证券研究报告

公司研究·调研报告

东莞证券 DONGGUAN SECURITIES

钢铁

产能释放和投资收益双轮驱动业绩增长

金洲管道（002443）调研报告

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2012 年 6 月 27 日

投资要点：

✧ **金洲管道简介。**公司是我国油气输送管第一梯队生产商，主要产品有螺旋埋弧焊管、直缝双面埋弧焊管、高频直缝焊管、镀锌钢管、钢塑复合管等，产品涵盖了油气输送的所有环节，覆盖了主干线管、支线管和城市管网的全系列产品。公司目前权益钢管产能86万吨，2013年底总权益产能将达到100万吨。预计2012-2013年产量为67万吨、79万吨。

✧ **油气管网建设将加速。**“十二五”规划到2015年达15万公里油气输送管，即十二五期间新增油气管线约7.4万公里，未来5年油气管道建设将保持13%的复合增速。西气东输方面每公里大概需钢管500吨，长输送管线中，螺旋焊管7成，JCOE2至3成，ERW占比较少。公司作为油气输送管的第一梯队厂商，与三大油气公司有长期的良好合作关系，将受益于油气管道建设。

✧ **中海金洲扭亏为盈。**公司参与49%的中海金洲结束了连续2年的亏损，今年1季度实现扭亏为盈，上半年将有可能实现盈利。中海金洲产能为20万吨ERW焊管，往年最多时期可以贡献4000多万利润。

✧ **给予推荐评级。**公司主要产品受益于油气输送管道建设和特钢压建设，以及城市燃气管网建设，产品品种丰富，结构不断优化，订单较为饱满。随着参股49%的中海金洲经营不断转好，公司投资收益将扭亏为盈且大幅提升；募投项目和新收购的张家港株江钢管将推动公司2012-2014年业绩快速增长。预计公司2012、2013年营业收入为35.7亿、42.2亿；净利润为1.14亿、1.54亿；按照最新股本计算摊薄后EPS为0.30元、0.40元，给予推荐评级。

✧ **风险提示。**（1）募投项目建设延迟；（2）西气东输推进较慢；（3）特高压建设中标情况未知；（3）原材料价格波动。

公司主要财务指标预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	3,162.37	3,573.48	4,216.71	4,849.21
同比%	23.74	13.00	18.00	15.00
归属母公司净利润(百万元)	62.02	87.44	118.67	130.81
同比%	-15.11	40.99	35.71	10.23
毛利率%	6.69	6.80	7.20	7.20
ROE%	6.46	8.06	8.16	0.00
每股收益(元)	0.21	0.30	0.40	0.44
每股净资产(元)	7.30	4.59	4.99	5.43
市盈率(倍)	32.68	23.18	17.08	15.50
市净率(倍)	0.94	1.50	1.38	1.26

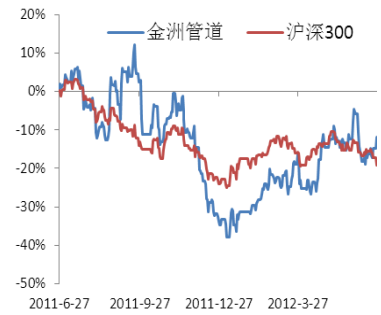
资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

莫景成
SAC 执业证书编号：S0340510120005
电话：0769-22119441
邮箱：mjc@dgzq.com.cn

研究助理：朱晓夏
电话：0769-22110619
邮箱：zhuxiaoxia@dgzq.com.cn

主要数据	2012 年 6 月 22 日
收盘价(元)	6.87
总市值（亿元）	20.27
总股本(百万股)	295
流通股本(百万股)	145
ROE（TTM）	0.05
12 月最高价(元)	15.10
12 月最低价(元)	6.25

股价走势



资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

相关报告

《钢管行业专题报告：迎接油气管到建设、电站电网建设高峰来临》

——2012-5-28

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目 录

1. 下游需求分析 3
1.1 能源需求快速增长拉动油气管网建设 3
1.2 特高压电网建设带动对钢管需求 7
2. 公司经营分析 8
2.1 基本情况 8
2.2 产能产量 10
2.3 产品盈利 10
3. 盈利预测与估值 12
3.1 经营预测 12
3.2 中海金洲扭亏为盈 13
3.3 盈利预测与投资建议 13
4. 风险提示 14

插图目录

图 1：原油消费量、进出口量及对外依存度 3
图 2：石油、天然气行业投资加速 3
图 3：三大石油公司资本开支 4
图 4：天然气消费量、产量逐年提高 4
图 5：十二五期间天然气规划产量和消费量预测 5
图 6：中国焊管产量对比全球焊管产量 5
图 7：中国焊接钢管产量及增速 6
图 8：我国油气管道规划总规模 6
图 9：“皖电东输”特高压电网建设各公司所获订单占比 8
图 10：金洲管道年度净利润增长 9
图 11：金洲管道季度营收与成本 9
图 12：金洲管道季度净利润 9
图 13：金洲管道未来产能结构 10
图 14：预计金洲管道 2012 产量构成 10
图 15：金洲管道分产品吨售价及吨毛利 11
图 16：金洲管道分产品毛利率 11

表格目录

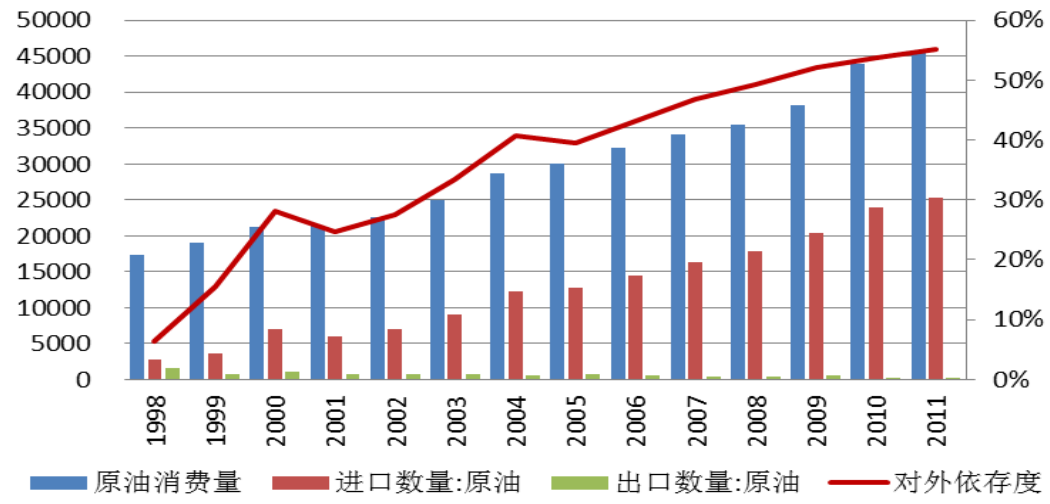
表 1：部分在建和筹建的主要天然气管线 7
表 2：今年预计开工特高压线路及耗钢预测 7
表 3：分产品经营预测 12
表 4：公司利润预测表 13
表 5：钢管类公司对比 14

