

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

增资控股株江钢管，完善品种结构提升油气管道产能

事件描述

金洲管道今日发布第四届董事会第四次会议决议公告，审议通过：1、《关于使用超募资金对外进行投资的议案》。公司决定与全资子公司浙江金洲管道工业有限公司对张家港株江钢管有限公司（简称“合资公司”）进行投资，其中公司将使用超募资金 13,539.95 万元以现金增资方式折合持有合资公司 46% 的股权，浙江金洲管道工业有限公司将使用自有资金 1,471.73 万元以现金增资方式折合持有合资公司 5% 的股权，沙钢南亚（香港）贸易有限公司以评估净值 14422.99 万元折合持有合资公司 49% 的股权；2、《关于设立投资公司的议案》。公司拟自有资金设立全资子公司“浙江春申投资有限公司”（暂定名，以工商行政管理机关最终核准的名称为准），注册资本为人民币 3000 万元，经营范围为：实业投资。

事件评论

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

2011 年 6 月 26 日，金洲管道与沙钢南亚（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。

根据协议，此次合作的步骤主要有两步：1、张家港株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%。

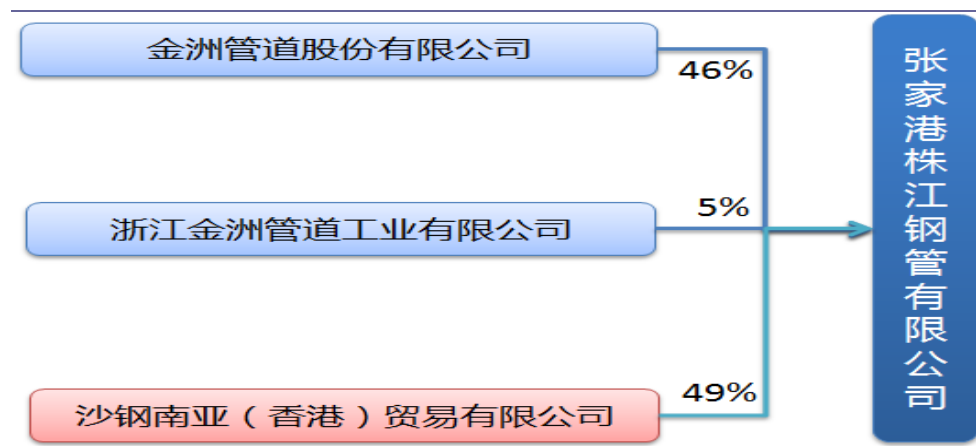
此次董事会决议的最新信息与之前方案不同之处主要有：1、公司对张家港株江钢管公司合计控股 51% 的计划未变，但公司本部持股比例由之前 41% 提升为 46%，全资子公司持股比例下降为 5%；2、现有 JCOE 实际产能约为 12 万吨，略高于之前公告的 10 万吨。

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、浙江金洲管道工业有限公司三方同意以张家港株江钢管有限公司评估值（14,422.99 万元）为基准，由浙江金洲管道科技股份有限公司、浙江金洲管道工业有限公司以现金方式对张家港株江钢管有限公司增加投资：

- 1、公司将使用超募资金 13,539.95 万元以现金增资方式折合持有合资公司 46% 的股权；
- 2、浙江金洲管道工业有限公司将使用自有资金 1,471.73 万元以现金增资方式折合持有合资公司 5% 的股权；

3、沙钢南亚（香港）贸易有限公司以评估净值 14422.99 万元折合持有合资公司 49%的股权。

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：公司公告，长江证券研究部

本次增资资产审计价值为 10,243.75 万元，评估价值为 14,422.99 万元，对应 PB 值为 1.41，高于公司最新 PB 值，但低于其他几家钢管类上市公司。

表 1：本次增资资产评估情况

资产评估情况 张家港珠江钢管有限公司（万元）	
资产审计价值	10,243.75
评估价值	14,422.99
增值率	40.80%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2：本次收购对应 PB 低于主要钢管上市公司 PB 值

