

# 行业复苏的弹性标的

## 金洲管道 2011 年业绩预告点评

### 报告关键点:

- 四季度业绩的下滑可能更多地来源于优势产品油气输送管
- 油气输送管行业2012年将走出底部
- 未来两年公司的业绩弹性较高

### 报告摘要:

- 公司2011年业绩符合预期:实现营业收入31.4亿元,同比增长23%;营业利润7208万元,同比减少18%;归属于上市公司股东的净利润6465万元,同比减少11.5%;每股收益0.37元。2011年业绩下滑的主要原因是:(1)市场需求疲弱,竞争激烈,导致毛利率大幅下滑;(2)中海金洲受到国外需求低迷,和国内需求尚未启动的影响,产能利用率低,亏损严重。
- 四季度营业收入环比增长9.5%,但EPS为0.08元,环比下滑26%。而镀锌钢管四季度的业绩可能是较为稳定的,考虑一个月的原材料库存,9-11月的热轧均价环比6-8月的均价下滑5%,而四季度镀锌钢管均价下跌4%,因此四季度吨镀锌钢管的毛利额可能持平。因此业绩的下滑可能更多地来源于优势产品油气输送管的下滑,这也反映了油气输送管行业2011年青黄不接的萧条局面。
- 根据《2011年国内外油气行业发展报告》的预计,2012年天然气消费量有望超过1500亿立方米,增速超过16%,而油气输送管建设的增速将会更高,仅2012年规划建设的主线管网项目就包括中哈管线南线、中亚天然气管道C线、西气东输三线、塔里木-广东天然气管线、新疆-浙江煤制气管线,叠加配套支线管网和城市管网的项目,预计油气输送管行业2012年将走出底部。
- 在油气管线、水管市场2011年低基数、行业底部复苏、公司未来油气输送管产能接近翻番的背景下,我们猜测未来两年公司的业绩弹性较高。(1)从订单来看,主要从今年上半年开始确认收入,如公司与中国石油技术开发公司签订的2.54亿大单及皖电东送工程钢管塔2.74亿的订单。(2)镀锌管的竞争有所缓和。(3)随着国外需求和国内需求的复苏,中海金洲2012年有望扭亏。(4)未来高端品种(12万吨JCOE生产线已试生产、12万吨内防腐预精焊螺旋焊管项目年底投产)逐步贡献业绩,预计2012、2013年贡献的产量分别为7、17万吨。
- 预测公司2011-2013年的EPS分别为0.37、0.51、0.73元,对应PE为27、20、14倍,公司PE估值较同行业偏高,但公司PB仅1.4倍,考虑到公司未来两年的业绩弹性高,维持公司“增持-A”的投资评级,6个月目标价12.5元。
- 风险提示:募投项目进展低于预期

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,308.4	2,555.5	3,114.9	3,633.9	4,088.1
Growth(%)	-24.9%	10.7%	21.9%	16.7%	12.5%
净利润	102.0	73.1	63.5	87.9	126.5
Growth(%)	19.1%	-28.4%	-13.1%	38.6%	43.8%
毛利率(%)	10.2%	8.4%	7.4%	7.5%	8.3%
净利润率(%)	4.4%	2.9%	2.0%	2.4%	3.1%
每股收益(元)	0.59	0.42	0.37	0.51	0.73
每股净资产(元)	2.49	7.01	7.55	7.99	8.60
市盈率	17.0	23.8	27.3	19.7	13.7
市净率	4.0	1.4	1.3	1.3	1.2
净资产收益率(%)	23.5%	6.1%	4.9%	6.4%	8.5%
ROIC(%)	28.4%	15.1%	10.4%	12.9%	15.0%
EV/EBITDA	-	23.4	10.8	8.8	6.6
股息收益率	1.7%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

