

分析师：徐永超  
执业证书编号：S0050209050129  
Tel：010-59355747  
Email：xuyc@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

### 建筑建材

合理估值区间(元) 20.16

### 发行上市资料

|            |                     |
|------------|---------------------|
| 发行价格(元)    | 16.15               |
| 发行市盈率(倍)   | 34.36               |
| 发行股数(万股)   | 2350                |
| 发行后总股本(万股) | 9350                |
| 发行日期       | 2011/9/21           |
| 发行方式       | 网下向询价对象配售和网上定价发行相结合 |
| 主承销商       | 长城证券                |
| 上市日期       |                     |

### 基础数据(发行前)

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元)     | 3.28   |
| 总股本/流通A股(万股) | 7000/0 |
| 流通B股/H股(万股)  | 0/0    |
| 2011年9月21日   |        |

### 相关研究

## 巨龙管业(002619.SZ)

### 战略布局，迎接历史机遇

#### 投资要点

- 1、快速成长的 PCCP 管道制造商：公司主要产品为 PCCP、PCP、RCP 和自应力管等四大系列混凝土管道，其中主导产品 PCCP 业务快速发展，08-10 年该产品收入年均复合增长率为 47%，收入占比由 50%提高到 74%。2009 年公司产能位于全国 PCCP 管道主要生产商前八。
- 2、行业面临前所未有的发展机遇。(1)“十二五”期间水利投资将全面提速：2011 年中央一号文件指出通过 5-10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后局面。(2)城市供水：我国 2/3 城市存在不同程度的缺水，年缺水量约 60 亿立方米，城市化进程增加水资源需求，同时城市第二水源建设完成量较少；跨流域调水、城市供水必须通过大口径、长距离的混凝土输水管线来实现。(3)环境治理与保护：环保意识增强要求企业、城市污水集中处理，PCCP 管道良好的抗渗性可用于截流和输送污水。
- 3、战略布局推动产能扩张：公司目前产能以浙江、福建、江西所在长三角为主，募投项目加强对重庆、河南基地建设，以辐射西部、中部市场，建成后将增加 PCCP 产能 170 公里。
- 4、盈利预测：预计 11-13 年 EPS 分别为 0.61 元、0.84 元、1.13 元，三年净利润复合增速 28%，发行价对应 12 年动态 PE19.2 倍，与同行业上市公司估值相当。
- 5、风险提示：水利投资低于预期、原材料价格波动。

#### 盈利预测

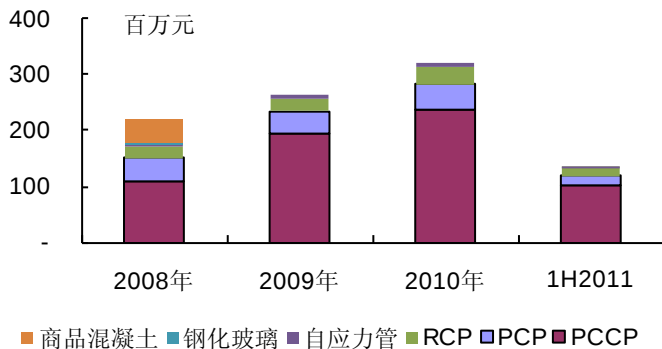
| 项目        | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万)  | 266.21 | 320.86 | 387.36 | 478.52 | 599.17 |
| 增长率(%)    | 17.86  | 20.53  | 20.72  | 23.53  | 25.21  |
| 净利润(百万)   | 40.89  | 49.79  | 57.26  | 78.52  | 105.41 |
| 增长率(%)    | 226.14 | 21.77  | 15.00  | 37.13  | 34.24  |
| EPS(元)    | 0.44   | 0.53   | 0.61   | 0.84   | 1.13   |
| 毛利率(%)    | 41.83  | 40.13  | 37.37  | 38.00  | 38.37  |
| 净资产收益率(%) | 25.23  | 23.50  | 8.83   | 10.80  | 12.66  |

#### 财务指标

|       | 流动比率 | 速动比率 | 资产负债率 | 应收账款周转率 | 存货周转率 |
|-------|------|------|-------|---------|-------|
| 2008A | 0.76 | 0.63 | 77.71 | 2.99    | 4.09  |
| 2009A | 0.97 | 0.82 | 59.40 | 2.79    | 4.90  |
| 2010A | 0.99 | 0.80 | 57.48 | 2.82    | 4.78  |

