

金洲管道 (002443): 焊管业务厚积薄发, 经营质量稳步向好

——金洲管道 (002443) 深度报告

2019年07月11日

强烈推荐/维持

金洲管道 公司报告

报告摘要:

受益于油气行业景气, 2014年后盈利能力持续改善, 短期趋势不改。公司营收来源主要是镀锌管, 但利润占比渐少; 营收增量主要来自螺旋焊管、直缝埋弧焊管和高频焊管产品, 上述产品的利润占比稳步增长, 原因是油气管道需求向好, 购销差扩大导致毛利率触底后持续回升, 2018年创历史最佳盈利水平, 高盈利水平有望长期保持甚至继续向好。

优质产能有待释放, 产品结构持续优化, 提升盈利能力。钢塑管产线投产后, 目前正投资新建3万吨高品质薄壁不锈钢管材管件产线, 产品结构继续优化。公司目前拥有焊管产能130万吨, 综合产能利用率在75%~80%, 钢塑管产线产能待充分利用, 螺旋焊管年产能尚有20万吨的释放空间。

油气消费占比提升拉动焊管需求增长, 管网独立后公司再迎发展良机。一方面, “煤改气”加速了我国能源结构的优化; 另一方面, 当前我国天然气管道仍存在里程数及设施能力不足的一些问题。我们预测2018年后镀锌管产销量增速将保持在5~10%, 市场规模将超1000亿, 2025年前天然气管道建设投资有望超万亿。国家油气管网公司有望在下半年成立, 将打破过去石油体系内管厂对油气用焊管供给的垄断, 外围管厂有望扩大业务。

经营不善的管厂被出清, 优质企业终成最后的赢家。公司坚持高质量运行, 近10年的期间费率保持在业内较低的水平, 总资本周转率长期高于同行, 维持低负债运营, 资本结构十分健康。业内同行在产能过剩和盈利恶化下逐步退出了焊管业务, 而公司在焊管业务上厚积薄发, 盈利能力后来居上。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计2019、2020、2021年的营收分别达到48.07亿元、47.25亿元、50.74亿元, EPS分别为0.51、0.67、0.83, 对应PE分别为14.2X、10.8X、8.7X。据与公司自身纵向对比和与同行横向对比分析, 我们认为公司2019年的合理PE、PB分别为20X、2.3, 对应3个月的股票价格为10.2元, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示: (1) 核心产品的下游需求不及预期; (2) 原料涨价超预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,863	4,808	4,807	4,725	5,074
增长率(%)	46.4%	24.5%	0.0%	-1.7%	7.4%
净利润(百万元)	192	205	264	349	434
增长率(%)	210.8%	6.8%	28.7%	32.4%	24.2%
净资产收益率(%)	7.6%	8.4%	7.9%	9.8%	11.2%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.51	0.67	0.83
PE	23.3	19.5	14.2	10.8	8.7
PB	1.8	1.7	1.1	1.1	1.0

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

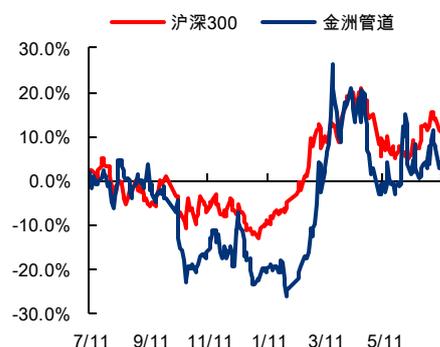
公司是研发制造高等级石油工业用管道和绿色民用管道的上市企业。主要生产镀锌钢管、钢塑复合管、螺旋焊管、直缝埋弧焊管和直缝高频焊管等产品, 产品主要用于给水、排水、消防、燃气、石油天然气输送、建筑、通讯等领域。

未来3-6个月重大事项提示:

交易数据

52周股价区间(元)	7.15-7.08
总市值(亿元)	37.22
流通市值(亿元)	36.28
总股本/流通A股(万股)	52054/50748
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.33

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

目 录

1. 新型管道的引领者	4
1.1 专注焊接钢管的高新技术企业	4
1.2 产品种类齐全 技术装备先进	4
2. 油气和钢铁景气共振 营收和利润持续高增长	6
2.1 量价齐升助力营收和利润持续高增	6
2.2 新增产能有待释放 产品结构继续优化	8
3. 能源结构优化加速 管网独立公司再迎发展良机	9
3.1 我国能源结构优化步入快车道	9
3.1.1 我国能源消费结构中油气占比有较大提高空间	9
3.1.2 政策趋向环境保护 “煤改气”加速能源结构优化	9
3.2 “煤改气”背景下镀锌管市场增量较大	10
3.2.1 镀锌管需求增速上行	10
3.2.2 镀锌管的竞争格局	12
3.2.3 钢塑管在替代镀锌管中成长	13
3.3 油气管网公司成立在即 公司再迎发展良机	14
3.3.1 我国油气输送管建设容量巨大	14
3.3.2 国家独立油气管道公司组建 油气管网建设有望提速	17
3.3.3 油气输送管产能集中度较高 外部管厂的地位有待提升	18
4. 公司经营质量显著改善 各项指标优于业内同行	20
4.1 公司盈利能力领先业内同行	20
4.2 运营能力和资本结构较优	22
5. 投资建议及估值	22
6. 风险提示	23
7. 相关报告汇总	25

表格目录

表 1: 2015 年主要国家一次能源消费结构 (%)	9
表 2: 我国主要天然气管网里程及投资额不完全统计	15
表 3: 我国与欧美等国天然气管道设施能力及效率对比	16
表 4: 在建或规划天然气管道项目	17
表 5: 天然气行业及油气管道主要规划目标	17
表 6: 我国主要的大口径油气输送管供应商的焊管产能	19
表 7: 不同油气输送管产线的优缺点比较	20
表 8: 可比公司的估值	23

插图目录

图 1:公司主要股权关系	4
图 2:镀锌管产品	5
图 3:螺旋焊管产品	5
图 4:公司地处长三角经济区中心位置	6
图 5:公司的营收结构	6
图 6:各产品的营收占比	6
图 7:2017-2018 年公司核心产品营收的增速	7
图 8: 公司的毛利润结构	7
图 9: 各产品的毛利润占比	7
图 10:公司核心产品的毛利率	8
图 11:公司油气用焊管的毛利率创 10 年新高	8
图 12:焊管产品近 3 年购销差维持高位	8
图 13:我国天然气表观消费量增速上行	10
图 14:我国天然气产量增速有待提高	10
图 15:镀锌管生产工艺流程	11
图 16:镀锌管产量	11
图 17:镀锌管市场规模	11
图 18:我国房地产投资情况	12
图 19:“煤改气”后北方镀锌管价格高于南方地区	12
图 20:钢塑复合管的生产工艺流程	13
图 21:钢塑管产品之——内涂覆	14
图 22:钢塑管产品之——内外涂覆	14
图 23:公司钢塑管年销量	14
图 24:“十三五”期间我国主干线管道建设里程(万公里)	16
图 25:我国焊管产量占世界 70%(千吨)	18
图 26:焊管价格	18
图 27:近 10 年螺旋焊管产品的毛利率(%)	21
图 28:近 10 年公司 ROE (%)	21
图 29:2011-2018 年可比公司的期间费率	21
图 30:2011-2018 年可比公司的总资本周转率	22
图 31:2011-2018 年可比公司的资产负债率	22

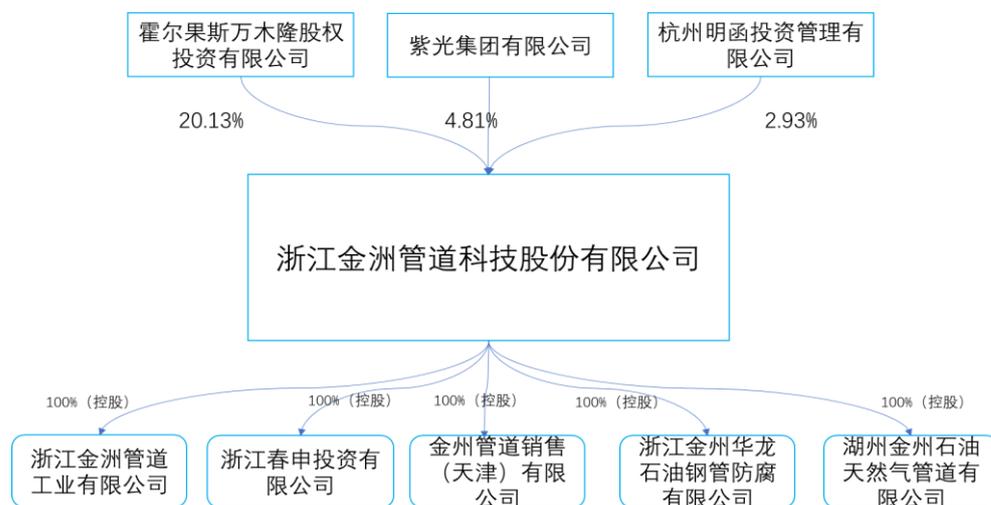
1. 新型管道的引领者

1.1 专注焊接钢管的高新技术企业

有突出品牌影响力的管道产品供应商。金洲钢管是专业从事焊接钢管产品研发、制造及销售的国家高新技术企业，是国内第一家以焊接钢管为主业的A股上市公司。公司是中石油、中石化、中海油管道产品的重要供应商，并获得中石化颁发的“石油化工工程建设推荐产品证书”。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。与中海油共同投资设立的中海石油金洲管道有限公司是中海油在国内设立的唯一一家油气管道制造企业。“金洲”商标被认定为我国管道行业首个“中国驰名商标”。

