

立足长三角，南下北上西进开疆拓土

——巨龙管业（002619）新股询价报告

分析师：刘金明

SAC NO: S1150511030002

2011 年 9 月 19 日

建材——混凝土管材

联系人

刘金明

010-68784272

Ljm-sec@live.cn

建议询价区间：

14.5—15.7

发行基本资料

发行后总股本	9,350 万股
发行股本	2,350 万股
主承销商	长城证券

投资要点：

● 激励型的股权架构

在公司前十名自然人股东中 7 位为公司高管，具备激励型的股权架构。

● 立足长三角，辐射全国

主营业务为混凝土输水管道的研发、生产和销售，包括 PCCP、PCP、RCP 和自应力管等四大系列 100 多个规格，其中 PCCP 为主导产品。公司在江西、福建、重庆、河南设立了全资子公司，立足长三角，南下、北上、西进扩大市场覆盖范围。按产能统计，公司在行业第一梯队中排名第四。得益于在华东地区市场的采购成本优势和高市场占有率优势，公司混凝土管材毛利率高于同业上市公司。

● 受益未来十年水利大发展

公司产品主要应用于输水领域，PCCP 与其他输水管道相比，具有口径大、寿命长、承压大等优势。在大口径管材领域，PCCP 的优势更加突出。PCCP 与其他较大管径的管材相比，成本优势明显，而且呈现出口径越大成本优势越大的趋势。《中国节水技术政策大纲》提出大口径管材（DN>1200）优先考虑预应力钢筒混凝土管。中央一号文件和中央水利工作会议确立了水利建设的战略地位，从最高政策层面推动水利建设行业步入战略机遇期。

● 募投项目

公司拟募资 2.1 亿元投资建设合计 170 公里的 PCCP 生产线项目。项目建成后，公司 PCCP 产能将增加至 405 公里。除提高 PCCP 产能外，将延长产品销售半径和减少运输成本，进一步拓展市场，提高市场占有率。

● 盈利预测与估值

按照发行后总股本摊薄计算，公司 2011-2013 年对应的 EPS 分别为 0.61 元、0.86 元、1.02 元。与巨龙管业同行业可比上市公司 2011 年的平均动态市盈率是 25.3 倍，我们给予公司 2011 年 24-26 倍的市盈率，建议询价区间为 14.5-15.7 元。

财务摘要（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	266	321	404	525	622
(+/-)%	18%	21%	26%	30%	18%
经营利润（EBIT）	61	66	69	91	108
(+/-)%	82%	9%	5%	32%	18%
净利润	41	50	57	81	95
(+/-)%	226%	22%	14%	42%	18%
每股收益（元）	0.44	0.53	0.61	0.86	1.02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1 OF 16

目 录

1. 公司概况：立足长三角，辐射全国的混凝土管道企业.....	4
1.1 公司股权结构：激励型的股权架构	5
1.2 跻身第一梯队，毛利率领先同业.....	6
2. 受益未来十年水利大发展.....	9
2.1 大口径管材领域PCCP优势突出	10
2.2 中央一号文件带动行业步入战略机遇期	11
2.3 公司覆盖市场容量广阔	12
3. 募投项目：建设 170 公里PCCP生产线	12
4. 盈利预测与估值.....	13
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: PCCP结构.....	5
图 2: 充分激励的股权架构 (IPO前)	5
图 3: 报告期营业收入占比.....	7
图 4: 2010 年营业收入占比.....	7
图 5: 2010 年毛利占比	8
图 6: 公司混凝土管材毛利率高于同业上市公司 (%)	8
图 7: 公司期间费用率较高 (%)	8
图 8: 公司净利率水平较高 (%)	8
图 9: 公司存货周转率较快.....	9
图 10: 公司应收账款增长率处于中间水平	9
图 11: 混凝土管道产业链.....	9

