



产能翻倍增长，水利投资和新疆建设双受益

——国统股份（002205）非公开增发点评

要点：

- **重大事件：**国统股份（简称“公司”）今日公告非公开增发完成，本次增发行价为27.00元/股，向共6名认购对象发行16,152,018股，增发股份将于2010年1月11日在深交所上市。我们认为本次增发意义重大，募集资金投资项目实施后，公司的资本实力将进一步增强，公司竞争力和盈利能力将得到进一步提升，为公司的可持续发展提供保证。
- **产能翻倍增长，单位产能盈利能力增强。**公司目前的产能约为220km标准管，增发后产能将达480km标准管，增长109%。公司目前的市场占有率约为12-13%，增发后市场将提升至20%以上，市场控制能力进一步增强。公司2009年既有产能220km的单位产能产生的营业收入为182.53万元/km。募投项目新增产能260km的单位产能的营业收入为228.48万元/km，增长25%，单位产能收入提升明显。
- **PCCP需求有望快速增长。**“十一五”期间我国水利建设严重落后于其他基建领域，水利建设的相对滞后是影响我国经济发展的突出问题，我们预计“十二五”期间水利投资增速将有明显提升，今年水利投资有望从10年的1800亿左右，大幅提升至3600-4000亿元。PCCP作为解决跨区域调水（如南水北调、引额济乌）、农业灌溉和工业生产用水的主力管型，保守预计未来10年年均新增PCCP有望达到2,628km以上。
- **新疆唯一大型输水管生产商，华南和华北地区将成核心区域。**在新疆经济工作会议的精神指引下，今年将是新疆大开发元年，西部能源基地建设有望逐步兑现，准东等地区的煤化工和煤电产业发展将强势拉动对水资源需求，公司是新疆地区唯一一家生产大型输水管的企业，在新疆地区的业务增长具备充足的空间，由于公司一般是先拿单后建线，此次增发募投的两条为于伊犁和天河生产线反映了新疆地区需求的不断增长。华南和华北地区重点工程增多未来也将成核心区域。
- **毛利率行业领先，未来将稳中有升。**目前行业已上市的管材类公司中，公司的毛利率一直保持高位，与另一家混凝土管道公司青龙管业相当，产品毛利率远远高于主营球墨铸铁管的新兴铸管和业务塑料管道的沧州明珠、国通管业和凌云股份，显示了较强的行业竞争优势和议价能力，随着产能的扩张和行业需求增长（特别是新疆区域），加上背靠大股东的平台优势，毛利率有望稳中有升。
- **盈利预测：**我们预计2010-2012年EPS分别为0.57元、0.91、1.21元（摊薄后）；对应2010-12年的PE为55x、34x、26x，预计今年二季度开始华北、东北和华南地区逐步开工建设，公司业绩有望同比大幅增长，公司有用绝对控制力的新疆地区今年也将加大水利投资力度，业绩贡献有望超预期，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**钢材价格大幅上升；新签合同低于预期；水利投资力度低于预期。

独立声明

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。

报告日期：2011年1月10日

分析师

联系人

张霖

李龙

☎010-88366060-8752

☎0755-83516194

✉ zhangl@cgws.com

✉ lil@cgws.com

PCN: S1070209040317 PCN: S1070110030004

投资评级：推荐（维持）

股本及行情数据

当前价格：31.30元

总市值（亿元）	36.35
流通市值（亿元）	12.30
总股本（百万股）	116.15
流通股本（百万股）	40.64
12个月最高/最低	37.98/17.53
十大股东占总股本比	66.11%
大股东	新疆天山建材

注：股本按2011/01/11起计算

公司盈利预测

	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿元)	427	553	735
(+/-%)	7.3%	29.4%	33.0%
净利润(百万元)	52	66	106
(+/-%)	-1.2%	28.0%	59.7%
摊薄 EPS(元)	0.52	0.57	0.91
市盈率(倍)	61	55	34

公司股价表现图



相关报告

《减量供给提升价值，特玻新材异彩纷呈——2011年建材行业投资策略》2010-11-15

《受益新疆资源开发，跨区经营优势渐显——国统股份（002205）动态点评》2010-11-11

表 1: 发行结果和获配数量

序号	发行对象	获配数量 (股)	限售期
1	嘉实基金管理有限公司	5,700,000	12 个月
2	华夏基金管理有限公司	3,800,000	12 个月
3	上海天迪科技投资发展有限公司	2,600,000	12 个月
4	梅强	2,000,000	12 个月
5	张传义	2,000,000	12 个月
6	易方达基金管理有限公司	52,018	12 个月
合 计		16,152,018	

