

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

等待行业复苏，产能扩张将放大景气

事件描述

金洲管道跟踪研究报告。

事件评论

第一，现有产能维持稳定，远期产能增加来自募投项目及沙钢收购项目

公司原有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。

镀锌管盈利能力较低，基本以提供现金流周转为主，随着自身工艺的积累与完善，公司产能有望自然小幅增长。镀锌管盈利能力的偏低一方面与贸易商的经营模式有关，另一方面原料的要求比较低也使得市场准入壁垒不高，市场竞争格局相对激烈。

- ✓ **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。其技术难点在于 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。

民用的镀锌管与钢塑复合管因其下游需求用户分散，公司经营主要采取以经销商模式为主。

- ✓ **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；
- ✓ **直缝焊管**：现有产能 8 万吨，该项目是募投项目中的第一期，基本以小品种 219mm 以下规格为主；

以油气输送为主的能源管线，经营模式主要采取订单方式。

表 1：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

后期公司产能的增加，一方面来自于随着工艺的积累与完善公司产能的自然增长，另一方面主要等待沙钢收购项目与 12 万吨螺旋焊管募投项目的完成；

- ✓ **12 万吨螺旋焊管募投项目：**产品规格以 X80 为主，具备更强的强度及抗压能力，投产后可提升螺旋焊管的整体盈利能力；

表 2：募投项目中 12 万吨螺旋焊管项目是未来主要产能增长点

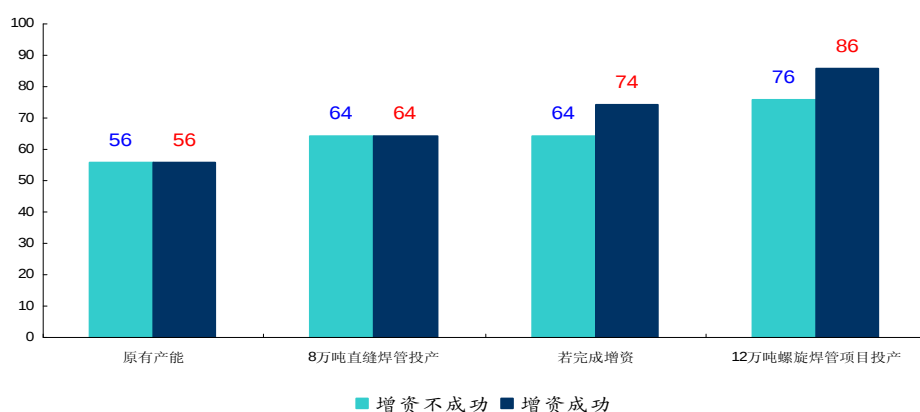
20 万吨募投项目	直缝焊管	螺旋焊管
投产时间	2010 年 8 月	预计 2012 年
规格	小品种，219mm 以下	X80，抗压大，强度高
产能	8 万吨	12 万吨

资料来源：公司资料，长江证券研究部

- ✓ 沙钢收购项目，可增加 10 万吨 JCOE 管道产能：6 月 26 日公司与沙钢南亚（香港）贸易有限公司签署《关于组建合资管道公司的意向书》，拟共同投资张家港株江钢管有限公司。公司将以现金增资等方式控股张家港株江钢管有限公司，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。

