

金洲管道 (002443.SZ)

金属制品行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

市价(人民币): 25.00元

目标(人民币): 34.65元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	33.50
总市值(百万元)	3,337.50
年内股价最高最低(元)	26.22/20.28
沪深 300 指数	3175.66
中小板指数	7545.44



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.856	1.020	0.573	0.990	1.399
每股净资产(元)	3.60	4.32	8.88	9.48	10.32
每股经营性现金流(元)	1.88	1.26	1.54	0.95	1.63
市盈率(倍)	N/A	N/A	43.30	25.06	17.73
行业优化市盈率(倍)	10.23	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长率(%)	67.10%	19.14%	-24.98%	72.75%	41.34%
净资产收益率(%)	23.79%	23.62%	6.45%	10.45%	13.56%
总股本(百万股)	100.00	100.00	133.50	133.50	133.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **盈利驱动因素之一: 产能大扩张。**公司主要生产建筑焊管(镀锌管+钢塑复合管)和油气输送管(ERW+SSAW), 受益于资本市场支持, 公司有充足的资金进行产能扩张: 油气输送管产能 2009 年底为 20 万吨, 2012 年中将达到 40 万吨, 2014 年底之前有望达到 60 万吨; 建筑焊管 2009 年底产能为 36 万吨, 2012 年中将达到 62 万吨(均为商品材)。
- **盈利驱动因素之二: 油气大发展。**2015 年中国天然气消费量和净进口量分别有望达到 2010 年的 2.6 倍和 15.7 倍, 而长距离天然气主要用 SSAW 管输送、且天然气管占全部管道里程总数的近 50%, 这将意味着管道业发展黄金时期的到来。作为油气输送管的龙头企业金洲管道将充分受益。我们预计公司油气输送管业务毛利未来 3 年 CAGR 达到 52.61%, 分别贡献 2011-2013 年公司毛利总额的 42.01%、48.98%、51.38%。
- **盈利驱动因素之三: 投资收益正常化。**受大型油气输送管建设进展缓慢等因素影响, 公司参股 49% 的中海金洲 2010 年大幅亏损, 但同样基于“十二五”油气大发展的逻辑, 我们判断该块业务贡献公司利润总额的比重有望从 2010 年的 -7.52% 提升至 2011 年-2013 年的 3%-8%。

盈利预测

- 随着“十二五”国家油气大发展战略的启动, 金洲管道作为龙头企业将充分受益于行业景气度的提升以及自身产能的扩张; 而在“精细化”战略的保障下, 公司建筑用管业务盈利能力也有望保持稳定。我们预计公司 2010-2012 年净利润分别增长 -24.98%、72.75%、41.34%, 实现 EPS 为 0.573 元、0.990 元、1.399 元。

估值和投资建议

- 不同于山东墨龙等无缝管企业的主要成本是钢坯, 金洲管道的主要成本是钢材, 而钢材受铁矿石涨价的影响相对偏小, 就这点而言, 金洲管道与部分金属制品上市公司如齐星铁塔、鼎泰新材等更为类似。
- 综合绝对及相对估值法, 我们给予金洲管道 6-12 个月 34.65 元的目标价, 这对应着 2011 年 35 倍 PE 和 3.66 倍 PB, 2012 年 25 倍 PE 和 3.36 倍 PB, 首次给予“买入”建议。

风险

- (1) “十二五”国家天然气规划发展速度低于预期; (2) 公司新项目不能按期投产或投产初期盈利不达预期; (3) 宏观经济波动及贸易摩擦。

王招华 分析师 SAC 执业编号: S1130210100005
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

内容目录

公司简介：“小股东”大掌控，四两拨千斤成就焊管龙头	4
公司定位：国内细分焊管业的领军者	4
公司特点：善于四两拨千斤	4
公司战略：顺应市场需求，实行“四化”战略	5
主营业务：两手抓“四化”，步入高速成长期	8
盈利路径推演：“两管”奔“四化”	8
建筑用管（镀锌管+钢塑管）：精细化发展保障公司在行业内的传统优势 ...	8
油气输送管（SSAW管+ERW管）：需求持续向好是大概率事件	10
中海金洲贡献的投资收益：2010年是底部，2011年将逐步上行	14
盈利预测、投资建议和风险提示：估值水平应向金属制品看齐	16
盈利预测：2010-2012年净利分别同比增长-24.98%、72.75%、41.34% ..	16
估值和投资建议：估值水平应向金属制品股看齐	17
风险提示：宏观经济波动、贸易摩擦、天然气发展规划不达预期	18
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：金洲管道历史沿革	4
图表 2：金洲钢管占全国焊管产量比例较小	4
图表 3：但却是国内细分焊管领域的龙头企业	4
图表 4：2009年公司股权结构	5
图表 5：上市后公司股权结构	5
图表 6：金洲管道主要产品应用领域及销售方式	6
图表 7：金洲管道出口业务情况及主营产品的出口、“双反”税率	7
图表 8：金洲管道控股及参股公司的产品产能	8
图表 9：镀锌管下游投资增速近期持续走弱（累计）	9
图表 10：预计 2011 年全社会 FAI 投资增速创 8 年最低	9
图表 11：各种主要管材在给排水领域中的优缺点比较	9
图表 12：金洲管道“建筑用管”盈利预测	10
图表 13：几种常用类型管道钢的钢级、尺寸	11
图表 14：不同油气输送管的细分用途及建设周期比较	11
图表 15：“十一五”期间各种管型在油气输送管市场中的比例	11
图表 16：2010 年中石油管道支出下降影响油气管内需	12
图表 17：2010 年油气输送用焊管出口量同比下跌 27%	12
图表 18：管道货运周转量与管道运输里程高度正相关	12
图表 19：2011-2015 年中国天然气消费 CAGR 达 21%	12

图表 20: 中国油气输送管使用强度远低于国际水平	13
图表 21: 中国天然气长期发展空间甚至高于核电	13
图表 22: 全球天然气气源主要分布在前苏联及中东地区	13
图表 23: 金洲管道募投的 20 万吨焊管盈利能力略低于主要竞争对手	14
图表 24: 金洲管道“油气输送管”业务盈利预测	14
图表 25: 中海金洲盈利预测	15
图表 26: 金洲管道未来三年的产能扩张及资本支出	16
图表 27: 金洲管道全面摊薄 EPS 按主要用途分解	17
图表 28: 金洲管道全面摊薄 EPS 占比按主要用途分解	17
图表 29: 金洲管道 DCF 绝对估值过程	17
图表 30: 金洲管道可比公司估值情况	18

公司简介：“小股东”大掌控，四两拨千斤成就焊管龙头

公司定位：国内细分焊管业的领军者

- 国内细分焊管领域内的龙头企业
 - 金洲管道的前身是 1982 年成立的湖州金属制品总厂；正式步入焊管业是在 2000 年，主营镀锌管、钢塑复合管和螺旋焊管（SSAW 管），截止 2009 年底商品管材合计年总产能达 56 万吨，是科技部认定的国家火炬计划重点高新技术企业。
 - 公司生产的镀锌管（ERW 的后续加工产品）、钢塑复合管（镀锌管的后续加工产品）主要用在建筑工程领域（包括消防工程、民用给水、工业给水等）；螺旋焊管主要用于石油天然气输送领域。
 - 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%；石油天然气输送用的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，公司是国内领先的细分焊管领域内的龙头企业。

图表1：金洲管道历史沿革

	1983年	1994年	2000年	2002年	2010年
名称	湖州金属制品总厂	湖州金洲集团	浙江金洲集团有色材料厂	金洲管道	金洲管道
性质	集体所有制	集体所有制	有限公司	股份公司	A股上市

来源：招股说明书、国金证券研究所

图表2：金洲钢管占全国焊管产量比例较小

	无缝管		焊管
天管	261	天津友发	190
宝钢集团	116	宝鸡石油	102
攀成钢	106	金洲集团	88
衡阳钢管	104	番禺珠江	66
包钢	72	中石油渤海	64
振达钢管	60	天津利丰源达	48
鞍钢	55	唐山丰南增洲	41
大冶	39	江苏玉龙	48
全国总产量	2115	全国总产量	2541
金洲市场份额	0	金洲市场份额	3.47%
CR8	38.44%	CR8	25.47%

注：数据取2008年，单位为万吨，部分焊管厂有重复材统计

来源：中国钢管协会、国金证券研究所

图表3：但却是国内细分焊管领域的龙头企业

镀锌钢管&钢塑复合管	产量	油气输送用螺旋焊管	产能
衡水京华制管	55	宝鸡石油钢管	57
天津市友诚镀锌钢管	42	胜利钢管	54
湖北嘉鱼县岐丰管业	25	华北石油钢管	48
浙江金洲管道科技	23	浙江金洲管道工业	20
天津市利丰源达	23	秦皇岛宝世顺钢管	20
江苏国强镀锌	22	湖北沙市钢管	15
霸州胜芳热镀锌钢管	22	四川资阳钢管	15
余姚市增洲钢管厂	21	中冶辽宁德龙钢管	13
全国总产量	442	全国总产能	255
金洲市场份额	5.20%	金洲市场份额	5.88%
CR8	52.68%	CR8	94.90%