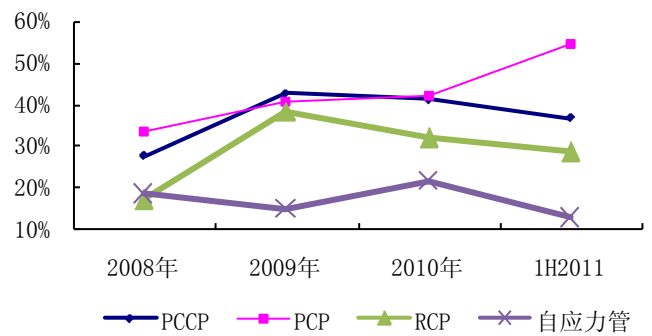
来源：招股说明书、民族证券

图 1：营业收入的产品结构



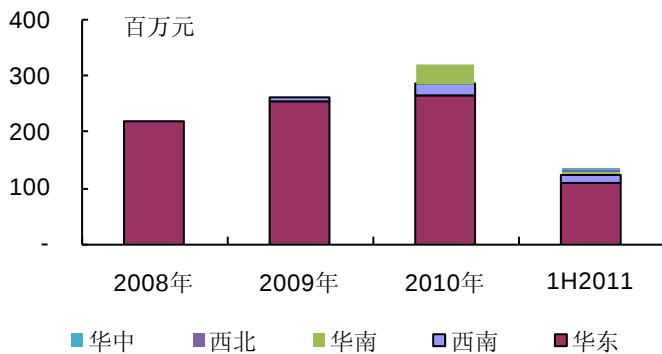
资料来源：招股说明书、民族证券

图 2：毛利率的产品结构



资料来源：招股说明书、民族证券

图 3：营业收入的区域结构



资料来源：招股说明书、民族证券

表 1：行业竞争格局

| 序号 | 单位名称   | 主要标志性工程                                                 | 生产线 (条) | 09 年产能 (km) |
|----|--------|---------------------------------------------------------|---------|-------------|
| 1  | 国统股份   | 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   | 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 | 南水北调北京段、沈阳大伙房引水等项目                                      | 9       | 360         |
| 4  | 北京河山管业 | 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 | 无锡锡澄供水工程（长江引水）等项目                                       | 7       | 240         |
| 7  | 巨龙管业   | 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 | 哈尔滨磨盘山水库供水工程、辽宁大伙房水库输水工程、南水北调穿黄隧道工程等                    | 6       | 225         |

注：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。

表 2：前所未有的发展机遇

| 领域      | 内容                                                                                  |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 城市输排水工程 | 1、城镇化率提高：未来 20 年，我国城镇化水平年均将提高 1 个百分点左右，至 2020 年将达到 58%-60%                          |
|         | 2、城市缺水：我国现有大中小城市 660 多座，其中 2/3 城市存在不同程度的缺水，年缺水量约 60 亿立方米，城市供水必须通过大口径、长距离的混凝土输水管线来实现 |
|         | 3、规划：南水北调工程河南境内需 PCCP 约 600km，以及太湖引水、千岛湖至上海引水等工程                                    |
| 环境治理和保护 | 2005 年 12 月《关于落实科学发展观加强环境保护的决定》                                                     |

|        |                                                                                                                                                |
|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 工程     | (1)流域水污染治理:以淮河、海河、辽河、松花江、三峡库区及上游、黄河小浪底水库库区及上游、南水北调水源沿线、太湖、滇池、巢湖为重点<br>(2)海洋保护:以渤海等重点海域和河口地区为重点<br>(3)企业污水排放、城市污水集中处理:修建污水处理厂, 需使用 PCCP 截流和输送污水 |
| 农业水利工程 | 2011 年中央一号文件、7 月中央水利工作会议: 通过 5-10 年努力, 从根本上扭转水利建设明显滞后局面<br>修建水库、铺设农田灌溉的给水管网、倒虹吸管道、喷灌管道、排涝管道<br>今后 10 年水利年均投入比 2010 年高出一倍, 累计投资 4 万亿元           |

