

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

现金增资钢管公司扩大产能完善结构, 静待行业回暖

事件描述

金洲管道今日发布对外投资意向公告, 公司计划以现金增资等方式控股张家港珠江钢管有限公司。

事件评论

第一, 公司计划现金增资的方式收购张家港珠江钢管公司 51% 股权, 该公司拥有 10 万吨油气管产能

金洲管道于 6 月 26 日与沙钢南亚 (香港) 贸易有限公司签署《关于组建合资管道公司的意向书》, 拟共同投资张家港珠江钢管有限公司。公司将以现金增资等方式控股张家港珠江钢管有限公司, 该公司目前有一条年产 10 万吨的石油天然气输送 JCOE 生产线。

张家港珠江钢管有限公司由英国富成有限公司 (沙钢集团境外子公司) 2007 年在张家港投资 100 万吨焊接钢管产能项目而设立的钢管生产企业, 位于长江三角洲的中心腹地——江苏省张家港市江苏扬子江国际冶金工业园内。

珠江钢管公司焊接管生产基地项目计划总投资 2 亿美元, 占地面积 620 亩。目前, 珠江钢管现已建成一条 JCOE 工艺大口径直缝双面埋弧焊钢管生产线, 并于 2009 年 9 月初顺利投产, 该生产线采用先进的装备和成熟的工艺, 产品主要有石油天然气长输管线用管和结构及低压流体输送用管。

- ✓ 公司直缝埋弧焊管生产线与沙钢集团沙钢 5m 宽厚板生产线在同一座厂房内, 大幅度节省了钢板的运输费用, 可实现从钢铁冶炼到钢板轧制再到焊管制造的全过程质量一贯制管理, 并能大大缩短钢管交货期;
- ✓ 张家港珠江钢管有限公司拥有自备 5 万吨级长江码头, 码头具备对外开放的资质, 通过水路运输可大幅度节省钢管的运输费用。

表 1: 珠江钢管的主要产品为石油天然气长输管线用管和结构及低压流体输送用管

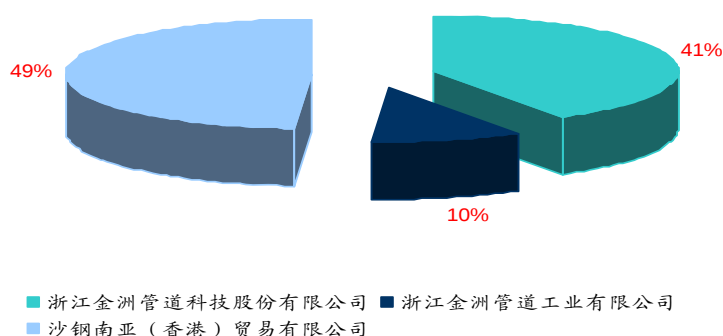
主要产品	材质	直径	壁厚	长度	标准	用途
石油天然气长输管线用管	API 5L (A、B、X42-X80)	Φ406mm-Φ1626mm (16"-64")	6.4mm-54mm (1/4"-2 1/8")	3.0m-12.3m	API 5L、GB/T9711、ISO3183 etc.	用于陆上、海底石油天然气管线等各种重要石油天然气输送管线。
	Q215-345、Grade A-E、Grade 1-3、STK290-540	Φ406mm-Φ1626mm (16"-64")	6.4mm-54mm (1/4"-2 1/8")	3.0m-12.3m	GB/T3091、ASTM A139、ASTM A252、JIS G3444 etc.	低压流体输送管道、各种受力及承压结构件及其它用途。

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

此次合作的各方主要有：沙钢南亚（香港）贸易有限公司、浙江金洲管道科技股份有限公司及公司的全资子公司浙江金洲管道工业有限公司。

根据协议，此次合作的步骤主要有两步：1、张家港珠江钢管有限公司先进行分立，剥离非核心资产，优化管道资产质量。分立后标的公司的主要资产和设备为年产 10 万吨石油天然气输送用 JCOE 生产线及其相关附属、配套设备设施等；2、公司将以现金增资等方式持有标的公司 41% 股权，浙江金洲管道工业有限公司以现金增资等方式持有标的公司 10% 股权，沙钢南亚（香港）贸易有限公司持有标的公司 49% 股权；公司合计对该公司持股比例为 51%。

