

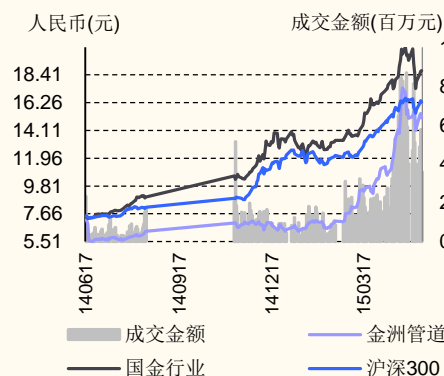
市场价格 (人民币): 15.07 元

管道龙头，受益“一带一路”及转型

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)	489.85
总市值(百万元)	7,844.47
年内股价最高最低(元)	17.40/5.51
沪深 300 指数	4718.44
深证成指	15173.09



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.255	0.151	0.191	0.249	0.322
每股净资产(元)	4.37	3.73	3.79	3.91	4.10
每股经营性现金流(元)	-0.21	0.34	0.67	0.19	0.23
市盈率(倍)	29.69	42.74	84.73	65.06	50.32
行业优化市盈率(倍)	14.70	23.21	35.45	35.45	35.45
净利润增长率(%)	9.27%	-29.16%	26.80%	30.23%	29.31%
净资产收益率(%)	5.84%	4.04%	5.04%	6.37%	7.85%
总股本(百万股)	433.78	520.54	520.54	520.54	520.54

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **受益“一带一路”的管道龙头。**1) 除近期的中俄东线、西线管道外，中国与中亚、南亚等国相关能源合作如中亚 D 线、中哈原油管道二期、中土天然气管道等项目也在规划或有序推进当中。未来随着“一带一路”战略的深入，将增加对相关管道的市场需求，特别是沿线巴基斯坦、伊朗、南亚等地区基础设施建设相对落后，对管网建设需求量较大。2) 今年以来，公司顺应市场需求趋势变化，逐步加大除北美、欧盟以外的诸如东南亚、中东、非洲等海外市场开拓力度，推动出口多元化战略。3) 我们认为，公司凭借其在中缅、中哈等管道项目的供货经验和海外经销网络，有望充分受益一带一路。目前，伊朗到巴基斯坦天然气管道项目巴境内段已由中石油天然气管道局承建，公司将积极参与到该项目管道供应工作。
- **转型预期。**公司近年来主业经营稳健，现金流较好，具有转型的基础，此前已有两次转型尝试但最终方案终止。14 年年报中也明确提出“积极探索延伸管道产业链，培育新的经济增长点，实行企业转型升级”，故我们认为公司后续仍有出台转型措施的可能性，若转型落地，公司估值将具备较大提升空间，建议密切跟踪。
- **国内管道行业景气复苏。**自 14 年下半年以来，国内大型油气管网建设项目如陕京四线、西四线工程等相继开工建设，国内油气管景气度逐步回升。而随着“三桶油”人事调整完成后，预计相关重大项目推进速度有望进一步加快。近期，“新粤浙”管道项目也已进入到环评阶段，预计年内启动概率加大并将带来年均 23% 以上的需求增量（若考虑项目工期的压缩，带来的需求增量甚至更高），相关上市公司将显著受益。公司作为国内油气管行业龙头之一，产品覆盖“钻采-集输-主干线-支线-城市管网-终端用户”油气输送全流程。募投项目“20 万吨螺旋焊管”近期投产，目标订单即为国内外大型油气管网项目，公司凭借其管理、产品、供货经验等方面的综合优势参与招标并获得订单为大概率。

投资建议

- 预计 15-17 年 EPS 分别为 0.19、0.25、0.32 元。公司是“一带一路”未被充分挖掘的标的，受益国内外油气管行业复苏，具有“新粤浙”催化剂及转型预期，继续看好。

