

建材/原材料

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 17.86

当前价格: 13.48

2016.04.07

龙泉股份 (002671)

水利投资加码, 业绩爆发力显现

	鲍雁辛 (分析师)	黄涛 (分析师)
	0755-23976830	021-38674879
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880113110040

本报告导读:

我们看好公司主营业务 PCCP 管 2016 年业绩的爆发力, 景气周期有望超过 2012 年高点, 外延收购新峰管业, 高起点进入核电、石化领域。

投资要点:

- **首次覆盖给与“增持评级”。**我们认为 2016 年受益于稳增长水利投资加码, 开工端提速, 重点水利项目有望密集招标, PCCP 管收入有望迎来爆发的两年。不考虑收购新峰管业, 我们预测 2016-18 年 EPS 为 0.51、0.72、0.77 元 (若新峰 2016 年并表, 根据承诺业绩, 2016-18 年 EPS 为 0.56、0.77、0.84 元), 合理估值 79.3 亿, 对应 2016 目标价 17.86 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **稳增长项目加码, 重大水利项目陆续开工, 在建项目提速,** 2015 年水利管理业固定资产投资从 6 月份开始出现明显反弹, 全年累计同比增 21%, 2016 年我们判断水利 FAI 占比在稳步提升, 同时重大水利项目投资中央财政占比达 60%, 在货币整体宽松的环境下, 水利配套资金亦将保持充裕。
- **公司订单或超越历史高点:** 龙泉是 PCCP 管行业第一集团龙头, 所有的标志性工程: 南水北调河南河北段、中国某供水工程、辽宁大伙房等公司全部参与, 2014-15 年公司覆盖全国的八大生产基地布局基本完成, 我们判断 2016 年在手订单或超越 2012 年订单高点。
- **收购新峰管业, 高起点进入核电、石化高端管件领域:** 考虑到产能利用率的提升带来盈利能力的改善, 2016 年公司或将展现较为显著的业绩弹性, 同时公司收购拥有核 I/II/III 级资质的新峰管业, 进入高端核级压力管道配件制造领域, 形成新的利润增长点。
- **风险提示:** 水利工程开工进度迟缓, 资金未到位; 收购进度缓慢。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.09-25.24
总市值 (百万元)	5,981
总股本/流通 A 股 (百万股)	444/320
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	72%
日均成交量 (百万股)	946.94
日均成交值 (百万元)	116.74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,450
每股净资产	3.27
市净率	4.1
净负债率	15.82%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	-0.05	0.10
Q2	0.10	0.12
Q3	0.02	0.14
Q4	-0.00	0.15
全年	0.06	0.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	-2%	-16%
相对指数	-1%	1%	8%

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,295	492	1,918	2,587	2,868
(+/-)%	38%	-62%	290%	35%	11%
经营利润 (EBIT)	262	80	471	586	648
(+/-)%	30%	-69%	486%	24%	11%
净利润	165	26	228	318	343
(+/-)%	35%	-84%	786%	40%	8%
每股净收益 (元)	0.37	0.06	0.51	0.72	0.77
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	20.2%	16.3%	24.6%	22.7%	22.6%
净资产收益率 (%)	11.1%	1.7%	14.0%	17.2%	16.3%
投入资本回报率 (%)	14.2%	3.2%	20.0%	22.8%	20.2%
EV/EBITDA	17.7	42.2	11.2	8.9	8.2
市盈率	35.8	230.3	26.0	18.6	17.3
股息率 (%)	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.04.07

股票研究

原材料
建材

龙泉股份 (002671)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 17.86

当前价格: 13.48

2016.04.07

公司网址

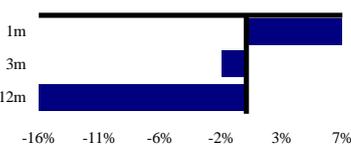
www.lqccp.com

公司简介

公司是国内为数不多的几家预应力钢筋混凝土管(PCCP)骨干供应商之一。主营业务为预应力钢筋混凝土管(PCCP)、预应力混凝土管(PCP)、钢筋混凝土排水管(RCP)的生产、销售、安装及售后服务。

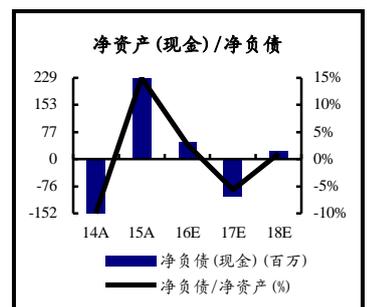
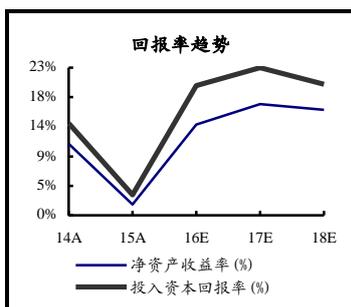
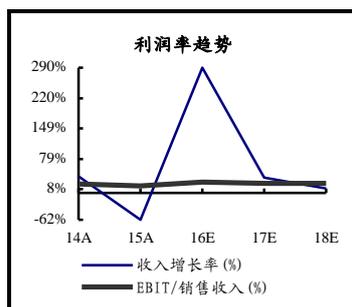
52 周价格范围 9.09-25.24
市值 (百万) 5,981

绝对价格回报 (%)



财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	1,295	492	1,918	2,587	2,868
营业成本	873	293	1,205	1,647	1,831
税金及附加	9	6	15	23	26
销售费用	63	28	107	176	192
管理费用	87	84	119	155	172
EBIT	262	80	471	586	648
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
财务费用	23	35	37	42	41
营业利润	216	29	387	541	584
所得税	58	9	99	139	150
少数股东损益	-1	-5	62	87	94
净利润	165	26	228	318	343
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	584	309	967	967	967
其他流动资产	2	6	0	0	0
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产合计	644	778	775	846	907
无形及其他资产	192	263	267	334	399
资产合计	2,388	2,467	3,532	3,888	4,657
流动负债	619	830	1,744	1,781	2,199
非流动负债	255	166	116	118	121
股东权益	1,488	1,486	1,625	1,855	2,110
投入资本(IC)	1,360	1,733	1,753	1,917	2,394
现金流量表					
NOPLAT	194	56	351	437	483
折旧与摊销	64	65	63	69	80
流动资金增量	-357	-127	-129	-30	-374
资本支出	-156	-247	-61	-204	-202
自由现金流	-256	-253	224	272	-15
经营现金流	-142	-17	347	507	223
投资现金流	-210	-314	-61	-204	-202
融资现金流	58	54	372	-303	-21
现金流净增加额	-293	-277	658	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	37.9%	-62.0%	290.0%	34.9%	10.9%
EBIT 增长率	30.3%	-69.3%	486.1%	24.4%	10.5%
净利润增长率	34.6%	-84.4%	786.1%	39.8%	7.7%
利润率					
毛利率	32.6%	40.5%	37.2%	36.4%	36.2%
EBIT 率	20.2%	16.3%	24.6%	22.7%	22.6%
净利润率	12.8%	5.2%	11.9%	12.3%	12.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.1%	1.7%	14.0%	17.2%	16.3%
总资产收益率(ROA)	6.9%	1.0%	6.5%	8.2%	7.4%
投入资本回报率(ROIC)	14.2%	3.2%	20.0%	22.8%	20.2%
运营能力					
存货周转天数	110	357	110	105	120
应收账款周转天数	129	505	160	140	160
总资产周转天数	647	1802	571	523	544
净利润现金含量	-0.86	-0.65	1.52	1.59	0.65
资本支出/收入	12%	50%	3%	8%	7%
偿债能力					
资产负债率	36.6%	40.4%	52.6%	48.8%	49.8%
净负债率	-10.2%	15.4%	2.9%	-5.7%	1.1%
估值比率					
PE	35.8	230.3	26.0	18.6	17.3
PB	4.0	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	17.7	42.2	11.2	8.9	8.2
P/S	4.6	12.0	3.1	2.3	2.1
股息率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%



目 录

1. 投资故事.....	4
2. 水利投资或将走出“V”型.....	5
2.1. 稳增长项目加码.....	5
2.2. 中央安排资金保持稳健增速.....	6
2.3. PPP 破解地方政府配套资金困局.....	7
3. PCCP 大单重奏进行曲.....	7
3.1. 主战场移至各省重点水利工程.....	7
3.1. 2016、2017 年国内 PCCP 管市场需求超过 200 亿.....	8
3.2. 安徽引江济淮：缩小版的“中线”雏形已现.....	9
3.3. 东三省：2016 年重大基建项目开工顺利.....	10
3.4. 内蒙古引绰济辽加快推进年底开工.....	11
3.5. 山东省南水北调配套工程有望密集招标.....	11
4. 行业翘楚，拿单能力傲视同侪.....	12
4.1. 在手订单量足弹性大，或超越 2012 年订单高点.....	12
4.2. 产能利用率明显高于行业均值.....	13
4.3. 大型输水项目存进入壁垒，公司拿单能力行业前列.....	14
4.4. 应收可控，几无坏账忧虑.....	14
5. 收购新峰管业，开辟核电、石化新空间.....	15
5.1. 发行股份购买资产并募集配套资金.....	15
5.2. 优化产业布局，培育新的利润增长点.....	15
5.3. 新峰管业：核电、石化管件领域龙头.....	16
5.4. 核电重启，石化企业技改提速，景气度上行.....	17
5.5. 其他外延布局多点开花.....	18
6. 风险提示.....	18

1. 投资故事

- 稳增长项目加码，重大水利项目陆续开工，在建项目提速，2015年水利管理业固定资产投资从6月份开始出现明显反弹，全年累计同比增21%，2016年我们判断水利FAI占比在稳步提升，同时重大水利项目投资中央财政占比达60%，在货币整体宽松的环境下，水利配套资金亦将保持充裕。
- 龙泉是PCCP管行业第一集团龙头，所有的标志性工程：南水北调河南河北段、中国某供水工程、辽宁大伙房等公司全部参与，2014-15年公司覆盖全国的八大生产基地布局基本完成，我们判断2016年在手订单或超越2012年订单高点。
- 考虑到产能利用率的提升带来盈利能力的改善，2016年公司或将展现较为显著的业绩弹性，同时公司收购拥有核I/II/III级资质的新峰管业，进入高端核级压力管道配件制造领域，形成新的利润增长点；

我们预测2016-18年净利润分别为2.28、3.18、3.43亿，EPS为0.51、0.72、0.77元（若新峰2016年并表，2016-18年EPS为0.56、0.77、0.84元）。采用两种估值方法：1）PE估值。根据可比公司41.6倍PE估值，对应合理市值94.2亿，对应合理价格21.22元。2）PS估值。根据可比公司3.36倍PS估值，对应合理价格14.51元。

出于谨慎原则，选取两种估值方法中间价格17.86元作为目标价，首次覆盖给予“增持”评级。

募集配套资金（定增）不超过35,000万元，董事长和高管以17.20元/股包揽定增，交易完成后控股股东刘长杰持股比例从26%升至27.03%；目前股价对比定增价折价约25%，凸显投资安全边际；

表1: 可比公司估值

	代码	股价	EPS (2016)	PE (2016)	PS (2016)
青龙管业	002457	10.48	0.15	72.00	3.91
久立特材	002318	10.33	0.28	38.00	2.78
伟星新材	002372	18.26	1.01	18.05	3.39
平均				41.6	3.36

数据来源：wind，国泰君安证券研究

EPS、PE、PS均来自于wind一致性预期；股价截止报告当日（2016.04.07）

表2: 盈利预测假设

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
PCCP 板块						
主营收入	93,850	129,464	48,954	171,801	234,730	253,229
YOY%	52.71%	37.95%	-62.19%	250.94%	36.63%	7.88%
营业成本	60,819	87,312	29,196	106,517	147,880	159,534
毛利	33,031	42,152	19,758	65,284	86,850	93,695

毛利率%	35.20%	32.56%	40.36%	38.00%	37.00%	37.00%
新业务 (无砟轨道板、污泥处理、市政 EPC)						
主营收入				20,000	24,000	33,600
YOY%					20%	40%
营业成本				14,000	16,800	23,520
毛利				6,000	7,200	10,080
毛利率%				30%	30%	30%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 水利投资或将走出“V”型

2.1. 稳增长项目加码

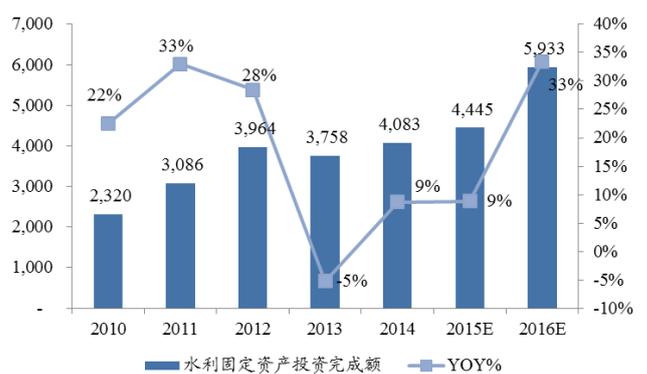
2014 年水利固定资产投资额 4345 亿, 施工提速, 我们判断 2015、2016 年水利项目投资将实现快速增长, 假设重大项目平均工期 5 年, 预计 2016 年计划投资增速有望达 30%。而以往计划完成率在 90%以上, 水利投资完成额增速预计可达 30%以上, 实现从 2013 年增速底部的“V”型。

