

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

3 季度环比下滑，期待募投项目放量及品种结构调整

事件描述

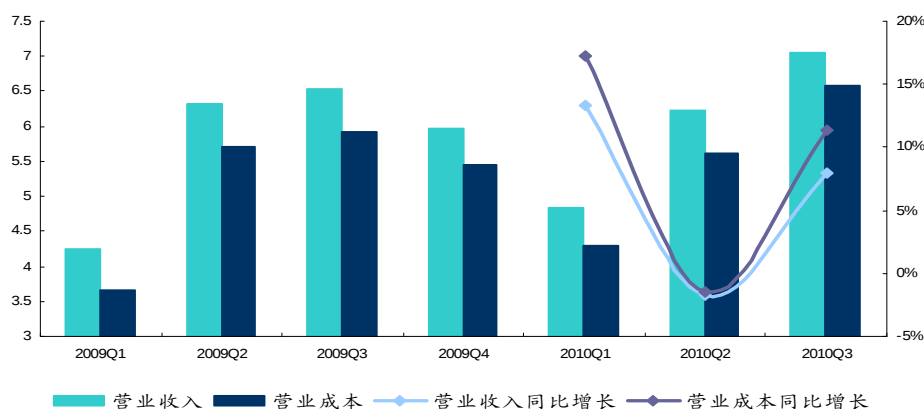
金洲管道今日公布 2010 年 3 季报，3 季度公司实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 7.96%；营业成本 6.58 亿元，同比增长 11.34%；净利润为 0.13 亿元，同比下滑 40.91%；实现 EPS 为 0.11 元。

事件评论

第一，营业收入与营业成本同比环比都小幅增长，营业利润与净利润都有所下滑

公司 3 季度共实现营业收入 7.05 亿元，同比增长 7.96%；实现营业成本 6.58 亿元，同比增长 11.34%。

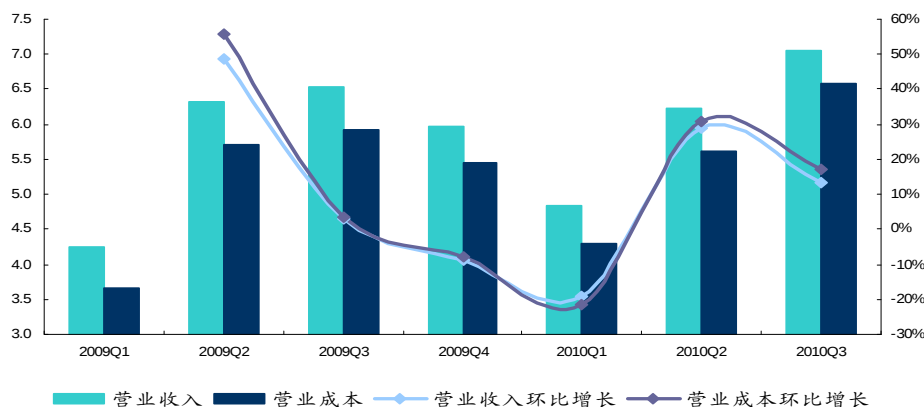
图 1：营业收入与营业成本同比都小幅增长



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

环比来看，3 季度营业收入环比上涨 13.34%，增速小于 2 季度的 28.78%；营业成本环比上涨 17.08%，增速低于 2 季度的 31.00%。

图 2：营业收入与营业成本环比增长，但增速小于 2 季度



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

3 季度营业利润为 0.16 亿元，同比下滑 38.46%，环比 2 季度的 0.27 亿元下滑 40.74%；归属于母公司所有者的净利润 0.13 亿元，同比下滑 40.91%，环比 2 季度的 0.23 亿元下降 43.48%。

