

2013年06月25日

新材料

证券研究报告--公司深度报告

收盘价(元): 8.45

目标价(元): 9.99

# 金洲管道(002443)

## 重调整重回增长轨道, 先布局期待业绩再发力

**投资评级: 买入(上调)**

### 材料组

**分析师: 余宝山 (组长)**

执业证书编号: S0290512050001

电话: 021-61681568

邮箱: yubs@zsq.com

**分析师: 王攀**

执业证书编号: S0500511080002

电话: 021-61681562

**联系人: 姜烨**

电话: 021-61681566

### 公司基本数据

总股本(万股)	36148.30
流通 A 股/B 股(万股)	14566.14/0.00
资产负债率(%)	42.01
每股净资产(元)	4.63
市净率(倍)	1.83
净资产收益率(加权)	1.69
12 个月内最高/最低价	10.66/6.13

### 股价走势图



### 相关研究报告

- 1 《业绩大幅增长, 景气依然向好》, 2013.03.26
- 2 《盈利逐步改善, 市场前景看好》, 2013.01.28

### ◎投资要点:

◆**六维分析**。产品来上公司产能未来迈向百万吨级别, 结构进一步向高盈利品种倾斜。管理上, 具备良好费用控制能力和健康的资金流转方式, 通过与中海油合作及并购沙钢金洲完善公司产业链布局, 自去年中期开始业绩逐步改善。市场方面, "十二五"油气长输管道需求仍将面临景气环境, 同时公司在特高压及输煤等新兴能源领域拓展令其占据先发市场优势, 凭借与中海油良好的合作关系及天然的资本纽带, 未来在海气登陆和海洋油气管订单方面有望受益。技术上, 高品级油气输送用螺旋焊管和新型钢塑复合管的项目实施, 未来两年将带来规模扩张和产品结构升级的双重竞争优势。资源上, 公司是为数不多能进入三大油企供应体系的制造商之一, 且在钢塑管领域建立了完善的分销体系渠道, 并获得了一些新应用领域的市场渠道优势。

◆**四方比较**。历史比较来看, 公司动态市盈率已经接近历史均值水平, 处于合理位置; 公司 2013 年预测市盈率为 23.28 倍, 低于长期估值中枢, 表明公司股价在一定程度上反映了未来业绩增长的预期。行业比较来看, 公司预测市盈率略高于可比公司平均水平。公司自 2012 年下半年重归增长, 结构调整初现成效, 子公司及联营公司前期整合调整基本结束, 意味着影响公司业绩下滑的短期因素得到扭转, 同时公司在油气用管领域的渠道优势, 以及逐步进入高等级产品产能释放期, 我们对公司未来两年的业绩复合增长较市场一致水平乐观, 对其适当的估值溢价是有支撑作用的。

### ◎不同之处:

◆**未来估值提升动力值得考虑**。市场一般对公司未来产能扩张和产品升级看好, 我们认为除此之外, 公司在新兴应用市场的布局和油气管产品比重的增长还将不断提升公司估值, 公司将逐渐由管道公司估值水平向油气领域估值靠近。

### ◎关键假设:

◆**产能持续释放, 毛利率稳步增加**。公司募投项目 ERW 管和 JCOE 管产能利用逐步上升, 原料价格温和波动, 毛利率稳步增加。

### ◎风险提示:

在建项目的不确定性, 国家能源管道建设规划变动, 原料价格波动。

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	3162.37	3407.54	681.32	3832.11	4928.42	5859.47
同比增速(%)	23.75	7.75	-31.43	12.46	28.61	18.89
净利润(百万)	62.02	101.34	22.88	134.29	172.18	250.74
同比增速(%)	-15.11	63.40	-12.11	32.52	28.21	45.63
毛利率(%)	6.69	8.29	9.17	9.61	10.28	11.20

每股盈利(元)	0.36	0.28	0.06	0.37	0.48	0.69
ROE(%)	4.98	7.37	1.52	8.66	10.19	13.41
PE(倍)	0.96	25.33		22.66	17.68	12.14

## 正文目录

<b>1. 产品：油气用管供应链逐步完备，民用升级产品增长突出</b>	<b>5</b>
1.1. 公司主营焊接钢管，产品覆盖油气输送和民用两大领域	5
1.2. 公司产能向百万吨级别迈进	5
<b>2. 管理：业绩逐步改善</b>	<b>7</b>
<b>3. 市场：油气管道景气看好，低压管道稳定增长</b>	<b>9</b>
3.1. 油气管道需求仍有较大市场空间	9
3.1.1. 油气需求推动主干管网持续建设和区域管网逐步完善	10
3.1.2. 煤制气管网建设进入加速期	11
3.1.3. 长输油气管道供需平衡受西三线和新浙粤线支撑	12
3.2. 特高压建设提升增量需求	13
3.2.1. 电网建设用铁塔将逐步向钢管塔倾斜	13
3.2.2. 超/特高压建设为结构用管提供潜在增量空间	13
3.3. 低压管领域稳定增长	14
3.3.1. 消防领域钢塑管存替代需求空间	14
3.3.2. 油气生产环境复杂化加速钢塑管应用渗透	15
3.3.3. 给水用管向钢塑复合管升级	15
<b>4. 依靠技术升级，规模渠道并重</b>	<b>16</b>
4.1. 公司定位技术升级和产品结构调整	16
4.2. 通过产业链横向和纵向发展不断提升规模优势	16
4.3. 多方布局打造渠道优势	17
<b>5. 四方比较</b>	<b>18</b>
<b>6. 估值与评级</b>	<b>19</b>

## 图表目录

图 1 公司股权结构及参、控股公司	7
图 2 公司营业收入结构变动	8
图 3 公司营业收入增长	8
图 4 2012 年公司毛利率水平开始回升	9
图 5 2012 年底公司各产品毛利率水平	9
图 6 近三年公司 ROE 波动程度较大	9
图 7 公司以良好的经营能力弥补产品利润率短板	9
图 8 国内天然气消费快速增长	10
图 9 我国油气管道建设里程增速加快	11
图 10 未来油气管道需求空间广阔	11
图 11 用电量增速低于预期不利加快特高压建设审批	14
图 12 公司动态估值处于长期均值水平附近	18
图 13 公司估值水平偏高反映综合优势的预期	19
表 1 油气管道主要产品比较	5
表 2 公司产能概况	6
表 3 主要长距油输管道制造商产能状况	12

表 4 2013-2014 年主要长输油气工程管道需求预测.....	13
表 5 可比公司法测算公司经营增长调整后的合理估值水平.....	20

(本报告共有图 13 张, 表 5 张)

## 1.产品：油气用管供应链逐步完备，民用升级产品增长突出

### 1.1.公司主营焊接钢管，产品覆盖油气输送和民用两大领域

公司主营业务为焊接钢管的研发、生产与销售。目前行业内对焊接钢管一般采用生产工艺进行分类，主要划分为高频直缝焊管（英文简称“ERW”）、螺旋埋弧焊管（英文简称“SSAW”）和直缝双面埋弧焊管（英文简称“LSAW”）三种。

高频直缝焊管是我国生产最早、应用范围最广、产量最大的焊接钢管品种，广泛应用于承压流体输送、城市消防、饮用水输送、建筑脚手架、制造件、机械零件等方面。近年来，随着我国钢材质量及高频直缝焊管制造工艺的提升，中大口径高频直缝焊管也越来越多地应用于石油天然气输送。

螺旋埋弧焊管是将热轧钢带按螺旋形弯曲成形，用埋弧自动焊进行内缝和外缝焊接制成的钢管，广泛应用于石油天然气输送、中大口径低压输水、热力输送等方面。

直缝双面埋弧焊管是我国较晚发展起来的制管技术，投资相对较大，使用的原材料为成本较高的单张宽厚板，工艺较复杂、生产效率较低、产品成本较高，产品主要应用于石油天然气输送主干线上。

公司产品范围覆盖油气输送领域和普通民用领域，其中油气领域产品包括油气输送用螺旋焊管、油气输送用高频直缝焊管（HFW）等；民用领域产品主要有热浸镀锌管及钢塑复合管，属于高频直缝焊管类产品，广泛应用于饮用水、消防及低压燃气输送等领域。

表 1 油气管道主要产品比较

制造方法	产品规格/mm (in)		产品制造属性	主要应用 (特性)
	直径 D	壁厚 t		
ERW (HFW、LFW)	≤ 610 (26)	≤ 25.4 (1.0)	使用原料为热轧钢卷；采用无填充感应（接触）焊接；焊接部位表面光滑、几何尺寸精度高	油套管（高抗压溃性、加工性好） 油气、水、浆输送用管（焊接性、安全性好） 机械用管（加工性、几何尺寸精度高） 结构用管（高强度、良好断面性能）
SAWL	≥ 508 (20)	≤ 50.8 (通常)	使用原料为热轧钢板；采用埋弧焊接；大直径、高强度、残余应力较小	油气输送管线管（焊接性、安全性好） 大型工程结构用管（高强度、良好断面性能） 钢管桩
SAWH	≥ 323.9 (12)	≤ 25.4 (通常)	使用原料为热轧钢卷；采用埋弧焊接；直径较大、焊缝较长、残余应力较大	油气输送管线管（焊接性、安全性好） 大型工程结构用管、钢管桩

