

公司研究/首次覆盖

2020年03月09日

黑色金属/综合 II

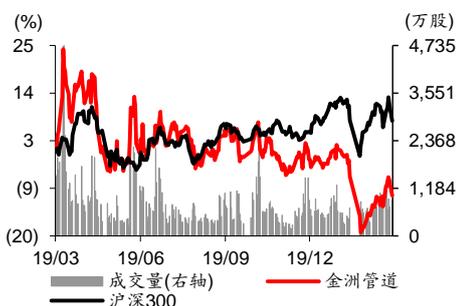
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 6.14
合理价格区间(元): 6.51-7.01

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

期待管网资本开支放量

金洲管道(002443)

焊管行业领军企业，受益于管道建设提速

金洲管道是国内领先焊管制造商，产品主要用于油气长输管道、城乡管网等领域。公司有客户资源多、研发能力突出、市场敏锐度高、盈利能力强等优势，我们认为公司未来增长主要来自两点：1) 2019年油气管道投资不足，管网公司成立后，2020年管网投资增速或上行，且管网公司更市场化，公司订单或增多；2) 天然气消费仍有增长空间，“煤改气”稳步推进，2020年基建投资或进一步提振城乡管道建设。我们预计公司2019-21年EPS 0.53/0.53/0.68元，目标价6.51-7.01元，首次覆盖给予“增持”评级。

产品盈利优势显著，客户开拓、维护能力强

公司2018年、2019年分别实现归母净利润1.9、2.8亿元，同比分别+17%、+44%。2018年公司镀锌管、钢塑管、螺旋焊管毛利率分别为10%、25%、16%，高于可比公司均值(2%、16%、5%)；整体毛利率、净利率分别为14%、4%，高于可比公司均值(10%、1%)。此外，公司不断拓展高附加值新品，如不锈钢管材管件，双面涂覆、涂漆等。公司是“三桶油”、五大城燃等企业主要管道供应商，大型项目经验丰富，对客户跟踪紧密。

管网公司成立或加速新一轮长输管道建设

国内油气长输管道投资、建设主要由中石油主导，2018年中石油天然气与管道资本支出265亿元，2019年计划资本支出178亿元，从19年上半年完成度看，全年资本开支下行或超过33%。2019年中石油资本开支下降、完成度较低，或因油气管网资产从中石油剥离、国家管网公司成立。国家管网公司于2019年12月9日在北京挂牌成立，成为管网投资、招标主体，市场化水平、对外开放水平或更高，2020年开始相关资本开支有望恢复增长，公司获得更多订单的概率有望增加。根据中石油资本开支节奏，我们预计2021-2025年油气长输管道新建10万公里，平均每年新建2万公里。

“煤改气”、城乡管网基建有望稳步推进

2017年12月，发改委等发文，以中央财政补贴支持北方地区加紧大面积实施“煤改气”，力争2020年天然气消费占能源消费总量比重达10%(2018年7.8%)。但因气源不足、补贴迟滞、基础设施不完备等，2017-2018年采暖季出现“气荒”。此后，政府强调“宜气则气”，“煤改气”放缓。我们认为，对比规划中10%的目标，天然气消费仍有空间，且天然气进口增多，供应趋紧或逐步改善，管道建设有望与供需增长相辅相成。此外，我们预计疫情结束后基建、地产投资或因抢工出现反弹，有望促进管道需求增长。

受益于管网资本开支放量，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2019-21年BVPS 4.69/5.03/5.52元，对应PB 1.31/1.22/1.11倍，可比公司平均PB(2020E)1.24倍，考虑到公司有望受益于油气管网投资放量，且长输管道市场放开程度比产业链其他环节更高，我们给予公司2020年1.30-1.40倍PB估值，目标价6.51-7.01元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济超预期下行；下游需求不及预期；原料价格上涨。

公司基本资料

总股本(百万股)	520.54
流通A股(百万股)	510.69
52周内股价区间(元)	5.54-8.75
总市值(百万元)	3,196
总资产(百万元)	3,495
每股净资产(元)	4.47

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,863	4,808	5,048	4,919	5,129
+/-%	46.44	24.46	5.00	(2.55)	4.28
归属母公司净利润(百万元)	162.65	191.01	275.36	275.77	353.65
+/-%	158.92	17.44	44.16	0.15	28.24
EPS(元, 最新摊薄)	0.31	0.37	0.53	0.53	0.68
PE(倍)	19.65	16.73	11.61	11.59	9.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点：关注公司竞争力及管道建设加速	5
核心逻辑：盈利能力领先，客户资源雄厚	5
有别于市场观点：行业增长看管网投资放量、城乡管道基建加速	5
盈利预测：目标价 6.51-7.01 元，首次覆盖给予“增持”评级	5
金洲管道：长输油气管道制造标的	6
专注钢管，拓展新品	6
公司实控人为一致行动人	6
产品下游覆盖油气、输水	7
财务分析：盈利佳，现金流好	8
镀锌管是公司主要盈利来源	8
经营现金流好，负债率下行	10
公司近年分红率在 30% 以上	10
同业比较：公司盈利能力较强	11
管道行业：油气长输管道、城乡管道建设或迎来新高峰	13
高端焊管有渠道、技术等壁垒	13
焊管生产分散，有一定壁垒	13
油气管道是焊管的重要下游	13
管网公司或提速油气管网建设	14
油气管网建设重点或在国内	14
管网公司或促管网建设提速	15
“煤改气”或促进城乡管道建设	17
预计 2019-2025 年新增城乡管道年均增速 4.6%	18
竣工及基建或拉动焊管需求	19
目标价 6.51-7.01 元，首次覆盖给予“增持”评级	21
盈利预测：销量提高、售价回升或是主要增长点	21
产销：疫情影响+子公司停产，2020 年产销量或下行	21
价格：进一步把握高端市场，产品单价有望上升	21
成本：热轧钢带、锌锭价格或继续下行	22
费用：市场开拓、产品多元化或增加期间费用	22
公司估值：给予公司 2020 年 1.30-1.40 倍 PB 估值	23
PE/PB-Bands	23
风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展历史 (截至 2019 年半年报)	6
图表 2: 金洲管道股权结构 (截至 2019 年三季度)	6
图表 3: 公司钢管产品简介	7
图表 4: 公司各产品产能	7
图表 5: 2017、2018 年公司产品产销增速均超 12%	8
图表 6: 2018 年公司新产品涂漆、涂敷管销量同比增 400%	8
图表 7: 公司吨钢毛利稳步上行	8
图表 8: 金洲管道主要财务数据摘要	8
图表 9: 公司营业收入中镀锌管占比最大	9
图表 10: 公司毛利中镀锌管占比最大	9
图表 11: 公司钢塑管及涂漆、涂敷管毛利率较高	9
图表 12: 公司整体毛利率呈上行趋势	9
图表 13: 近年来公司销售费用增速较高	9
图表 14: 近年来公司销售费用率增长较多	9
图表 15: 2010 年以来公司销售所得现金占营收比例均在 90% 以上	10
图表 16: 近年来公司应收款项占营收比例较平稳	10
图表 17: 2019 年第三季度末公司资产负债率较年初下降 6.9pct	10
图表 18: 2013 年开始公司债务性负债仅有短期债务	10
图表 19: 公司资本支出呈现下行趋势	11
图表 20: 2019H1 公司自由现金流转负	11
图表 21: 2010-2018 年公司每股股利	11
图表 22: 公司上市以来盈利及分红情况	11
图表 23: 金洲管道及可比公司财务指标对比	12
图表 24: 金洲管道主要焊管产品毛利率同业比较	12
图表 25: 全国焊管公司市占率较分散 (产能)	13
图表 26: 友发钢管焊管规模全国第一	13
图表 27: 公司参与众多重点管道项目	13
图表 28: 全国焊接钢管产量及表观消费量呈上升趋势	14
图表 29: 焊接钢管下游包含输送和结构用管	14
图表 30: 我国油气长输管道重点在建项目	14
图表 31: 全国油气长输管道里程及预测	15
图表 32: 全国油气管道新增里程及预测	15
图表 33: 中石油主导全国油气管道市场	15
图表 34: 中石油油气管道中天然气管道增量较多	15
图表 35: 三桶油资本支出呈上升趋势	15
图表 36: 三桶油天然气与管道相关资本支出及增速	15
图表 37: 油气管道改革政策主要是将管道建设向第三方市场放开	16
图表 38: 国家石油天然气管网公司由三桶油原相关部门组成	16
图表 39: 油气长输管道需求预测	17

图表 40: 2010-2017 年城乡油气管道长度及增量.....	17
图表 41: 城市燃气分种类管道占比及增速.....	18
图表 42: 县城燃气分种类管道占比及增速.....	18
图表 43: 五大城燃公司占全国天然气表观消费量比重 (2018)	18
图表 44: 中国天然气表观需求及五大城燃公司份额	18
图表 45: 2013-2025 年城乡管道长度及预测.....	19
图表 46: 成交土地规划建筑面积增速预示新开工面积增速或先增后减.....	20
图表 47: 新开工面积与地产安装工程投资累计增速依然背离较多	20
图表 48: 2019 年基建投资累计增速平稳	20
图表 49: 截至 2 月新增地方政府债券限额已达去年全年 60%	20
图表 50: 公司主要产品产能及产能利用率预测	21
图表 51: 公司产品产销量预测.....	21
图表 52: 公司主要产品单价预测	22
图表 53: 公司主要原材料价格预测	22
图表 54: 公司期间费用率预测.....	22
图表 55: 可比公司估值表	23
图表 56: 金洲管道历史 PE-Bands	23
图表 57: 金洲管道历史 PB-Bands	23

投资要点：关注公司竞争力及管道建设加速

核心逻辑：盈利能力领先，客户资源雄厚

盈利能力领先于同业的管道制造商。2018年、2019年公司分别实现归母净利润1.9、2.8亿元，同比分别+17%、+44%。2018年公司产品毛利率、净利率分别为14%、4%，均远高于可比公司均值（10%、1.3%）；分产品看，2018年公司镀锌管、钢塑复合管、螺旋焊管毛利率分别为10%、25%、16%，均远高于可比公司均值（2.4%、16%、5%）。

客户资源雄厚，研发能力突出。公司是“三桶油”、五大城燃等国内知名企业的主要管道供应商，镀锌管供应中铁公司、水利局、万科等客户，客户资源优质。此外，公司参与过三桶油的中哈、中缅、中亚、川气东送等重点管道工程，大型项目经验丰富。研发方面，2018年研发费用1.38亿元，占营业收入比例2.9%，远高于可比公司均值（0.17亿元、0.91%），且公司拥有国家认定企业技术中心等研发平台，公司研发水平较高。

持续开拓市场，市场敏锐度较高。2019H1公司新增超15家客户，如广东、广西、四川（成都地铁项目）、河南、湖南等市场的客户，持续开拓市场。公司参与过众多国内外大型油气长输管道、城乡燃气管道、高压输电钢管塔等项目，对客户和项目需求紧密跟踪和研究，市场敏锐度较高，客户粘性较大。此外，公司不断拓展高附加值新品，除投资不锈钢管材管件外，公司拓展镀锌管应用领域，开发双面涂覆、涂漆等新产品。

有别于市场观点：行业增长看管网投资放量、城乡管道基建加速

油气长输管道有望迎来新一轮建设高峰。根据《中长期油气管网规划》，到2020、2025年，全国油气管网规模预计分别达到16.9、24.0万公里。2018年全国油气管道长度13.6万公里，分别有24%、76%的建设空间。因国家石油天然气管网公司新设，我们预计2020年目标难以达成，乐观测算2019、2020年新增里程分别为0.2、0.3万公里水平，则2020年油气管道长度达到14.1万公里。我们假设2025年目标可达成，且2021-2025年油气长输管道长度年增量相同，预计每年新增2万公里，远高于2015-2020年年均增长0.4万公里的水平。此外，2019年中石油资本开支下降、完成度较低，或因油气管网资产从中石油剥离、国家石油天然气管网公司成立。2019年12月9日，国家石油天然气管网公司在北京挂牌成立，成为管网投资、招标主体，市场化水平、对外开放水平更高。我们认为公司参与过较多三桶油的大型项目，公司未来获得更多油气管网订单的概率有望增加。

预计未来“煤改气”稳步推进，与城乡管道建设相辅相成。城乡管道主要包括供排水、供气、供热管道，我们预计2019-2025年新增城乡管道长度的年均增速约为4.6%。我们认为，“煤改气”现施行“宜气则气、宜煤则煤、宜电则电”的策略，推行速度或放缓，但对比计划中“力争2020年天然气消费占能源消费总量比重达到10%”的目标（2018年7.8%），天然气消费仍有较大空间，且考虑到天然气进口增多，供应趋紧的形势或逐步改善，天然气长输管道、城乡天然气管道建设有望与天然气供需增长相辅相成。此外，受“新冠”疫情影响，我们预计20Q1基建、地产投资受冲击较大，而疫情结束后或因抢工而出现短期反弹，或带动相应的管道需求增长。

盈利预测：目标价6.51-7.01元，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司2020-2022年EPS为0.53、0.53、0.68元，BVPS为4.69、5.03、5.52元，按2020年3月9日收盘价计算，对应PB为1.31、1.22、1.11倍，可比公司平均PB(2020E, Wind一致预期)为1.24倍，考虑到国家管网公司成立后，资本开支有望放量、市场开放水平有望提高，公司获得更多三桶油订单的概率增加。此外，放开市场的主要是长输管道建设环节，公司较勘探用管公司受益程度可能更高。我们给予公司2020年1.30-1.40倍PB估值，目标价6.51-7.01元，首次覆盖给予“增持”评级。

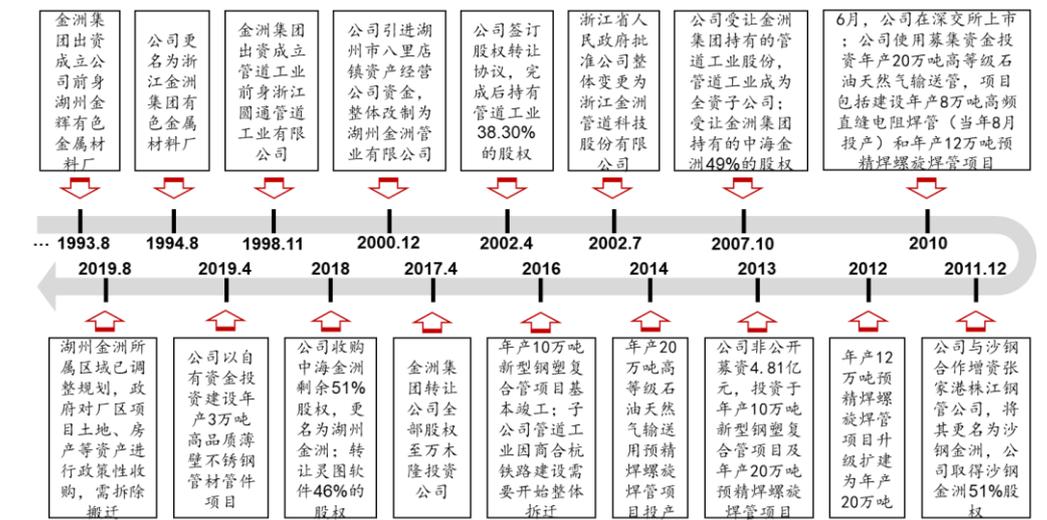
金洲管道：长输油气管道制造标的

专注钢管，拓展新品

公司实控人为一致行动人

公司主营为焊接钢管。1993年，金洲集团出资建立湖州金辉有色金属材料厂，2002年后整体变更为浙江金洲管道科技股份有限公司（以下简称“公司”）。2010年6月，公司在深交所上市。2017年4月，金洲集团向霍尔果斯万木隆股权投资有限公司（以下简称“万木隆投资”）转让持有的公司全部股权，万木隆投资成立于2017年，主营股权投资等。

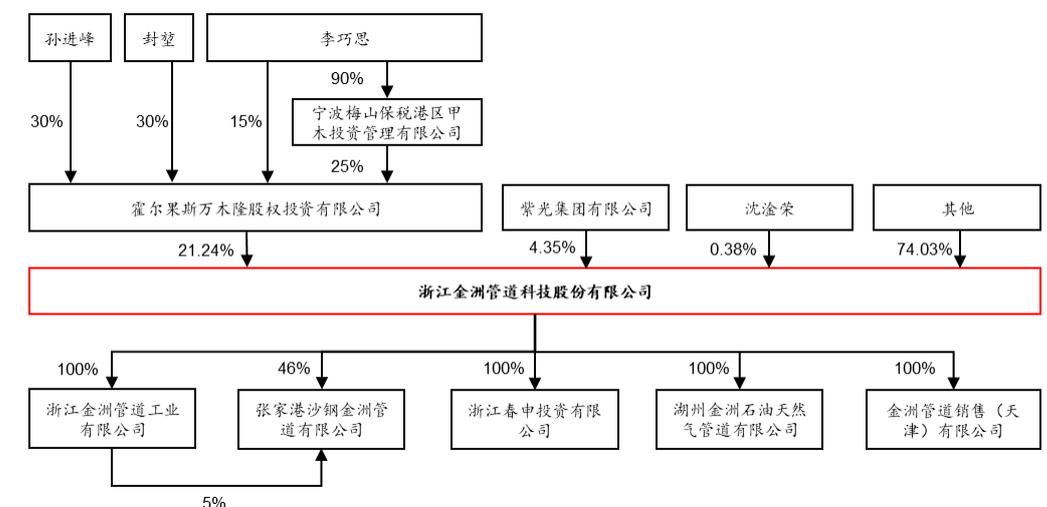
图表1：公司发展历史（截至2019年半年报）



资料来源：公司年报及2019年半年报、华泰证券研究所

实控人为一致行动人。公司第一大股东为霍尔果斯万木隆股权投资有限公司，持股比例21.24%，实控人为封堃、孙进峰、李巧思，三人为一致行动人，孙进峰为万木隆投资董事长，封堃为公司副董事长。2019年3月9日，公司总股本5.21亿股，其中流通A股5.11亿股，限售A股0.98亿股。以2019年3月9日收盘价计算，公司市值31.96亿元，流通市值31.36亿元。

图表2：金洲管道股权结构（截至2019年三季度）



资料来源：公司年报及2019年三季度报、Wind、华泰证券研究所

产品下游覆盖油气、输水

公司产品以镀锌管、焊管为主。焊管结构性能较好，主要应用在流体输送、建筑钢构、装备制造等领域，一般可分为螺旋缝埋弧焊管（SSAW）、直缝埋弧焊管（LSAW）、直缝电阻焊管（ERW）。镀锌钢管、钢塑复合管等是以焊管为基材，镀锌或涂覆塑料，具有环保、防腐等特点。公司主要生产镀锌管、焊管、复合管等，下游包括油气输送、城市输水等。客户方面，公司是“三桶油”、“五大城燃”、国家电网等能源企业的主要管道供应商，同时公司镀锌管供应中铁、中国水利水电局、中国地质工程等客户。此外，公司是国内配套最为齐全的油气输送用管道制造企业之一，油气管道产品覆盖“钻采-集输-主干线-支线-城市管网-终端用户”油气输送全流程和海工平台用管。

图表3：公司钢管产品简介

管道	分类	原材料	管径	工艺及特点	应用
镀锌管	镀锌管（高频直缝焊管为基材）	钢管、锌锭	依据钢管管径而定	将钢管进行酸洗，酸洗后通过氯化铵或氯化锌水溶液承压燃气输送、消防输水等领域或氯化铵和氯化锌混合水溶液槽中进行清洗，然后送入热浸镀锌槽中	领域
复合管	钢塑复合管（高频直缝焊管为基材）	钢管、塑料	依据钢管管径而定	以钢管作基体，内衬塑料管而后加热固化或加热后	高端饮用水、耐腐蚀油气、流体输送、民用供水、工业
	FBE/2PE/3PE 防腐钢管	钢管、塑料	依据钢管管径而定	防腐等特点	既保持了钢管的高强韧性，又具有塑料管材的环保、供水、海水输送等领域
焊管	预精焊螺旋焊管（SAWH）	带钢、热卷	Φ508~1626mm	将热轧钢带按螺旋形弯曲成形，采用预焊加精焊的方式进行焊接，消除了成型焊接时对焊缝的拉应力，焊缝质量好，焊接接头性能稳定，生产效率高	石油天然气输送主干线
	直缝埋弧焊管（LSAW）	中厚板	Φ406~1626mm	将钢板的一半压成“J”形，另一半压成“C”形，最后形成开口的“O”形。对成型后的直缝焊管合缝	
	直缝电阻焊管（ERW）	高频直缝电阻焊热卷、带钢（HFW219）	Φ89~219mm（Φ≤630mm）	应用范围最广、产量最大的焊管品种。将热轧卷板流体输送、城市消防、饮用	
		高频直缝电阻焊热卷、带钢管（普通HFW）	Φ219~Φ610mm（Φ≤630mm）	经过成型机成型后，利用高频电流使管坯边缘加热至熔融状态，在挤压辊的作用下进行压力焊接。因件、机械零件等方面	
				热轧带钢、热卷本身宽度的限制，焊接后口径较小	

资料来源：金洲管道年报及2019年半年报，金洲管道、珠江管道、友发钢管招股说明书、公司官网、华泰证券研究所

公司现有管道产能130万吨。合并、权益口径下，公司管道产能分别为130、124万吨。2019年4月，公司公告（2019-022）拟建设3万吨高品质薄壁不锈钢管材管件项目，建设期预计3年。

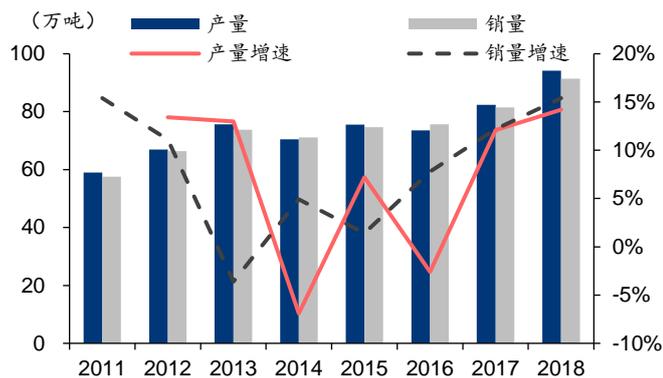
图表4：公司各产品产能

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
镀锌钢管	30	30	40	50	50	50	50	60	60	60
钢塑复合管	6	6	6	6	6	6	10	10	10	10
螺旋埋弧焊管（SSAW）	20	20	20	20	20	40	40	40	40	40
直缝埋弧焊管（SAWL）		12	12	12	12	12	12	12	12	12
SAWL 权益产能		6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
高频直缝电阻焊管（HFW219）	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
高频直缝焊管（普通HFW）	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
普通HFW 权益产能	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	14.7	30	30
合并产能合计	94	106	116	126	126	146	150	160	160	130
权益产能合计	78.7	84.8	94.8	104.8	104.8	124.8	128.8	138.8	154.1	124.1

资料来源：公司年报及2019年半年报、招股说明书、公司官网、华泰证券研究所；单位：万吨；直缝埋弧焊管（SAWL）为沙钢金洲产品，公司对沙钢金洲持股51%，权益产能6.1万吨；高频直缝焊管（普通HFW）为全资子公司湖州金洲产品，公司2017年及以前对湖州金洲持股49%，2018年11月收购剩余股权后持股100%；湖州金洲厂区用地在2019年8月被政府征收，假设到2021年厂区仍未重建、产能仍未恢复

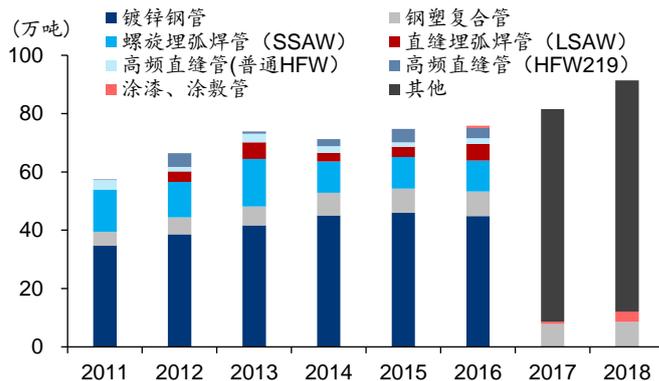
近年来，公司拓展镀锌管产品应用领域，开发双面涂敷、涂漆等新产品，2018年实现销量3.5万吨，同比增长400%。

图表5: 2017、2018年公司产品产销增速均超12%



资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

图表6: 2018年公司新产品涂漆、涂敷管销量同比增400%



资料来源: Wind、华泰证券研究所; 注: 2017、2018年公司仅公布部分产品销量明细及总量, 此处其余产品合并为其他

以销定产, 高端客户直供为主。公司无铁前冶炼, 通过采购热轧带钢、卷板等板材及锌锭、塑料等辅料, 制造螺旋焊管、直缝焊管、复合管等, 2018年热轧带钢在成本中占比79%。

据公司招股书, 公司实施以销定产, 油气输送用螺旋焊管执行较为严格, 镀锌钢管、钢塑复合管因应用范围较广, 因此在订单之外会做产品储备。产品定价方面, 油气管道均直供三桶油、五大城燃等高端客户, 定价相对较高, 且根据项目需求, 会有一定波动; 其他供排水等入户管道产品则主要通过经销售卖, 采取成本加成、合理利润的方式。由于各批次订单要求的原料等级、焊管质量有差异, 因此单吨毛利有一定的波动, 整体呈上升趋势。

图表7: 公司吨钢毛利稳步上行

		2014	2015	2016	2017	2018
销售均价	元/吨	4,116	3,401	3,347	4,523	5,042
吨钢毛利	元/吨	199	300	333	342	469
吨钢利润	元/吨	122	148	103	236	265
吨钢利润 (扣非)	元/吨	99	126	63	132	194
吨钢净利	元/吨	100	121	82	203	224
吨钢净利 (扣非)	元/吨	80	102	48	116	159

资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所

财务分析: 盈利佳, 现金流好

镀锌管是公司主要盈利来源

公司营收、利润高增长。2017年以来, 受益于三桶油油气管网资本开支上行, 公司产品销量、价格增长 (2018年, yoy+15%、+11%), 营收、业绩均有较好的增速。

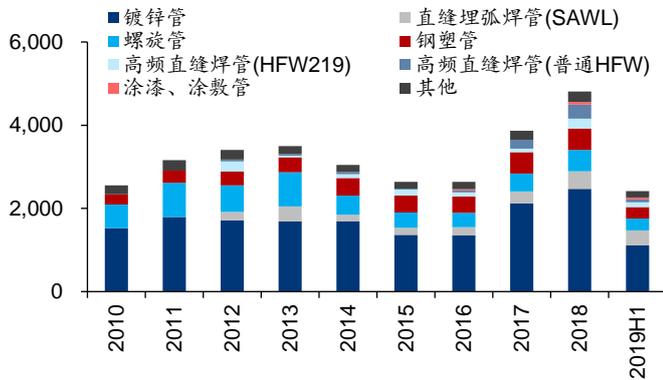
图表8: 金洲管道主要财务数据摘要

	单位	2014	2015	2016	2017	2018	2019M1-9
营业总收入	亿元	30.43	26.42	26.38	38.63	48.08	36.36
yoy		-13.0%	-13.2%	-0.1%	46.4%	24.5%	8.3%
归属于母公司股东的净利润	亿元	0.78	0.95	0.63	1.63	1.91	1.61
yoy		-29.2%	21.6%	-34.1%	158.9%	17.4%	46.9%
扣非后归属于母公司股东的净利润	亿元	0.64	0.83	0.38	0.92	1.32	1.32
yoy		-39.1%	29.5%	-54.4%	142.2%	43.7%	50.7%
毛利率		8.4%	12.4%	13.6%	11.8%	13.0%	14.6%
净利率		2.3%	3.4%	2.3%	4.3%	4.3%	4.9%
ROE (加权)		4.1%	4.9%	3.2%	7.9%	8.7%	9.3%
ROA		2.7%	3.4%	2.1%	5.1%	5.9%	6.5%
ROIC		3.7%	4.1%	3.0%	6.8%	8.0%	8.7%

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所; 注: 非经常性损益: 管道工业杨家埠厂区搬迁收到政府补助, 2016-2018年分别为1146、4944、1129万元; 2018年收购湖州金洲51%股权时, 公允价值重新计量产生收益1980万元; 2019H1转让北京灵图软件技术有限公司取得收益2480万元, 占97%。

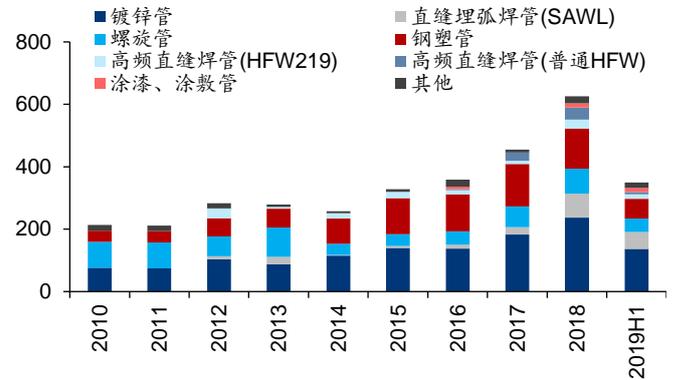
镀锌管是公司主要盈利来源。2018年，镀锌管、钢塑管分别占营业收入54%、11%，分别占毛利38%、21%。钢塑管和涂漆、涂覆管毛利率较高，2019H1分别达到23%、27%。

图表9：公司营业收入中镀锌管占比最大



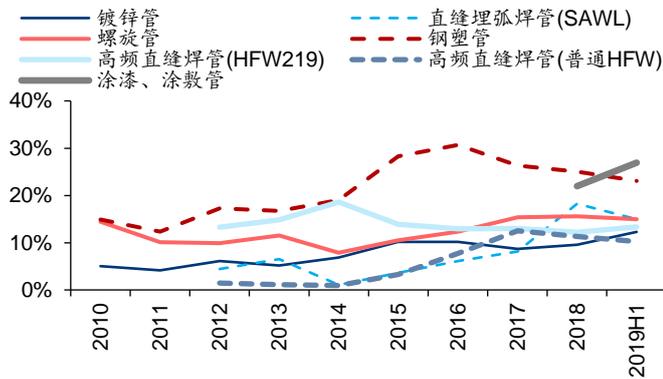
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：公司毛利中镀锌管占比最大



