

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

乘“十二五”之风，加速产能释放与结构调整

事件描述

金洲管道跟踪研究报告。

事件评论

第一，行业逐步走出低谷，短期公司盈利受益市场需求复苏而有所恢复

公司产品结构主要包括两大类：1、民用饮用水及消防燃气为主的镀锌管与钢塑复合管；2、以油气运输为主的能源管线，包括螺旋焊管与直缝焊管。

- ✓ 镀锌管：现有产能 35 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。公司镀锌管工艺较为稳定成熟，由于市场竞争激烈，毛利率维持在较低的水平，主要以提供现金流周转为主，不过随着市场竞争秩序的有序恢复，其盈利能力也存在自然回归的动力；
- ✓ 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。公司作为国内钢塑复合管最早的发明厂家之一，在工艺与技术积累方面有着不可比拟的绝对优势，盈利能力近几年的下滑主要受市场竞争加剧以及成本压力上升有关；
- ✓ 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，产能未能完全释放主要受“十一五”规划末期部分大项目开工有所放缓或推迟有关。产品规格以 219mm 以上为主，最高可生产 X80 品种。新上的 12 万吨螺旋焊管募投项目产品抗压及强度更强，包括 X80 管、X100 管等，投产后将整体上改变公司螺旋焊管的品种结构，提升整体盈利能力；
- ✓ 直缝焊管：现有产能 8 万吨，该项目为募投项目之一，已于 2010 年 8 月投产，品种规格以 219mm 以下，有效弥补螺旋焊管品种结构，全面覆盖各个口径及规格的品种。

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

钢塑复合管	2008 年	20	20.91	6,203
	2009 年	20	12.6	5,512
	2010 年	20	11.91	4,791
	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

表 2：8 万吨直缝焊管项目已经投产

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

相比来看，以民用饮用水及消防燃气为主的镀锌管与钢塑复合管需求较为平稳，受益于公司独特的技术优势与持续的工艺积累，公司该两项产品订单相对较为稳定，在过去一直都能维持满产。而以油气输送为主的螺旋焊管与直缝焊管则受市场需求的波动影响较大。受需求波动以及“十一五”规划期末部分项目延缓的影响，公司螺旋焊管在过去两年一直都未能维持满产状态。

公司盈利能力正在从 2 季度的历史低位逐步恢复，由于行业和公司层面都有积极的因素，我们预计公司盈利能力的提升有望持续：1、“十二五”需求的逐步启动，使得螺旋焊管需求有所启动，订单逐步恢复。这一方面可提升螺旋焊管单品的毛利率，另一方面作为盈利能力较强的品种，高毛利品种占比的增加使得公司盈利能力整体抬升；2、镀锌管与钢塑复合管历来订单充足，盈利能力的下滑主要受成本压力上升叠加市场竞争格局恶化的影响，随着短期市场竞争秩序的恢复与长期需求升级的带动，其盈利能力也存在自然回归的动力。

图 1：3 季度毛利率环比 2 季度改善明显，盈利能力底部复苏



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 3：营业收入增长和毛利率改善带动净利润环比有所改善

金洲管道利润简表	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	4.83	6.22	7.05	7.45	5.41	7.70	8.75
毛利率	11.18%	9.65%	6.67%	7.11%	6.84%	5.22%	8.08%
主营利润	0.54	0.60	0.47	0.53	0.37	0.40	0.71

三项费用率	5.38%	5.14%	3.26%	3.97%	3.17%	3.01%	4.47%
销售费用	0.12	0.14	0.12	0.19	0.07	0.13	0.25
管理费用	0.10	0.12	0.09	0.11	0.10	0.09	0.12
财务费用	0.04	0.06	0.02	0.00	0.00	0.02	0.03
期间费用	0.26	0.32	0.23	0.30	0.17	0.23	0.39
营业税金及附加	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
投资净收益	0.00	0.01	-0.06	-0.04	-0.04	-0.03	-0.02
资产减值损失	0.01	0.02	0.01	-0.01	-0.01	-0.04	0.04
营业利润	0.25	0.27	0.15	0.21	0.16	0.13	0.25
营业外收入	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.08	0.00
营业外支出	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01
利润总额	0.25	0.27	0.16	0.21	0.16	0.20	0.24
所得税费用	0.05	0.03	0.03	0.04	0.03	0.03	0.04
归属于母公司净利润	0.21	0.23	0.13	0.16	0.13	0.16	0.20
净利率	4.35%	3.86%	1.84%	2.17%	2.40%	2.12%	2.33%
存货	3.77	3.73	3.62	3.55	4.58	5.10	6.96
最新股本	1.74	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	0.12