表 1：营业利润与净利润同比环比都有所下滑

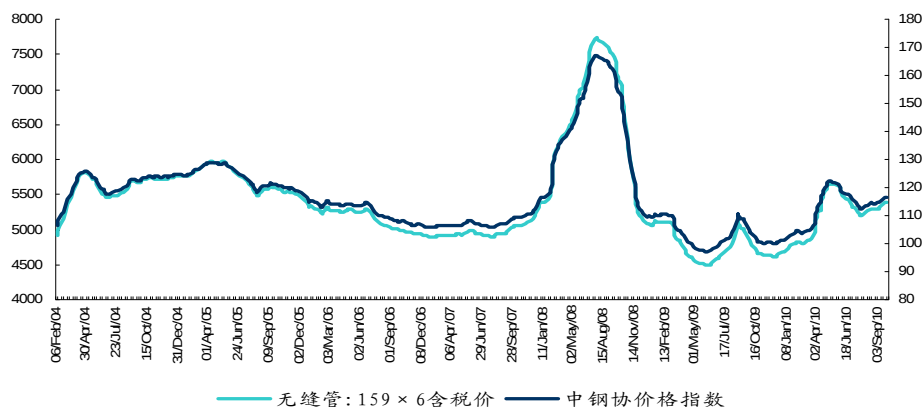
金洲管道利润表简化	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
营业收入	4.26	6.33	6.53	5.96	4.83	6.22	7.05
营业成本	3.66	5.70	5.91	5.45	4.29	5.62	6.58
营业利润	0.26	0.30	0.26	0.33	0.25	0.27	0.16
营业外收入	0.01	0.03	0.00	0.05	0.01	0.01	0.01
营业外支出	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00
销售费用	0.15	0.16	0.24	0.01	0.12	0.14	0.12
管理费用	0.14	0.12	0.09	0.07	0.10	0.12	0.09
财务费用	0.06	0.07	0.05	0.06	0.04	0.06	0.02
资产减值损失	0.00	0.03	-0.04	0.02	0.01	0.02	0.01
投资净收益	0.01	0.08	0.00	0.00	0.00	0.01	-0.06
归属于母公司所有者净利润	0.21	0.28	0.22	0.31	0.21	0.23	0.13
总股本	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000	13,350
相应 EPS	0.21	0.28	0.22	0.31	0.21	0.23	0.10

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，销售价格的下落是公司 3 季度业绩下滑的主要原因

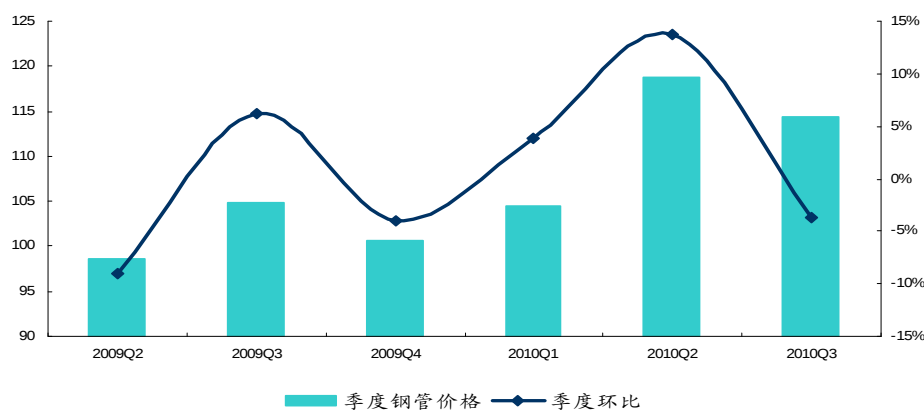
我们认为，3 季度国内市场钢管的价格处于较为低迷的状态所导致的公司销售均价的下降是导致公司 3 季度业绩下滑的主要原因。从季度均价来看，3 季度环比 2 季度小幅下滑约为 5%。

