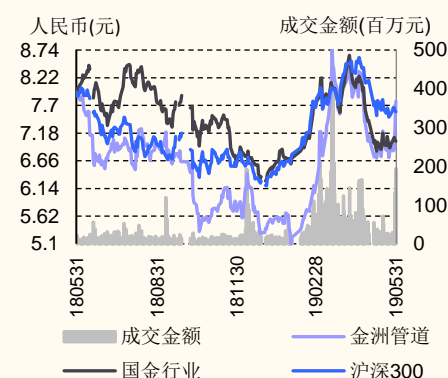


市场价格(人民币): 7.78元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	507.48
总市值(百万元)	4,049.77
年内股价最高最低(元)	8.75/5.10
沪深 300 指数	3629.79
中小板综	8686.74



受益于管道公司成立，业绩有望恢复高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.312	0.367	0.457	0.591	0.743
每股净资产(元)	4.09	4.36	4.71	5.20	5.85
每股经营性现金流(元)	-0.12	0.03	0.04	0.23	0.47
市盈率(倍)	28.80	14.46	17.04	13.16	10.47
净利润增长率(%)	158.91%	17.44%	24.45%	29.47%	25.63%
净资产收益率(%)	7.64%	8.42%	9.69%	11.36%	12.70%
总股本(百万股)	520.54	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

- **我国天然气需求量快速增长，供应总体偏紧。**2017年以来，中国天然气市场受宏观经济稳中向好、环保政策影响，全国天然气消费量快速增长，恢复两位数增长。2017年和2018年天然气消费量增速分别为15.31%和18.12%。我国天然气产量增速远低于消费量增速，对外依存度迅速提升至45.3%。**管网建设滞后，新增气源和管道公司成立促管道建设。**2015-2018年我国天然气管道年均增速仅为5.9%，滞后于“十三五”规划年均增速10.2%的目标。发改委明确提出“组建国家石油天然气管网公司，实现管输和销售分开”。我们预计国家油气管道公司将于今年年内成立。国家管网公司的成立将按照政府目标大力推动管道建设计划，提升管网建设速度。我们预计到2025年天然气管道投资近万亿，带动相关管材投资近5000亿。
- **钢管行业产能过剩已久，供需格局有望好转：**近年我国焊管产能不断增长。2000年到2014年，占全球产量的比例从13.2%上升至65.9%。目前我国钢管产能过剩严重，且行业市场集中度低，市场竞争激烈。我们认为供求格局有望好转：需求方面新增气源和管道公司成立将促进管道建设，管道投资将加大，需求提升；供给方面，在钢管产能过剩的背景下，相应公司进行产品结构调整、产能输出国外叠加落后产能退出市场，供给将下行。钢管行业供大于求的趋势将得到一定的缓解，行业将逐步回暖。
- **公司产能逐步释放，业绩恢复增长：**公司募投项目总计30万吨的钢管产能相继于2015年和2019年投产。公司管道产销量提升明显，2018年生产量和销售量继续保持较高增长，分别达到94.07万吨和91.44万吨，分别同比增长了14.19%和12.18%。公司在钢管行业具有研发能力强、产品类别齐全、客户资源强等优势，我们认为公司将在新一轮管道建设占据明显优势。2017年以来公司业绩明显反弹，2018年营业收入为48.08亿，同比增长24.47%，归母净利为1.91亿，同比增长17.44%。我们预计随着管道建设速度的加快，公司将显著受益，业绩将持续增长。

投资建议

- 预计公司2019-2021年营业收入为58.47亿、69.38亿和80.92亿元，对应归母净利为2.38亿、3.08亿和3.87亿元，对应EPS分别为0.46、0.59和0.74，对应PE为17、13、10倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

- 管道建设速度不达预期，行业低价竞争致毛利率下降，项目进度不达预期。

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

我国天然气供需情况分析：需求量快速增长，供应总体偏紧	4
增速恢复高增长，城燃、工业、发电用气显著增长	4
我国天然气产量增速远低于消费量增速，对外依存度迅速提升	5
2019年天然气需求强劲但增速有所放缓	6
我国天然气管道建设速度滞后	7
我国已初步建成天然气主干网格局	7
近年来建设发展速度滞后	8
天然气管道展望：新增气源和管道公司成立促管道建设	10
新增气源促进中长期管道建设	10
成立国家油气管网公司，推动管道建设与公平开放	11
市场空间：2025年天然气管道投资近万亿，管材投资近5000亿	13
天然气干线管道投资规模超万亿	13
管道钢管投资占比约50%	14
钢管行业产能过剩已久，供需格局有望好转	15
行业产能过剩，市场集中度低	15
供需格局好转，价格维持高位	16
金洲管道：产能逐步释放，业绩恢复增长	18
募投项目陆续投产，产能逐步释放	18
公司业绩恢复正增长，产量有进一步提升空间	19
公司营运能力强，毛利率持续提升	21
预测原料价格维持稳定	22
公司客户资源强，将在新一轮管道建设中占据优势	24
盈利预测	25
风险提示	26

图表目录

图表 1：我国历年天然气消费量及增速（亿立方米）	4
图表 2：我国分结构天然气消费量（亿立方米）	5
图表 3：2018年分部门天然气消费结构	5
图表 4：我国天然气供应结构（亿立方米）	6
图表 5：2018年1-11月我国管道气进口来源	6
图表 6：月度天然气消费量（亿立方米）	7
图表 7：截至2018年底我国天然气基础设施示意图	8
图表 8：2010-2020年我国干线管道建设里程（万千米）	8

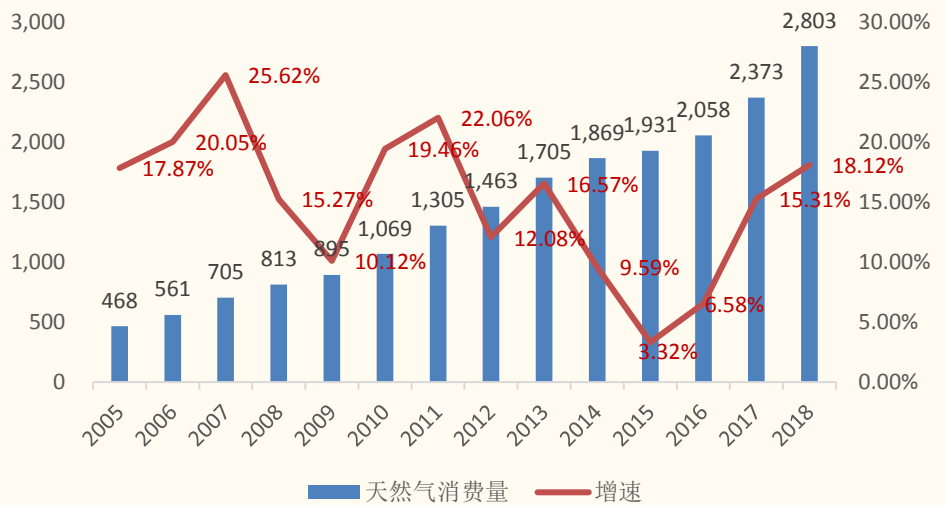
图表 9: 我国天然气基础设施与其他国家对比	9
图表 10: 美国本土天然气管道系统	9
图表 11: “十三五”长输管道重点项目	10
图表 12: 中长期天然气主干网示意图	10
图表 13: 中俄东线国内管道规划	11
图表 14: 促进天然气发展政策与规划	12
图表 15: 铁塔公司组建时间表	13
图表 16: 近两年天然气管道项目投资情况	13
图表 17: 我国长输天然气管线在建线路	14
图表 18: 世界与中国钢管产量 (万吨)	15
图表 19: 2012-2018 年我国焊接钢管产量及增速	16
图表 20: 2007-2018 年我国无缝钢管产量	16
图表 21: 无缝钢管 219*6 现货价走势	17
图表 22: 焊管价格指数	17
图表 23: 2018 年我国钢管主要下游行业运营数据	18
图表 24: 非公开发行股票募集资金具体用途	18
图表 25: 公司近几年管道制造生产量及销售量 (万吨)	19
图表 26: 公司 2013-2018 年营业收入	20
图表 27: 公司 2013-2018 年归母净利润	20
图表 28: 2018 年分产品情况	20
图表 29: 公司 2018 年分业务营收情况 (亿元)	21
图表 30: 公司 2018 年分业务毛利情况 (亿元)	21
图表 31: 2018 年钢管行业公司对比	22
图表 32: 公司毛利率逐步回升 (%)	22
图表 33: 焊接钢管行业上下游产业链示意图	23
图表 34: 无缝钢管与热轧钢带价格	23
图表 35: 无缝钢管与热轧钢带价格拟合情况	23
图表 36: 锌锭价格	24
图表 37: 坦桑尼亚姆纳兹贝处理厂进气火炬点燃	25
图表 38: 公司盈利预测	25

我国天然气供需情况分析：需求量快速增长，供应总体偏紧

增速恢复高增长，城燃、工业、发电用气显著增长

- 随着我国能源结构向低碳转型的不断推进，天然气在我国一次能源消费结构中占据愈发重要的地位。根据《加快推进天然气利用的意见》等政策，国家明确逐步将天然气培育为我国现代清洁能源体系的主体能源之一。我国天然气发展的总体目标为到 2020 年，天然气在一次能源消费中的占比提升至 10%，到 2030 年进一步提升至 15%。随着加快推进天然气在下游城市燃气、工业、发电、与交通等领域的大规模利用，以及利好天然气需求的一系列环保政策的出台，我国天然气行业进入黄金发展期。
- 我国历年天然气消费量均保持较高速度增长，2015 年由于中国整体经济增速放缓，天然气下游消费市场增长动力不足；加之国际油价持续处于低位，替代能源价格走低，天然气经济性消退，天然气需求增速出现较明显回落，天然气管道等基础设施投资不足。
- 2017 年以来，中国天然气市场受宏观经济稳中向好、环保政策影响显著。城市燃气、工业领域进一步实施煤改气工程，同时受工业主要用气行业下游产品价格上涨、替代能源价格上涨、新燃气电厂投运等拉动，全国天然气消费量快速增长，恢复两位数增长。2017 年天然气消费量为 2373 亿立方米，增速为 15.31%，2018 年天然气消费量达到 2803 亿立方米，增速高达 18.12%。

图表 1：我国历年天然气消费量及增速（亿立方米）



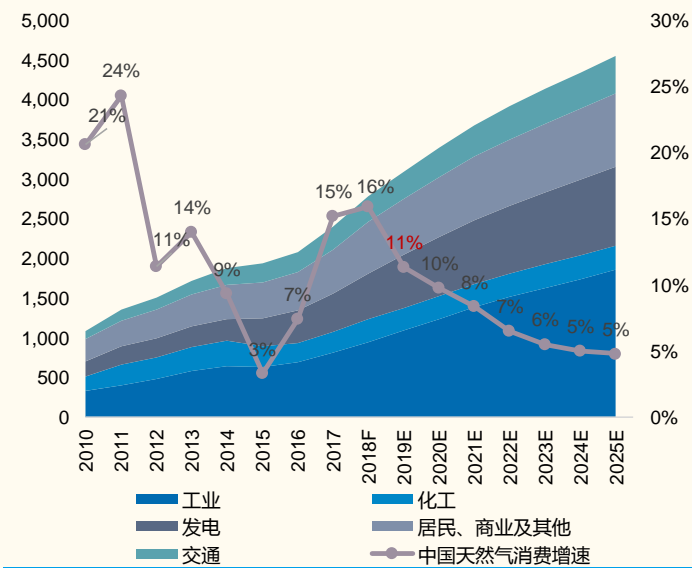
来源：发改委，国金证券研究所

- 城市燃气持续快速增长。2018 年，预计城市燃气用气量为 990 亿立方米，增幅为 16.2%。2018 年，我国天然气基础设施逐步完善，用气人口持续增加，预计城市用气人口由上年的 3.4 亿增至 3.8 亿。国家出台《打赢蓝天保卫战三年行动计划》《北方地区冬季清洁供暖规划》等环保政策，新增汾渭平原、长三角地区为环保治理重点地区，扩大煤改气区域范围，通过财政补贴大力推广清洁能源。河北、山东、河南山西等地出台环保政策，进一步推动了居民煤改气和村村通工程。
- 工业煤改气促工业燃料用气快速增长。2018 年我国工业用气预计为 911 亿立方米，增幅为 20%。2018 年我国宏观经济平稳运行，各级政府加大环保政策实施力度，建立了环保督察长效机制，进一步加强了工业企业的散煤治理，推进河北、山东、安徽、江苏等地工业煤改气。国家加强输配气价