PB 对比	最新 PB
金洲管道	1.36
常宝股份	2.39
玉龙股份	3.26
久立特材	2.61
本次收购相应 PB	1.41

资料来源：公司公告，长江证券研究部

张家港珠江钢管有限公司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。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 3：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	API 5L (A、B、	Φ406mm-Φ	6.4mm-54mm	3.0m-12.3m	API 5L、	用于陆上、海底石油天

输管线用管	X42-X80)	1626mm (16"-64")	(1/4"-2 1/8")		GB/T9711、 ISO3183 etc.	然气管线等各种重要 石油天然气输送管线。
结构管及低压 流体输送管	Q215-345、 Grade A-E、 Grade 1-3 STK290-540	Φ406mm-Φ 1626mm (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

第二，外延式扩张的方式提升公司产能，期待需求回暖带动公司成长

目前石油天然气输送用钢管主要为螺旋埋弧焊管（SSAW）、直缝高频焊管（ERW）和直缝埋弧焊管（LSAW），其中直缝埋弧焊在我国是较晚发展起来的先进制管技术，过去主要采用 UOE 技术制造。近年来渐进式 JCOE 在我国和全世界逐渐成为另一种新的主流技术。直缝埋弧焊管质量可靠，广泛应用于油气高压输送主干线上，且可以生产螺旋焊管机组不能生产的大壁厚钢管(17.5mm 以上)，在油气输送上是对螺旋焊管的很好的补充。

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。

表 4：焊接管按焊接工艺分类

类型	主要原材料	优点	缺点
直缝高频焊管	热轧带钢	1、使用热轧带钢作原料，尺寸、精度高，内外壁光滑适用于中小直径的支线和城市天然气管线；2、适用于连续生产，焊速较高；3、用途广泛，还可用于制造石油油井管，也适用于海底输送管线，甚至高寒地带输送管线。	1、不能作主干线的天然气管线；2、管径 $\leq \Phi 219$ 时，容易受到塑料管的竞争；3、制作工艺上，焊接时不用焊条，焊缝的力学性能可以达到但不能超过母材
螺旋埋弧焊管	窄带板卷	1、钢管直径与带钢宽度不再受到约束；2、螺旋线在理论上可以在输气时为止裂性能有帮助；3、直径最大可以达到 2500mm 以上，适用于输水管道；4、成型设备比较简单，基建投资较少。	1、存在较复杂的残余能力，分布和量值大小变化较大；2、螺旋焊管抗大变型能力相对较弱；3、受到壁厚的限制，一般壁厚 $S \leq 25\text{mm}$ ；4、受到钢级的限制，一般高强度钢级 X90 ~ X120 的开发仅限于直缝埋弧焊管。
直缝埋弧焊管	单张宽厚板	1、成型工艺比较容易，有预焊及精焊，焊接质量比较容易保证；2、有全管扩径工艺，比较容易消除应力，残余应力较小；3、几何精度和力学性能较好，质量稳定，可靠性高；4、应用广泛，可以应用于油气管线，可以用于陆上二、三、四类地区、穿越段及海底管线；5、可以达到高钢级 $\geq X120$ ，大壁厚 $\geq 40\text{mm}$ 。	1、直径一般在 $\leq \Phi 1422\text{mm}$ ，受到板宽的限制；2、UOE 成型方式投资昂贵，JCOE 成型方式适用于中型企业。3、直径 $< \Phi 406\text{mm}$ 时，制作上不够经济。

资料来源：长江证券研究部

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 5：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

表 6：8 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

立足于现有产能的基础上，公司产能未来将逐步扩张：1、依赖控股张家港株江钢管等外延式方式；2、随着自身工艺的改进与技术的成熟，现有产能也有望逐步提升；3、募投项目中 12 万吨螺旋焊管项目后期将逐步投产。

坚定的油气管道产能扩张路线，一方面使得公司品种结构更加完备以便适应满足复杂的客户需求，另一方面也体现了公司对“十二五”期间油气管道建设启动的信心，产能的扩大使得公司在面临需求改善之时具备更大的业绩弹性。

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。