1. 公司概况：立足长三角，辐射全国的混凝土管道企业

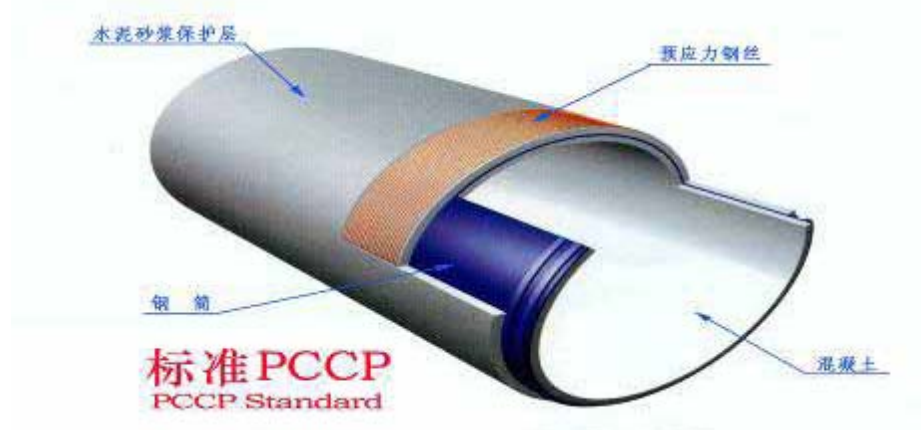
公司注册地为浙江金华，主营业务为混凝土输水管道的研发、生产和销售，包括 PCCP、PCP、RCP 和自应力管等四大系列 100 多个规格，其中 PCCP 为主导产品。公司在江西、福建、重庆、河南设立了全资子公司，立足长三角，南下、北上、西进扩大市场覆盖范围。

表 1： 公司主要产品

分类	产品型号	2010 收入占比	主要特点	主要用途
PCCP	PCCPL (规格 DN 500 ~ DN 1200 × 5000mm)	47.33%	适用范围广、最大口径大、使用寿命长、承受工作压力大、覆土深度大、耐腐蚀能力强、抗渗性强、密封性强、抗震能力强、管材配件易于获得、能够带压开孔、现场安装速度快、对回填土无特殊要求、抗负压能力强	广泛用于工程工况条件要求较高的水利、市政、工业输水管线、电厂补给水管网等输排水工程
	PCCPE (规格 DN1400 ~ DN3600 × 5000mm)	26.45%		
PCP	分为 YYG (规格 DN500 ~ DN1200 × 5000mm)和 SYG(规格 DN500 ~ DN1600 × 5000mm)	14.54%	使用寿命长，抗腐蚀性好，输水能力强，管壁不结垢，铺设安装操作方便，具有较好的抗震性能	广泛应用于城镇供水、引水和排污工程
RCP	分为承插口式、平口式和企口式 (规格 DN300 ~ DN3000)	9.97%	具有良好的抗渗性和耐久性，抗外压性能好，施工安装方便，水力条件好等，但自重大，质地脆，承受内压能力较低	主要用于雨水、污水、引水及农田排灌工程
自应力管	钢筋管和钢丝网管两类 (规格 DN100 ~ DN500)	1.71%	利用硫铝酸盐水泥化学膨胀产生应力值，混凝土强度高，致密性好，接头密封性好，抗渗、抗裂性能优良	适用于城镇中小口径引水、供水、有压力的排污工程