1.下游需求分析

1.1 能源需求快速增长拉动油气管网建设

近年来，随着我国经济建设对能源的需求持续扩大，原油进口量也逐年提高。根据 5 月 10 日发布的《2011 中国国土资源公报》显示，目前我国石油对外依存度达 56%以上，且有继续提高的趋势。而在 10 年前，对外依存度是 24.68%，在 1998 年更是仅 6.44%。

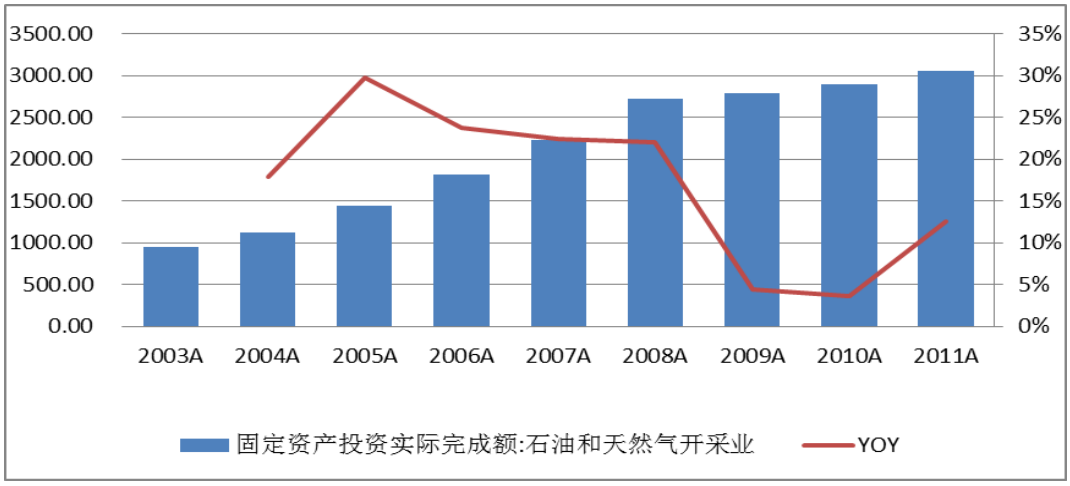
图 1：原油消费量、进出口量及对外依存度



资料来源：东莞证券研究所、公开资料

为了降低居高不下的对外依存情况，我国坚持大力发展能源行业，加大国内炼厂产能，提高能源自给能力。投资相应得到加速。2011 年我国石油和天然气开采业投资达 3056.92 亿，同比增长 12.50%。相比较 2009 年 4.4%的增速和 2010 年的 3.60%的增速有大幅加速趋势。2011 年我国炼油产能 5 亿吨左右，预计 2015 年将提升至 8 亿吨，年复合增长率约为 10%。

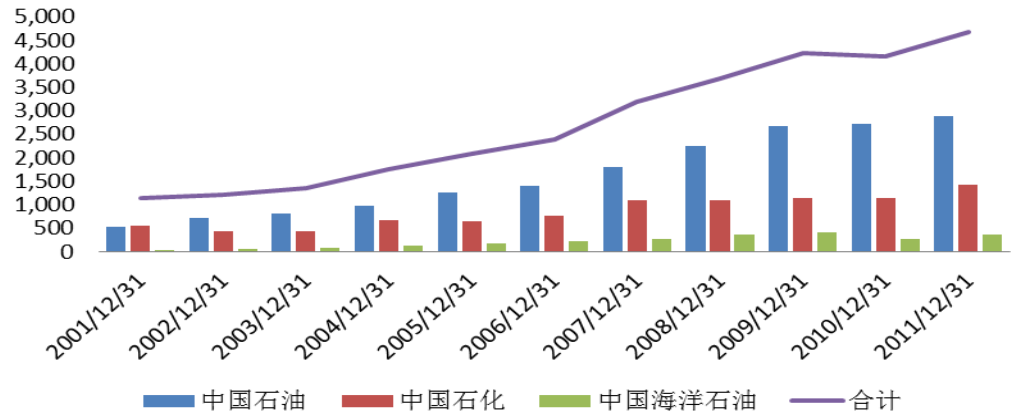
图 2：石油、天然气行业投资加速



资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

根据公司年报披露，2011 年度中国石油（601857）“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”资本开支为 2884.57 亿，同比增 5.94%；相比较 2001 年 533.32 亿，10 年来 CAGR 为 18.39%。中国石化(600028)2011 年度资本开支为 1428.13 亿，同比增 24.50%；相比较 2011 年 563.0 亿，10 年来 CAGR 为 9.76%。中国海洋石油（0883.HK）2011 年度资本开支为 364.22 亿，同比增 28.94%；相比较 2011 年 43.43 亿，10 年来 CAGR 为 23.70。加总计算，三大石油公司 2011 年度用于构建的资本开支合计为 4676.92 亿，同比增 12.63%，10 年来 CAGR 为 15.16%。

图 3：三大石油公司资本开支

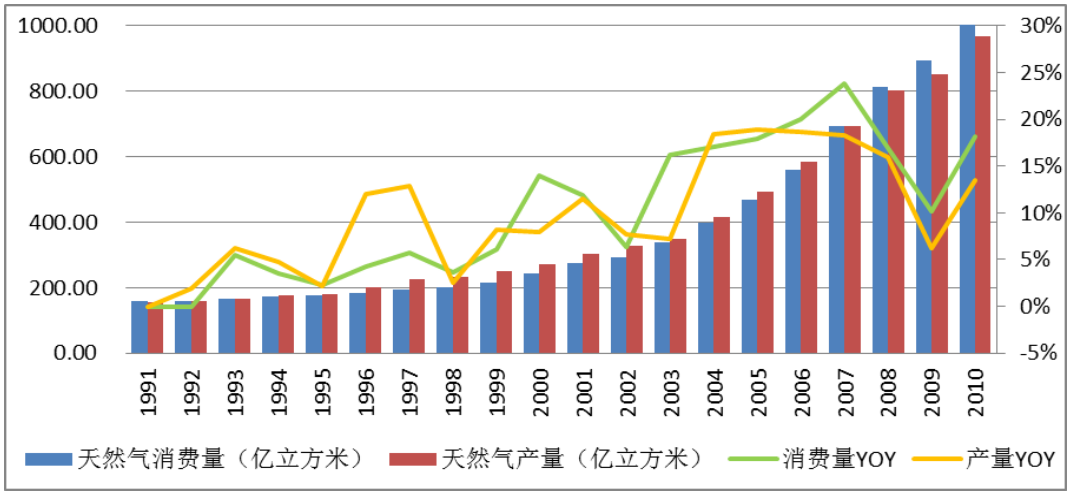


资料来源：东莞证券研究所、公司年报

资本支出的增长不仅是因为规模的扩建，同时还存在着因为石油勘测和开采的难度增大导致的成本提高。与此同时，开采的标的逐渐向偏远地区，更深油层，乃至深海油田转移，这也要求开采和运输装备的升级。