格监管，降低了下游用户用气成本，煤炭、燃料油等替代燃料价格均处于高位，天然气经济性相对提升，拉动了工业用气的快速在那个在。

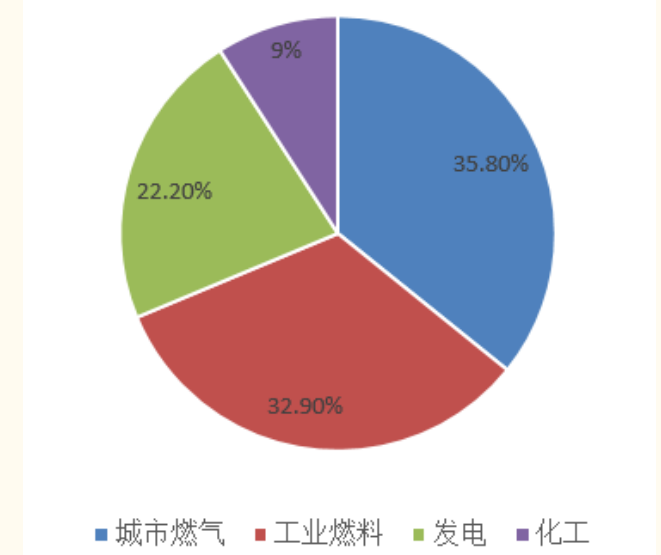
- 发电用气大幅增长。受环保因素、电厂用气负荷提升、社会用电量增速加快等因素影响，发电用气大幅增长。2018 年全社会用电量为 68449 亿千瓦时，同比增长 8.5%，创 2012 年以来增速新高。江苏、浙江等地存量电厂用气负荷显著提升，另外华北石家庄热电九期、协鑫南京江宁、广东黄埔天然气热电联产项目等燃气电厂投产，发电用气量提升。
- 化工用气由升转降，用气量为 250 亿方，降幅为 5.1%。2018 年，受资源供应制约、甲醇价格年底跳水等影响，用气量较去年有所下降。

图表 2: 我国分结构天然气消费量 (亿立方米)



来源: 能源统计年鉴, 国金证券研究所

图表 3: 2018 年分部门天然气消费结构



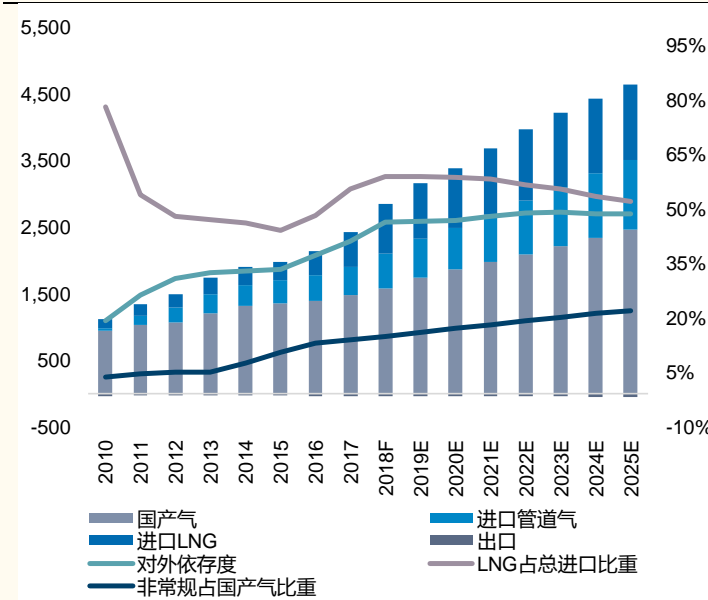
来源: 能源统计年鉴, 国金证券研究所

我国天然气产量增速远低于消费量增速，对外依存度迅速提升

- 根据《2018 年国内外油气行业发展报告》统计数据，我国 2018 年天然气产量为 1573 亿立方米（不含地方企业煤层气），同比增长 6.7%，远低于消费增速。其中，煤制气产量为 23 亿立方米，同比增长 4.5%；煤层气产量 50 亿立方米，同比增长 6.7%；页岩气产量超过 110 亿立方米，同比增加 22.2%。
- 我国天然气进口量持续高速增长，2018 年超过日本成为全球第一大天然气进口国。预计全年天然气进口量为 1254 亿立方米，同比增长 31.7%，高于 2017 年的 24.7%，对外依存度升至 45.3%，较去年增长 6.2 个百分点。其中，LNG 进口量占比 59%，较去年提高 4 个百分点，管道气占比 41%。
- 管道气进口量快速增加。预计 2018 年管道气进口量为 520 亿立方米，同比增加 20.6%，增量主要来自哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦，两国进口气占我国管道气进口的 25%，较去年提升 15 个百分点。
- LNG 进口量全年为 5400 万吨（约 734 亿立方米），同比增加 41.1%，主要受市场需求增加以及新 LNG 接收站投运、新 LNG 合同开始执行等因素影响。进口 LNG 主要来自于澳大利亚、卡塔尔、印度尼西亚等国，澳大利亚是我国 LNG 的最大来源国。
- 进口管道气与 LNG 互为补充。我国自 2006 年开始以 LNG 的形式进口天然气，2010 年中亚天然气进口通道投产后，同时通过长输管道与 LNG 两种形式进口。大部分 LNG 运抵接收站后，会再次气化，接入天然气管网，通过国内天然气管网系统向下游供气。近年来随着环保政策刺激下的需求

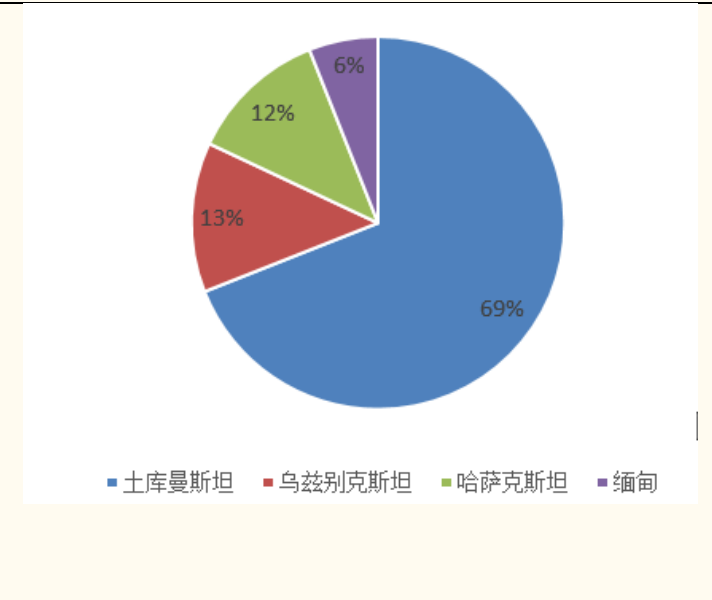
暴涨，LNG 点供发展迅猛，少部分 LNG 在接收站码头直接装入 LNG 槽车，运至下游用户。进口管道气需要在国境内接入我国天然气长输管网，而进口 LNG 的进一步增长也需要完善接收站周边管网建设，提升 LNG 接收站的周转速度与利用率。因此，我国天然气进口量的快速增长也催生了完善国内天然气管网设施的需要。

图表 4：我国天然气供应结构（亿立方米）



来源：发改委，国金证券研究所

图表 5：2018 年 1-11 月我国管道气进口来源

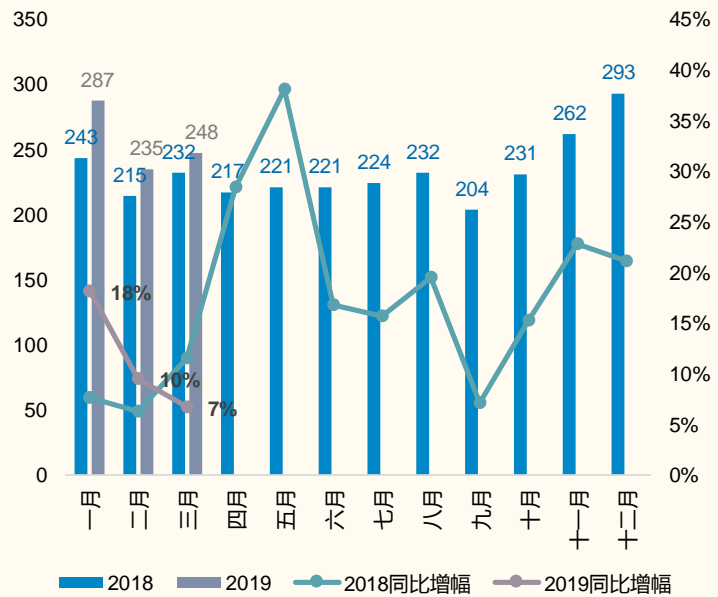


来源：海关总署，国金证券研究所

2019 年天然气需求强劲但增速有所放缓

- 据发改委运行快报统计，2019 年一季度，天然气产量 441 亿立方米，同比增长 9.9%；天然气进口量 335 亿立方米，同比增长 14%；天然气表观消费量 770 亿立方米，同比增长 11.6%。从逐月消费量来看 1-3 月同比增速呈逐渐下滑状态，最高为 1 月份达到 18%，2 月同比增速下降至 10%，3 月同比增速下降至 7%。
- 2019 年增速下降主要受三个方面影响：1) 2017 年“煤改气”力度强于 2018 年，“煤改气”用户在下年年初提供增量，因此 2018 年年初增量高于 2019 年年初增量；2) 2019 年 1-3 月温度高于历史同期；3) 经济下行，工业增速下降。

图表 6: 月度天然气消费量 (亿立方米)



来源: 发改委, 国金证券研究所

- 2019 年天然气市场预测: 2019 年我国能源结构持续调整, 受环保政策影响, “煤改气” 等工程持续推进, 预计整改力度和户数将有所降低。受经济下行影响, 工业燃料用气增量将会下降。预计 2019 年新增装机主要在广东、江苏两省, 此外河北、天津、山东也有新投产电厂项目。燃气发电增量下降。化工预计存量市场景气下降, 新投产项目较少, 整体维持 2018 年用气水平。通过分行业分析预测 2019 年天然气市场增速为 11%。
- 根据近年来历史规律以及现有基础设施运行能力, 考虑新增气源供应能力, 分析 2019 年资源供应能力。从资源看, 国产气田增产较快, 页岩气、煤制气等按照各项目产气能力进行预测, 进口气考虑新增气源等。全年供给基本充足平稳, 在 4-10 月份非采暖季期间, 全国天然气将出现供应宽松的局面; 在冬天采暖季出现极寒天然气的情况下, 北方地区仍将出现供应紧张和限供的局面, 但大概率不会再次出现 “气荒” 情况。

我国天然气管道建设速度滞后

我国已初步建成天然气主干网络

- 随着我国能源结构向低碳转型的不断推进, 天然气在我国一次能源消费结构中占据愈发重要的地位。天然气管道的保障能力是天然气行业发展的基石。目前, 我国已建成由跨境管线、主干线与区域联络线、省内城际管线、城市配气网与大工业直供管线构建的全国性天然气管网, 已初步形成 “横跨东西、纵贯南北、联通境外” 的格局。
- 目前我国已建成西气东输管道一、二、三线, 陕京系统、涩宁兰、中贵、中缅、川气东送、秦沈、哈沈等多条大口径的长输天然气管道, 以及用于大区域资源调配的中贵联络线和冀宁联络线两大跨省联络线工程。已经形成了 “西气东输、海气登陆、就近供应” 三大供应格局。