**表 3: 主要市场区域混凝土输水管道市场容量估算**

| 各省份水利投资情况          | 其中: 饮水保障、农田水利、水源地建设、水资源保护等工程 | 项目占投资总额比例     | 项目混凝土输水管道投资金额 (亿元) |
|--------------------|------------------------------|---------------|--------------------|
|                    | 工程类别                         | 投资额 (亿元)      |                    |
| 浙江省水利总投资 950 亿元    | 水资源保障工程                      | 143           | 15.05%             |
|                    | 农村水利工程                       | 440           | 46.32%             |
|                    | 水资源保护与水土保持工程                 | 37            | 3.89%              |
|                    | <b>浙江省小计</b>                 | <b>620</b>    | <b>65.26%</b>      |
| 福建省水利总投资 100 亿元    | -                            | 32.11         | 32.11%             |
|                    | <b>福建省小计</b>                 | <b>32.11</b>  | <b>32.11%</b>      |
| 江西省水利总投资 338.84 亿元 | 重点水源工程                       | 9.76          | 2.88%              |
|                    | 农村人饮安全工程                     | 23.4          | 6.91%              |
|                    | 灌溉与节水                        | 22.1          | 6.52%              |
|                    | 小型农田水利建设                     | 50            | 14.76%             |
|                    | 水环境保护                        | 3.55          | 1.05%              |
|                    | <b>江西省小计</b>                 | <b>108.81</b> | <b>32.11%</b>      |
| 安徽省水利总投资 379 亿元    | -                            | 121.7         | 32.11%             |
|                    | <b>安徽省小计</b>                 | <b>121.7</b>  | <b>32.11%</b>      |
| 江苏省水利总投资 403 亿元    | -                            | 129.4         | 32.11%             |
|                    | <b>江苏省小计</b>                 | <b>129.4</b>  | <b>32.11%</b>      |
| 重庆市水利总投资 201.02 亿元 | 骨干水源工程                       | 39.88         | 19.84%             |
|                    | 农村饮水安全工程                     | 12            | 5.97%              |
|                    | 大中型灌区工程                      | 8.05          | 4.00%              |
|                    | 小型农田水利工程                     | 10.6          | 5.27%              |
|                    | 水资源保护工程                      | 25.07         | 12.47%             |
|                    | 城镇供水工程                       | 18.81         | 9.36%              |
|                    | <b>重庆市小计</b>                 | <b>114.41</b> | <b>56.91%</b>      |
| 四川省水利总投资 207.75 亿元 | 水资源工程                        | 109.85        | 52.88%             |
|                    | <b>四川省小计</b>                 | <b>109.85</b> | <b>52.88%</b>      |
| 河南省南水北调工程 (PCCP)   | -                            | -             | -                  |
|                    | <b>河南省小计</b>                 | <b>-</b>      | <b>20.31</b>       |
|                    | <b>合计</b>                    | <b>-</b>      | <b>344.34</b>      |

注: 混凝土输水管道投资占比 26.21%: 按照近年来国内代表性混凝土输水管道工程金额占工程项目投资总额的比例测算

**表 4：可比上市公司盈利情况**

| 股票     |      | 毛利率    |        |        |        | 净利润率   |        |        |        |
|--------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 代码     | 简称   | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 上 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 上 |
| 002205 | 国统股份 | 26.2%  | 34.4%  | 31.8%  | 26.0%  | 13.8%  | 12.6%  | 12.2%  | 2.9%   |
| 002457 | 青龙管业 | 29.0%  | 32.8%  | 33.8%  | 28.3%  | 15.1%  | 16.4%  | 14.8%  | 12.9%  |
|        | 均值   | 27.6%  | 33.6%  | 32.8%  | 27.1%  | 14.4%  | 14.5%  | 13.5%  | 7.9%   |
| 002619 | 巨龙管业 | 27.8%  | 41.8%  | 40.1%  | 38.0%  | 5.5%   | 15.4%  | 15.5%  | 13.0%  |