12.50 元

期限: 6个月 上次预测: 11.00 元

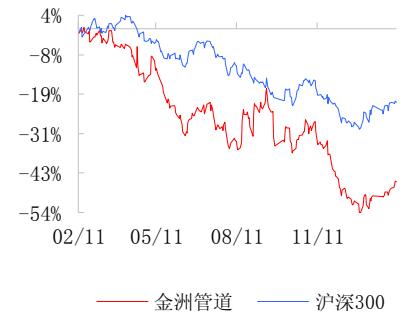
现价(2012年02月16日): 10.00 元

报告日期:

2012-02-17

总市值(百万元)	1,735.50
流通市值(百万元)	881.19
总股本(百万股)	173.55
流通股本(百万股)	88.12
12个月最低/最高	8.10/24.37 元
十大流通股东(%)	35.73%
股东户数	20,024

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.67	(14.94)	(23.42)
绝对收益	9.74	(19.67)	(45.29)

衡昆  
010-66581658  
执业证书编号

首席行业分析师  
hengkun@essence.com.cn  
S1450511020004

### 报告联系人

任志强

021-68763626  
renzq@essence.com.cn

### 前期研究成果

金洲管道: 业绩高弹性

2011-12-29

金洲管道: 短期承压, 长期向好

2011-08-22

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元 模型更新时间

财务报表					财务指标	模型更新时间					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
<b>利润表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>财务指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
营业收入	2,308.4	2,555.5	3,114.9	3,633.9	4,088.1	成长性					
减: 营业成本	2,072.2	2,341.9	2,884.0	3,362.9	3,749.7	营业收入增长率	-24.9%	10.7%	21.9%	16.7%	12.5%
营业税费	6.9	3.2	16.0	11.4	13.0	营业利润增长率	10.5%	-23.8%	-17.0%	40.8%	45.6%
销售费用	55.9	57.4	70.0	81.7	91.9	净利润增长率	19.1%	-28.4%	-13.1%	38.6%	43.8%
管理费用	41.7	41.5	50.6	59.0	66.4	EBITDA 增长率	-13.2%	-24.4%	-6.3%	32.2%	36.7%
财务费用	24.0	11.8	14.2	17.0	20.5	EBIT 增长率	-15.4%	-28.4%	-12.6%	37.4%	42.0%
资产减值损失	1.2	2.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	-13.5%	-32.1%	-11.3%	35.7%	40.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	27.5%	29.3%	8.6%	20.9%	15.0%
投资和汇兑收益	9.1	-8.7	-7.0	1.0	3.0	净资产增长率	19.8%	179.9%	7.8%	5.8%	7.9%
<b>营业利润</b>	<b>115.5</b>	<b>88.0</b>	<b>73.0</b>	<b>102.8</b>	<b>149.7</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	5.7	1.0	4.3	4.3	4.3	毛利率	10.2%	8.4%	7.4%	7.5%	8.3%
<b>利润总额</b>	<b>121.2</b>	<b>88.9</b>	<b>77.3</b>	<b>107.1</b>	<b>154.0</b>	营业利润率	5.0%	3.4%	2.3%	2.8%	3.7%
减: 所得税	18.4	14.7	12.8	17.7	25.5	净利润率	4.4%	2.9%	2.0%	2.4%	3.1%
<b>净利润</b>	<b>102.0</b>	<b>73.1</b>	<b>63.5</b>	<b>87.9</b>	<b>126.5</b>	EBITDA/营业收入	6.9%	4.7%	3.6%	4.1%	5.0%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	6.0%	3.9%	2.8%	3.3%	4.2%
货币资金	258.4	782.2	886.4	857.0	895.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	22	22	20	18	16
应收账款	162.4	217.2	223.7	274.7	316.4	流动营业资本周转天数	32	45	50	52	59
应收票据	39.2	18.1	29.2	40.5	37.6	流动资产周转天数	138	166	191	181	176
预付帐款	93.5	169.2	181.4	213.1	270.5	应收帐款周转天数	28	27	25	25	26
存货	265.4	354.9	437.0	509.6	568.2	存货周转天数	49	44	46	47	48
其他流动资产	-	1.6	2.9	4.4	6.2	总资产周转天数	185	213	230	216	209
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	79	92	89	88	92