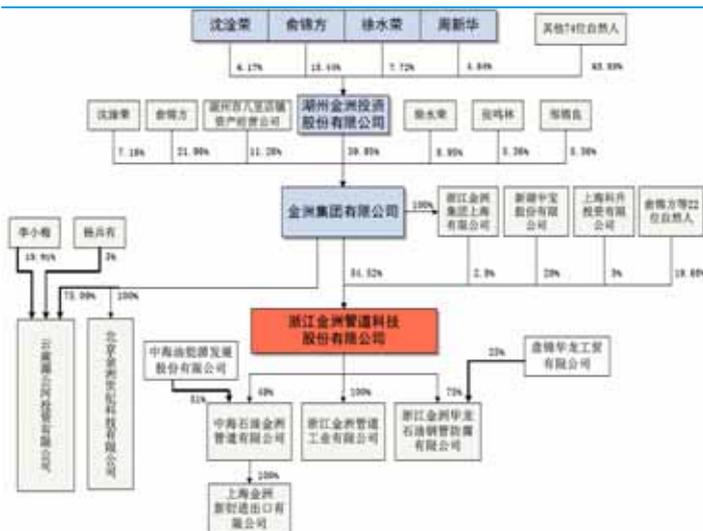
注：上述数据均取2008年，单位为万吨

来源：招股说明书、国金证券研究所

公司特点：善于四两拨千斤

- 四个“小股东”是公司实际控制人
 - 2002 年，公司开始改制，并逐步将部分股权转让给俞锦方、沈淦荣、徐水荣、周新华等自然人及法人。目前上述四位自然人直接持有金洲管道 6.29%的股权，直接及间接持有金洲管道 28.5%的股权，但通过直接或间接的方式能控制金洲集团 78.02%股权，是金洲管道的共同实际控制人。
 - 直接持有公司股权的还有 18 位自然人，包括公司副总经理、董秘、财务总监、监事等高管及核心技术人员；间接持有公司股权的还有 70 余位自然人。
 - 目前金洲集团除管道业务外，还拥有在云南的旅游资产，由其控股的云南湄公河投资有限公司经营。

图表4: 2009年公司股权结构



来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表5: 上市后公司股权结构

职务	出生年份	直接持股	直接+间接持股
沈淦荣	1962年	1.12%	5.26%
徐水荣	1952年	1.42%	6.59%
周新华	1964年	0.75%	1.58%
俞锦方	1957年	3.00%	15.07%
顾苏民	1962年	0.60%	1.22%
俞敏鸿	1973年	0.31%	0.52%
徐志茹	1971年	0.00%	0.08%
沈百万	1962年	0.59%	0.96%
沈永泉	1965年	0.54%	0.75%
钱利雄	1964年	0.38%	0.67%
吴巍平	1972年	0.11%	0.11%
董国华	1967年	0	0.16%
钱银华	1963年	0	0.20%
陈文豪	1973年	0	0
新湖中宝		14.98%	14.98%
科升投资		2.25%	2.25%
社会公众股		25.09%	25.09%
其他		6.46%	24%
合计		57.61%	100%

注: (1) 总股本合计1.34亿股; (2) 俞敏鸿为俞锦方的外甥女, 除此之外, 上述非社会公众股东之间无血缘关联

来源: 招股说明书、国金证券研究所

■ “借力”发展, 善于四两拨千斤

- 目前国内油气输送管干支线 (不含城市管网) 的终端需求分布格局是: 中石油占 76%、中石化占 20%、中海油占 4%; 而油气输送螺旋焊管产能前 8 家企业中的 7 家目前 (或曾经) 是中石油、中石化、中冶集团三大央企的子公司, 仅金洲管道一家例外。在这样的大背景下, 金洲管道能做到行业前五, 实属不易, 我们认为与其善于借力发展有关, 突出表现在“技术+市场”双导向, 与下游用户进行合作。
- 表现一: 与中石油集团石油管工程技术研究院 (国内高端石油管工程技术领域的核心科研机构) 共同创建了“金洲管道技术联合研究中心”, 是该研究院和制管企业联合设立的唯一一家研究机构; 该研究中心的成立对于深化与中石油及其他下游客户的合作关系不无裨益: 2009 年公司销螺旋焊管 28% 的销售收入便来自中石油;
- 表现二: 针对油气输送管领域高度垄断的特点, 与三大石油集团之一的中海油共同投资设立了中海金洲, 公司持股 49%。该公司是中海油在国内设立的唯一一家油气管道制造企业, 主营高频直缝焊管 (ERW 管), 年产能 20 万吨, 可生产 $\Phi 219\text{mm}-630\text{mm}$ 、钢级达 X80 的石油天然气输送 ERW 管, 以及各类石油套管;
- 表现三: 2006 年 1 月与经销商合作, 成立“金洲管道商会”。目前商会已有 122 家经销商, 公司每年年初召开湖州金洲管道商会年会, 分析市场情况, 商议确定年度销量目标并签订年度销售协议, 并要求分解至月度目标销售量。该商会对公司镀锌钢管产品的内销起到了良好的促进作用。

公司战略: 顺应市场需求, 实行“四化”战略

■ 管线管产品高端化

- 管线管产品中的高端产品是油气输送管, 以直销方式为主, 未来的发展趋势是钢级更高 (譬如 X80、X100、X120)、能承受的环境的恶劣程度更高; 有鉴于此, 公司该部分业务的战略是高端化;
- 计划一: 批量生产 X80、X100 油气输送螺旋焊管。公司现有的设备无法批量生产 X80 级钢管, 不能有效满足市场需求, 此次 A 股上市募集资金项目的实施将使得公司的设备、技术和质量达到国际先进水平, 可批量生产国家鼓励且目标生产能力不足的输气压力 10MPa 以上的大口径高钢级 (X80-X100) 管线管。并规划至 2013 年, 公司石油天然气输送钢管的产能将从目前的 20 万吨提升至 40 万吨;

- 计划二：研发服役酸性环境 X65-X70 钢管。由于石油或天然气中含有较多的酸性气体（如 H₂S），在输送过程中容易腐蚀管道，产生裂纹，严重时会使管道失效，造成严重后果。因此，抗 H₂S 等酸性环境腐蚀性能的高低对于油气输送管非常重要，为此公司计划与钢厂联合开发抗硫化氢腐蚀的热轧板，并研究其成形和焊接工艺，开发生产具有高抗酸性环境腐蚀的高附加值、高科技含量的高端管线管。
- 建筑用管产品精细化
 - 总体而言，建筑用管的集中度偏低，技术含量不高，以经销方式为主，未来的发展趋势是精细化服务；有鉴于此，公司制定了如下研发及销售计划：
 - 计划一：开发“双面涂敷消防用给水钢管”。针对消防管由于长期存水，易造成锈蚀、堵塞的情形，研发以钢管为基体，采用吸喷涂/浸涂的工艺，在钢管的内、外壁涂敷耐高温、阻燃的高分子粉末涂料，解决消防给水管锈蚀的难题；
 - 计划二：开发“钢塑管专用的卡压式管件”。钢塑复合管在建筑给水领域具有较好的市场发展前景，但也存在着现有管件管路连接施工要求较高等不足，拟研究开发一种钢塑管专用的卡压式管件系统，可简化施工，提高连接件的可靠性，同时还可减少钢管壁厚，降低造价，有利于进一步提高本公司钢塑复合管产品的市场占有率；
 - 计划三：开发“达到国际先进标准大口径给水用内外防腐钢管（Φ1620mm 及以上）”。钢管具有良好的机械物理性能，承压能力高、抗变形能力强，是大口径输水管道的理想选择，可适应多种复杂地质条件和用作架空、顶管等，但如何有效防腐（内防腐还需符合饮水卫生标准）是个难题。该项目的研究开发可以有效解决这个难题；
 - 计划四：加大开发“镀锌燃气专用管”市场，公司是行业第一家通过燃气用特种设备压力管道元件（镀锌管）生产许可的企业，并在燃气用镀锌管市场占有率第一，计划进一步增加毛利率相对较高的燃气专用管的生产与销售；
 - 计划五：经销方面，公司计划在现有基础上加强营销渠道的建设，将国内的经销队伍由目前的 120 家发展到 2012 年的 160 家经销商。同时积极发挥金洲管道商会的纽带作用，提高对经销商的激励，加强销售渠道的维护和管理，对国内市场进行精耕细作，并提高生产的预见性和计划性，尽量满足经销商对品种规格方面的要求。

