

## 金洲管道 (002443.SZ)

## 钢铁行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

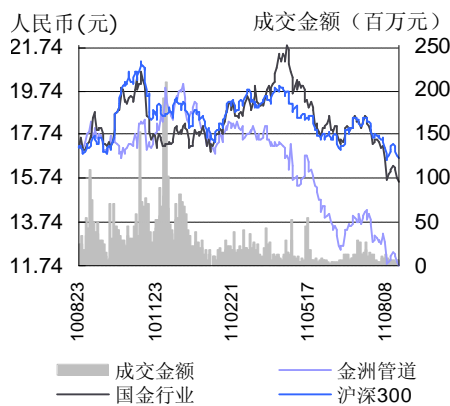
市价(人民币): 11.74元

## 中期业绩低于预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 84.82       |
| 总市值(百万元)       | 2,037.48    |
| 年内股价最高最低(元)    | 20.06/11.74 |
| 沪深 300 指数      | 2807.66     |
| 中小板指数          | 6450.68     |



## 相关报告

1. 《拟牵手沙钢,完善焊管产品线》, 2011.6.28
2. 《迎接十二五之春》, 2011.2.27
3. 《参股公司有望受益于中海油资本支出大增长》, 2011.1.31

王招华 分析师 SAC 执业编号: S1130511030033  
(8621)61038247  
wangzh@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2009   | 2010    | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 1.020  | 0.547   | 0.361   | 0.529  | 0.673  |
| 每股净资产(元)    | 4.32   | 9.12    | 9.49    | 10.07  | 10.85  |
| 每股经营性现金流(元) | 1.26   | -0.22   | 1.20    | -0.47  | 0.29   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | 45.33   | 32.53   | 22.20  | 17.45  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 14.42  | 9.70    | 8.84    | 8.84   | 8.84   |
| 净利润增长率(%)   | 19.14% | -28.35% | -14.29% | 46.56% | 27.24% |
| 净资产收益率(%)   | 23.62% | 6.00%   | 4.95%   | 6.82%  | 8.06%  |
| 总股本(百万股)    | 100.00 | 133.50  | 173.55  | 173.55 | 173.55 |

来源: 公司公告、国金证券研究所

## 业绩简评

- n 公司发布半年报: 2011 年上半年实现营业收入 13.11 亿元, 同比增长 18.58%; 归属于上市公司股东的净利润为 0.29 亿元, 同比下降 34.07%; 全面摊薄 EPS 为 0.168 元; 该业绩与 7 月 14 日公布的快报完全一致。
- n 公司同时预计 2011 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比下降 10%-40%, 这意味着 Q3 净利润增幅在 -60.58% 至 73.55% 之间。

## 经营分析

- n 中期业绩低于预期。公司 Q1、Q2 净利润均同比分别下降 38.3%、30.3%, 中报业绩低出我们 5 月份预期幅度超过 30%; 具体来看, 各业务板块及投资收益的盈利全面低于预期。
- n 盈利能力下滑的原因各有不同。(1) 镀锌管毛利率下滑幅度高达 54.24%, 主因是上半年有新增产能和新企业的进入导致了价格战, 该业务贡献 2011H 公司毛利总额的 36.24%; (2) 螺旋管毛利率下滑幅度为 50.21%, 主因是油气输送管的需求在上半年仍没有启动, 该业务贡献 2011H 公司毛利总额的 27.57%; (3) 投资收益较上年同期盈利下降 725 万元, 这相当于 2011H 公司税前利润的 20.14%, 主因是参股 49% 的中海金洲在出口转内销的道路上仍没有获得突破。
- n 下半年利润止跌回升仍然值得期待。我们判断一方面镀锌管行业的恶性价格战在下半年会结束; 另一方面随着油气输送管行业需求的逐步好转、各企业订单量的逐步饱和后, 行业的毛利率会随之上行, 这有利于公司的螺旋焊管以及参股的中海金洲盈利好转。
- n 和沙钢、昆钢合作的两个项目预计到 2012 年才能贡献利润。(1) 公司 6 月底曾公告拟现金收购沙钢旗下 10 万吨 JOCE 焊管厂 51% 的股权, 该项目有望在今年 10 月份投产、2012 年盈利; (2) 公司同时也拟与云南昆钢合作开发新型复合管材, 我们预计该项目投资额较小, 对公司贡献利润最早也在 2012 年。