- ◆ **大股东持股比例稳步提升。**公司股权结构相对分散，大股东霍尔果斯万木隆股权投资有限公司持股比例自2017年9.03%稳步提升至21.24%，是前10大股东中仅有的股权占比超5%的股东，由公司董事长孙进峰实际控制。截止2019年1季度，公司前10大股东合计股权占比35.5%，排名前三的另外两大股东分别为紫光集团有限公司和杭州明函投资管理有限公司。
- ◆ 公司主要控股参股公司有浙江金洲管道工业有限公司、金洲管道销售（天津）有限公司、湖州金洲石油天然气管道有限公司、浙江金洲华龙石油钢管防腐有限公司、浙江春申投资有限公司、张家港沙钢金洲管道有限公司（直接和间接持股占比51%）和中海石油金洲管道有限公司（持股占比49%）。

图 1:公司主要股权关系



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 产品种类齐全 技术装备先进

为我国最大的镀锌钢管、钢塑复合管和螺旋焊管供应商之一。公司主导产品为热浸镀锌钢管、钢塑复合管、螺旋埋弧焊钢管、直缝电阻焊钢管、FBE/2PE/3PE防腐钢管等。公司目前有约130万吨产能，其中镀锌管产能70万吨，钢塑管产能约10万吨，4条螺旋焊管产线（SSAW）共计产能30万吨，2条直

缝高频电阻焊管产线（HFW）共计产能 20 万吨。此外，公司与沙钢合资组建直缝埋弧焊管厂（控股子公司，占比 51%），拥有一条大口径焊管产线，设计产能 30 万吨。

- ◆ **配套最为齐全的油气输送用管道制造企业，满足客户在各个地区和区域的应用。**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）。公司还开发有油气田和建筑给排水用的钢塑复合管、不锈钢复合管。
- ◆ **公司在石油天然气输送用管和工程领域具有显著的综合竞争力。**镀锌管、钢塑复合管产品被北京奥运会场馆、上海世博会场馆、秦山核电站等重点工程广泛采用，螺旋焊管产品已被中亚天然气长输管线、中哈原油长输一期/二期管线、苏丹 THAR JATH 长输管线、西气东输苏州支线及城市管网工程、西气东输合肥支线工程及城市管网工程等国际国内油气管道工程。
- ◆ **公司生产装备先进。**公司拥有螺旋焊管、直缝埋弧焊管和 HFW 等多条产线，其中螺旋缝埋弧焊管项目全套引进德国西马克梅尔集团 PWS 公司先进的预焊+精焊第二步法设备和控制软件，大幅减小了精焊时焊缝的弹复应力，有效降低出现焊缝微裂纹的可能性，具有成型速度快、成型质量好、残余应力小、焊缝质量稳定可靠、合格率高、生产效率倍增的显著优势和特点。新型钢塑复合管生产线委托国内知名的科研机构进行设计和开发，生产自动化水平国内领先。

图 2:镀锌管产品



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 3:螺旋焊管产品



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

- ◆ **得天独厚的地理优势。**公司地处浙江北部、太湖南岸的湖州市区，东临上海、南接杭州，宣杭铁路、申苏浙皖、杭宁高速公路和长湖申航道在此交汇，地理位置得天独厚，水陆交通十分便捷。公司自备千吨级内河码头 4 个，原材料和管道成品都可以船运进出，运输成本具有优势，有利于开拓市场。
- ◆ **强劲的技术研发和创新能力。**金洲管道作为国家重点扶持高新技术企业和创新型试点企业，拥有国家认定企业技术中心、省级院士专家工作站、省级企业研究院、省级工程技术研究中心等研发平台载体，并设有联合工程技术研究中心。目前拥有专职研发人员 144 人，其中高级职称或硕士及以上学历人员 32 人。建有面积 4000 多平方米的科研用房和专用大楼，科研仪器设备总额达 3600 多万元。2018 年度授权专利 13 项，其中发明专利 6 项，申请受理专利 17 项，其中发明专利 5 项，主持起草的 1 项团体标准和参与起草的 2 项国家标准顺利发布，主持起草的 2 项国家标准成功立项。

图 4: 公司地处长三角经济区中心位置



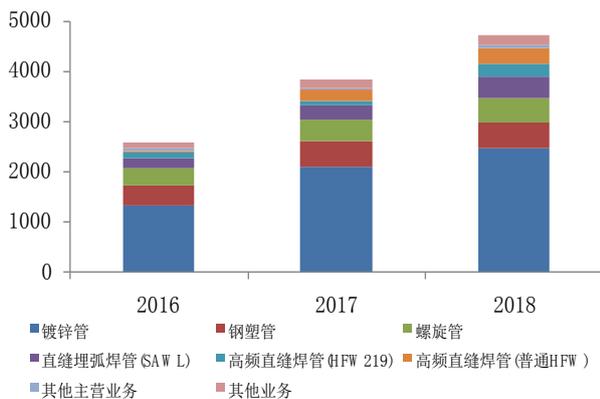
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2. 油气和钢铁景气共振 营收和利润持续高增长

2.1 量价齐升助力营收和利润持续高增

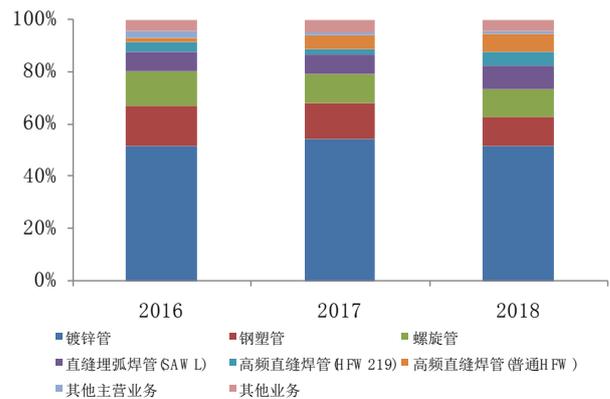
营收主要来源于镀锌管, 增长主要来自于螺旋焊管、直缝埋弧焊管和高频焊管产品。2016-2018 年, 公司营收收入主要来自于镀锌管、钢塑管和螺旋管、直缝埋弧焊管、高频焊管, 受益于销售价格和产销量的提高, 公司的营收稳步增长; 从营收结构上看, 受益于近年油气输送用干支线管道需求的复苏, 公司来自于螺旋管、直缝埋弧焊管和高频焊管的营收占比逐年提升, 2018 年上述产品的营收合计占比达到 31.8%。此外, 2018 年镀锌管、钢塑管产品的营收占比分别为 52%和 10.8%。

图 5: 公司的营收结构



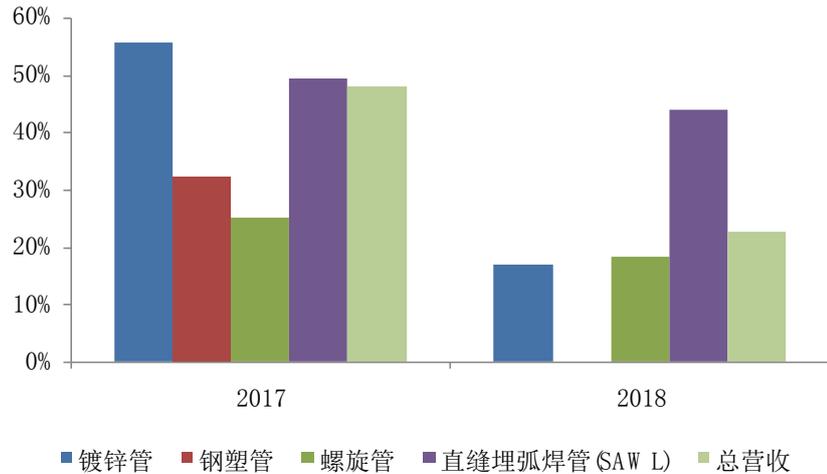
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 6: 各产品的营收占比



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

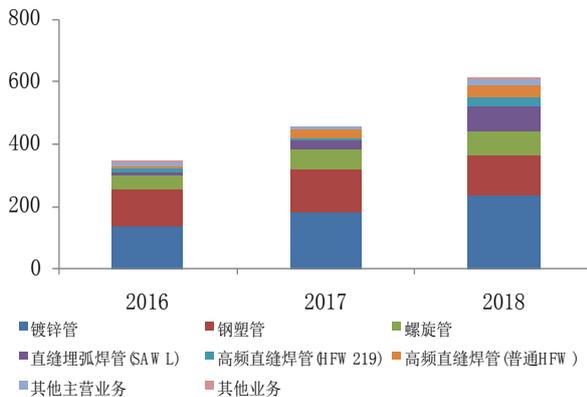
图 7: 2017-2018 年公司核心产品营收的增速



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

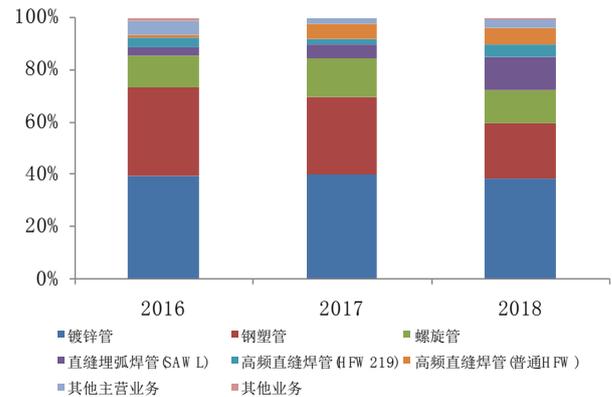
镀锌管产品的利润占比减少, 螺旋焊管、直缝焊管和高频焊管产品的利润贡献稳步增长。从利润结构看, 公司的毛利贡献主要来自于镀锌管、钢塑管、螺旋管、直缝埋弧焊管和高频焊管业务。随着产品销售价格的大幅增长以及购销差价持续扩大, 公司镀锌管、螺旋管、直缝埋弧焊管的毛利也是稳步提升。从毛利占比看, 镀锌管、钢塑管的毛利占比逐年下降, 而以螺旋焊管、直缝埋弧焊管和高频焊管为代表的油气干支线输送管的毛利贡献逐年提升, 2018 年上述产品的毛利贡献比例达到 36.7%, 较 2016 年提高 16.7 个百分点。