图表6：金洲管道主要产品应用领域及销售方式

主要应用领域		主要销售方式	2007年	2008年	2009年
镀锌管	建筑	经销比例	94.34%	96.30%	87.95%
钢塑复合管	建筑	经销比例	69.57%	62.30%	67.98%
螺旋焊管	油气输送	直销比例	72.44%	73.32%	88.32%

来源：招股说明书、国金证券研究所

■ 投资收益和出口业务正常化

- 受金融危机及“双反”影响，公司出口业务在 2009 年出现大幅下降：（1）本部的镀锌管产品 2007-2009 年出口量分别为 11.43 万吨、2.15 万吨、0.45 万吨；（2）管道工业公司的螺旋焊管产品 2007-2009 年出口量分别为 2.56 万吨、5.17 万吨、0.88 万吨。
- 参股 49%的中海金洲由于在金融危机之前近 70%的产品均销往国外，在“双反”之后经历了痛苦的“出口转内销”之路：2009 年出口量同比下降 91.83%，产量同比下降 53.25%；2009 年和 2010 年利润同比大幅下滑，2010 年甚至出现亏损，亏损额已接近 2009 年盈利额。

- 我们认为从中长期来看，10%左右产量的用于出口是一个比较正常的水平，逐步开拓中东以及新兴市场，使得公司出口业务以及中海金洲的盈利正常化，也将是公司的发展战略。

图表7: 金洲管道出口业务情况及主营产品的出口、“双反”税率

出口税率	2007年7月1日	2008年1月1日	2008年12月1日	2009年6月1日
油气输送焊管	-13%	-13%	-13%	-13%
其他焊管	0	15%	0	-9%

注：“-”表示出口退税，其他表示出口征税

	开始时间	针对产品	合计税率	备注
美国	2008年6月	普通焊管	130%	涉及到公司的产品主要为镀锌管，油气输送SSAW管不在范围内
加拿大	2008年7月	碳钢焊管	144%	
欧盟	2008年12月	铁活非合金焊管	90.60%	

金洲管道		2007年	2008年	2009年
镀锌钢管	产量(万吨)	29.26	22.25	29.24
	出口占比	39.06%	9.66%	1.54%
螺旋焊管	产量(万吨)	12.28	19.43	12.44
	出口占比	20.86%	26.61%	7.07%
中海金洲	产量(万吨)	NA	10.91	5.1
	出口占比	NA	63.98%	11.18%
主营业务	收入(亿元)	25.48	30.75	23.08
	出口占比	28.75%	18.64%	3.09%

注：主营业务中不含中海金洲

来源：招股说明书、国金证券研究所

■ 全部业务规模化

- 油气输送管：2009年底公司产能为20万吨，预计在2012年中之前将达到40万吨，在2014年底之前将达到60万吨；
- 建筑用管：2009年底公司产能为36万吨，预计在2012年中之前将达到62万吨（均为商品材）。

主营业务：两手抓“四化”，步入高速成长期

盈利路径推演：“两管”奔“四化”

- 我们判断，未来公司的净利将主要来自 3 个方面
 - 建筑用管业务。主要包括镀锌管及其深加工产品钢塑复合管。2009 年底公司拥有 30 万吨的镀锌管和 6 万吨钢塑复合管产能；经过技改，2010 年底拥有 36 万吨镀锌管和 6 万吨钢塑复合管产能；预计到 2012 年中期，公司将再增加 10 万吨的镀锌管和 10 万吨的钢塑复合管产能（以上全部为商品管材）。
 - 油气输送管业务。主要包括普通的螺旋焊管业务、高端的螺旋焊管业务以及 ERW 管业务（ERW 管大部分用于油气输送、少部分也用于套管、建筑等领域）。2009 年底公司有用 20 万吨普通螺旋焊管产能；2010 年 9 月，公司募投项目之一的 8 万吨油气输送用 ERW 焊管投产；2012 年中期，公司募投项目之二的 12 万吨油气输送用 SSAW 焊管项目也有望投产；2013 年-2014 年公司有望再增 20 万吨的油气输送管。
 - 投资收益。主要是参股中海金洲 49% 股权获得的收益，该公司拥有 20 万吨 ERW 焊管产能。

图表8：金洲管道控股及参股公司的产品产能

上游	金洲管道主营产品及其产能					业务归类	主要下游	
	控股&参股公司及权益	2009	2010E	2011E	2012E	2013E		
带钢	金州本部（100%）							
	镀锌钢管（万吨）	30	36	36	46	46	精细业务	建筑地产
	钢塑复合管（万吨）	6	6	6	16	16	精细业务	建筑地产
锌锭	金洲华龙石油（75%）							
	钢管防腐加工（万m ² ）	130	130	130	130	130	精细业务	建筑地产
电力	金洲管道工业（100%）							
	普通螺旋焊管（万吨）	20	20	20	20	20	部分高端	油气输送
	高端螺旋焊管（万吨）			0	12	12	高端业务	油气输送
	高频直缝焊管（万吨）		8	8	8	8	高端业务	油气输送
合并报表产能（万吨）	中海金洲（49%）							
	高频直缝焊管（万吨）	20	20	20	20	20	高端业务	油气输送
	合并报表产能（万吨）	56	70	70	102	102		

来源：国金证券研究所

建筑用管（镀锌管+钢塑管）：精细化发展保障公司在行业内的传统优势

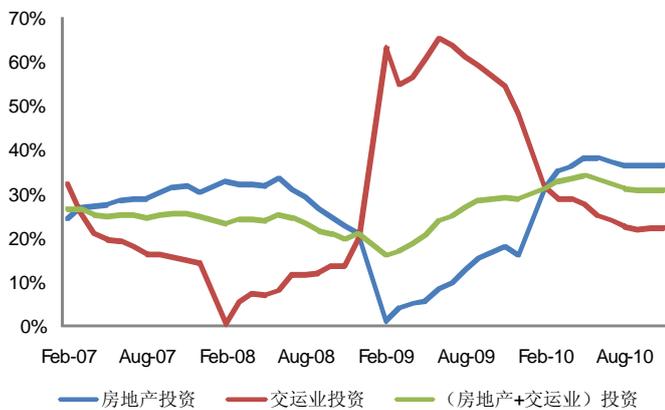
- 镀锌管简介：景气小幅震荡是主基调
 - 金洲管道生产的镀锌钢管是一种内外表面热浸镀锌的 ERW 焊管，其口径通常在 $\Phi 219\text{mm}$ 以下、壁厚一般小于 10mm、钢级不高，因此不能用于油气领域，而经常被用于各种民用管，如消防管、水管等。总体来看，该块业务技术壁垒并不高、竞争较为激烈，约 40% 用于住宅地产领域，60% 用于商业厂房以及地铁等基础建设领域。
 - 目前国内房地产及基数设施投资增速已现疲态，并且在 2011 年将进一步放缓，因此该块业务内需总体难现亮色；出口方面，随着澳大利亚等市场的进一步拓展，2010 年金洲管道镀锌管出口量已触底回升，至 1 万吨，而 2009 年仅为 0.45 万吨，2007-2008 年则量分别为 11.43 万吨、3.15 万吨。因此总体来看，2011 年国内镀锌管景气度总体在低位震荡、小幅攀升。
 - 从长期来看，以镀锌管为代表的建筑管存在 3 个方面的亮点：（1）钢结构产量将由 2010 年的 2500 万吨上升至 2015 年的 5000-7000 万吨，而钢结构用钢量中焊管占 7%，预计钢结构有望带动焊管 350-490 万吨/年的需求量；（2）根据发达国家的经验，高规格输电线路的电力输送塔将逐渐从角钢塔向钢管塔过渡，预计 2015 年国内输电塔需