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 1：PCCP 结构

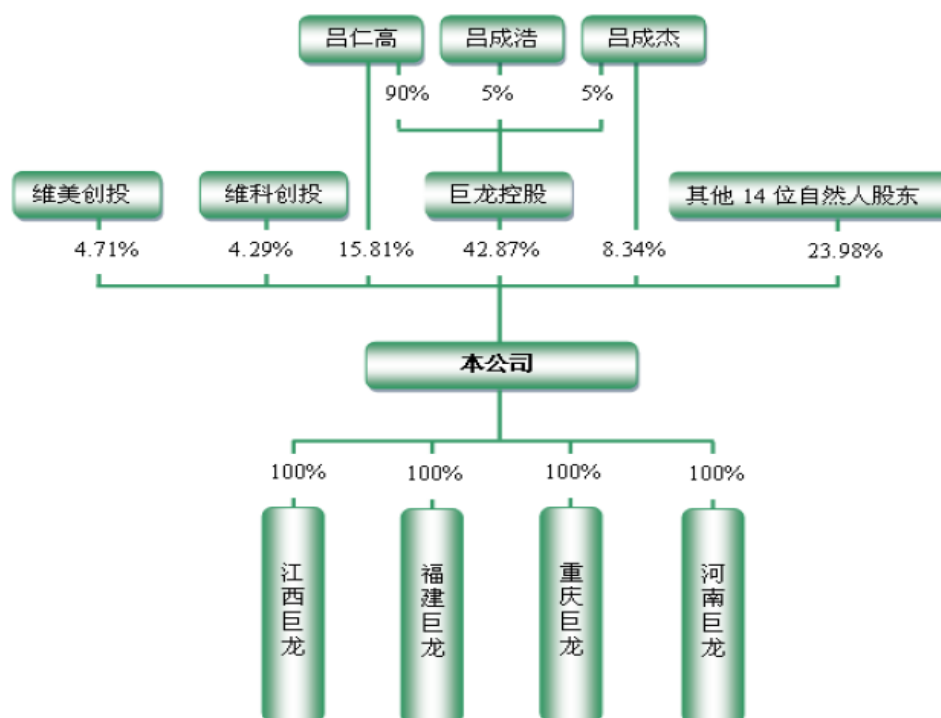


资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

1.1 公司股权结构：激励型的股权架构

巨龙控股持有公司 3,000.6884 万股，持股比例为 42.87%，为公司控股股东。吕仁高先生及其儿子吕成杰、吕成浩先生巨龙控股的股东。公司的实际控制人为吕仁高先生。在公司前十名自然人股东中 7 位为公司高管，具备激励型的股权架构。

图 2：充分激励的股权架构（IPO 前）



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

1.2 跻身第一梯队，毛利率领先同业

混凝土输水管道受销售半径的制约，目前国内大部分企业都是局限在一定的区域内，规模较小，根据 CCPA 统计，2009 年国内 8 家 PCCP 主要生产企业生产总量约占 PCCP 行业市场的 56%，行业集中度较高。这 8 家公司基本构成混凝土输水管道行业的第一梯队。按照生产线条数统计，公司和无锡华毅管道并列第五。按照产能统计，公司排名第四。

表 2：主要 PCCP 生产厂家

序号	单位名称	注册地	主要标志性工程	PCCP 生产线条(条)	2009 年度产能(km)
1	国统股份	新疆维吾尔自治区米泉市	南水北调北京段、哈尔滨磨盘山二期供水等工程	13	220
2	龙泉管道	山东淄博市	辽宁省大伙房供水(二期)工程、辽宁省阜新引白济阜等项目	11	360
3	山东电力管道	山东新泰市	南水北调北京段、沈阳大伙房引水等项目	9	360
4	北京河山引水管业有限公司	北京市	南水北调北京段第一标段工程、哈尔滨磨盘山项目等项目	9	180
5	青龙管业	宁夏回族自治区青铜峡市	宁夏宁东重化工基地供水及园区配套给水管网工程、宁夏扶贫扬黄灌溉一期等项目	8	200
6	无锡华毅管道有限公司	江苏省无锡市	无锡锡澄供水工程(长江引水)等项目	7	240
7	公司	浙江省金华市	山西夹马口节水灌溉工程、郑州市生态水系输水工程、日照水库向市区供水三期工程、福建莆田金钟水利枢纽引水配套工程等	7	235
8	成都金炜制管有限责任公司	四川省成都市	哈尔滨磨盘山水库供水工程、辽宁大伙房水库输水工程、南水北调穿黄河隧道工程等项目	6	225
合计				70	2,020

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

注：1、国统股份 2009 年产能按 DN2200PCCP 折算。

2、生产线设计时因产品规格不同，通常每条生产线的平均产能有差异。

报告期内公司收入主要来自 PCCP，且销售比重逐年提高，分别为 49.67%、73.60%、73.78%和 74.92%，构成公司核心收入来源。公司募投项目为合计 170 公里 PCCP 产能建设项目，未来 PCCP 在公司收入构成中的比重将进一步提升。