图 1：张家港珠江钢管有限公司增资后的股权结构比例



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，增资钢管公司扩大产能，并完善产品结构

目前石油天然气输送用钢管主要为 SSAW、ERW、JCOE 三大类产品，公司已有 SSAW、ERW 生产线，但没有 JCOE 生产线，控股标的公司后，公司在产能扩大的同时，将拥有较为完备的油气输送用焊管生产线，有利于进一步增强企业综合竞争力。

假定公司可顺利实现此次收购，我们结合公司现有螺旋焊管的数据进行简单盈利预测来看：

- ✓ 2010 年金洲管道螺旋焊管毛利率为 14.44%，据此假定 JCOE 油气管 2011 年毛利率 15% 较为合理；
- ✓ 2010 年公司螺旋焊管销售均价约为 4791 元/吨，保守假定 JCOE 油气管 2011 年均价 4800 元/吨；

表 2：金洲管道螺旋焊管 2010 年毛利率约为 14.44%

主营产品毛利 率统计	毛利率			收入占比		
	镀锌管	螺旋管	钢塑管	镀锌管	螺旋管	钢塑管
2007N	4.56%	11.52%	13.30%	59.42%	20.58%	7.04%
2008N	8.09%	9.38%	13.45%	43.92%	42.19%	6.90%
2009N	6.23%	12.43%	22.92%	51.38%	30.09%	10.47%
2010Z	6.27%	16.39%	19.12%	59.59%	20.80%	9.88%
2010N	5.03%	14.44%	14.87%	59.65%	22.35%	9.59%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

则简单测算来看，如果完成此次收购，则可贡献的业绩将达到约 0.11 元，不过实际经营过程中，如果单位产品销售均价、毛利率高于预测值或实际税率低于 25%，则实际业绩贡献有可能超过这一预测值。

表 3：假定完成收购，则对应业绩贡献的简单测算如下

10 万吨油气管业绩贡献预测	毛利率 10%	毛利率 15%	毛利率 15%
----------------	---------	---------	---------

毛利率/销售均价	4200	4500	4800	5200	4200	4500	4800	5200	4200	4500	4800	5200
毛利率	10%	10%	10%	10%	15%	15%	15%	15%	20%	20%	20%	20%
三项费用率	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
税后净利润	0.16	0.17	0.18	0.20	0.32	0.34	0.36	0.39	0.47	0.51	0.54	0.59
控股比例	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
折算后净利润	0.08	0.09	0.09	0.10	0.16	0.17	0.18	0.20	0.24	0.26	0.28	0.30
总股本	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74
对应 EPS	0.05	0.05	0.05	0.06	0.09	0.10	0.11	0.11	0.14	0.15	0.16	0.17

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，现有产能合计 64 万吨，完成增资后将扩大 10 万吨产能，长期等待 12 万吨螺旋焊管项目投产

公司目前产能主要包括两大类：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。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；
- ✓ 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。

表 4：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）	销量（万吨）	销售均价（元/吨）
镀锌管	2007 年	30	29.66	5,104
	2008 年	30	23.16	5,831
	2009 年	30	29.22	4,059
	2010 年	30	32.97	4,623
螺旋焊管	2007 年	20	12.89	4,068
	2008 年	20	20.91	6,203
	2009 年	20	12.6	5,512
	2010 年	20	11.91	4,791
钢塑复合管	2007 年	4	2.92	6,144
	2008 年	4	3.2	6,628
	2009 年	6	4.28	5,644
	2010 年	6	4.22	5,798

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司原有产能达 56 万吨，在募投项目中 8 万吨直缝焊管项目投产后目前产能扩大为 64 万吨，如果此次增资顺利完成，则公司产能有望进一步扩大至 74 万吨。长远来看，产能进一步增长的动力主要来自募投项目中 12 万吨螺旋焊管项目的投产。