求量为 330 万吨左右，这也将催生一部分焊管的需求；（3）行业内小企业会逐步退出以及兼并重组助推行业景气好转。

■ 钢塑管简介：高毛利率有望继续维持

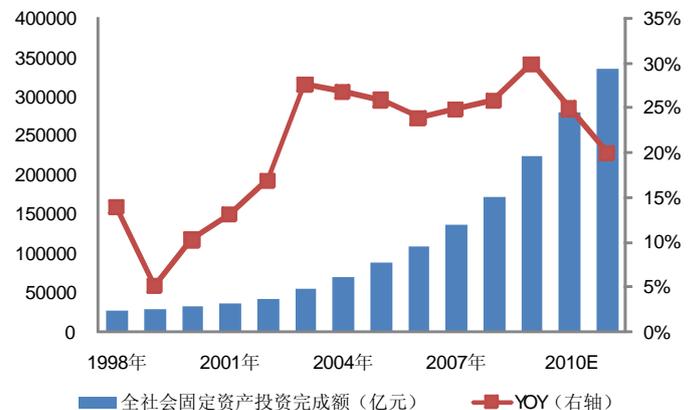
- 钢塑复合管是以镀锌钢管为基材，再涂（衬），既具有钢管优良的机械性能，同时又具有塑料管抗腐蚀、不积垢、寿命长、清洁无毒卫生等各种优点，是国家鼓励发展的新型绿色建材，主要应用于建筑给水管道领域。金洲管道的钢塑复合管则主要用于饮用水的输送。
- 国家对饮用水管道产品实行卫生许可证制度，饮水用的钢塑管需要由省级卫生厅颁发卫生许可批件才可生产和销售，因此行业具有一定的壁垒，这也是钢塑管毛利率高于镀锌管 12 个百分点左右的重要原因。
- 由于饮用水输送领域属于公用事业行业，受经济周期影响并不大，我们认为该块业务在 2011 年的景气度仍然有望维持。
- 钢塑复合管是一种新型材料，且价格是不锈钢管的 20% 左右，从长期来看，其可替代不锈钢管广泛应用于石油化工、冶金、医药、食品等部门，是输送腐蚀性气、液体的理想管道。

图表9：镀锌管下游投资增速近期持续走弱（累计）



来源：国家统计局、WIND、国金证券研究所

图表10：预计 2011 年全社会 FAI 投资增速创 8 年最低



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表11：各种主要管材在给排水领域中的优缺点比较

	优点	不足	主要适用领域
镀锌管	价格低廉、性能优越、防火性能好	易生锈、结垢、滋生细菌、导热系数大	消防给水系统，尤其是自动喷水系统中
铸铁管	相比钢管而言不易腐蚀、造价更低、耐久性更好	质脆、质量大、长度小、施工困难	埋地敷设，适用于外部给水管
薄壁不锈钢管	经久耐用、卫生可靠、环保性好，抗冲击，连接技术成熟	价格较高	饮用水管道、高标准建筑室内给水管路
铜管	应用历史悠久、卫生性好、管材和管件齐全，接口方式多样	铜的析出量容易超标	热水管路
钢塑复合管	有较强的承压能力和防腐性，既有柔韧性，又有较高的强度和刚性	受制于口径，在室外大中型管道给水上使用受到局限	饮用水管道、替代不锈钢管
塑料管（HDPE）	卫生条件好；柔韧性好，抗冲击强度高，软化温度较高	脆性强、抗应力开裂性下降	普通给水管材的首选
钢筋混凝土管	节省钢材、较钢材而言价格更低廉、防腐性好	重量大质地脆、装卸搬运困难，管配件缺乏	应用较少

来源：《建筑给排水工程中常用管材探讨》、国金证券研究所

■ 金洲“建筑用管”：2011-2013 年贡献公司毛利的 44%-50%

- 定价模式：（1）公司内销的镀锌管和钢塑复合管产品销售价格是随行就市的，原材料（主要是热轧钢带和锌锭）通常一般保持一个月左右生产所需的库存。因此在价格持续温和上涨的时候会有较高的毛利；（2）公司出口的镀锌管则采用订单方式进行销售，对于已签订出口合同的产品售价基本不能随原材料价格的变动而变动。
- 销售战略：正如前文所述，公司秉承“精细化”发展战略，研发更贴近用户需求的建筑用管产品，并加大服务经销商的力度和广度，我们

认为在此战略下，金洲管道的建筑用管产品毛利率变化趋势将好于行业平均水平。

- 假设条件：预计 2010 年及 2011 年公司建筑用管产品销售单价均上涨 5%、2012 年及 2013 年价格保持不变；镀锌管毛利率在 2011-2013 年保持不变，钢塑管在 2011-2013 年逐年上升 0.5 个百分点。
- 预测结果：2011-2013 年金洲管道建筑用管业务毛利分别同比增长 21.48%、23.40%、35.24%，贡献公司毛利总额的比重分别为 50.13%、45.13%、44.33%。

图表12：金洲管道“建筑用管”盈利预测

建筑用管业务		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
镀锌管	产能(万吨)	30	30	30	36	36	46	46
	产量(万吨)	29.26	22.25	29.24	30	33	37	43
	销售单价(元/吨)	5,104	5,831	4,059	4,262	4,475	4,475	4,475
	销售收入(百万元)	1,514	1,350	1,186	1,278	1,477	1,656	1,924
	毛利率	4.56%	8.09%	6.23%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
	销售收入占公司比重	59.42%	43.92%	51.38%	49.32%	45.95%	41.19%	37.62%
	毛利总额占公司比重	35.69%	38.89%	31.29%	31.43%	27.43%	22.43%	18.94%
钢塑复合管	产能(万吨)	4	4	6	6	6	16	16
	产量(万吨)	3	3	4	5	6	8	12
	销售单价(元/吨)	6144	6626	5644	5927	6223	6223	6223
	销售收入(百万元)	179	212	242	296	373	498	747
	毛利率	13.30%	13.45%	22.92%	17.50%	18.00%	18.50%	19.00%
	销售收入占公司比重	7.04%	6.90%	10.47%	11.43%	11.62%	12.38%	14.60%
	毛利总额占公司比重	12.33%	10.15%	23.45%	23.18%	22.70%	22.69%	25.39%
二者合计	销售收入(百万元)	1,693	1,562	1,428	1,575	1,850	2,153	2,671
	YOY		-7.73%	-8.63%	10.32%	17.48%	16.40%	24.03%
	占公司总收入比重	66.46%	50.82%	61.84%	60.75%	57.57%	53.57%	52.22%
	毛利总额(百万元)	93	138	129	122	148	183	248
	YOY		48.34%	-6.22%	-5.48%	21.48%	23.40%	35.24%
	占公司总毛利比重	48.02%	49.04%	54.74%	54.61%	50.13%	45.13%	44.33%
毛利率	5.49%	8.82%	9.05%	7.76%	8.02%	8.51%	9.27%	

来源：国金证券研究所

油气输送管(SSAW管+ERW管)：需求持续向好是大概率事件

■ 油气输送管简介

- 管道运输是国际货物运输方式之一，具有运量大、不受气候和地面其他因素限制、可连续作业以及成本低等优点，目前已成为继铁路、公路、水路、航空之后的第五大运输行业。
- 管道输送是石油、天然气最经济和合理的运输方式。油气输送管按照应用的位置可以划分为：干线用管、支线用管、油田内部集输管以及城市天然气管网用管；材质则有钢铁和塑料两种，其中塑料管主要在城市燃气输送及给排水中，占该块领域用管量的 10%左右。
- 油气输送钢管可分为无缝管、焊管（可再细分螺旋埋弧焊管 SSAW、直缝埋弧焊管 LSAW、高频电阻焊管 ERW 或称 HFW 管）；其中 SSAW 主要用在天然气干线一、二级地区、管径较大的支线管，LSAW 主要用在天然气干线三、四级地区以及原油干线，ERW 或称 HFW 以及无缝管主要用在油田内部输管、城市天然气管网、成品油管。
- 2009 年全国油气输送管长度为 6.91 万 km，其中天然气输送管占 47.78%、原油输送占 29.10%、成品油输送管占 17.38%，海底输送管占 5.79%。而天然气输送管中，SSAW 管占 70%，LSAW 管占 30%。

- 油气输送管的发展方向是朝高钢级、高抗腐蚀等方向发展。研究结果表明，用 X80 比 X65 节省建设费用 7%；采用 X100 比采用 X65、X70 级管材节约管道建设成本 10%-12%，采用 X120 钢级则比 X70 节省 15%以上。我国全长 9035km 的西气东输消耗的 439 万吨焊管中，X80 占 63%，X70 占 37%；X80 钢级焊管用量中的 72%是 SSAW，28%是 LSAW。

图表13：几种常用类型管道钢的钢级、尺寸

种类	钢级及钢种		尺寸范围Max (mm)			
			外径	壁厚	长度	
无缝钢管	碳钢及低合金钢 A、B、X42-X100		406	40	12.5	
	不锈钢	TP-410、TP304L、TP3164				
	双层管	合金				TP-316L、SM2025、825、625
		外管				X42-X100
电阻直缝焊管ERW	碳钢及低合金钢 A、B、X42-X100	610	19	18		
直缝埋弧焊管LSAW	碳钢及低合金钢 A、B、X42-X100	1620	40	18		
螺旋埋弧焊管SSAW	碳钢及低合金钢 A、B、X42-X100	3000	25	18		