图 1: 2016 年全国水利固投计划有望增 30%



数据来源: 水利部网站, 国泰君安证券研究

图 2: 2016 年全国水利固投完成额有望增 30%



数据来源: 水利部网站, 国泰君安证券研究

水利管理业 FAI2014 年后首现反弹。2015 年水利管理业固定资产投资累计 7249 亿元, 累计同比增 21% (上半年仅 15% 累计增速), 下半年从 6 月份开始出现明显反弹 (剔除 12 月、1 月等季节性异常波动), 从 3 月移动平均值看这是自 2014 年年年初的首次反弹, 数据印证了 15 年下半年重大水利项目陆续开工、前期开工项目提速的判断。

图 3: 15H2 水利管理业 FAI 当月出现明显回升

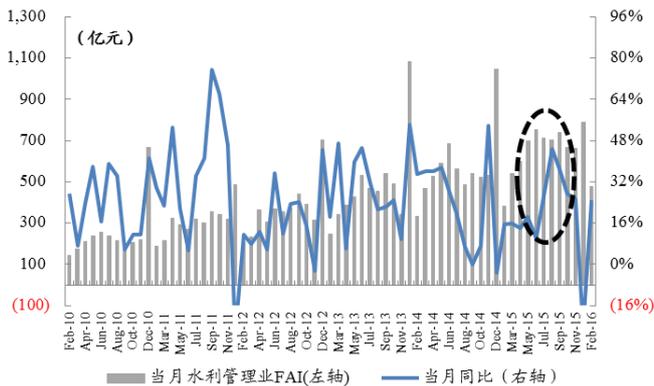
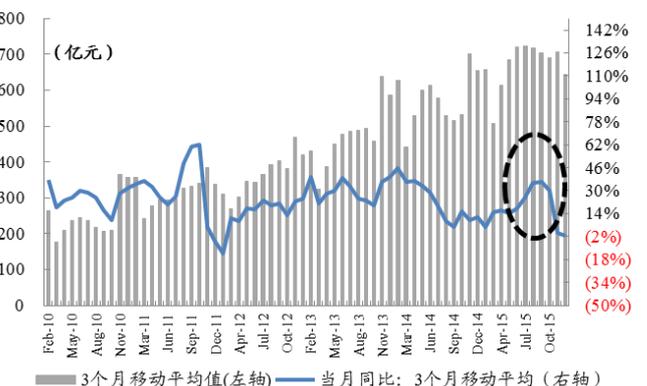


图 4: 15H2 水利管理业 FAI 3 月移动平均回升

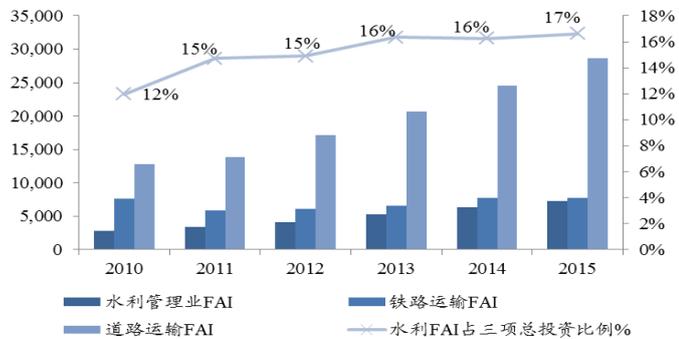


数据来源: 统计局, 国泰君安证券研究

数据来源: 统计局, 国泰君安证券研究

根据我们宏观组的判断基建投资增速有望回升至 20%以上 (2015 年 17.29%)。我们判断在铁路投资 8000 亿元维持不变情况下, 水利 FAI 占比在稳步提升。

图 5: 铁路运输、道路运输、水利管理业 FAI 情况 (水利占比提升)

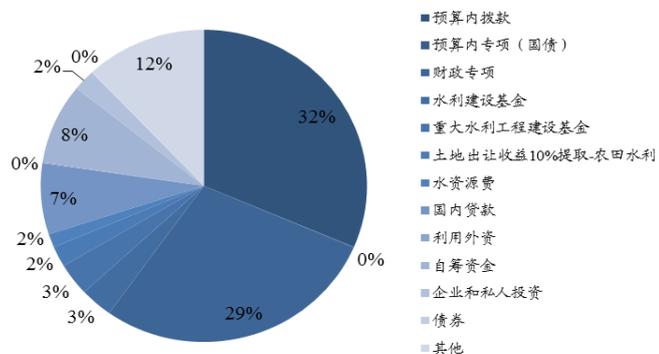


数据来源: 各级政府网站, 国泰君安证券研究

2.2. 中央安排资金保持稳健增速

水利投资资金来源主要是国家预算内拨款、预算专项、水利建设基金、重大水利工程建设基金等, 按照投资主体可分为中央投资和地方配套, 其中中央财政占比达 60%。我们认为, 2016 年在货币整体宽松的环境下, 水利配套资金亦将保持充裕。

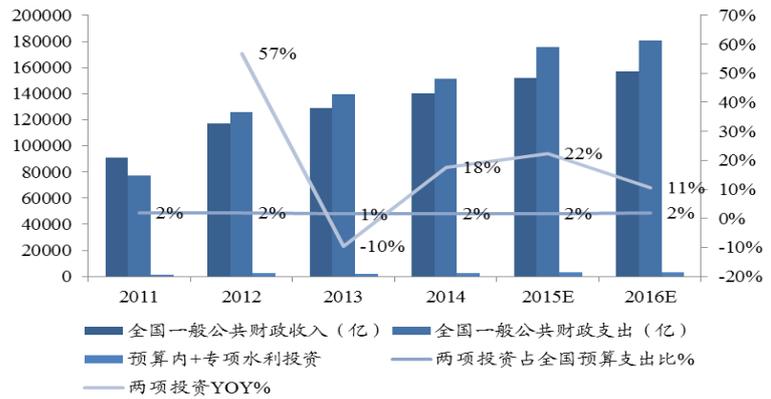
图 6: 2014 年水利投资资金来源



数据来源: 水利公报, 国泰君安证券研究

我们预计中央安排的预算内和财政专项将保持稳定增长, 这两项占 2014 年水利资金来源 60%, 根据 2016 年财政预算, 支出 180715 亿, 按照往年此两项来源占全国预算总支出比例, 假设 15、16 年占比 1.7%、1.83%, 则预算内+财政专项水利投资将保持 22%、11% 的增速, 保持稳定增长。

图 7: 预算内拨款和财政专项增速预计略有回落



数据来源：水利公报，财政部，国泰君安证券研究

2.3. PPP 破解地方政府配套资金困局

资金来源自筹资金和其他项目分别占资金的 7.3%和 12.0%。其中自筹资金主要是地方政府财政收入，我们认为该部分来源将更多通过 PPP 的方式解决。2015 年下半年建设施工单位签订的 PPP 项目开始密集增加，目前进入财政部信息平台的 PPP 项目 8.3 万亿，大于预期的 6 万多亿。PPP 的模式将明显解决地方政府融资困局。