图 3：无缝钢管价格在 3 季度整体较为低迷



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

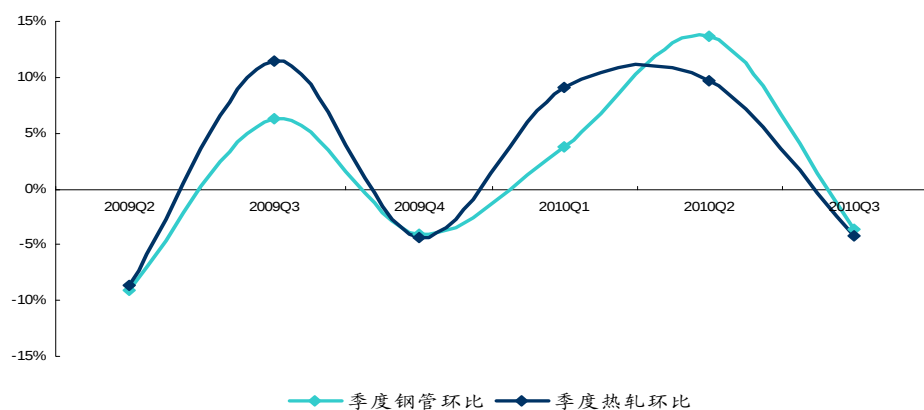
图 4：3 季度无缝钢管价格环比 2 季度小幅下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

除价格下降之外，成本压力也是公司业绩下滑的另一个主要原因。公司主要原材料为热轧钢带与锌锭，虽然热轧钢带市场价在 3 季度也有所下滑，但锌价在 3 季度有所上涨为公司带来的一定的成本压力。

