

2010年06月13日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 21.1-24.8 元

即将步入快速成长期的国内钢管龙头

——金洲管道(002443)新股研究

核心观点

申购建议

我们认为公司的合理股价为23.5-27.6元,考虑锁定期,建议按10%的折扣进行申购,对应的询价区间为21.1-24.8元。

主要依据:

公司成立于2002年7月,实际控制人是多名自然人。

公司专注于螺旋焊管、镀锌钢管及钢塑复合管的研发和制造,目前上述产品产能在国内均处于第四位,并合计贡献公司2009年收入的92%,毛利总额的91%。

公司生产的镀锌钢管和钢塑复合管主要用在建筑地产领域,螺纹钢焊管主要用在石油天然气输送领域;公司的主要生产成本是热轧带钢和锌锭,二者分别占2009年公司总成本的76%和6.43%。

此次公司向社会公开发行人民币普通股3,350万股,募集资金全部用于生产“年产20万吨高等级石油输送管”项目,总投资为3.86亿元,项目建设期2年。我们判断公司超募是大概率事件,超募资金可能会用来扩建镀锌管和钢塑复合管项目。

考虑公司超募资金的新建项目,我们预计公司2010-2012年全面摊薄EPS分别为0.93元、1.38元、1.76元。我们认为给予公司2011年17-20倍的PE估值是合理的,这对应着23.5-27.6元的价格,考虑锁定期,建议按10%的折扣进行申购,对应的询价区间为21.1-24.8元。

基础数据

发行股数(万股)	3,350
发行后总股本(万股)	13,350
发行后全面摊薄每股	0.76
收益(2009年,元)	
建议询价区间(元)	21.1-24.8

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	2308.37	2951.99	3684.41	4717.56
同比增速(%)	-24.92%	27.88%	24.81%	28.04%
净利润(百万)	102.80	125.53	185.26	237.14
同比增速(%)	19.37%	22.11%	47.57%	28.01%
EPS(元)	1.020	0.933	1.376	1.762

研究员:王招华

电话: 010-84183230

Email: wangzhaohua@guodu.com

执业证书编号: S0940209080156

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1: 公司本次发行情况

公司名称	浙江金洲管道科技股份有限公司
公司简称	金洲管道
发行地	深圳
申购日期	2010-6-23
申购代码	002443
发行股数(万股)	3,350
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	33,350
每股收益(2009)年	1.02
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.76
发行前每股净资产(元)	4.32

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

2、公司基本情况

2.1 公司概况: 国内领先的钢管制造企业

以 2008 年的数据计算, 公司镀锌钢管和钢塑复合管产量位居全国第 4 位, 占比 5.2%; 螺旋焊管的产能也位居全国第 4 位, 占比为 5.88%。目前公司的生产设备和制造工艺均处于国内先进水平, 可以认为, 公司是国内领先的钢管制造企业,

图表 2: 国内主要相关钢管厂家产量及产能情况

序号	镀锌钢管&钢塑复合管		螺旋焊管	
	单位名称	产量	单位名称	产能
1	衡水京华制管有限公司	55	宝鸡石油钢管有限公司	57
2	天津市友诚镀锌钢管有限公司	42	胜利钢管有限公司	54
3	湖北嘉鱼县岐丰管业有限公司	25	华北石油钢管有限公司	48
4	浙江金洲管道工业有限公司	23	浙江金洲管道工业有限公司	20
5	天津市利丰源达钢铁集团	23	秦皇岛宝世顺钢管有限公司	20
6	江苏国强镀锌实业有限公司	22	湖北沙市钢管有限公司	15
7	霸州市胜芳东升热镀锌钢管有限公司	22	四川资阳钢管有限公司	15
8	余姚市增洲钢管厂	21	中冶辽宁德龙钢管有限公司	13
	全国总产量	442	全国总产量	255
	公司市场份额	5.20%	公司市场份额	5.88%
	CR8	52.68%	CR8	94.90%

注: 上述数据均取 2008 年, 单位为万吨

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

2.2 所处行业趋势: 石油天然气管道在未来几年内将迎来大发展

公司的镀锌钢管、钢塑料复合管主要用于建筑等领域, 螺旋焊管主要用在石油、天然气输送领域, 其中前者产业集中度较低, 后者产业集中度较高。

图表 3: 公司主要产品用途

产品	主要应用领域	市场需求量
镀锌钢管	主要应用于建筑行业, 曾被视为提高建筑标准档次的象征之一, 广泛应用于消防工程、燃气工程、采暖工程、给排水工程中	483 万吨