该收购项目目前正在稳步进行之中，预计收购进展可于近期有较大幅度的推进。

图 1：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

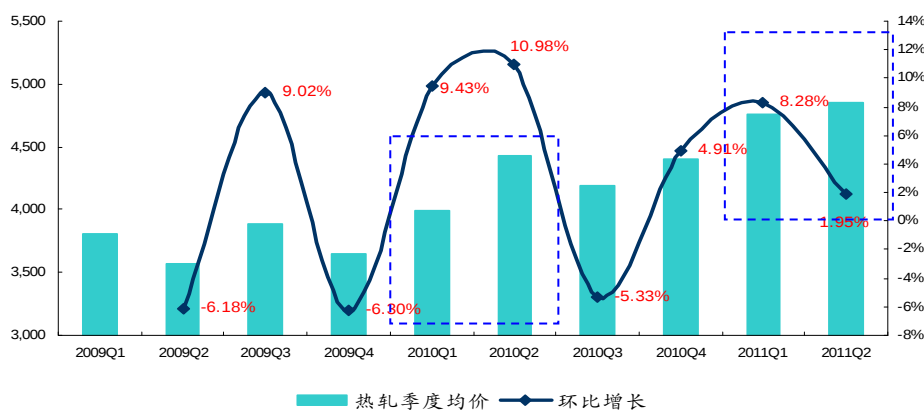
第二，上半年盈利能力处于阶段性低点，预计下半年相比上半年环比恢复

从公司近期公布的半年报来看，2 季度毛利率与营业利润环比都有一定幅度的下降：

- ✓ 原料价格大幅上涨，主要包括钢板价格上涨与劳务成本增加；

公司主要原料为热轧板，从上半年均价来看，同比去年同期水平有较大幅度的明显增长。

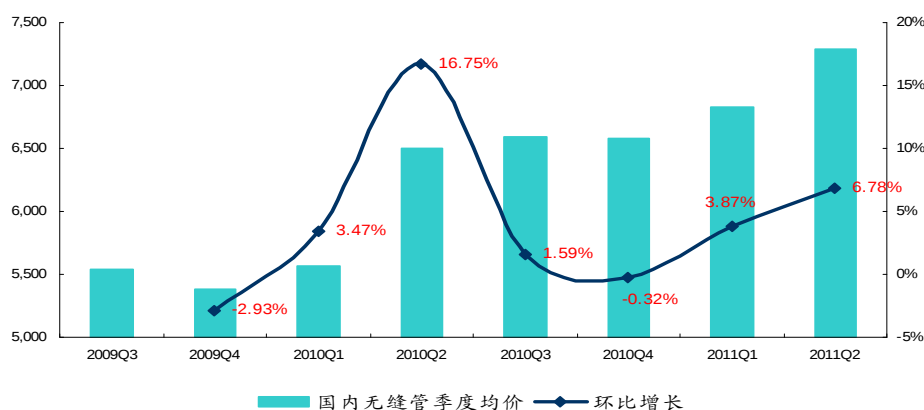
图 2：上半年国内热轧均价同比有较大幅度的增加



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

✓ 市场竞争激烈，上半年价格虽有小幅上涨，但由于成本端压力较重，部分盈利被成本所侵蚀；

图 3：国内钢管价格上半年同比略有增长



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

此外，公司燃气管道的经营模式使得订单交付难以连续，部分订单可能并未在 2 季度交付制约了整体盈利能力。而上半年投资收益的为负，主要源于中海金洲盈利能力下滑：1、中海金洲危机前以出口为主要导向，出口占比超过 70%，在 2008 年经济危机后，出口受较大影响而转内销，承受国内更加激烈的竞争环境；2、中海金洲出口的受制除了国际需求的放缓，也受到国外“双反”的影响；3、国内中海油的需求成为中海金洲需求的重要弥补部分，由于“十二五”需求尚未完全启动，当前受到一定的负面影响。

表 3：上半年盈利能力下降，预计下半年环比可有所恢复

金洲管道利润简表	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	4.83	6.22	7.05	7.45	5.41	7.70
毛利率	11.18%	9.65%	6.67%	7.11%	6.84%	5.22%
主营利润	0.54	0.60	0.47	0.53	0.37	0.40
三项费用率	5.38%	5.14%	3.26%	3.97%	3.17%	3.01%
销售费用	0.12	0.14	0.12	0.19	0.07	0.13
管理费用	0.10	0.12	0.09	0.11	0.10	0.09

财务费用	0.04	0.06	0.02	0.00	0.00	0.02
期间费用	0.26	0.32	0.23	0.30	0.17	0.23
营业税金及附加	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
投资净收益	0.00	0.01	-0.06	-0.04	-0.04	-0.03
资产减值损失	0.01	0.02	0.01	-0.01	-0.01	0.00
营业利润	0.25	0.27	0.15	0.21	0.16	0.13
营业外收入	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.08
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
利润总额	0.25	0.27	0.16	0.21	0.16	0.20
所得税费用	0.05	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03
归属于母公司净利润	0.21	0.23	0.13	0.16	0.13	0.16
净利率	4.35%	3.86%	1.84%	2.17%	2.40%	2.12%
存货	3.77	3.73	3.62	3.55	4.58	5.10
最新股本	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74	1.74
每股收益	0.12	0.13	0.07	0.09	0.07	0.09

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而分产品数据来看，镀锌管、螺旋焊管以及钢塑复合管盈利能力都有了较大幅度的下降：

✓ 镀锌管盈利能力较弱，以走量维持现金流为主；

1、上半年镀锌管毛利率仅 3 个点，达到最低水平，主要源于市场竞争加剧所致，预计下半年有所恢复；2、原料要求比较低，市场准入壁垒较低；3、经销商的经营模式使得部分利润转移到中间贸易商；4、经营回款容易，虽盈利能力较弱，但可用于维持现金流，故后期产能还有可能会有小幅增加；

