



高速成长的管道行业先锋

投资要点

- 金洲管道是我国专业从事高等级石油天然气输送用螺旋焊管、镀锌钢管、钢塑复合管的研发、制造和销售的 国家火炬计划重点高新技术企业。
- 公司的主要产品螺旋焊管将受益于我国的能源结构优化，未来几年将出现供不应求的市场格局；钢塑复合管随着经济的发展，未来有较大增长潜力；镀锌钢管则进入平稳发展阶段。
- 公司的“金洲”品牌已经成为业内一线品牌，拥有较高的市场知名度。2006 年度-2008 年度，镀锌钢管和石油天然气输送用螺旋焊管两种主导产品的市场份额一直处于行业前五名。公司已成功加入了中石油、中石化、中海油的供应体系，成为为数不多的油气管道供应商之一。这充分体现了公司在国内油气管道制造方面的实力与地位。
- 公司本次募集资金投资于毛利率较高的“年产20万吨高等级石油天然气输送管”项目。该项目达产后，预计每年可新增高等级石油天然气输送管产能 20 万吨。公司石油天然气输送管产能将因此提升100%，总产能也将提升35.7%。
- 随着产能的增长，我们预测公司2010年至2012年EPS分别为0.96元、1.31元、1.54元，3年复合增长率达26.3%。从近期发行上市的中小板公司表现来看，我们觉得金洲管道的合理估值水平应该为2010年25倍PE左右，首日价格区间应该在22.8-25.2元之间，高于目前22元的发行价格，建议申购。

铸铁管制造业 2010-06-22

评级 不评级

上市首日价格区间 22.8-25.2

发行价格 22

基础数据（发行前）

发行股本(百万股) 33.50

发行后总股本(百万股) 133.50

每股收益(元) 1.02

每股净资产(元) 4.32

净资产收益率 23.62%

行业研究员：万炜、张欣

证书编号 S0820208030013

电话 021-32229888-3502

E-mail wanwei@ajzq.com

一、公司简介

1、主要产品

浙江金洲管道科技股份有限公司（以下简称金洲管道或公司）是我国专业从事高等级石油天然气输送用螺旋焊管、镀锌钢管、钢塑复合管的研发、制造和销售的国家火炬计划重点高新技术企业，拥有浙江省钢管行业唯一一家省级技术中心，是我国低压流体输送用焊接钢管国家标准和钢塑复合管行业标准的起草单位，多项主导产品被列入国家火炬计划项目。公司产品的用途及主要消费群体见图表 1。

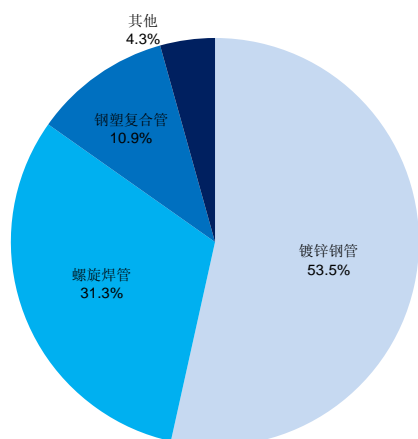
图表 1 金洲管道主要产品及用途

主要产品	用途	主要消费群体
螺旋焊管	石油天然气输送管道工程、热力电力管网工程、城市供水工程	中石油、中石化、中海油、城市燃气公司等
镀锌钢管	建筑工程、消防工程、采暖工程、给排水工程、工业管道、电力线路、公路防护栏、机械结构及各种耐腐蚀的管件配件、低压燃气输送	建筑施工企业、房地产开发企业、自来水公司、市政工程公司等
钢塑复合管	低压流体输送、饮用水输送	同上

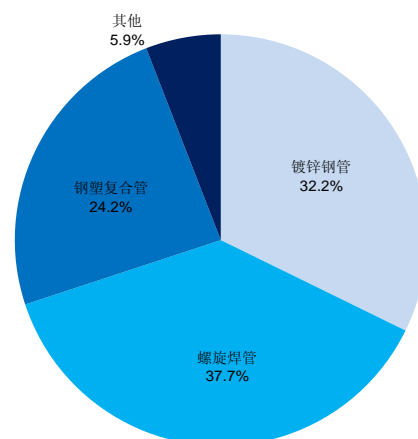
资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

以上这 3 种主要产品占公司 2009 年营业收入的 95.7%，其中镀锌钢管占比最高，达到 53.5%（见图表 2），但由于毛利率不及其他两项产品，其毛利仅占公司 2009 年全部毛利的 32.2%，而为公司贡献最多毛利的则是螺旋焊管占比达到了 37.7%（见图表 3）。各产品毛利率见图表 4。