公司混凝土管材毛利率高于同业上市公司主要得益于在华东地区市场的采购成本优势和高市场占有率优势。

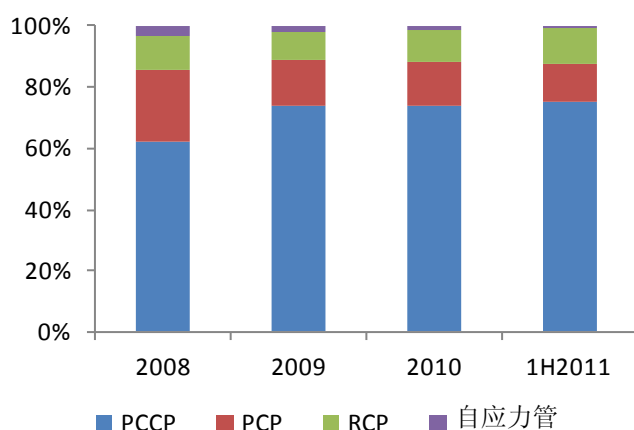
在成本方面，华东地区水泥价格总体要低于西北地区，公司水泥采购成本明显低于同行业上市公司。华东地区钢铁厂家（如宝钢等）众多，经销商家数较多，竞争较为充分，钢铁经销商选择余地较大，且运输便捷，运输距离短，因此冷轧卷板采购成本也相对较低。

在销售市场方面，公司多年从事混凝土输水管道生产销售，在华东地区特别是浙江及周边省市的市场占有率较高，浙江省市场占有率排第一位，竞争优势明显。公司报告期收入主要来自华东地区，而国统股份和青龙管业报告期内在华东地区均没有实现销售，收入主要来源地同为西北地区，竞争相对激烈。

期间费用率方面：公司省外生产基地建设较晚，尚未形成规模生产，因此报告期销往华东地区以外的产品主要在公司本部生产，产品外送距离大幅加长，运费大幅增加，而同行业上市公司 PCCP 业务外地布点时间较公司早，且运作时间较长，外地业务就近生产程度较公司高。在运费的影响下，公司销售费用率和期间费用率均高于同业上市公司。

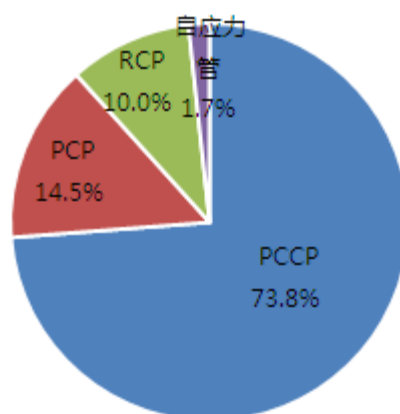
公司净利率水平基本和青龙管业持平，高于国统股份。在营运能力方面，公司的存货周转率领先于同业上市公司，应收账款周转率处于青龙管业和国统股份之间。

图 3：报告期营业收入占比



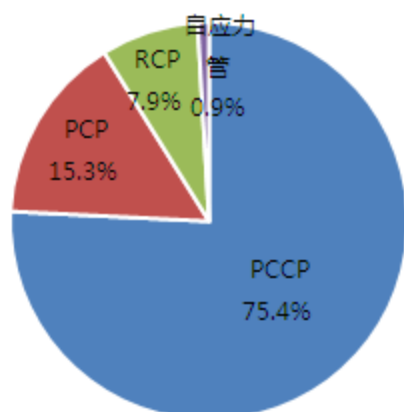
资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 4：2010 年营业收入占比



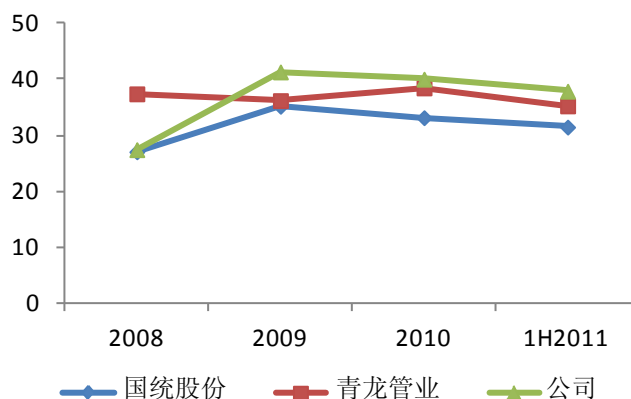
资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 5：2010 年毛利占比