另一方面，目前水利投资社会资本参与度不到 20%，但我们认为，未来潜在的回报点有两方面：首先是提高城市与工业用水的原水的水价。例如一方水的售价在 2.5~3 元，但是原水价格仅卖 0.1~0.2 元不到；其次水利工程建设征用的土地，未来可以作为二次开发使用，建设酒店、医养结合的旅游设施等。

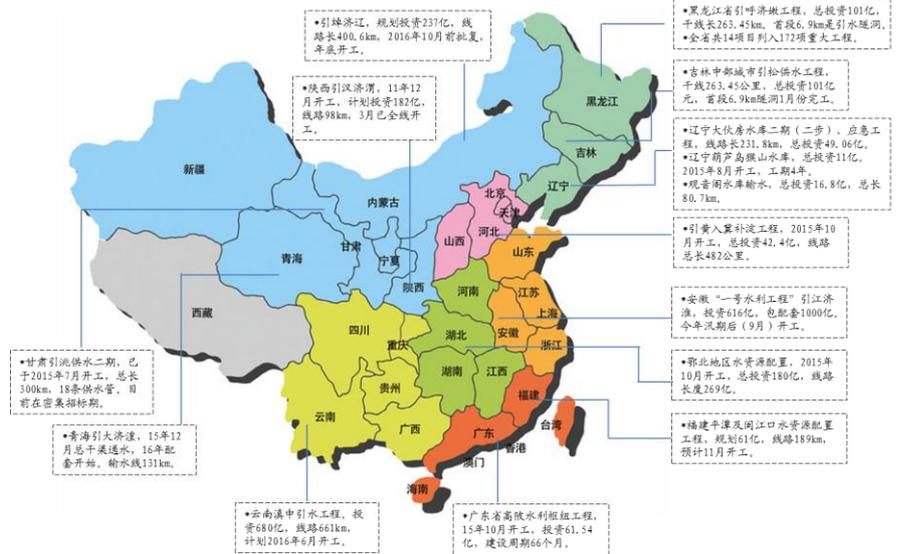
3. PCCP 大单重奏进行曲

3.1. 主战场移至各省重点水利工程

国家战略之南水北调中线配套步入尾声，水利投资的主要焦点从长距离跨省输水（南水北调）移至全国各省省内水资源调蓄、配置，主要战场从河南河北的配套工程移至湖北、安徽、辽宁等地。

2015 年底，鄂北水资源配置工程襄阳市配套招标拉开了重大水利工程密集开工、招标的序幕。根据规划，2016 年预计再新开工重大工程 20 个。目前确定投资金额大、且有望重点支持的有：安徽的“一号水利工程”引江济淮，目前待批复，汛期后 9 月份开工是大概率；吉林中部城市供水工程、内蒙古引绰济辽等也进入开工或招标期。除了上述工程潜在使用 PCCP 管外，一些前期未招标的在建工程有望提速，例如南水北调东线一期山东省内各市管网配套工程等。

图 8：部分在建以及 2016 年预计开工的重点工程



数据来源：各级政府网站，国泰君安证券研究

3.1. 2016、2017 年国内 PCCP 管市场需求超过 200 亿

PCCP 管在 2.4m 以上口径的输水管道上基本没有替代产品，相对于其他管（DIP、SP、HDPE）、隧洞、明渠等输水途径在功能和性价比上综合优势明显，PCCP 管行业集中度较高前十强企业约占全国 PCCP 产量的 80%。

我们假设干线输水使用口径 DN2000mm、4000 元/m（若无特别要求）；引水至水厂、水库等支线配套一般用 DN1400mm、3000 元/m。经过粗略梳理汇总，2016、17 年拟招标的重大水利工程总投资在 1500 亿左右，引水线路总长 2891km，预计采用 PCCP 管道总长 1461km，对应 PCCP 采购金额为 72 亿，是 2012 年南水北调河南段用量的 2.5 倍。经验表明，非重点的小工程与重大工程比例接近 1: 1，所以汇总来看 2016、17 年国内水利工程对 PCCP 管市场需求达 144 亿。

城市地下综合管廊预计带来 60 亿需求。政府工作报告提出 2016 年开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上，假设其中一半使用 PCCP 预制式做廊体（或采用现场浇筑），采用 DN3000mm 管径（天津某管廊项目使用 DN3000mm 作为廊体，断面面积 7 米），平均单价 6000 元/m，则 2016、17 年管廊项目对 PCCP 管需求至少为 60 亿。

综上，2016、2017 年水利工程+地下管廊带来的 PCCP 管需求空间至少在 200 亿以上，是 2012、13 年市场空间的 1.6 倍（上一次高点主要以河南、河北配套为主）。

表3: 2016、17 年拟招标的重大水利工程对 PCCP 需求超 70 亿

工程名称	总投 资: 亿	输引水线 总长: km	输水方式	PCCP 管道 总长: km	PCCP 投资 额: 亿	预计管道 招标时间	建设进度	备注
引洮供水二期	73	300	隧洞、PCCP 管	353	17.6	2016H2 第三批管材招标	2015.8 已开建, 第一批已招标	假设供水管基 本采用 pccp
云南滇中引	700	661	隧洞、倒吸虹	58	2.9	2016Q4	勘探性试验隧洞	

水工程			等				已开工, 6月全面 开工
淮南市引大 别山优质水 源工程	16	224	PCCP管	100	3.0	2016	主干渠至大井水 库已经通水
引黄入冀补 淀	42	482	基本利用已 有干渠、管道	48	1.9	2016Q3	河南河北施工、 假设5%长度采 用pccp管 监理已招标
陕西引汉济 渭	213	331	有隧洞、箱 涵、管道、倒 虹等	33	1.3	2016	全面开工, 输配 水前期展开, 17 年入西安
大伙房二期 二步盘锦应 急	49	45	PCCP管	90	4.5	2016Q3	上一段(沈阳-鞍 山)已经招标完 毕
内蒙古引绰 济辽工程	237	390	无压隧洞、暗 涵、倒吸虹, 平原 PCCP 压 力管	400	16.0	2016Q4、 17H1	6月底批复可研、 10月底批复初 设, 年底开工
吉林中部城 市供水工程 支线	101.77	270	隧洞、PCCP、 SP管等	270	8.1	2016Q4、 17Q1	干线招标已启动 假设50%管线 采用pccp
福建平潭及 闽江口水资 源配置工程	65	189	隧洞、PCCP管 等	109	4.4	2016Q4、 17H1	计划11月开工
山东南水北 调配套	未知				12.2	2016	2013、14已开工
合计	1497	2891		1461.22	72		

数据来源: 各级政府网站, 国泰君安证券研究

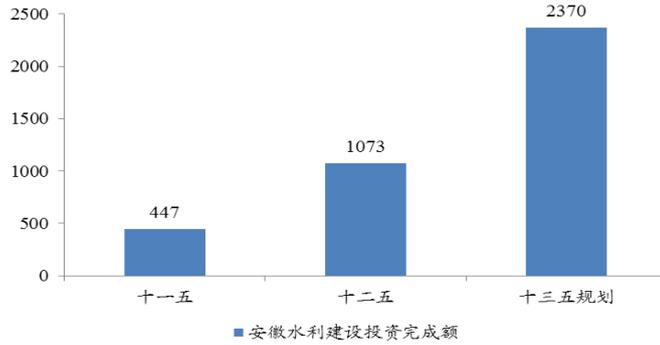
3.2. 安徽引江济淮: 缩小版的“中线”雏形已现

安徽“十三五”水利建设投资约 2370 亿元, 是“十一五”期间水利投资完成额的 2.2 倍。江济淮工程总投资 870 亿、加配套工程 1000 亿以上, 汛期后 9 月开工是大概率事件。另外, 大别山引水工程淮南市 2016 年预计也进入招标期。

引江济淮自南向北分为三段输水路线: 第一段是引江济巢, 总长 234.39 公里, 长江水引入到巢湖, 采取西北河加上菜子湖双线引江方案, 工期 51 个月; 第二段为江淮沟通段, 线路总长 156.6 公里, 涉及合肥市工程, 工期 6 年; 江水北送段作为第三段, 总长 657.98 公里, 其中安徽省部分 494.52 公里, 河南省部分 163.46 公里, 总工期 48 个月。整个项目计划 7 年竣工验收。

未来五年, 安徽涉及 PCCP 水利项目投资粗略统计近 1200 亿, 输水线路长度超过 2000km, 预计使用 PCCP 管道长度(主干+配套)约 1770km。保守估计按照标管 3000 元/m 计算, PCCP 管道市场空间在 53 亿元左右。

图 9: “十三五”期间安徽水利建设投资再翻番



数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

表4: 安徽省重大水利工程情况梳理

工程名称	总投资： 亿	引水流 量:立方	输水线路总 长: km	输水方式	管道总 长: km	管道招标时间	建设进度
引江济淮	1197.8		2007.97		1770		
合计:	1182	40 亿	1728		1560		待批, 计划 9 月开 建
干渠	870				预计 200		
引江济巢	约 276	40 亿	234.39	隧洞、疏浚、 管道等		预计年底、17 年	
江淮沟通	约 276	30 亿	156.6	隧洞、疏浚、 管道等		预计年底、17 年	
江水北送	317	未知	657.98	隧洞、疏浚、 管道等		预计年底、17 年	
配套工程	312				1360		待干渠开工
亳州配套	39	未知	85	预计 PCCP 双 管	170	预计年底、17 年	
其他城市 (包括河南 段)	273	未知	595	预计 PCCP 双 管	1190	预计年底、17 年	
大别山引水			279		210		
六安市龙河口水库引 水工程	10	未知	55	PCCP	预计 110	十三五期间开 工招标	规划阶段
淮南市引大别山优质 水源工程	5.8	20 万/d	224	PCCP 双管	90	预计 2016 年 年中	主干渠至大井水 库已经通水
				PCCP 单管	10	预计 2016 年 年中	
安徽 PCCP 项目合计	1197.8		2007.97		1770		

数据来源：各级政府网站，国泰君安证券研究

3.3. 东三省：2016 年重大基建项目开工顺利

“十三五”时期，辽宁省水利计划投资 680 亿，其中 16 年计划投资 90 亿。“东水济辽”全省水资源配置是重点工程，即从浑江调水经大伙房水库调节后（一期），输送到辽宁中部的抚顺、沈阳、辽阳、鞍山、营口、盘锦、大连这七个城市（二期）。其中一期、二期（一步）已经完成，二期总投资 49 亿，输水管线路径全长 231.8km。

二期二步盘锦应急工程约 5 个亿 PCCP 金额招标在即。辽宁其他重点项

目还有猴山水库 (11 亿总投资, 初设已批复)、观音阁水库输水 (总投资 16.8 亿, 已完成招标) 等。

图 10: 大伙房输水 (二期) 工程线路



数据来源: 国泰君安证券研究

吉林省中部城市供水工程支线采购 PCCP 管金额有望超过 20 亿。按照规划, 引松花江水入长春工程线路总长 634.96 公里, 从丰满水库调水至吉林省中部地区, 输水线路总长 550.6km, 其中输水干线线路全长 266.3km, 包括总干线、长春干线、四平干线和辽源干线。输水支线全长 284.3km, 共 13 条支线。

输水支线为从干线或调节水库至各水库或供水城市的线路, 13 条支线全长 284.3km。其中隧洞长 13.9km, 埋管 (可能包括 PCCP 和 PCP) 长为 270.4km。九台、德惠支线进口设置一座提水泵站, 净扬程为 17.5m。

干线管线招标已经启动, 采购一二三标由韩建河山、山东电力管道、龙泉股份中标, 金额总共约 7 亿; 而支线可能主要采用 PCCP 或 PCP 为主管道输水, 若 270km 采用 PCCP 标管输水, 未来采购金额超过 20 亿。

3.4. 内蒙古引绰济辽加快推进年底开工

引绰济辽开发任务为自绰尔河引水至西辽河, 向沿线城市和工业园区供水, 结合灌溉, 兼顾发电等综合利用。该工程是国家确定的 172 项节水供水重大水利工程之一, 总投资 237 亿, 目前可研报告已编制完成, 并通过水利部审查, 国家已经明确了引绰济辽工程要在 2016 年 6 月底前批复可研, 10 月底前批复初设, 年底前计划开工建设。

3.5. 山东省南水北调配套工程有望密集招标

南水北调东线工程从长江下游江苏省扬州市江都区抽引长江水, 利用京杭大运河及与其平行的河道逐级提水北送, 并连接起调蓄作用的洪泽湖、骆马湖、南四湖、东平湖。东线工程分三期实施, 其中一期工程出东平湖后一路向东, 通过胶东输水干线经济南输水到烟台、威海。东线工程计划调水规模为 148 亿立方米。

图 11: 南水北调东线山东境内配套工程未完工城市



数据来源：国泰君安证券研究

表5: 2016年山东拟招标的重大水利工程将产生12亿PCCP管需求

工程名称	总投资: 亿	输引水线路总长: km	输水方式	PCCP管道总长: km	PCCP投资额: 亿	预计管道招标时间	建设进度	备注
滨州续建	33	未知	PCCP管等	未知	3.3	2016	14年底全面开工，但pccp管线未招标	假设PCCP管线投资占10%
聊城	61.6	未知	PCCP管等	未知	6.16	2016	"8个配套工程供水单元，截止15年底完成投资额51%	假设PCCP管线投资占10%
济南续建	未知	未知		未知	0.5	2016Q2	正在招标	PCCP管占采购金额50%
烟台	22	173	未知	173	2.2	2016	6个供水单元前期勘探、施工招标完成	假设PCCP管线投资占10%
合计	117				12.16			

数据来源：各级政府网站，国泰君安证券研究

4. 行业翘楚，拿单能力傲视同侪

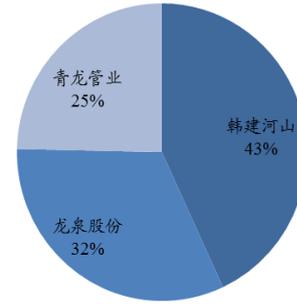
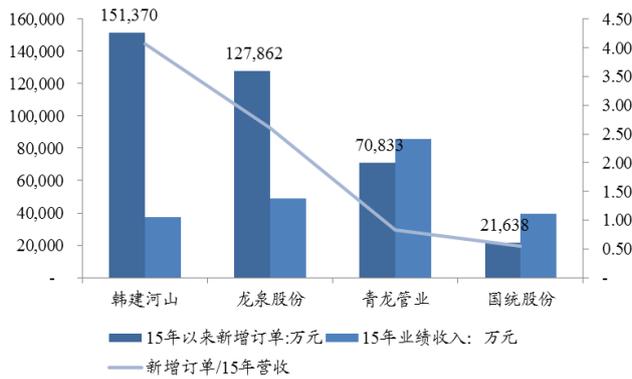
4.1. 在手订单量足弹性大，或超越2012年订单高点

公司是PCCP管行业第一集团龙头，所有的标志性工程：南水北调河南河北段、中国某供水工程、辽宁大伙房等公司全部参与。

我们认为，在手订单是对未来业绩的预判指标，也是公司竞争力的体现。龙泉股份2015年以来新增在手订单（大部分在2016年及以后释放）约12.8亿，且目前在手订单/15年营收比例为2.6，弹性较大。我们保守估计，2016年新增订单将达10亿（包括16年已公告的2个中标工程），这使得未释放的在手订单总额很可能超过20亿，或超越2012年订单高点（全年新增在手订单20.5亿左右）。

图 12: 龙泉在手订单量足弹性大

图 13: 鄂北水资源配置工程 PCCP 订单份额



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表6: 公司 2015 年以来新增在手订单约 12.8 亿

PCCP 中标订单统计	施工省份	签约/中标日期	首批供货期/供货期	合同金额: 万元	长度: km	管材
吉林中部城市供水	吉林	20160318	2016.8-2019.6	14,901	14.36	PCCP DN2400
					19.63	PCCP DN2200
辽宁某供水工程 (采购三标)	辽宁	20160303	20160420-20161031	18,949	33.69	PCCP, DN3200
湖北省鄂北地区水资源配置工程 (第19段标)	湖北	20151211	20160101-20171231	66,341	68.427	PCCP, DN3800
山西省晋中东山供水工程 (01标)	山西	20151008	20151020-20160630	7,476	28	PCCP, DN1400
南水北调通州 (第二标段)	北京	20150728	20160331 前全部完成	3,771	估计 8.238km. (桩号范围 1+793.5 ⁻ 4+694.5、7+448.5 ⁻ 9+211.6)	PCCP, DN1800
辽宁省观音阁水库输水工程	辽宁	20150429	20150420-20170530	7,099	9.94	PCCP, DN2400
					20.08	PCCP, DN1200
阜阳市南照淮河取水工程	安徽	20150420	根据工程建设进度计划供货	9,325	未知	PCCP, DN1800/DN1400 (估计)
合计				127,862		

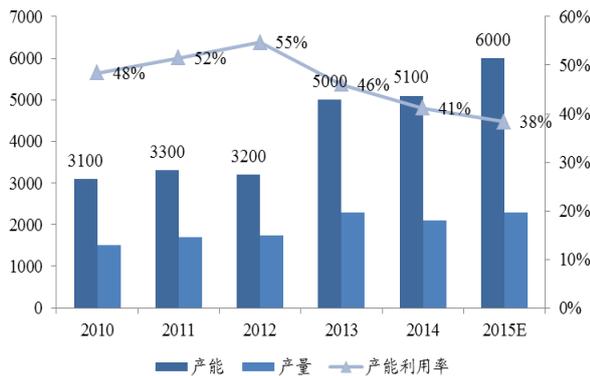
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.2. 产能利用率明显高于行业均值

PCCP 行业产能利用率总体不高, 行业整体产能利用率仅约 50%。由于下游较集中, 且采取定制化生产 (各业主要求参数不同、产品体积大、提前生产有仓储维护成本), 因此产能规划、生产管理和订单管理能力差距尤为突出, 行业利用率均值仅在 50% 左右。

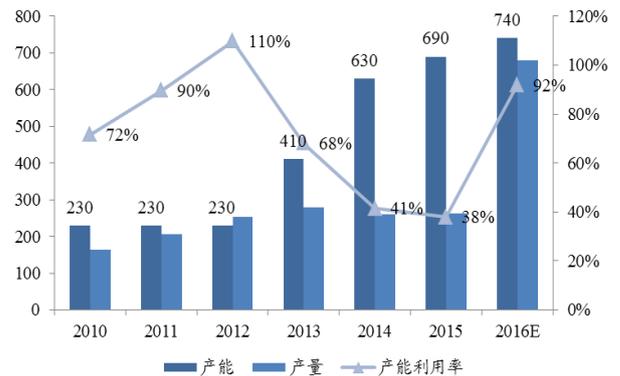
龙泉股份全国布局完善, 在山东淄博、辽宁阜新、辽宁辽阳、河北邢台、河南新郑、江苏常州、广东珠海、安徽阜阳布局八大生产基地, 秉承先有市场, 后建工厂, 在工地建设临时生产基地 (土地多由业主方提供临时建设用地), 临建项目结束后设备搬迁, 我们测算龙泉 2012 年上市以前在平均在 80-90%, 显著高于 50% 的行业平均值。2014、15 年由于永久基地募投产能集中投产, 叠加订单较少, 产能利用率迅速下滑。预计 2016 年随着订单释放, 利用率将回到 90% 以上。

图 14: PCCP 行业产能利用率 50%以下



数据来源: CCPA, 国泰君安证券研究

图 15: 公司产能利用率过去高于行业均值



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 7: 龙泉产能投放明细 (不包括荆州拟建项目) 单位: km

	2011	2012	2013	2014	2015E
IPO 前	230	230	230	230	230
博山线			60	60	60
辽阳扩建线			60	60	60
新郑扩建线			60	60	60
常州线				60	60
阜前线				60	60
邢台线				100	100
阜阳线					60
合计	230	230	410	630	690

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.3. 大型输水项目存进入壁垒, 公司拿单能力行业前列

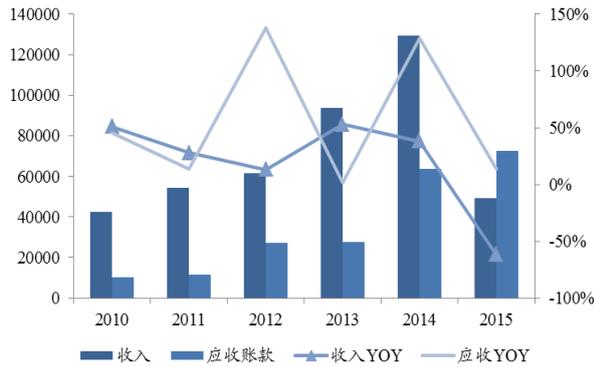
大型水利项目竞标壁垒往往来自历史中标记录, 并非价低取胜。部分大型、保密项目以邀请的方式招标, 例如辽宁大伙房项目等), 目前公司在大型项目如湖北水资源配置项目上优势尽显。

4.4. 应收可控, 几无坏账忧虑

PCCP 行业应收账款受施工进度影响大, 85%实现月结, 10%为通水保证金 (安装完成并通水试验后收回), 质量保证金 5% (通水一两年后无质量问题后支付), 由于业主方造成的施工进度造成应收额累积较大 (e.g. 引黄二期比原定计划延后了 3 年才通水) 但涉及国家重点工程坏账可能性很小。

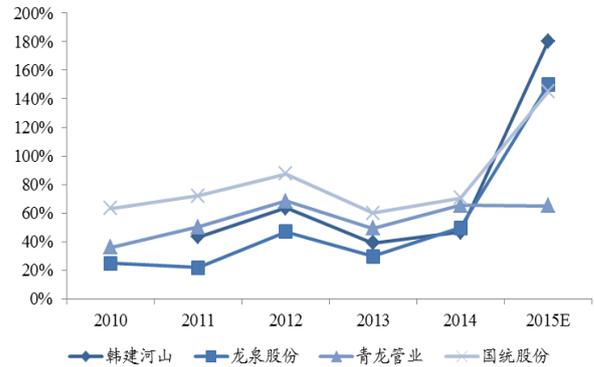
公司应收账款管控水平行业领先, 应收账款+应收票据占收入百分比连续多年行业最低。2015 年底应收账款已从年中的 8 个多亿回落到 7 个亿水平。

图 16: 公司应收账款变动与收入变动相关性不强



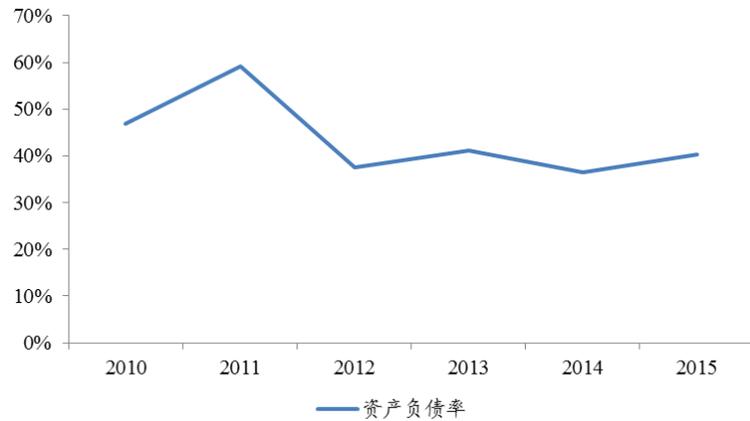
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 17: 公司应收账款+票据占收入比最低



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 18: 公司负债率位于 40% 的合理水平



数据来源: 国泰君安证券研究

5. 收购新峰管业，开辟核电、石化新空间

5.1. 发行股份购买资产并募集配套资金

公司拟以发行股份和支付现金相结合的方式购买朱全明、朱全洪等原股东手中持有的新峰管业共计 100% 的股权，其中以发行股份方式支付交易对价的 50%，新峰估值 5 亿元，发行价 15.01 元/股。从产业布局上，收购新峰管业就此进入高端核级压力管道配件制造领域，形成新的利润增长点，进一步提升公司的抗风险能力和业绩回报能力。

5.2. 优化产业布局，培育新的利润增长点

新峰管业前身是无锡市新峰石化管件厂，1988 年 7 月设立的国有企业，2010 年 10 月整体改制为股份有限公司，从事工业金属管道配件（又称工业金属管件）的研发、生产与销售业务。公司主要产品为弯头、三通、四通等管件，产品主要有用于核电的核级金属管件、石化行业的高压临氢管件等。

图 19: 主要产品之一: 三通管

图 20: 主要产品之一: 异径管



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

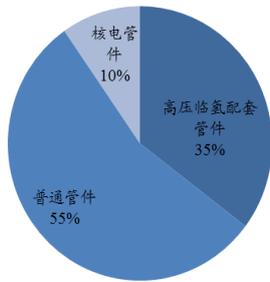


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

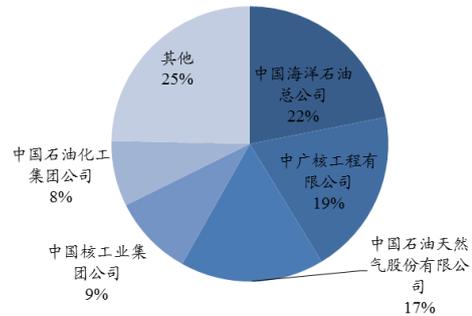
新峰由于产品应用于石化和核电行业的特殊性, 非标准化管件众多, 因此生产模式采用“以销定产”的方式。客户结构多以石油石化、核电为主, 2015年1-9月前五名客户收入占比约为75%, 预计2016年后高端管(高压临氢配套管件以及核电管件)收入占比将超过80%, 而高端的管的毛利率显著高于普通管。

图 21: 新峰 2015 年收入结构暂以普通管为主

图 22: 新峰 2015 年 1-9 月前 5 名客户结构



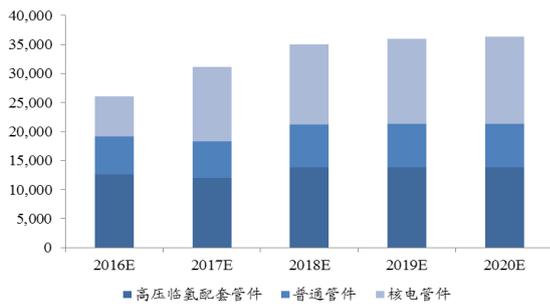
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究