图 8: 公司的毛利润结构



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 9: 各产品的毛利润占比

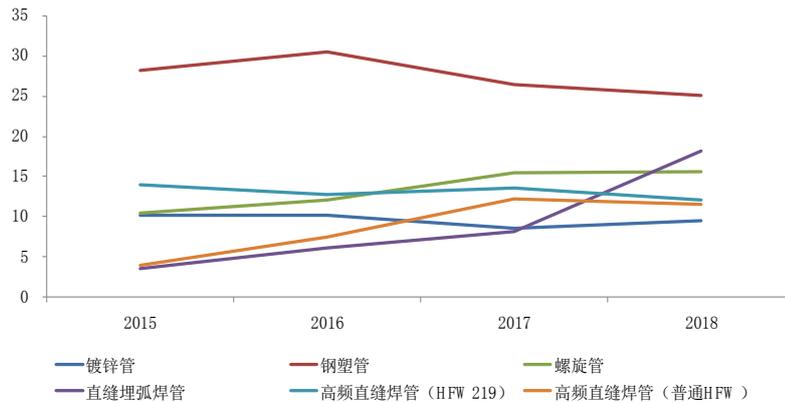


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

螺旋焊管、直缝埋弧焊管和高频焊管产品的毛利率触底回升。从核心产品毛利率看, 受益于油气用管的下游需求回暖, 螺旋焊管、直缝埋弧焊管和高频焊管产品的终端销售价格涨幅大于原料涨幅, 上述产品的毛利率持续提升, 2018 年螺旋焊管、直缝埋弧焊管和高频焊管的毛利率分别达到 15.63%、18.25%

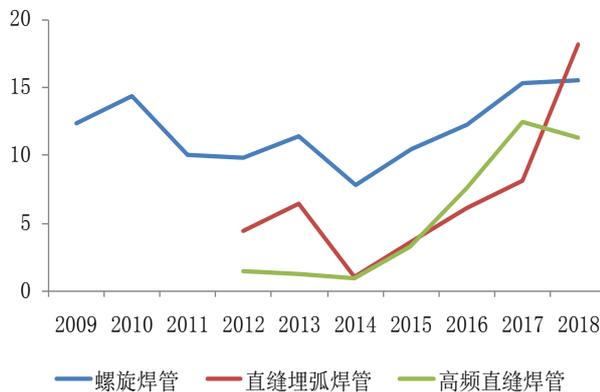
和 12%。镀锌管产品的毛利率基本稳定在 8.5~10.5% 区间内, 公司目前在大力推进镀锌管降本增效, 主要从产品设计角度去提高毛利率, 有利于提高毛利率。钢塑管由于终端销售价格相对稳定, 毛利率受原料价格影响, 2017、2018 年毛利率分别降至 26.41%、25.05%, 预计随着原材料价格逐步回落, 钢塑管的毛利率将再次回升。

图 10: 公司核心产品的毛利率



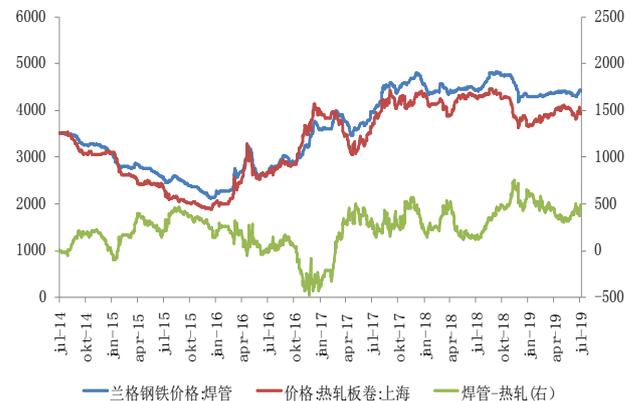
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 公司油气用焊管的毛利率创 10 年新高



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 12: 焊管产品近 3 年购销差维持高位



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.2 新增产能有待释放 产品结构继续优化

公司不断投资建设新产线、优化产品结构, 提升长期盈利能力。年产 10 万吨级新兴钢塑复合管项目全部建成投产不久, 公司旋即谋划以自有资金建设产品 3 万吨高品质薄壁不锈钢管材管件。公司目前 130 万吨产能的综合产能利用率 75-80% 左右, 未来释放空间巨大。

- ◆ 2019 年 3 月公司公告浙江金洲管道科技股份有限公司募集资金投资项目之一“年产 10 万级吨新型钢塑复合管项目”, 投资总额为人民币 2.1 亿元, 目前该项目已经全部建成投产。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)。2018 年公司钢塑管钢塑管产能利用率在 80%，产能仍有释放空间。

- ◆公司于 2019 年 4 月 23 日召开第五届董事会第十六次会议, 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。项目投资预算 3 亿, 建设周期为 3 年。
- ◆公司共有 4 条油气用螺旋焊管产线, 设计产能 30 万吨, 目前产能利用率还比较低, 2018 年公司产销螺旋焊管仅 11 万吨, 未来随着油气管网建设加速, 螺旋焊管产能释放潜力巨大。此外公司表示, 镀锌管产线未来通过技术改造, 可能将产能扩大至 75-80 万吨。

3. 能源结构优化加速 管网独立公司再迎发展良机

3.1 我国能源结构优化步入快车道

3.1.1 我国能源消费结构中油气占比有较大提高空间

现行能源消费结构下, 未来油气消费有较大上升空间。与其他国家相比, 我国一次能源消费结构中原煤占比过高, 而原油和天然气占比则相对较低, 这导致我国严重的空气污染, 因此推动油气取代原煤是目前当务之急。2017 年 6 月国家发改委印发《加快推进天然气利用的意见》, 明确天然气国家主体能源地位。到 2020 年天然气在一次能源消费结构占比力争达到 10%; 到 2030 年提高到 15%。目前, 我国天然气消费占比不足 7%, 预计到 2020 年消费量将达 3600 亿方, 复合增速 15%。

表 1: 2015 年主要国家一次能源消费结构 (%)

	原油	天然气	原煤	核能	水利发电	再生能源	合计
中国	18.6	5.9	63.7	1.3	8.5	2.1	100
美国	37.3	31.3	17.4	8.3	2.5	3.1	100
加拿大	30.4	28	6	7.2	26.3	2.2	100
德国	34.4	21	24.4	6.5	1.4	12.5	100
法国	31.9	14.8	3.6	41.1	5.1	3.3	100
英国	37.4	32.1	12.2	8.3	0.7	9.1	100
日本	42.3	22.8	26.6	0.2	4.9	3.2	100
韩国	41.1	14.2	30.5	13.5	0.3	0.6	100
印度	27.9	6.5	58.1	1.2	4	2.2	100
俄罗斯	21.4	52.8	13.3	6.6	5.8	0	100
巴西	46.9	12.6	5.9	1.1	27.9	5.6	100

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

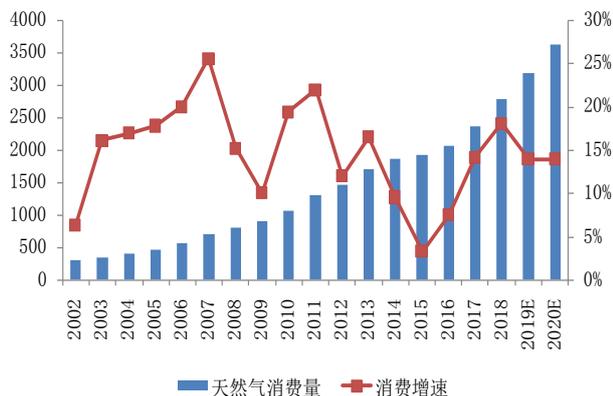
3.1.2 政策趋向环境保护 “煤改气” 加速能源结构优化

“煤改气”作为改善空气质量的重要措施之一, 得到大范围的政策推广。目前国内“煤改气”主要涉及到三个方面, 即城镇集中供暖系统燃煤锅炉的天然气改造或替代、在农村乡镇地区散煤燃烧装置的分布式天然气替代、以及工业用能燃煤锅炉的天然气改造或替代。各地政府都着力加大“煤改气”的实施力度, 使

