

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

执业证书编号: S0490510120022

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

重大合同签订, 需求恢复叠加产能扩张提升盈利

事件描述

金洲管道今日发布公告, 公司下属全资子公司浙江金洲管道工业有限公司与中国石油技术开发公司就中缅油气管道用钢管的合同数量和相关合同条款签订正式合同。合同的履行期限为 2011 年-2012 年。

事件评论

第一, 合同金额 2.54 亿元, 标的为螺旋埋弧焊防腐钢管, 大合同的签订反映下游需求可能开始启动

合同签订的买方为中国石油技术开发公司, 总金额为 2.54 亿元, 供货时间为 2011 年下半年—2012 年上半年。

合同的标的为: 中缅原油管道工程(缅甸段)、中缅天然气管道工程(缅甸段)线路用螺旋埋弧焊防腐钢管。“中缅天然气管线”和“中缅原油管线”均起于缅甸, 从云南瑞丽进入中国。

从之前公告的会议纪要来看, 本次合同螺旋焊管的数量为 35454 吨, 其中原油管线钢管 17454 吨, 天然气管线钢管 18000 吨。

此次钢管的销售价格为原料钢材价格加上加工费用来计算, 同时上述钢管均需防腐处理, 普通级防腐费用为 76 元/平米, 加强级防腐费用为 85 元/平米, 内涂层费用为 27 元/平米。目前中国石油技术开发公司尚未确定防腐加工企业, 本公司的控股子公司浙江金洲华龙石油钢管防腐有限公司有可能获得上述项目钢管防腐加工业务。

结合我们之前的判断来看, “十二五”规划的开始将会使得国内对油气输送的需求逐步启动, 因此也会拉动公司产品需求上升。从 2009 与 2010 年的数据来看, 本次合同的签订可能反映了下游需求正在逐步处于恢复之中。

表 1: 过去 3 年中国石油技术开发公司与金洲管道的购销金额统计

中国石油技术开发公司与金洲管道的购销金额(万元)	2008	2009	2010	本次合同
销售金额	56,817	19,254	33	25,429
占公司销售收入的比例	18.48%	8.34%	0.02%	

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第二, 盈利的提升依赖产能增长与品种结构调整

公司现有产品主要包括两大类: 一类是民用饮用水及消防燃气为主的镀锌管与钢塑复合管, 另一类是以油气运输为主的能源管线。

- ✓ 镀锌管: 现有产能 30 万吨, 为提高产品防腐性能, 公司主要通过采购普通热轧薄板进行焊接后整体镀锌完成。子公司金洲华龙石油钢管防腐有限公司在防腐方面的技术积累较为成熟;

- ✓ 钢塑复合管：现有产能 6 万吨，目前年产量保持在 4-5 万吨，毛利维持 20% 左右。由于集中了钢管的强度与塑料的环保优势，钢塑复合管在未来的增长主要依赖于国内消费升级所带来的替代效应。钢塑复合管的技术难点在于 1、因为复合材料所带来的材料之间的粘合问题，2、因为特殊结构使得接口复杂而因此导致的安装问题。由于目前为盈利最好的品种，公司有意向扩大产能，但目前还没有具体规划；
- ✓ 螺旋焊管：现有产能 20 万吨，近两年公司螺旋焊管年产量 12-14 万吨左右，主要用于大口径油气输送。12 万吨螺旋焊管募投项目主要是抗压及强度更强的 X80 管，投产后将提升螺旋焊管的整体盈利能力；

目前钢塑复合管与镀锌管的需求较好，基本维持满产状态，近期合同的签订将有利于产能的进一步释放。

表 2：当前主要产品为镀锌管、螺旋焊管和钢塑复合管

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：公司资料，长江证券研究部

短期来看，产能的增加主要来自以下两个方面：

- ✓ 随着工艺积累的成熟与稳定，公司产能存在一个自然的小幅增长空间；
- ✓ 募投项目中的 8 万吨直缝焊管目前已经投产，正处于市场推广阶段，预计 2010 年可贡献部分产量，2011 年产能有望进一步释放；

长期来看，产能增加主要来自 20 万吨募投项目的逐步达产，当然后期公司可能还会根据市场情况安排后续的产能规划，不排除会有进一步扩大产能的计划。

表 3：20 万吨募投项目是未来主要产能增长点

20 万吨募投项目	直缝焊管	螺旋焊管
投产时间	已投产	预计 2011 年底
规格	小品种，219mm 以下	X80，抗压大，强度高
产能	8 万吨	12 万吨

资料来源：公司资料，长江证券研究部

在产量增长的同时，品种结构的调整有利于整体盈利水平的进一步提升。

从目前公司分产品盈利统计来看，钢塑复合管强于螺旋焊管，螺旋焊管强于镀锌管。公司未来盈利能力的提升，一方面源于现有产能品种之间的结构调整，另一方面募投项目因技术含量更高在投产后可进一步提升盈利能力。

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

第三, 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.67 元和 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	29.54	33.73	22.48	15.53
其他	-112	0	0	0	PEG	1.24	1.41	0.94	0.65
筹资活动现金流净额	-31	-36	-38	-108	PB	5.23	4.44	4.85	3.83
现金净流量	54	0	50	46	EV/EBITDA	19.62	21.22	13.63	9.61
					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。

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。