图 5：3 季度热轧板价格也小幅下降，降幅与钢管趋于一致



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

图 6：3 季度锌价有所上涨

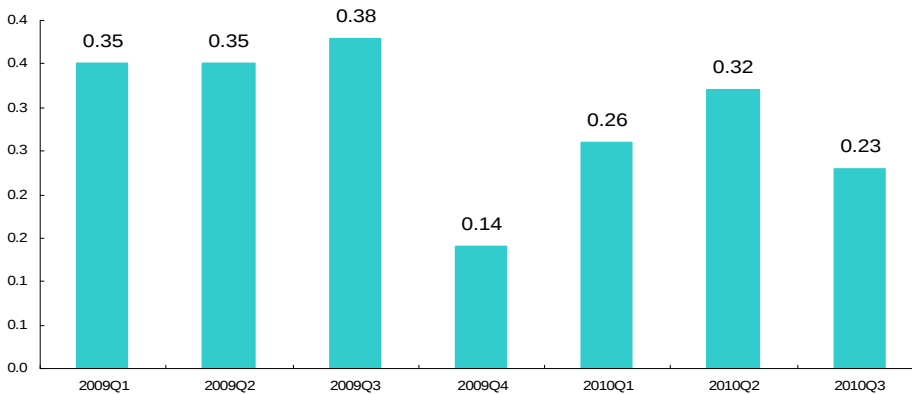


资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第三，3 季度费用率有所下降，库存水平维持平稳

从费用水平来看，3 季度有了较为明显的下滑。

图 7：3 季度费用水平有所下降



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

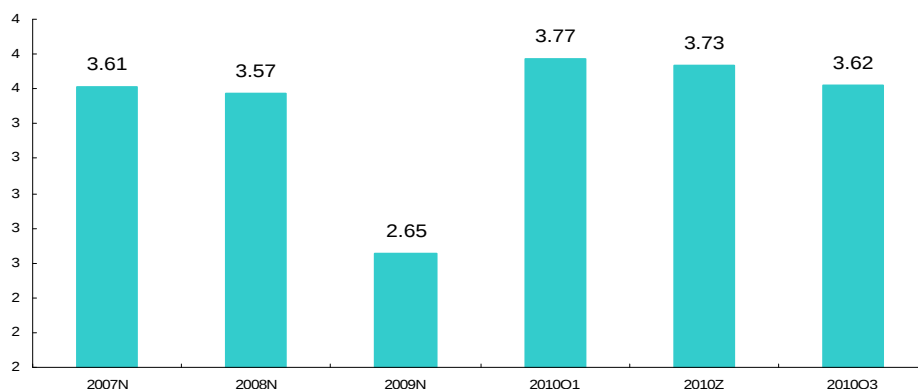
表 2：3 季度公司费用率有了一定下滑

金洲管道利润表简化	营业收入	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率
2009Q1	4.26	0.15	3.52%	0.14	3.29%	0.06	1.41%
2009Q2	6.33	0.16	2.53%	0.12	1.90%	0.07	1.11%
2009Q3	6.53	0.24	3.68%	0.09	1.38%	0.05	0.77%
2009Q4	5.96	0.01	0.17%	0.07	1.17%	0.06	1.01%
2010Q1	4.83	0.12	2.48%	0.10	2.07%	0.04	0.83%
2010Q2	6.22	0.14	2.25%	0.12	1.93%	0.06	0.96%
2010Q3	7.05	0.12	1.70%	0.09	1.28%	0.02	0.28%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而从库存来看，3 季度环比基本维持平稳。

图 8：库存水平小幅下降，但基本维持平稳



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，期待募投项目放量及品种结构调整提升长期盈利能力

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 3：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

短期产量的增长主要来自现有产能的继续释放，而长期来看在现有产能释放的同时，20 万吨募投项目的逐步达产是主要的增长点。

20 万吨高等级石油天然气输送管建设期 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 4：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

产量增长的同时，品种结构的调整是公司盈利能力增长的另一个动力。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 5：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

第五，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.67 和 1.00 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	2584	3080	3543	货币资金	258	258	308	354
营业成本	2072	2342	2740	3104	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	236	242	339	439	应收账款	162	183	218	251
% 营业收入	10.2%	9.4%	11.0%	12.4%	存货	265	301	352	398
营业税金及附加	7	8	9	11	预付账款	94	105	123	139
% 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	62	74	85	流动资产合计	819	891	1053	1203
% 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	47	55	64	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	110	110	110
财务费用	24	18	17	16	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.7%	0.6%	0.4%	固定资产合计	175	219	252	276
资产减值损失	1	2	3	3	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	0	0	0	递延所得税资产	4	0	1	1
营业利润	115	106	180	261	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	4.1%	5.9%	7.4%	资产总计	1148	1258	1452	1625
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	291	286	285	222
利润总额	121	106	180	261	应付款项	197	222	260	294
% 营业收入	5.3%	4.1%	5.9%	7.4%	预收账款	84	93	111	128
所得税费用	18	16	45	65	应付职工薪酬	11	14	16	19
净利润	103	90	135	196	应交税费	16	15	34	48
归属于母公司所有者的净利润	102.0	89.3	134.0	193.9	其他流动负债	12	15	17	19
少数股东损益	1	1	1	2	流动负债合计	611	644	724	729
EPS (元/股)	0.76	0.67	1.00	1.45	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	102	148	210	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	744	824	829
收回现金					归属于母公司	432	508	622	786
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	7	9
固定资产投资	-34	-66	-61	-55	股东权益	437	514	629	795
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	1148	1258	1452	1625
投资活动现金流净额	-41	-66	-61	-55	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.764	0.669	1.003	1.453
银行贷款增加 (减少)	26	-5	0	-64	BVPS	4.32	5.08	4.66	5.89
筹资成本	56	-31	-37	-45	PE	29.30	33.46	22.30	15.41
其他	-112	0	0	0	PEG	1.23	1.40	0.93	0.64
筹资活动现金流净额	-31	-36	-38	-108	PB	5.18	4.41	4.81	3.80
现金净流量	54	0	50	46	EV/EBITDA	19.47	21.06	13.52	9.53
					ROE	23.6%	17.6%	21.6%	24.7%

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。