## 盈利预测和投资建议

- n 我们坚定看好油气输送管的发展前景, 但鉴于上半年的盈利以及 12 万吨的募投项目投产时间均低于预期以及可比公司估值, 我们暂下调公司的 2011 年、2012 年 EPS 分别至 0.361 元和 0.529 元, 下调评级至“持有”。

## 风险提示

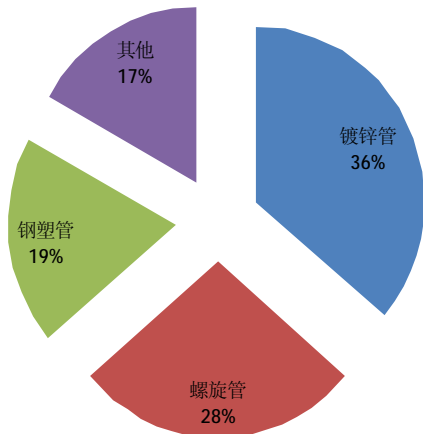
- n (1) 镀锌管行业竞争格局的不确定性; (2) 天然气管道建设进程的不确定性 (3) 中海金洲盈利恢复情况的不确定性。

图表1: 金洲管道 (002443) 单季损益表 (单位: 百万元)

|               | 2010-3-31 | 2010-6-30 | 2010-9-30 | 2010-12-31 | 2011-3-31 | 2011-6-30 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 主营业务收入        | 483       | 622       | 705       | 746        | 541       | 769       |
| 增长率           | 13.6%     | -1.7%     | 7.8%      | 25.1%      | 11.9%     | 23.7%     |
| 主营业务成本        | 429       | 562       | 658       | 693        | 504       | 729       |
| %销售收入         | 88.7%     | 90.4%     | 93.4%     | 92.9%      | 93.2%     | 94.8%     |
| 毛利            | 54        | 60        | 46        | 53         | 37        | 40        |
| %销售收入         | 11.3%     | 9.6%      | 6.6%      | 7.1%       | 6.8%      | 5.2%      |
| 营业税金及附加       | 1         | 3         | 2         | 1          | 1         | 1         |
| %销售收入         | 0.2%      | 0.5%      | 0.3%      | 0.2%       | 0.1%      | 0.1%      |
| 营业费用          | 15        | 16        | 24        | 1          | 12        | 14        |
| %销售收入         | 3.0%      | 2.6%      | 3.4%      | 0.2%       | 2.2%      | 1.8%      |
| 管理费用          | 14        | 12        | 9         | 8          | 10        | 12        |
| %销售收入         | 2.8%      | 1.9%      | 1.2%      | 1.1%       | 1.9%      | 1.6%      |
| 息税前利润 (EBIT)  | 25        | 29        | 12        | 42         | 14        | 13        |
| %销售收入         | 5.2%      | 4.7%      | 1.7%      | 5.7%       | 2.6%      | 1.8%      |
| 财务费用          | 6         | 7         | 5         | 5          | 4         | 6         |
| %销售收入         | 1.2%      | 1.2%      | 0.8%      | 0.7%       | 0.8%      | 0.8%      |
| 资产减值损失        | (0)       | 3         | (4)       | 3          | 1         | 2         |
| 公允价值变动收益      | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         | 0         |
| 投资净收益         | (0)       | 1         | (6)       | (4)        | (4)       | (3)       |
| %税前利润         | -1.8%     | 4.5%      | -37.6%    | -17.4%     | -24.5%    | -12.8%    |
| 营业利润          | 25        | 27        | 15        | 20         | 16        | 13        |
| 营业利润率         | 5.3%      | 4.3%      | 2.2%      | 2.7%       | 3.0%      | 1.7%      |
| 营业外收支         | (0)       | 0         | 0         | 1          | 0         | 7         |
| 税前利润          | 25        | 27        | 16        | 21         | 16        | 20        |
| 利润率           | 5.2%      | 4.4%      | 2.2%      | 2.8%       | 3.0%      | 2.6%      |
| 所得税           | 5         | 3         | 3         | 4          | 3         | 3         |
| 所得税率          | 18.4%     | 12.2%     | 18.3%     | 18.8%      | 19.6%     | 17.1%     |
| 净利润           | 21        | 24        | 13        | 17         | 13        | 16        |
| 少数股东损益        | (0)       | 0         | (0)       | 1          | 0         | 0         |
| 归属于母公司的净利润    | 21        | 23        | 13        | 16         | 13        | 16        |
| 净利率           | 4.3%      | 3.8%      | 1.8%      | 2.2%       | 2.4%      | 2.1%      |
| 增长率           | -1.3%     | -14.7%    | -41.6%    | -48.9%     | -38.3%    | -30.3%    |
| 最新总股本 (百万股)   | 174       | 174       | 174       | 174        | 174       | 174       |
| 全面摊薄EPS (元/股) | 0.119     | 0.135     | 0.073     | 0.094      | 0.073     | 0.094     |