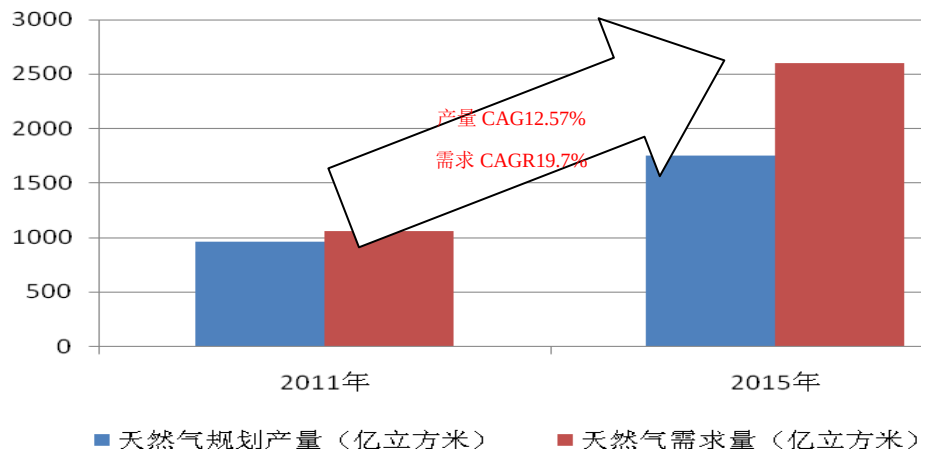
我国的天然气产量和消费量增长迅速。2010 年，我国天然气产量达到 968 亿立方米，比上年增长 13.5%，天然气消费量 1058 亿立方米，比上年增长 18.2%。目前，国内天然气产量仍然不能满足国内需求，我国天然气消耗中一部分还需依赖进口。2011 年初全国能源工作会议上规划：2015 年全国天然气消费量初步规划为 2600 亿立方米，其中国产 1750 亿立方米、净进口 850 亿立方米，意味着未来几年天然气消费量年化增速将达 19.7%。

图 4：天然气消费量、产量逐年提高



资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

图 5：十二五期间天然气规划产量和消费量预测

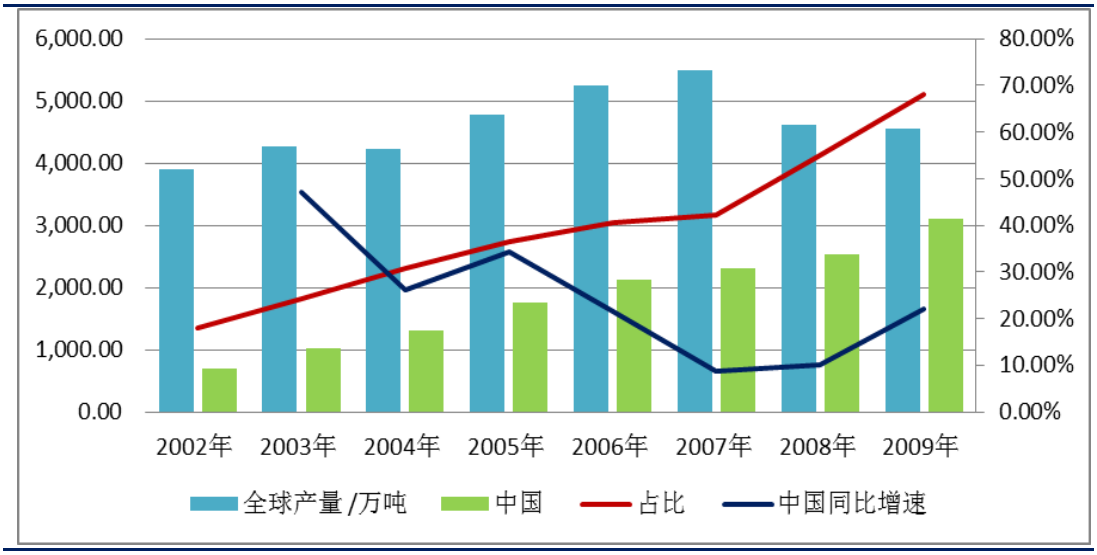


资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

能源需求的增长带动了管网建设，为钢管行业的增长提供了持续动力。焊接钢管产量约占钢管产业总产量的 70%。

从全球焊接钢管的格局看，伴随中国钢铁行业整体的高速发展，中国焊管行业已成为全球焊管行业的重要组成部分。中国焊管产量占全球比例持续提升并有加速态势，占全球产量比例已经由 2002 年的 17.95%提升到 2009 年的 68.17%。

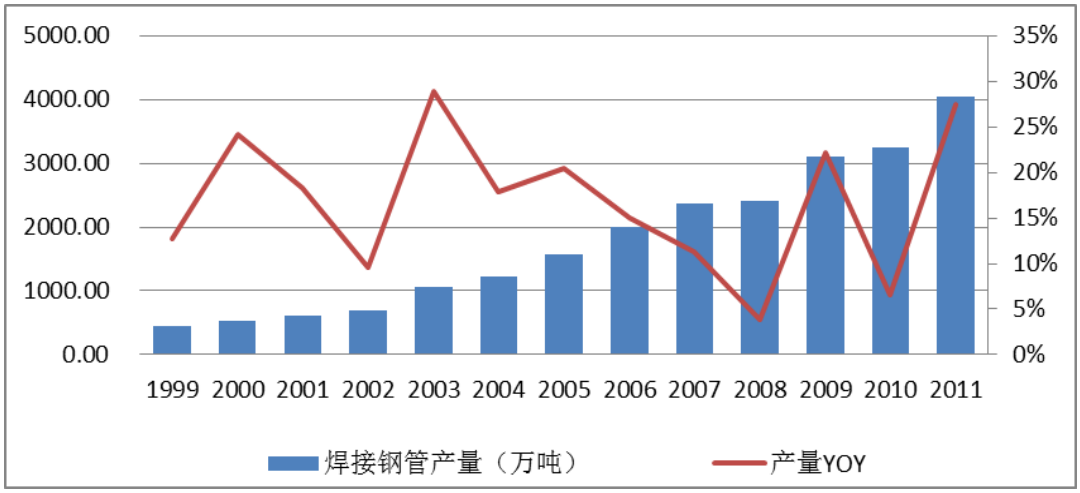
图 6：中国焊管产量对比全球焊管产量



资料来源：东莞证券研究所、同花顺 iFind

这其中有全球焊管自 2007 年以来总产量减少的因素，但我国焊管产量自 2007 年至 2011 年仍然保持 14.44%的年化增速。2011 年全年我国焊管产量突破 4000 万吨达 4048.7 万吨，同比增长 27.50%。