图表 2 金洲管道 2009 年营业收入分产品占比

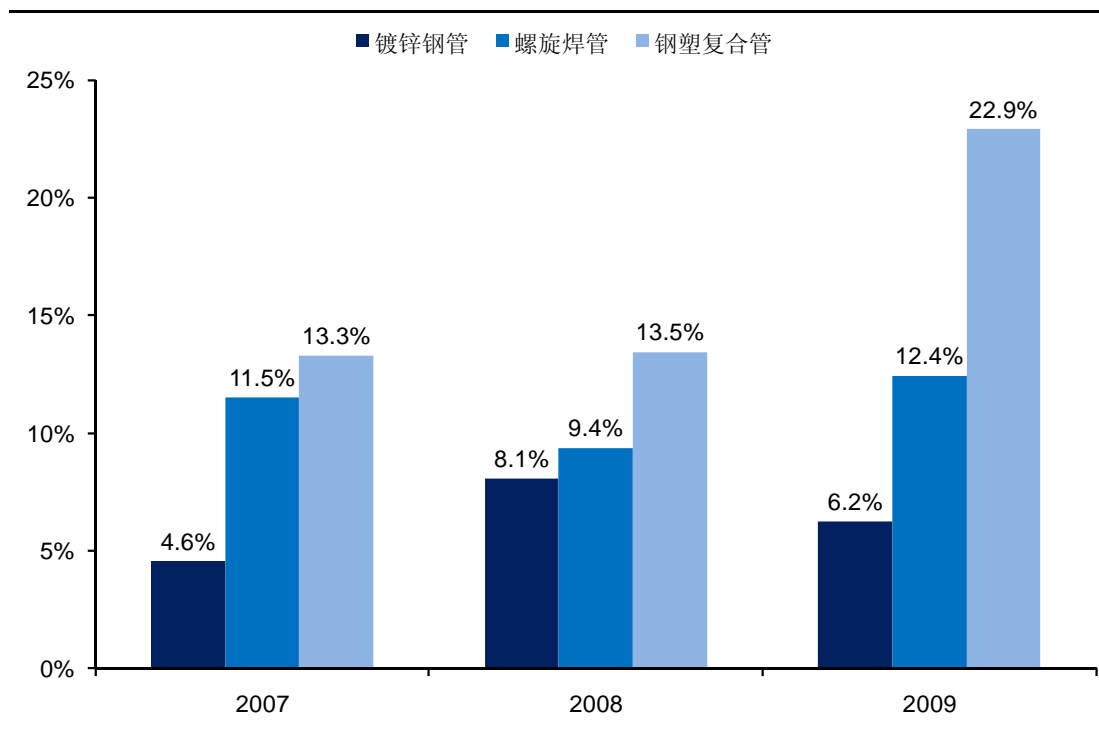


图表 3 金洲管道 2009 年毛利分产品占比



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

图表 4 金洲管道主要产品近几年毛利率

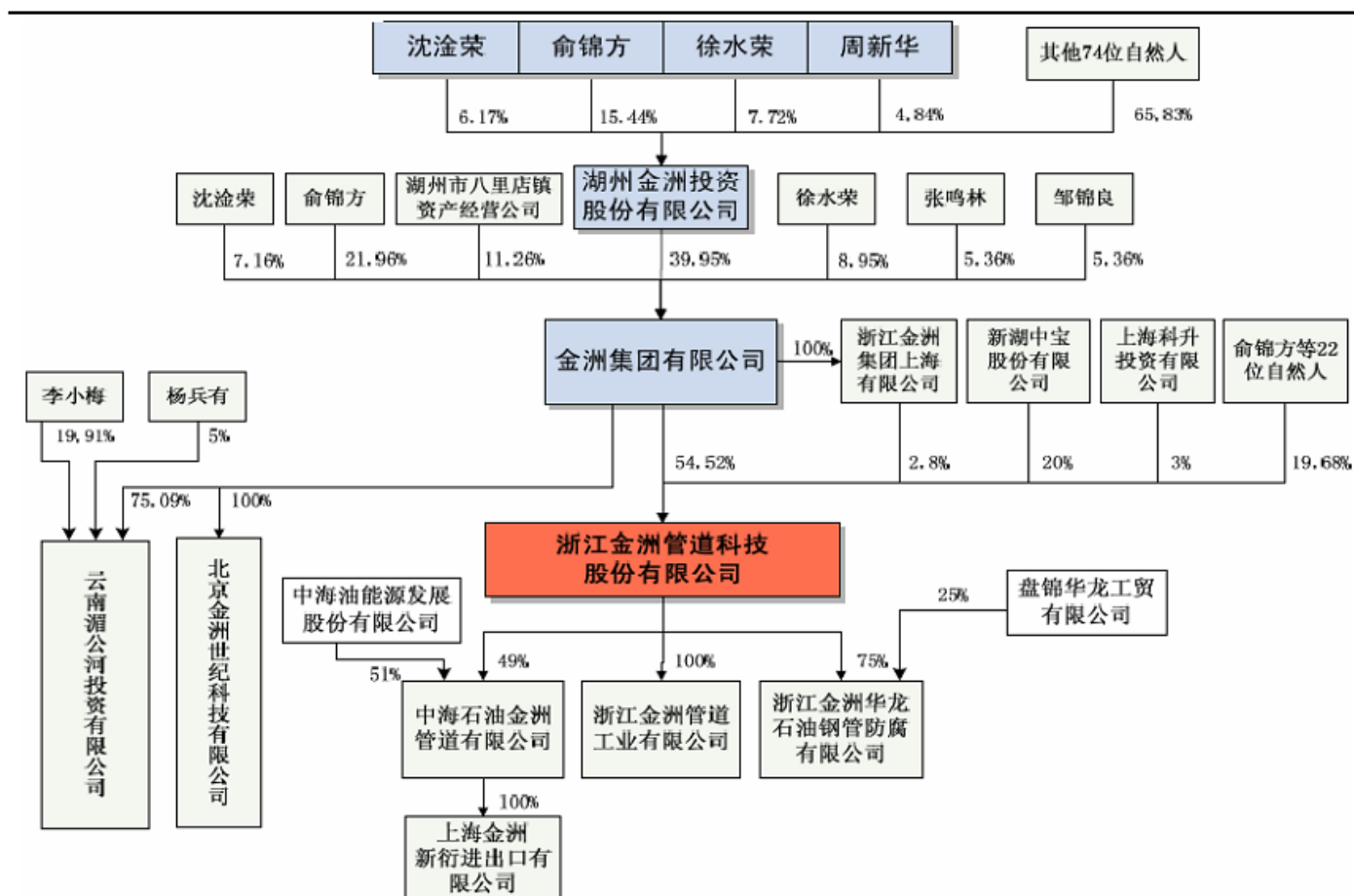


资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

2、股权结构