资料来源：《从金融危机中看焊接钢管的消费结构与调整》

### 1.2.公司产能向百万吨级别迈进

公司现有产能共计约 76 万吨，其中上市之前热浸镀锌管产能 36 万吨、螺旋焊管产能 20 万吨、钢塑复合管 6 万吨。IPO 募投项目投产后，增加结构用 ERW 管 8 万吨、JCOE 管 12 万吨（权益产能约 6 万吨）。

另外 2009 年 11 月公司与中海油能源发展股份有限公司合资成立了中海金洲管道有限公司，公司持股 49%，中海金洲目前产能约为 20 万吨，产品主要为油气输送用中大口径 ERW 管为主，按照参股比例公司权益产能近 10 万吨。

2102 年公司进行非公开增发，建设年产 20 万吨高等级石油天然气输送用预精焊螺旋焊管项目及年产 10 万吨新型钢塑复合管项目，且分别将于 2013 年年底及 2014 年中期建成投产，未来公司产能有望突破百万吨级水平，达到 116 万吨。

**表 2 公司产能概况**

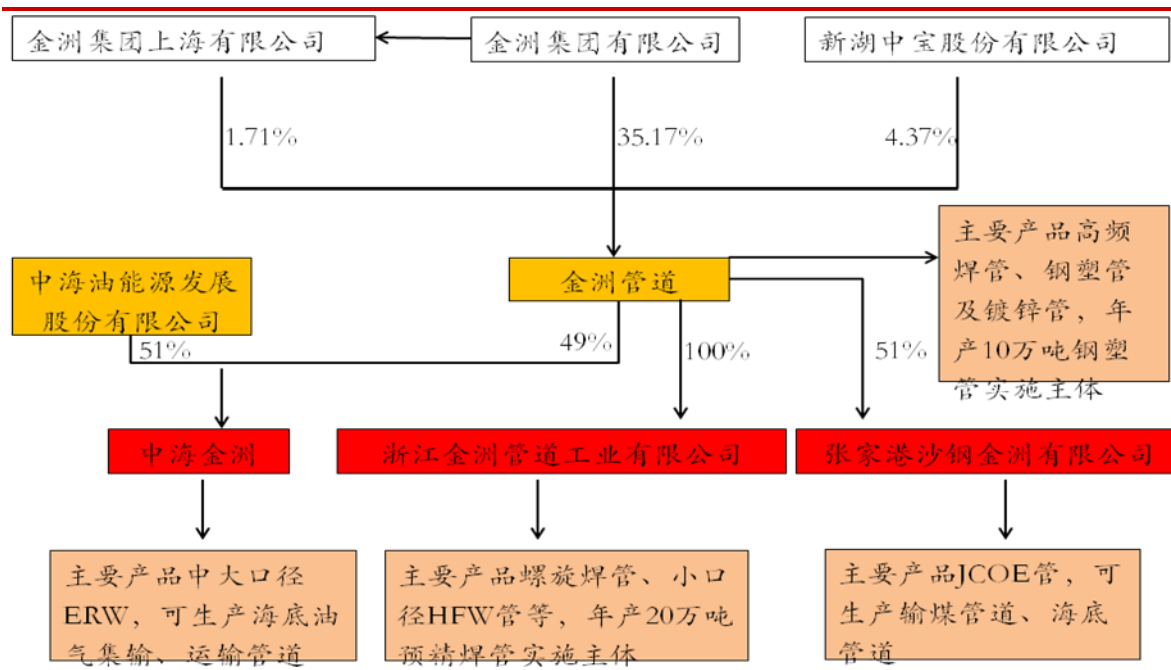
产品名称		产能	应用领域
现有产能	镀锌管	36 万吨	燃气及消防用管
	钢塑复合管	6 万吨	主要应用于饮用水、消防等
	螺旋焊管	20 万吨	油气输送
	募投项目 ERW 管	8 万吨	结构用管
	张家港沙钢金洲	12 万吨	JCOE 管
	中海金洲	20 万吨	大口径油气输送用 ERW
合计		76 万吨自有产能，中海金洲近 10 万吨权益产能	
预计增加产能	预精焊螺旋焊管	20 万吨	预精焊螺旋焊管 5 万吨； 外防腐预精焊管 11 万吨； 内外防腐预精焊管 4 万吨。
	钢塑复合管	10 万吨	消防用 4 万吨（双面涂塑）； 油气田及矿井用 4 万吨（衬塑）； 给排水用 2 万吨（衬塑）。
	合计	30 万吨	

资料来源：公司公告

公司控股股东及实际控制人为金洲集团有限公司，直接和间接持股比例 36.88%。公司下属两家子公司，浙江金洲管道工业有限公司和张家港沙钢金洲管道有限公司，持股比例分别为 100%和 51%，其中浙江金洲管道工业有限公司主要生产螺旋焊管、小口径 HFW 管、PE\PPR 管，为定增项目的 20 万吨高等级石油天然气输送用预精焊螺旋焊管实施主体；张家港沙钢金洲管道有限公司主要产品为 JCOE 管。另外公司与中海油能源发展股份有限公司合资成立中海石油金洲管道有限公司，公司持股占比 49%，合资公司主要生产中大口径油气输送用高频直缝焊管。



图 1 公司股权结构及参、控股公司

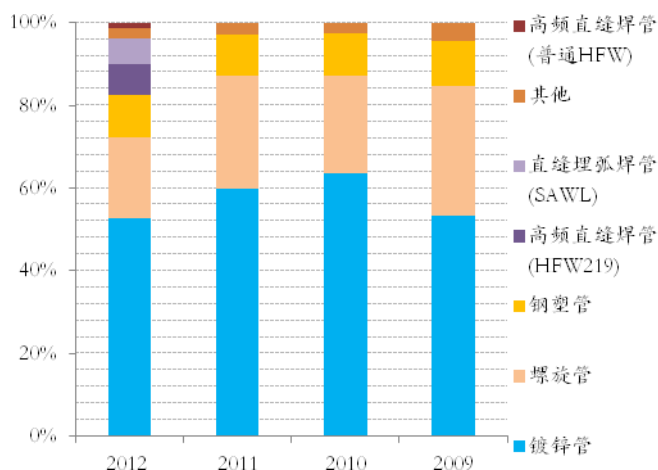


资料来源： 公司资料

## 2.管理：业绩逐步改善

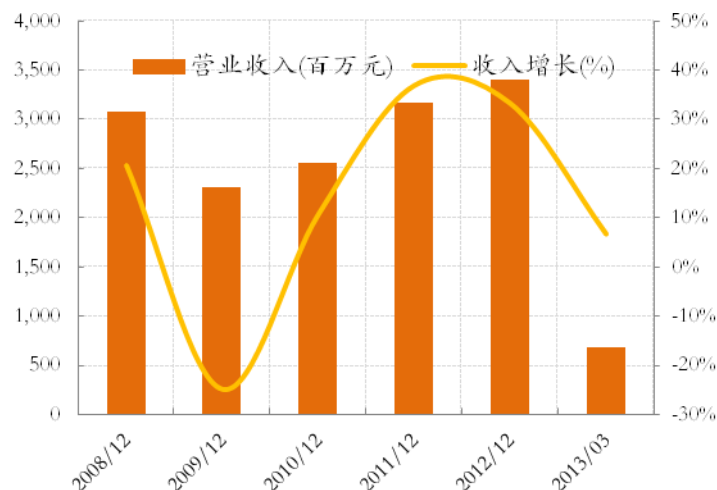
公司主营收入可以分为能源用管产品和民用生活用管产品，其中能源用管产品包括螺旋埋弧焊管、直缝埋弧焊管和高频直缝焊管，普通民用管产品包括钢塑复合管和热镀锌管。从收入结构来看，热镀锌管收入占比最大，2010-2012年占主营业务收入比例分别为63.3%、56.73%和50.12%，呈现比重逐步降低的趋势，公司不再对热镀锌管业务进行扩张，只维持其现有规模。螺旋焊管业务是公司能源用管产品主要业务，2010-2012年营收占比分别为23.8%、25.87%和18.75%，公司近三年来螺旋埋弧焊管产能稳定，其收入占比主要受到利用率影响，取决于国内油气管输工程的项目情况，2010年由于开工项目较少，主要供货于城市小管网建设，因此收入同比下滑17.85%；2011年随着中缅管线等国内外大型项目的施工建设，公司螺旋管产品销量大幅上升拉动营收增长43.4%；2012年因上半年受宏观经济下滑影响油气工程投资下降，油气输送管市场竞争加大，公司螺旋焊管业务量价同降，收入下滑21.94%。随着西三线工程开始逐步提高对高等级油气输送管的使用要求，公司螺旋焊管产品拟通过募投项目进行规模和产品升级。2012年开始，由于公司并购的沙钢金洲并表，公司增加直缝埋弧焊管业务，2012年营收占比6.12%。同时由于高频直缝焊管投产，其营收占比8.29%。公司另一大块业务来自于钢塑管，近年来业务保持稳定增长，收入占比2010-2012年分别为10.2%、9.4%和9.83%。