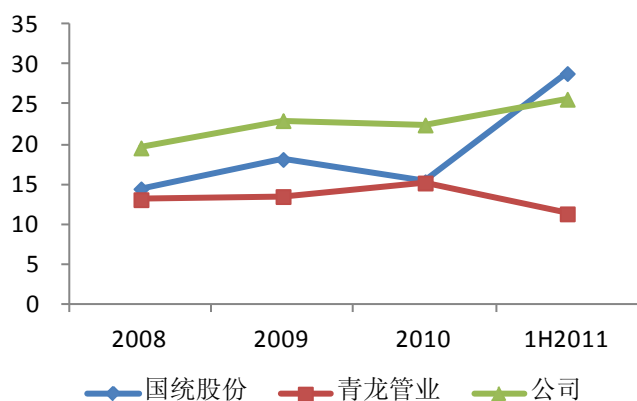
资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 6：公司混凝土管材毛利率高于同业上市公司 (%)



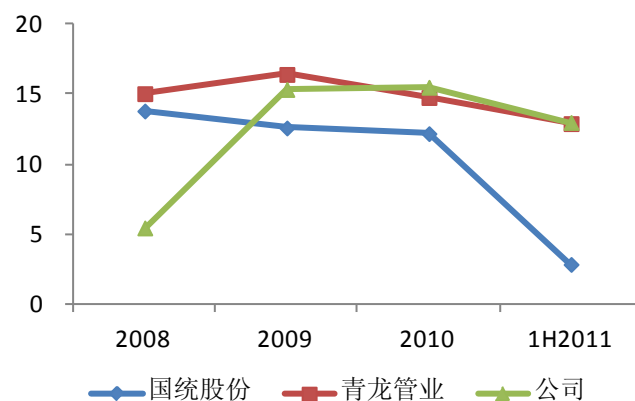
资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 7：公司期间费用率较高 (%)



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 8：公司净利率水平较高 (%)



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

图 9：公司存货周转率较快

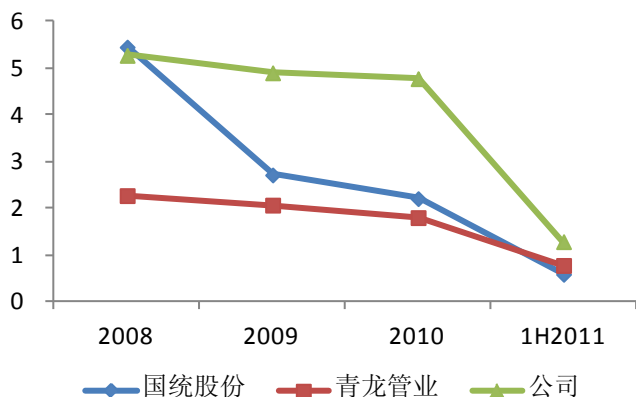
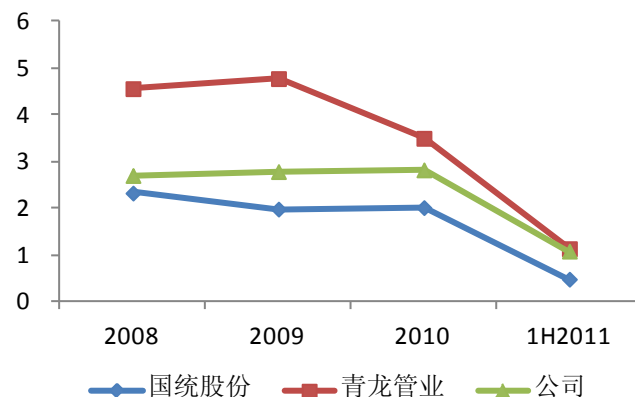