图表 7: 截至 2018 年底我国天然气基础设施示意图



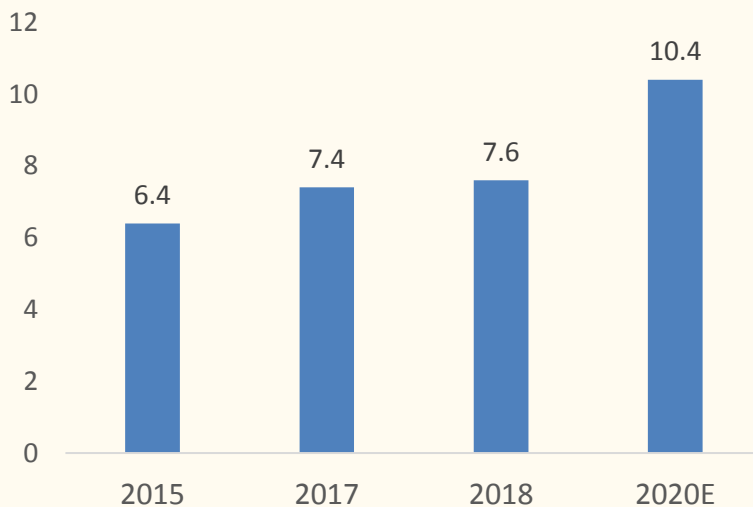
来源:《我国天然气基础设施与互联互通研究》, 国金证券研究所

- 截至 2018 年底, 我国运行的长输天然气管线总里程达到 7.6 万千米, 国内油气长输管道主要集中在三大石油公司手中, 中国石油、中国石化和中国海油分别占比 69%、8%和 7%, 其他公司占比约 16%。干线管道总输气能力约 3500 亿立方米/年。

近年来建设发展速度滞后

- “十三五”期间, 受 2014 与 2015 年天然气消费增速收窄以及“管网剥离”预期影响, 我国天然气管道建设进度滞后。我国《天然气发展十三五规划》提出到 2020 年全国干线管道总里程达到 10.4 万公里, 干线输气能力超过 4000 亿立方米/年, 管道总里程年均增速为 10.2%。实际截至 2018 年底全国已建成投产天然气长输管道 7.6 万千米, 2015-2018 年年均增速仅为 5.9%, 管道建设进度目前滞后于“十三五”规划的目标。

图表 8: 2010-2020 年我国干线管道建设里程 (万千米)



来源:《天然气发展十三五规划》,《2018 年国内外油气行业发展报告》国金证券研究所

- 我国天然气干线管道密度远低于世界平均水平。从天然气管线长度与国土面积比重角度看，截至 2017 年底，美国、法国和德国的天然气干线管道密度分别高达 44.7 米/平方千米、67 米/平方千米和 106.4 米/平方千米，我国的天然气干线管道密度为 7.3 米/平方千米，约为美国的 1/6、法国的 1/10 和德国的 1/15；就运输能力与消费量比重而言，我国天然气管道密度为 19.97 千米/亿立方米，不足世界平均 33.73 千米/亿立方米，远低于美国的 56.3 千米/亿立方米。

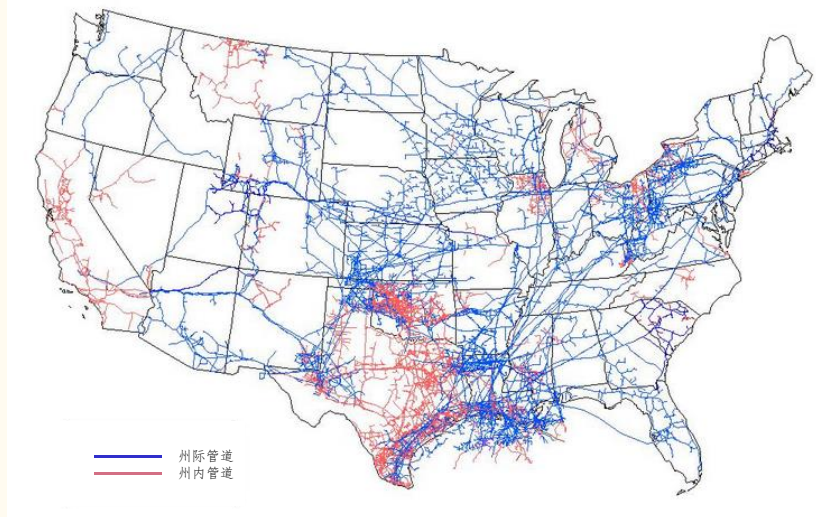
图表 9：我国天然气基础设施与其他国家对比

指标	中国	美国	法国	德国	俄罗斯	世界平均
干线管道密度 (米/平方千米)	7.3	44.7	67	106.4	——	——
运输能力与消费量比重 (千米/亿立方米)	19.97	56.3	——	——	——	33.73
储气库工作气量/ 消费量 (%)	3.4	18	15-35		17	——

来源：中国能源报，国金证券研究所

- 我国长输干线管网未能覆盖全国，海南、西藏等省区尚未被接入全国长输管道系统，另有超过 20% 的地级行政单位、约 30% 的县级行政单位没有接通管道气。
- 美国与我国国土面积相当，其天然气管网系统高度发达，互联互通程度极高，系统集输配一体化，可在美国 48 个州的几乎任何地区输送或输出天然气。美国天然气管网包括超过 210 个管道系统，其中 109 个州际管道系统，101 个州内管道系统，跨州管道的总输气能力已超过 42 亿立方米/日；干线管道 49 万千米；压缩机站场约 1400 座。

图表 10：美国本土天然气管道系统



来源：美国能源信息署 EIA，国金证券研究所

天然气管道展望：新增气源和管道公司成立促管道建设

新增气源促进中长期管道建设

- **2019-2020 年计划建设天然气干线管道 2.8 万公里。**《天然气发展“十三五”规划》中提出四项重点任务，其中第二项为“加快天然气管网建设”，提出“十三五”是我国天然气管网建设的重要发展期，要统筹国内外天然气资源和各地区经济发展需求，整体规划，分步实施，远近结合，**适度超前，鼓励各种主体投资建设天然气管道。**规划提出，“十三五”末，天然气干线里程达到 10.4 万公里。前述，截至 2018 年年底，我国天然气干线里程 7.6 万公里，据此计算，2019-2020 年期间，天然气干线建设里程约 2.8 万公里。

图表 11：“十三五”长输管道重点项目

“十二五”结转项目：西气东输三线（中段）、闽粤支干线、西气东输四线、中俄东线天然气管道、新疆煤制气外输管道、陕京四线、楚雄-攀枝花天然气管道、青藏天然气管道。

完善四大进口通道：中亚 D 线、西气东输五线。

干线管网建设：川气东送二线、鄂尔多斯-安平-沧州管道、青岛-南京管道、国家主干管道向长江中游城市群供气支线等。

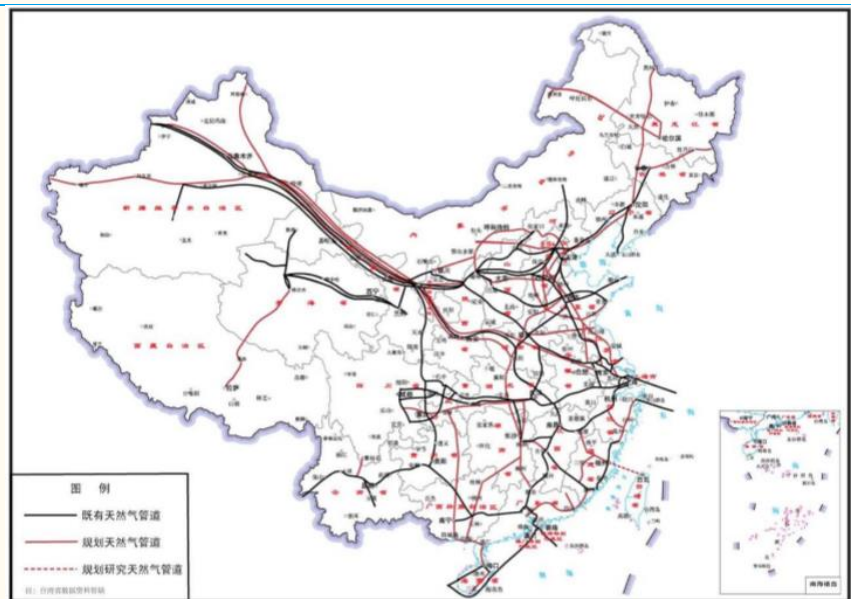
区域管网和互联互通管道：建成中卫-靖边、濮阳-保定、东仙坡-燕山、武清-通州、海口-徐闻、建平-赤峰、杭锦旗-银川、重庆-贵州-广西、威远-荣昌-南川-涪陵等天然气管道；加强省内供气支线建设，扩大市场覆盖范围。

储气库、煤层气、页岩气、煤制气外输管道：文 23-豫鲁支干线、陕 43-靖边配套管道，适时启动蒙西、蒙东煤制气配套管道。（见附表）

来源：天然气发展“十三五”规划，国金证券研究所

- **“十四五”计划建设天然气干线管道 5.9 万公里。**《中长期油气管网规划》指出，到 2025 年，我国天然气管网里程将达到 16.3 万公里，基本建成天然气管道全国基础网络，直线管道和区域管网密度加大，50 万人口以上的城市天然气基本接入天然气，用户大规模增长，逐步实现天然气入户入店入厂，全国城镇用天然气人口达到 5.5 亿。

图表 12：中长期天然气主干网示意图



来源：中长期油气管网规划，国金证券研究所

- **中长期进口管道与国内新增气源陆续到位。**新气源的确定是主干管网建设的前提。根据我国自身及周边国家资源禀赋，2019-2025 年期间，新管道气源增量包括俄罗斯进口天然气、中亚进口天然气、四川盆地常规气、页岩气以及中、西部煤制气项目。
- **俄罗斯与中亚气源推动进口气及国内配套管道建设。**建设在进口天然气管道发展中，目前已进入建设期的中俄东线预计将于 2020 年全线贯通，其中中俄东线北段进展顺利，预计将于 2019 年 11 月投产。中亚气源的引入将促进国内配套输送管道西气东输四线、五线的计划落地，拓宽东西部能源通道，为东部天然气利用发达地区的存量挖潜。此外，根据上游建设进度与管道建设资源协调能力，“十四五”后期，中俄西线天然气进口管道或将开始建设。

图表 13: 中俄东线国内管道规划



来源：新华社，国金证券研究所

- **国产非常规气增加带动外输管道建设。**就国产气源管道发展看，四川盆地天然气增量包括常规气田与页岩气两部分，由于当地利用规模有限，因此将依赖于长输管道向东部、南部外输。目前，四川盆地内现在运的三条外输通道——中贵线、忠武线及川气东送管道，合计外输能力 340 亿立方米，或难满足四川盆地的常规气与页岩气增量未来的外输需求，“十四五”期间，川气东送复线规划与建设将配合上游增产情况提上日程。此外，结合煤制气项目进展，国内还将适时建设蒙东煤制气、新粤浙煤制气等外输管道。
- **天然气供应安全推动管道互联互通能力建设。**除推动新增气源向需求地区的疏通外，天然气保供也是产业发展的重点任务之一。为实现全国主干网全覆盖、全联通，形成坚强有利的基础设施格局，中长期内的天然气基础设施建设的另一工作重点在干线系统内、干线系统之间以及跨省区市的联络线建设。预计将新建青岛-南京、保定-石家庄-郑州、楚雄-攀枝花、鄂尔多斯-银川、赣湘线、赣闽线、闽粤线、琼粤线、渝黔桂线、青藏线等管输工程，如有必要，还将研究规划华北沿海和东南沿海线 LNG 互联互通工程。

成立国家油气管网公司，推动管道建设与公平开放

- **管道独立是 2019 年深化油气体制改革的重点任务。**中共中央、国务院在《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》明确油气改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务。其中提出的重点任务之一是：改革油气

管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力；分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开；完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放。