公司的控股股东为金洲集团有限公司，本次发行前金洲集团直接、间接持有金洲管道57.32%的股份。本次发行完成后，金洲集团的持股比例将变更为42.94%，仍处于相对控股地位。而沈淦荣、俞锦方、徐水荣、周新华四人通过直接或间接方式控制金洲集团78.02%股权，为金洲管道共同实际控制人。公司的股权结构见图表5。

图表5 金洲管道股权结构图（发行前）



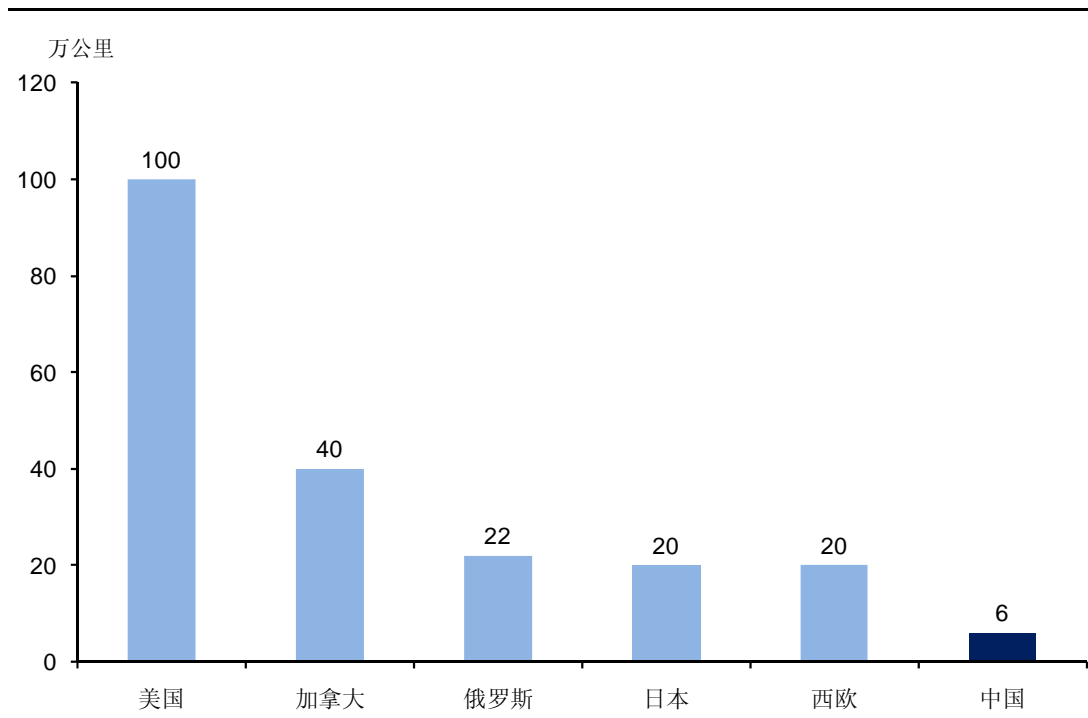
资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