✓ 油气管道短期盈利能力下滑源于阶段性需求断层，后期预计有所恢复；

1、上半年油气管道盈利能力也有所下滑，主要源于阶段性需求断层。由于“十一五”项目均已停止，而“十二五”项目均尚未全面启动，故行业内大多数公司目前均有部分闲置产能，使得国内竞争格局加剧；2、“双反”的影响使得部分出口订单转内销，进一步加剧国内竞争；3、招标的接单模式，使得竞争由以往的技术工艺竞争直接转为价格成本竞争，恶化了竞争环境。

表 4：上半年各项产品毛利率均有所下滑

主要产品 毛利率	毛利率			收入占比		
	镀锌管	螺旋焊管	钢塑复合管	镀锌管	螺旋焊管	钢塑复合管
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%	22.37%	9.59%
2011Z	3.02%	8.16%	10.83%	63.28%	17.81%	9.31%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

不过综合考虑，公司下半年盈利能力有望环比上半年有一定程度的恢复：1、随着“十二五”需求的逐步启动，下半年市场需求有望有所恢复；2、部分订单的交付可能会在下半年发生而使得公司利润环比增加；3、从需求的角度看，历年下半年环比上半年本来就存在季节性恢复的动力。

第三，等待行业复苏，产能扩张将放大盈利景气

公司现有产能基本维持稳定，盈利能力的恢复需等待行业复苏，随着“十二五”需求的逐步启动，我们预计钢管行业的复苏趋势较为确定，公司低谷复苏的可能性较大，尤其是在当前业绩处于较低水平的情况下。

从近期公司签订的大订单来看，也可反映行业需求逐步启动的端倪，随着需求端的逐步恢复，预计公司后期订单情况可稳步回升。

公司全资子公司浙江金洲管道工业有限公司 8 月 26 日收到北京国网富达科技发展有限责任公司下达的通知书，通知管道工业成为皖电东送钢管塔用直缝焊管供应商之一：

- ✓ 皖电东送工程为淮南-上海 1000KV 特高压输电线工程，管道工业拟签订合同供应 Φ 219 以下直缝焊管合计 45004 吨；
- ✓ 计划交货期为 2011 年 11 月~2012 年 3 月，对应销售收入约为 2.74 亿元。不过由于具体合同条款尚未确定，具体合同内容仍存在一定不确定性。

第四，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.32 元和 0.49 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	3234	3746	4166	货币资金	782	323	375	417
营业成本	2342	3029	3473	3827	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	214	204	272	340	应收账款	217	279	323	359
% 营业收入	8.4%	6.3%	7.3%	8.2%	存货	355	456	523	576
营业税金及附加	3	4	5	5	预付账款	169	218	250	275
% 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	71	82	92	流动资产合计	1543	1300	1498	1659
% 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	52	60	67	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	12	23	39	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.4%	0.6%	0.9%	固定资产合计	177	579	965	1231
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	66	103	137	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	3.4%	2.0%	2.7%	3.3%	资产总计	1875	2029	2611	3036
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	259	270	708	978
利润总额	89	66	103	137	应付款项	282	364	418	460
% 营业收入	3.5%	2.0%	2.7%	3.3%	预收账款	42	52	60	67
所得税费用	15	10	15	21	应付职工薪酬	8	9	10	11
净利润	74	56	87	117	应交税费	12	9	14	18
归属于母公司所有者					其他流动负债	12	16	18	20
的净利润	73.1	54.8	85.8	115.0	流动负债合计	614	721	1228	1554
少数股东损益	1	1	1	2	长期借款	38	38	38	38
EPS（元/股）	0.42	0.32	0.49	0.66	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	-18	86	170	负债合计	652	759	1266	1592
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1217	1264	1337	1434
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	8	10
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1223	1270	1345	1444
固定资产投资	-23	-432	-437	-342	负债及股东权益	1875	2029	2611	3036
其他	-3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-25	-432	-437	-342		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.421	0.316	0.494	0.663
股权融资	722	0	0	0	BVPS	9.12	9.47	10.01	10.74
银行贷款增加（减少）	-94	11	438	269	PE	30.81	41.04	26.23	19.58
筹资成本	24	-20	-36	-56	PEG	1.89	2.51	1.61	1.20
其他	-61	0	0	0	PB	1.42	1.37	1.30	1.21
筹资活动现金流净额	590	-9	403	213	EV/EBITDA	14.58	20.44	14.66	11.27
现金净流量	535	-459	51	42	ROE	6.0%	4.3%	6.4%	8.0%

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。