得部分地区“煤改气”规模远超目标，以河北省为例，2017年完成农村“煤改气”、“煤改电”253.7万户，其中“煤改气”231.8万户，远超年初制定的“煤改气”和“煤改电”180万户的总目标。根据国家发改委公布的数据，2018年我国天然气表观消费2803亿立方，同比增长18.1%，增速较2017年大幅提高，我国能源结构优化步入快车道。

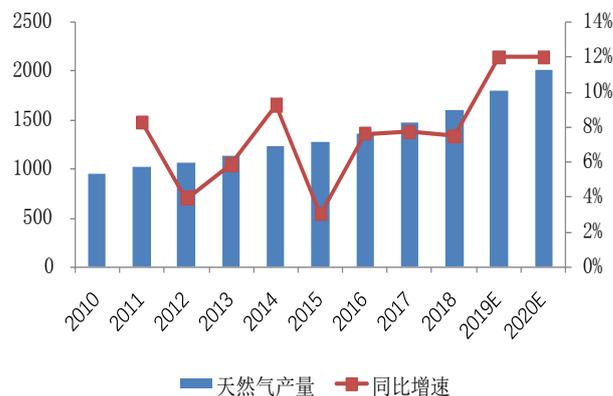
- ◆ 2013年9月10日，国务院发布《大气污染防治行动方案》（“大气十条”），明确提出五年内全国空气质量总体改善，大幅减少重污染天气；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降25%、20%、15%左右。
- ◆ 2016年环保部发布的《京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017年）》中明确指出限时完成散煤清洁化替代。国家能源局发布《关于印发2016年能源工作指导意见的通知》，提出2016年，我国能源消费总量43.4亿吨标准煤左右，非化石能源消费比重提高到13%左右，天然气消费比重提高到6.3%左右，煤炭消费比重下降到63%以下。
- ◆ 2017年，政府工作报告提出打赢“蓝天保卫战”，加快解决燃煤污染问题。2017年是“大气十条”的第一阶段考核年，京津冀农村地区全面开展“村村通，煤改气”工程。
- ◆ 《京津冀2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求北京、天津、河北、山西、山东、河南6省市完成“煤改气”与“煤改电”改造合计355万户，工业端的“煤改气”也在同步进行。

图 13:我国天然气表观消费量增速上行



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14:我国天然气产量增速有待提高



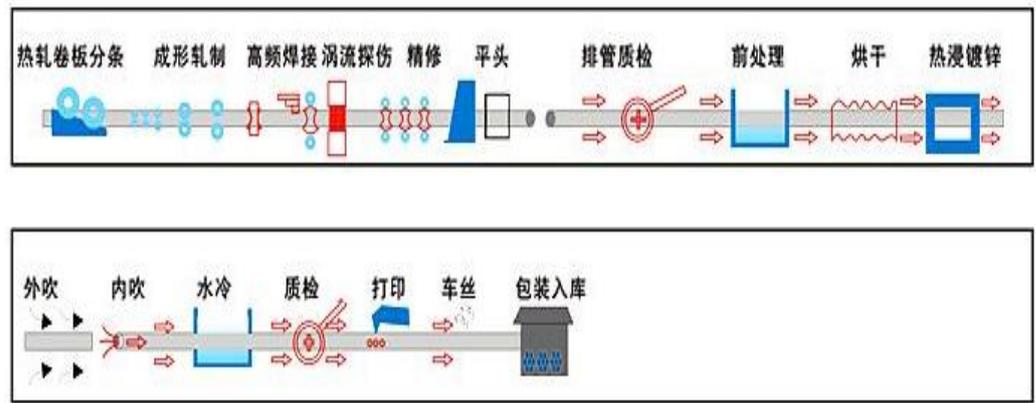
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 “煤改气”背景下镀锌管市场增量较大

3.2.1 镀锌管需求增速上行

热镀锌钢管主要应用于煤气入户管道。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。镀锌管生产工艺是先将焊管进行酸洗，去除钢管表面的氧化铁后，送入热浸镀锌槽中镀锌后冷却而成。具有镀层均匀、附着力强、使用寿命长等优点。目前市场主要流通的热镀锌钢管规格为Φ219mm以下。

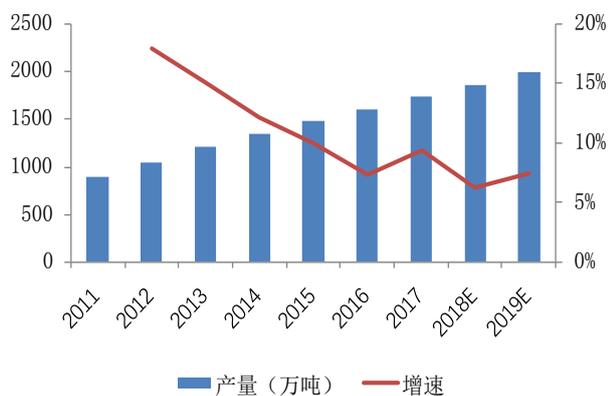
图 15:镀锌管生产工艺流程



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

我们预测 2018 年后镀锌管产销量增速将保持在 5~10% 区间，市场规模达到 1000 亿以上。随着城市化和“煤改气”进程加快，需要更多镀锌钢管进行煤气管道、输水管道和暖气管道的铺设。我的钢铁网保守估计目前我国镀锌管年产量在 1500 万吨以上，用于生产镀锌管的热镀锌产线不低于 180 条；智研咨询指出 2017 年我国镀锌管企业超过 200 多家，产能达到 2350 万吨，产量为 1750 万吨，产能利用率接近 75%。镀锌管需求主要来自于两个方面：(1) 城镇化过程中的煤气、输水管道及老城区管网改造，主要与房地产和基建相关；(2) 煤改气推进过程中的煤气管道新增，其中 2017 年由于“煤改气”的推动，镀锌管产量增速由 7.38% 提升至 9.38% 左右，虽然 2018 年由于气荒而放缓“煤改气”推进速度导致镀锌管需求增长放缓，但依然看好今后镀锌钢管需求量的稳定高速增长，市场规模将持续扩大。

图 16:镀锌管产量



资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

图 17:镀锌管市场规模

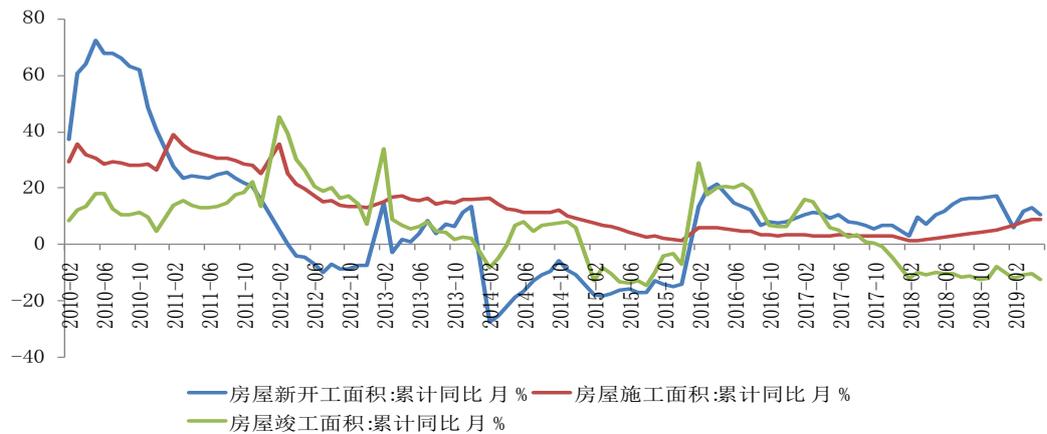


资料来源：智研咨询，东兴证券研究所

- ◆ 我国地产投资仍处在景气周期，其中截止 2019 年 6 月我国房屋新开工面积保持 10.5% 的增长，而房屋竣工面积增速仍在底部，维持在 -12.4%，导致房屋施工面积增速持续上行至 8.8%。镀锌管的使用主要在房屋施工阶段，用于燃气、水电、暖气等管道安装。由于当前房企重开工销售、轻竣工交房，同时考虑到房屋施工面积的体量（截止 2019 年 5 月为 74.5 亿平方米）远大于房屋新开工面积（7.98 亿平方米），尽管未来房屋新开工面增速面临向下的拐点甚至逐步转向负增长，但在低竣工面积的背景下，房屋施工面积仍然有望持续增长，对镀锌管的需求将形成持续的拉动作用。

- ◆ 北方地区“煤改气”项目的推进将拉动镀锌管需求。2017 年国家环保政策严格实施, 所有的地区全部改装集体供热, 煤改气项目全面开工国家要求在两年内全部完工。尽管“煤改气”在推进过程中导致气荒, 但推进节奏的放缓不改能源结构优化和镀锌管需求增长的趋势, 此外, 气荒的根本原因仍然是我国油气储备和运输能力不足, 对管道建设将提出更多的需求。

图 18: 我国房地产投资情况



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

3.2.2 镀锌管的竞争格局

公司地处东南, 区域优势显著。国内较大的镀锌管生产厂家有友发、君诚、正大等, 主要产能集中在华北地区。随着雄安新区成立和京津冀地区的环保高压, 限制天津、河北地区的产能释放。金洲管道公司地处东南部, 区域内产能相对较少, 供需关系更健康。2017 年“煤改气”前北方地区的镀锌管价格较南方地区低 200~400 元/吨, “煤改气”推进后北方地区的镀锌管价格高于南方地区 200~400 元/吨。