图 7：中国焊接钢管产量及增速



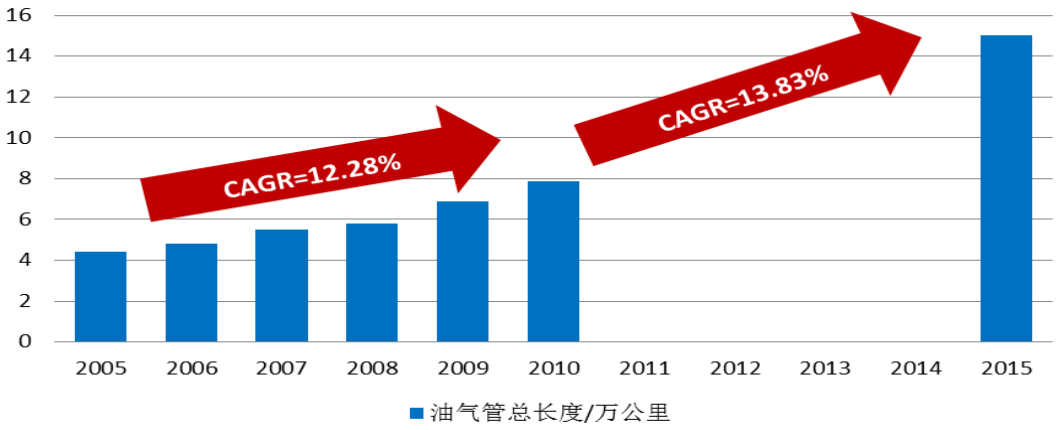
资料来源：东莞证券研究所、同花顺 iFind

伴随着我国大规模能源输送以及水系统的建设，预计焊接钢管未来仍能保持强劲的需求增长。但是我国焊管也存在着高端产品不足，低端产能过剩的问题。产品升级是目前的发展方向。

我国的石油资源主要集中在中西部、东部和大陆架海域；天然气资源是以新疆塔里木、内蒙古鄂尔多斯、四川川渝、青海四大气区为主。主要消费区域则集中在环渤海、长三角、东南沿海等高人口密度地区。所以我国石油、天然气面临长距离输送问题。管道输送相比较火车、船运等其他方法更加安全和经济，所以油气管道建设得到国家政策支持，具备发展前景。

根据十二五规划，国内油气管道总长度将达到 15 万公里，即新增油气管线约 7.4 万公里，相当于 2010 年以前 50 年总和。国家能源局要求全国油气输送管总长度要从 2010 年的 7.85 公里增加到 2015 年的 14 万公里左右。意味着未来几年油气管道建设将保持 13%的增速。管网建设相比较 2005-2010 期间 12.28%的复合增速有所加速。

图 8：我国油气管道规划总规模



资料来源：国家能源局、东莞证券研究所

中石油稳坐国内油气管道建设的第一把交椅，中石油正在运营的油品管道有 5.7 万公里，占全国油品管道的 75%，天然气管道为 3.28 万公里，占全国 80%。“十一五”期间，中石油建设的油气管道长度为 2.7 万公里，超过了过去 42 年的建设总里程。“十二五”期间，中石油建设的油气管道里程将是“十一五”期间的两倍，达到

5.4 万公里，其中天然气管道占到 3 万公里。中石油计划将其管道网络总长度从 2009 年末的 5.69 万公里延长到 2015 年前的 10 万公里。

2011 年由于二线出现的违纪违规问题导致西气东输进度拖后，2012 年 3 月份西气东输三线前期工程将开建，油气管行业将迎来复苏。西三线西起新疆霍尔果斯口岸，干线全长 2445 公里，设计输量每年 300 亿立方米，计划工期 2012 年 3 月至 2013 年 9 月。西气东输四线已经完成了线路勘察，顺利的话也有望在 13 年开建。2013 年可能出现西气东输三四线两个大项目重叠的情况。未来我国油气管建设的重点工程包括中亚线、中缅线、中俄线、西气东输三线、四线、五线等等。考虑到政治因素，西气东输三线此类大工程的真正加速或许要等到换届之后。

表 1：部分在建和筹建的主要天然气管线

编号	线路	路径	距离（km）	产能 亿立方米/年	时间	预耗钢(万吨）
1	中缅管线境内段	云南-贵州-广西	1727	120	2013 年投产	84
2	西气东输三线	新疆-西安-韶关	2445	300	2012 年 3 月开工	453
3	西气东输四线	吐鲁番-宁夏中卫			2015 年前投产	
4	中石化出疆管线	新粤浙管道 新鲁管道	7000	300	已上报至发改委	1200
5	俄罗斯天然气西线	西西伯利亚-新疆	300		2015 年前投产	15
6	俄罗斯天然气东线	东西伯利亚-黑龙江	380		2015 后 2-3 年	19

资料来源：东莞证券研究所、公开资料

油气管网建设在“十二五”期间进入快速增长期，对钢管的需求拉动显而易见。

假设以全长 9000 千米的西气东输二线耗钢管 440 万吨作为参照，未来 5 年新增 6.15 万千米的油气输送管，将消耗 3000 万吨输送钢管。“十二五”期间，年均新增油气管线 1.23 万公里以上，油气输送管的年消耗量大致估算为 500 万吨左右。按照当前产品价格为螺旋埋弧焊管 5000 元/吨，直缝埋弧焊管 6500 元/吨计算，平均年市场容量将达 280 亿左右，十二五期间市场容量将达 1650 亿。

1.2 特高压电网建设带动对钢管需求

根据目前国网对“十二五”特高压电网的规划，特高压交流将建成“三横三纵一环网”，共 1.1 万公里；特高压直流共有 10 条线路，共约 1.86 万公里。

表 2：今年预计开工特高压线路及耗钢预测

编号	线路	参数	线路性质	距离（km）	投资（亿）	钢管塔耗钢预测（万吨）	耗直缝焊管预测(万吨）
1	淮南-皖南-上海	1000kV	特高压交流	656	185	25.70	14.46
2	锡盟-南京	1000kV	特高压交流	1433	331	56.14	31.59
3	蒙西-长沙	1000kV	特高压交流	864	260	33.85	19.04
4	淮南-南京-上海	1000kV	特高压交流	780	~200	30.56	17.19
5	雅安-皖南	1000kV	特高压交流	2178	~500	85.33	48.01
6	哈密-郑州	±800kV	特高压直流	2280	254	89.32	50.26
7	溪洛渡-浙西	±800kV	特高压直流	1688	194	66.13	37.21
8	哈密-重庆	±800kV	特高压直流	2300	~260	90.11	50.70
	总计			12179	1526	477.13	268.46

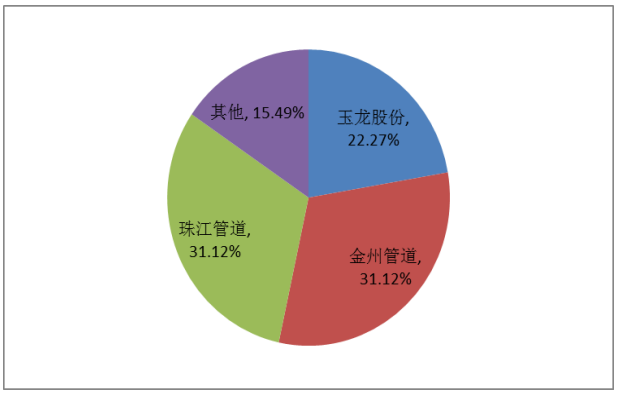
资料来源：东莞证券研究所、公开资料

根据国家电网发展策划部规划，今年国网将力推锡盟-南京、淮南-南京-上海、蒙西-长沙、荆门-武汉-南昌四条交流特高压线路，以及哈密-郑州、溪洛渡-浙西、哈密北-重庆三条直流特高压线路核准开工，俗称“四交三直”。在这七条特高压电网线路中，锡盟-南京、荆门-武汉-南昌有望于年内开工。这意味着，在目前全国只有两条特高压电网线路开工建设的情况下，今年的特高压电网建设力度将令行业发展显著提速。特高压电网建设将为钢管行业带来新的利润点。

根据“十二五”规划，国家电网特高压输电线路五年投资总额将超过 5000 亿元，电力铁塔钢管需求量巨大。十二五期间特高压网络建设会进一步加速。

皖电东输特变电高压建设工程钢管塔招标 25.698 万吨，其中直缝钢管招标 14.46 万吨，其中珠江管道（4.5 万吨订单）、金洲管道（4.5 万吨订单）和玉龙股份（3.22 万吨订单）基本瓜分了所有订单。

图 9：“皖电东输”特高压电网建设各公司所获订单占比



资料来源：东莞证券研究所、公开资料

按照皖电东输招标数据预测，假设特高压电网建设每 1 千米需要 392 吨铁塔用钢，每 1 千米需要直缝钢管 220 吨。那么锡盟至南京段需铁塔用钢约 56 万吨,需直缝焊管约 31.59 万吨，其中直缝高频焊钢管和直缝埋弧焊钢管各一半。焊接钢管将充分受益于特高压线路的高速增长。以皖电东输为参考，预计未来 5 年将新增 12000 千米特高压网路，预计将消耗铁塔用钢管 450 万吨以上，直缝焊管 250 万吨以上。按照当前产品价格为螺旋埋弧焊管 5000 元/吨，直缝埋弧焊管 6500 元/吨计算，市场容量 150 亿左右。

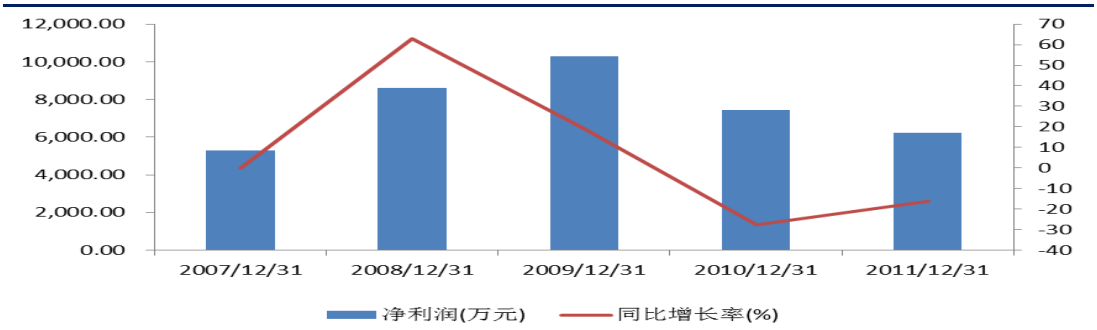
2.公司经营分析

2.1 基本情况

公司是我国油气输送管第一梯队生产商，主要产品有螺旋埋弧焊管、直缝双面埋弧焊管、高频直缝焊管、镀锌钢管、钢塑复合管等，产品涵盖了油气输送的所有环节，覆盖了主干线管、支线管和城市管网的全系列产品。

公司 2011 年年报报告期内实现营业收入 31.62 亿元，同比增长 23.75%；营业成本 29.51 亿元，同比增长 26.00%；实现净利润 0.62 亿元，同比下降 16.05%；实现 EPS 为 0.36 元。