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	110.0	113.0	124.3	136.8	150.4	ROE	23.5%	6.1%	4.9%	6.4%	8.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	4.0%	3.1%	3.9%	5.2%
固定资产	143.1	170.1	173.5	180.1	188.9	ROIC	28.4%	15.1%	10.4%	12.9%	15.0%
在建工程	32.0	4.2	6.8	8.6	10.4	<b>费用率</b>					
无形资产	40.6	39.6	37.0	34.5	32.2	销售费用率	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
其他非流动资产	3.7	4.9	3.8	3.8	3.8	管理费用率	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
<b>资产总额</b>	<b>1,148.2</b>	<b>1,875.1</b>	<b>2,105.9</b>	<b>2,263.0</b>	<b>2,480.0</b>	财务费用率	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
短期债务	291.0	258.7	310.4	372.5	447.0	三费/营业收入	5.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%
应付帐款	92.0	77.5	133.8	138.9	150.9	<b>偿债能力</b>					
应付票据	116.5	214.8	222.4	252.3	304.8	资产负债率	61.9%	34.8%	37.4%	38.4%	39.4%
其他流动负债	110.9	62.1	62.0	45.5	13.6	负债权益比	162.7%	53.3%	59.8%	62.3%	64.9%
长期借款	100.0	38.0	38.0	38.0	38.0	流动比率	1.34)	2.51)	2.35)	2.29)	2.23)
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.90)	1.93)	1.76)	1.67)	1.62)
<b>负债总额</b>	<b>711.2</b>	<b>652.1</b>	<b>788.0</b>	<b>868.9</b>	<b>976.5</b>	利息保障倍数	5.82)	8.43)	6.14)	7.03)	8.32)
<b>少数股东权益</b>	<b>5.2</b>	<b>5.9</b>	<b>6.9</b>	<b>8.2</b>	<b>10.2</b>	<b>分红指标</b>					
股本	100.0	133.5	173.6	173.6	173.6	DPS(元)	0.17)	0.00)	0.05)	0.08)	0.11)
留存收益	331.8	1,083.6	1,137.5	1,212.3	1,319.8	分红比率	29.4%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>股东权益</b>	<b>437.0</b>	<b>1,223.0</b>	<b>1,318.0</b>	<b>1,394.1</b>	<b>1,503.5</b>	股息收益率	1.7%	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	102.8	74.2	63.5	87.9	126.5	EPS(元)	0.59	0.42	0.37	0.51	0.73
加: 折旧和摊销	20.8	21.3	26.2	30.1	34.8	BVPS(元)	2.49	7.01	7.55	7.99	8.60
资产减值准备	1.2	2.8	-	-	-	PE(X)	17.0	23.8	27.3	19.7	13.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	1.4	1.3	1.3	1.2
财务费用	18.3	11.0	14.2	17.0	20.5	P/FCF	360.4	-9.2	24.3	-98.8	31.3
投资收益	-9.1	8.7	7.0	-1.0	-3.0	P/S	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	0.8	1.1	1.0	1.4	2.0	EV/EBITDA	-	23.4	10.8	8.8	6.6
营运资金的变动	-8.5	-154.6	-167.2	-180.4	-173.9	CAGR(%)	-4.6%	20.1%	31.6%	28.3%	14.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>125.8</b>	<b>-29.7</b>	<b>-55.3</b>	<b>-44.9</b>	<b>6.7</b>	PEG	-3.7	1.2	0.9	0.7	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-41.3</b>	<b>-25.5</b>	<b>-148.3</b>	<b>-147.4</b>	<b>-153.9</b>	ROIC/WACC	3.2	1.7	1.2	1.4	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-31.0</b>	<b>590.0</b>	<b>88.1</b>	<b>31.9</b>	<b>35.1</b>	REP	-	2.3	1.3	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034