

评级: 买入 维持评级

公司点评

王招华

分析师 SAC 执业编号: S1130511030033

(8621)61038247

wangzh@gjzq.com.cn

## 完成收购沙钢 JCOE 焊管 51%的股权

### 事件

(1) 公司股东大会同意了和沙钢组建合资公司(张家港林江钢管有限公司), 其中公司用 1.50 亿元增资该合资公司 51%股权, 沙钢以 12 万吨的 JOCE 钢管厂作价 1.44 亿元(经审计的净资产为 1.02 亿元)折合持有该合资公司 49%的股权。该 12 万吨 JOCE 钢管已经投产;

(2) 公司设立投资公司, 名称暂定为“浙江春申投资有限公司”, 注册资本为人民币 3000 万元, 全部由本公司自有资金出资, 投资范围为实业投资(不从事证券投资、房地产投资、矿业权投资、信托产品投资等)。

### 评论

**有助于进一步完善产品线, 深度分享油气大发展的盛宴。** 油气输送管主要可分为 ERW、LSAW、SSAW, JOCE 则是 LSAW 中的一种, 其建设周期较长、投资额较大(10 万吨投资额预计在 5 亿元左右), 主要用在人口密集、对安全性能要求极为严格的天然气主干线领域。截止 2010 年底, 公司已经拥有 80 万吨的钢管(SSAW+ERW+镀锌管等)权益产能, 此次投资 JCOE 项目则有助于完善公司的产品线, 深度分享“十二五”油气大发展的盛宴。

**预计公司暂不需要再度募资。** 根据我们的测算, 在投资此项目之前, 公司 2010-2012 年的资本支出为 5.86 亿元, 而 2010 年公司 IPO 募资净额达 7.07 亿元, 2010 年净利润 0.73 亿元, 2011 年净利润预计为 0.61 亿元左右; JCOE 项目公司的权益投资额为 1.50 亿元, 春申公司的投资额为 3000 万元, 因此总体而言, 公司资金相对充裕。

**收购的 JCOE 钢管公司的估值并不算贵。** 此次与沙钢成立合资公司, 相当于对原沙钢 JCOE 钢管厂收购的 PB 为 1.40 倍, 略高于而以最新收盘价计算公司的 PB (1.32 倍), 但考虑到: (1) 合作方全国最大的民营钢企沙钢, 且取得了控股权, 而且 JOCE 钢管所在地将有着极为便利的原材料供应和物流成本优势, 未来 ROE 有望显著高于金洲管道(002443)当前值; (2) 以最新收盘价计算, 可比公司玉龙股份(601028)的 PB 为 2.76 倍, 因此收购的价格并不算高。

**该收购将保守能增厚 2012 年 EPS 约 0.07 元。** 公司 2011 年综合毛利率预计为 6.6%, 显著低于 A 股其他 4 家钢管公司, 其中与油气输送管相关的业务(SSAW+ERW)毛利率为 9%-11%, 而 JOCE 主要也是用于油气输送领域, 且供求格局、产业集中度要好于 SSAW 和 ERW, 因此我们保守假设其毛利率取 11%(可比公司玉龙股份 JOCE 毛利率为 20%, 较 SSAW 和 ERW 毛利率平均高出 6 个百分点以上), 据此来计算, 该块业务能够为公司 2012 年增厚 0.068 元的 EPS。

**继续耐心等待西气东输三线等大项目的开工。** 若西气东输三线等大项目在 2012 年开通, 我们判断油气输送管行业的景气程度会显著提升(产能利用率有望提升 15 个百分点以上)。油气输送管价格每上涨 1%, 公司的 EPS 上涨 3.48%, 是对油气输送管价格上涨最为敏感的上市公司。

### 投资建议

我们在此前的盈利预测中已经考虑了该块业务对公司盈利的影响, 因此暂维持原有盈利预测不变, 预计 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.354 元、0.513 元、0.708 元, 以最新价格计算, 对应的 2011-2012 年 PE 分别为 27 倍、19 倍、14 倍, 我们维持对公司的“买入”评级。

### 风险提示

(1) 油气输送管行业强劲复苏是大概率事件, 但目前来看时点仍存在不确定性; (2) JCOE 项目双方若磨合不顺有可能导致盈利低于预期。

**图表1: 金洲管道 (002443) 主营业务产品及产能**

持股		产品	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业务归类
本部	100%	镀锌钢管 (万吨)	30	36	36	36	36	成熟业务
		钢塑复合管 (万吨)	6	6	6	6	6	
管道工业	100%	普通SSAW (万吨)	20	20	20	20	20	募投业务
		高端SSAW (万吨)			0	12	12	
		ERW (万吨)		8	8	8	8	
JCOE	51%	JCOE (万吨)				12	12	合资业务
中海金洲	49%	ERW (万吨)	20	20	20	20	20	
华龙石油	75%	钢管防腐加工 (万m <sup>2</sup> )	130	130	130	130	130	
权益产能 (万吨)			66	80	80	98	98	

来源: 国金证券研究所

**图表2: 金洲管道 (002443) 分业务EPS预测**

	2010	2011E	2012E	2013E	备注
成熟业务	0.438	0.297	0.321	0.332	镀锌管、普通SSAW、钢塑复合管
募投业务	0.019	0.078	0.105	0.248	高端ERW、高端SSAW
合资业务	(0.042)	(0.044)	0.080	0.115	与沙钢合作的JCOE项目、中海金洲
其他	0.006	0.023	0.006	0.012	其他业务
合计	0.421	0.354	0.513	0.708	

来源: 国金证券研究所

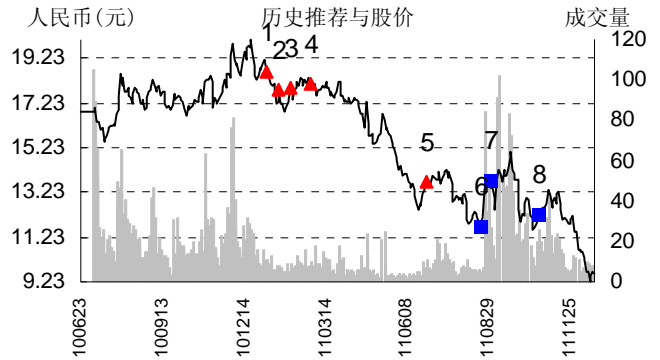
**图表3: 金洲管道 (002443) 合资业务ESP细拆**

合作项目	2010	2011E	2012E	2013E
沙钢JCOE产能 (吨)	0	12	12	12
沙钢JCOE产量 (万吨)	0	0	8	10
销售单价 (元/吨)	6000	6000	6000	6000
销售收入 (百万元)	0	0	480	600
毛利率	11%	11%	11%	11%
费用率	4.46%	3.96%	4.48%	4.85%
中海金洲投资收益 (百万元)	-8.74	-9.50	3	10
利润总额 (百万元)	-8.74	-9.50	34.27	46.93
所得税率	16.58%	20%	22%	25%
净利润 (百万元)	-7.29	-7.60	26.73	35.20
少数股东权益 (百万元)	0	0	12.78	15.22
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	-7.29	-7.60	13.96	19.97
总股本 (百万股)	173.55	173.55	173.55	173.55
贡献EPS (元/股)	-0.042	-0.044	0.080	0.115

来源: 国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-01-06	买入	18.66	34.65 ~ 34.65
2	2011-01-19	买入	17.83	N/A
3	2011-01-31	买入	17.89	N/A
4	2011-02-27	买入	18.10	31.50 ~ 34.30



**投资评级的说明:**

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B