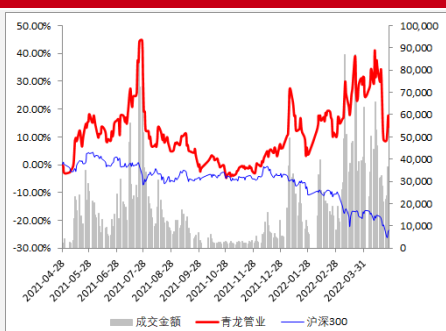




青龙管业 (002457.SZ)：国内输节水领域的龙头企业

公司评级： 增持

近一年该股与沪深300走势



基础数据

总股本 (百万股)	335
实际流通 A 股 (百万股)	335
实际流通 A 股市值 (亿元)	29.37

研究员 许吟倩
投资咨询证书号 S0620521100004
邮箱 yqxu@njzq.com.cn

研究助理 韩紫馨
电话 025-58519166
邮箱 zxhan@njzq.com.cn

- **事件：**4月20日，公司发布2022年第一季度报告，共实现营业收入2.98亿元，同比增长26.77%；归母净利润亏损203.5万元，而上年同期是取得了589.3万元的盈利；扣非归母净利润亏损537万元。此前在3月29日晚间，公司曾披露2021年年报，全年实现营业收入24.37亿元，同比增长18.07%；实现归母净利润1.43亿元，同比减少14.59%；实现扣非归母净利润1.3亿元，同比增长6.83%。
- **公司主营业务稳步增长，业务进展良好：**2021年全年，公司共实现营业收入24.37亿元，同比增长18.07%；2022年一季度，公司主营业务继续快速增长，共实现营业收入2.98亿元，创近10年来新高，同比增长26.77%，展现出良好的业务发展势头。
- **分产品看，混凝土管材占主要地位：**公司主要产品包括混凝土管材(2021年营收占比为52.42%)、塑料管材(占比27.43%)、复合钢管(占比10.36%)和设计咨询(占比9.07%)，而这四样2020年占比分别是42.17%、35.09%、9.86%和12.54%，可以看出公司的业务大幅度依赖于混凝土管材。具体来看，2021年管道业务共新签合同17.81亿元，其中混凝土管占10.06亿元，销售量同比增长4.55%至634千米，实现营业收入12.76亿元，同比上升46.86%；塑料管材销售量下降11.78%至4.95万吨，实现营业收入6.68亿元，同比下降7.65%；复合钢管实现营业收入2.52亿元，同比上涨24.14%；设计咨询实现营业收入2.2亿元，同比下降14.53%。
- **分地区看，四大地区同比均上涨，其中西北是公司的最主要市场：**占比最高的西北地区2021年实现主营业务收入17.68亿元，占全国的72.63%，同比上升20.43%；此区域2020年占比也很高，达71.25%。其次是华北地区，占16.94%，它2020年是18.33%。再其次是华中地区，占8.03%。剩

余华东地区占2.4%。四地区的同比增幅最大是西北，为20.43%；最小是华北，为9.19%。

- **归母净利润增速同比下降，盈利能力稍有下滑：**2021 年全年，公司归母净利润同比减少 14.59%；2022 年一季度，公司归母净利润亏损 203.5 万元，同比下降 134.53%。首先来看 21 年，公司归母净利润 2018-2020 年出现了跨越式大幅增长，主要一是受益于国家对水利投资的持续增加，二是公司市场占有率的增加（PCCP 管道营收持续增加），所以即使 21 年净利润同比有所下滑，却仍处高位。再看 22 年一季度，从历年一季报情况看，近十年公司一季度归母净利润有 6 年出现亏损，其中 2020 年因疫情影响业务基本停顿，亏损额达 3468 万元。而一季报多年份亏损的主要原因是公司所处行业因下游水利、市政等建筑施工行业受季节性因素影响比较明显，年末年初都开工不足。此行业一季度为淡季，产能主要集中在二、三季度释放。2020 年，公司一季度主营业务收入占全年比重仅为 4.46%，2021 年则为 9.65%。
- **原材料价格上涨明显，成本端承压：**2021 年年报显示，公司营业成本中原材料、人工工资、制造费用、运输装卸费用分别占 74.76%、5.38%、13.09%和 6.74%，2020 年最大头的原材料占比则为 72.9%。事实上在过去，公司营业成本中原材料占比基本一直维持在 70%以上。2021 年大宗商品价格出现了不同程度的上涨，公司生产所需主要原材料聚乙烯、聚氯乙烯、预应力钢丝、冷板、热板、水泥的平均采购价格较去年同期分别上涨了 7.48%、42.57%、41%、42%、42%和 37%，导致毛利润承压。2021 年全年毛利率为 26.37%，与 2020 年的 26.1%基本持平，但仍大大低于 2019 年的 35.06%及 2013-2019 年的平均值 31.33%。分产品看，占比最大的混凝土管毛利率同比上涨 3.99%，塑料管材毛利率则下降了 1.81%，复合钢管毛利率下降幅度最大，达 23.12%。2022 年 Q1 至今，主要原材料价格仍在继续上涨，2022 年 Q1 营业成本高达 2.063 亿元，同比增长 36.5%，高于营业收入 26.8%的增速，导致毛利率同比下降了 5%。现如今，乌克兰和俄罗斯战争引发全球大宗商品巨幅震荡，二季度营业成本预计仍将继续承压。
- **2021 年年报非主营业务损益较大，2022 年一季度期间费用有所上涨，**