图 19: “煤改气”后北方镀锌管价格高于南方地区



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司无论在产品研发还是配套能力方面均是国内一流。大型管厂拥有资金、技术等综合优势, 2017 年国内以环保为重要手段的供给侧改革为大型管厂扩张扫清了“障碍”, 中小型管厂的生存空间将越来越

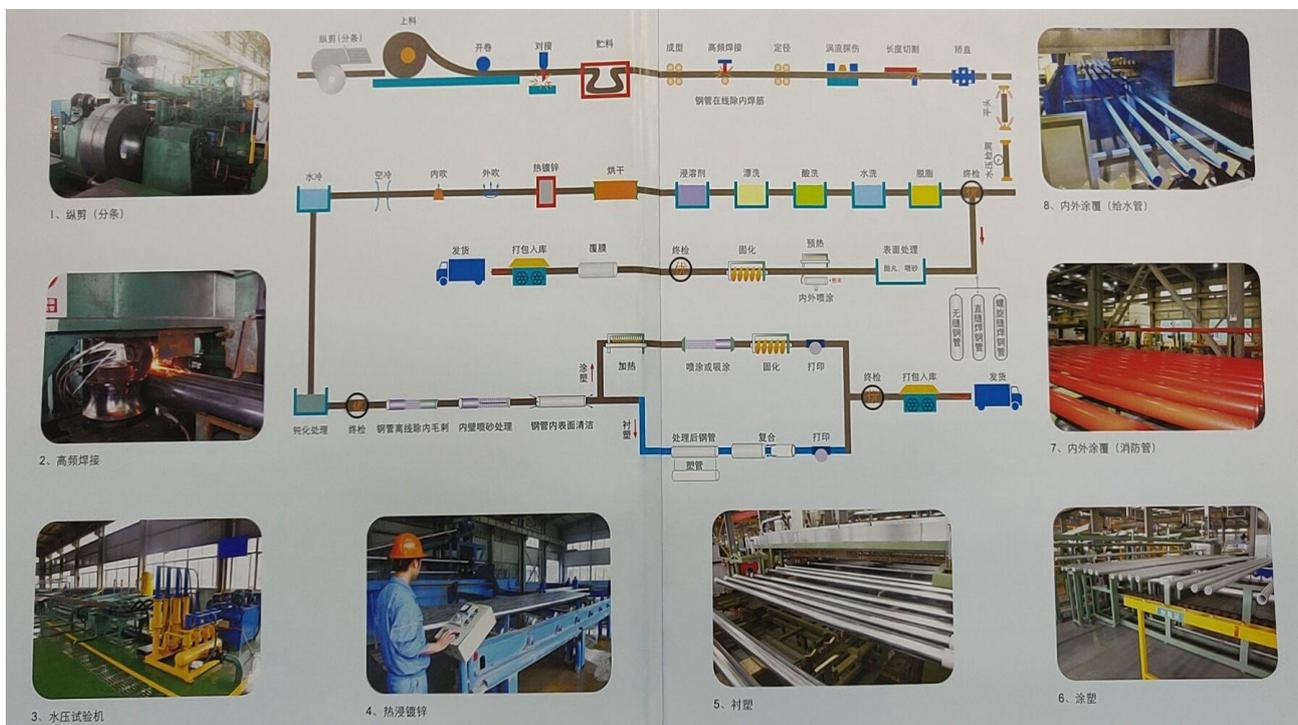
小。在规模化、标准化的生产模式下, 加之上锌 $300\text{g}/\text{m}^2$ 新国标的推行, 市场将逐步淘汰落后的镀锌管生产企业, 企业间的竞争将聚焦于产品创新和配套能力方面, 有利于公司业务扩张。2018 年, 公司热浸镀锌钢管多次多地入围重点工程, 中标的重点工程项目有宝钢的湛江基地和梅山项目、杭州地铁工程、成都地铁工程、青岛胶州机场等, 同时开发了中铁十一局、中铁北京公司、中国水利水电五局等大客户。

3.2.3 钢塑管在替代镀锌管中成长

钢塑管以焊接钢管为基管, 内外壁涂装高附着力、防腐、食品级卫生型的聚乙烯粉末涂料或环氧树脂涂料。采用前处理、预热、内涂装、流平、后处理工艺制成的给水镀锌内涂塑复合钢管。可直接用于直饮水工程, 具有非常好的耐腐蚀性, 主要用于天然气输送、饮用水、排水管等领域。

- ◆ 与镀锌管相比, 钢塑管一方面具有钢管的强度, 耐冲击和抗压性能好, 另一方面具有塑料管的耐腐蚀性、健康环保等特性, 受到越来越广泛的关注和应用。目前, 越来越多的市政单位在供水项目的设计中要求使用钢塑管。
- ◆ 钢塑复合管对镀锌管的替代潜力较大。由于国家对环境保护的重视, 对高污染企业控制越来越严, 热镀锌管在生产中产生的“三废”难以解决, 限制了镀锌钢管的扩张。钢塑管是金洲管道重点布局的产品, 公司一直致力于做好水行业安全健康管道系统服务, 能够定制式满足个性化需求, 同时自行开发、生产配套钢塑复合关键, 具备完善的管路系统配套, 年产销量逐年稳步增长。

图 20: 钢塑复合管的生产工艺流程



资料来源: 产品说明书, 东兴证券研究所

图 21:钢塑管产品之一——内涂覆



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 22:钢塑管产品之一——内外涂覆



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 23:公司钢塑管年销量



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

3.3 油气管网公司成立在即 公司再迎发展良机

3.3.1 我国油气输送管建设容量巨大

当前我国天然气管道仍存在里程数及设施能力不足的一些问题。截止目前, 我国已经形成了由西气东输系统 (已有三线)、陕京系统 (已有四线)、川气东送系统为主要干线并连通海外 (中缅线、中亚线、中俄东线) 的全国性供气网络。“西气东输、北气南下、海气登陆、就近外供”的供气格局已经形成, 同时还形成较完善的区域性天然气管网, 但从建设历程和管道设施能力看依然严重不足。

- ◆ 目前我国的天然气进口管道主要有西北天然气进口管道、西南天然气进口管道、东北天然气进口管道和东南沿海天然气进口管道; 而国家基于天然气管网建设主要有西气东输管道系统, 陕西天然气管道系统, 川气东送天然气管道系统和联络天然气管道; 重点区域天然气管网主要有京津冀区域天然气管网、长三角区域天然气管网、珠三角区域天然气管网。目前在建和规划的项目有新-粤-浙天然气管道, 中俄东线天然气管道、鄂-安-沧天然气管道、蒙西煤制气外输管道。

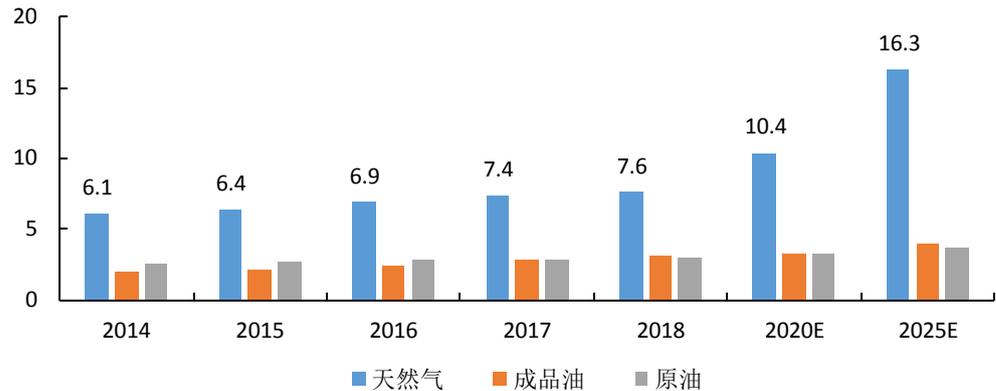
- ◆ **管道建设里程增速严重低于目标预期。**“十三五”期间, 受制于 2014 与 2015 年天然气消费增速收窄以及“管网剥离”预期影响, 我国天然气管道建设进度出现了放缓。截至 2018 年底, 我国已建成投产天然气长输管道仅 7.6 万公里, 2015-2018 年平均增速仅有 5.9%, 与规划中 2020 年 10.4 万公里和 2025 年 16.3 万公里的目标仍有较大差距, 管道建设长度严重落后于“十三五”规划的增长目标。
- ◆ **管道设施能力及效率不足:** 截至 2018 年底, 我国干线管道密度仅 7.3 米/平方公里, 与世界发达国家相比存在较大差距, 同期相比只有美国的约 1/7、法国的 1/9、德国的 1/15。目前, 我国长输干线管网仍未能覆盖全国, 海南、西藏等省区尚未被接入全国长输管道系统。在联通上, 2018 年前全国基础设施间的互联互通主要集中在企业自发层面, 三大石油公司仅仅在局部地区进行了互连, 在京津冀、长三角和珠三角形成区域性网络, 互联互通程度非常低。此外, 在干线输气能力与消费量比重方面, 我国仅达到 19.97 公里/亿立方米, 也远低于欧美三国平均约 54 公里/亿立方米的水平。