二、投资要点

1、石油天然气输送用螺旋焊管生产企业较少，未来供不应求

金洲管道生产的螺旋焊管主要应用在石油天然气输送领域，其市场需求与油气管道建设息息相关。由于安全、经济、低损耗、无污染、不间断的特点，我国管道输送作为石油和天然气长距离输送的工具，在近几年取得了飞速的发展，给石油天然气输送管道制造企业带来了巨大的市场需求。我国目前已建成油气管道总长度约 6 万公里，与世界主要国家相比，差距仍然非常明显（见图表 6）。

图表 6 中国及世界主要发达国家油气管道长度对比

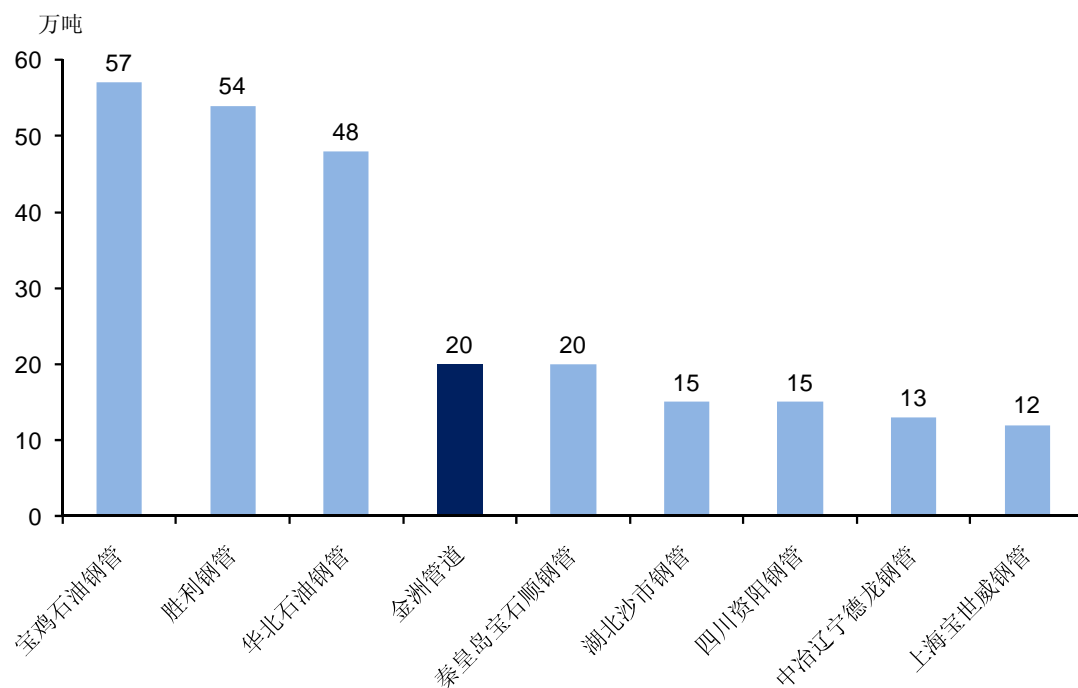


资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

随着我国经济结构的调整、产业结构及消费方式的升级、环保需求的增强，我国的能源结构将进一步优化，石油和天然气的消费市场空间广阔，势必促进我国油气管道的大规模建设，从而给石油天然气输送用钢管产品带来更大的需求。目前川气东送管道、中亚天然气管道和西气东输二线开工建设，陕京三线、中缅管线、中亚天然气管道复线、西气东输三线及西气东输四线方案的确定，我国第四次管道建设高潮的序幕正式拉开。预计在未来几年，高等级螺旋焊管将出现供不应求的市场格局。