- 2019年3月5日，李克强总理在《2019年国务院政府工作报告》中指出“深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。”随后，发改委根据政府工作报告将“深化重点行业改革”作为2019年的主要任务之一，明确提出“组建国家石油天然气管网公司，实现管输和销售分开”。

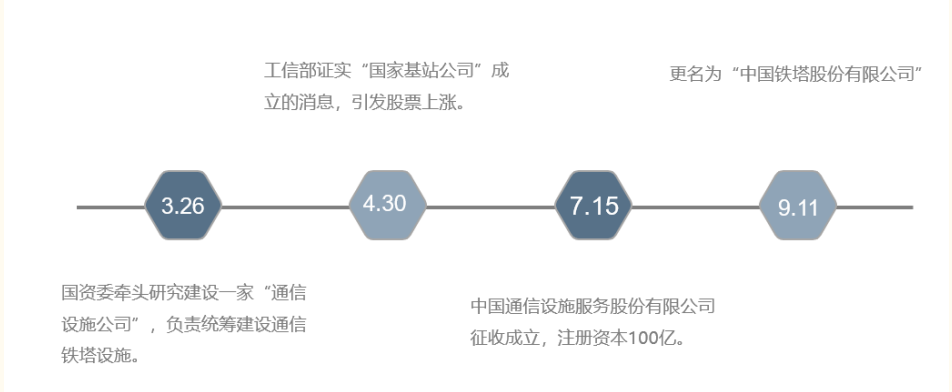
图表 14: 促进天然气发展政策与规划

文件名称	发布单位	发布时间	主要内容
2019年政府工作报告	国务院	2019/3/5	深化电力、油气、铁路等领域改革，自然垄断行业要根据不同行业特点实行网运分开，将竞争性业务全面推向市场。
《推进电力体制和油气管网运营机制改革》	能源局	2018/12/27	要坚持抓改革、强市场，深入推进电力体制改革，积极推进油气管网运营机制改革，深化放管服改革。
《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	国务院	2018/9/5	强化天然气基础设施建设与互联互通。加快天然气管道、LNG接收站等项目建设，集中开展管道互联互通重大工程，加快推动纳入环渤海地区LNG储运体系实施方案的各项落地实施；构建多层次储备体系。
《京津冀6省市2018LNG储气罐及配套建设设施投资计划》	发改委	2018/6/13	为支持重点地区到2020年至少形成不低于保障本行政区域平均3天需求量的应急储气能力，下发经费用于北京、天津、河北等6省（市）LNG储气罐及配套建设。
《关于理顺居民用气门站价格的通知》	发改委	2018/5/25	居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，最大调整幅度原则上不超过每千立方米350元。
《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	中共中央、国务院	2018/5/21	针对石油天然气体制存在的深层次矛盾和问题，深化油气勘查开采、进出口管理、管网运营、生产加工、产品定价体制改革和国有油气企业改革，释放竞争性环节市场活力和骨干油气企业活力。
《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》	发改委、能源局	2018/4/26	构建以地下储气库和沿海LNG接收站储气为主的多层次储气调峰系统。计划到2020年，供气企业要拥有不低于合同年销售量10%的储气能力；城镇燃气企业要形成不低于年用气量5%的储气能力；县级以上地方政府至少形成不低于保障本行政区域日均3天需求量的储气能力。
《关于对页岩气减征资源税的通知》	财政部、税务总局	2018/4/3	自2018年4月1日至2021年3月31日，对页岩气资源税（按6%的规定税率）减征30%。
《2018年能源工作指导意见》	发改委	2018/2/26	天然气消费比重提高到7.5%左右，产量1600亿方左右。
《关于加强配气价格监管的指导意见》	发改委	2017/6/20	按照“管住中间、放开两头”的总体思路，加强城镇燃气配送环节价格监管，促进天然气行业健康发展。
《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	中共中央、国务院	2017/5/21	建立天然气调峰政策和分级储备调峰机制，明确政府、企业、和大用户的储备调峰责任与义务。
《天然气发展“十三五”规划》	发改委	2016/12/24	以提高天然气在一次能源消费中的比重为目标，逐步把天然气培育成主体能源之一，构建结构合理、供需协调、安全可靠的现代天然气产业体系。

来源：政府官网，国金证券研究所

- 三家国有石油管道公司已于 2017 年完成“财务独立”。作为天然气改革的重点，国家早在 2015 年就开始进行天然气管道的“运销分离”工作。2015 年 12 月，中石油管道有限责任公司作为平台公司，整合旗下中石油东部管道公司(884.15 亿元)、中石油管道联合有限公司(1239.22 亿元)及中石油西北联合管道公司(690.3 亿元)三家公司，评估值合计 2813.67 亿元。2016 年，根据《国家能源局综合司关于做好油气管网设施开放相关信息公开工作的通知》要求，三家国有石油公司开始陆续在公司网站公布油气管网设施情况；2017 年，根据国家发展改革委关于印发《天然气管道运输价格管理办法(试行)》和《天然气管道运输定价成本监审办法(试行)》的通知(发改价格规〔2016〕2142 号)，“三桶油”陆续公布管输成本情况。管输费用的首次监审意味着管道公司早已明晰资产及费用，即完成管道的“财务独立”，为产权独立奠定了基础。
- 国家油气管道公司或将于 2019 年上半年成立。我们认为由于国家油气管道公司的资产囊括三家国有石油公司的大部分存量资产，必须在国务院通过其组建方案后进行清查评估，再完成资产交割。参考 2014 年中国铁塔股份有限公司的组建进度，结合组建方案目前的审批进度，我们认为国家油气管道公司或将于今年上半年成立。

图表 15: 铁塔公司组建时间表



来源：发改委，国金证券研究所

- **国家管网公司的成立将推动天然气管网大发展。**国家油气管网公司的成立将为推动管道公平开放奠定良好的物理基础，随着公平开放准则的出台，直接工业直供用户与城燃等与国家管道公司管道直联的用户有望在双气源甚至多气源中选择，进一步推动天然气消费量的增长；在国家“适度超前”的管道建设原则下，摆脱了原有石油公司运销模式与资本开支的束缚，国家管道公司必将按照国家计划大力推动管道建设计划，提升其主营业务的大发展。

市场空间：2025 年天然气管道投资近万亿，管材投资近 5000 亿

天然气干线管道投资规模超万亿

- **每千米干线管道投资超过 1000 万元。**我们统计了近两年的四条天然气管道投资情况，管道长度从 6.26 公里到 2293 公里，四条管道的单位公里投资均超过 1000 万，平均为 1323 万元/公里。
- 例如中国石化鄂尔多斯-安平-沧州输气项目，作为国家“十三五”规划的大型能源项目，鄂安沧管道项目总投资 344 亿元，主要建设内容包括 1 条干线和 5 条支干线，全长 2293 千米，设计年输气能力 300 亿立方米。此项目每公里投资额约为 1500 万元。

图表 16: 近两年天然气管道项目投资情况

项目名称	建设规模 (公里)	总投资 (万元)	单位投资额 (公里/万元)
鄂尔多斯-安平-沧州输气管道	2293	3440000	1500
南川水江—涪陵白涛天然气管道工程项目	65	91752	1412
川气东送（嘉定-新塍）	6.7	7500	1119
仪长线大武支线东湖改道工程	6.26	7883	1259
均值			1323

来源：中国政府采购网，国金证券研究所

- **2019-2025 年干线管道投资规模超万亿。**根据“十三五”及“十四五”规划，仅考虑天然气管道，我国在 2019-2020 年和 2021-2025 年需要分别有 2.8 万千米和 5.9 万千米的建设计划，按干线管道投资 1323 万元/千米计算，预计两个阶段我国将分别实现新增干线管道建设投资 3704 亿元和 7806 亿元，合计 11510 亿元。

图表 17: 我国长输天然气管线在建线路

序号	管道名称	长度 (千米)	管径 (毫米)	设计压力 (兆帕)	设计输量 (亿方/年)
1	西三线	2990			
	中段干线(中卫-吉安)	2062	1219	12	300
	闽粤支干线	575	813	10	56
	中卫-靖边支干线	353	1219	12	300
2	西四线(伊宁-中卫)	2431			
	伊宁-吐鲁番段	760	1219	12	300
	吐鲁番-中卫	1671	1219	12	300
3	西五线(乌恰-中卫)	3200			
	乌恰-连木沁段	1495	1219	12	300
	连木沁-中卫段	1705	1219	12	300
4	中亚D线(含境外段)	1000	1219	12	300
5	中俄东线	2998			
	黑河-长岭(含长春支线)	737/115	1422/1016	12	380
	长岭-永清	1110	1422/1219	12	150
	安平-泰安	321	1219	10	200
	泰安-泰兴	715	1219	10	200
6	新疆煤制气外输管道(新疆木垒-广东韶关)	8972	1219/1016	12(10)	300
7	鄂尔多斯-安平-沧州煤制气管道	2422	1219/1016	12(10)	300
8	濮阳-保定支干线	443	1016	10	100
9	青岛-南京管道	553	914	10	80
10	川气东送二线管道	550	1016	10	120
11	蒙西煤制气外输管线	1200	1219	12	300
12	琼粤海口-徐闻管道	265	914	10	100
13	青藏天然气管道	1140	610	6.3	12.7
14	重庆-贵州-广西管道	780	1016	10	100
15	威远-荣昌-南川-涪陵	440	711/813/1	10	50/60/80
	总计	29384			4688.7

来源:《天然气发展十三五规划》,国金证券研究所

管道钢管投资占比约 50%

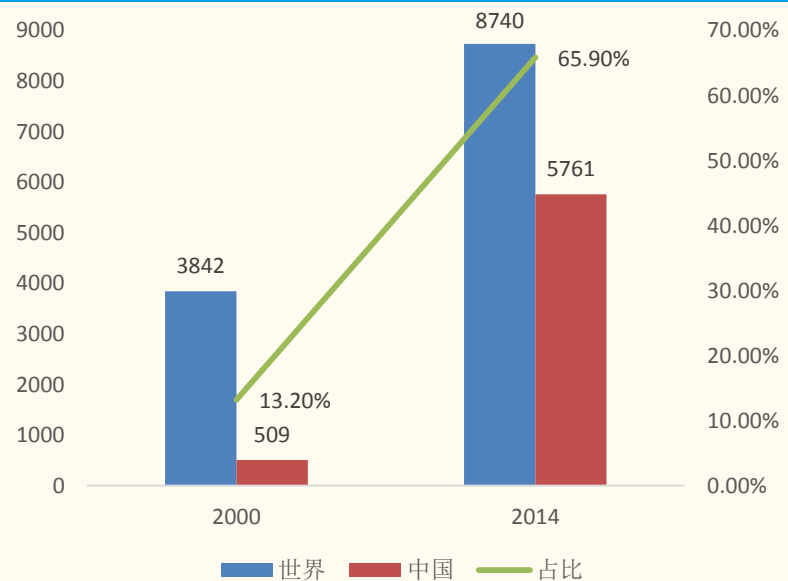
- 天然气管线运输的是易燃易爆气体,气体运行时积累大量的弹性压缩能,对钢材的抗脆性和焊接有较高要求。国标主要有《石油天然气输送用螺旋缝埋弧焊钢管》GB9711 和《石油天然气输送管道用直缝电阻焊钢管》SY5297。国内天然气长输管道多采用 X70、X80 级管材。
- 我们预计在管道投资中 60%的为设备投资,包括钢管、压缩机和阀门等设备,其中钢管占整个设备的投资约为 90%,因此钢管投资占整个管道投资约为 50%,因此我们预测 2019-2025 年钢管的需求市场将超 5000 亿。
- 油气运送管网建设所需钢管包括焊管和无缝钢管,其中螺旋埋弧焊管(SSWH)、直缝埋弧焊管(SAWL)是需求主体。螺旋埋弧焊管:以热轧钢带卷作管坯,经常温螺旋成型,采用双面埋弧自动焊接的用于石油天然气和承压流体输送用的螺旋缝钢管,英文简称 SAWH。直缝埋弧焊管:钢板经冷弯成管状,在对头缝隙处内外表面通过自动埋弧焊接而形成一条与钢管轴线平行焊缝的钢管,其产品英文简称为 SAWL。