图2 公司营业收入结构变动



资料来源: wind

图3 公司营业收入增长



资料来源: wind

从盈利能力来看, 钢塑管和高频直缝焊管(HFW219)具备较高的毛利率水平, 2012年分别为17.28%和13.27%。钢塑管2012年随着民用管材消费不断升级, 毛利率大幅增加4.95个百分点。2012年四季度以来, 据我们调研的情况看维持供不应求之势。

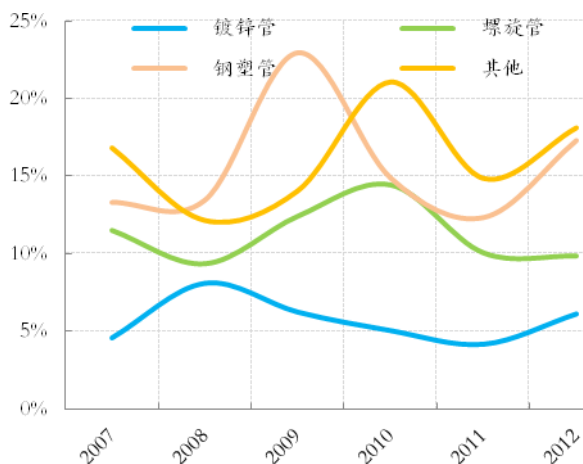
高频直缝焊管(HFW219)主要是公司对淮南-上海特高压项目的供货, 其盈利能力比普通高频直缝焊管1.42%的毛利率水平要高很多。因此未来特高压领域结构用管需求的供货优势将会使公司高频直缝焊管业务成为新增长点之一, 目前产能利用率只发挥一半左右, 其提高将进一步提升盈利水平。

公司镀锌管业务盈利水平较低, 2012年仅为6.11%。螺旋焊管业务毛利水平近三年从14.44%逐步下降到9.88%, 有明显的降幅, 反映油气输送管市场日益激烈的市场竞争状况, 以及油气管道应用不断升级给公司带来的压力。2013年下半年公司定增20万吨高等级螺旋焊管项目将建成投产, 有望该产品毛利水平和整体营收占比。

直缝埋弧焊管产品毛利率2012年仅为4.43%, 主要因控股子公司沙钢金洲产能利用较低, 产品单价同比下降所致。沙钢金洲与中煤科工集团于2012年签订的直缝埋弧钢管供货协议交货期在2013年一季度, 单位售价8765元/吨, 比2012年5769元/吨平均售价大幅提高, 新应用领域的拓展可提升公司产品的盈利能力。未来输煤管道、深海油气管及特高压领域对直缝焊管的先发优势将有可能为公司直缝焊管业务带来较大的盈利提升空间。

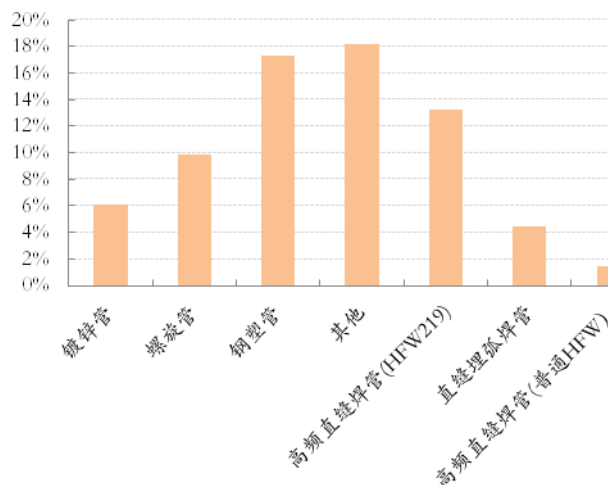


图 4 2012 年公司毛利率水平开始回升



资料来源: wind

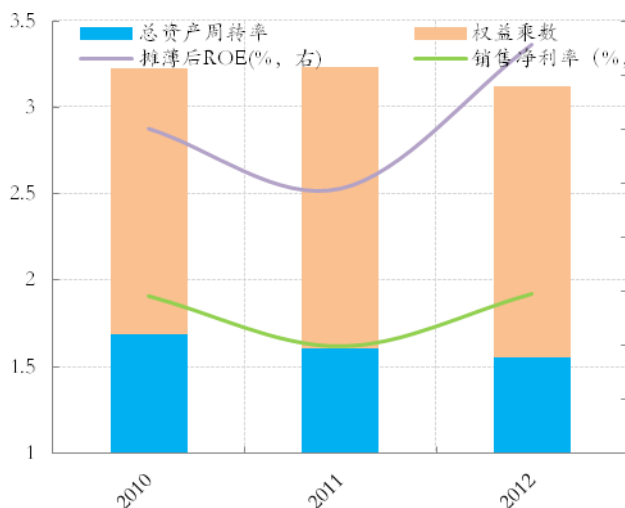
图 5 2012 年底公司各产品毛利率水平



资料来源: wind

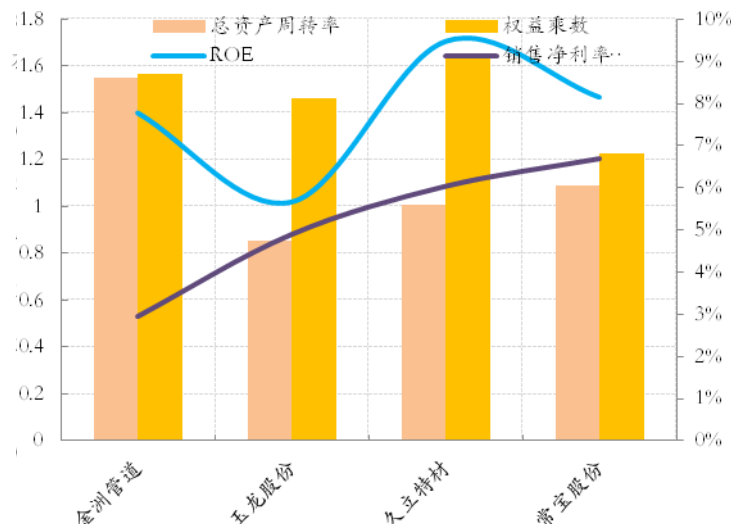
近三年公司净资产收益率有较大波动, 2011 年公司摊薄后 ROE 为 4.89%, 较 2010 年下降 1.1 个百分点, 主要是联营企业中海金洲管道有限公司亏损大幅上升和主营产品中螺旋焊管和钢塑管毛利率的下滑造成。2012 年联营公司经营出现拐点、实现扭亏为盈, 公司募投项目的高频直缝焊管实现高端供货, 民用管毛利率回升, 使得公司摊薄后 ROE 上升至 7.55%。可以看出, 自 2012 年开始公司结构调整初现成效, 影响收益率的短期非经常性因素逐渐消失, 公司逐步重回增长轨道。2013 年 1 季度公司综合毛利率水平较 2012 年底继续回升, 表明公司这种增长具备持续性。

图 6 近三年公司 ROE 波动程度较大



资料来源: wind

图 7 公司以良好的经营能力弥补产品利润率短板



资料来源: wind

同行业比较来看, 公司扣除非经常损益后的 ROE 水平处于同行业中上游, 较最具可比性的玉龙股份高出 37%。从驱动因素角度来看, 公司与可比公司具备类似的负债结构, 但销售净利率水平明显低于同行业可比公司, 资产周转能力却远远好于可比公司, 可见公司还是具备较强的经营运作能力, 尽管公司产品在结构上附加值低于同类的久立特材和常宝股份, 但还是通过强有力的资产管理和运作获取了较强的收益率水平。

### 3. 市场: 油气管道景气看好, 低压管道稳定增长

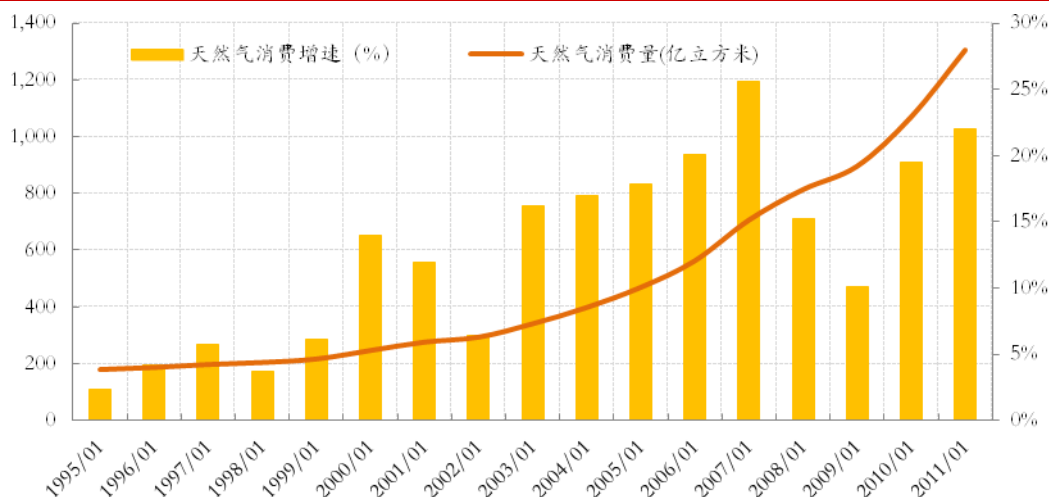
#### 3.1. 油气管道需求仍有较大市场空间

### 3.1.1. 油气需求推动主干管网持续建设和区域管网逐步完善

我国天然气消费将进入爆发期。”十二五”期间国家对减排问题和清洁能源使用的愈发重视，天然气总消费量及其在一次能源消费占比将呈现快速上升态势。2000 年我国天然气消费量为 245 亿立方米，2010 年达到 1075 亿立方米，年均增长 15.9%。根据国家能源局统计，2011 年国内天然气消费量为 1318 亿立方米，占一次能源消费总量的比重由 2010 年的 4.4% 上升到 4.6%。但是与其他国家相比，我国无论是天然气的消费绝对量上还是天然气消费在整个一次能源消费中所占比例方面都处于世界较低水平，同时天然气管道里程的增速甚至跟不上国内天然气消费量的增长。