我国生产螺旋焊管的企业虽有百余家之多，但产品能应用于石油天然气输送领域的生产企业不多。据统计，2008 年我国生产石油天然气输送用螺旋焊管的产能约为 255 万吨，主要生产企业约在 9 家左右，金洲管道排名第 4 位，具体见图表 7。

图表 7 2008 年中国石油天然气输送用螺旋焊管的产能排名



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

2、钢塑复合管有较大增长潜力

钢塑复合管是以钢管为基材，涂（衬）高分子材料，既保持了钢管的高强韧性，又具有塑料管材的环保卫生、不积垢、水阻小等特点，是一种优质、高效、高强度、绿色环保、价格适中的新型复合管材，近年来受国家产业政策和广大用户的认可，发展迅速，广泛应用于民用供水、工业供水、海水输送等领域。

欧盟、日本等国家和地区的建筑输水管道大量使用钢塑复合管，我国钢塑复合管发展相对较迟，经过近几年的发展，钢塑复合管在上海、广东、江苏、浙江、福建、山东、天津等省市得到广泛应用，随着经济的发展，中西部很多省市也开始了钢塑复合管的推广应用工作，未来有较大增长潜力。

3、镀锌钢管市场竞争激烈，需求进入平稳发展阶段

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。但是，随着我国对房地产行业进行调控，预计未来几年建筑行业将告别高增长的时代，进入平稳发展阶段。

图表 8 中国房地产开发受宏观调控影响增速将放缓

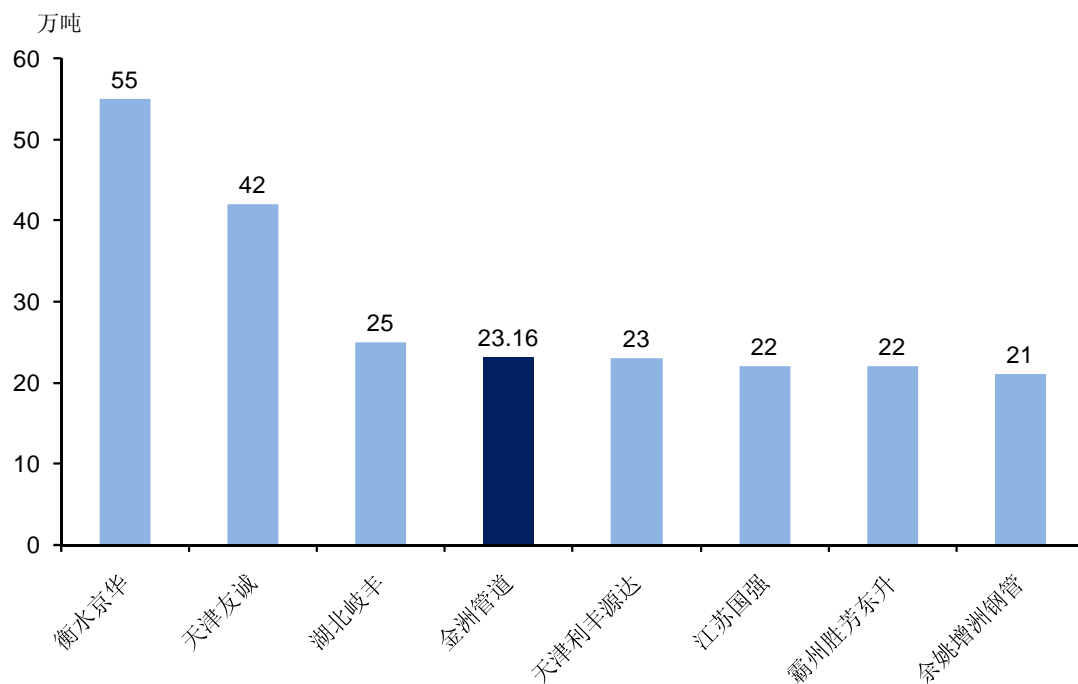


资料来源：Wind，爱建证券研究发展总部

我国镀锌钢管（包括钢塑复合管）的生产企业众多，市场化程度高。截至 2008 年底，全国镀锌钢管（包括钢塑复合管）的生产企业达 80 余家，总产能已达到约 553 万吨，主要分布在天津、河北、江苏、浙江、湖北等省市，以上五省市镀锌钢管（包括钢塑复合管）产能合计为 455 万吨，约占全国总产能的 82.3%左右。