钢管行业产能过剩已久，供需格局有望好转

行业产能过剩，市场集中度低

- 钢管是具有空心截面，其长度远大于直径或周长的钢材。按生产工艺分为无缝钢管和焊接钢管，油气输送管网建设所需钢管包括焊管和无缝钢管，其中螺旋埋弧焊管（SSWH）、直缝埋弧焊管（SAWL）是需求主体。螺旋埋弧焊管：以热轧钢带卷作管坯，经常温螺旋成型，采用双面埋弧自动焊接的用于石油天然气和承压流体输送用的螺旋缝钢管。直缝埋弧焊管：钢板经冷弯成管状，在对头缝隙处内外表面通过自动埋弧焊接而形成一条与钢管轴线平行焊缝的钢管。
- 目前，世界上焊接钢管的主要生产地为中国、美国、加拿大、欧盟、印度、阿根廷、日本、韩国、土耳其和俄罗斯等国家和地区，其焊接钢管的产量合计占全球产量的 90%左右。世界焊接钢管生产强国仍然为传统的经济发达国家和地区，如美国、欧盟、加拿大和日本等，具有较为明显的技术优势，以生产油井管、油井套管和高等级石油天然气输送用焊接钢管为主。近年来，随着经济的蓬勃发展，以中国、印度、土耳其等国家为代表的焊接钢管制造业发展迅速，生产规模和技术水平上升很快，与焊接钢管生产强国之间的差距日益缩小，除占据了国际大部分中低端焊接钢管市场外，生产的高端焊接产品在国际市场上的份额也越来越大。
- 近年来，全球焊管产量不断增长。根据中国产业调研网数据，世界焊接钢管产量已从 2000 年的 3842 万吨增至 2014 年的 8740 万吨。全球（除中国）产量基本稳定在 3000 万吨左右。同期中国焊管产量从 509 万吨增至 5761 万吨，占全球产量的比例从 13.2% 上升至 2014 年的 65.9%。

图表 18：世界与中国钢管产量（万吨）



来源：中国产业调研网，国金证券研究所

- 目前我国焊管产能过剩严重，且焊管行业市场集中度低，市场竞争激烈，多数焊管生产企业利润率较低。目前国内焊管企业有 2000 家以上，排名前 11 家主要焊管企业产能合计在 1215 万吨以上，占全国焊管总产能的 1/5 左右，产业集中度较低。大口径直缝埋弧焊管和螺旋埋弧焊管产能增长较快，且新建机组装备水平普遍较高，国内市场竞争加剧。
- 根据中国投资咨询网数据，2016 年我国焊管产能约 6500 万吨，实际产量约 5000 万吨，产能利用率为 76.9%，过剩产能 1500 万吨。从管型来看，直缝埋弧焊管产能利用率约 53%，螺旋埋弧焊管产能利用率约 54%，高频

直缝焊管产能利用率约为 72%。从品种来看，管线管产能约 1000 万吨，产量约 500 万吨，产能利用率 50%，属于严重过剩，是焊管产业去产能的重点方向。

供需格局好转，价格维持高位

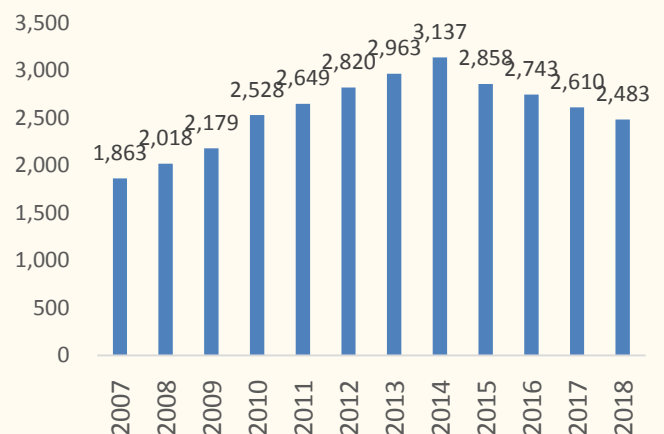
- **钢管行业去产能效果显著：**在化解过剩产能、出清地条钢等一系列改革措施推动下，焊管行业运行情况在 2016 年出现好转、2017 年明显改善、2018 年保持稳中向好发展态势。据“麦钢网”数据，直缝焊管产能利用率恢复到 80%左右的合理区间。同时，无缝钢管的去产能也在进行，根据《钢管》数据，2017 年我国无缝钢管产能为 3800 万吨，基于多种原因，现有产能中已经关停的产能近 350 万吨。2017 年我国无缝钢管的产能利用率在 75%左右。
- 我国钢管产量从 2015 年达到峰值后持续下降。我国钢管产量从 1978 年的 168.7 万吨到 2018 年达到了 7320.11 万吨；其中 2015 年产量突破 9000 万吨，创历史最高。40 年来我国钢管累计产量达 10 亿吨以上，其中焊管 6.5 亿吨以上；无缝管 4 亿吨以上。2016 年中国焊接钢管产量达到 7016.4 万吨，2016 年之后，中国焊接钢管产量开始下降。2014 年我国无缝钢管产量达到 3137 万吨，随后产量开始下降。
- **2018 年，我国钢管产量 7320.11 万吨**，其中焊管产量 4837.24 万吨，同比下降 9.03%，无缝管产量 2482.87 万吨，同比下降 4.87%。2018 年钢管表观消费量 6546.1 万吨，同比下滑 8.40%，其中焊管表观消费量 4459.93 万吨，无缝管表观消费量 2086.16 万吨。2018 年钢管出口量为 827.55 万吨，同比下降 5.4%，钢管出口连续 5 年呈下降趋势。在 2018 年钢管出口中无缝管出口 422.53 万吨；焊管出口 405.02 万吨。

图表 19：2012-2018 年我国焊接钢管产量及增速



来源：国家统计局，华经产业研究院，国金证券研究所

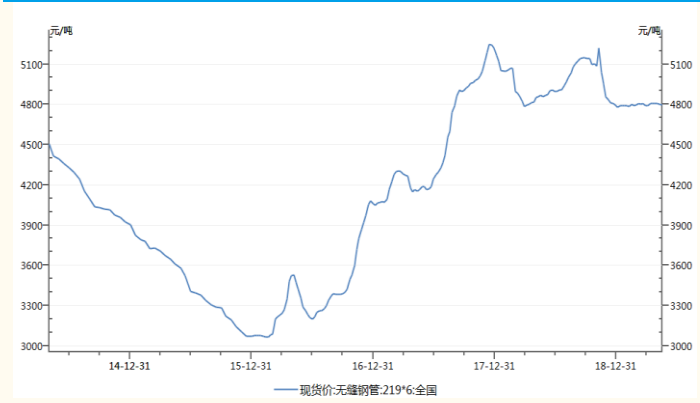
图表 20：2007-2018 年我国无缝钢管产量



来源：国家统计局，国金证券研究所

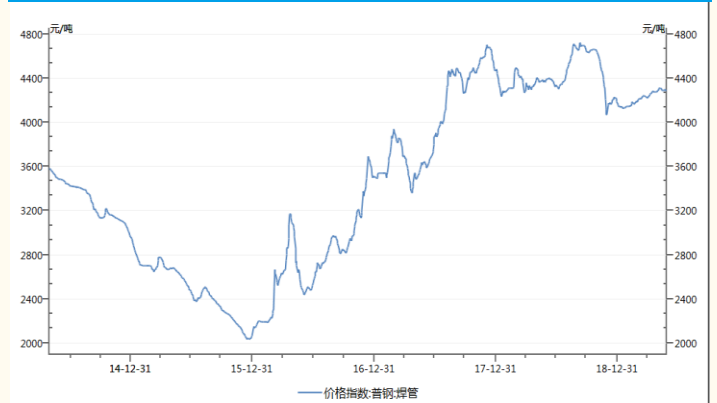
- 据钢管市场价格监测数据显示，2016 年无缝管价格开始理性回归，进入 2017 年钢管总体价格呈现上行趋势，并创近年来钢管市场价格走势最好的一年，部分品种价格还创几年来的新高，并创 2008 年以来钢管市场价格走势最好的一年。价格上涨主要得益于钢铁行业去产能、取缔地条钢、供给侧结构性改革、环保政策的支撑等。
- 进入 2018 年钢管价格走势也是比较平稳的，进入 2018 年 11 月后价格有所下滑，以 219×6 无缝钢管为例，均价格从 2018 年 10 月的 5100 元/吨，年底下降到 4800 元/吨。普钢焊管价格指数由 2018 年 10 月份的近 4800 元/吨，回落至目前的 4300 元/吨，目前价格依然维持在历史高位。

图表 21: 无缝钢管 219*6 现货价走势



来源: wind, 国金证券研究所

图表 22: 焊管价格指数



来源: wind, 国金证券研究所

- 供给方面: 价格高位情况下, 有新投产能推出。
- 在钢管产能过剩的大背景下, 相应的公司积极做出调整。一是产品结构调整。例如, 高频直缝焊管生产线经技术改造, 可以生产冷拔汽车管, 可以生产复合不锈钢管等。二是产能输出到国外去。三是有部分企业自主退出市场。四是某些小产能钢管厂在环保高压的要求下关闭。
- 目前钢管价格比较稳定, 钢管生产企业盈利尚可, 有部分钢管企业扩大产能。据《世界金属导报》数据, 2018、2019 两年预计无缝管新增产能将达到 450 万吨左右, 焊管新增产能将达到 100 万吨以上(不锈钢管增量较多)。
- 下游行业总体运行良好, 2019 年钢管需求有望增加。在宏观经济持续承压, 产品出口压力不断加大的背景下, 为深化供给侧结构性改革, 落实“三去一降一补”中的补短板任务, 国务院发布了《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 提出在脱贫攻坚、铁路、公路、水运等九大领域加快推进重大项目, 补齐各领域的短板, 促进国内需求增长。2019 年新一轮的基础设施建设已经开始, 今年将有铁路、公路、轨道交通、机场、保障房等开工建设项目, 预计将投资 34000 亿元以上, 这将提振钢管行业的需求。
- 2019 年钢管下游行业被普遍看好。2018 年原油加工、天然气、页岩气、发电量、管网建设、房地产、机械、煤炭、煤层气等钢管下游行业总体运行良好。我国煤改气对天然气需求不断增加, 油气管网、管线建设仍然处在高速发展阶段, 对钢管需求方兴未艾。2019 年国际油价如能回升, 我国将加大国内油气勘探开发力度, 那么油井管需求也将增加。总体来看, 我国钢管市场相关下游行业需求稳定, 预计 2019 年我国钢管产销仍呈平稳态势。

图表 23: 2018 年我国钢管主要下游行业运营数据

原油	年产量 1.9 亿吨, 同比下降 1.3%, 降幅比上年收窄 2.7 个百分点; 年进口量 4.6 亿吨, 同比增长 10.1%, 进口量与产量之比 2.44:1
原油加工	年加工量超 6 亿吨, 同比增长 6.8%, 增速较上年高 1.8 个百分点
天然气	年产量 1610 亿立方米, 同比增长 7.5%; 年进口量 9039 万吨, 同比增长 31.9%, 进口量与产量之比 0.77:1
管线建设	截至 2017 年末, 国内油气长输管道总里程累计约为 13.31 万公里
页岩气	年产量 102.9 亿立方米, 同比增长 14.3%
煤炭	年产量 35.5 亿吨, 同比增长 5.2%, 增速较上年高 2.0 个百分点; 年进口量 2.8 亿吨, 同比增长 3.9%, 增速比上年低 2.2 个百分点
煤层气	年产量 72.6 亿立方米, 同比增长 5.8%
发电量	年发电量 67914 亿千瓦时, 同比增长 6.8%。其中: 火电发电量 49795 亿千瓦时, 同比增长 6.0%; 核电发电量 2944 亿千瓦时, 同比增长 18.7%; 风电发电量 3253 亿千瓦时, 同比增长 16.6%; 水电发电量 11027 亿千瓦时, 同比下降 4.1%; 太阳能发电量 894 亿千瓦时, 同比增长 19.6%
新增电力	年新增产能(正式投产) 12439 万千瓦。其中: 水电 854 万千瓦; 火电 4119 万千瓦
房地产	全年投资 120264 亿元, 同比增长 9.5%; 全年房屋施工面积 822300 万平方米, 同比增长 5.2%; 全年土地购置面积 29142 万平方米, 同比增长 14.2%; 全年商品房销售面积 171654 万平方米, 同比增长 1.3%
造船	全年造船完工量 3458 万载重吨, 同比下降 14%
机械(挖掘机、装载机、推土机)	通用设备制造业同比增长 7.2%; 挖掘机方面, 累计销量达到 20.34 万台, 同比增长 45.0%, 国内市场销量(不含港澳台) 18.42 万台, 同比增长 41.1%, 出口销量 19100 台, 同比增长 97.5%; 装载机方面, 累计销量超过 11.9 万台, 同比增长 22.0%; 推土机方面, 累计销量达到 7600 余台, 同比增长 33.2%; 出口销量 2176 台, 同比增长 32.1%; 出口销量占比约 28.7%