研发投入继续加大：2021 年费用率跟 2020 年相比变化不大，四费占营收比均为 16%左右，相差较大的有财务费用，2021 年同比上升了 1785.62%，主要原因是短期借款增加、且上年同期收到财政贴息冲减了费用；投资收益相比 2020 年减少 3250 万，仅为 902.8 万元；资产及信用减值损失 5443.5 万元，比 2020 年的计提增加了 2733 万元，主要是应收账款、抵债资产及对外贷款计提的减值准备。截至 2021 年年末，公司应收账款余额 13.24 亿元，2020 年应收账款 9.67 亿元，同比增加 32.96%，占总资产比例 26.46%，同比增加 6.5%。数额大幅增加，主要因报告期内收入增加，销售回款未能及时收回所致。资产和信用减值损失数额占利润总额的 30.33%，这对 2021 年净利润的同比下滑也造成了较大影响；其他收益（主要是政府补贴）同比减少 518 万元。总的来说，2021 年非主营业务损益对利润总额的影响比较大。2022 年 Q1 期间费用率为 27.12%，较 2021 年同期升高了 2 个百分点，其中研发费用比上年增加 51.92%，是因为报告期内研发投入加大；财务费用同比增加 38.3%，主要原因是报告期内流动资金借款较上年同期有所增长。

- **未来的话，行业处于成熟期，管道行业需求仍将稳步增长：**目前，公司主营业务所属行业已呈现出市场化程度高、产品同质化竞争激烈、产能过剩等成熟期特点，随着国家第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要、国家节水行动、“十四五”水安全保障规划、“十四五”节水型社会建设规划、“十四五”水利科技创新规划、“十四五”重点流域水环境综合治理规划以及“一带一路”和西部大开发战略等相关政策和规划的实施，以及国家水网骨干工程、高标准农田建设、城市供水管网改造等重大现代化基础设施体系建设的大力推进，涉水领域建设投资将继续保持高位，今后较长时期内管道行业市场需求仍将稳步增长，公司主营业务所属行业仍将在较长时间内处于景气周期。
- **独特的地理位置带来更大的市场需求：**公司是我国制管行业中产品品种和规格最齐全的管道制造企业之一，也是我国陕、甘、宁、青、蒙地区产销规模最大的供排水管道制造企业，同时西北地区是我国缺水最为严重的地区之一，水利工程多，管材需求量大。与其他地区相比，该地区管道需求量始终偏大。

- **聚焦PCCP，位处行业龙头：**在PCCP（预应力钢筒混凝土管道）行业，生产集中度很高，据中国混凝土与水泥制品协会相关报告显示，预应力钢筒混凝土管（PCCP）行业前五家企业市场占有率约达2/3，PCCP的市场格局基本稳定，梯队现象尤为明显，且近两年呈现出集中度进一步提高的现象。根据排名，公司自2015年-2020年连续六年拿下全国重点预应力钢筒混凝土管（PCCP）企业产量第一名。
- **以宁夏水利设计院为平台，全力推进工程总承包平台建设工作：**2019年公司完成了宁夏水利设计院81.28%的股权收购工作，使其成为公司控股子公司。宁夏水利设计院拥有工程勘察甲级、水利行业设计甲级、工程咨询单位甲级、规划水资源论证和建设项目水资源论证甲级、水文、水资源调查评价甲级资信证书，是宁夏区内水利勘察设计行业龙头。2019年/2020年/2021年设计咨询业务主营占比为3.43%/12.54%/9.07%，咨询设计业务发展良好。近年来，设计院在保持宁夏市场绝对领先地位的同时，同步加快设计业务的全国性布局，截止2021年2月，设计院在全国已设有19家分支机构。未来总公司将继续以宁夏水利设计院为平台，努力打造面向全国的设计集团，并全力推进工程总承包平台建设工作，打造设计、咨询、采购制造、施工为一体的整体方案解决能力，提升为客户提供全面服务的能力。
- **在手订单充足，未来成长性值得期待：**公司在手订单充足，2022年已公告中标两个重大项目，一个是3月3日公告的收到下属全资子公司陕西青龙管业与陕西金飞实业签字盖章的产品购销合同，合同标的为根据合同规定提供III级钢筋混凝土钢承口顶管（包含胶圈）及产品运输费、装车费和税金（不包括卸车费），总金额为6620.50万元，占公司2021年营业总收入的2.7%；还有一个是4月1日公告的公司控股子公司宁夏水利水电勘测设计研究院有限公司中标了宁东供水水源工程及配水管网安全提升工程总承包（EPC）项目，中标金额为2.49亿元，占公司2021年度营业总收入的10.22%。这两个项目预计会对公司2022年及之后的业绩产生一定影响。同时，公司2021年第四季度中标的项目大多将在今年供货和结算。据2021年年报显示，结转至以后报告期执行的合同金额为12.28亿元，其中混凝土管道9.3亿元、塑料管材1.88亿元、复合钢管1.10