根据天然气发展的“十二五”规划，预计 2015 年我国天然气消费量为 2300 亿立方米左右，用气普及率将进一步提高，供应能力将超过 2600 亿立方米(包括煤层气、页岩气及煤制天然气等非常规天然气和进口天然气)，到 2015 年天然气占一次能源消费总量的比重达到 7.5%，相对于“十一五”末将大幅提高。快速增长的天然气消费及供应必然加速全国性油气管网建设，带动对油气输送用管道的大量需求，油气管网建设高峰即将来临为管道输送行业提供高景气度。

图 8 国内天然气消费快速增长

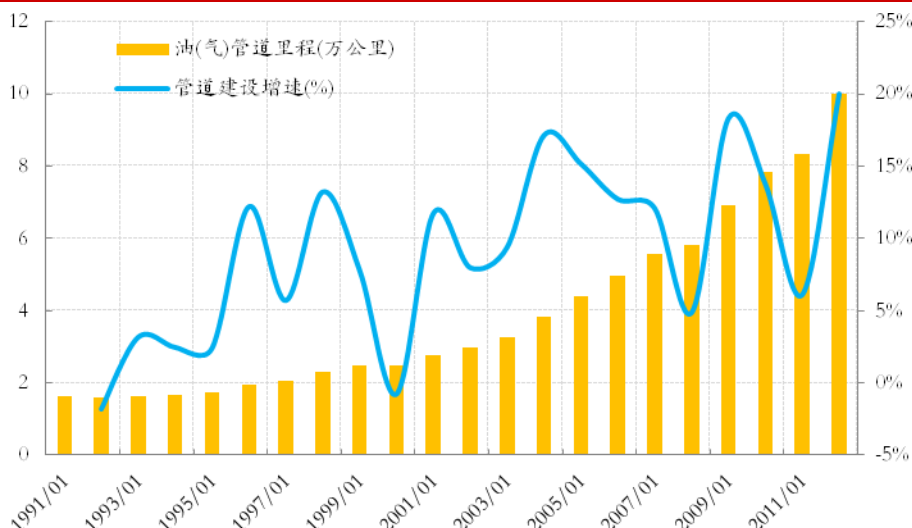


资料来源：wind

能源发展“十二五”规划中明确提出，“十二五”期间加快建设西北(中国—中亚)、东北(中俄)、西南(中缅)和海上四大进口通道，形成以西气东输、川气东送、陕京输气管道为大动脉，连接主要生产区、消费区和储气库的骨干管网；完善长三角、环渤海、川渝地区天然气管网；基本建成东北、珠三角、中南地区等区域管网，“十二五”时期，新增天然气管道 4.4 万公里。

我国油气管道建设主要由三大石油生产商实施，中石油在管道建设中目前处于绝对地位，截至 2012 年底我国油气管道总里程接近 10 万公里，仅中石油一家管道总长度达到 6.68 万公里，占比 70% 左右。“十一五”期间中石油新建油气管道长度 2.7 万公里，根据其建设规划，“十二五”期间油气管道建设里程将达到 5.4 万公里，较“十一五”翻倍。2011 年和 2012 年中石油油气管道建设里程分别为 7000 公里和近 1 万公里，二者合计 1.7 万公里，建设进度明显慢于规划，因此按照目前的规划和进度，2013 年以后中石油长距离输送油气管道建设将会进入加速期，假设全国性油气输送管网按照规划完成，2013-2015 年单中石油一家将每年铺设 1.2 万公里的油气管道。

图 9 我国油气管道建设里程增速加快



资料来源: wind

若以全国油气管道总规划计算, 2012 年我国油气管道总里程近 10 万公里, 距离十二五末 14 万公里的总里程, 尚存在近 4 万公里的管道建设空间, 每年提供约 1.3 万公里的管道需求空间。西二线油气输送管网建设开始采取中大口径、X80 钢级的油气管道, 标志着在今后全国性及区域性管网建设中, 采用中大口径、高钢级管道是未来的发展趋势。西二线干线中使用的 X80 钢级的管道用量为 570 吨/公里, 由于在长距离输送管网中支线、支干线等所用管道管径及壁厚越贴近城市管网越小, 其对管道的单位里程耗用量越低, 考虑此因素, 按照每公里 450 吨的用管需求, 每年油气管道干支线的总需求量约为 585 万吨。一般配套管网建设与支干网建设里程比率在 3:1 左右, 同时考虑到所用管道口径及钢级因素, 其对油气管道的需求量估算为 870 万吨。全国性油气输送骨干网的持续建设和配套区域管网的形成和完善, 为未来 2-3 年油气管道需求提供较大市场空间。

图 10 未来油气管道需求空间广阔



资料来源: 中山证券研究所搜集

### 3.1.2. 煤制气管网建设进入加速期

我国天然气国内生产能力有限, 无法满足国内需求的快速增长, 因此目前我国的天然气消费结构中进口气源还占很大比重。2012 年, 全国天然气产量 1077 亿立方米, 消费量 1471 亿立方米, 供需缺口达 394 亿立方米。2013 年 1-4 月份, 我国天然气产量为 402 亿立方米, 同比增长 7.7%, 进口约合 171 亿立方米, 增长 32.3%, 进口气源的大幅增长表明目前国内气源供应仍跟不上需求增长的步伐。同期天然气表观消费量 568 亿立方米, 同比增长 13.2%, 天然气总供应量仅高出消费量 5 亿立方米, 扣除进口气量国内自给缺口为 166

亿立方米。国内居民消费的快速增长和为节能环保而进行的工业气改，将会维持天然气需求量的长期增长趋势，天然气国内供应保障能力的压力将更加突出。

为解决天然气自给缺口，国家层面推动煤制气的发展。继十一五期间四个煤制气示范项目之后，2011年起更多的煤制气获得国家发改委核准，截至2012年仅新疆正在建设和进行前期工作的煤制天然气项目有30多个。目前煤制气已经解决了技术瓶颈和市场需求方面的问题，管输问题成为发展的关键。由于管道建设需要2-3年的建设期，为了能够在建成后顺利投产，随着煤制气项目的逐步铺开，配套管网建设也已经进入大规模开展期。

包括中石油、中石化在内的国内天然气供应商都开始加大对管道建设的投资力度。中石化在新疆主要规划两条煤制气外输管道，分别是中石化新疆煤制天然气外输管道工程新浙粤管道项目和新鲁管道项目，其中新浙粤管道已经获得国家批准开展前期工作，两条管道计划长度分别为7373公里和4463公里。中石油规划建设14条煤制气接入支线，总长度430公里。除此之外，一些煤制气制造商为摆脱对两大油企管输环节的控制，也开始布局管输环节，选择自建管道，例如大唐集团在内蒙古的克什克腾项目上投资100亿元自建气输管网。

煤制气项目一般建在新疆和内蒙古等煤炭资源优势的地区，一般均采用长距离管输方式，拉动对油气管道的需求。天然气国内供应保障亟待提升的压力和对新疆等地政策倾斜等因素，令国家层面对这些地区的煤制气项目审批相对容易。项目的规模铺开进一步拉动管网和管道消费总量。

### 3.1.3.长输油气管道供需平衡受西三线和新浙粤线支撑

我们对国内目前有能力进入三大油供货系统的油气长输管道制造商产能做了统计，现有产能为螺旋埋弧焊管468万吨（SSAW）、直缝埋弧焊管为367万吨（LSAW），拟建或在建的螺旋埋弧焊管50万吨，直缝埋弧焊管94万吨。合计后未来1-2年内潜在产能螺旋埋弧焊管518万吨，直缝埋弧焊管461万吨。

表3 主要长距油输管道制造商产能状况

主要油管企业	现有产能		拟建或在建产能	
	SSAW	LSAW	SSAW	LSAW
宝鸡石油钢管	158	25		
金洲管道	20	12	20	
玉龙股份	39	20	5	24
珠江钢管	66	190		30
胜利管道	115		30	40
渤海装备	50	40		
中石化沙市钢管	20	30		
宝钢钢管		50		
合计	468	367	50	94

资料来源：中山证券研究所搜集

2013年开始，几个主要的大型长距离油气输送工程开工或在建，包括西三线、陕京四线、新浙粤线等，为油气输送管道企业订单获取提供了保障。根据有望在2013年释放订单的三项大工程建设里程和节奏来看，其主干线对油气管需求总量经测算后预计达到359万吨，按照配套管网建设与主干网1:3的里程，考虑到管网用管口径及钢级因素，测算配套管网用钢量为537万吨。二者合计需求量896万吨，基本能够覆盖三大油企主要



的资质供应商产能总量，因此我们预计目前若大项目订单按照预期释放的话，长输油气管道供需基本能够实现平衡，这里还未考虑到中海油管网建设的需求，因此当前长距输送用油气管道需求景气度仍然较好。

表 4 2013-2014 年主要长输油气工程管道需求预测

	西三线	陕京四线	新浙粤线	新鲁线
长度	总长 7378 公里、干线 5220 公里	全长 1468 公里	全长 7373 公里	4463 公里
2013 年放量	干线 2450 公里	1468 公里	2458 公里	
公里耗管量(km)	570	570	550	570
总需求量(万吨)	420.55	83.68	405.52	254.39
2013 需求量(万吨)	139.65	83.68	135.19	

资料来源：中山证券研究所

## 3.2.特高压建设提升增量需求

### 3.2.1.电网建设用铁塔将逐步向钢管塔倾斜

在电网建设中，铁塔主要承担支撑输电线路导、地线的功能，长期以来我国使用角钢塔作为输变电线路的主要塔型。长期以来电网建设落后于电源建设，随着国内用电量需求的激增，电网投资近年来逐步加大。由于受线路走廊的限制，目前我国电网建设中多采用建设高电压、同塔多回路线路的方式来提高电网的输送能力，输电线路的负荷和机械荷载也将随之提高，对线路安全性、可靠性和经济性的要求越来越高。在这种背景下，钢管塔应运而生。

钢管塔是以圆形截面钢管作为主要承力构件的空间塔架结构，与传统的角钢塔相比，钢管塔具有构件风压小、刚度大、结构简洁、传力清晰等优点，能充分发挥材料的承载性能。在大荷载杆塔中应用钢管塔可有效减小耗钢量及基础作用力，塔重比常规角钢塔减少 10%~20%，具有资源节约、环境友好、经济合理等优势。截至 2008 年底，我国已经有 47 项工程应用钢管塔，其中大跨越 38 项、常规线路 9 项，均运行状况良好。随着我国输电线路广泛采用同塔双回或同塔多回型式，线路负荷和机械荷载呈现不断加大的趋势，钢管塔近年来在我国大荷载输电线路中逐步得到应用，我国大跨越线路普遍采用了钢管塔，20 余条 50 kV 同塔双回或多回线路也采用了钢管塔结构。

2011 年 9 月皖电东送获批，该工程是我国首条 1000 kV 交流同塔双回特高压输电工程，标志着我国特高压建设启动。在线路设计中，国家电网致力于推广钢管塔的使用，全线采用钢管塔设计，随着工程的推进和铁塔组立的完成，其设计经验为今后特高压建设采用钢管塔奠定了技术标准和施工基础。在特高压建设中使用钢管塔，也符合国际使用惯例，日本、韩国等国在特高压和超高压线路中也大量采用钢管塔。根据发达国家的经验，高规格输电线路的电力输送塔将慢慢向钢管塔过渡。

### 3.2.2.超/特高压建设为结构用管提供潜在增量空间

钢管塔所用的钢管构件一般分为焊接钢管和无缝钢管，焊接钢管又分为直缝焊管和螺旋焊管。用于结构管时，由于直缝焊管的焊缝和管件轴线平行，对受力影响较小，一般采用直缝焊管。直缝焊管生产工艺分为高频电阻焊管和埋弧焊管。根据生产工艺特点，钢管直径不大于 426mm 时，采用高频电阻焊管；直径大于 426mm 时，埋弧焊管。在我国特高压建设领域，特高压交流输电线路电塔均用高等级的结构用焊接钢管。以“皖电东

输”1000 千伏特高压交流电线路为例，整个电线路全长 656km、使用直缝焊管 14.46 万吨，折合每公里用管量 220 吨。

在未来电网结构发展蓝图上，国家电网主推特高压建设。尽管在能源局面前，有多种未来电网架构方案，但是方案的区别只是在要建成超高压电网还是特高压电网，无论哪种建设方案，对于结构用焊管的需求总是拉动作用，这是由钢管塔的使用趋势决定的，不同的是特高压方案，对应的是更大结构焊管需求空间。

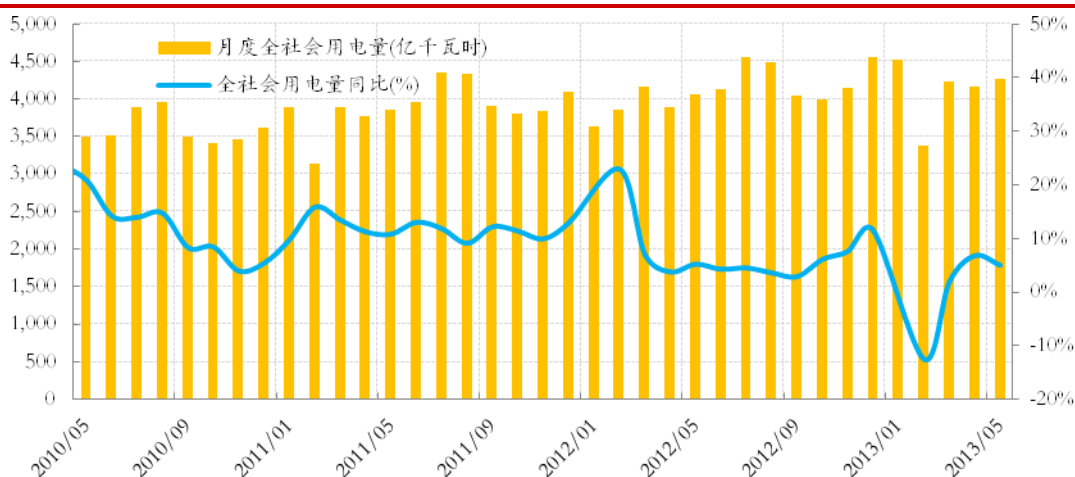
国家电网 2004 年开始推动在国内全面建设特高压交流骨干网，2008 年将其规划改为三华联网，2012 年国家电网向国家能源局上报《特高压十二五规划》，规划中提出在 2015 年前建成“三纵三横一环”特高压交流骨干网七条线路和 16 回特高压直流输电线路，总投资 4060 亿元。

由于在电网安全性、稳定性及经济性方面存在争议，我国特高压电网建设及审批进度较慢，目前交流方面只建成晋东南-荆门线路及淮南-上海（皖电东送）两个试验性示范项目，锡盟-南京、浙北-福州线路已获核准进行前期准备工作；直流方面仅有溪洛渡-浙西、哈密南-郑州项目开工建设。由于技术路线区别，在特高压直流建设方面获得审批较交流项目容易，因此国家电网在项目报批上也一定程度增大直流建设项目比例，因此未来特高压建设直流线路推进将较交流建设推进快速。

从当前的情况来看，“十二五”已过半，然而距离国家电网“十二五”之前建成三华特高压电网的目标却仍然有很大差距，因此在今后两三年内，国家电网无疑将加快推进特高压的审批和建设。随着已建特高压项目的稳定成熟运行，示范效应将会逐步提升国家层面对特高压的审批进度。

从需求方面来看，根据能源局公布的数据，5 月份，我国全社会用电量同比增长 5%，增速比去年同期回落 0.2 个百分点。根据中电联的预测，2013 年上半年全国全社会用电量同比增长 5.5% 至 6.5%，全年全社会用电量同比增长 6.5% 至 8.5%，略低于此前对“十二五”期间我国年均全社会用电量需求 9% 的年均增速预测。用电量需求短期放缓对特高压建设审批加快不会起到过多的积极影响，因此目前在特高压建设进程上仍存在有一定的不确定性，其对结构焊管的潜在需求释放将会是逐步的过程。

图 11 用电量增速低于预期不利加快特高压建设审批



资料来源：wind

### 3.3. 低压管领域稳定增长

#### 3.3.1. 消防领域钢塑管存替代需求空间



我国传统的消防体系设计规范中一直选用热镀锌管作为唯一的消防配管，视建筑防火等级在结构完工后在管外壁刷涂防火涂料，而消防管的特点是在安全的情况下好几年不发挥作用，一旦火灾来临时需要发挥至关重要的作用。但往往在火灾时会出现消防管水流量很小甚至喷不出水，这是由于传统的镀锌管在长期储水不用的情况下由于化学、物理及水中微生物的作用，管道内壁产生锈蚀或污垢导致流量减小及喷头堵塞。

2005 年建设部《自动喷水灭火系统设计规范》正式把涂敷钢管列入了设计应用范围，鼓励企业研发消防涂敷钢管。经过几年的研究开发和市场发展，《自动喷水灭火系统第 20 部分：涂覆钢管》国家标准顺利于 2011 年 2 月 1 日起实施。近年来建筑业的不断发展，致使消防用管的需求量加大，而频频发生的建筑火灾事故对建筑消防用管的使用提出了更高的要求，促使其向高性能、高要求方向发展。消防用管材面临着优胜劣汰的竞争趋势和规范化建设，涂敷钢管作为最新研制的管材，是钢管和高性能粉末的优化组合，是目前适应消防环境的最好管材，将不断替代热镀锌管材的使用空间。

### 3.3.2. 油气生产环境复杂化加速钢塑管应用渗透

近几年来，随着油气田、矿井等环境、介质的日益苛刻，如油气田含水率(water cut)、温度逐步上升，氯离子、CO<sub>2</sub> 等腐蚀性介质含量升高，一些区域的油田(如川渝、新疆)井流物中出现了 H<sub>2</sub>S，另外矿井瓦斯环境作业对防静电阻燃要求也日益提高。油气田及矿井的安全生产越来越多受到社会和主管机构的重视，管道作为上述特种作业场所的主要构成单元，承担着输送各种介质的重要角色，对其生产、生活作业系统工程的节能、环保、安全和效能提升具有举足轻重的意义。为了解决这些问题，目前复合材料管材的应用成为重要的解决方案之一，钢塑复合管在油气田集输、注入、污水处理以及矿井下给排水、喷浆、正负压通风、抽放瓦斯及通用管道等领域得到了大幅应用。

截止 2010 年，中国石油 13 个油气田应用各类钢塑复合管达到了 2 万多公里。从不同油气田用量来看，大庆油田应用最多，约占总数的 40%；吉林、新疆、长庆、西南油田应用量也较大，分别约占 20%、15%、15%和 5%。钢塑复合管应用领域主要包括注入管道(水、醇)、集/输油管道、集/输气管道和供水管道。其中注入管道应用数量最大，约占总数的 45%，集/输油气管道约占 40%，供水管道约为 15%。

随着国内页岩气的大量开发及应用，需要各类管道进行集/输、处理，并通过长输管道和城市管网输送给终端用户，这些管道除钢管以外，也需要大量钢塑复合管。各类矿用管道，由于其特殊的使用环境，需要安全可靠的管道进行通风、给排水、抽瓦斯气等，需要具有高刚性、高韧性、阻燃、搞静电的特种钢塑复合管。

### 3.3.3. 给水用管向钢塑复合管升级

钢塑复合管在发达国家的使用已比较成熟，如美国、日本等国的输水管道有 70%-90%的管材采用钢塑复合管。从消费结构来看，美国、西欧、日本市政供水、市政燃气行业钢塑复合管产品使用比例都在 50%以上。北美地区每年约消耗钢塑复合管产品金额占世界钢塑复合管产品消费市场的近 1/4。西欧地区钢塑复合管应用非常广泛，在欧洲的一些国家，如英国、德国等国家，在不同领域应用钢塑复合管，产品多元化，不仅供足国内应用，还出口至各国。

20 世纪 90 年代以前我国建筑基本全部使用的是热镀锌管，随着钢塑管生产工艺的引进成熟和应用经济性的提升，近几年钢塑复合管不断取代镀锌钢管而逐步推广开来。钢塑管既具有金属管材强度韧性高、耐压、抗冲击等特点，又具有非金属管材内壁光滑、耐磨、防腐能力强、水流阻力小等特点。不仅融合了金属管和塑料管的优点而赢得了工程的信赖，而且以其低廉的价格赢得了市场的认可，目前上海高层建筑给水中 90%为钢塑

复合管，并且其使用不断向其他大城市快速推广。随着城市居民建筑管材消费结构的升级，其对普通热镀锌管的替代趋势是不可扭转的。

## 4. 依靠技术升级，规模渠道并重

### 4.1. 公司定位技术升级和产品结构调整

从整个油气输送管道的应用历史来看，国内外管道产品始终处于不断的升级换代周期运行当中，一般每隔 10 年左右就会由新一代的产品替代原有产品。因此，产品技术升级是行业的生命线，停止对产品的升级，就会在激烈的市场竞争中退败。

在产品技术升级的背后，有着强烈的需求逻辑支撑。一个是开采环境的演变，随着对油气勘探开采的深入，含硫、含水、含氯盐水天然气的开采在天然气田所占比例越来越大，特别是进入中后期的油、气管道、气田水管道的腐蚀相当严重，而非常规油气资源的开发推进，例如页岩气、深海海洋油气，对使用的钢管防腐蚀、抗压性提出了更高的要求。另外基于需求方的成本降低和生产方的价值提升统一，企业自身动力较足。随着油气管网建设的推进，高钢级、大口径管道逐步成为主流应用趋势，不仅满足了输气量的需求，而且高钢级管线可减小钢管的壁厚，进而减轻钢管的重量，并减少现场施工焊接时间和费用，从而大大降低管道的建设成本。据已公开的技术文献报道，在长输管线中每增加一个钢级，管材费用可节省 8% 到 12%，项目总费用可节省 3% 到 5%。产品技术的升级不仅有利于厂商在竞标中占据成本优势，又可以通过升级产品的推广摆脱激烈的大众品竞争环境，从而提升市场占有率和产品附加值。

公司定增项目之一的“预精焊螺旋焊管项目”不仅会将公司现有产品的钢级提升至 X100 钢级以上，而且将解决管道产品普遍存在的内防腐能力发展瓶颈的问题，适应西三线之后对气输管道质量要求和钢级标准的进一步提高。可以说，产品结构的调整是对潜在市场和订单获取能力的预先布局。项目完成后，公司将建成年产 20 万吨的国际先进预精焊管生产线，内外防腐生产线，预精焊钢管最大外径将达到 1626mm，最高钢级达 X100。

预精焊生产技术起源于国外，解决了目前国内生产的螺旋埋弧焊管无法消除成型和焊接所造成的残余应力以及动态焊接所带来的不利影响，可以大幅提高产品的质量和生产效率。预精焊管技术下的产品，可以满足大型油气管道使用条件更加恶劣的环境，拓展使用空间。虽然国内越来越多的管道企业对这种改善管道质量的技术青睐，但是目前仅有个别企业新上产线，公司在先进技术产品的布局无疑会在高等级油气输送管道领域获得市场先发优势。

国内钢塑管方面，公司亦积极进行产品结构的调整。公司是最早开发钢塑复合管的企业，该品种占据龙头地位，同时也是国家标准的起草者。新建 10 万吨新型功能性专用钢塑复合管项目，主要针对消防、油井矿用以及给排水三大专用领域，主要是为增加大规格产品比重，调整档次和种类以满足此类产品的使用性能提升和结构完善，拓展在油气、煤化工项目以及不断升级的消防、给排水领域应用。项目投产后，预计可实现年平均销售收入约 69,715 万元，年平均净利润约 4,955 万元。

### 4.2. 通过产业链横向和纵向发展不断提升规模优势

管道行业是典型的资本型行业，特别是油气管道投资大、占款高，而且行业集中度高、竞争激烈以及体制性差异决定了未来并购合营是明显的发展趋势，要想在行业发展中

逐步壮大，规模非常重要。公司通过纵向并购和横向扩张，立足于产品等级提升和规格完备，不断提升其具有的规模优势。

公司通过募集资金投项的方式，增加8万吨高频直缝焊管产能和20万吨高等级油气输送大口径管道产能。其中8万吨高频直缝焊管完善公司石油天然气输送管道产品线，弥补螺旋焊管和直缝埋弧焊管不能生产 $\Phi 219$ 以下规格的产品，面向城市小区燃气管网和特高压应用领域，实现油气输送管产品链下沉以及焊管向其他能源装备领域的横向扩展。20万吨高等级油气管为升级产品，将进一步提升公司在螺旋焊接钢管市场的规模水平。

公司2011年以增资控股的方式并购沙钢张家港珠江钢管有限公司，改名金洲管道有限公司。通过此次增资控股，公司拥有沙钢金洲12万吨的JCOE产线，完成直缝埋弧螺旋焊管的产线布局。至此公司具备完整的SSAW、HFW和LSAW产品链，满足从油气开采、集输、主干网、支干网以及城市小区管网和用户管道的整个油气供应环节应用，同时公司规模将完成超百万吨，成为国内配套最为齐全的油气输送用焊接钢管制造企业之一，为公司在未来重大项目招标过程发挥协同效应奠定基础。

### 4.3.多方布局打造渠道优势

公司的规模扩张是伴随着渠道优势的建立进行的，通过产品链上下游布局、应用市场布局和合作伙伴布局，公司形成了完整的渠道资源优势。

在国内油气管道领域，基本形成了三类不同的制造商，体制内企业、一流的民营管道企业和众多的中小型企业。体制内企业是指石油石化系统内部的管道公司，如中石油系的宝鸡钢管、渤海装备，中石化系的沙市钢管，这些传统的体制内制管企业历史悠久、有着比较深厚的技术基础，其主要服务于石油石化系统内的管道供应，较少的参与地方天然气管线的竞争。一流的民营制管企业，如公司、玉龙股份、珠江钢管和胜利管道等，通过技术和设备的引进，优化和提高产品档次，逐步发展壮大，成为地方燃气管道主要供应商，并随着规模扩大和技术的不断升级和创新，以及由于体制内企业自身产能约束不能满足快速的管网建设需求，逐渐的参与到石油石化长输管道的招标中。其余众多的中小制管企业由于技术水平、装备能力的限制，无法参与到高端产品的竞争体系当中，处于中低端激烈竞争当中。