来源: wind, 国金证券研究所

金洲管道: 产能逐步释放, 业绩恢复增长

募投项目陆续投产, 产能逐步释放

- 公司 2013 年 4 月非公开发行股票普通股 6,644.80 万股, 募集资金总额为人民币 499,69 万元, 扣除各项发行费用人民币 18,69 万元, 实际募集资金净额为人民币 48100 万元。根据《浙江金洲管道科技股份有限公司非公开发行股票认购邀请书》规定的定价原则, 公司和主承销商确定本次发行价格为 7.52 元/股。

图表 24: 非公开发行股票募集资金具体用途

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金 投资数额(万元)
1	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	59,252.00	26,556.45
2	年产 10 万吨新型钢塑复合管项目	27,406.00	23,443.55
合计		86,658.00	50,000.00

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司募集资金项目之一“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”, 于 2015 年第一季度完成工程建设、生产线设备的安装调试,

进入投产阶段。达产后，公司可年新增 20 万吨高等级螺旋焊管，满足国内外各类油气长输管线建设工程项目的市场需求。

- 2019 年 3 月公司募集资金投资项目之一“年产 10 万吨新型钢塑复合管项目”，投资总额为人民币 21,543.30 万元（经 2017 年度天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计机构审计），目前该项目已经全部建成投产，进入投产阶段。
- 该项目完成后，公司新型功能性专用钢塑复合管年产能 10 万吨，配套用涂衬塑管件 400 万件/套，钢塑复合管具有高强韧、高耐腐蚀、清洁卫生等特点（消防专用管还有耐高温、阻燃等特点）。本项目的实施增加了公司钢塑复合管大规格产品，提高了钢塑复合管产品档次和生产效率，丰富了产品种类，增强了公司的市场竞争力和抗风险能力。
- 4 月 25 日，公司审议通过了《关于投资建设年产 3 万吨高品质薄壁不锈钢管材管件项目的议案》，同意公司以自有资金投资建设年产 3 万吨高品质薄壁不锈钢管材管件项目及配套新建综合科研大楼、检测中心等。该项目的投资建设，将进一步整合管道产业的资源布局，实施“低成本竞争向产品差异化竞争、重规模扩张向品质提升、产品制造商向系统服务供应商”三个战略性转型，努力提高公司整体竞争力和盈利能力，不断做精做强管道制造业。我们预计此项目将于明年下半年投产。
- 随着行业回暖和公司募投项目的达产，公司管道产销量提升明显，结束了 2014-2016 年的低速增长，公司 2017 年生产量和销售量分别达到了 82.38 万吨和 81.51 万吨，同比分别增长 12.07%和 7.77%。2018 年，生产量和销售量继续保持较高增长，生产量和销售量分别达到 94.07 万吨和 91.44 万吨，分别同比增长了 14.19%和 12.18%。目前公司管道生产能力约为 130 万吨，还有进一步扩大产销量的能力。

图表 25: 公司近几年管道制造生产量及销售量 (万吨)

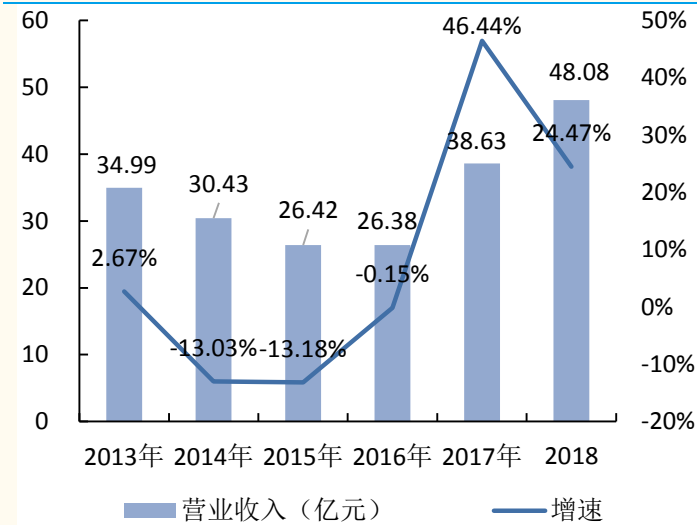
年份	2015	2016	2017	2018
生产量	75.5	73.51	82.38	94.07
增速	7.32%	-2.64%	12.07%	14.19%
销售量	74.6	75.63	81.51	91.44
增速	4.89%	1.38%	7.77%	12.18%

来源：公司年报，国金证券研究所

公司业绩恢复正增长，产量有进一步提升空间

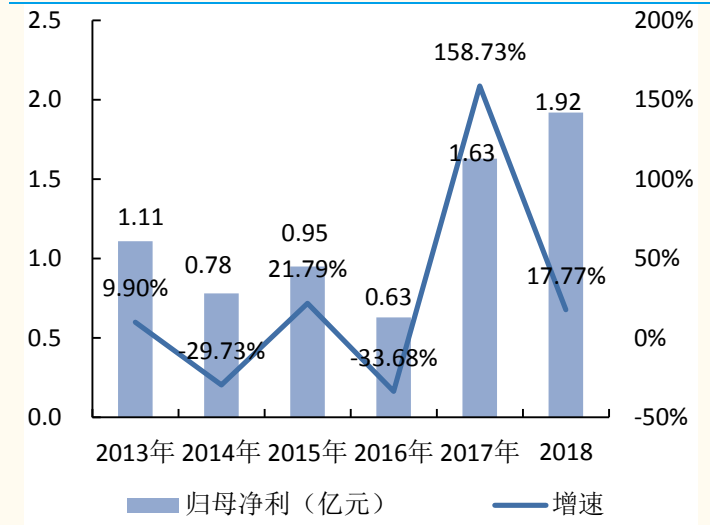
- 由于国内天然气管道建设滞后，需求不足及供应过剩的原因，公司 2014-2016 年营业收入持续下滑，由 2013 年的 34.99 亿元下滑至 2016 年的 26.38 亿元。公司归母净利也由 2013 年的 1.11 亿元下滑至 2016 年的 0.63 亿元。2017 年国内经济稳中向好，好于预期，公司业绩有了明显反弹，营业收入达 38.63 亿元，同比增长 46.44%，归母净利为 1.63 亿元，同比大增 158.73%。
- 公司业绩持续增长，将显著受益管道建设加速。公司 2018 年营业收入为 48.08 亿，同比增长 24.47%，归母净利为 1.91 亿，同比增长 17.44%。公司业绩增长主要原因是聚焦管道主营业务，积极开拓市场，加大营销力度，内部狠抓企业管理，提高产品质量，降本增效。

图表 26: 公司 2013-2018 年营业收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 27: 公司 2013-2018 年归母净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司主营业务管道制造营收为 46.10 亿元, 同比增长 25.07%, 毛利率为 13.55%, 同比提升了 1.19 个百分点。公司营收分产品来看:
- 镀锌钢管营业收入为 24.72 亿元, 同比增长 17.01%, 毛利率为 9.57%, 同比提升了 0.91 个百分点。镀锌钢管收入占总营收比例超过 51%, 毛利占比达到 38%。
- 镀锌管主要用于输送煤气、暖气及消防等领域。作为焊管直接下游衍生产品, 镀锌管与普通焊管相比具有耐腐蚀性强、使用寿命长等优点。据立信信息咨询数据, 目前国内用于加工成镀锌管的焊管占焊管总产量 4 成以上, 保守估计我国镀锌管产量在 1500 万吨左右, 用于生产镀锌管的热镀锌产线不低于 180 条。金洲管道每年镀锌管产量在 50-60 万吨, 在现有土地和产能条件下, 满产可以达到 75-80 万吨, 还有进一步提升产量的空间。

图表 28: 2018 年分产品情况

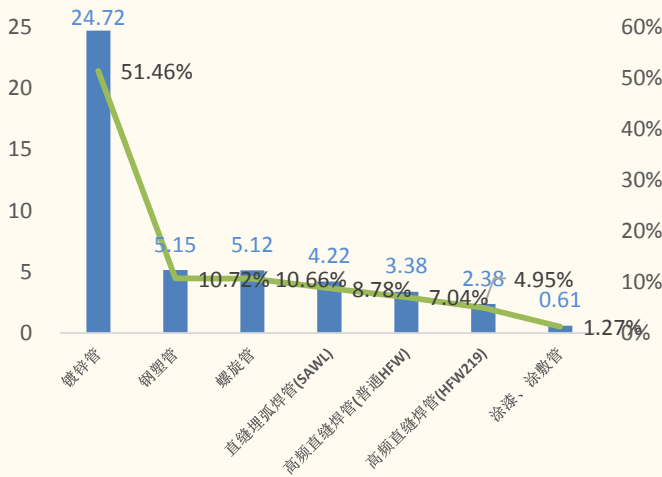
产品	产能 (万吨)	应用	口径	营收 (亿元)	占营收比重	增速	毛利率
镀锌钢管	70	低压燃气输送、消防输水	Φ15mm-Φ200mm	24.72	51%	17%	9.57%
钢塑复合管	10	高端饮用水和耐腐蚀油气、流体输送领域	Φ15mm-Φ150mm	5.15	11%	15%	25.04%
螺旋焊管	30	油气输送	Φ219 mm-Φ2420mm	5.12	11%	18%	15.58%
直缝埋弧焊管 (SAWL)	12	陆上和海上石油、天然气、化工、煤浆、矿浆、水等介质的输送用管	Φ406mm-Φ1626mm	4.22	9%	44%	18.23%
高频直缝管 (普通 HFW)	75	配套镀锌管、涂漆敷管	Φ219mm-Φ89mm	3.38	7%	58%	11.32%
直缝焊管 (HFW219)	8	原油、成品油、天然气、水煤浆及其混合介质的输送	Φ219mm 以上	2.38	5%	195%	12.19%
涂漆、涂敷管	2			0.61	1%	56%	21.99%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

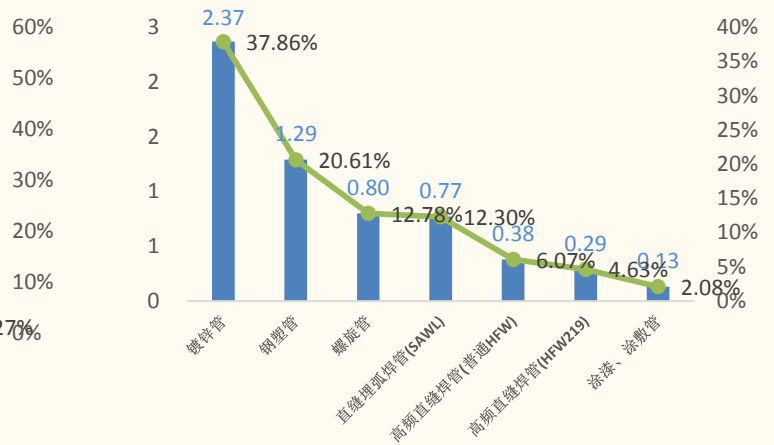
- 钢塑复合管营业收入为 5.15 亿元, 同比增长 14.53%, 毛利率为 25.04%, 同比下降了 1.73 个百分点。钢塑复合管现有产能 10 万吨。钢塑复合管主要用于高端饮用水和耐腐蚀油气、流体输送领域, 市场需求旺盛, 稳定增长。2018 年销售钢塑复合管在 9 万吨左右。