亿元。这些都将会给公司带来2022年全年的一个盈利上行。

- **盈利预测与估值水平：**公司所处行业关乎国计民生，其发展直接受到国家和政府投资政策变化的影响，周期性特征较为明显；地处一带一路、西部大开发的核心地带，业务直接受益基建增长，后市发展仍有望持续。鉴于公司主营业务所属行业仍将在较长时间内处于景气周期，且公司作为我国制管行业中产品品种和规格最齐全的管道制造企业之一，也是我国陕、甘、宁、青、蒙地区产销规模最大的供排水管道制造企业，营收在2017（12.07亿元）-2021年（24.37亿元）间复合增长率高达19.20%，给予公司未来三年营收15%/12%/10%的增长率。预计公司2022-2024年营收可达28.03/31.39/34.53亿元，归母净利润可达1.59/1.78/1.95亿元，同比增长11.4%/11.8%/9.9%，每股收益为0.47/0.53/0.58元，对应2022年4月28日收盘价的市盈率为18.7/16.5/15.1倍。我们选取主营业务同样为相近管材管件研发、生产和销售的韩建河山、龙泉股份、雄塑科技作为可比公司，截至2022年4月28日，可比公司的平均PB为1.65；公司的PB为1.35，低于可比公司PB均值。综上，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**主要原材料价格大幅上涨的风险，新冠疫情扩散的风险，政策变化风险，应收账款无法按时回收的风险，基建投资规模不及预期的风险等。

附表： 利润表（单位：百万元）

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2064	2437	2802.6	3138.9	3452.8
营业成本	1523	1793	2067.2	2315.3	2546.8
营业税金及附加	24.04	27.19	30.83	34.53	37.98
销售费用	74.02	102.7	109.30	122.42	134.66
管理费用	196.5	193.6	244.67	274.03	301.43
研发费用	58.90	78.74	93.61	104.84	115.32
财务费用	1.29	24.36	14.85	16.64	18.30
资产减值损失（损失以一号填列）	-0.166	-1.30	-1.18	-1.32	-1.45
信用减值损失（损失以一号填列）	-25.80	-53.13	-48.2	-53.99	-59.39
其他经营损益					
投资收益	41.53	9.028	9.028	9.028	9.028
公允价值变动损益	-3.576	-14.41	-8.99	-8.99	-8.99
资产处置收益	-0.2955	14.60	-	-	-
其他收益	15.40	10.22	10.22	10.22	10.22
营业利润	213.50	182.90	203.02	226.09	247.73
加：营业外收入	0.029	2.22	1.12	1.12	1.12
减：营业外支出	10.33	5.67	8	8	8
其他非经营损益					
利润总额	203.20	179.50	196.14	219.21	240.85
减：所得税	26.43	23.91	25.50	28.5	31.31
净利润	176.70	155.60	170.64	190.71	209.5
少数股东损益	9.27	12.54	11.33	12.66	13.9
归母净利润	167.50	143.00	159.31	178.05	195.6
总股本（万股）	33499.2	33499.2	33499.2	33499.2	33499.2
EPS(元)	0.5	0.43	0.47	0.53	0.58
市盈率（PE）倍	17.5	20.4	18.7	16.5	15.1

注：市盈率截至 2022 年 4 月 28 日。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

买入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
增持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20% 之间；
中性：预计 6 个月内绝对涨幅为 -10%-10% 之间；
回避：预计 6 个月内绝对涨幅为 -10% 及以下。

请务必阅读正文之后的重要法律声明