表 2: 我国主要天然气管网里程及投资额不完全统计

类型	项目	里程 (公里)	总投资 (亿元)	单位投资 (亿元/公里)	竣工时间
主要天然气干线 管网	西气东输一线	4200	1400	0.333	2007 年
	西气东输二线	9000	1422	0.158	2010 年
	西气东输三线	7378	1200	0.163	2015 年
	陕京一线	1098	50	0.046	1997 年
	陕京二线	935	20.4	0.022	2005 年
	陕京三线	896	200	0.223	2011 年
	陕京四线	1274	145	0.114	2017 年
	川气东送一线	2170	626.8	0.289	2010 年
	中缅管道	1727	180.4	0.104	2013 年
	中俄东线	3970	608	0.153	2019 年
	中亚 D 线	1000	455.6	0.456	2020 年
	西气东输四线	3197	597.8	0.187	2022 年
	新疆煤制气	8400	1000	0.119	2022 年
	鄂-安-沧煤制气	2293	344	0.15	2019 年
	平均	47538	8250	0.174	—
部分配套天然气 管线	六枝-水城	99.3	4.7	0.047	2016 年
	楚雄-攀枝花	190	10.4	0.055	2018 年
	江苏徐圩新区配套	62	3.4	0.055	2019 年
	杭锦旗-银川	282	16.5	0.585	2020 年
	安徽县县通	1050	30	0.029	2021 年
	平均	1683.3	65	0.039	—

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所 (浅灰色部分为在建项目)

图 24: “十三五”期间我国主干线管道建设里程 (万公里)



资料来源:《天然气发展十三五规划》、《中长期油气管网规划》, 东兴证券研究所

表 3: 我国与欧美等国天然气管道设施能力及效率对比

能效指标 (2018 年)	中国	美国	法国	德国
干线管道密度 (米/平方公里)	7.3	50.4	66.8	106.4
干线输气能力与消费量比 (公里/亿立方米)	19.9	56.5	48.5	59.1
储气工作量与消费量比 (%)	3.4	18.0	22.4	—

资料来源: 中国能源报, 东兴证券研究所

未来天然气管道建设将大幅提升油气输送用管需求, 2025 年前的市场空间有望超万亿。根据《中长期油气管网规划》指出, 我国到 2020 年天然气管道长度将达到 10.4 万 km, 2025 年达到 16.3 万 km, 2030 年将超过 20 万 km。2019-2020 年我国天然气管网需新增 2.8 万公里, 按照“十二五”期间我国天然气管道建设中干线管网里程: 配套管线里程 \approx 4: 1 来计算, 2.8 万公里的总规划对应干线跨区域管网约为 2.24 万公里, 区域配套管线则约为 0.56 万公里。我国天然气主干网口径 610~1422mm, 按中间壁厚 17.48mm 计算, 长度每延长 1Km, 将拉动大口径焊管需求约 250~600 吨, 2019-2020 年均需增长 14000Km, 主干线管网预计拉动焊管需求年均 350~840 万吨, 配套管道将拉动焊管需求 90~210 万吨, 总需求将提高至每年上千万吨。此外, 根据规划 2021-2025 年和 2026-2030 年区间内将分别新增管道长度 5.9 和 3.7 万公里, 未来油气输送用管需求将长期保持旺盛。通过对近些年我国主要管道项目总投资额和公里数进行不完全统计, 假定干线单位投资额为 1500 万元/公里左右, 配套管线为 400 万元/公里左右, 由此可得第一阶段 2019-2020 年天然气管道总投资额将会达 3584 亿元; 而到 2021-2025 年第二阶段, 新增的 5.9 万公里的建设计划所需总投资额将达 7552 亿元, 两阶段的市场空间合计超 1 万亿元。

表 4: 在建或规划天然气管道项目

在建或规划项目	主要建设内容
新-粤-浙天然气管道	包括 1 条干线和 5 条支线, 干线全长 4159km
中俄东线天然气管道	干线管道全长超过 3000km
鄂-安-沧天然气管道	包括 1 条干线和 5 条支线, 干线全长 881km
蒙西煤制气外输管道	包括 1 条干线、两条注入支线和两条分输支线, 干线全长 1022km

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

表 5: 天然气行业及油气管道主要规划目标

“十三五”天然气行业主要发展指标				中长期油气管道主要发展指标			
指标	2015	2020	年均增速	指标	2015	2025	年均增速
管道里程 (万公里)	6.4	10.4	10.20%	天然气管网 (万公里)	6.4	16.3	9.80%
管道运输能力 (亿方)	2800	4000	7.40%	原油管道 (万公里)	2.7	3.7	3.20%
地下储气库工作气量 (亿方)	55	148	21.90%	成品油管道 (万公里)	2.1	4	6.70%
城镇人口天然气气化率 (%)	42.8	57	—	天然气管道进口能力 (亿方)	720	1500	7.60%
气化人口 (亿)	3.3	4.7	10.30%	天然气储存能力 (亿方)	83	400	17%

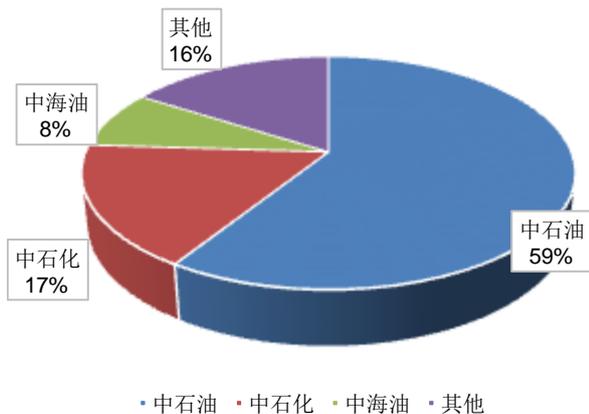
资料来源: 《天然气发展十三五规划》, 《中长期油气管网规划》, 东兴证券研究所

3.3.2 国家独立油气管道公司组建 油气管网建设有望提速

国家油气管网公司有望今年成立, 外围企业迎发展良机。作为推动油气改革的突破口, 剥离现有油气公司的管道业务、成立独立的国家油气管道公司对于整个油气产业市场实现完善、公平的竞争和对第三方无歧视开放而言, 都有着非同寻常的意义。长期以来, 由于油气管道被分散把持在几大巨头手中, 其他一些市场化开发或进口的油气资源无法自由进入输送管道。随着国家油气管道公司的脚步临近, 油气资源管输和销售分开、管网向第三方公平开放接入的机制越来越接近现实。

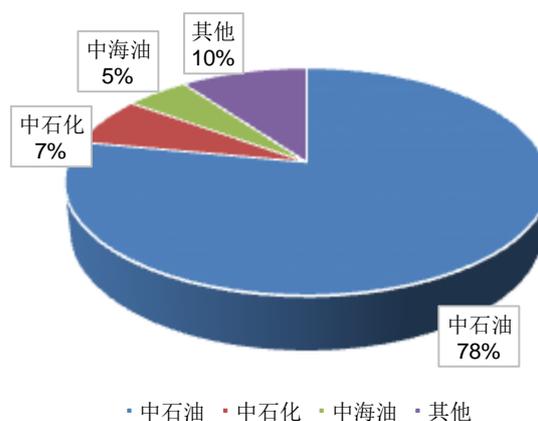
- ◆ 有媒体报道, 国家油气管网公司成立的通知已下发地市级。2019 年 3 月 19 日, 中央深改委第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》, 会议强调要推动石油天然气管网运营机制改革, 坚持深化市场化改革、扩大高水平开放, 组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司, 推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系, 提高油气资源配置效率, 保障油气安全稳定供应。
- ◆ 整体看, 三桶油尤其是中石油对我国油气管道的垄断性极强, 不利于管网建设及对第三方公平开放。长期以来, 我国三桶油在长输管线、支线管道等天然气管网建设和运营中处于主导地位。其中, 截至 2018 年底, 中石油拥有五家子管道公司, 天然气管道总长度达 5 万千米, 约占全国总量的 78%; 中石化在建和运营管网约 4600 千米, 全国占比约 7%; 中海油天然气管道布局主要集中在海南、广东、福建、浙江一带, 管道总长约 3100 千米, 占比约 5%。

图 36：2018 年三桶油天然气产量结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 37：2018 年三桶油天然气管道长度分布



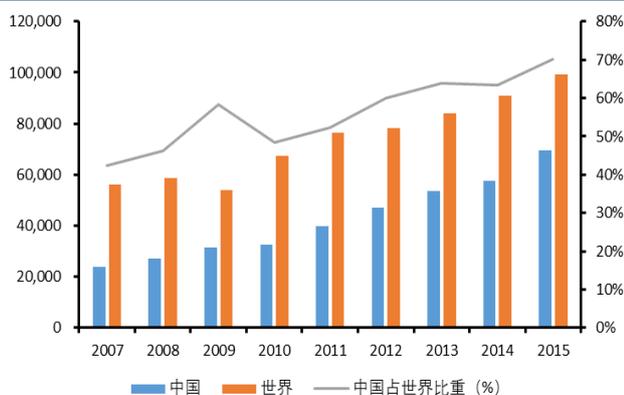
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3.3 油气输送管产能集中度较高 外部管厂的地位有待提升

高资质壁垒致使油气输送用管产能相对集中，石油系统外管厂的地位有待提升。油气输送管作为焊管中专门用于油气输送的焊管，其服役安全性十分重视，因此产品被要求具备多项性能指标、有严格的监造过程和验收要求等，因而能够实现供货的生产厂家不多，主要包括中石油、中石化内部管厂和外部的几家管厂，但油气运营的体制因素导致外部管厂在行业内地位相对弱势。