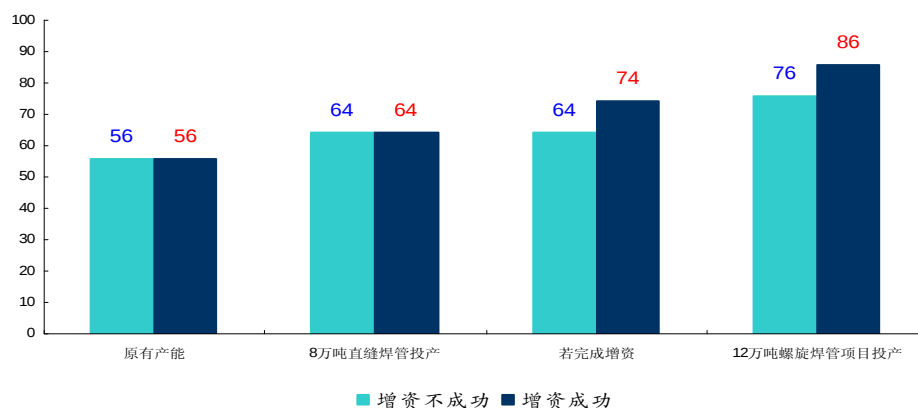
表 5：募投项目中 12 万吨螺旋焊管项目是未来主要产能增长点

20 万吨募投项目	直缝焊管	螺旋焊管
-----------	------	------

投产时间	2010 年 8 月	预计 2012 年
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

图 2: 公司后期产能进一步扩大的路径描述



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

在公司产能逐步扩大的同时, 如果“十二五”期间钢管行业出现有效复苏, 公司业绩将具备较大的弹性。

第四, 维持“谨慎推荐”评级

由于此次增资还仅处于意向阶段, 我们暂不考虑其对业绩的影响, 继续维持之前的业绩预测。考虑转增后的股本, 预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.57 元和 0.76 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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2555	2854	3512	3965	货币资金	782	285	351	397
营业成本	2342	2615	3201	3568	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	214	238	311	398	应收账款	217	246	303	342
% 营业收入	8.4%	8.4%	8.9%	10.0%	存货	355	394	482	537
营业税金及附加	3	4	4	5	预付账款	169	188	230	257
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	2	2	2	3
销售费用	57	63	77	87	流动资产合计	1543	1135	1393	1562
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	42	46	56	63	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	长期股权投资	113	113	113	113
财务费用	12	9	16	31	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.3%	0.5%	0.8%	固定资产合计	177	575	959	1224
资产减值损失	3	0	0	0	无形资产	40	38	36	34
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	0	0
营业利润	88	118	157	212	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	3.4%	4.1%	4.5%	5.3%	资产总计	1875	1860	2499	2932
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	259	117	552	771
利润总额	89	118	157	212	应付款项	282	315	385	429
% 营业收入	3.5%	4.1%	4.5%	5.3%	预收账款	42	46	56	63
所得税费用	15	18	24	32	应付职工薪酬	8	8	10	11
净利润	74	100	134	180	应交税费	12	14	19	25
归属于母公司所有者					其他流动负债	12	14	17	19
的净利润	73.1	98.6	131.8	177.1	流动负债合计	614	513	1039	1318
少数股东损益	1	2	2	3	长期借款	38	38	38	38
EPS（元/股）	0.42	0.57	0.76	1.02	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-30	97	102	223	负债合计	652	551	1077	1356
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1217	1301	1413	1563
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	6	7	9	12
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1223	1308	1422	1576
固定资产投资	-23	-429	-435	-340	负债及股东权益	1875	1860	2499	2932
其他	-3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-25	-429	-435	-340		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.421	0.568	0.759	1.021
股权融资	722	0	0	0	BVPS	9.12	9.74	10.58	11.71
银行贷款增加（减少）	-94	-142	435	219	PE	31.88	23.63	17.68	13.15
筹资成本	24	-23	-36	-57	PEG	0.93	0.69	0.51	0.38
其他	-61	0	0	0	PB	1.47	1.38	1.27	1.15
筹资活动现金流净额	590	-165	399	162	EV/EBITDA	15.23	13.90	11.33	8.60
现金净流量	535	-497	66	45	ROE	6.0%	7.6%	9.3%	11.3%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。