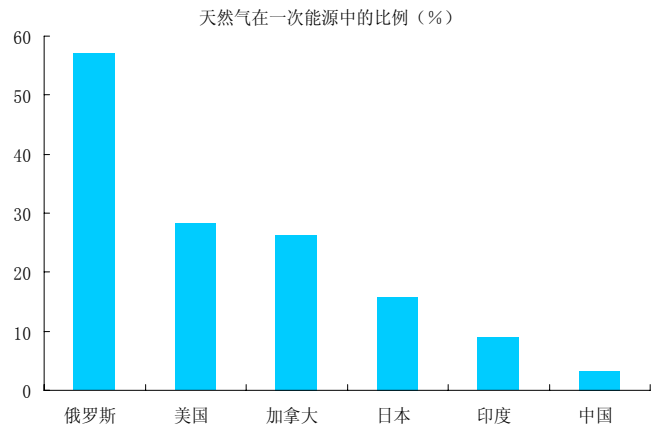
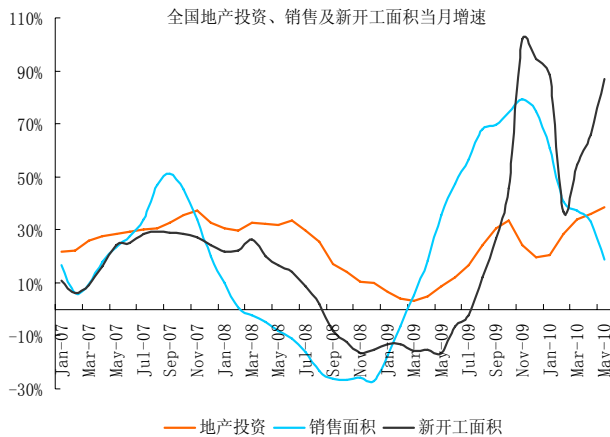
钢塑料复合管	以镀锌钢管为基材，再涂覆塑性材料而形成，主要应用于民用给水、工业给水、流体输送等领域	53万吨
螺旋焊管	石油天然气输送、中大口径输水、热力输送等，发行人主要用于石油天然气输送，是螺旋焊管里的高端产品	NA

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

我们预计未来 1-2 年房地产投资增速将告别高增长，这对公司的镀锌钢管及钢塑料管需求构成一定的负面影响，但同时也有利于公司利用其品牌优势做强做大；未来 5-10 年间中国天然气输送管道将面临大发展，这将对公司的螺旋焊管产品构成利好。