**表 5：可比上市公司估值**

| 股票     |      | 9 月 27 日收 | 每股收益 (EPS) |      |      | 市盈率 (PE) |      |      |
|--------|------|-----------|------------|------|------|----------|------|------|
| 代码     | 简称   | 盘价        | 10A        | 11E  | 12E  | 10A      | 11E  | 12E  |
| 002205 | 国统股份 | 20.47     | 0.45       | 0.82 | 1.06 | 45.7     | 25.0 | 19.3 |
| 002457 | 青龙管业 | 17.12     | 0.55       | 0.70 | 0.87 | 31.2     | 24.5 | 19.8 |
|        | 均值   |           |            |      |      | 38.5     | 24.7 | 19.5 |
| 002619 | 巨龙管业 | 16.15     | 0.53       | 0.61 | 0.84 | 30.3     | 26.5 | 19.2 |

注：国统股份、青龙管业 11-12 年 EPS 来自于 wind 一致预期

**表 6：募投项目推动产能扩张**

| 项目实施主体        | 2010 年产能 | 2010 年产量 | 项目建成投产后产能 | 项目投产后年产量 |
|---------------|----------|----------|-----------|----------|
| <b>现有项目</b>   |          |          |           |          |
| 公司本部          | 145      | 114      | 145       | 102      |
| 重庆巨龙          | 30       | 12       | 30        | 21       |
| 福建巨龙          | 60       | 20       | 60        | 42       |
| 小计            | 235      | 145      | 235       | 165      |
| <b>募集资金项目</b> |          |          |           |          |
| 江西巨龙          | 30       | 40       | 50        | 35       |
| 河南巨龙          | -        | -        | 70        | 49       |
| 重庆巨龙          | -        | -        | 50        | 35       |
| 小计            |          | -        | 170       | 119      |
| 合计            | 265      | 186      | 405       | 284      |

注：1、项目实施后的预期产量按公司 2010 年产能利用率 70.11%测算

2、2010 年江西巨龙募集资金项目形成产能 30 公里，按 PCCP DN1600 设计。试生产阶段，实际生产 PCCP DN800、DN1200，产量为 40.46 公里。

资料来源：招股说明书、民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 244  | 587   | 588   | 684   |
| 现金及等价物         | 39   | 393   | 372   | 441   |
| 应收帐款类          | 122  | 119   | 132   | 149   |
| 存货             | 48   | 46    | 48    | 50    |
| 其它流动资产类        | 157  | 149   | 168   | 193   |
| <b>非流动资产</b>   | 254  | 343   | 409   | 471   |
| 长期股权投资         | -    | -     | -     | -     |
| 非营业投资          | 14   | 14    | 14    | 14    |
| 固定资产及其他        | 239  | 328   | 393   | 455   |
| 递延所得税资产        | 2    | 2     | 2     | 3     |
| <b>资产总计</b>    | 498  | 930   | 997   | 1,155 |
| <b>流动负债</b>    | 246  | 222   | 202   | 250   |
| 短期借款           | 168  | 151   | 121   | 158   |
| 应付帐款类          | 41   | 25    | 24    | 23    |
| 预收账款           | 18   | 13    | 15    | 17    |
| 其它流动负债类        | 18   | 33    | 42    | 53    |
| <b>非流动负债</b>   | 41   | 59    | 68    | 72    |
| 长期借款           | 41   | 59    | 68    | 72    |
| 其它非流动负债        | -    | -     | -     | -     |
| <b>负债合计</b>    | 286  | 281   | 270   | 322   |
| 少数股东权益         | -    | -     | -     | -     |
| 归属于母公司所有者权益    | 212  | 649   | 727   | 833   |
| <b>负债和股东权益</b> | 498  | 930   | 997   | 1,155 |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 34   | 73    | 89    | 115   |
| 净利润            | 50   | 57    | 79    | 105   |
| 折旧和摊销          | 11   | 12    | 15    | 18    |
| 财费用            | 12   | 12    | 11    | 12    |
| 投资收益           | -    | -     | -     | -     |
| 营运资本变动         | -40  | -9    | -17   | -22   |
| 资产减值准备         | 1    | 2     | 2     | 3     |
| 公允价值变动损失       | -    | -     | -     | -     |
| <b>投资活动现金流</b> | -68  | -100  | -80   | -80   |
| 资本支出           | -69  | -100  | -80   | -80   |
| 其它             | 2    | -     | -     | -     |
| <b>融资活动现金流</b> | 31   | 381   | -29   | 33    |
| 权益性融资          | -    | 380   | -0    | -     |
| 负债净变化          | 44   | 13    | -18   | 45    |
| 财务费用           | -12  | -12   | -11   | -12   |
| <b>现金净增加额</b>  | -2   | 354   | -20   | 68    |

