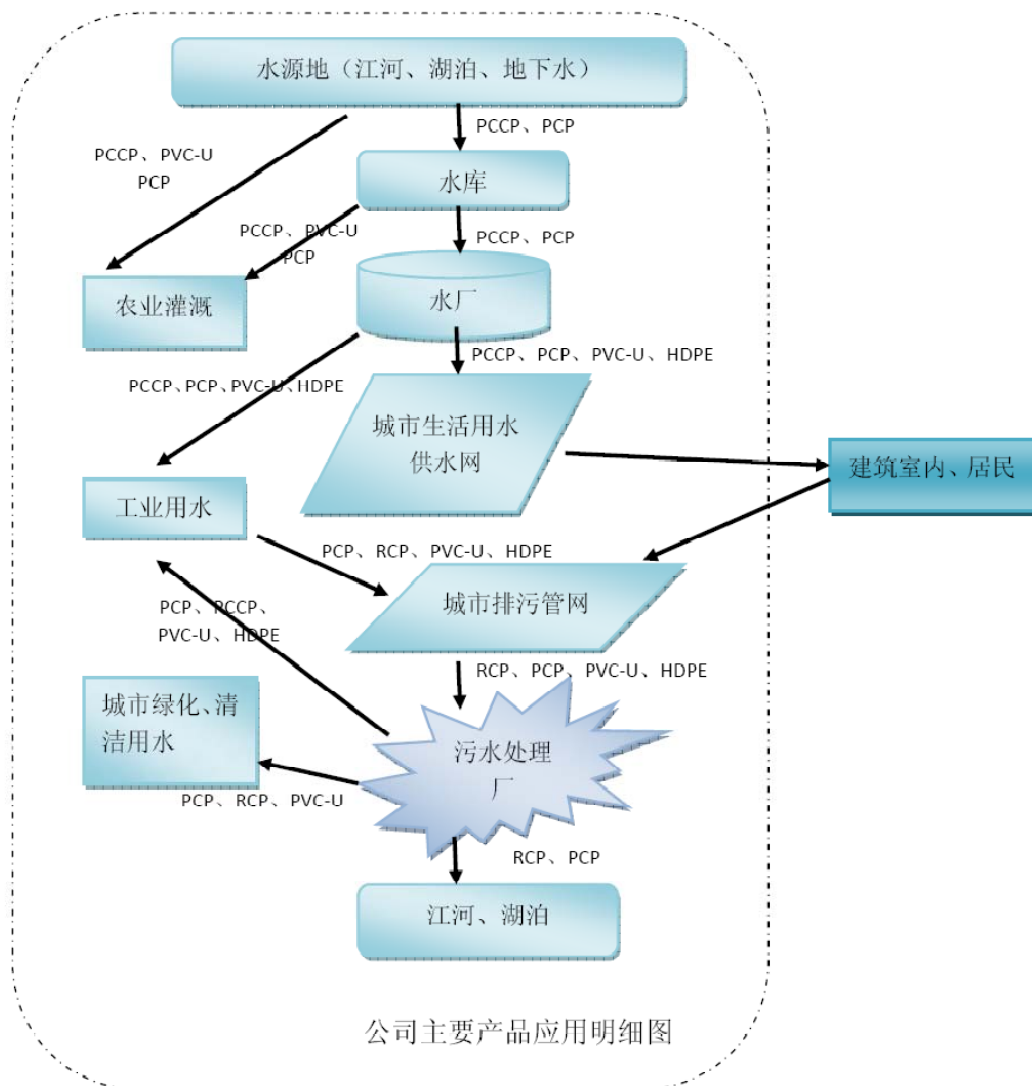
2、公司产品线丰富，形成了独特的协同优势

公司生产的主要产品包括两大类：混凝土管道和塑料管道。其中，混凝土管道产品主要包括 PCCP、PCP、RCP；塑料管产品主要包括 PVC 管道、HDPE 管道。目前是国内唯一的覆盖混凝土管道和塑料管道的规模生产企业，可以满足从水源引水到污水回用等多个用水环节的工程需要。

由于混凝土管道和塑料管道两类产品在客户群体、营销网络方面高度重叠，全面的产品线使得公司可以在营销网络方面发挥协同效应。

由于塑料管道市场的季节波动性明显小于混凝土管道，从而加强了公司生产经营的稳定性。

图 3：公司产品应用明细

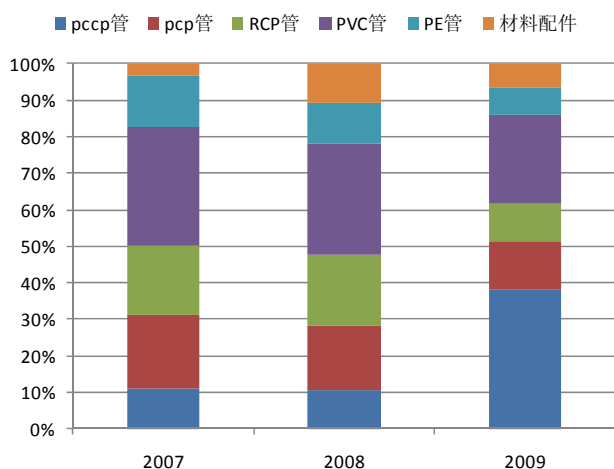


资料来源：公司招股书，宏源证券

3、区域龙头，稳步扩张

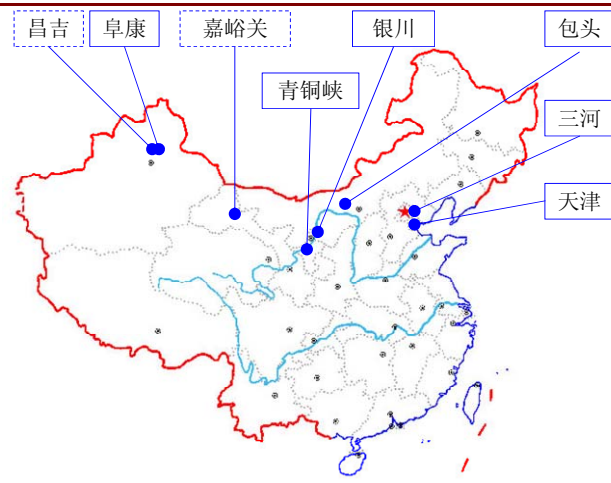
公司目标市场定位于西北地区及“京津唐”地区，是西北地区最大的供排水管道生产企业。截止 2009 年，公司具备了 1 万吨 PE 管道、4 万吨 PVC 管道和 350kmRCP、320kmPCP 和 200kmPCCP 管道的生产能力。在公司的主要销售区域西北地区，“青龙”牌管道在宁夏及周边四省区（内蒙、陕西、甘肃、青海）拥有良好的声誉，市场占有率第一。公司 PCCP、PCP 在宁夏占有率 95%、在陕甘蒙青占有率 40%以上，塑料管道在陕甘宁蒙青地区占有率均超过 30%。在京津唐地区，三河京龙子公司的 RCP 和 PE 管道产品已成功进入京津唐市场，其 PE 管道成功用于首都机场、奥运场馆等标志性工程，为未来的市场开拓奠定了良好的基础

图 4：公司营业收入构成



资料来源：公司招股书，宏源证券

图 5：公司生产基地布局示意图



资料来源：宏源证券，虚框为筹建项目

表 1：公司利用募集资金实现稳健扩张

项目名称	项目产品	产能	投产期	投资（万元）
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	2,155 吨	2011.4	2,045.41
天津海龙管业有限公司一期建设项目	RCP	90km	2009.11	4,980.00
天津海龙管业有限公司二期建设项目	PCP	90km	2011.7	7,860.00
	PCCP	55km	2011.7	
预应力钢筒混凝土管（PCCP-L、PCCP-E）扩建项目	PCCP-E	40km	2011.6	9,010.92
	PCCP-L	20km	2011.6	
企业技术中心建设项目	无具体产品			1,420.10
超募资金投向				
新设嘉峪关	PCP			2000
昌吉一期	PCCP-E	50km	2011.9	13051.41
	PCCP-L	60km		
昌吉二期	HDPE	10000 吨	2012.9	
	UPVC	5000 吨		
增资包头建龙	PCCP、PCP			1000
营销网络与研发部门（北京）				3980