相关报告

1. 《募投项目达产，迎接管网需求复苏》，2015.3.2

杨件

分析师 SAC 执业编号: S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

联系人
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,408	3,499	3,043	3,175	3,570	4,115
增长率		2.7%	-13.0%	4.3%	12.4%	15.3%
主营业务成本	-3,125	-3,220	-2,786	-2,902	-3,236	-3,694
%销售收入	91.7%	92.0%	91.6%	91.4%	90.6%	89.8%
毛利	283	279	257	273	334	421
%销售收入	8.3%	8.0%	8.4%	8.6%	9.4%	10.2%
营业税金及附加	-6	-4	-5	-5	-5	-6
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-74	-71	-67	-70	-79	-91
%销售收入	2.2%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-61	-66	-82	-79	-89	-103
%销售收入	1.8%	1.9%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	142	137	103	119	161	221
%销售收入	4.2%	3.9%	3.4%	3.8%	4.5%	5.4%
财务费用	-14	-14	-18	-16	-26	-41
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.5%	0.7%	1.0%
资产减值损失	-10	-6	-8	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	9	8	10	10	10
%税前利润	3.0%	7.3%	9.4%	9.0%	6.8%	5.2%
营业利润	121	126	85	109	145	189
营业利润率	3.6%	3.6%	2.8%	3.4%	4.0%	4.6%
营业外收支	-3	0	2	2	2	2
税前利润	118	126	87	111	147	191
利润率	3.5%	3.6%	2.9%	3.5%	4.1%	4.6%
所得税	-18	-16	-16	-17	-22	-29
所得税率	15.0%	12.7%	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	100	110	71	94	125	162
少数股东损益	-1	-1	-7	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	101	111	78	99	130	167
净利率	3.0%	3.2%	2.6%	3.1%	3.6%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	100	110	71	94	125	162
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	55	54	72	80	88
非经营收益	13	10	11	12	18	35
营运资金变动	-178	-264	41	172	-122	-167
经营活动现金净流	-10	-89	177	351	101	118
资本开支	-141	-280	-152	-354	-257	-188
投资	-10	-268	5	-1	0	0
其他	18	3	20	10	10	10
投资活动现金净流	-132	-545	-126	-345	-247	-178
股权募资	0	483	0	0	0	0
债权募资	30	-126	29	49	274	224
其他	-50	-59	-63	-20	-98	-114
筹资活动现金净流	-20	298	-34	29	176	110
现金净流量	-162	-336	16	34	30	50

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	564	187	166	200	230	280
应收款项	407	486	437	499	561	646
存货	603	630	672	684	762	870
其他流动资产	134	467	374	162	180	205
流动资产	1,708	1,770	1,649	1,544	1,733	2,002
%总资产	73.4%	67.3%	62.5%	54.8%	54.4%	56.3%
长期投资	110	144	155	156	155	155
固定资产	426	614	733	1,031	1,216	1,323
%总资产	18.3%	23.4%	27.8%	36.6%	38.2%	37.2%
无形资产	78	97	93	84	80	76
非流动资产	618	860	990	1,274	1,454	1,556
%总资产	26.6%	32.7%	37.5%	45.2%	45.6%	43.7%
资产总计	2,326	2,629	2,639	2,818	3,187	3,558
短期借款	336	248	277	325	599	822
应付款项	411	286	225	249	278	318
其他流动负债	58	57	64	143	152	164
流动负债	805	592	566	717	1,029	1,305
长期贷款	38	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	843	592	566	717	1,029	1,306
普通股股东权益	1,342	1,898	1,941	1,973	2,035	2,134
少数股东权益	141	140	133	128	123	118
负债股东权益合计	2,326	2,629	2,639	2,818	3,187	3,558

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.343	0.255	0.151	0.191	0.249	0.322
每股净资产	4.549	4.374	3.729	3.790	3.909	4.101
每股经营现金净流	-0.034	-0.206	0.339	0.674	0.194	0.227
每股股利	0.000	0.100	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.55%	5.84%	4.04%	5.04%	6.37%	7.85%
总资产收益率	4.36%	4.21%	2.97%	3.53%	4.06%	4.71%
投入资本收益率	6.49%	5.25%	3.57%	4.19%	4.96%	6.12%
增长率						
主营业务收入增长率	7.75%	2.69%	-13.05%	4.35%	12.44%	15.27%
EBIT 增长率	43.43%	-2.98%	-25.43%	16.54%	34.73%	37.54%
净利润增长率	63.40%	9.27%	-29.16%	26.80%	30.23%	29.31%
总资产增长率	12.58%	13.05%	0.38%	6.76%	13.09%	11.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.5	40.0	48.3	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	65.4	69.9	85.3	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	11.9	12.7	13.6	14.0	14.0	14.0
固定资产周转天数	33.6	30.2	78.5	92.1	90.6	80.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.84%	3.00%	5.34%	5.96%	17.11%	24.13%
EBIT 利息保障倍数	9.9	9.6	5.8	7.5	6.2	5.3
资产负债率	36.25%	22.51%	21.43%	25.46%	32.30%	36.70%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-10-14	增持	7.50	8.60~8.60
2	2015-03-02	增持	7.67	N/A

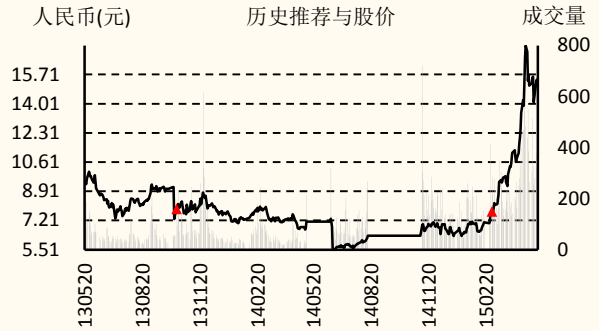
来源：国金证券研究所

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD