

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

产量增长与品种结构调整提升盈利能力

事件描述

金洲管道今日发布公告，称募集资金所投资项目之年产 8 万吨高频直缝电阻焊管（ERW219）生产设备安装调试已经完毕。

2010 年 8 月 20 日：管道工业取得 ERW 焊管相关的美国石油学会 API SPEC 5CT 和 API SPEC 5L 认证证书，有效期至 2013 年 8 月 20 日。2010 年 8 月 27 日，管道工业取得了 ERW 焊管相关的由国家质量监督检验检疫总局颁发的《中华人民共和国特种设备制造许可证（压力管道元件）》，有效期至 2012 年 8 月 21 日。上述三证取得后，募集资金投资项目之年产 8 万吨直缝电阻焊管项目正式投产。

事件评论

第一，8 万吨高频直缝电阻焊管（ERW219）即将投产

发行人的主营业务是从事石油天然气输送用螺旋焊管、镀锌钢管和钢塑复合管产品的研发、生产和销售。在发行前公司主要产能情况如下：

表 1：上市前公司主要产品产能产量如下

产品	年份	产能（万吨）	产量（万吨）	销量（万吨）	产销率（%）	销售均价（元/吨）
镀锌管	2007 年	30	29.26	29.66	101.37	5,104.23
	2008 年	30	22.25	23.16	104.09	5,831.19
	2009 年	30	29.24	29.22	99.93	4,058.61
螺旋焊管	2007 年	20	12.28	12.89	104.97	4,068.00
	2008 年	20	19.43	20.91	107.62	6,203.00
	2009 年	20	12.44	12.6	101.29	5,512.33
钢塑复合管	2007 年	4	2.9	2.92	100.69	6,143.91
	2008 年	4	3.03	3.2	105.61	6,627.91
	2009 年	6	4.29	4.28	99.77	5,644.47

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

首次公开发行募集资金投向 20 万吨高等级石油天然气输送管，项目建设期 2 年，完全达产后每年增加螺旋焊管产能 12 万吨、直缝焊管产能 8 万吨。

表 2：公司募集资金投向为年产 20 万吨高等级石油天然气输送管

项目名称	项目总投资（万元）	其中固定资产投资总额（万元）
------	-----------	----------------

		总额	第一年	第二年
年产 20 万吨高等级石油天然气输送管	38,576	32,545	16,272.50	16,272.50

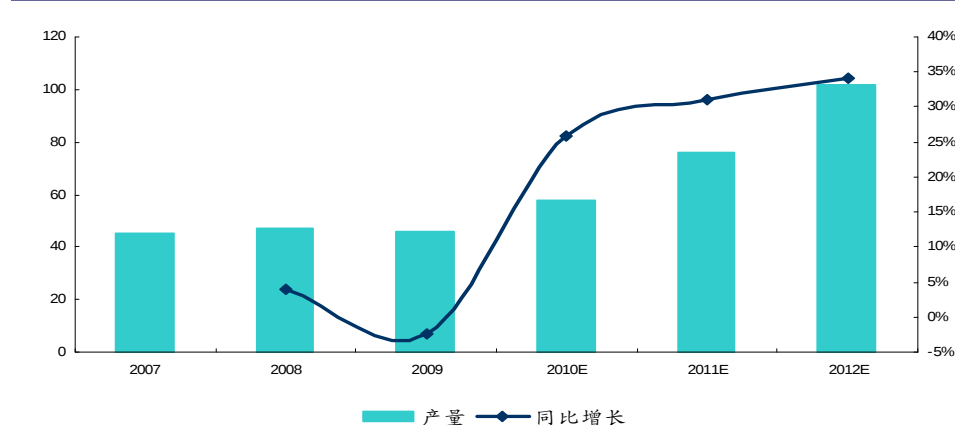
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第二，随着募投项目逐步投产，未来逐步放量带来较强增长能力

由于 20 万吨高等级石油天然气输送管包括两个项目，8 万吨直缝焊管项目投产后，后续还有 12 万吨螺旋焊管产能将继续增加公司产能。

- ✓ 年产 12 万吨预精焊螺旋缝埋弧焊钢管（SSAW 管）项目，全部为石油天然气输送用高等级钢管，规格 $\Phi 508-\Phi 1624\text{mm}$ 。
- ✓ 年产 8 万吨高频直缝电阻焊钢管（ERW219）项目，规格 $\Phi 88.5-\Phi 219\text{mm}$

图 1：未来几年公司产量都将保持快速增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第三，盈利能力稳定，品种结构调整提升整体盈利水平