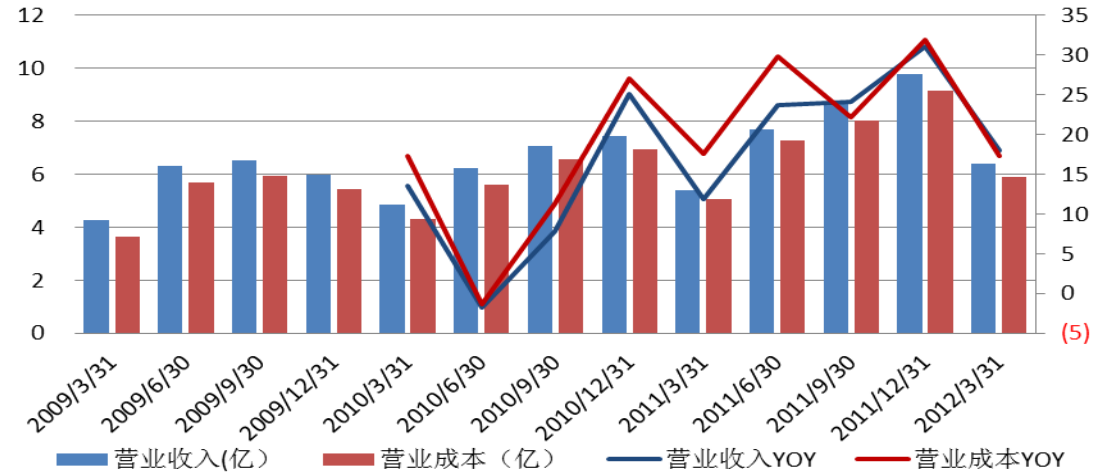
图 10：金洲管道年度净利润增长



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

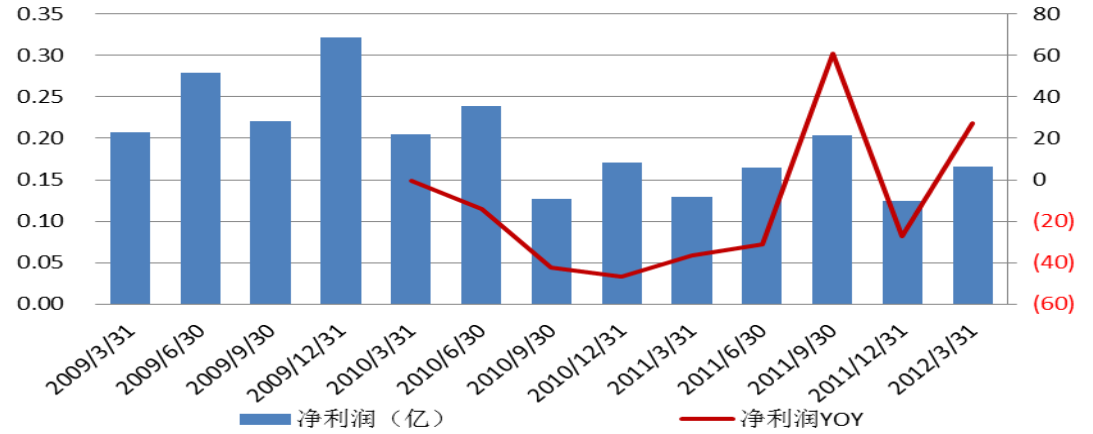
公司 2012 年 1 季报，报告期内实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 18.02%；营业成本 5.92 亿元，同比增长 17.37%；实现归属于母公司所有者净利润 0.16 亿元，同比增长 28.72%；实现 EPS 为 0.09 元。2011 年 4 季度营业收入增长得益于订单的集中确认；而 1 季度收入与成本下降是由于季节性因素的影响，冬季严寒使得 1 季度基建项目需求明显下滑，公司出货随之下降，不过同比仍实现营业收入的增长。成本方面，成本加成的订单生产模式使得公司营业成本基本与营业收入呈现同步变动。

图 11：金洲管道季度营收与成本



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

图 12：金洲管道季度净利润



资料来源：东莞证券研究所、公司公告

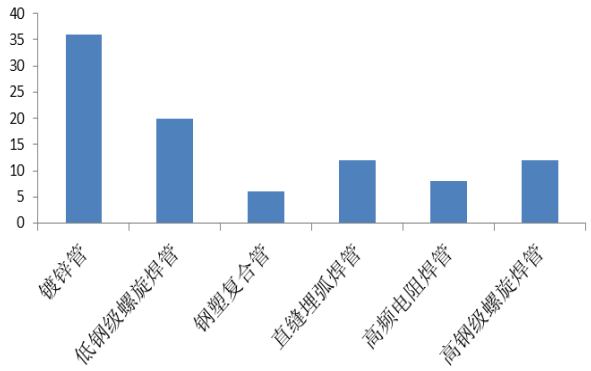
2.2 产能产量

公司原有产能主要包括两类：一类是民用饮用水及消防燃气为主的镀锌管与钢塑复合管，另一类是以油气运输为主的能源管线。

从公司的产能结构来看，通过工艺改进，在 2012 年公司具备镀锌管产能最大 36 万吨，螺旋焊管产能 20 万吨，钢塑复合管产能 6 万吨(钢塑复合管由镀锌管再加工而来，共享产能）。预计 2012 年镀锌管产量为 35 万吨；螺旋焊管产量为 16 万吨；钢塑复合管产量 5 万吨。

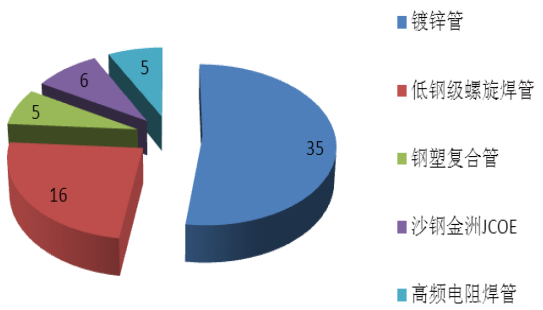
公司 51%控股的张家港沙钢金洲 JCOE 直缝双面埋弧焊管生产线已经投产，设计产能 12 万吨，预计年底可以全面达产。JCOE 产品盈利能力高于公司其他品种，吨毛利在 1000 元以上，预计 2012 年贡献 6 万吨产量。募投 8 万吨 ERW 直缝焊管生产线已经于 2010 年 8 月投产，但 2011 年贡献的产量很低。此生产线产品主要应用于结构管和小区管网,由于此生产线产品口径可大可小，所以要求品种单一、口径较大才可以实现 8 万吨产量；若生产小口径产品则产量相应缩小。乐观预计 2012 年可以贡献 5 万吨产量。募投 12 万吨内防腐螺旋埋弧焊管产品为 X80 高钢级，可以用于油气输送干线建设。铁道部规划建设商杭客运专线，可能穿越子公司浙江金洲管道工业有限公司厂区（位于湖州市开发区杨家埠镇，该厂区是公司此募投产线的原计划实施地点）。所以公司已经计划搬迁此产线，投产时间预计在 2013 年中后期。按此预计，公司 2012 年合计产量可达 67 万吨。加上控股 51%的张家港株江和参股 49%的中海金洲的产能，公司目前权益钢管产能 86 万吨，2013 年底总权益产能将达到 100 万吨。预计 2012-2013 年产量为 67 万吨、79 万吨。

图 13：金洲管道未来产能结构



资料来源：东莞证券研究所

图 14：预计金洲管道 2012 产量构成



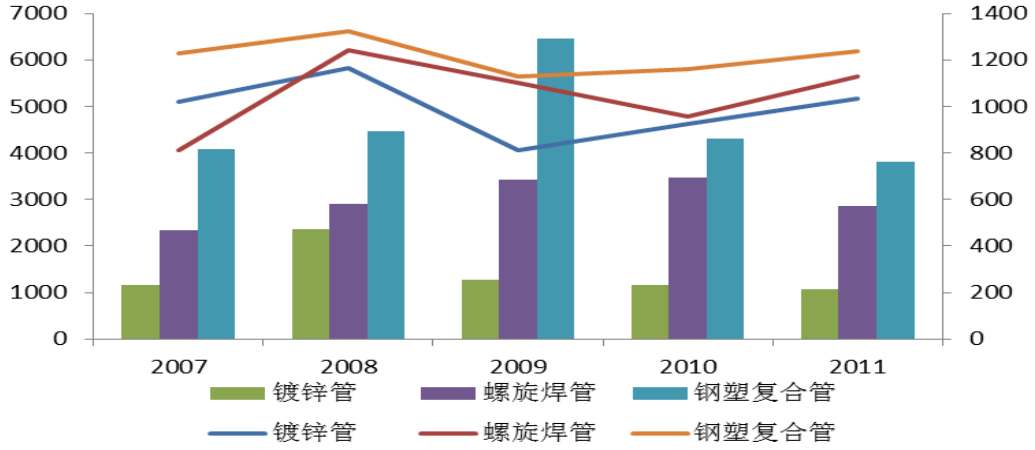
资料来源：东莞证券研究所

2.3 产品盈利

从产品售价来看，伴随着钢材原料价格的上涨，公司加工各类产品成本提高，售价随之上涨。2011 年度镀锌管平均售价为 5169 元/吨，相比较 2009 年度 4059 元/吨和 2010 年度 4623 元/吨继续回升；螺旋焊管平均售价 5650 元/吨，相比较 2010 年度 4791 元/吨大幅上升；钢塑复合管平均售价 6185 元/吨，相比较 2010 年度 5798 元/吨有所提高。

