



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
证券研究报告

2012 年 2 月 15 日

金属制品

研究部

丁玥

SAC 执业证书编号：S0080511080001
dingyue@cicc.com.cn

罗炜

SAC 执业证书编号：S0080511090001
luowei@cicc.com.cn

无评级

金洲管道 (002443.SZ)

收购、自投双双发力，迎合需求上行周期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,075	2,308	2,555	3,059	3,274	3,728
(+/-)	21%	-25%	11%	20%	7%	14%
主营业务利润	281	236	214	247	312	380
(+/-)	45%	-16%	-10%	16%	26%	22%
净利润	86	102	73	63	88	121
(+/-)	62%	19%	-28%	-14%	39%	38%
全面摊薄每股收益	0.49	0.59	0.42	0.36	0.50	0.69
(+/-)	67.1%	19.1%	-28.4%	-14.0%	39.4%	37.7%
市盈率	11.5	9.6	17.9	27.1	19.5	14.1
市净率	2.7	2.3	1.1	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.07	7.29	6.14	8.41	6.66	5.14
净资产回报率	23.8%	23.6%	6.0%	5.0%	6.6%	8.5%
投入资本回报率	17.5%	13.5%	6.1%	6.2%	6.3%	7.2%
股息收益率	3.1%	0.0%	1.0%	1.0%	1.4%	2.0%
每股经营现金流	1.9	1.3	-0.2	0.7	0.8	1.2
股价/经营性现金流	5.2	7.8	-44.1	13.1	13.0	8.2

股票信息

A股	
股票代码	002443.CH
当前股价(元)	人民币9.82
日成交量(百万股)	0.83
52周最高价/最低价	人民币18.746/8.1
总市值(百万元)	1,704
发行股数(百万股)	174
其中:流通股(百万股)	88
主要股东(持股比例)	金洲集团有限公司(40.84%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[002443.SH]	+5.82	+12.10	-25.49	+9.84
[深证A股]	+4.87	+7.85	-15.91	+5.23
[中金钢铁股指数]	+2.58	+4.38	-11.85	+7.15

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示：

油气输送管需求步入上升周期，公司产量增长来自于收购和自有项目的投产。另外，随着行业需求的复苏，公司的合资子公司中海金洲有望减亏。在油气输送管行业需求周期向上过程中，公司是能够明显受益的投资标的。但公司估值中“中小板溢价”的风险仍然存在。

理由：

伴随新收购产能和自有项目的陆续投产，预计 2012 和 2013 年公司管道总产量增速为 10%和 12%。由于新投产品的盈利能力好于原有品种，预计未来两年的业绩增速达 36%和 40%，2011 - 2013 年 EPS 分别为 0.36, 0.50 和 0.69 元/股。目前股价对应 2011 - 2013 年市盈率 27.1x, 19.5x 和 14.1x。公司上市初期中小板存在整体高估值，这一问题还未彻底清算。暂给予“无评级”。

公司质地：

公司是综合性的民营焊钢生产商，是中石油、中石化油气输送管的优质供应商。公司当前油气输送用管产量占比约 38%，随着新项目的投产和收购的完成，油气管产量占比预计在 2013 年接近 50%。另外公司镀锌管和钢塑复合管产品市场稳定，能提供较好的现金流，有效对冲油气输送管业务对现金流的占用。

成长动力：

1) 2012 年公司收购的株江钢管 12 万吨 JCOE 生产线开始贡献产量和盈利。此项收购不仅提高了公司油气输送管产量的占比，同时弥补了公司在直缝埋弧焊管方面的空白，完善了产品结构。2) 募投项目的 12 万吨螺旋埋弧焊管产能将于 2012 年底投产，预计在 2013 年贡献产量和业绩。3) 随着行业需求的好转，大口径 ERW 管的出口订单逐步恢复，连续多年亏损的子公司中海金洲有望减亏甚至微利，为盈利带来增长。