- 螺旋焊管营业收入为 5.12 亿元，同比增长 18.32%，毛利率为 15.58%，同比提升了 0.24 个百分点。螺旋焊管公司现有产能 30 万吨，产品规格为 $\Phi 219\text{ mm}-\Phi 2420\text{ mm}$ ，最高可生产 X80 品种。
- 直缝埋弧焊管（SAWL）营业收入为 4.22 亿元，同比增长 44.10%，毛利率为 18.23%，同比提升了 10.10 个百分点。直缝埋弧焊管是公司收购控股的张家港沙钢金洲管道有限公司生产，现有 12 万吨产能。品种规格为 $\Phi 406\text{ mm}-\Phi 1626\text{ mm}$ 。

图表 29: 公司 2018 年分业务营收情况 (亿元)



图表 30: 公司 2018 年分业务毛利情况 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司营运能力强, 毛利率持续提升

- 我国钢管龙头企业为天津友发钢管集团股份有限公司, 公司成立于 2000 年 7 月 1 日, 有天津、唐山、邯郸、陕西韩城四个生产基地, 旗下 8 家钢管生产企业拥有 160 余条生产线。2018 年, 生产各类钢管近 1400 万吨。自 2006 年至今, 连续 13 年位列中国企业 500 强、中国制造业 500 强, 连续 13 年焊接钢管产销量排名全国第一。目前天津友发未上市, 我们统计对比了主要钢管上市公司的经营情况。
- 金洲管道钢管业务收入增速稳健, 营运能力强。我们对比了主要钢管上市公司的经营情况, 金洲管道产能和产量在主要上市公司排名中游, 钢管业务收入规模在民营上市公司 (除宝钢股份、华菱钢铁) 中排名靠前, 收入增速排名中游。
- 公司营运能力强, 2018 年应收账款周转率为 10.13, 在钢管企业中 (除宝钢股份、华菱钢铁, 因其他业务占比高) 排名第一, 存货周转率为 5.2, 同样排名靠前。

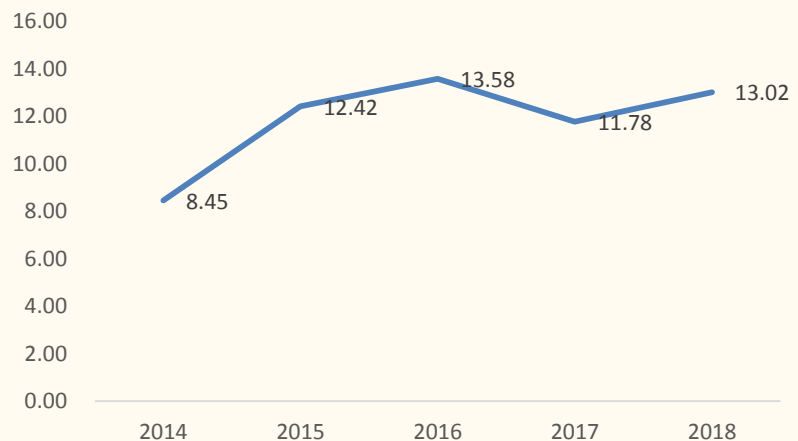
图表 31: 2018 年钢管行业公司对比

公司	主要产品	产能	销售量	钢管业务营收(亿元)	增速	毛利率	应收账款周转率	存货周转率	归母净利润(亿元)	PE TM
金洲管道	镀锌钢管、螺旋焊管、直缝管	130万吨	94万吨	46.1	25.07%	13.55%	10.13	5.2	1.91	16
久立特材	焊接管、无缝管	10万吨不锈钢管	9.51万吨	34.58	42.81%	26.61%	7.25	2.82	3.04	18.5
玉龙股份	直缝埋弧焊管、螺旋埋弧焊管	12万吨直缝埋弧焊管、3万吨螺旋埋弧焊管	24.96万吨	13.15	7.52%	6.19%	7.36	8.06	0.22	414
常宝股份	油套管、锅炉管	—	5.47万吨	45.1	32.91%	19.34%	8.98	5.25	4.8	9.8
珠江钢管	直缝埋弧焊管、螺旋埋弧焊管、电阻焊管	—	34.8万吨	10.71	22.68%	18%	3.56	0.49	-4.99	-1
宝钢股份	无缝钢管	—	222万吨	141.06	33.50%	12.70%	24.6	6.4	215.65	8
华菱钢铁	无缝钢管	200万吨	—	93.4	5.09%	15.04%	30.94	9.91	67.8	3.9

来源: wind, 国金证券研究所

- 钢管价格在 2014 年持续下跌, 于 2015 年末见底后持续回升, 目前价格虽然从 2018 年四季度见顶后回落, 但依然处于高位。公司毛利率持续稳定提升, 从 2014 年的 8.45% 提升至 2018 年的 13.02%。

图表 32: 公司毛利率逐步回升 (%)

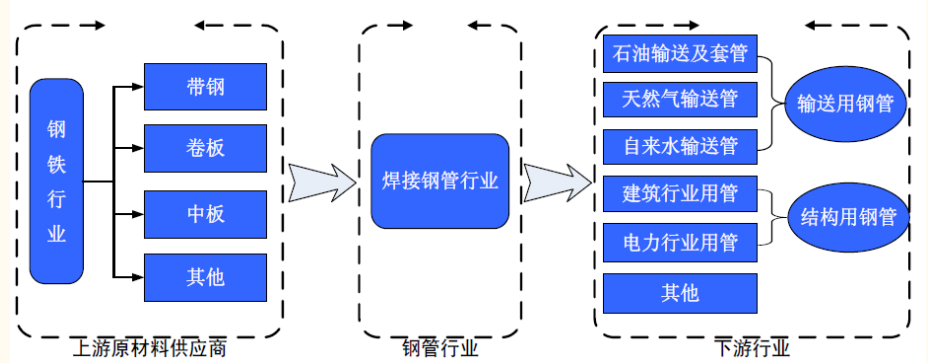


来源: wind, 国金证券研究所

预测原料价格维持稳定

- 公司处于钢管行业, 本行业主要原材料为热轧钢带和锌锭, 上游原材料的供给和价格波动对本行业产生影响, 我国多年来钢材产量连续保持增长, 保证了本行业的钢材供应, 能充分满足石油天然气输送钢管生产对原材料的质量要求。下游主要用于石油天然气输送用钢管、建筑行业用管、自来水输送管和电力行业用管。

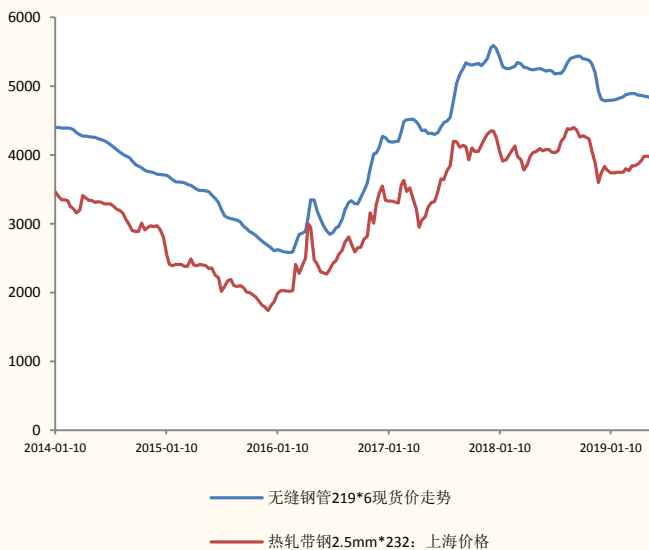
图表 33: 焊接钢管行业上下游产业链示意图



来源: 公司公告, 国金证券研究所

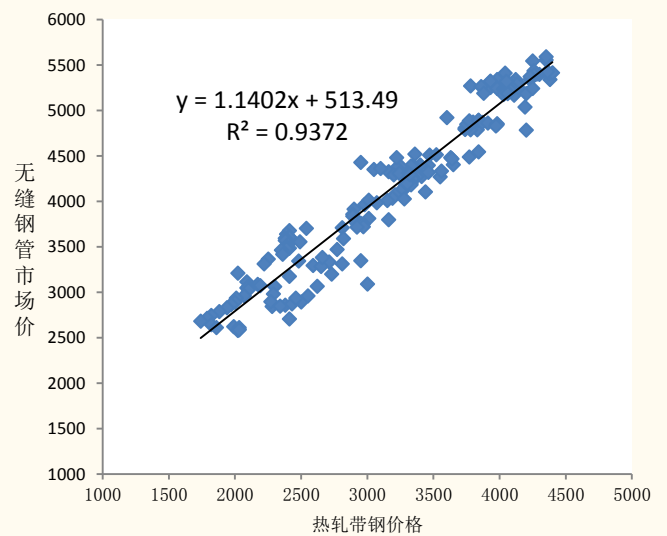
- 2018 年公司营业成本项目中, 带钢占成本比重为 78.71%, 锌锭占成本比重为 10.91%, 两者成本占比合计将近 90%。因此带钢和锌锭价格对公司毛利率影响较大。
- 无缝钢管价格与热轧带钢价格相关性高。我们 2014 年以来的无缝钢管 219*6 现货价和热轧钢带 2.5mm*232 上海价格进行拟合分析, 拟合效果较好。线性回归方程 $R^2=0.9372$, 说明无缝钢管价格与热轧带钢价格相关性高。

图表 34: 无缝钢管与热轧钢带价格



来源: wind, 国金证券研究所

图表 35: 无缝钢管与热轧钢带价格拟合情况

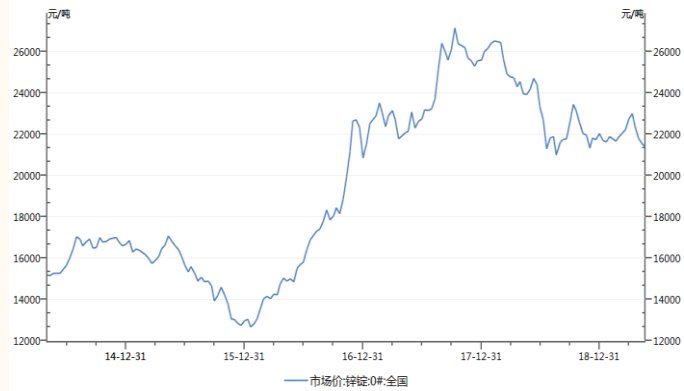


来源: wind, 国金证券研究所

- 钢材市场供需关系总体保持平衡, 带钢价格将维持平稳。在 2019 年钢市研讨会上, 冶金工业经济发展研究中心副主任郑玉春表示, 今年的政策力度更多的倾向于需求侧, 包括促进消费、加大投资, 这些政策出台非常多。所以今年的政策环境, 是在继续享受供给侧结构性改革的红利的同时, 叠加了需求侧的政策力度。但在去产能及环保限产等政策的影响减弱, 新建产能的释放将加大市场供应压力下, 今年钢材市场供需关系总体保持平衡。
- 钢市研讨会上钢铁网首席分析师表示, 从去年进入采暖季开始, 全国的钢铁企业, 尤其是京津冀周边一些企业, 限产政策与 2017 年的冬天相比, 力度大不如前。但从今年 3 月份这一局势发生了变化, 尤其以河北与山西两地变化最大; 因为前期限产力度不够导致空气质量大幅下降, 后期环保力