与此同时，公司三类产品的吨毛利水平却出现了一定的萎缩。2011 年度镀锌管吨毛利为 215 元，相比较 2010 年 233 元继续小幅下降；螺旋焊管吨毛利为 570 元，相比较 2010 年 692 元水平大幅下滑，钢塑复合管吨毛利为 763 元，相比较 2010 年度 862 元吨毛利下滑。

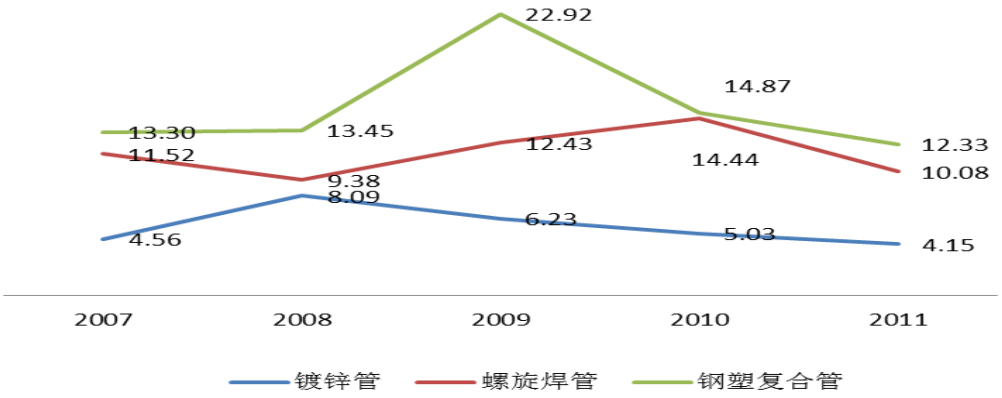
图 15：金洲管道分产品吨售价及吨毛利



资料来源：东莞证券研究所

从产品分类毛利率走势来看，镀锌管的毛利率已经连续 3 年下滑，由 2008 年的 8.09%下降至 2011 年的 4.51%；螺旋焊管毛利率水平没能继续提高，由 2010 年的 14.44%下降至 10.88%；钢塑复合管的毛利率继续大幅下滑，已经由 2009 年的 22.92%下降至 2011 年的 12.33%。

图 16：金洲管道分产品毛利率



资料来源：东莞证券研究所

从未来产品来看，JCOE 产品盈利能力高于公司其他品种，吨毛利在 900-1000 元，预计 2012 年将贡献 5400 万元毛利，成为公司业绩增长的一大动力。募投 ERW 焊管可应用在皖电东输工程订单，此生产线产品主要应用于结构管、城市管和小区管网，吨毛利高于原有的螺旋焊管，约在 700-800 元/吨。募投 12 万吨内防腐螺旋埋弧焊管产品为 X80 高钢级，可以用于油气输送干线建设，盈利能力也会更强。

3.盈利预测与估值

3.1 经营预测

根据公司各条生产线运行情况，我们采用产品分类预测：

表 3：分产品经营预测

种类	指标	2011	2012	2013
镀锌管	产能(万吨）	30	36	36
	产量（万吨）	34.72	35	35
	均价（元）	5169	4800	5000
	吨毛利（元）	215	200	200
	毛利率	4.2%	4.2%	4.0%
	贡献毛利(万）	7448	7000	7000
低钢级螺旋焊管	产能(万吨）	20	20	20
	产量（万吨）	14.48	16	17
	均价（元）	5650	5000	5000
	吨毛利（元）	570	550	500
	毛利率	10.1%	11.0%	10.0%
	贡献毛利(万）	8247	8800	8500
钢塑复合管	产能(万吨）	6	6	6
	产量（万吨）	4.81	5	5.2
	均价（元）	6185	6800	6500
	吨毛利（元）	763	800	800
	毛利率	12.3%	11.8%	12.3%
	贡献毛利(万）	3668	4000	4160
沙钢金洲 JCOE	产能(万吨）	12	12	12
	产量（万吨）	1	7	12
	均价（元）	6080	6080	6100
	吨毛利（元）	1100	1100	1100
	毛利率	18.1%	18.1%	18.0%
	贡献毛利(万）	1100	7700	13200
高频电阻焊管	产能(万吨）	8	8	8
	产量（万吨）	2	5	7
	均价（元）	5000	5000	5000
	吨毛利（元）	250	250	250
	毛利率	5.0%	5.0%	5.0%
	贡献毛利(万）	500	1250	1750
高钢级螺旋焊管	产能(万吨）		0	12
	产量（万吨）			3
	均价（元）			5000
	吨毛利（元）			600
	毛利率			12.0%
	贡献毛利(万）			1800
合计	产能(万吨）	76	82	94
	产量（万吨）	57.01	68	79.2

贡献毛利(万)	20963	28750	36410

资料来源：东莞证券研究所

3.2 中海金洲扭亏为盈

公司参与49%的中海金洲结束了连续2年的亏损，今年1季度实现扭亏为盈，预计上半年可能实现盈利。中海金洲产能为20万吨ERW焊管，往年最多时期可以贡献4000多万利润。产品以前出口占比70%，受金融危机影响较大，去年以来调整后以内销为主，凭借中海油的大平台实现经营恢复正常。该类ERW管以89-219mm的大口径油气输送管为主，钢级以X65-X80为主，主要应用在油气输送的主线和干线，目前市场售价在6000-7000元/吨，吨毛利在700-800元之间；预计中海金洲2012-2013年可以实现利润2500万元、4200万元，对应公司获得投资收益在1225万元、2058万元，占2011年利润的19.75%、33.18%。

3.3 盈利预测与投资建议

公司主要产品受益于油气输送管道建设和特钢压建设，以及城市燃气管网建设，产品品种丰富，结构不断优化，订单较为饱满。随着参股 49%的中海金洲经营不断转好，公司投资收益将扭亏为盈且大幅提升；募投项目和新收购的张家港株江钢管将推动公司 2012-2014 年业绩快速增长。

我们按照产品分类预测和投资中海金洲收益的假设进行盈利预测，预计公司 2012、2013 年营业收入为 35.7 亿、42.2 亿；净利润为 1.14 亿、1.54 亿；按照最新股本计算摊薄后 EPS 为 0.30 元、0.40 元。