资料来源：公司公告，宏源证券

公司秉承区域化发展战略，立足于“陕西、甘肃、宁夏、内蒙、青海”五省区；在此基础上，将“京津唐”地区培养成下一个核心市场区域；同时，依托在新疆中标的管道供货合同，开拓新疆市场，进一步扩大本公司的市场区域。

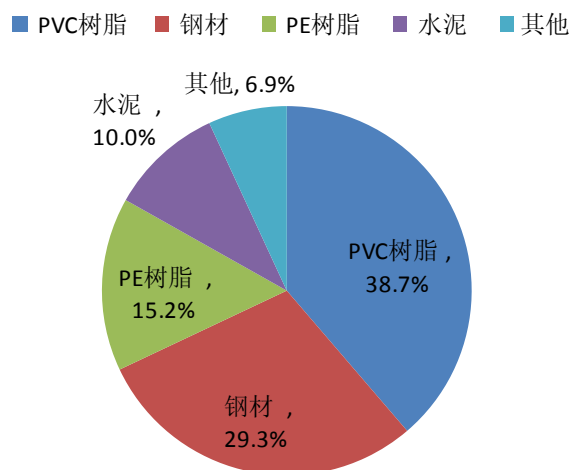
华北和陕甘宁蒙是我国人均水资源最为紧缺的地区，水利建设也最为迫切。新疆作为未来十年投资开发确定性最高的地区，水利开发必须先行。我们认为未来几年上述地区对水利管道需求将快速增长，公司将从中受益。

公司今年成功上市后，利用募集资金扩张产能、提升技术水平，以进一步确立在核心区域市场的规模优势、技术优势，并实现向其他目标市场的逐步渗透扩张。对于发展前景最为看好的 PCCP 和 PE 管，公司借助募投项目实现产能 100% 以上的增长。

4、未来成本压力或将小幅拉低毛利水平

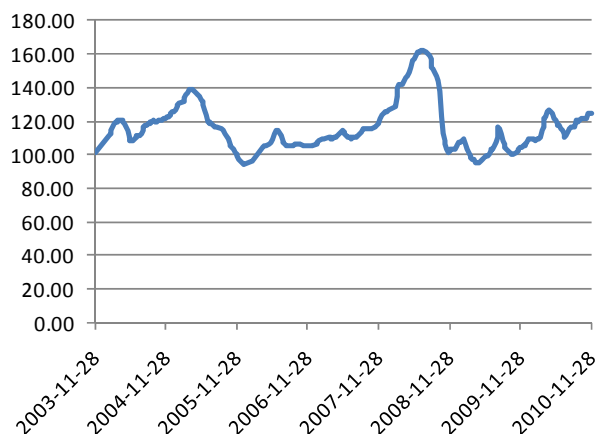
近三年来，原材料占公司生产成本的比例均在 60% 以上，其中钢材、PVC、PE 树脂是主要的成本构成，2009 年，三者原材料中占比为 83%。2010 年，钢材价格、PVC 价格同比上涨，考虑到公司的存货周转周期，预计 2011 年将为公司带来成本上的压力。