数据来源: 公司公告 长城证券研究所

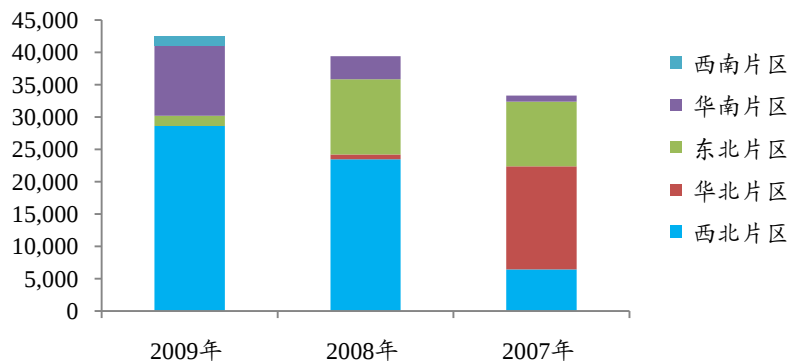
表 2: 十大股东明细 (截止 2010-01-04)

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
新疆天山建材(集团)有限责任公司	38,300,000	32.97	限售流通 A 股
国统国际股份有限公司	11,250,000	9.69	限售流通 A 股
国统国际有限公司	7,500,000	6.46	限售流通 A 股
中国建设银行-华夏优势增长股票型证券投资基金	5,187,424	4.47	限售流通 A 股,A 股流通股
新疆三联工程建设有限责任公司	2,953,460	2.54	A 股流通股
全国社保基金一零六组合	2,850,000	2.45	限售流通 A 股
上海天迪科技投资发展有限公司	2,600,000	2.24	限售流通 A 股
傅学仁	2,146,875	1.85	限售流通 A 股
梅强	2,000,000	1.72	限售流通 A 股
张传义	2,000,000	1.72	限售流通 A 股
合 计	76,787,759	66.11	

数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 3: 区域收入占比

单位: 万元



数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 4: 募投项目实现新增产能和实现收入

募投项目	新增 PCCP 产能	达产年均实现收入(10 年计算期)
伊犁国统 PCCP 生产线建设项目	57km(DN2200mm)和 45km(DN1200mm)	14,253.29 万元
新疆天河 PCCP 生产线技改扩建项目	30km(DN2200mm)	5,784.62 万元
中山银河 PCCP 生产线技改扩建项目	96km(DN1200mm)	9,977.44 万元
新疆国统高州 PCCP 生产线建设项目	60km(DN2200mm)	13,538.46 万元
新疆国统天津 PCCP 生产线建设项目	57km(DN2200mm)和 45km(DN1200mm)	15,849.85 万元
折合标准管: 约为 260km		59,403.66 万元

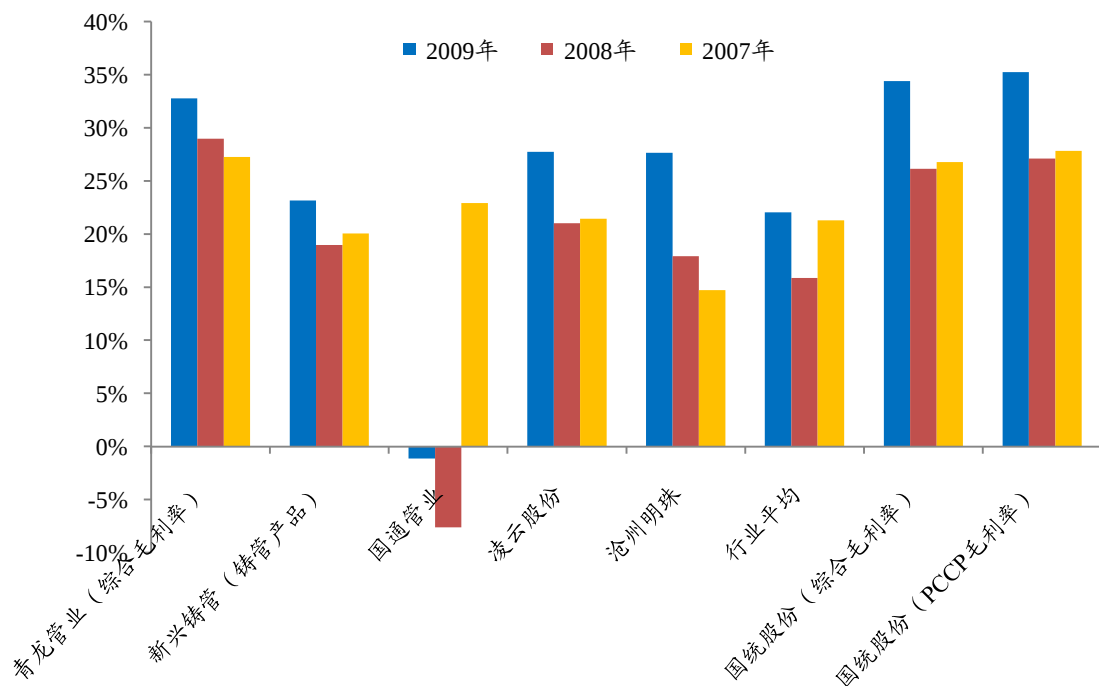
数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 5: 单位产能实现收入