图表 4：房地产投资增速预计未来将逐步回落

图表 5：天然气在中国一次能源中的比例远低于其他国家



资料来源：WIND、国家统计局、国都证券研究所

资料来源：BP、国都证券研究所

2.3 股权结构：实际控制人是多名自然人

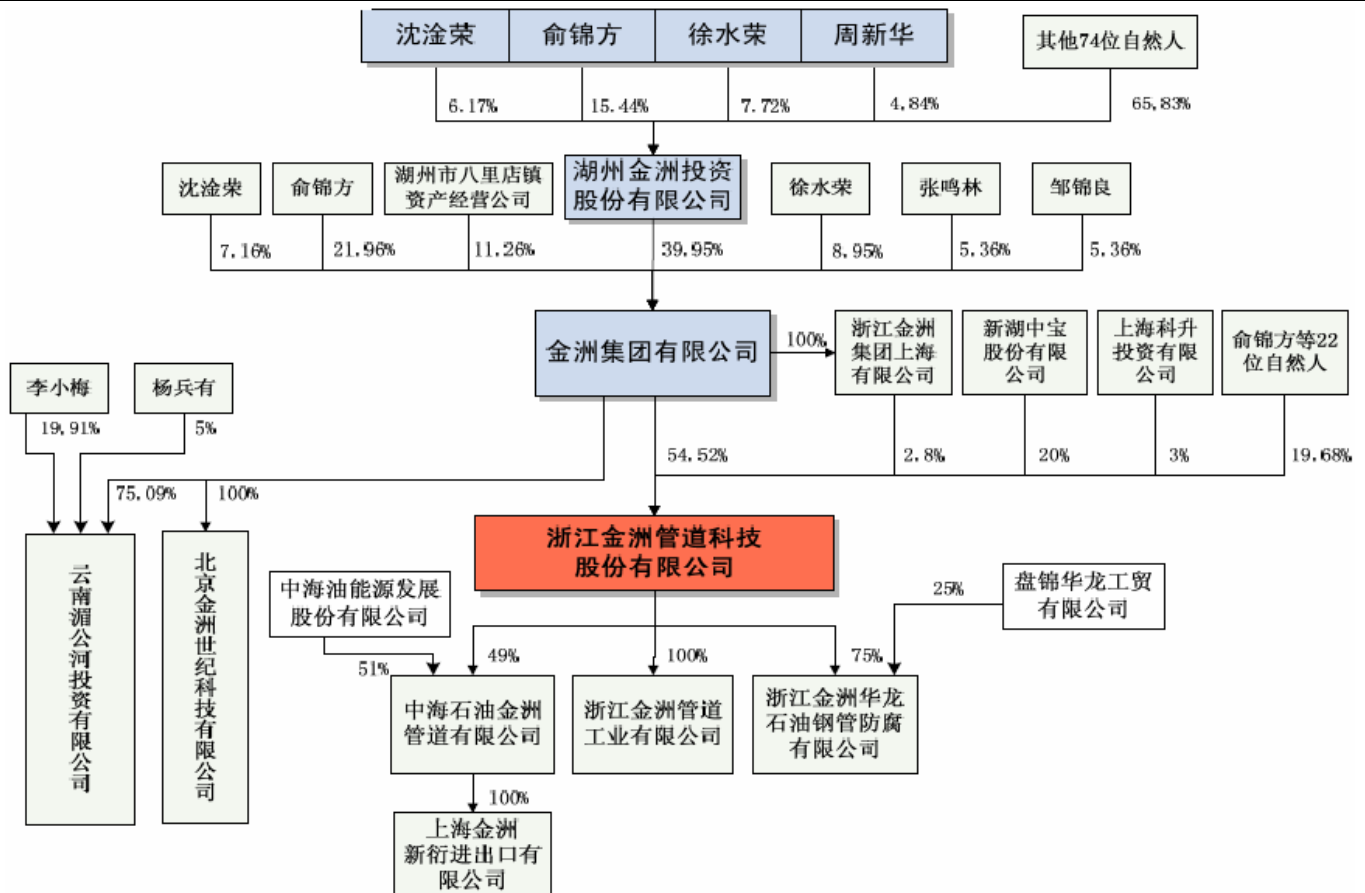
在此次发行前，金洲集团直接持有公司 54.52% 的股份，并通过全资子公司上海金洲间接持有发行人 2.8% 的股份，因此金洲集团直接、间接持有公司 57.32% 的股份。沈淦荣、俞锦方、徐水荣、周新华四名自然人又通过直接、间接的方式合计持有公司第一大股东金洲集团的 51.72% 的股权，即间接持有公司 29.65% 的股权。此外，沈淦荣、俞锦方、徐水荣、周新华四人还直接持有公司合计 8.4% 的股份，即四人通过直接、间接方式合计持有公司 38.05% 的股权，是公司的实际控制人。

图表 6：公司 IPO 前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股数 (万股)	比例	股数 (万股)	比例
金洲集团	5152	54.52%	5152	40.84%
新湖中宝	2000	20.00%	2000	14.98%
科升投资	300	3.00%	300	2.25%
上海金洲	280	2.80%	280	2.10%
23 名自然人	1968	19.68%	1968	14.74%
社会公众股	NA	0	3350	25%
总股本	10000	100%	13350	100%

资料来源：招股意向书，国都证券研究所

图表 7: 公司股权结构图



资料来源: 招股意向书、国都证券研究所

3、公司经营情况

3.1 收入及利润分析: 钢管业务是公司的主要收入及利润来源

公司主营业务是钢管(包括镀锌钢管、螺旋焊管和钢塑料管),这三类产品贡献公司2009年收入的92%、毛利总额的91%。

图表 8: 公司销售收入和毛利结构

	收入占比			毛利占比		
	2007年	2008年	2009年	2007年	2008年	2009年
镀锌钢管	59.42%	43.92%	51.38%	35.69%	38.89%	31.29%
螺旋焊管(SSAW管)	20.58%	42.19%	30.09%	31.21%	43.28%	36.57%
钢塑复合管	7.04%	6.90%	10.47%	12.33%	10.15%	23.45%
合计	87.04%	93.00%	91.93%	79.23%	92.33%	91.31%

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

2009年公司总收入的3.09%和毛利总额的7.14%均来自出口业务。公司出口的产品主要是螺旋焊管和镀锌钢管。

图表 9: 公司出口对收入及毛利的贡献

出口业务	2007年	2008年	2009年
收入占比	28.75%	18.64%	3.09%
毛利占比	25.11%	27.52%	7.14%

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

中海金洲是公司利润的另一重要来源(中海油持股 51%,公司持股 49%),2007-2009 年中海金洲贡献的投资收益分别占公司利润总额比重 7.48%、20.38%、17.47%,是公司重要的利润构成部分。

中海金洲原是一家以国际市场为主的企业,2009 年中海金洲的经营业绩出现了大幅下降,这一方面是金融危机期间国外市场需求减少,并且产品出口价格下降较多,另一方面金融危机期间,国外大量金融机构和企业倒闭,产品出口的信用风险有所增加,中海金洲为控制出口风险,采取谨慎性原则,主动减少了产品出口。

图表 10: 公司参股的中海金洲盈利情况

	2007 年	2008 年	2009 年
中海金洲产生投资收益	1206	2066	906
当期利润总额	6902	10139	12119.6
占比	17.47%	20.38%	7.48%

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

图表 11: 公司参股的中海金洲营业范围及主要产品

	营业范围	主要产品
2009 年	石油及天然气、煤输送用的高频直缝焊管、油套管和建筑用结构管的制造; 管道涂覆; 各类管道、管材、管件及钢材的销售、代销; 金属弯管加工和销售; 货物的进出口业务。	Φ219mm-Φ630mm 口径的石油天然气输送用直缝焊管
2008 年	制造、销售石油及天然气、煤输送用的高频直缝焊管、油套管和建筑用结构管, 管道涂敷和销售, 金属弯管加工和销售。	同上
2007 年	同上	同上

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

图表 12: 公司参股的中海金洲营业收入及利润情况

	2008 年	2009 年
营业收入	128,270	44,664
ERW 销售收入	85,639	32,844
营业成本	117,516	36,040
ERW 销售成本	77,603	26,566
净利润	4,252	1,885
对金洲管道的投资权益	2,066	906

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

图表 13: 出口销量大减是 2009 年中海金洲业绩下滑的原因

	2008 年	2009 年
产量(万吨)	10.91	5.1
销量(万吨)	10.51	5.38
出口销量(万吨)	6.98	0.57
销售均价(元/吨)	7,483	6,106

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

3.2 成本分析: 80%以上的成本来自钢材和锌锭

2009 年公司总成本的 76%为热轧带钢, 6.43%为锌锭, 其他成本主要是煤炭、柴油、电力、天然气和人工等。

图表 14: 公司成本构成

成本结构	2007 年	2008 年	2009 年
热轧带钢	64.74%	81.30%	76.19%
锌锭	16.93%	7.50%	6.43%

煤炭	0.44%	0.53%	0.50%
柴油	0.02%	0.00%	0.00%
电力	0.78%	0.87%	0.93%
天然气	0.04%	0.06%	0.08%
人工费用	1.41%	1.63%	1.78%
折旧费用	0.66%	0.71%	0.74%

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

3.3 募集资金投向：3.86亿元建20万吨石油天然气管，超募资金扩建原有产能

公司本次拟公开发行不超过 3350 万股 A 股。募集资金将全部用于“年产 20 万吨高等级石油天然气输送管”项目，项目总投资为 3.86 亿元。其中内防腐预精焊螺旋焊管 12 万吨、内防腐高频直缝电阻焊管（ERW 焊管）8 万吨。项目建设期 2 年，根据项目规划，预计建设期满后项目投产第一年（2011 年）达产 60%，第二年（2012 年）达产 80%，第三年（2013 年）起即达产 100%。项目完全达产后，公司螺旋焊管总产能将达到 32 万吨，并增加新产品 ERW 焊管产能 8 万吨。

我们预计 8 万吨 ERW 焊管项目在 2010 年下半年即可投产，预计 2010 年产量约 3 万吨，2011 年可达产；12 万吨螺旋焊管项目在 2011 年下半年可投产，2012 年可达产。

根据市场需求以及公司的资金实力，我们判断公司近期可能还会拟投资 5000 万元扩建一条 10 万吨的镀锌钢管生产线，投资 2-2.5 亿元扩建一条 14 万吨的钢塑复合管生产线。这意味着公司总共耗费的资金在 6.36-6.86 亿元。

4、盈利预测和投资建议

4.1 主要假设条件

(1) 近 1-2 年公司除按照招股意向书中新建 20 万吨高等级石油天然气输送管项目以外，还会再投资 2.5-3 亿元扩建镀锌钢管生产线以及钢塑复合管生产线，对公司的主要产品销量假设见图表 15；

(2) 2010 年公司主要产品销售价格涨 5%，采购的热轧带钢均价涨 7%，锌锭涨 30%。2011 年、2012 年公司主要产品售价及热轧、锌锭采购价不变；

(3) 中海金洲贡献的投资收益 2010 年增 20%，2011-2012 年分别再增 10%；

(4) 所得税率维持 15% 保持不变；

图表 15：公司主要产品销量假设

销量 (万吨)	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
镀锌管	29.66	23.16	29.22	33	35	40
螺旋焊 (SSAW) 管	12.89	20.91	12.6	15	20	28
钢塑复合管	2.92	3.2	4.28	5	8	12
高频直缝焊 (ERW) 管	0	0	0	3	6	8
合计	45	47	46	56	69	88

资料来源：招股说明书，国都证券研究所

图表 16：公司主要产品销售价格假设

销售单价 (元/吨)	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
镀锌管	5,104	5,831	4,059	4262	4262	4262
螺旋焊管 (SSAW 管)	4,068	6,203	5,512	5788	5788	5788

钢塑复合管	6,144	6,629	5,644	5927	5927	5927
高频直缝焊管 (ERW 管)				6000	6000	6000

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

图表 17: 公司主要成本单价假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
热轧钢带 (元/吨)	3370	4717	3398	3636	3636	3636
镀锌 (元/吨)	24833	14716	11633	15123	15123	15123
煤炭 (元/吨)	617	842	716	859	859	859
柴油 (元/吨)	5510	5860	4790	5000	5200	5400
天然气 (元/立方米)	2.33	2.33	2.6	2.8	3	3.2
电力 (元/度)	0.61	0.66	0.7	0.71	0.75	0.8
人工费用 (元/吨钢管)	72.95	81.37	91.11	91	100	110
折旧费用 (元/吨钢管)	34	35	38	52	68	67
其他	138	133	176	180	190	210
单位钢管成本 (元/吨)	4540	5500	4135	4471	4542	4610

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

4.2 盈利预测结果

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.93 元、1.38 元和 1.76 元。

图表 18: 金洲管道 (002443) 盈利预测结果

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2308	2952	3684	4718
营业成本	2072	2683	3313	4236
营业税金及附加	7	9	11	14
营业费用	56	72	89	114
管理费用	42	53	67	85
财务费用	24	13	13	17
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	10	10	10
投资净收益	9	11	12	13
营业利润	115	144	214	275
营业外收入	9	8	8	8
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	121	148	218	279
所得税	18	22	33	42
净利润	103	126	185	237
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	102	125	184	235
EBITDA	160	185	274	351
EPS (元)	1.02	0.93	1.38	1.76

资料来源: 招股说明书, 国都证券研究所

4.3 投资建议

由于公司 2010-2012 年净利润复合增长率为 32%, 我们认为给予公司 2011 年 17-20 倍的 PE 估值是合理的, 这对应着 23.5-27.6 元的价格, 考虑锁定期, 建议按 10% 的折扣进行申购, 对应的询价区间为 21.1-24.8 元。

5、风险提示

原材料价格波动、营运资金紧张的风险。公司 80%左右的成本来自钢材及锌锭。如果钢材和锌锭价格宽幅波动，将对本公司的生产经营产生一定影响。在钢材价格出现上涨的情况下，一方面会挤压公司利润，另一方面原材料采购将占用更多的资金，会增大公司的流动资金压力。

国家政策波动风险。公司的产品主要应用在建筑、石油天然气输送等领域，如果该领域的相关政策有变，将会对公司造成不利影响；另外公司目前享受 15%的优惠所得税政策，如果该项政策有变，对公司的盈利也有不利影响。

实际控制人风险。公司实际控制人是四个自然人，不排除其利用对公司的控制地位，对本公司发展战略、人事任免、生产经营决策、对外投资、利润分配等重大问题施加决定性的影响。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com