图 6：公司 2009 年原材料成本构成



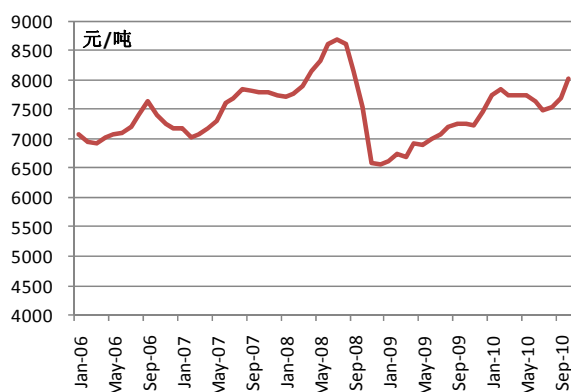
资料来源：公司招股书，宏源证券

图 7：钢材价格指数走势



资料来源：wind，宏源证券

图 8：PVC 交易价格同比上涨



资料来源：CEIC，宏源证券

5、盈利预测

我们认为公司产品中 PCCP、PE 产品前景较好,这两种产品也是公司募投项目扩产的重点。公司多个扩产项目 2011 年中投产,考虑到可能的成本压力,以及扩产初期在销售费用和管理费用方面投入的增加,我们认为公司的高速增长要在 2012 年得以实现。有关的假设和预测数据详见表 2。

表 2: 青龙管业盈利预测简表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入						
PCCP	38.77	53.67	276.93	332.32	498.47	697.86
YOY%		38%	416%	20%	50%	40%
PVC	115.26	156.79	176.28	211.54	243.27	279.76
YOY%		36%	12%	20%	15%	15%
PCP	71.80	91.31	98.43	113.19	147.15	176.58
YOY%		15%	-5%	15%	30%	20%
RCP	65.86	99.48	73.78	84.85	106.06	121.97
YOY%		36%	12%	15%	25%	15%
PE	49.72	57.09	53.98	62.08	80.70	104.91
YOY%		15%	-5%	15%	30%	30%
其他	11.27	55.65	49.68	49.68	49.68	49.68
YOY%		394%	-11%	0%	0%	0%
合计	352.68	513.99	729.08	853.65	1,125.33	1,430.76
成本						
PCCP	25.55	34.26	175.41	210.49	324.01	453.61
毛利率%	34.1%	36.2%	36.7%	36.7%	35.0%	35.0%
PVC	88.98	116.28	120.98	148.08	182.45	209.82
毛利率%	22.8%	25.8%	31.4%	30.0%	25.0%	25.0%
PCP	45.24	59.16	63.74	88.29	117.72	141.27
毛利率%	20.7%	17.9%	23.7%	22.0%	20.0%	20.0%
RCP	45.85	59.48	47.22	59.39	79.54	91.48
毛利率%	22.8%	25.8%	31.4%	30.0%	25.0%	25.0%
PE	39.45	46.85	41.16	47.33	64.56	83.93
毛利率%	20.7%	17.9%	23.7%	23.7%	20.0%	20.0%
其他	11.54	49.12	41.61	41.73	41.73	41.73
毛利率%	-2.3%	11.7%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
合计	256.61	365.15	490.12	595.31	810.01	1,021.83
营业税金及附加	1.78	2.45	2.36	2.77	3.65	4.64
税金/收入%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	19.00	30.40	49.32	59.76	78.77	78.69
销售费用率%	5.4%	5.9%	6.8%	7.0%	7.0%	5.5%
管理费用	14.76	28.39	41.43	51.22	67.52	71.54
管理费用率%	4.2%	5.5%	5.7%	6.0%	6.0%	5.0%
财务费用	4.66	8.56	7.63	5.00	5.15	6.00
财务费用率%	1.3%	1.7%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%

资产减值损失	3.87	6.08	6.66	0.00	0.00	0.00
主营外净收入	22.97	17.54	12.35	12.35	12.35	12.35
利润总额	74.97	90.50	143.91	151.95	172.57	260.41
所得税	10.61	13.10	24.09	30.39	34.51	52.08
有效所得税率%	14.2%	14.5%	16.7%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	3.62	3.16	2.80	3.65	4.14	6.25
净利润	60.74	74.24	117.01	117.91	133.92	202.08
EPS (元)	0.80	0.85	1.12	0.84	0.96	1.45