图 10：公司应收账款增长率处于中间水平



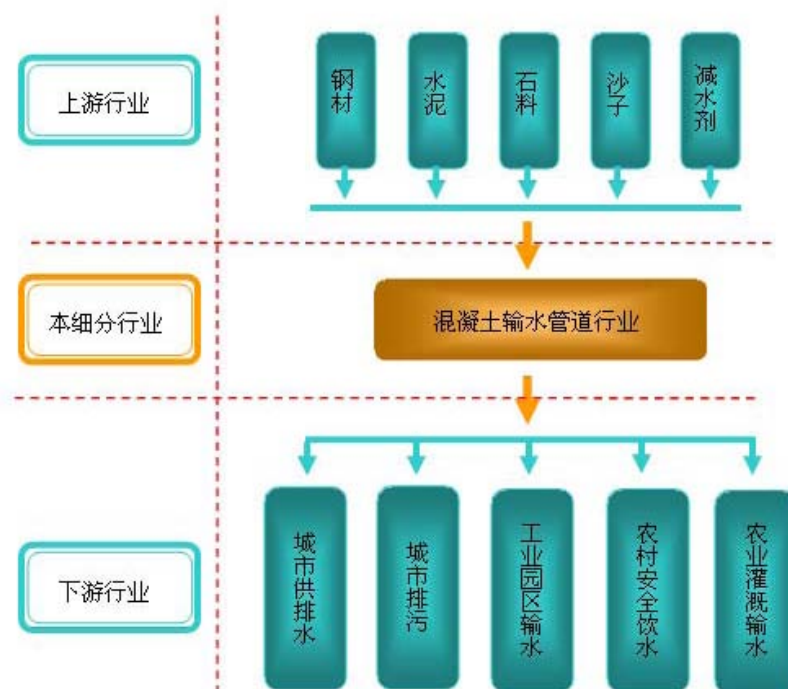
资料来源：招股说明书，WIND，渤海证券研究所

资料来源：招股说明书，WIND，渤海证券研究所

2. 受益未来十年水利大发展

混凝土输水管道上游行业主要指生产所需的各类钢板和预应力钢丝等钢材及水泥行业，下游产业主要包括水利行业、市政基础设施建设和环境治理等产业。

图 11：混凝土管道产业链



资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

2.1 大口径管材领域 PCCP 优势突出

公司产品主要应用于输水领域，输水管道可细分为混凝土输水管道、金属管道、塑料管道和其他管材。其中混凝土输水管道包含 PCCP、PCP、RCP 和自应力输水管等；金属管道包含 DIP、SP 等；塑料管道包含 PVC 管、PE 管等。

PCCP 与其他输水管道相比，具有适用范围广、最大口径大、使用寿命长、承受工作压力大、覆土深度大、耐腐蚀能力强、抗渗性强、密封性强、抗震能力强、管材配件易于获得、能够带压开孔、现场安装速度快、回填土无特殊要求、抗负压能力强等优势。

在大口径管材领域，PCCP 的优势更加突出，同等管径 PCCP 耗用钢材比 SP 节省约 70%，价格可比 SP 降低约 40%，大口径 PCCP 可降低 50%。PCCP 接头无需挖工作坑，施工时沟槽开挖度窄，安装方便，可以降低工程造价，具有明显的综合成本优势。PCCP 与其他较大管径的管材相比，成本优势明显，而且呈现出口径越大成本优势越大的趋势。

表 3：主要 PCCP 生产厂家

比较项目	混凝土输水管道			金属管道		塑料管道
	PCCP	PCP	RCP	SP	DIP	PVC 管
适用管径 DN (mm)	600-4000	400-2000	300-2600	600-2000	300-1200	80-800
适用工作压力 (MPa)	≤2.0	≤1.2	≤0.1	≤2.0	≤2.0	≤2.5
适用范围	城市工业供水、输引水干线、支线	城市工业供水、输引水干线、支线	排水	输引水干线、支线	城市供水	输引水支线
使用寿命 (年)	> 50	30-50	30-50	20-30	30-50	40-50
铺设条件	深覆土	深覆土	深覆土	浅覆土	浅覆土	浅覆土
耐腐蚀能力	较强	较强	较强	弱	弱	强
抗震能力	较强	较强	较强	弱	一般	较强
施工安装	运输吊装难	运输吊装难	运输吊装较难	运输吊装较难	运输吊装较难	运输吊装方便
施工质量	好控制	好控制	好控制	不易控制	不易控制	好控制
综合造价	中	低	低	高	最高	中
性价比	高	较高	较高	一般	一般	一般
重量	重	重	重	较重	较重	轻