表 4：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**3162.37**	**3573.48**	**4216.71**	**4849.21**
营业总成本	**3074.80**	**3450.39**	**4052.37**	**4661.45**
营业成本	2950.89	3330.48	3913.10	4500.07
营业税金及附加	3.71	4.29	5.06	5.87
销售费用	67.82	81.18	93.66	107.29
管理费用	41.16	42.88	46.38	53.34
财务费用	6.11	-13.30	-11.57	-11.71
资产减值损失	5.10	4.85	5.73	6.58
其他经营收益	**-16.21**	**12.25**	**20.58**	**16.42**
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-16.21	12.25	20.58	16.42
其中 对联营和合营投资收益	-16.21	12.25	20.58	16.42
营业利润	**71.36**	**135.34**	**184.91**	**204.18**
加 营业外收入	9.86	7.06	7.06	7.06
减 营业外支出	3.91	3.59	3.59	3.59
利润总额	**77.31**	**138.81**	**188.38**	**207.65**
减 所得税	15.02	24.99	33.92	37.38
净利润	**62.29**	**113.82**	**154.47**	**170.26**
减 少数股东损益	0.27	26.37	35.79	39.45
归属于母公司净利润	62.02	87.44	118.67	130.81
最新总股本(万股)	**173.55**	**295.04**	**295.04**	**295.04**

基本每股收益(元)	0.21	0.30	0.40	0.44
市盈率（倍）	32	23	17	15

资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

对比跟踪的四家钢管类公司，我们采用预测的 2012 年 EPS 作为考量标准，认为业绩优良的金洲管道仍有向上的趋势，给予推荐评级。

表 5：钢管类公司对比

代码	名称	2012EPS	Price	PE
002478	常宝股份	0.65	12.3	18.9
002443	金洲管道	0.30	6.9	22.9
601028	玉龙股份	0.46	8.6	18.7
002318	久立特材	0.47	12.1	25.7

资料来源：东莞证券研究所，聚源资讯

4.风险提示

（1）募投项目建设延迟；（2）西气东输推进较慢；（3）特高压建设中标情况未知；（3）原材料价格波动。

附表：财务报表预测与比例分析：

利润表：	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表：	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**3,162.37**	**3,573.48**	**4,216.71**	**4,849.21**	**净利润**	**62.29**	**113.82**	**154.47**	**170.26**
营业成本	2,950.89	3,330.48	3,913.10	4,500.07	折旧与摊销	28.79	27.11	26.77	27.61
营业税金及附加	3.71	4.29	5.06	5.87	财务支出	4.96	-13.30	-11.57	-11.71
销售费用	67.82	81.18	93.66	107.29	投资损失	16.21	-12.25	-20.58	-16.42
管理费用	41.16	42.88	46.38	53.34	净营运资本变动	-126.99	-64.11	-109.69	-109.69
财务费用	6.11	-13.30	-11.57	-11.71	**经营活动现金流**	**-14.74**	**51.27**	**39.40**	**60.06**
资产减值损失	5.10	4.85	5.73	6.58	资本支出	-93.05	-27.57	-25.89	-26.75
其他经营收益	**-16.21**	**12.25**	**20.58**	**16.42**	其它投资	20.11	12.25	20.58	16.42
营业利润	**71.36**	**135.34**	**184.91**	**204.18**	**投资活动现金流**	**-72.94**	**-15.32**	**-5.31**	**-10.33**
利润总额	**77.31**	**138.81**	**188.38**	**207.65**	股权融资	0.00	-0.45	0.00	0.00
减 所得税	15.02	24.99	33.92	37.38	债券融资	615.01	57.97	72.29	71.08
净利润	**62.29**	**113.82**	**154.47**	**170.26**	股利分配及其它	-40.02	-13.04	-24.18	-27.70
减 少数股东损益	0.27	26.37	35.79	39.45	**筹资活动现金流**	**574.99**	**44.47**	**48.11**	**43.38**
归母公司净利润	**62.02**	**87.44**	**118.67**	**130.81**	**货币资金净变动**	**487.32**	**80.42**	**82.20**	**93.11**
资产负债表：	**2011A**	**2012E**	**2013E**	**2014E**	**主要财务比率：**	**2011A**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	735.54	815.96	898.16	991.27	**成长能力(YOY)**				
应收账款	217.08	267.95	316.18	363.60	营业收入	23.74%	13.00%	18.00%	15.00%
预付账款	225.85	247.79	291.14	334.81	营业利润	-18.87%	89.65%	36.63%	10.42%
存货	516.78	563.55	661.87	761.35	归母公司净利润	-15.11%	40.99%	35.71%	10.23%
其它	53.05	44.24	47.40	50.50	**盈利能力**				
流动资产合计	**1,748.30**	**1,939.49**	**2,214.74**	**2,501.54**	销售毛利率	6.69%	6.80%	7.20%	7.20%
长期股权投资	96.82	104.92	104.92	104.92	销售净利率	1.96%	2.45%	2.81%	2.70%
固定资产合计	173.97	172.02	172.02	172.02	ROE	4.90%	6.46%	8.06%	8.16%
长期待摊费用	0.92	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.00%	5.41%	6.73%	7.03%
其它	45.98	41.20	40.32	39.46	**偿债能力**				
非流动资产合计	**317.69**	**318.15**	**317.26**	**316.40**	资产负债率	5.00%	5.41%	6.73%	7.03%
资产总计	**2,065.99**	**2,257.63**	**2,532.00**	**2,817.93**	流动比率	2.30	2.27	2.21	2.18
短期借款	305.63	353.56	417.20	479.78	速动比率	1.62	1.61	1.55	1.51
应付账款	91.54	99.22	116.58	134.07	**营运能力**				
预收款项	56.14	61.43	72.18	83.01	资产周转率	1.60	1.65	1.76	1.81
其它	308.01	341.67	396.93	452.61	存货周转率	6.77	6.17	6.39	6.32
流动负债合计	**761.31**	**855.89**	**1,002.89**	**1,149.46**	应收账款周转率	14.89	14.74	14.44	14.27
长期借款	38.00	48.04	56.69	65.19	**每股指标**				
其它	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.21	0.30	0.40	0.44
非流动负债合计	**38.00**	**48.04**	**56.69**	**65.19**	每股经营现金流	-8.49	17.38	13.36	20.36
负债合计	**799.31**	**903.92**	**1,059.58**	**1,214.65**	每股净资产	7.30	4.59	4.99	5.43
实收资本	173.55	153.53	153.53	153.53	每股股利	0.15	0.09	0.12	0.13
资本公积	639.65	659.22	659.22	659.22	**估值指标**				
留存收益及其它	453.48	540.96	659.68	790.54	PE	32.68	23.18	17.08	15.50
所有者权益合计	**1,266.68**	**1,353.70**	**1,472.42**	**1,603.28**	PB	0.94	1.50	1.38	1.26
负债和权益总计	**2,065.99**	**2,257.63**	**2,532.00**	**2,817.93**	EV/EBITDA	12.08	10.88	8.32	7.33

资料来源：东莞证券研究所、聚源资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn