

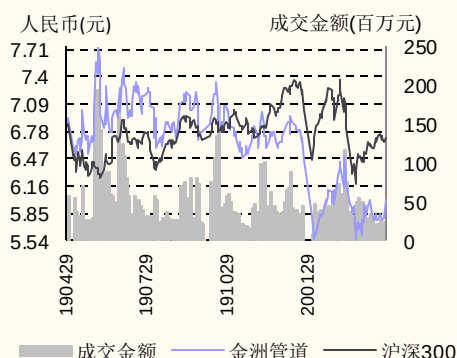
金洲管道 (002443.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.21
已上市流通 A 股(亿股)	5.11
总市值(亿元)	31.23
年内股价最高最低(元)	6.01/5.59
沪深 300 指数	3823
中小板综	9850



相关报告

- 1.《公司毛利率持续提升, 管网公司挂牌将利好-【国金环保公用】金洲...》, 2019.10.24
- 2.《走上高增长通道, 管网公司成立将继续利好-【国金环保公用】中报...》, 2019.8.20
- 3.《受益于管道公司成立, 业绩有望恢复高增长-金洲管道深度报告》, 2019.6.1

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

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

毛利水平再创新高, 受益油气管道加速建设

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,808	5,049	4,984	5,652	6,647
营业收入增长率	24.46%	5.02%	-1.28%	13.39%	17.61%
归母净利润(百万元)	191	275	480	356	431
归母净利润增长率	17.44%	44.23%	74.31%	-25.84%	20.94%
摊薄每股收益(元)	0.367	0.529	0.923	0.684	0.827
每股经营性现金流净额	0.03	0.29	0.93	0.49	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.42%	11.30%	17.71%	12.69%	14.72%
P/E	14.47	12.70	6.29	8.48	7.01
P/B	1.22	1.43	1.11	1.08	1.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年营收 50.49 亿元, 同比+5.02%; 归母净利 2.75 亿元, 同比+44.23%; 扣非归母净利 2.16 亿元, 同比+63.95%, 业绩超预期; 每股派息 0.3 元, 股息率 5.0%。2020Q1 营收 7.19 亿元, 同比-31.41%; 归母净利 0.43 亿元, 同比+1.07%; 扣非归母净利 0.38 亿元, 同比+92.13%。

经营分析

- 盈利能力持续提升, 毛利、净利率水平再创新高。公司坚持中高端管材市场差异化、精品化战略, 2019 年管道销售量 95.64 万吨, 同比+4.59%, 主要管道品类中, 镀锌钢管、钢塑复合管、螺旋焊管、直缝埋弧焊管收入增速分别为-0.8%/25.5%/22.0%/38.5%, 毛利率 11.2%/25.6%/17.6%/16.4%, 同比+1.6/+0.5/+2.0/-1.8pct, 由于原材料成本下降, 镀锌钢管收入下滑但毛利水平显著提升, 同时高毛利的钢塑复合管、螺旋焊管、直缝埋弧焊管等中高端能源输送用管占比提高, 带动整体毛利率同比+2.1pct 至 15.1%, 净利率同比+1.5pct 至 5.8%, 均达到历史最高水平, 为 2019 年业绩增长主动力。2020Q1 受疫情影响销量、收入大幅下滑, 但盈利能力持续提升, 毛利率、净利率分别同增 1.1/2.1pct 至 14.1%/6.7%。
- Q1 费用率与回款良好, 半年报预增 2.3-2.8 倍。2019、2020Q1 销售+管理+财务费用率分别为 6.0%、5.7%, 同比+0.8/-1.7pct。公司资产结构不断优化, Q1 资产负债率降至 28%, 财务费用占比连续八个季度降低。一季度应收款回款良好, 信用减值损失增加收益 0.15 亿元, 为 Q1 业绩增长主因。公司预计 2020H1 归母净利润同比增长 230%-280%, 主要系湖州金洲石油天然气管道公司征收资产将于 Q2 产生 2.2 亿处置净收益。
- 坐享油气管道加速建设红利, 管材需求有望持续释放。国家管网公司正加速重组, “三桶油”旗下 21 家公司已成为首批纳入资产, 其正式运营后将加快推进油气管道建设计划。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 亿元, 公司作为国内配套最为齐全的油气管道制造企业之一, 将充分受益油气管网加速建设带来的管材需求。

投资建议

- 考虑到 20 年确认资产处置收益 2.2 亿、国家管网公司成立后大规模管道建设或有滞后, 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 0.92 (上调 31%)、0.68 (下调 25%)、0.83 元, 对应 PE 7/9/7 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情后复产进程缓慢, 管道建设速度不达预期, 行业低价竞争毛利率下降。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,863	4,808	5,049	4,984	5,652	6,647
增长率		24.5%	5.0%	-1.3%	13.4%	17.6%
主营业务成本	-3,408	-4,182	-4,288	-4,184	-4,731	-5,532
%销售收入	88.2%	87.0%	84.9%	83.9%	83.7%	83.2%
毛利	455	626	761	800	921	1,115
%销售收入	11.8%	13.0%	15.1%	16.1%	16.3%	16.8%
营业税金及附加	-14	-17	-19	-17	-20	-23
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-88	-122	-162	-155	-170	-199
%销售收入	2.3%	2.5%	3.2%	3.1%	3.0%	3.0%
管理费用	-201	-95	-122	-120	-136	-160
%销售收入	5.2%	2.0%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	0	-138	-143	-142	-161	-189
%销售收入	0.0%	2.9%	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	152	254	316	367	435	543
%销售收入	3.9%	5.3%	6.3%	7.4%	7.7%	8.2%
财务费用	-29	-32	-20	-8	-10	-30
%销售收入	0.8%	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.4%
资产减值损失	-6	-6	-2	0	0	0
公允价值变动收益	-6	0	0	0	0	0
投资收益	25	-6	27	20	20	20
%税前利润	13.1%	n.a	7.8%	3.3%	4.5%	3.7%
营业利润	192	231	348	604	445	533
营业利润率	5.0%	4.8%	6.9%	12.1%	7.9%	8.0%
营业外收支	0	11	-1	0	0	0
税前利润	192	242	347	604	445	533
利润率	5.0%	5.0%	6.9%	12.1%	7.9%	8.0%
所得税	-26	-37	-54	-94	-69	-83
所得税率	13.7%	15.3%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	166	205	293	510	376	451
少数股东损益	3	14	18	30	20	20
归属于母公司的净利润	163	191	275	480	356	431
净利率	4.2%	4.0%	5.5%	9.6%	6.3%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	166	205	293	510	376	451
少数股东损益	3	14	18	30	20	20
非现金支出	75	80	91	77	86	96
非经营收益	15	42	16	-225	-2	19
营运资金变动	-320	-313	-250	120	-207	-250
经营活动现金净流	-65	15	151	482	253	315
资本开支	-100	-110	108	-29	-250	-250
投资	339	218	62	0	0	0
其他	157	-9	37	20	20	20
投资活动现金净流	397	98	207	-9	-230	-230
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-255	136	-302	-217	300	338
其他	-51	-64	-129	-224	-278	-351
筹资活动现金净流	-306	72	-432	-441	22	-14
现金净流量	26	186	-74	33	45	71

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	188	467	338	371	416	487
应收款项	585	710	732	701	794	934
存货	719	890	887	860	972	1,137
其他流动资产	454	480	709	643	681	737
流动资产	1,948	2,547	2,666	2,574	2,863	3,296
%总资产	59.8%	67.8%	71.9%	67.9%	67.5%	68.2%
长期投资	333	0	0	0	0	0
固定资产	831	965	855	981	1,097	1,205
%总资产	25.5%	25.7%	23.0%	25.9%	25.9%	24.9%
无形资产	136	237	158	206	253	300
非流动资产	1,308	1,210	1,044	1,216	1,380	1,534
%总资产	40.2%	32.2%	28.1%	32.1%	32.5%	31.8%
资产总计	3,256	3,757	3,710	3,790	4,244	4,830
短期借款	510	647	345	124	424	761
应付款项	242	448	458	436	493	578
其他流动负债	76	92	141	158	138	164
流动负债	829	1,187	943	718	1,055	1,503
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	168	159	166	170	170	170
负债	997	1,346	1,110	888	1,225	1,673
普通股股东权益	2,129	2,267	2,439	2,711	2,807	2,925
其中：股本	521	521	521	521	521	521
未分配利润	741	868	1,018	1,290	1,386	1,504
少数股东权益	130	144	162	192	212	232
负债股东权益合计	3,256	3,757	3,710	3,790	4,244	4,830

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.312	0.367	0.529	0.923	0.684	0.827
每股净资产	4.089	4.356	4.685	5.208	5.392	5.619
每股经营现金净流	-0.124	0.029	0.289	0.926	0.487	0.605
每股股利	0.100	0.200	0.300	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	7.64%	8.42%	11.30%	17.71%	12.69%	14.72%
总资产收益率	5.00%	5.08%	7.43%	12.67%	8.39%	8.92%
投入资本收益率	4.75%	7.04%	9.06%	10.24%	10.68%	11.71%
增长率						
主营业务收入增长率	46.44%	24.46%	5.02%	-1.28%	13.39%	17.61%
EBIT增长率	39.29%	66.82%	24.18%	16.22%	18.56%	24.83%
净利润增长率	158.91%	17.44%	44.23%	74.31%	-25.84%	20.94%
总资产增长率	-0.12%	15.40%	-1.24%	2.15%	11.96%	13.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.5	36.0	40.3	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	65.9	70.2	75.6	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	13.8	12.8	13.2	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	71.3	67.1	56.2	58.8	52.9	45.4
偿债能力						
净负债/股东权益	14.26%	7.46%	-5.52%	-13.68%	-4.71%	3.93%
EBIT利息保障倍数	5.2	7.9	15.9	45.6	44.2	18.4
资产负债率	30.63%	35.81%	29.91%	23.42%	28.87%	34.64%

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	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

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	2019-06-01	买入	7.78	9.30~9.30
2	2019-08-20	买入	6.88	N/A
3	2019-10-24	买入	6.84	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



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