2006年，公司通过转让湖州金洲石油天然气管道有限公司51%股权给中石油能源发展股份有限公司，建立了与中石油天然的资本纽带关系。中海金洲是中海油在国内设立的唯一一家油气管道制造企业，公司通过中海金洲与中海油之间建立起独特的渠道关系。中海金洲主要生产大口径ERW管道，原来定位于产品出口，通过近年来产品结构调整，具备了海底管线制造经验和供货能力，其开发的X70ERW海管打破了我国海底输送管线长期依赖进口的局面。中海油“十二五”期间将加大油气勘探开发和非常规油气资源开发力度，据统计中海油在2015年前将建立四张省级管网，一条东南沿海大动脉，在油气生产、沿海天然气管网、LNG输送等管道建设规模将达到1.5万公里，按每公里耗管量450吨计算，总耗管量将达到600万吨以上。

通过中海金洲这个合资平台，公司在中海油深海油气开发集输管道和长输管道以及LNG输送管道供应方面具备其他竞争对手缺乏的渠道资源优势。中海油近年来加快在海洋油气开发和进口LNG领域的布局，将增加对下属企业输送管道的直接需求，中海金洲不仅能为公司带来投资收益，而且将会发挥协同效应，提升公司后壁直缝焊管产品未来在海底管线中市场的占比。

油气输送管道由于涉及国家能源安全，且下游大客户属于特大型垄断竞争性型企业，因此对于资质的要求壁垒较高。三大油企都有各自不同的资质认证流程，且必须是在获得各自的认证后才具备相应的供货能力。油气管道主支网供货时，供应商除了需要取得特种



设备制造许可证，其产品的质量、标准、资质、供货经验都具备较高的要求标准，因此想要进入客户标准的供货体系是一个长期的过程，对于一个新进入者来说存在很高的准入壁垒，因此目前三大油企的供应商结构也较为稳定。目前能同时进入三大油供货体系的企业包括体制内的不超过 10 家，公司是这些为数不多企业的其中之一。

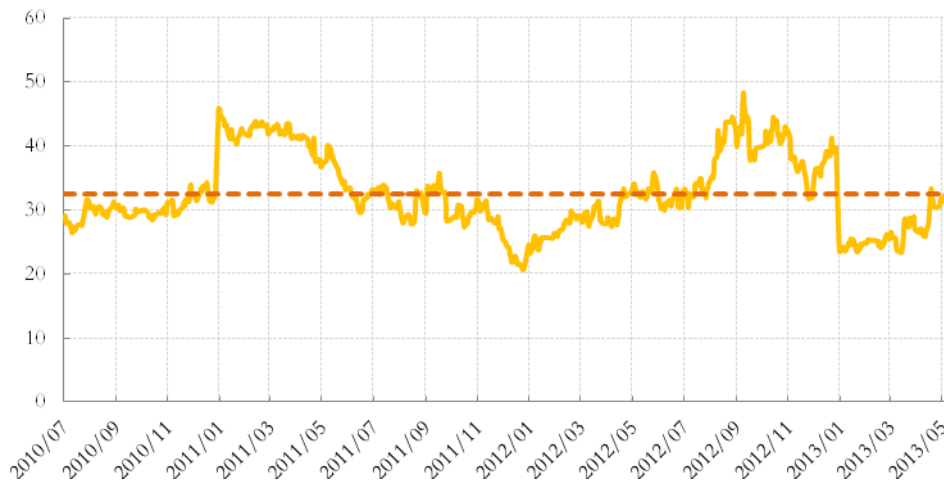
公司按照自身能源用管市场战略，不断向长距离输煤和特高压领域扩展，获得新兴能源用管市场的先发渠道优势。2012 年 7 月公司与中煤科工签订供货合同，为“神渭管道”输煤项目提供约 1.62 万吨直缝埋弧焊管，依赖于沙钢金洲的 LSAW 产线，成功中标了世界上最长的“神渭输煤管线”，该项目是国内首条长距离输煤工程。管道输送煤浆是最高效、最环保、最具经济价值的输送方式，可大大缓解北方部分铁路、高路拥堵问题，该项目采用美国成熟的输煤技术，预计 2014 年建成，其成熟运营将会在未来加速煤浆管道建设。公司率先对输煤管道供货，并主持起草煤浆输送用焊接钢管国家标准，先期供货经验和标准制定者身份将有利于公司在此领域树立渠道优势，形成公司新增长点。2011 年公司募投项目之一的高频直缝焊管成功打入皖电东输供货系统，2012 年初在国内第一条 1000KV 特高压交流线路上成功应用。该线路使用直缝埋弧焊管 14.46 万吨，招标集中在金洲、珠江钢管和玉龙股份三家公司，分别获得 4.5 万吨、4.4 万吨和 3.5 万吨订单。根据国家电网建设特高压线路中对供货商的严格要求，保证线路运行的安全稳定性要求，未来特高压需求领域招标预计仍将由这几家公司供货。

低压输送管领域，公司钢塑复合管和热镀锌管产品本身就已经建立起客户资源优势和经销商网络优势。在城市管网建设中，一般由三大油下属企业和地方性燃气公司主导，公司凭借在三大油的供货优势和产品质量、服务优势，与港华燃气、新奥燃气、华润燃气等地方企业建立起长期的客户关系，从而获得地方油气管道市场份额和供应优势。同时公司通过组织成立湖州金洲管道商会，建立起庞大的经销商网络，覆盖 30 多个省、市、自治区，为钢塑及热镀锌管提供强大的渠道支撑。

## 5.四方比较

从历史比较来看，公司目前动态市盈率 30 倍，上市以来的长期市盈率中枢为 32.6 倍，从动态市盈率角度看公司当前估值已经接近历史均值水平，处于合理位置。公司目前的 2013 年预测市盈率为 23.28 倍，低于长期估值中枢，表明公司股价在一定程度上反映了未来业绩增长的预期。

图 12 公司动态估值处于长期均值水平附近

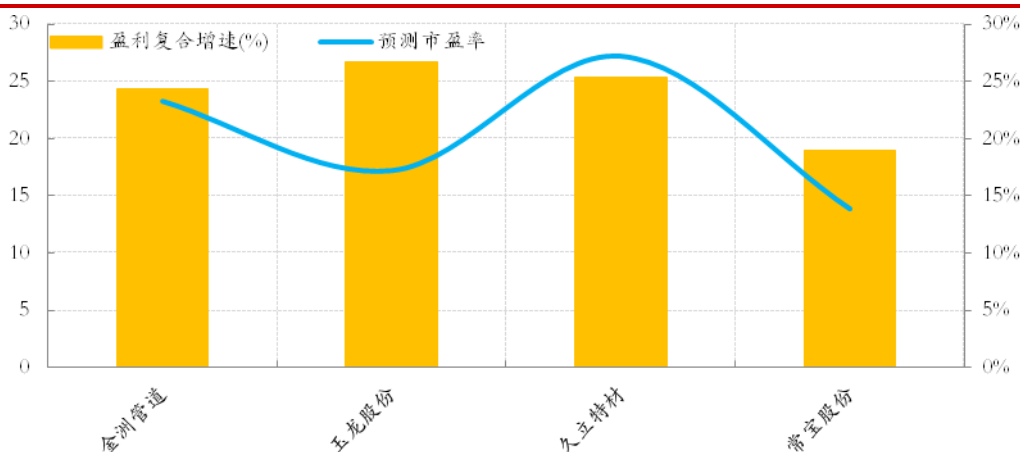


资料来源: wind

行业比较来看，公司预测市盈率 23.28 倍，略高于可比公司玉龙股份的 17.21 倍和常宝股份的 13.86 倍，但低于久立特材的 27.21 倍。可比公司组合平均预测市盈率水平

20.39 倍，公司估值略高于平均水平，暗含市场对公司未来盈利增长的预期。如果将市场一致预期的未来两年盈利的复合增速结合来考虑，公司相对于行业内其他做管道的公司优势也不太明显。我们认为这种差异主要体现各个公司管道产品的不同应用领域决定对各公司的估值水平差异，像久立特材除了焊接钢管外还有无缝管，且其管道应用于油气领域的占比与公司存在差异。油井用管占比较大的山东墨龙给予的估值明显较高，表明在油气领域的产品占比越高，越容易获得高估值，背后的决定性因素则是考虑了除产品差异之外的其他优势。公司自 2012 年下半年重归增长，结构调整初现成效，子公司及联营公司前期整合调整基本结束，意味着影响公司业绩下滑的短期因素得到扭转，同时公司在油气用管领域的渠道优势，以及逐步进入高等级产品产能释放期，我们对公司未来两年的业绩复合增长较市场一致水平乐观，对其适当的估值溢价是有支撑作用的。