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

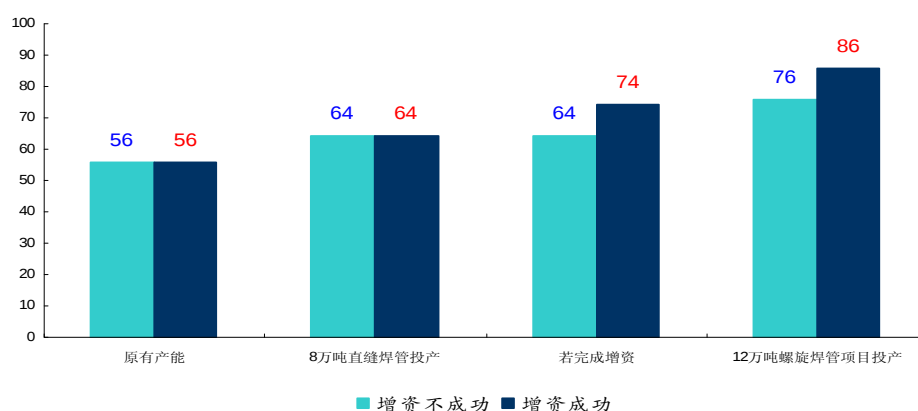
第二，行业需求的启动引领公司中长期成长

中长期来看，公司自身的几个特点将使得其能够放大行业景气而明显受益：

- ✓ 12万吨螺旋焊管项目，后期投产后将进一步扩大公司产能，同时明显受益于“十二五”期间油气管道的规划发展；
- ✓ 产能外延扩张，将迅速的提升公司产能并对现有品种结构进一步完善。

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。

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

此外，“十二五”期间需求的启动还将有利于公司现有产能的进一步释放，提升产销量的同时还利于品种结构的优化与升级。

✓ 20万吨螺旋焊管项目前两年并未完全达产，产能利用率有望受益于需求复苏而稳步提升；

✓ 8万吨直缝焊管项目产能也有望在明年得到充分释放。

公司全资子公司浙江金州管道工业有限公司 2011 年 8 月 26 日收到北京国网富达科技发展有限公司下达的通知书，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。拟签订合同供应直缝管 45004 吨，销售收入约 2.74 亿元，交货期为 2011 年 11 月~2012 年 3 月。

从交货期来看，2011 年可能有小部分订单交付，但大多数将在明年确认，将成为 2012 年公司成长的重要增量。

第三，维持“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.35 元和 0.50 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	3023	3472	3827	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	214	211	274	340	应收账款	217	279	323	359
% 营业收入	8.4%	6.5%	7.3%	8.2%	存货	355	455	522	576
营业税金及附加	3	4	5	5	预付账款	169	217	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	1299	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	38	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	72	104	138	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	3.4%	2.2%	2.8%	3.3%	资产总计	1875	2028	2611	3036
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	259	264	702	971
利润总额	89	72	104	138	应付款项	282	364	418	460
% 营业收入	3.5%	2.2%	2.8%	3.3%	预收账款	42	52	60	67
所得税费用	15	11	16	21	应付职工薪酬	8	9	10	11
净利润	74	61	89	117	应交税费	12	10	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	60.1	87.4	115.2	流动负债合计	614	715	1222	1548
少数股东损益	1	1	1	2	长期借款	38	38	38	38
EPS（元/股）	0.42	0.35	0.50	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	-11	87	170	负债合计	652	753	1260	1586
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1217	1268	1342	1440
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	1275	1351	1450
固定资产投资	-23	-432	-437	-342	负债及股东权益	1875	2028	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	0.346	0.503	0.664
股权融资	722	0	0	0	BVPS	9.12	9.50	10.06	10.79
银行贷款增加（减少）	-94	6	438	269	PE	31.69	38.54	26.50	20.09
筹资成本	24	-21	-36	-56	PEG	1.93	2.35	1.62	1.23
其他	-61	0	0	0	PB	1.46	1.40	1.33	1.24
筹资活动现金流净额	590	-15	402	214	EV/EBITDA	15.11	19.87	14.85	11.50
现金净流量	535	-459	51	42	ROE	6.0%	4.7%	6.5%	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。