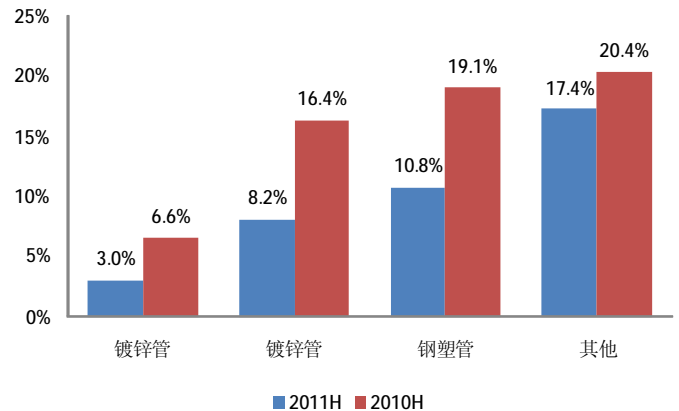
来源: 国金证券研究所

图表2: 2011年上半年公司毛利分布



来源: 国金证券研究所

图表3: 公司主要产品毛利率情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|-----|------|------|------|
| 强买 | 0   | 0   | 1    | 1    | 2    |
| 买入 | 0   | 0   | 4    | 4    | 8    |
| 持有 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0   | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 0   | 1.80 | 1.80 | 1.80 |

来源：朝阳永续

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 |
| 5 2011-06-28 | 买入 | 13.68 | N/A           |

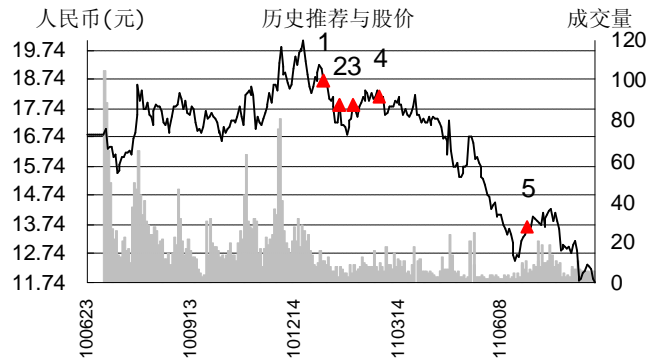
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =强买; 1.01~2.0=买入; 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持; 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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作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**

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B