我国镀锌钢管（包括钢塑复合管）的生产企业虽多，但大多数企业规模较小，规格单一、技术能力薄弱，只能在低层次的市场上竞争，2008 年产量超过 20 万吨的大型生产企业仅有 8 家，金洲管道排名第 4 位，具体见图表 9。

图表 9 2008 年镀锌钢管（包括钢塑复合管）的产量排名



资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

4、金洲管道具有较大竞争优势

金洲管道是国内镀锌钢管、石油天然气输送用螺旋焊管、钢塑复合管的主要生产厂家，“金洲”品牌已经成为业内一线品牌，拥有较高的市场知名度。2006 年度-2008 年度，镀锌钢管和石油天然气输送用螺旋焊管两种主导产品的市场份额一直处于行业前五名。

公司系我国火炬计划重点高新技术企业，拥有浙江省钢管行业唯一一家省级技术中心。公司已经获得美国石油学会颁发 API 5L 认证证书，生产的螺旋焊管被中亚天然气长输管线、中哈原油长输管线一期二期、苏丹 THAR JATH 长输管线及国内众多城市天然气管网等工程广泛采用。

金洲管道经过多年的努力，成功加入了中石油、中石化、中海油的供应体系，成为中石油、中石化、中海油为数不多的油气管道供应商之一。中石油、中石化、中海油对选择其管道产品的供应商有严格的评价体系，需要对供应商的生产规模、生产能力、产品质量、信誉、资质、经验、售后服务等方面进行严格的考察，通过考察评审后才能成为其正式供应商。这充分体现了公司在国内油气管道制造方面的实力与地位。

三、盈利预测

金洲管道本次募集资金投资项目“年产 20 万吨高等级石油天然气输送管”项目。本项目建设期 2 年。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%。项目达产后，预计每年可新增高等级石油天然气输送管产能 20 万吨，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 管）8 万吨（见图表 10）。

图表 10 公司募集资金投资项目明细（单位：万吨）

产品	目前	项目达产后
螺旋焊管	20	32
镀锌钢管	30	30
钢塑复合管	6	6
高频直缝电阻焊管（ERW 管）	-	8

资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

可以看到，公司募集资金全部投资于毛利率较高的石油天然气输送管（包括螺旋焊管及 ERW 管）。项目完成后，公司石油天然气输送管产能将提升 100%，总产能也将提升 35.7%。

随着产能的增长，我们预测公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.96 元、1.31 元、1.54 元（见图表 13），3 年复合增长率达 26.2%。从近期发行上市的中小板公司表现来看，我们觉得金洲管道的合理估值水平应该为 2010 年 25 倍 PE 左右，首日价格区间应该在 22.8-25.2 元之间，高于目前 22 元的发行价格，建议申购。

图表 13 中原特钢盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	3,074.7	2,308.4	2,908.0	3,674.4	4,483.8
营业收入	3,074.7	2,308.4	2,908.0	3,674.4	4,483.8
二、营业总成本	2,990.9	2,202.0	2,767.6	3,482.0	4,256.2
营业成本	2,793.6	2,072.2	2,621.6	3,313.2	4,057.7
营业税金及附加	34.3	6.9	15.6	19.8	24.1
销售费用	56.5	55.9	70.5	85.0	99.5
管理费用	39.9	41.7	45.0	52.8	64.4
财务费用	60.4	24.0	11.5	7.8	7.1
资产减值损失	6.2	1.3	3.4	3.4	3.4
三、其他经营收益					
投资净收益	20.7	9.1	11.0	13.0	15.0
四、营业利润	104.5	115.5	151.4	205.4	242.6
加：营业外收入	3.1	9.0	5.0	5.5	6.1
减：营业外支出	6.2	3.2	3.0	3.3	3.6
五、利润总额	101.4	121.2	153.4	207.6	245.0
减：所得税	15.3	18.4	23.0	31.1	36.8
六、净利润	86.1	102.8	130.4	176.5	208.3
减：少数股东损益	0.5	0.8	2.0	2.0	3.0
归属于母公司所有者的净利润	85.6	102.0	128.4	174.5	205.3
七、每股收益：					
基本每股收益(元)	0.86	1.02	0.96	1.31	1.54
按发行后股本摊薄每股收益(元)	0.64	0.76	0.96	1.31	1.54

资料来源：招股说明书，爱建证券研究发展总部

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

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%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市: 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在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。