来源：中石油管材研究所、国金证券研究所

图表14：不同油气输送管的细分用途及建设周期比较

种类	用途				建设周期	设备投资	坯料
	干线用管	支线用管	油田内部集输管网	城市天然气管网			
无缝钢管	成品油管道	管径小的支线	✓	✓	长	很高	实心圆坯
	电阻直缝焊管ERW	管径小的支线	✓	✓			
直缝埋弧焊管LSAW	天然气三、四级地区	管径大的支线			较长	较高	中厚板
螺旋埋弧焊管SSAW	天然气一、二级地区	管径大的支线			短	较低	带钢卷

资料来源：中国钢管协会、国金证券研究所

图表15：“十一五”期间各种管型在油气输送管市场中的比例

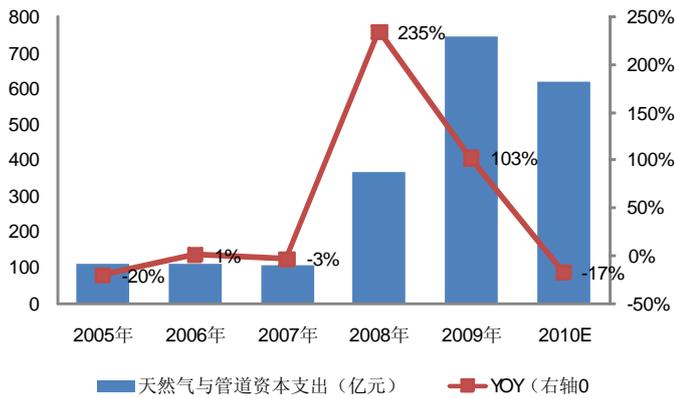
“十一五”期间预测各种管型在油气输送管线管市场中所占的比例					
各种管在油气输送管线管中占比	螺旋埋弧焊管SSAW	直缝埋弧焊管LSAW	高频直缝焊管ERW	塑料管PE-(PVC)	合计
天然气长输管线	70%	30%	0	0	100%
原油管线	10%	50%	40%	0%	100%
成品油管线	10%	50%	40%	0%	100%
城市天然气管线	10%	20%	60%	10%	100%

来源：常宝股份招股说明书、公司调研、国金证券研究所

■ 2010年油气输送管正在经历“阵痛”期

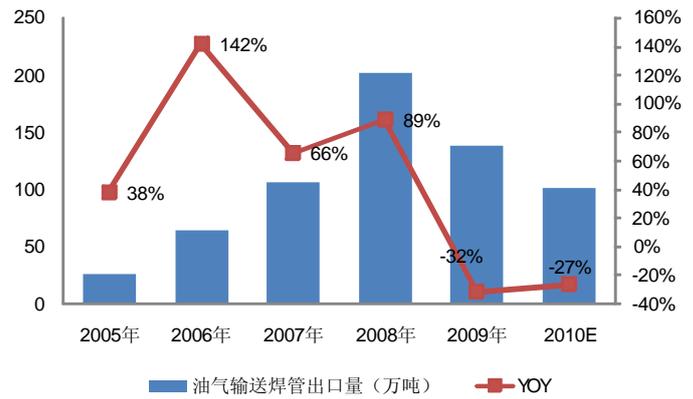
- 2010年1-10月全国管线管钢（直缝埋弧焊管 LSAW 的原材料）产量同比下降 2.8%；截止 2010年3季度，主要上市公司金洲管道毛利率连续 2个季度环比下滑，可见行业景气较为低迷。
- 究其原因，我们认为一方面 2010年中石油天然气及管道业投资同比下降 17%（中石油占据全国油气管道里程长度的近 75%、全国天然气管道里程长度的近 90%）；另一方面是受“双反”等因素影响，出口量继续下滑 27%。
- 但在 2010年末中国管道建设出现了积极的信号：中缅管道中国段在 9月开工、2010年上半年遭环保部叫停的陕京三线在 2010年尾恢复施工。此外，我们认为随着时间的推移，油气输送管的出口也将逐步走出阵痛期。

图表16: 2010年中石油管道支出下降影响油气管内需



来源: 中石油、国金证券研究所

图表17: 2010年油气输送用焊管出口量同比下跌27%

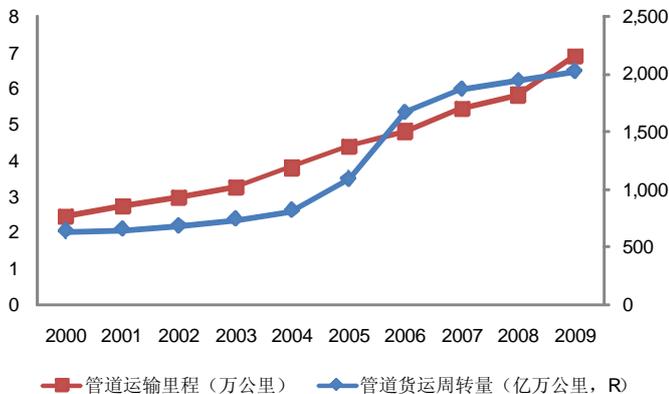


来源: 海关总署、国金证券研究所

■ 2011年油气输送管行业大发展新的起点

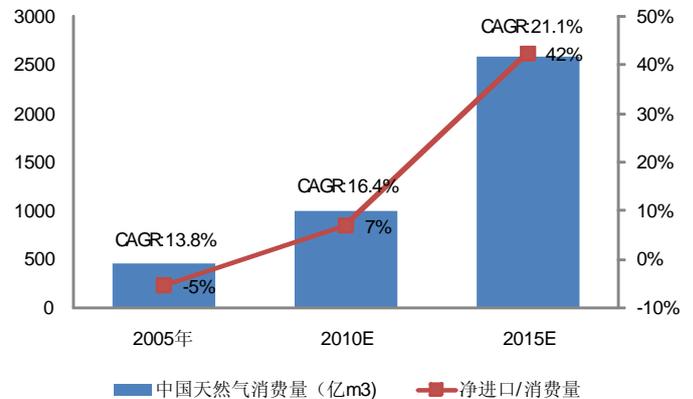
- 我们认为从 2011 年开始, 全国油气输送管道投资将会高速增长, 主要受两方面的因素推动:
 - (1) 中石油计划将其管道网络总长度从 2009 年末的 5 万公里延长到 2015 年前的 10 万公里, 年复合增长率达 12.70%, 我们判断最终结果很可能超过这个数额;
 - (2) 据媒体报道, 国家能源局规划发展司司长江兵在 2010 年 7 月介绍, 预计 2015 年末全国天然气利用规模可能达到 2600 亿 m³, 是 2010 年增长 2.6 倍, 这意味着 2011-2015 年天然气消费年均增速达 21.05%, 而天然气输送管的增速也应与之匹配。

图表18: 管道货运周转量与管道运输里程高度正相关



来源: 国家统计局、国金证券研究所

图表19: 2011-2015年中国天然气消费CAGR达21%



来源: 国家统计局、国家能源局、国金证券研究所

- 从更深层次的角度看, 天然气大发展主要缘于如下优点: (1) 洁净低碳。能减少 SO₂ 和粉尘排放量近 100%, 减少 CO₂ 排放量 60% 和氮氧化物排放量 50%; (2) 安全稳定。进口石油需要经过战略上脆弱的海运运输, 而管道建设将为中国提供更安全的石油供应渠道; (3) 资源丰富。静态来看, 全球天然气尚够使用 64 年, 而石油仅够使用 48 年, 煤炭够使用 122 年, 因而顺应国家低碳、安全的能源战略。
- 目前天然气在全国能源消费中的比重仅为 3.30%, 即便按照上述的发展规划, 到 2015 年末也只能提高至 8% 左右, 仍远低于全球 24% 的平均水平。
- 制约天然气的发展最关键的要素是气源。全球最主要的天然气储量和产量国为前苏联国家 (如俄罗斯、土库曼斯坦)、中东 (伊朗、科威

特、沙特阿拉伯)、南美(委内瑞拉), 中国与上述大部分国家属于“友邦”, 我们判断最终成功获得足够气源的可能性较大。

- 未来我国天然气的增量需求主要依靠进口, 这将刺激长距离天然气管道输送的发展, 再考虑到目前我国单位能源所对应的油气长度仅为主要发达国家的 40%左右, 继续增长的空间很大, 因而我们判断未来 5-10 年将是中国油气管道输送业发展的“黄金”时期, 2011 年只是个起点。

图表20: 中国油气输送管使用强度远低于国际水平

2009年	石油消耗量	输油管长度	单位长度	天然气消耗量	输气管长度	单位长度
单位	百万吨	千米	千米/百万吨	十亿m ³	千米	千米/十亿m ³
美国	842.9	244620	290	646.6	548665	849
俄罗斯	124.9	87943	704	389.7	159552	409
加拿大	97	23564	243	94.7	74980	792
德国	113.9	7222	63	78	24364	312
中国	404.6	31012	77	88.7	32545	367
4国平均			314			668
中国/四国			24.40%			54.93%