产能类别	产能 (标准管 km)	PCCP 收入 (万元)	收入/产能 (万元)
现有产能	220	40,156.85	182.53
募投新增产能	260	59,403.66	228.48

数据来源: 公司公告 长城证券研究所

表 6: 可比公司毛利率比较



数据来源: 公司公告 WIND 长城证券研究所



盈利预测及估值

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	42,717	55,265	73,503	95,554	成长性				
营业总成本	35,896	46,526	59,555	77,053	营业收入增长	7.3%	29.4%	33.0%	30.0%
营业成本	28,029	37,194	48,291	62,301	营业成本增长	-4.7%	32.7%	29.8%	29.0%
财务费用	1,026	940	662	1,242	营业利润增长	67.8%	28.1%	59.6%	32.6%
销售费用	3,255	3,813	4,778	6,020	利润总额增长	12.0%	28.2%	59.7%	32.7%
管理费用	3,465	4,421	5,660	7,262	净利润增长	-1.2%	28.0%	59.7%	32.7%
投资净收益	-2	-2	0	1	盈利能力				
营业利润	6,819	8,737	13,948	18,502	毛利率	34.4%	32.7%	34.3%	34.8%
营业外收支	-16	-18	-21	-24	销售净利率	12.1%	12.0%	14.4%	14.7%
利润总额	6,803	8,719	13,927	18,478	ROE	12.3%	13.5%	17.6%	18.8%
所得税	1,418	1,831	2,925	3,880	ROIC	13.9%	17.4%	25.5%	30.4%
少数股东损益	219	276	440	584	营运效率				
净利润	5,167	6,612	10,562	14,013	销售费用/营业收入	7.6%	6.9%	6.5%	6.3%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	8.1%	8.0%	7.7%	7.6%
货币资金	17,475	23,348	37,449	55,472	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	20,875	23,764	27,931	37,266	所得税/利润总额	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
应收票据	80	103	138	179	应收帐款周转率	1.98	2.48	2.84	2.93
存货	15,783	16,737	21,731	26,790	存货周转率	2.71	2.29	2.51	2.57
流动资产合计	60,235	71,701	97,541	133,060	流动资产周转率	0.85	0.84	0.87	0.83
固定资产	27,141	29,878	33,103	39,144	总资产周转率	0.53	0.56	0.61	0.61
资产总计	91,714	105,795	134,776	176,215	偿债能力				
短期借款	6,000	5,500	8,500	11,000	资产负债率	54.2%	53.8%	55.5%	57.7%
应付款项	17,106	23,804	30,424	39,250	流动比率	1.48	1.37	1.44	1.49
流动负债合计	40,694	52,387	67,966	89,507	速动比率	1.09	1.05	1.12	1.19
长期借款	9,000	4,500	6,900	12,200	每股指标 (元)				
负债合计	49,694	56,887	74,866	101,707	摊薄 EPS	0.52	0.57	0.91	1.21
股本	10,000	11,615	11,615	11,615	每股净资产	4.20	4.21	5.16	6.41
留存收益	26,826	31,823	40,770	53,168	每股经营现金流	1.35	1.34	1.23	1.64
少数股东权益	5,195	5,470	5,910	6,494	每股经营现金/EPS	2.6	2.4	1.4	1.4
权益合计	42,020	48,908	59,910	74,508	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	91,714	105,795	134,776	176,215	PE	60.6	55.0	34.4	25.9
现金流量表 (万元)					PEG	1.54	1.21	1.05	-
经营活动现金流	13,484	15,572	14,267	19,043	PB	7.4	7.4	6.1	4.9
其中营运资本减少	3,513	6,600	841	1,545	EV/EBITDA	34.17	31.50	22.14	16.99
投资活动现金流	-3,668	-4,699	-5,566	-8,820	EV/SALES	7.68	6.76	5.16	4.05
其中资本支出	-3,668	-	-	-	EV/IC	7.23	8.66	7.91	6.99
融资活动现金流	-232	-5,000	5,400	7,800	ROIC/WACC	1.48	1.86	2.71	3.24
净现金总变化	9,584	5,873	14,101	18,023	REP	4.89	4.66	2.91	2.16

数据来源: WIND 长城证券研究所 注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。



研究员介绍:

李 龙: 上海交通大学建筑与土木工程专业学士、美国约翰霍普金斯大学应用数学与金融系硕士，09 年加入长城证券，任建筑、建材行业研究员。

张 霖: 金融学博士生，2007 年加入长城证券，任电力新能源行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编：100044

传真：86-10-88366650

网址：<http://www.cgws.com>