图 13 公司估值水平偏高反映综合优势的预期



资料来源：Wind

## 6.估值与评级

**产量：**公司民用管道产品 2013 年一季度继续维持供不应求形势，基本处于满产状态。该部分产品主要用于民用消费升级，热镀锌管未来公司将其定位于规模不在扩张、现有业务维持低位，公司拥有较强的客户经销网络，可保证其需求能力。钢塑复合管产品，现有产能在当前经济增长未大幅下滑的情形下，仍将保持满产状态，预计其需求没有太大问题。2013 年 4 月份公司刚刚完成非公开发行，年产 10 万吨钢塑复合管项目还未进行投资建设，因此对于 2013 年产量和业绩将不会产生贡献，按照规划估计会在 2014 年下半年投产，经过试产和达产过程后，最终将于 2015 年对业绩有较大贡献。其达产步骤我们按照 60%、80%和满产估算。今明两年的看点，一是在于子公司沙钢金洲的订单获取能力逐渐增强，当前期产能利用率尚不足 50%，有进一步提升空间，另一方面公司高频直缝焊管产能逐步释放，其高等级的 HFW219 随着特高压领域需求的加快，预计将不断提升产销量。另外，中海金洲对公司投资收益的贡献能力也逐渐增强中，其大口径 ERW 管已经可以应用于海底管道建设，随着中海油在海洋油气管输网络布局的展开，20 万吨产能释放动力较大，通过投资收益增强公司盈利。公司螺旋焊管基本保持 50%以上利用率，低的利用率表示公司产品供应口径较小，可能在 2012 较多的订单来自于城市管网需求。随着今明两年几个大的工程推进，公司预计会参与部分招标，因此对其利用率将有所提升。

**价格：**当前由于经济增速放缓造成原料价格下跌，焊管产品价格经过一季度的上涨后又出现大幅下跌，下半年经济放缓弱复苏趋势尚未有明确改变信号，市场焊管价格将在地位徘徊。公司经过产品结构调整后，像高频直缝 HFW219 等由于新市场空间定价要高于普通焊管，加上劳动力价格等其他因素的上漲，预计调整结构产品价格将会较高，而少数产品像直缝埋弧焊管价格涨幅将有限。

毛利率：受益于油气建设景气度高和公司高附加值产品产能逐步达产及产品结构未来进一步向中高端方向调整，判断公司综合毛利率将逐步上升，盈利能力将加强。

合理估值水平的选择：我们以可比公司经盈利增速调整过后的 2013 年预测市盈率作为公司合理估值确定的基础，采取调整的相对估值法确定公司合理的估值水平。我们以玉龙股份、常宝股份和久立特材作为可比公司计算合理估值基准，经未来两年复合业绩增速调整后合理估值水平 29.9 倍，考虑到公司业绩释放是一个加速过程，结合当前整体市场环境，给予一定折价，按照 27 倍水平确定。

我们预计公司 2013-2015 年基本每股收益为 0.37/0.48/0.69，对应当前股价的 PE 分别为 22.8 倍、17.6 倍和 12.4 倍，按照 27 倍 PE 其对应 6-12 个月合理股价应为 9.99 元/股，给予“买入”评级。

表 5 可比公司法测算公司经增长调整后的合理估值水平

可比公司	2013 预测 PE	市场盈利一致预期增速	预测 PE 均值	预期增速均值
玉龙股份	17.21	26.75%	19.4	23.72%
久立特材	27.21	25.41%		
常宝股份	13.86	19.02%		
待估值公司	市场预测 PE	业绩复合增速预期	调整后 PE 基准	合理估值水平
金洲管道	23.27	36.56%	81.78	29.9

资料来源：中山证券研究所



**附录：三大报表预测值**
**资产负债表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1708.29	2152.79	2614.29	3118.58
现金	564.33	899.63	1039.84	1194.09
应收账款	334.14	316.82	409.68	515.36
其它应收款	26.21	6.03	42.71	16.94
预付账款	132.77	289.39	266.80	373.81
存货	602.62	599.83	797.58	947.70
其他	48.22	41.09	57.68	70.69
<b>非流动资产</b>	617.60	1675.99	1961.93	1809.66
长期投资	110.00	118.01	127.00	143.07
固定资产	313.93	1128.83	1493.40	1430.97
无形资产	72.17	76.80	92.15	105.62
其他	121.50	352.35	249.38	130.00
<b>资产总计</b>	2325.89	3828.78	4576.22	4928.24
<b>流动负债</b>	805.20	2061.78	2672.73	2874.27
短期借款	336.00	1495.17	1923.97	2078.23
应付账款	111.97	96.54	165.65	154.02
其他	357.23	470.06	583.10	642.01
<b>非流动负债</b>	38.00	149.89	141.38	77.11
长期借款	38.00	149.89	141.38	77.11
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	843.20	2211.67	2814.11	2951.38
少数股东权益	140.70	140.83	140.62	140.24
归属母公司股东权益	1341.99	1476.28	1621.49	1836.61
<b>负债和股东权益</b>	2325.89	3828.78	4576.22	4928.24

**现金流量表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	0.00	208.61	261.44	230.05
净利润	100.31	134.42	171.97	250.37
折旧摊销	0.00	80.45	153.21	186.31
财务费用	14.27	50.87	92.55	108.26
投资损失	-3.60	-8.00	-10.00	-12.00
营运资金变动	-117.68	-49.27	-146.38	-302.77
其它	6.70	0.13	0.09	-0.11
<b>投资活动现金流</b>	-132.36	-1130.98	-429.24	-21.93
资本支出	286.17	1050.52	277.04	-168.44
长期投资	13.18	8.01	8.99	16.06
其他	167.00	-72.45	-143.21	-174.31
<b>筹资活动现金流</b>	-19.86	62.60	-106.98	-205.38
短期借款	30.37	-35.89	13.80	2.76
长期借款	0.00	111.89	-8.51	-64.27
其他	-50.23	-13.40	-112.28	-143.87
<b>现金净增加额</b>	-152.22	-859.77	-274.79	2.75

**利润表**

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	3407.54	3832.11	4928.42	5859.47
营业成本	3124.93	3463.87	4421.69	5203.43
营业税金及附加	5.58	5.75	7.89	9.38
营业费用	74.34	82.77	105.96	125.98
管理费用	61.00	68.98	93.64	111.33
财务费用	14.27	50.87	92.55	108.26
资产减值损失	9.99	7.21	10.56	13.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.60	8.00	10.00	12.00
<b>营业利润</b>	121.03	160.65	206.13	299.51
营业外收入	6.42	6.85	7.71	6.99
营业外支出	9.44	5.54	6.30	7.09
<b>利润总额</b>	118.01	161.96	207.55	299.42
所得税	17.70	27.54	35.58	49.05
<b>净利润</b>	100.31	134.42	171.97	250.37
少数股东损益	-1.03	0.13	-0.21	-0.37
<b>归属母公司净利润</b>	101.34	134.29	172.18	250.74
<b>EBITDA</b>	123.73	278.46	439.01	575.86
<b>EPS (元)</b>	0.28	0.37	0.48	0.69

**主要财务比率**

	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.75%	12.46%	28.61%	18.89%
营业利润	69.59%	32.74%	28.31%	45.30%
归属母公司净利润	63.40%	32.52%	28.21%	45.63%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.29%	9.61%	10.28%	11.20%
净利率	2.94%	3.51%	3.49%	4.27%
ROE	7.37%	8.66%	10.19%	13.41%
ROIC	6.13%	5.20%	6.35%	8.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.25%	57.76%	61.49%	59.89%
净负债比率	25.22%	104.05%	119.75%	111.29%
流动比率	2.12	1.04	0.98	1.09
速动比率	1.37	0.75	0.68	0.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.55	1.25	1.17	1.23
应收帐款周转率	0.10	0.08	0.08	0.09
应付帐款周转率	30.71	33.22	33.73	32.55
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.28	0.37	0.48	0.69
每股经营现金	0.00	0.58	0.72	0.64
每股净资产	4.10	4.47	4.87	5.47
<b>估值比率</b>				
P/E	25.33	22.66	17.68	12.14
P/B	1.91	2.06	1.88	1.66
EV/EBITDA	20.35	14.25	9.69	7.28

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

## 分析师介绍

**余宝山：**北京科技大学热能及动力工程学士，香港大学工商管理硕士，经济师职称。曾在宝钢股份担任轧钢技术工程师，金融行业多年的投资银行和投研背景。2012年加盟中山证券研究所，现任材料组组长，钢铁及新材料行业首席分析师。2011年搜狐首届金罗盘最佳分析师。

**王攀：**新材料行业分析师，上海交通大学材料学硕士，哈尔滨工业大学高分子材料学学士，三年丰富的金属行业研究经验，2012年8月加盟中山证券研究所，主要负责新材料领域公司的价值分析和个股研究，致力于挖掘与战略性新兴产业发展和传统产业升级配套支撑的新兴材料发展和投资机会。

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

**强于大市**：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

**同步大市**：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

**弱于大市**：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

**未评级**：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

**买入**：强于行业指数15%以上；

**持有**：强于行业指数5%~15%；

**中性**：相对于行业指数表现在-5%~5%之间；

**卖出**：弱于行业指数5%以上；

**未评级**：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### 机构业务部咨询经理

**上海**

姜烨

021-61681566

**北京**

**深圳**

**风险提示及免责声明:**

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您可能无法全额取回已投资的金额。
- ★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。
- ★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。
- ★ 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，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。
- ★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。
- ★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。
- ★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。
- ★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
- ★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。