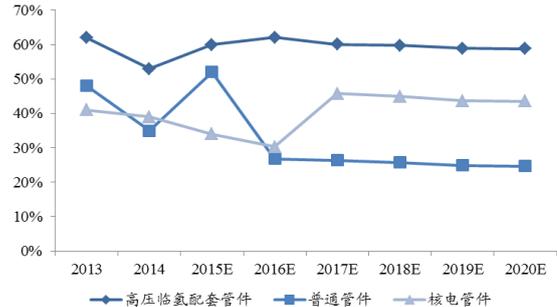
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 23: 2016 年后预计高端管占比达 80%

图 24: 高端管毛利率显著高于普通管



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

新峰管业 2015、16、17、18 年的承诺净利润下限分别为 2090、4200、4950、5850 万, 16 年承诺利润增速 100%。并表将带来明显业绩增厚。

5.3. 新峰管业: 核电、石化管件领域龙头

核电、石化件行业具备进入较高的壁垒:

- 门槛高、资质好。核 1、2、3 级分别有资质, 三证都有的企业包括新峰仅三家, 取得认证周期长、难度大。

表 8: 新峰业务资质情况

序号	证书名称	编号	经营范围	有效期限	发证机关
----	------	----	------	------	------

1	《民用核安全设备制造许可证》	国核安证字 Z (13) 18 号	核安全级别 1、2、3 级的管道和管配件(具体见国核安发<2013>144 号文)	2018/9/30	国家核安全局
2	《特种设备制造许可证(压力管道元件)》	TS2710632-2015	A(1)(2)(3)、B 级钢制无缝管件、B1(1)、B2 级钢制有缝管件(钢板制对焊管件)、B 级锻制管件(限机械加工)、B 级锻制法兰及管接头(限机械加工)、A 级有色金属及有色金属合金制管件(仅限镍及镍合金、钛及钛合金)	2015/11/28	国家质量监督检验检疫总局

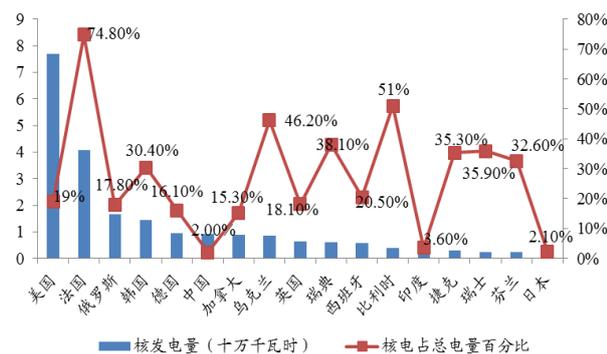
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

- 市占率高, 行业龙头。核电管件新峰 2015 年全国 4 个标段获得 70%-80% 市占率, 石化管市场份额也在 40% 左右(预期 2016 年收入占比接近 50%)。
- 延伸潜力具备想象空间。我们预计未来产品有望向核潜艇、航母等舰船军品延伸。

5.4. 核电重启, 石化企业技改提速, 景气度上行

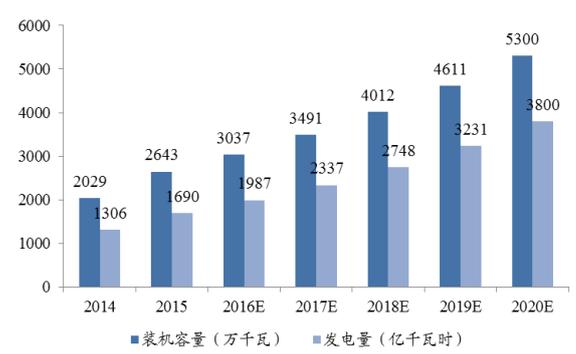
核电市场重启, 压力管道空间打开: 据国务院办公厅下发的《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》, 到 2020 年我国核电在运机组要达到 5800 万千瓦, 在建 3000 万千瓦。未来五年内, 需再开工建设 40 台核电机组。据此我们测算, 2020 年之前, 我国至少还需新建 3500 万千瓦的核电机组, 平均每年开工 6 至 8 台, 另外, 我国政府大力推动和部署装备“走出去”战略, 核电装备是重点领域之一。据国际原子能机构预计, 未来 10 年, 除中国外, 全球约有 60~70 台 100 万千瓦级核电机组建设, 海外核电市场空间将达 1 万亿元, 而随着核电建设的重启, 包括压力管道配件在内的相关配套产业也将迎来快速发展。

图 25: 中国核发电量占比远低于世界平均水平



数据来源: 联合国原子能机构, 国泰君安证券研究

图 26: 2030 年核能发电量至 3800 亿千瓦时



数据来源: 中国核能行业协会, 国泰君安证券研究

石化领域, 炼油企业技改临近: 按照国务院出台的《大气污染防治行动计划》, 一是将 2016 年 1 月起供应国五标准车用汽柴油的区域, 从原定的京津冀、长三角、珠三角等区域内重点城市扩大到整个东部地区 11 个省市全境。二是将全国供应国五标准车用汽柴油的时间由原定的 2018 年 1 月, 提前至 2017 年 1 月。三是增加高标准普通柴油供应, 分别从 2017 年 7 月和 2018 年 1 月起, 在全国全面供应国四、国五标准普通柴油。为完成上述任务, 炼油企业将增加技改投资约 680 亿元, 对炼油企

业现有装置升级改造，也将拉动相关装备制造业的新一轮发展。

5.5. 其他外延布局多点开花

- 拓展无砟轨道板恰逢轨交投资大年

公司在 2014 年 3 月投资设立北京龙泉嘉盈铁路器材有限公司，其中公司占比 41%，主要生产无砟轨道板、铁路器材。无砟轨道，是指采用混凝土等混合料，整体基础取代散粒碎石道床的轨道结构，列车时速可以达到 200 公里以上，时速 300 公里/小时以上的列车全部采用这种结构的轨道。下游主要应用领域是轨道交通，包括高铁、动车、城轨等。

2016 年为轨交投资大年，现在已有 39 座城市轨道交通建设计划获批，预测到 2020 年总规划城市将达 50 个，根据发改委规划，2020 年中国城市轨道交通有望达到 6000 公里，呈现总量翻番，公司有望明显受益。

- 环保污泥处理布局超前

2014 年 11 月与博润股份共同设立山东泉润环保科技有限公司，公司持股 80%。主营工业及生活污水干化处理及销售、污泥危险废弃物处理，未来市场空间值得期待。

6. 风险提示

中央、地方资金无法及时到位。由于财政内拨款或地方缺乏配套资金来源，导致工期延后。

水利工程开工进度迟缓。前期批复项目延迟开工，招标进度大幅低于预期，PCCP 管需求大幅削减。

新峰管业未能顺利完成并表。若未能顺利并表，将无法对上市公司盈利水平进行增厚。新业务拓展进度低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		