来源: BP 能源统计 2009、美国 CIA、国金证券研究所

图表21: 中国天然气长期发展空间甚至高于核电

2008年全球及各国能源消费结构					
	煤炭	石油	天然气	核能	水电
美国	24.60%	38.50%	26.15	8.45	2.45%
加拿大	105	20.95	27.30%	6.40%	25.45%
法国	4.60%	35.75	15.40%	38.60%	5.60%
德国	26%	38%	23.70%	10.80%	1.50%
俄罗斯	14.80%	19.10%	55.20%	5.40%	5.50%
日本	25.40%	43.70%	16.60%	11.20%	3.10%
印度	53.40%	31.20%	8.60%	0.80%	6%
全球平均	29.20%	34.80%	24.10%	5.50%	6.40%
中国	70.30%	19.70%	3.30%	0.80%	5.90%
中国/全球	241%	57%	14%	15%	92%

来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表22: 全球天然气气源主要分布在前苏联及中东地区

	Proved reserves		Production*		Consumption	
	Trillion m3	Share of total	Billion m3	Share of total	Billion m3	Share of total
天然气主要资源国及输出国						
Russian Federation	44.38	23.7%	527.5	17.6%	389.7	13.2%
Iran	29.61	15.8%	131.2	4.4%	131.7	4.5%
Qatar	25.37	13.5%	89.3	3.0%	21.1	0.7%
Turkmenistan	8.10	4.3%	36.4	1.2%	19.8	0.7%
Saudi Arabia	7.92	4.2%	77.5	2.6%	77.5	2.6%
United Arab Emirates	6.43	3.4%	48.8	1.6%	59.1	2.0%
Venezuela	5.67	3.0%	27.9	0.9%	29.7	1.0%
Algeria	4.50	2.4%	81.4	2.7%	26.7	0.9%
Indonesia	3.18	1.7%	71.9	2.4%	36.6	1.2%
Australia	3.08	1.6%	42.3	1.4%	25.7	0.9%
Canada	1.75	0.9%	161.4	5.4%	94.7	3.2%
合计	140.0	74.5%	1295.6	43.2%	912.3	30.9%
天然气主要输入国						
US	6.93	3.7%	593.4	20.1%	646.6	22.2%
China	2.46	1.3%	85.2	2.8%	88.7	3.0%
India	1.12	0.6%	39.3	1.3%	51.9	1.8%
Japan	0	0	0	0	87.4	3.0%
Italy	0.06	0	7.4	0.2%	71.6	2.4%
合计	10.57	5.6%	725.30	24.4%	946.20	32.4%
Total World	187.49	100%	2987.0	100%	2940.4	100%

来源: BP 能源统计 2010、国金证券研究所

- 金洲管道“油气输送管”: 分别贡献 2011-2013 年公司盈利的 42%-51%
 - 公司的油气输送管主要包括 3 个方面: (1) 已有的 20 万吨 SSAW 管, 主要产品是 X65、X70 钢级, 由于设备原因不能生产 X80; (2) 募投项目之一的 8 万吨 ERW 焊管, 已在 2010 年 10 月投产, 主产 Φ 219mm 以下的油气输送管和套管; (3) 募投项目之二的 12 万吨 SSAW 管, 该项目设备较为先进, 预计 2012 年中期左右投产, 主要定位于生产 X80、X100 油气输送管。
 - 对比金洲管道与常宝股份、玉龙钢管募投的焊管项目可以发现, 金洲管道在招股书中对募投项目(8 万吨 ERW 管及 12 万吨 SSAW 管)的盈利预估偏低, 我们认为这一方面是显示公司比较稳健, 另一方面也可能与 ERW 管口径在 219mm 以下(主要是为避免与中海金州的竞争), 在三家公司中高端程度略显不足。
 - 假设条件: 公司普通螺旋焊管 2010、2011 年价格均上涨 5%, 2012、2013 年价格保持不变; 2011-2013 年毛利率逐年环比提升约 1

个百分点，2013年至12.5%；募投项目销售均价和毛利率分别稳定在6000元/吨、13%-14%。

- 预测结果：2011-2013年金洲管道“油气输送管”业务毛利分别同比增长52.94%、60.02%、45.23%，贡献公司毛利总额的比重分别为42.01%、48.98%、51.38%。

图表23: 金洲管道募投的20万吨焊管盈利能力略低于主要竞争对手

募投项目	金洲管道	常宝钢管	玉龙钢管
产能(万吨)	20	30	42
投资额(亿元)	3.86	7.74	9.21
具体品种	8万吨ERW219焊管、12万吨SSAW焊管	20万吨ERW660焊管	24万吨JCOE、18万吨SSAW
主要应用领域	油气输送、套管	油气输送、套管	长距离油气输送
销售收入(亿元)	11.26	22.78	20.08
利润总额(亿元)	0.80	2.67	2.42
吨管投资额(元)	1929	2579	2192
吨管售价(元)	5630	7593	4781
吨管税前利润(元)	402	890	575
税前利润率	7.13%	11.72%	12.04%

注：表中销售收入、利润总额等均为招股说明(意向)书中预测

来源：招股说明(意向)书、国金证券研究所

图表24: 金洲管道“油气输送管”业务盈利预测

油气输送管业务		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
普通螺旋焊管	产能(吨)	20	20	20	20	20	20	20
	产量(吨)	12.28	19.43	12.44	13	16	18	20
	销售单价(万元/吨)	4068	6203	5512	5788	6077	6077	6077
	销售收入(百万元)	524.355	1297.119	694.553	752.43242	972.3742	1093.921	1215.4678
	毛利率	11.52%	9.38%	12.43%	9.70%	10.30%	11.30%	12.50%
	销售收入占公司比重	20.58%	42.19%	30.09%	29.03%	30.26%	27.21%	23.76%
	毛利总额占公司比重	31.21%	43.28%	36.57%	32.51%	34.05%	30.62%	27.19%
高端螺旋焊管	产能(吨)						12	12
	产量(吨)						3	8
	销售单价(万元/吨)						6500	6500
	销售收入(百万元)						195	520
	毛利率						14.00%	14.00%
	销售收入占公司比重						4.85%	10.17%
高频直缝焊管	产能(吨)				8	8	8	8
	产量(吨)				1	3	6	8
	销售单价(万元/吨)				6000	6000	6000	6000
	销售收入(百万元)				60	180	360	480
	毛利率				13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
	销售收入占公司比重				2.53%	6.17%	9.96%	10.54%
三者合计	毛利总额占公司比重				3.47%	7.96%	11.59%	11.17%
	销售收入(百万元)	524	1297	695	812	1152	1649	2215
	YOY		147.37%	-46.45%	16.97%	41.84%	43.09%	34.36%
	占公司收入比重	20.58%	42.19%	30.09%	31.34%	35.86%	41.02%	43.32%
	毛利总额	60	122	86	81	124	198	287
	YOY		101.40%	-29.02%	-6.44%	52.94%	60.02%	45.23%
	占公司毛利比重	31.21%	43.28%	36.57%	35.99%	42.01%	48.98%	51.38%
毛利率	11.52%	9.38%	12.43%	9.94%	10.72%	11.99%	12.96%	

来源：国金证券研究所

中海金洲贡献的投资收益：2010年是底部，2011年将逐步上行

- 中海金洲简介

- 中海金洲在 2002 年 7 月成立时由金洲集团实际全资控股，但在 2006 年 4 月金洲集团将该公司 51%股权转让给中海油，至此中海金洲成为金洲管道的参股公司。
- 中海金洲主营业务为石油天然气输送用的大口径高频直缝焊管，该公司拥有国际领先水平的自动化生产线，主要设备从美国引进，可生产口径为 219mm-630mm、最大壁厚为 20mm、钢级达 X80 的油气输送管以及石油套管，年生产能力 20 万吨。
- 除油气输送管的生产和销售外，中海金洲还拥有贸易业务。
- 中海金洲盈利判断
 - 正如前文所述，中海金洲在 2009 年遭遇“金融危机”和“双反”后，出口受阻，而内销市场开拓进展缓慢，公司在 2009 年产能利用率缩水至 20%，2010 年则受大型油气输送管建设进展缓慢以及中海油在 2010 年无任何大型管道开工影响，步入亏损。
 - 我们判断 2010 年以及 2011 年 1 季度将是中海金洲的盈利底部，2011 年 2 季度将逐步回升，2011-2013 年净利率将分别达到 1.34%、2.67%和 3.53%，但仍然远低于 2008 年和 2009 年的水平。