资料来源：招股说明书，渤海证券研究所

国家发改委、科技部、水利部、建设部、农业部 2005 年 4 月 21 日发布的《中国节水技术政策大纲》(2005 年第 17 号), 指导节水技术开发和推广应用, 促进水资源的可持续利用, 大纲要求“推广应用新型管材。大口径管材(DN>1200)优先考虑预应力钢筒混凝土管; 中等口径管材(DN300~DN1200)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<300)优先采用塑料管, 逐步淘汰镀锌铁管。”

近年来, 国家、各省市重点输排水工程广泛使用 PCCP。南水北调中线工程是我国进行水资源优化配置、解决北方地区缺水的一项重要基础设施工程, 工程全长约 1,273km。该工程北京段采用 PCCPDN4000, 全部由国内企业自行设计、生产、安装完成, 表明我国企业已达到国际先进水平。南水北调等国家重点工程的使用也为 PCCP 的推广起到良好的示范效应。

2.2 中央一号文件带动行业步入战略机遇期

随着经济的发展, 我国水资源短缺、区域分布不均、安全供给等问题日益突出, 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。中央一号文件和中央水利工作会议确立了水利建设的战略地位, 从最高政策层面推动水利建设行业步入战略机遇期。

近年来全国各地暴雨、江河洪水、山洪、泥石流、滑坡、城市内涝等多种洪涝灾害频繁偏重发生, 农作物损失严重, 这些凸显我国在水利基础设施建设投入严重不足。

随着国家对环境保护的日益重视, 未来城市污水处理、排水管网建设等将投入大量资金。“十一五”期间, 我国城市供水管道铺设长度约 2 万公里, 城市排水管道铺设长度约 1.5 万公里。此外, 目前正在运行的市政公用管道中, 有 13 万公里城市供水管道已到使用年限, 需要更新和修护。截止 2009 年底, 全国已建成城镇污水处理厂 1,993 座, 总处理能力超过 1 亿立方米/日; 在建城镇污水处理项目 2,360 个, 可新增污水处理能力约为 6,400 万立方米/日。“十二五”期间的污水年处理量将达 500 亿立方米左右, 新增污水处理能力接近 3,000 万立方米/日, 我国的污水处理建设市场进入高速发展期, 未来城市污水处理、排水管网建设等将投入大量资金。

目前我国农村还有 3.2 亿人处于饮水不安全状态, 国家规划到 2015 年要基本解决农村饮水安全问题。2006 年国务院批准的《全国农村饮水安全工程建设“十一五”规划》要求“十一五”期间解决 1.6 亿农村人口的饮水安全问题, 到 2015 年全部解决全国 3.2 亿农村人口的饮水安全问题。

鉴于以上问题, 政府相关部门将加大水利和市政基础设施建设, 有力推动混

凝土输水管道行业尤其是 PCCP 生产企业的发展。

2.3 公司覆盖市场容量广阔

发行人地处浙江，报告期内加大本部和福建巨龙的投资建设，相继设立重庆巨龙、江西巨龙和河南巨龙，生产 PCCP 等混凝土输水管道，产品覆盖浙江、福建、江西、安徽、江苏、重庆、四川、河南、广东、湖南、山东、陕西、山西等省市。

报告期内，公司平均约 80%的混凝土输水管道销售收入来自华东地区，平均 20%的混凝土输水管道销售收入来自西南、华中和华南等地区。华东地区为公司最为重要的区域市场，包括浙江、福建、江西等省份以及江苏、安徽的部分地区；西南地区为公司主要市场区域，包括重庆、四川等省市；河南省是“南水北调”中线工程南端起点，市场潜力很大，2009 年度公司在河南省承接了郑州市生态水系输水工程，为未来承接“南水北调”工程项目奠定了基础，确定为公司主要市场区域。根据公司对上述地区政府水利投资“十一五”规划的分析，上述地区仅饮水保障、农田水利、水源地建设、水资源保护等工程的混凝土输水管道投资就达到 344.34 亿元。