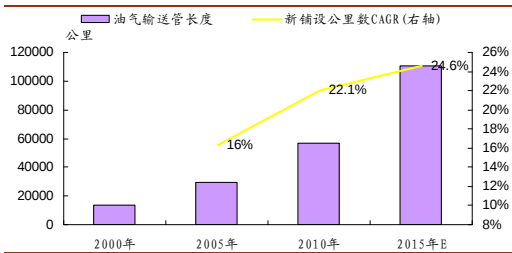
股价催化剂：

油气输送管网招标获订单量超预期。

风险：

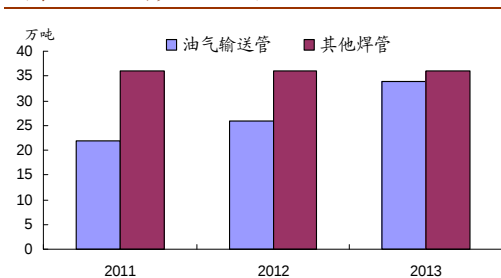
中小板估值溢价的系统性风险，钢价剧烈波动导致库存风险；新疆项目生产和销售未达预期。

图表1：“十二五”油气输送管增速



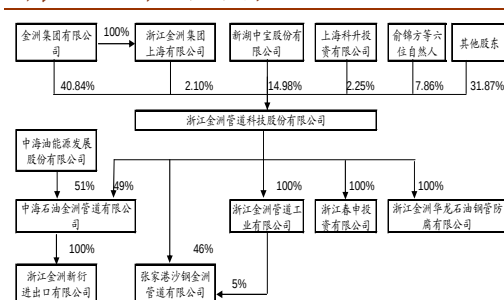
资料来源：中国钢管协会、中金公司研究部

图表2：公司产品结构



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表3：公司股权结构



资料来源：公司资料、中金公司研究部

行业背景

油气输送管道需求周期向上。1) 2012年主干线项目陆续启动。2011年是“十二五”的第一年,主线项目的开工处于青黄不接的阶段,另外由于西二线因违规而被重点审计,西三线建设的启动受其影响有所拖延,是今年主干线管道订单低于预期的一个重要原因。最近从有关部门获悉:西三线西段,自霍尔果斯之宁夏中卫,已进入环评阶段,环评结束后该项目就进入开建阶段。另外西气东输四线已经完成了线路勘察,如果进行顺利也有望在明年开建。届时2012年可能出现两个大项目开工建设期重叠的情况,需求将集中释放。2) **支线和城市管网配套增长。**天然气管线跨度大,途经多省,所经之处需要建立省级和省内城市间管网。这类管网近年来稳定增长,十二五规划年均增速达16%。近期广东正在进行管网建设运营模式的重大变革,如果新方案能在全中国范围推广,将进一步明晰省级城市间管网的投资主体,刺激管道铺设投资的实际推动效果。

油气输送管道供给相对受限：认证和资质形成壁垒。石油公司以及各级油气管网公司对产品质量及其稳定性要求非常高。因此油气用管供应商除了获得行业认证外,还需要通过客户1-3年的产品试用才能进入采购名单,参与招标。因此能够列入采购名单的供应商形成国内实际有效的产能。这些供应商分为两类:一类是中石油中石化系统下的公司,如宝鸡钢管、渤海装备、华油、沙市钢管等;另一类是两油系统外具有供应资质的优质管道公司:如珠江、胜利、金洲、玉龙以及宝钢。中石油的主干线管道订单有70%给予第一类公司;另外30%订单由第二类公司分享。中石化的订单在满足旗下仅有的一家沙市钢管厂后,剩余订单由其他公司分享。省级支线和地方管网的订单招标更为市场化,第二类公司由于在成本优势而更具竞争力。在2012年主干线项目的启动,不但会做大主干线市场这块蛋糕,同时也会分流支线和地方管网市场的一部分供给,使得两个市场的供需环境均有明显改善。

成长动力：收购项目+自有产能投产

公司用超募资金收购张家港珠江钢管公司51%股权,该公司拥有一条12万吨JCOE生产线。此项收购不仅提高了公司油气输送管产量的占比,同时弥补了公司在直缝埋弧焊管方面的空白,完善了产品结构。该项目已试产成功,2012年有望贡献约6万吨产量。

募投项目的12万吨螺旋埋弧焊管预计在2012年投产,预计主要业绩贡献主要体现在2013年。

公司持股49%的子公司中海金洲,连续多年亏损,导致公司每年投资收益亏损约1000万元。随着行业需求的好转,大口径ERW管的出口订单逐步恢复,中海金洲有望减亏甚至微利,为盈利带来增长。