图表25: 中海金洲盈利预测

	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
ERW业务						
产能 (万吨)	20	20	20	20	20	20
产量 (万吨)	10.91	5.1	8.5	11	14	17
销量 (万吨)	10.51	5.38	8.5	11	14	17
出口	6.98	0.57	1.7	2.75	3.78	5.1
内销	3.53	4.81	6.8	8.25	10.22	11.9
销售单价 (元/吨)	8,148	6,105	6,410	6,731	6,731	6,731
销售收入 (百万元)	856	328	545	740	942	1,144
销售成本 (百万元)	776	266	490	652	820	984
毛利率	9.38%	19.12%	10%	12%	13%	14%
其他业务						
销售收入 (百万元)	426	118	142	170	204	245
销售成本 (百万元)	399	95	128	150	178	211
毛利率	6.38%	19.84%	10%	12%	13%	14%
全部业务						
销售收入 (百万元)	1,283	447	687	911	1,147	1,389
销售成本 (百万元)	1,175	360	618	801	997	1,195
毛利率	8.38%	19.31%	10.00%	12.00%	13.00%	14.00%
净利润 (百万元)	43	19	-14	12	31	49
净利率	3.31%	4.22%	-2.04%	1.34%	2.67%	3.53%
毛利率-净利率	5.07%	15.09%	12.04%	11%	10%	10%
投资收益 (百万元)	20.66	9.06	-7	6	15	24
投资收益/利润总额	20.38%	7.48%	-7.52%	3.81%	6.75%	7.80%

来源：国金证券研究所

盈利预测、投资建议和风险提示：估值水平应向金属制品看齐

盈利预测：2010-2012 年净利分别同比增长-24.98%、72.75%、41.34%

- 资本支出及产能扩张预测：手握重金支持产能大发展
 - 2010-2013 年 3 年期间金洲管道主要产能扩张耗费的权益资本金总额为 6 亿元左右，而 2010 年公司上市募集资金净额为 7.07 亿元，再考虑到公司每年 1-2 亿元左右的净利润，我们认为公司资金较为充足。

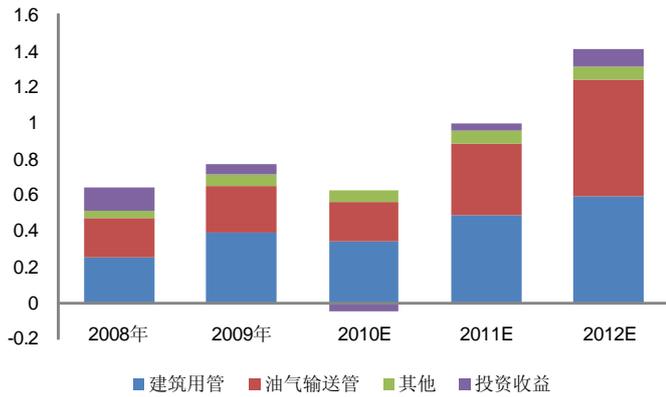
图表26：金洲管道未来三年的产能扩张及资本支出

	新增产能	开建时间	投产时间	投资额	承建主体	金洲管道权益
SSAW	6万吨	2010年	2010年底	技改	金洲管道工业	100%
SSAW	12万吨	2010年10月	2012年中	3.25	金洲管道工业	100%
ERW	8万吨		2010年10月	0.61	金洲管道工业	100%
镀锌钢管	10万吨	2011年中	2012年中	0.8	金洲本部	
钢塑复合管	10万吨	2011年中	2012年中	1.2	金洲本部	100%
2010-2012金洲管道主要的资本支出5.86亿元				2010年金洲管道募集资金净额：7.07亿元		

来源：招股说明书、公司调研、国金证券研究所

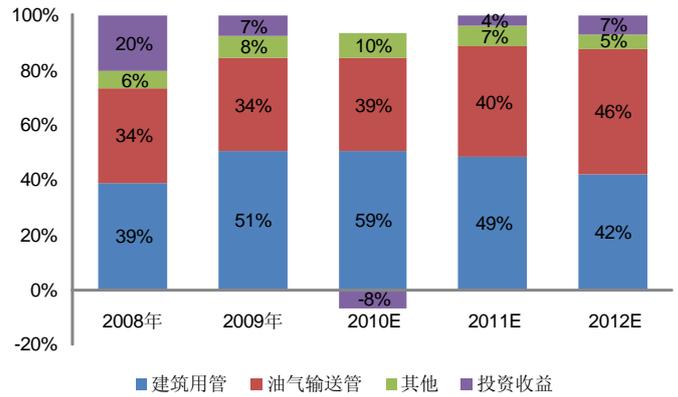
- 细分产品量价利预测
 - 综合考虑公司的产能投产时间、以及行业景气趋势，我们在本报告第二部分已经分产品做了详细的假设，这里汇总如下：
 - (1) 2010-2013 年公司产品销量分别增长 6.61%、18.36%、24.13%、26.39%；
 - (2) 主要产品 2010 年、2011 年销售均价上涨 5%，2012 年及 2013 年保持不变；
 - (3) 建筑用管及高端油气输送管业务毛利率总体保持稳定，普通油气输送管业务毛利率每年提升 1 个百分点左右。
- 少数股东权益、投资受益以及所得税率预测
 - 公司的少数股东权益主要来自金洲华龙石油钢管防腐有限公司 25%的股权为盘锦华龙工贸所持有。近三年来，公司少数股东损益占净利润的比重均不到 1%，因此我们对该科目未做详细的预测，仅假设 2010-2012 年这一比值继续维持在 0.8%-1%的范围内；
 - 投资收益则全部来自于参股 49%的中海金洲，预计 2010-2012 年投资收益占税前利润的比重分别为-7.45%、2.41%、3.34%；
 - 金洲管道本部以及管道工业公司相继在 2008 年度、2009 年度被认定为高新技术企业，所得税税率为 15%；其他子公司所得税税率为 25%。高新技术企业每三年进行一次重新认定，我们判断公司后续仍能通过该认定，并继续享受 15%左右的所得税率。
- 盈利预测结果
 - 2010-2012 年公司营业收入分别增长 12.29%、23.97%、25.09%；投资收益占利润总额的比重分别为-7.52%、3.81%、6.75%；净利润分别增长-24.98%、72.75%、41.34%；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.573 元、0.990 元和 1.399 元。
 - 公司的净利润分布。(1) 2010 年：建筑用管占 58.52%、油气输送管占 38.69%、其他占 10.31%、投资收益占-7.52%；(2) 2011 年：建筑用管占 48.54%、油气输送管占 40.40%、其他占 7.25%、投资收益占 3.81%；(3) 2012 年：建筑用管占 42.31%、油气输送管占 45.67%、其他占 5.27%、投资收益占 6.75%。

图表27: 金洲管道全面摊薄 EPS 按主要用途分解



来源: 国金证券研究所

图表28: 金洲管道全面摊薄 EPS 占比按主要用途分解



来源: 国金证券研究所

估值和投资建议: 估值水平应向金属制品股看齐

■ 运用 DCF 对公司进行绝对估值

- 主要基本假设: (1) 无风险利率 3.62%, 风险溢价 6.45%; (2) 行业 Beta 值为 1.12; (3) 永续增长率 TV=3%; (4) 得出金洲管道的理论每股价值为 29.14 元。

图表29: 金洲管道 DCF 绝对估值过程

每股价值	29.14											TV增长率	3.0%
企业价值	3,310.04											WACC	11.69%
股票价值	2,913.80											债务	391.00
												投资	109.97
												少数股东权益	5.24
会计年度截止日: 12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计	
FCF	-161.41	-109.47	-104.81	6.50	217.72	284.96	359.71	442.26	532.76	631.10	7,481.47	9,580.79	
PV(FCF)	-144.52	-87.75	-75.23	4.18	125.27	146.80	165.91	182.65	196.99	208.94	2,476.84	3,200.07	

来源: 国金证券研究所

■ 运用 PE、PB 进行估值定价

- 目前 A 股其他 3 家钢管公司 2011 年 PE 介于 24-34 倍之间, PB 介于 3.2-3.5 之间; 2 家钢帘线上市公司 2011 年 PE 介于 30-46 倍之间, PB 介于 3.5-7.6 倍之间; 另外 2 家金属制品企业 2011 年 PE 均为 29 倍, PB 介于 3.7-6.2 之间。
- 我们认为钢帘线、金属制品以及 2 家钢管股票估值相对较高的主要原因是: (1) 产品有望广泛应用于新能源领域或消费升级领域, 成长性较好; (2) 其原材料部分或较大程度上为钢材, 而无缝管原材料为钢坯, 而相对钢坯而言, 钢材受铁矿石涨价的影响程度更小, 因此从这点来看, 钢帘线、铁塔、VCM 与机械行业有几分类似。
- 金洲管道成本中的热轧钢带 (属于钢材) 占 82.82%、未来有望受益于油气大发展, 且总市值较小, 我们认为其合理估值应该高于普通的无缝管企业, 可以参照齐星铁塔、鼎泰新材等估值, 给予 6-12 个月 34.6 元的目标价, 这对应着 2011 年 35 倍 PE 和 3.66 倍 PB, 2012 年 25 倍 PE 和 3.36 倍 PB。
- 以 2011 年 1 月 5 日收盘价计算, 金洲管道股价离目标价尚有 39.65% 的上涨空间, 我们首次给予公司“买入”评级。

图表30: 金洲管道可比公司估值情况

	2010PE	2011PE	2012PE	PB	总市值(亿元)	原材料
久立特材	61.3	34.2	21.1	3.2	43.0	钢材
山东墨龙	34.6	23.8	17.2	3.5	91.3	钢坯
常宝股份	40.4	28.7	17.5	3.4	72.1	钢坯+钢材
3家钢管平均	45.5	28.9	18.6	3.3	68.8	
鼎泰新材	72.9	45.9	36.9	3.5	24.0	钢材
恒星科技	80.0	30.0	23.8	7.6	82.1	钢材
2家钢帘线平均	76.5	38.0	30.4	5.5	53.0	
禾盛新材	49.6	28.7	20.6	6.2	55.5	钢材
齐星铁塔	38.9	29.1	23.2	3.7	23.8	钢材
2家金属制品平均	44.3	28.9	21.9	5.0	39.6	
7家公司平均	54.0	31.5	22.9	4.4	56.0	
金洲管道	43.5	26.4	18.4	2.8	33.4	钢材

注: (1) 股价取2011年1月5日; (2) 鼎泰新材、恒星科技、齐星铁塔EPS取市场一致预期

来源: WIND、国金证券研究所

风险提示: 宏观经济波动、贸易摩擦、天然气发展规划不达预期

- 对钢价、锌价的涨跌节奏判断不准的风险
 - 2009 年公司成本构成中, 原材料成本占近 90% (其中热轧钢带占 82.82%, 锌锭占 7.94%)。尽管公司指出“钢塑复合管与镀锌钢管的原材料库存基本控制在 1 个月左右, 螺旋焊管是根据订单安排生产, 毛利率能够相对锁定, 因此原材料价格波动对公司的盈利能力影响不大”, 但是我们认为 1 个月的库存对公司盈利能力的影响亦不容忽视。
- 新项目不能按期投产或投产初期盈利不达预期的风险
 - 公司募投项目 12 万吨的 SSAW 不能按期投产、以及即将扩产的 10 万吨镀锌管、10 万吨钢塑管均需新拿土地、新建厂房, 这其中也存在一定着的不确定性;
 - 我们对油气输送管持乐观态度的前提条件是天然气未来 5 年将大发展, 如果最终这一速度低于我们预期, 将会负面影响我们对该行业的判断;
 - 由于建筑用管的建设周期在 1 年左右, 螺旋焊管的建设周期为 1 年半左右, 项目建设周期并不算长, 如果未来竞争者大量涌入这些领域, 对公司盈利能力也构成利空。
- 宏观经济波动及贸易摩擦风险
 - 建筑用管 (镀锌管&钢塑复合管) 高度依赖房地产、基础建设行业, 如果 2011 年这两个行业的投资增速大幅下降, 将负面影响公司建筑用管业务的盈利能力;
 - 目前公司镀锌管出口到澳大利亚较多, 并享有 9% 的出口退税率, 油气输送管产品则享有 13% 的出口退税率; 如果未来澳大利亚也对中国镀锌管产品进行征税, 以及中国出口退税率取消, 将对公司主营业务构成一定的负面影响。

附录：金洲管道 (002443) 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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,548	3,075	2,308	2,592	3,213	4,020	货币资金	278	283	258	544	330	200
增长率		20.7%	-24.9%	12.3%	24.0%	25.1%	应收款项	181	199	202	222	275	344
主营业务成本	-2,354	-2,794	-2,072	-2,368	-2,919	-3,616	存货	361	357	265	324	400	495
%销售收入	92.4%	90.9%	89.8%	91.3%	90.8%	90.0%	其他流动资产	143	111	94	120	148	183
毛利	194	281	236	224	294	404	流动资产	963	950	819	1,211	1,153	1,222
%销售收入	7.6%	9.1%	10.2%	8.7%	9.2%	10.0%	%总资产	80.0%	77.3%	71.3%	66.4%	56.4%	44.4%
营业税金及附加	-5	-34	-7	-7	-8	-10	长期投资	68	89	110	111	110	110
%销售收入	0.2%	1.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	144	143	175	452	722	1,351
营业费用	-58	-56	-56	-63	-78	-97	%总资产	12.0%	11.6%	15.2%	24.7%	35.3%	49.1%
%销售收入	2.3%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	无形资产	25	42	41	49	58	66
管理费用	-31	-40	-42	-47	-58	-73	非流动资产	241	279	329	614	892	1,529
%销售收入	1.2%	1.3%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	%总资产	20.0%	22.7%	28.7%	33.6%	43.6%	55.6%
息税前利润 (EBIT)	100	150	132	108	150	223	资产总计	1,204	1,229	1,148	1,824	2,045	2,751
%销售收入	3.9%	4.9%	5.7%	4.2%	4.7%	5.5%	短期借款	393	365	291	0	0	420
财务费用	-38	-60	-24	-8	2	-15	应付款项	464	477	292	472	583	723
%销售收入	1.5%	2.0%	1.0%	0.3%	-0.1%	0.4%	其他流动负债	38	23	28	60	90	121
资产减值损失	-3	-6	-1	-2	0	-1	流动负债	895	865	611	532	672	1,263
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	100	100	100	101
投资收益	16	21	9	-7	6	15	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	22.7%	20.4%	7.5%	n.a	3.8%	6.7%	负债	895	865	711	632	772	1,364
营业利润	75	104	115	91	157	222	普通股股东权益	304	360	432	1,186	1,265	1,377
营业利润率	2.9%	3.4%	5.0%	3.5%	4.9%	5.5%	少数股东权益	5	5	5	6	8	9
营业外收支	-6	-3	6	0	0	0	负债股东权益合计	1,204	1,229	1,148	1,824	2,045	2,751
税前利润	69	101	121	91	157	222	比率分析						
利润率	2.7%	3.3%	5.3%	3.5%	4.9%	5.5%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-16	-15	-18	-14	-24	-34	每股指标						
所得税率	23.4%	15.1%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	每股收益	0.512	0.856	1.020	0.573	0.990	1.399
净利润	53	86	103	77	134	189	每股净资产	3.042	3.598	4.318	8.882	9.476	10.316
少数股东损益	2	1	1	1	1	2	每股经营现金净流	1.774	1.884	1.258	1.543	0.949	1.631
归属于母公司的净利润	51	86	102	77	132	187	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.229	0.396	0.560
净利率	2.0%	2.8%	4.4%	3.0%	4.1%	4.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.84%	23.79%	23.62%	6.45%	10.45%	13.56%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	4.25%	6.96%	8.88%	4.19%	6.46%	6.79%
净利润	53	86	103	77	134	189	投入资本收益率	10.88%	17.49%	13.48%	7.09%	9.25%	9.92%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	21	26	22	28	31	74	主营业务收入增长率	N/A	20.68%	-24.92%	12.29%	23.97%	25.09%
非经营收益	21	11	11	26	1	6	EBIT增长率	N/A	50.74%	-12.45%	-17.93%	38.65%	48.97%
营运资金变动	82	66	-10	75	-39	-50	净利润增长率	N/A	67.10%	19.14%	-24.98%	72.75%	41.34%
经营活动现金净流	177	188	126	206	127	218	总资产增长率	N/A	2.12%	-6.60%	58.89%	12.10%	34.52%
资本开支	-13	-39	-34	-313	-309	-710	资产管理能力						
投资	42	-3	-12	-1	0	0	应收账款周转天数	11.9	20.6	26.7	24.0	24.0	24.0
其他	7	10	5	-7	6	15	存货周转天数	28.0	46.9	54.8	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	36	-31	-41	-321	-303	-695	应付账款周转天数	8.4	17.8	21.6	18.0	18.0	18.0
股权募资	0	0	0	708	0	0	固定资产周转天数	20.4	16.3	22.6	25.8	17.5	62.0
债权募资	-139	-28	26	-291	0	421	偿债能力						
其他	-62	-75	-57	-16	-38	-74	净负债/股东权益	36.96%	22.47%	30.34%	-37.27%	-18.10%	23.12%
筹资活动现金净流	-201	-102	-31	401	-38	347	EBIT利息保障倍数	2.6	2.5	5.5	13.2	-70.6	14.6
现金净流量	13	55	54	286	-214	-130	资产负债率	74.32%	70.33%	61.94%	34.67%	37.77%	49.60%

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
强买	0	0	0	1	3
买入	0	0	0	2	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.67	1.60

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，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。

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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

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: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室