- ◆ 我国焊管产能相对过剩，油气输送用管占比约为 15%。我国焊管产量自 2007 年至 2015 年年均复合增长 14.42%，是世界增长率的两倍左右，我国焊管产量占世界比重也从 42%上升到了 70%左右，基本实现自给。国内焊管企业有 2000 家以上，前 10 大企业产能仅占总产能的 20%左右。2018 年焊管整体新增产能较少，焊管产量同比小幅增加。据中钢协统计，2018 年 1-10 月份全国焊管产量为 4042.31 万吨，同比增长 8.73%。据第三方统计 2018 年我国长输油气管道用钢管量约为 700 万吨，其中长输天然气管道用钢管量为 400 万吨，原油管道用钢管量为 200 万吨，出口为 120 万吨。

图 25：我国焊管产量占世界 70%（千吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 26：焊管价格



资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ **油气管道工程供货资质壁垒高。**油气管道工程项目的生产供货都要参照国标或管道行业标准, 部分重点工程项目有独立的标准规范, 供货前需要经过 1-2 年甚至更长时间的资质申请, 包括从**实验室开发、单炉试制及评价、千吨级试制及评价、环焊评价, 直至最后通过中石油组织的成果鉴定获得招投标资质**。随着我国对管道工程的技术要求越来越高, 对生产厂家提出更高的技术、装备和管理挑战, 是壁垒存在的主要原因。例如我国中俄东线干线管网的设计口径、最大壁厚为 1422mm×30.8mm, 输送压力 12MPa, 设计管线钢强度级别达到 X80 (世界上为数不多的商用 X80 管道), 同时由于地处东北极寒地区, 要求输送管的管体、热影响区和焊缝在-10℃以下冲击韧性均值分别不低于 80J、80J 和 160J, -5℃的落锤撕裂性能 (DWTT) 中剪切面积率均值大于 85%且单只不低于 70%, 站场管在-45℃的服役环境下保持良好的冲击韧性, 上述均对材料设计、管材加工、焊接等环节均提出更高要求, 具备稳定生产能力和获得供货资质的钢厂和配对管厂极少。
- ◆ **产能全部集中在十家大型油气输送管供应商, 中石油石化系统内部管厂占约 50%。**随着国家西气东输、陕京线、南海荔枝湾以及中缅等管道工程的实施, 我国形成了沙漠、地震带及海底油气输送用管的工程经验, 行业技术门槛越来越高, 具备进入中石油、中石化供货资质的焊管企业为数不多, 仅有除了“三桶油”内部的管厂, 上市公司有**宝钢股份、金洲管道、玉龙股份、珠江钢管**等, 其中宝钢股份为国内唯一一家具备“炼钢-轧板-制管”的全流程生产企业, 其他管厂均为采购钢板再加工型企业, 对原料钢板或钢卷价格较为敏感。国内具备向中石油等管道建设方供货(能源一号网入网证)的油气输送管供应商的年产能合计约 900 万吨, 中石油中石化内部的管厂产能占比约为 50%。国际上焊管生产商主要有**欧洲钢管和 BUTTING、日本 JFE、印度 Welspun**等。
- ◆ **国家油气管道公司成立将重构产业链, 石油体系外的管厂迎来重大发展机遇。**过去由于石油体系即使管道的使用方和投资方, 同时又是施工方和供应商, 导致体系外管厂与三桶油内部管厂竞争呈明显劣势, 无论是获取订单的能力还是议价能力都处于劣势。中石油的主干线管道订单一般 70%满足旗下管道公司, 剩余 30%订单由系统外具有供应资质的优质管道公司提供; 中石化的订单在满足旗下唯一的一家沙市钢管厂后, 剩余订单由其他公司分享, 若其自身产能不足则会向其合作伙伴委托加工。省级支线和地方管网的订单招标更为市场化, 系统外企业因成本上的优势而更有竞争力。但这个格局将随着国家独立油气管道公司的成立而打破, 油管公司迎来重大发展机遇。

表 6: 我国主要的大口径油气输送管供应商的焊管产能

类型	公司	产线	产能 (万吨)	最大钢级	最大外径
石油石化系统	宝鸡钢管 (中石油)	JCOE	36	X100	1422mm
		SSAW	140	X100	1622mm
		UOE	40	X80	1422mm
	渤海石油装备 (中石油)	JCOE	40	X100	1422mm
		SSAW	50	X80	2200mm
	胜利钢管 (中石油)	SSAW	100	X120	2200mm
	华油兴业	SSAW	15		
	沙市钢管厂 (中石化)	SSAW	20	X70	1620mm
		LSAW	20	X80	1422mm
小计		461			
非中石油石化系统	宝钢股份	UOE	50	X120	1422mm

	珠江钢管	LSAW	200	X100	1626mm
	金洲管道	SSAW	30	X70	2420mm
		LSAW	30	X100	1829mm
	玉龙股份	SSAW	41	X100	1626mm
		LSAW	44	X90	1626mm
	秦皇岛万基	JCOE	30	X70	1422mm
	扬州亚联	JCOE	20	X80	1422mm
	小计		445		
	合计		906		

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 7: 不同油气输送管产线的优缺点比较

	优点	缺点
螺旋焊管 (SSAW)	对钢板要求少, 可以用同一宽度的带钢生产各种口径的钢管 适合大批量生产;	焊缝比同规格的直缝管的焊缝长, 服役安全性能较直缝埋弧焊管差
UOE 直缝埋弧焊管	产品尺寸精度高, 外形较好; 焊缝短, 服役安全性高 屈服比控制较 JCOE 有优势;	设备投资大 (~20 亿元); 可加工的口径和壁厚范围较 JCOE 窄
JCOE 直缝埋弧焊管	设备投资较小 (约 5 亿元); 适合小批量、多规格生产; 焊缝短, 服役安全性高; 可生产的口径和壁厚范围较 UOE 广	产品尺寸精度和外形较 UOE 差; 生产效率是 UOE 的 1/3; 残余应力较 UOE 大

资料来源: 东兴证券研究所

4. 公司经营质量显著改善 各项指标优于业内同行

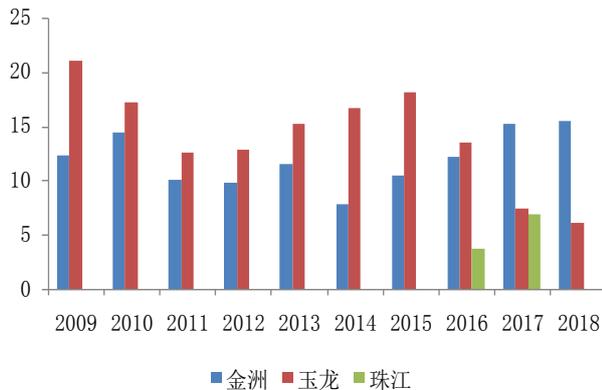
在我国钢管行业总体产能过剩和面临供给侧改革的背景下, 经营管理不善的企业将被出清, 而运营较好的管厂终将成为最后的赢家。金洲管道无论是在盈利能力、成本控制及运营效率等方面均优于同行, 钢管行业从 2011 年盈利下滑以来, 多数管厂都没能渡过至暗的时刻。上市公司中拥有焊管产能最大的珠江钢管, 由于经营不善导致盈利能力和资产负债表持续恶化, 公司已经转让了多处管厂。例如, 张家港沙钢金洲钢管有限公司是在原珠江钢管有限公司张家港分厂的基础上, 由金洲管道与沙钢集团合资收购并扩建而成, 同时珠江钢管还出售了位于江阴的生产基地厂房。此外, 另一家上市公司玉龙股份则计划将所有的焊管产能剥离出上市公司体系, 以置换新能源产业进入, 目前仅保留了约 20 万吨左右产能。

4.1 公司盈利能力领先业内同行

A 股上市公司中有焊管业务的有宝钢股份、金洲管道、玉龙股份, 港股有产能最大的上市管厂珠江钢管, 宝钢股份除了焊管业务外主要为无缝钢管, 其产品毛利率无法单独拆分, 因此我们只对比分析了金洲管道、玉龙股份和珠江钢管三家上市公司在焊管业务方面的盈利能力。

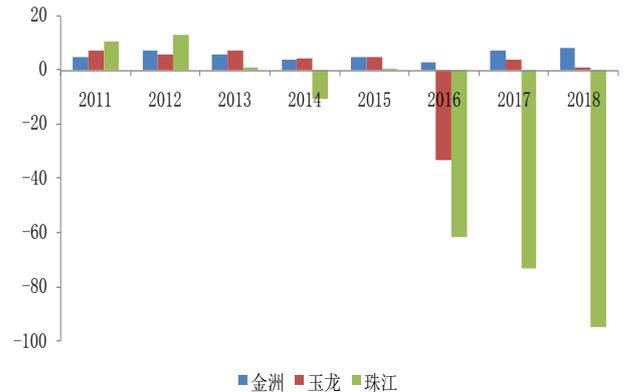
- ◆ 公司在焊管业务上厚积薄发, 盈利能力后来居上。从焊管产品毛利率看, 公司螺旋焊管产品毛利率始终稳定在 5~15% 区间内, 在 2014 年达到底部后, 触底反弹至今, 2014-2018 年间螺旋焊管毛利率稳步提升, 而同期玉龙股份的螺旋焊管毛利率持续下滑, 以大幅低于金洲管道。
- ◆ 经营业绩稳健好于同行。从净资产收益率看, 公司 ROE 长期稳定在 3%~9%, 并在 2016 年触底后持续大幅回升, 2018 年 ROE 为 8.42%。玉龙股份、珠江钢管的 ROE 波动幅度较大, 分别在 -32%~8%、-95%~15% 区间内运行, 2018 年 ROE 分别为 1.07% 和 -94.71%, 大幅低于金洲管道。