财务分析

非油气管业务获得较好的现金流。公司的镀锌管和钢塑复合管产品以经销商模式销售,能获得稳定的现金流,因此存货周转和应收账款的周转较好,对冲了油气输送管产品对现金流的占用。公司的存货管理指标和应收账款周转指标均好于同业。

股价催化剂

油气输送管网招标获订单量超预期。

风险

中小板估值溢价的系统性风险,油气管道项目启动进程受阻,钢价剧烈波动导致库存风险。

图表4: 核心假设

	2010	2011E	2012E	2013E
产量(万吨)	61.1	63.0	71.0	80.0
YoY		3.1%	12.7%	12.7%
其中油气输送管	23.9	21.9	25.9	34.0
其他用途管	37.2	36.0	36.0	36.0
典型产品价格				
镀锌管	4,623	4,854	4,611	4,611
钢塑复合管	5,798	6,088	5,783	5,783
螺旋埋弧焊管	4,791	5,030	4,779	4,860
直缝高频焊管	4,522	4,883	4,689	4,689
直缝埋弧焊管			6,000	6,000
典型产品吨毛利				
镀锌管	233	230	230	230
钢塑复合管	862	750	750	750
螺旋埋弧焊管	692	650	680	706
直缝高频焊管	60	203	353	374
直缝埋弧焊管			900	900

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表5: 历史财务数据

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,075	2,308	2,555	3,059	3,274	3,728	货币资金	283	258	782	809	1,382	1,540
(+/-%)	20.7%	-24.9%	10.7%	19.7%	7.0%	13.9%	应收款项	199	202	235	274	298	337
毛利润	281	236	214	247	312	380	存货	357	265	355	393	431	478
(+/-%)	45.2%	-16.0%	-9.6%	15.8%	26.3%	21.7%	流动资产	950	819	1,543	1,642	2,305	2,563
营业费用	56	56	57	71	69	82	长期投资	89	110	113	128	141	151
管理费用	40	42	42	52	49	56	固定资产及在建工程等	143	175	174	175	445	430
EBIT	150	132	111	117	191	236	总资产	1,229	1,148	1,875	1,988	2,933	3,185
EBITDA	176	154	135	142	222	277	短期借款	365	291	259	236	1,069	1,147
财务费用	60	24	12	13	54	58	应付款项	405	209	292	317	352	388
营业利润	104	115	88	93	137	178	流动负债	865	611	614	664	1,519	1,658
投资收益	21	9	-9	-10	-	-	长期借款	-	100	38	38	38	38
营业外收支	-3	6	1	3	2	3	长期负债	-	100	38	38	38	38
税前利润	101	121	89	97	139	181	总负债	865	711	652	702	1,557	1,696
所得税	15	18	15	16	26	34	少数股东权益	5	5	6	23	49	75
少数股东损益	1	1	1	18	26	26	母公司股东权益	365	437	1,223	1,286	1,375	1,489
净利润	86	102	73	63	88	121	负债和权益	1,229	1,148	1,875	1,988	2,933	3,185
股利	30	-	13	17	24	33							
现金流量表 (百万元)							财务指标						
经营活动现金流净额	188.4	125.8	-29.7	130.1	131.1	206.6	毛利率	9.1%	10.2%	8.4%	8.1%	9.5%	10.2%
投资活动现金流净额	-21.3	-17.7	-25.5	-48.7	-312.9	-35.3	息税前利润率	4.9%	5.7%	4.4%	3.8%	5.8%	6.3%
融资活动现金流净额	-102.1	-31.0	590.0	-54.1	754.7	-13.2	净利润率	2.8%	4.4%	2.9%	2.1%	2.7%	3.2%
货币资金增加额	64.9	77.2	534.8	27.2	572.9	158.1	净资产收益率	23.8%	23.6%	6.0%	5.0%	6.6%	8.5%
							总资产收益率	7.0%	8.9%	3.9%	3.2%	3.0%	3.8%
							总资产负债率	70.3%	61.9%	34.8%	35.3%	53.1%	53.3%
							净负债率	6.7%	11.5%	-25.9%	-26.9%	-9.4%	-11.2%
							利息保障倍数	2.9	6.4	11.4	10.6	4.1	4.8
							流动比率	1.1	1.3	2.5	2.5	1.5	1.5
							速动比率	0.6	0.8	1.7	1.6	1.1	1.1
							应收帐款周转期	20.6	26.7	26.1	26.0	27.0	26.4
							存货周转期	46.9	54.8	48.3	48.5	50.8	49.6