资料来源：公司公告，宏源证券

财务报表预测

利润表						百万元
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
主营业务收入	514	729	854	1125	1431	
主营业务税金	2	2	3	4	5	
营业成本	365	490	595	810	1022	
销售费用	30	49	60	79	79	
管理费用	28	41	51	68	72	
财务费用	9	8	5	5	6	
营业外净收入	11	6	12	12	12	
利润总额	90	144	152	173	260	
所得税	13	24	30	35	52	
净利润	77	120	122	138	208	
少数股东损益	3	3	4	4	6	
母公司所有者净利润	74	117	118	134	202	

现金流量表						百万元
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
净利润			122	138	208	
-营业外净收入			12	12	12	
+折旧与摊销			15	30	63	
-财务费用			5	5	6	
+营运资金减少			(178)	(166)	(188)	
经营现金流	1030	43	(45)	(1)	83	
营业外净收入			12	12	12	
资本性支出			(240)	(501)	(34)	
长期股权投资减少			0	0	0	
投资现金流	(2563)	(108)	(227)	(489)	(21)	
借款增加			72	(61)	28	
财务费用			(5)	(5)	(6)	
吸收到的股权投资			885	0	0	
其他			(77)	(4)	(6)	
融资现金流	680	7	875	(70)	16	
净现金流	(865)	(58)	603	(561)	77	

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
ROE	21.4%	23.9%	8.3%	8.6%	11.4%
资产负债率	50.4%	45.7%	22.7%	20.4%	21.1%
EBIT 利息保障倍数	11.58	19.86	31.39	34.48	44.37
毛利率	29.0%	32.8%	30.3%	28.0%	28.6%
期间费用率	13.1%	13.5%	13.6%	13.5%	10.9%
净利率	14.4%	16.0%	13.8%	11.9%	14.1%
存货周转率	2.3	2.1	1.8	2.0	2.0
固定资产周转率	6.4	4.3	2.5	1.5	1.8

资产负债表						百万元
资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
货币资金	172	124	717	156	234	
应收账款与票据	129	188	213	281	358	
其他应收款	30	30	30	30	30	
预付账款	92	71	86	117	148	
存货	176	298	349	460	585	
其他流动资产	1	6	6	6		
流动资产合计	601	716	1402	1051	1360	
长期股权投资	10	10	10	10	10	
固定资产净值	80	169	343	737	816	
在建工程与物资	1	1	50	113	0	
无形资产与待摊费用	62	61	67	83	87	
其他非流动资产	11	7	11	11	11	
非流动资产合计	164	247	482	953	924	
资产总计	765	964	1883	2004	2285	

负债与股东权益						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
短期借款	121	95	171	113	143	
应付账款与票据	80	88	106	145	183	
预收款项	68	159	17	23	29	
其他流动负债	116	79	116	116	116	
流动负债合计	385	421	411	396	471	
长期借款	0	18	14	12	9	
其他非流动负债	1	2	2	2	2	
非流动负债合计	1	20	16	13	11	
负债合计	386	441	427	409	482	
股本	87	105	140	140	140	
留存收益	260	384	1283	1421	1629	
母公司股东权益	348	489	1422	1560	1769	
少数股东权益	31	34	34	34	34	
股东权益合计	379	523	1457	1595	1803	
负债和权益合计	765	964	1883	2004	2285	

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.85	1.12	0.84	0.96	1.45
每股经营现金流	11.79	0.41	-0.32	-0.01	0.59
每股净资产	3.98	4.68	10.19	11.18	12.92
估值指标					
PE			41.2	36.3	24.1
PB			3.42	3.12	2.70
EV/EBITDA			25.15	23.28	14.54

分析师简介:

刘书臻: 宏源证券研究所建材行业研究员, 北京大学理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 冀东水泥、祁连山、国统股份、青松建化、天山股份、海螺型材、濮耐股份等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	张珺 010-88085978 Zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。