图 27: 近 10 年螺旋焊管产品的毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 28: 近 10 年公司 ROE (%)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

与同行相比, 公司近 10 年的期间费率处于较低水平。2011-2018 年金洲管道公司的期间费率为 3.64%~9.86%, 期间费用的增长来自于管理费率和销售费率的提高, 由于公司资产负债率始终控制在 30% 附近或以下, 财务费率维持较低水平。玉龙股份、珠江钢管的期间费率分别在 5.24%~11.44%、8.94%~115.32% 区间波动, 期间费率的控制能力显著弱于金洲管道。

图 29: 2011-2018 年可比公司的期间费率



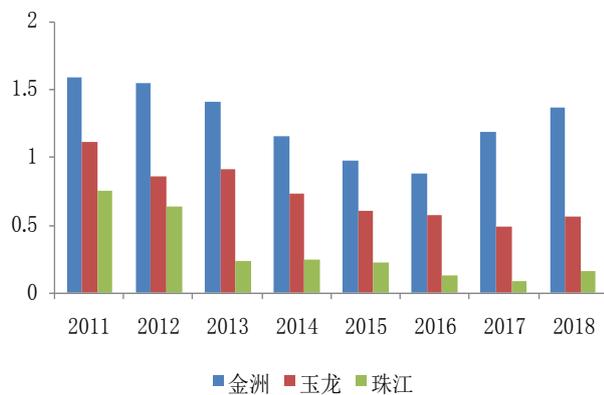
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

4.2 运营能力和资本结构较优

公司的总资本周转率长期高于同行。2011-2018 年间公司的总资本周转率维持在 0.8~1.6, 近 3 年的资本周转率稳步提升; 与此同时, 玉龙股份、珠江钢管的总资本周转率分别在 0.4~1.2、0.1~0.8 区间内波动。与业内同行相比, 一方面公司的资本周转率长期高于业内同行, 这可能与公司营收结构中镀锌管占比较高, 根据公司描述镀锌管产品虽然毛利率低于其他焊管产品, 但属于高周转的产品, 资本回报率比较好; 另一方面公司的资本周转率较业内同行更为稳健, 玉龙股份、珠江钢管的资本周转率均在下滑。

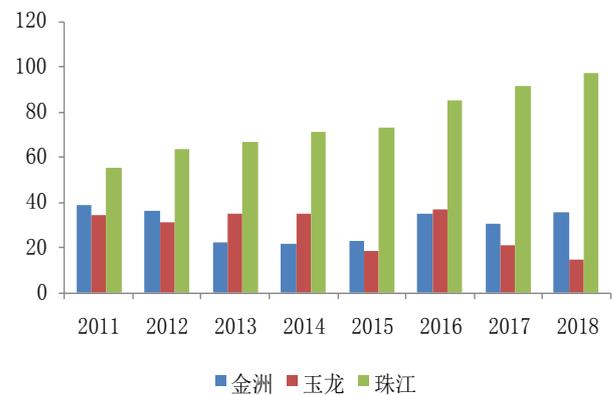
公司的资产负债率较低, 资本结构健康。2011-2018 年间公司的资产负债率维持在 40% 以下, 最低时接近 20%。与此同时, 可比公司玉龙股份的资产负债率维持在 40% 以下, 与金洲管道在资本结构健康程度方面相近, 但珠江钢管的资产负债率逐年攀升, 2018 年接近 100%。

图 30:2011-2018 年可比公司的总资本周转率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 31:2011-2018 年可比公司的资产负债率



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

5. 投资建议及估值

我国能源结构优化和管道建设空间巨大, “煤改气” 和国家油气管网独立加速了上述进程。公司以油气输送用钢管为核心产品, 镀锌管、钢塑管业务将随着公司产能的提升稳定增长, 而螺旋焊管、直缝埋弧焊管和直缝高频焊管为代表的油气输送干支线用管有望大幅放量, 同时供需关系边际改善将继续提高上述产品的毛利率。我们预计 2019、2020、2021 年的营收分别达到 48.07 亿元、47.25 亿元、50.74 亿元, EPS 分别为 0.51、0.67、0.83, 对应 PE 分别为 14.2X、10.8X、8.7X。

通过与公司过往估值进行纵向对比看, 2010-2019 年间公司的 PB 均值为 2.23, 中位数为 1.93, 1/4 分位数为 1.66; PE 均值为 45.76, 中位数为 33.97, 1/4 分位数为 27.54; 当前 PB、PE 分别为 1.63、16.78, 均处于 1/4 分位数以下, 而与时公司的盈利能力为历史最佳, 公司价值明显被低估。通过与玉龙股份、珠江钢管估值水平进行横向比较看, 我们认为公司 2019 年的合理 PE、PB 分别为 20X、2.3, 对应 3 个月的股票价格为 10.2 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

表 8: 可比公司的估值

公司	2018 年归母净利润 (亿元)	2018 年 ROE	2019Q1 ROE	PE(TTM)	PB
金洲管道	1.91	8.47	1.84	16.78	1.63
玉龙股份	0.22	1.07	-0.39	372.00	1.87
珠江钢管	-4.99	-94.71	—	-0.98	2.23

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 风险提示

- (1) 核心产品的下游需求不及预期; (2) 原材料价格大幅上涨。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1948	2547	2718	3194	3667	营业收入	3863	4808	4807	4725	5074
货币资金	188	467	533	1118	1483	营业成本	3408	4182	4150	3988	4226
应收账款	443	506	605	545	586	营业税金及附加	14	17	38	38	33
其他应收款	23	0	0	0	0	营业费用	88	122	58	57	61
预付款项	173	293	293	293	293	管理费用	201	95	240	236	254
存货	719	890	896	851	904	财务费用	29	32	21	6	1
其他流动资产	282	126	126	126	126	资产减值损失	6	6	5	5	5
非流动资产合计	1308	1210	1703	1551	1453	公允价值变动收益	-6	0	0	0	0
长期股权投资	183	0	200	200	200	投资净收益	25	(6)	0	0	0
固定资产	755	884	904	843	782	营业利润	192	231	295	395	495
无形资产	134	235	211	188	164	营业外收入	1	12	16	16	16
其他非流动资产	0	0	200	200	200	营业外支出	0	0	1	1	1
资产总计	3256	3757	4421	4744	5119	利润总额	192	242	310	411	511
流动负债合计	829	1187	588	646	731	所得税	26	37	47	62	77
短期借款	510	647	0	0	0	净利润	192	205	264	349	434
应付账款	163	131	165	157	155	少数股东损益	3	14	0	0	0
预收款项	68	74	122	169	220	归属母公司净利润	163	191	264	349	434
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	34673	37461	401	485	580
非流动负债合计	168	159	359	380	366	EPS (元)	0.31	0.37	0.51	0.67	0.83
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	200	200	200		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	997	1346	947	1026	1097	成长能力					
少数股东权益	130	144	144	144	144	营业收入增长	46.44%	24.46%	-0.01%	-1.71%	7.39%
实收资本 (或股本)	521	521	521	521	521	营业利润增长	227.34%	20.37%	27.68%	34.14%	25.19%
资本公积	774	774	1651	1651	1651	归属于母公司净利	38.16%	32.41%	38.16%	32.41%	24.23%
未分配利润	741	868	921	991	1078	获利能力					
归属母公司股东权益	2129	2267	3330	3575	3878	毛利率 (%)	11.78%	13.02%	13.68%	15.59%	16.72%
负债和所有者权益	3256	3757	4421	4744	5119	净利率 (%)	4.97%	4.27%	5.49%	7.40%	8.56%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-65	15	320	611	502	偿债能力					
净利润	192	205	264	349	434	资产负债率 (%)	31%	36%	21%	22%	21%
折旧摊销	34452	37198	85	85	85	流动比率	2.35	2.15	4.62	4.94	5.02
财务费用	29	32	21	6	1	速动比率	1.48	1.40	3.10	3.63	3.78
应付账款的变化	0	0	-98	60	-41	营运能力					
预收账款的变化	0	0	48	47	51	总资产周转率	1.19	1.37	1.18	1.03	1.03
投资活动现金流	397	98	-582	62	8	应收账款周转率	9	10	9	8	9
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0	应付账款周转率	29.90	32.66	32.42	29.35	32.53
长期股权投资减少	0	0	-377	68	14	每股指标 (元)					
投资收益	25	-6	0	0	0	每股收益 (最新摊)	0.31	0.37	0.51	0.67	0.83
筹资活动现金流	-306	72	329	-89	-145	每股净现金流 (最新)	0.05	0.36	0.13	1.12	0.70
应付债券增加	0	0	200	0	0	每股净资产 (最新摊)	4.09	4.36	6.40	6.87	7.45
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	23.06	19.32	14.10	10.65	8.57
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	1.75	1.64	1.12	1.04	0.96
现金净增加额	26	186	67	585	366	EV/EBITDA	0.12	0.10	8.46	5.78	4.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钢铁行业深度报告: 只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析	2019-02-21
行业	东兴证券钢铁行业 2019 年度投资策略报告: 在不确定性中寻找确定性	2018-12-14
公司	金洲管道 (002443) 财报点评: 营收和盈利环比改善 二季度净利润大增	2018-08-23

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018年5月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。