度趋严，将对钢材产量将会起到了一定影响。因此我们认为 2019 年钢材市场供需关系总体保持平稳，带钢价格将维持平稳。

图表 36: 锌锭价格



来源: wind, 国金证券研究所

- 预计锌锭价格前高后低。据金瑞期货观点，2019 年冶炼存在一定的瓶颈，冶炼环节无法将锌精矿全数转为锌锭，即锌资源的过剩并不以锌锭的形式留存下来。这就意味这，经过 2018 年的去库存，市场剩余的显性库存已处于极度低值，而 2019 年锌锭过剩量级也相当之小，任何消费的边际改善都将彻底扭转锌市场的格局，也将令锌价波动加剧。一季度如期累库存，而二季度将深度去库存，供需矛盾也将在二季度进一步激化。预计年内价格前高后低，伴随着基本面矛盾的激化，预计年内高点在二季度附近。
- 根据对公司钢管原材料带钢和锌锭价格的分析，我们认为 2019 年公司原材料总体价格保持稳定，或有小幅波动。因此我们认为公司钢管产品价格也将维持稳定，从历史价格来看仍处于历史高位，上市公司盈利情况良好。

公司客户资源强，将在新一轮管道建设中占据优势

- 公司是国内配套最为齐全的油气输送用管道制造企业之一，可以满足客户在各个地区和区域的应用。其中，油气输送用焊接钢管按生产工艺主要分为：螺旋缝埋弧焊管、直缝埋弧焊管、直缝高频电阻焊管三大类，城市燃气低压庭院管网和入户管道广泛使用 PE 燃气管和镀锌管。
- 目前，公司油气输送用管已经覆盖了油气输送干线用管、支线用管、城市天然气管网用管以及终端用户使用的低压燃气庭院管网和入户管道（PE 燃气管和镀锌管），拥有高等级石油天然气输送螺旋缝埋弧焊管（ $\phi 219 \sim \phi 2420$ ）、直缝埋弧焊管（ $\phi 406 \sim \phi 1626$ ）、直缝高频电阻焊管（ $\phi 89 \sim \phi 610$ ）等三大类产品和终端用管（PE 燃气管和低压燃气专用镀锌管），公司投资开发的油气田和建筑给排水用钢塑复合管、不锈钢复合管可用于油气集输。
- 公司产品广泛应用于国内外石油天然气长输管线、城市管网、重化工、大型输水管线、核能和超高压输电线路电力铁塔等领域，重点参与了中哈管线（中国至哈萨克斯坦）、中亚管线（中国至土库曼斯坦）、中缅油气管线（中国至缅甸）、神渭输煤管线、海南文昌海底管线、苏丹长输管线、阿尔及利亚管线和北京奥运场馆、上海世博会中国馆、泰山核电站、皖电东送特高压电力铁塔等国内外重点工程，已成为中石油、中石化、中海油、国家电网及国内各大燃气公司、自来水公司的优秀管道供应商。
- 以坦桑尼亚天然气处理厂及输送管线项目为例，项目由中国石油技术开发公司联合管道局、工程设计公司与坦桑尼亚石油发展公司签订包括设计、采购及施工的 EPC 总承包合同，建设 542 公里输气管道以及日处理 600

万立方米和 400 万立方米的两座天然气处理厂。此项目于 2015 年 8 月 20 日，开始接收上游天然气，进行联合调试，为项目交付打响收官之战。

- 2013 年 4 月 2 日，中国石油技术开发公司分别与金洲管道子公司管道工业、控股子公司沙钢金洲就“坦桑尼亚天然气处理厂及输送管线项目”中“从 SONGO SONGO 和 MTWARA 到 DAS ES SALLAM 的管道 EPC 项目”所用的螺旋埋弧焊钢管及直缝埋弧焊钢管签署了正式合同。中国石油技术开发公司分别采购螺旋埋弧焊钢管 99,330 米和直缝埋弧焊钢管 52,316 米，合同总金额为 2.83 亿元。

图表 37: 坦桑尼亚姆纳兹贝处理厂进气火炬点燃



来源：中国石油新闻中心，国金证券研究所

- 公司凭借先进的生产技术、良好的产品质量和完善的服务体系，成为中石油、中石化、中海油、港华燃气、新奥燃气、华润燃气、中国燃气、昆仑燃气、国家电网等国内知名能源企业的主要管道供应商。我们认为公司具有强大的客户资源，在新一轮管道建设中将占据优势。

盈利预测

- 国家管道公司的成立将促进管道需求的释放，预计公司 2019-2021 年管道销量增速为 13%、12%和 11%。预计公司原材料价格保持稳定，随着供需格局的改善和公司高毛利产品不锈钢管的投产，公司毛利率将逐步回升，2019-2021 年公司整体毛利率分别达到 13.5%、14%和 14.5%。
- 预计公司 2019-2021 年营业收入为 58.47 亿、69.38 亿和 80.92 亿元，对应归母净利润为 2.38 亿、3.08 亿和 3.87 亿元，对应 EPS 分别为 0.46、0.59 和 0.74，对应 PE 为 17、13、10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 38: 公司盈利预测

业务	年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
管道制造	销售量(万吨)	75.63	81.51	91.44	103.33	115.73	128.46
	增速	1.38%	7.77%	12.18%	13.00%	12.00%	11.00%
	收入(亿元)	25.32	36.86	46.10	56.24	66.93	78.31
	增速	-0.22%	45.61%	25.05%	22.00%	19.00%	17.00%
	毛利率	14.04%	12.36%	13.55%	14.00%	14.50%	15.30%
其他	收入(亿元)	1.06	1.77	1.97	2.23	2.45	2.61
总计	收入(亿元)	26.38	38.63	48.08	58.47	69.38	80.92
	增速	-0.14%	46.44%	24.46%	21.61%	18.65%	16.63%

来源：公司公告，国金证券研究所

风险提示

- 管道建设速度不达预期的风险：管道建设加速直接带来行业订单的增加，若管道建设速度不达预期，则行业订单有下滑的风险。
- 行业低价竞争导致毛利率下降的风险：目前，国内管道行业的产业集中度低，产能依然过剩，在未来一段时间内将面临激烈的市场竞争，出现优胜劣汰的趋势，少数大型企业将在竞争中脱颖而出，市场占有率逐步提升。公司如果不能及时调整产品结构、提升产品附加值，做到有效地控制传统产品的制造成本，提升公司的综合竞争力和品牌价值，公司将面临较大的行业竞争风险。
- 项目进度不达预期风险：公司募集资金投资项目实施后，螺旋焊管和钢塑复合管产能有望得到大幅增长。尽管项目产品是结合行业发展趋势和市场需求状况在原有产品上进行的升级，有利于进一步提升公司产品竞争力、扩大市场营销网络、深化与原有客户合作关系，但由于本次产能扩张幅度较大，且项目产品应用领域受宏观经济、产业政策等客观因素影响较大，募集资金投资项目仍然面临产能扩张后市场不能及时消化的问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,638	3,863	4,808	5,847	6,938	8,092	货币资金	177	188	467	492	648	903
增长率		46.4%	24.5%	21.6%	18.7%	16.6%	应收款项	485	585	675	899	1,113	1,284
主营业务成本	-2,280	-3,408	-4,182	-5,058	-5,965	-6,918	存货	511	719	890	1,039	1,226	1,422
%销售收入	86.4%	88.2%	87.0%	86.5%	86.0%	85.5%	其他流动资产	604	454	480	509	568	635
毛利	358	455	626	789	973	1,174	流动资产	1,776	1,948	2,511	2,939	3,554	4,244
%销售收入	13.6%	11.8%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	%总资产	54.5%	59.8%	67.5%	68.9%	71.5%	74.0%
营业税金及附加	-12	-14	-17	-23	-28	-32	长期投资	572	333	0	100	150	190
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	789	831	965	969	991	1,009
营业费用	-72	-88	-122	-146	-173	-202	%总资产	24.2%	25.5%	25.9%	22.7%	19.9%	17.6%
%销售收入	2.7%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	无形资产	115	136	237	255	272	289
管理费用	-165	-201	-232	-275	-334	-386	非流动资产	1,483	1,308	1,210	1,327	1,417	1,491
%销售收入	6.3%	5.2%	4.8%	4.7%	4.8%	4.8%	%总资产	45.5%	40.2%	32.5%	31.1%	28.5%	26.0%
息税前利润 (EBIT)	109	152	254	345	438	553	资产总计	3,260	3,256	3,722	4,266	4,971	5,736
%销售收入	4.1%	3.9%	5.3%	5.9%	6.3%	6.8%	短期借款	765	510	647	890	1,189	1,467
财务费用	-23	-29	-32	-49	-67	-85	应付款项	156	241	411	439	535	620
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	其他流动负债	66	77	94	106	130	156
资产减值损失	-8	-6	-6	-6	-7	-7	流动负债	987	829	1,152	1,435	1,855	2,243
公允价值变动收益	-1	-6	0	-9	-7	-11	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-19	25	-6	5	13	13	其他长期负债	160	168	159	220	234	257
%税前利润	n.a	13.1%	n.a	1.7%	3.4%	2.7%	负债	1,146	997	1,310	1,655	2,089	2,500
营业利润	59	192	231	285	370	463	普通股股东权益	1,987	2,129	2,267	2,453	2,709	3,043
营业利润率	2.2%	5.0%	4.8%	4.9%	5.3%	5.7%	少数股东权益	127	130	144	158	174	192
营业外收支	19	0	11	12	12	15	负债股东权益合计	3,260	3,256	3,722	4,266	4,971	5,736
税前利润	78	192	242	297	382	478	比率分析						
利润率	2.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.5%	5.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-16	-26	-37	-45	-58	-73	每股指标						
所得税率	20.5%	13.7%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.121	0.312	0.367	0.457	0.591	0.743
净利润	62	166	205	252	324	405	每股净资产	3.817	4.089	4.356	4.713	5.204	5.847
少数股东损益	-1	3	14	14	16	18	每股经营现金净流	0.057	-0.124	0.029	0.037	0.228	0.466
归属于母公司的净利润	63	163	191	238	308	387	每股股利	0.100	0.040	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	2.4%	4.2%	4.0%	4.1%	4.4%	4.8%	回报率						
							净资产收益率	3.16%	7.64%	8.42%	9.69%	11.36%	12.70%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.93%	5.00%	5.13%	5.57%	6.19%	6.74%
							投入资本收益率	3.02%	4.75%	7.04%	8.34%	9.12%	9.97%
净利润	62	166	205	252	324	405	增长率						
少数股东损益	-1	3	14	14	16	18	主营业务收入增长率	-0.14%	46.44%	24.46%	21.62%	18.66%	16.63%
非现金支出	71	75	80	85	88	93	EBIT 增长率	-13.59%	39.29%	66.79%	35.58%	27.21%	26.27%
非经营收益	42	15	42	50	53	76	净利润增长率	-34.13%	158.91%	17.44%	24.45%	29.47%	25.63%
营运资金变动	-145	-320	-313	-368	-346	-331	总资产增长率	19.11%	-0.12%	14.32%	14.62%	16.54%	15.37%
经营活动现金净流	30	-65	15	19	119	243	资产管理能力						
资本开支	-112	-100	-110	-118	-118	-115	应收账款周转天数	52.7	40.5	36.0	40.0	41.5	41.0
投资	-413	339	218	-99	-47	-41	存货周转天数	79.7	65.9	70.2	75.0	75.0	75.0
其他	164	157	-9	25	13	13	应付账款周转天数	15.7	13.8	21.8	22.0	21.0	21.0
投资活动现金净流	-361	397	98	-192	-152	-143	固定资产周转天数	105.9	71.3	67.1	52.3	41.5	34.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	383	-255	136	304	314	301	净负债/股东权益	20.46%	14.26%	7.46%	15.23%	18.79%	17.43%
其他	-75	-51	-64	-106	-125	-145	EBIT 利息保障倍数	4.8	5.2	7.9	7.0	6.5	6.5
筹资活动现金净流	308	-306	72	199	189	156	资产负债率	35.16%	30.63%	35.21%	38.79%	42.01%	43.59%
现金净流量	-23	26	186	26	156	255							

来源：公司年报、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
买入	0	0	0	0	2
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	1.00

来源：朝阳永续

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 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%以上。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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7GH