镀锌钢管和钢塑复合管的主要原材料为热轧钢带和锌锭，螺旋焊管的主要原材料为热轧钢带。热轧钢带与锌锭占据了公司生产成本的大部分。

表 3：公司原材料构成中热轧钢带与锌锭占据绝大部分

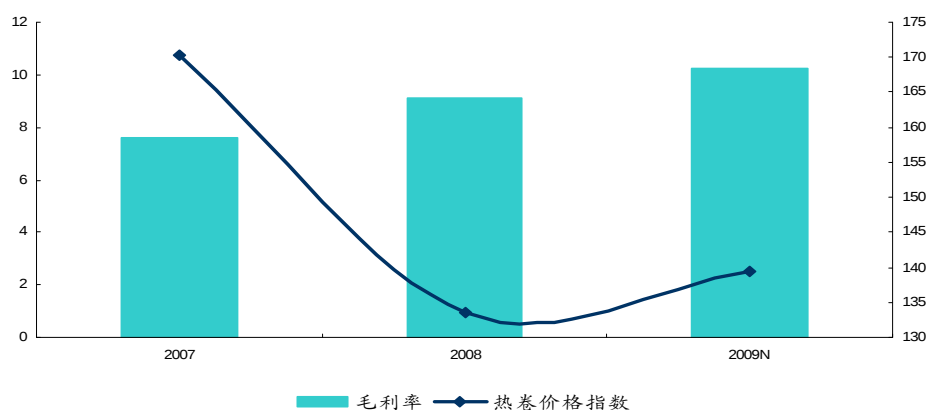
年份	热轧钢带		锌锭		合计	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2009	157892	82.82%	15138	7.94%	173030	90.76%
2008	227123	87.35%	17656	6.79%	244779	94.14%
2007	152414	73.73%	39857	19.28%	192271	93.01%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

不过基于两个方面的原因来看，原材料的价格变动对公司盈利能力影响不大：

- ✓ 螺旋焊管是根据订单安排生产，生产之初产品价格与原材料价格就已基本锁定，毛利相对稳定；
- ✓ 钢塑复合管与镀锌钢管部分也通过订单的模式，而走经销商模式的另一部分由于公司严格控制仅 1 个月左右的原材料库存，因此热轧钢带的价格变动对公司盈利影响也不大。

图 2：热轧钢带的价格变动对公司毛利率不会造成大的影响



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

不过由于镀锌管的毛利率历来都处于较低的水平，随着募投项目的逐步投产，产品结构的调整有望整体提升公司盈利能力。

表 4：分产品毛利率及收入构成

毛利率	2007	2008	2009	2010Z
镀锌管(%)	4.56	8.09	6.23	6.27
螺旋管(%)	11.52	9.38	12.43	16.39
钢塑管(%)	13.3	13.45	22.92	19.12
其他(%)	16.85	12.18	14.09	18.89
收入构成	2007	2008	2009	2010Z
镀锌管(%)	59.42	43.92	51.38	59.59
螺旋管(%)	20.58	42.19	30.09	20.8
钢塑管(%)	7.04	6.9	10.47	9.88
其他(%)	6.04	3.63	4.16	3.66

资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

盈利能力稳定是公司最大的看点，而随着募投项目的逐步投产，产量增长及品种结构调整带来的整体盈利能力提升都将为公司带来较强的增长能力。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.86 和 1.12 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2308	2745	3074	3869	货币资金	258	384	307	387
营业成本	2072	2482	2738	3440	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	236	263	335	429	应收账款	162	194	217	274
% 营业收入	10.2%	9.6%	10.9%	11.1%	存货	265	318	351	441
营业税金及附加	7	8	9	12	预付账款	94	111	123	154
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	56	66	74	93	流动资产合计	819	1055	1052	1323
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	42	49	55	70	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	长期股权投资	110	120	129	139
财务费用	24	11	4	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.4%	0.1%	0.2%	固定资产合计	175	474	658	736
资产减值损失	1	3	2	5	无形资产	41	39	37	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	9	10	10	10	递延所得税资产	4	0	1	1
营业利润	115	136	200	253	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	4.9%	6.5%	6.5%	资产总计	1148	1688	1876	2234
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	291	0	2	85
利润总额	121	136	200	253	应付款项	197	235	260	326
% 营业收入	5.3%	4.9%	6.5%	6.5%	预收账款	84	99	111	139
所得税费用	18	20	50	63	应付职工薪酬	11	15	16	21
净利润	103	115	150	190	应交税费	16	18	37	47
归属于母公司所有者的净利润	102.0	114.3	149.0	188.2	其他流动负债	12	16	17	22
少数股东损益	1	1	1	2	流动负债合计	611	382	443	639
EPS (元/股)	0.76	0.86	1.12	1.41	长期借款	100	100	100	100
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	126	103	178	170	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	711	482	543	739
收回现金					归属于母公司	432	1199	1326	1485
长期股权投资	-12	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	5	6	8	9
固定资产投资	-34	-327	-231	-139	股东权益	437	1205	1333	1495
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	1148	1688	1876	2234
投资活动现金流净额	-41	-327	-231	-139	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	670	0	0	EPS	0.764	0.856	1.116	1.409
银行贷款增加 (减少)	26	-291	2	82	BVPS	4.32	11.99	9.93	11.13
筹资成本	56	-28	-27	-34	PE	31.32	27.93	21.44	16.97
其他	-112	0	0	0	PEG	1.38	1.23	0.95	0.75
筹资活动现金流净额	-31	351	-24	48	PB	5.54	2.00	2.41	2.15
现金净流量	54	126	-77	80	EV/EBITDA	20.75	16.39	11.81	9.29
					ROE	23.6%	9.5%	11.2%	12.7%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。