根据全国水利发展“十二五”规划编制工作视频会议精神，国家“十二五”期间将接续“十一五”期间水利投资项目。会议同时提出，国家在“十二五”期间水利建设将全面提速，将陆续出台一些符合国家投资方向和投资政策的接续项目，使“十二五”时期水利投资规模继续保持较高水平。

3. 募投项目：建设 170 公里 PCCP 生产线

公司本次 IPO 发行 2350 万股，拟募资 2.1 亿元在江西、河南、重庆 3 家子公司投资建设合计 170 公里的 PCCP 生产线项目。项目建成后，公司 PCCP 产能将增加 72.3%至 405 公里。除提高公司 PCCP 产能外，募投项目将延长产品销售半径和减少运输成本，进一步拓展市场，提高市场占有率。

公司已先行自筹资金对上述三个项目进行了建设。本次募集资金到位后，公司将分别对江西巨龙、河南巨龙、重庆巨龙三家子公司予以增资，对已经用于上述项目建设的自有资金或银行贷款予以置换。

表 4：公司 IPO 募投项目及投资金额（万元）

序号	项目名称	预计投资 金额	使用募 集资金	项目计划进度	
				设备安装调试	工程验收投产

1	江西巨龙新建年产 50kmPCCP (DN500~ DN3200) 生产线项目	6,173.36	6,173.36	2011 年 11 月 30 日	2011 年 12 月 31 日
2	河南巨龙新建年产 70kmPCCP (DN1400~ DN3600) 生产线项目	8,946.22	8,946.22	2011 年 11 月 30 日	2011 年 12 月 31 日
3	重庆巨龙年产 50kmPCCP (DN500~ DN3200) 生产线技改 项目	5,868.91	5,868.91	2012 年 1 月 31 日	2012 年 3 月 31 日

资料来源：招股说明书、渤海证券研究所

4. 盈利预测与估值

按照发行后总股本摊薄计算，公司 2011-2013 年对应的 EPS 分别为 0.61 元、0.86 元、1.02 元。与巨龙管业同行业可比上市公司 2011 年的平均动态市盈率是 25.3 倍，我们给予公司 2011 年 24-26 倍的市盈率，建议询价区间为 14.5-15.7 元。

表 5：盈利预测（百万元）

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	266	321	404	525	622
营业成本	155	192	251	328	390
营业税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	26	34	40	51	59
管理费用	23	26	40	50	59
财务费用	13	12	7	1	1
资产减值损失	-1	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	49	53	63	90	107
营业外收支净额	1	6	5	5	6
税前利润	50	59	67	96	113
减：所得税	9	9	11	15	18
净利润	41	50	57	81	95
归属于母公司的净利润	41	50	57	81	95
少数股东损益	0	0	0	0	0
摊薄每股收益(元)	0.58	0.71	0.61	0.86	1.02

数据来源：招股说明书、渤海证券研究所

表 6：可比公司盈利预测及估值（元）

			EPS		PE	
		20110916 收盘价	2011	2012	2011	2012
002205.SZ	国统股份	20.9	0.82	1.06	25.6	19.7
002457.SZ	青龙管业	17.38	0.69	0.91	25.1	19.1
	均值				25.3	19.4

数据来源：WIND、渤海证券研究所

5. 风险提示

（1）行业竞争加剧的风险

目前，国内主要生产 PCCP 的企业约有 50 余家。近几年来，行业主要企业增加投资，扩大产能，同时潜在竞争者不断增加，行业竞争趋于加剧。

（2）钢材、水泥等主要原材料价格上涨风险

报告期内，公司主要原材料为钢材、水泥和砂石等，砂石用量大但占比较低，供应较为充足。原材料价格上涨导致生产成本增加，因公司合同履行周期相对较长且大部分合同锁定产品销售价格，销售价格调整幅度较小且调整滞后原材料价格的变动，短期内不能完全抵消原材料价格上涨带来的风险。

（3）规模扩张引致的经营管理风险

根据业务特点和发展的需要，公司依据“立足长三角、南下西进北上、辐射全国”的战略，报告期内相继在福建、重庆、江西和河南等地设立子公司。生产经营场所的分散，增大了经营管理的难度，增加管理成本。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhq.com

吴慧 渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分