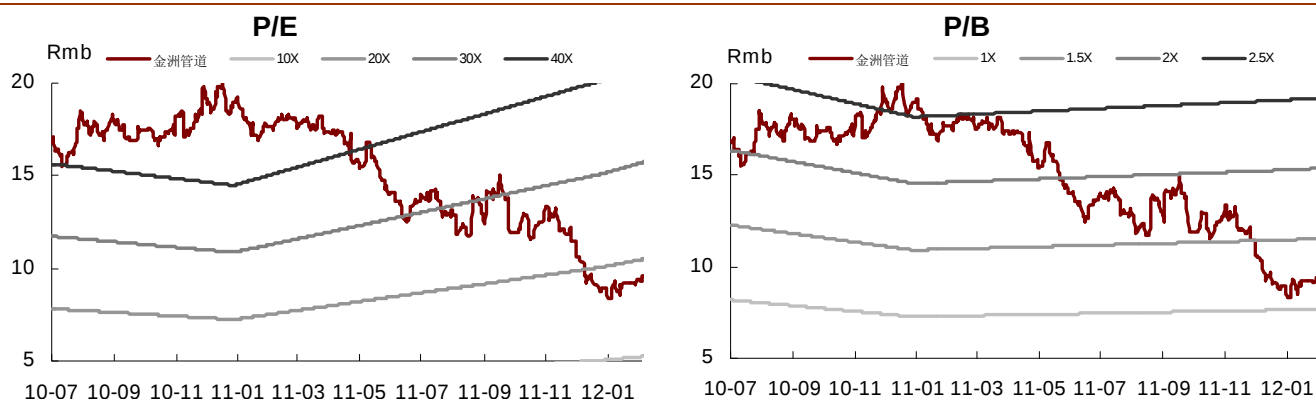
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表6：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价				市盈率			市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			2012-2-14	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002478.SZ	常宝股份	CNY	10.5	20.0	18.5	16.6	1.9	1.8	1.6	n.a	n.a	n.a			
002318.SZ	久立特材	CNY	16.9	48.3	29.5	23.2	2.5	2.4	2.2	23.2	19.2	14.8			
601028.SH	玉龙股份	CNY	9.2	12.3	18.0	14.0	2.5	1.5	1.4	n.a	n.a	n.a			
002443.SZ	金洲管道	CNY	9.8	23.3	27.1	19.5	1.1	1.3	1.3	13.4	12.8	8.2			
中金覆盖A股平均值				26.0	23.3	18.3	2.0	1.8	1.6	18.3	16.0	11.5			
中金覆盖A股中位数				21.7	22.8	18.0	2.2	1.7	1.5	18.3	16.0	11.5			
002490.SZ	山东墨龙	CNY	10.7	13.1	16.4	11.3	1.3	1.5	1.3	7.9	7.7	5.9			
A股市场平均值				23.4	21.9	16.9	1.9	1.7	1.6	14.8	13.2	9.6			
A股市场中位数				20.0	18.5	16.6	1.9	1.5	1.4	13.4	12.8	8.2			
0568.HK	山东墨龙	HKD	5.2	7.5	10.1	6.0	0.7	0.9	0.8	6.8	n.a	5.2			
1080.HK	胜利管道	HKD	0.9	29.5	32.2	11.4	1.3	1.3	1.0	13.5	n.a	5.1			
1938.HK	珠江钢管	HKD	2.6	42.4	12.6	9.1	1.5	1.3	1.1	18.2	6.6	4.9			
H股市场平均值				26.4	18.3	8.8	1.2	1.1	1.0	12.8	6.6	5.1			
H股市场中位数				29.5	12.6	9.1	1.3	1.3	1.0	13.5	6.6	5.1			
所有市场平均值				24.6	20.6	13.9	1.6	1.5	1.3	13.8	11.6	7.3			
所有市场中位数				21.7	18.2	12.7	1.4	1.4	1.3	13.5	10.3	5.5			

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表7：历史的PE和PB走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