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 321  | 387   | 479   | 599   |
| 营业成本            | 192  | 243   | 297   | 369   |
| 营业税金及附加         | 3    | 3     | 4     | 4     |
| 营业费用            | 34   | 37    | 43    | 51    |
| 管理费用            | 26   | 30    | 34    | 40    |
| 财务费用            | 12   | 12    | 11    | 12    |
| 资产减值损失          | 1    | 2     | 2     | 3     |
| 公允价值变动收         | -    | -     | -     | -     |
| 投资净收益           | -    | -     | -     | -     |
| <b>营业利润</b>     | 53   | 62    | 88    | 121   |
| 营业外收入           | 7    | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出           | 0    | -     | -     | -     |
| <b>利润总额</b>     | 59   | 70    | 96    | 129   |
| 所得税             | 9    | 13    | 17    | 23    |
| <b>净利润</b>      | 50   | 57    | 79    | 105   |
| 少数股东损益          | -    | -     | -     | -     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 50   | 57    | 79    | 105   |
| EBITDA          | 78   | 87    | 116   | 153   |
| 摊薄 EPS（元）       | 0.53 | 0.61  | 0.84  | 1.13  |

主要财务比率

|               | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>   |        |        |        |        |
| 营业收入          | 20.53% | 20.72% | 23.53% | 25.21% |
| 营业利润          | 8.31%  | 17.40% | 41.94% | 37.36% |
| 归属母公司净利       | 21.77% | 15.00% | 37.13% | 34.24% |
| <b>获利能力</b>   |        |        |        |        |
| 毛利率           | 40.13% | 37.37% | 38.00% | 38.37% |
| 净利率           | 15.52% | 14.78% | 16.41% | 17.59% |
| ROE           | 23.50% | 8.83%  | 10.80% | 12.66% |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 57.49% | 30.24% | 27.06% | 27.90% |
| 流动比率          | 0.99   | 2.64   | 2.91   | 2.73   |
| 速动比率          | 0.78   | 2.42   | 2.66   | 2.52   |
| <b>营运能力</b>   |        |        |        |        |
| 总资产周转率        | 0.71   | 0.54   | 0.50   | 0.56   |
| 应收帐款周转率       | 2.79   | 3.22   | 3.82   | 4.27   |
| 应付帐款周转率       | 4.14   | 7.03   | 11.53  | 15.14  |
| <b>摊薄每股指标</b> |        |        |        |        |
| 每股收益          | 0.53   | 0.61   | 0.84   | 1.13   |
| 每股经营现         | 0.36   | 0.78   | 0.95   | 1.23   |
| 每股净资产         | 3.03   | 6.94   | 7.78   | 8.90   |
| <b>估值比率</b>   |        |        |        |        |
| P/E           | 30.33  | 26.37  | 19.23  | 14.32  |
| P/B           | 5.34   | 2.33   | 2.08   | 1.81   |

## 分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 类 别    | 级 别 | 定 义                             |
|--------|-----|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 看 好 | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上         |
|        | 中 性 | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动     |
|        | 看 淡 | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上         |
| 股票投资评级 | 买 入 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上       |
|        | 增 持 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
|        | 中 性 | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间   |
|        | 减 持 | 未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上        |

## 免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

| 姓 名 | 电 话          | 手 机         | 邮 箱                      |
|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 袁 泉 | 010—59355995 | 13671072405 | yuanquan@chinans.com.cn  |
| 赵 玲 | 010—59355762 | 13426225346 | zhaoling@chinans.com.cn  |
| 曾 荣 | 010—59355412 | 15801398822 | zengr@chinans.com.cn     |
| 赵玉洁 | 010—59355897 | 13701002591 | zhaoyujie@chinans.com.cn |
| 姚 丽 | 010—59355950 | 13911571192 | yaol@chinans.com.cn      |