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：公司钢塑管及涂漆、涂敷管毛利率较高



资料来源：Wind、华泰证券研究所

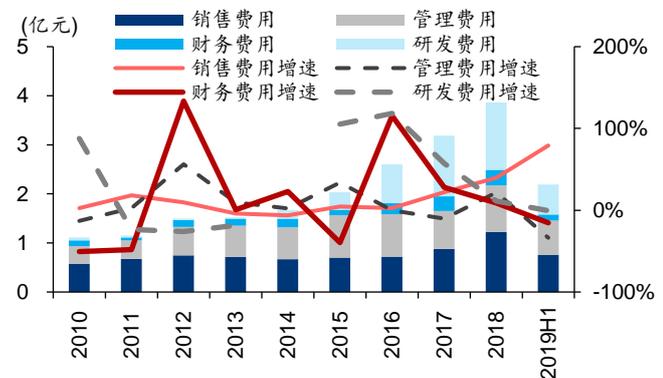
图表12：公司整体毛利率呈上行趋势



资料来源：Wind、华泰证券研究所

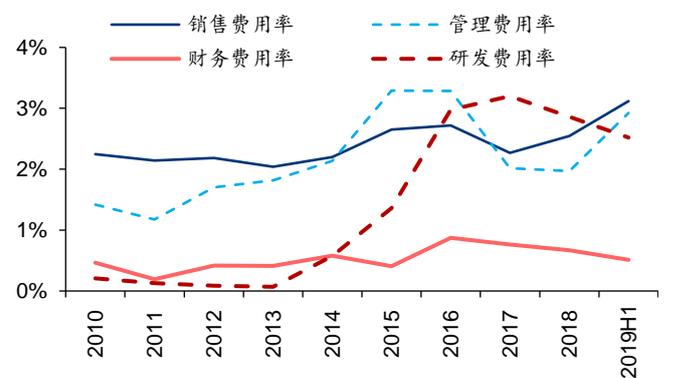
近年来销售费用增长较多。2019年前三季度期间费用率同比+0.6pct，销售费用率增长较快，主要因公司扩大销售区域，2019H1销售费用中运杂费用(占销售费用81%)同比+87%。此外，公司2014年开始提高研发力度，公司、全资子公司管道工业2017-2020年享有15%高新技术企业所得税税率的优惠政策，未来有望持续。

图表13：近年来公司销售费用增速较高



资料来源：Wind、华泰证券研究所；2014年研发费用同比+623%，未标注于图中

图表14：近年来公司销售费用率增长较多



资料来源：Wind、华泰证券研究所

经营现金流好，负债率下行

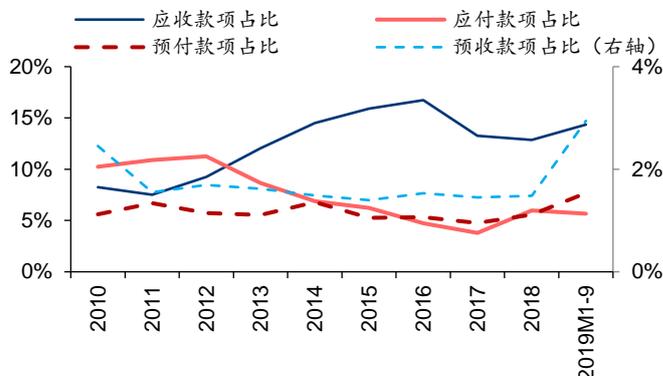
回款能力强，应收占比低。2010年来，公司销售所得现金占营业收入比例在90%以上，回款较好。公司应收款项占比平稳，以应收账款为主，2010年以来，1年内账期占比基本在80%以上，2019H1该比例达到96%。

图表15：2010年以来公司销售所得现金占营收比例均在90%以上



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16：近年来公司应收款项占营收比例较平稳



资料来源：Wind，华泰证券研究所；应收、预收款项为占营业收入比例，应付、预付款项为占营业成本比例

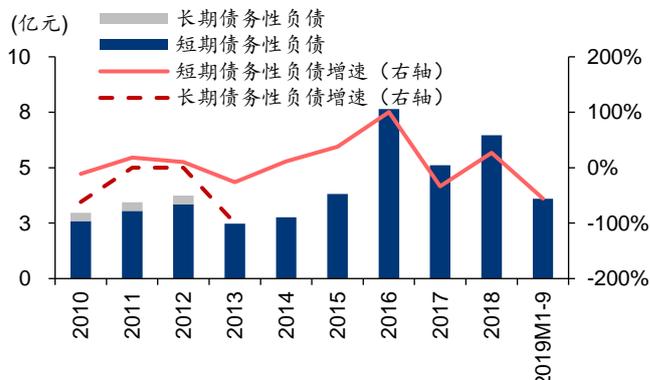
资产负债率下行明显。截至2019年三季度，公司资产负债率28.9%，较年初下降6.9pct。公司债务性负债仅有短债，且因公司经营性现金流较好，短债下行明显。

图表17：2019年第三季度末公司资产负债率较年初下降6.9pct



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18：2013年开始公司债务性负债仅有短期债务

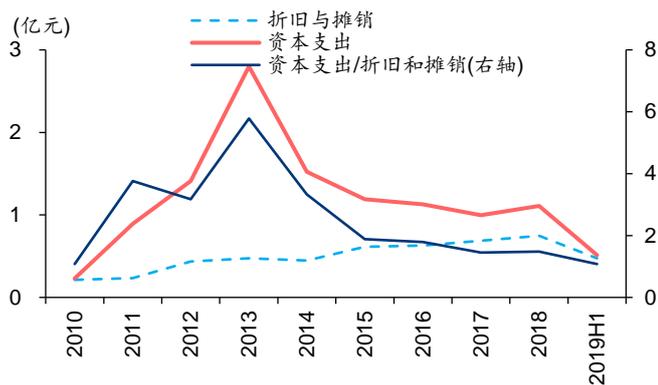


资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司近年分红率在30%以上

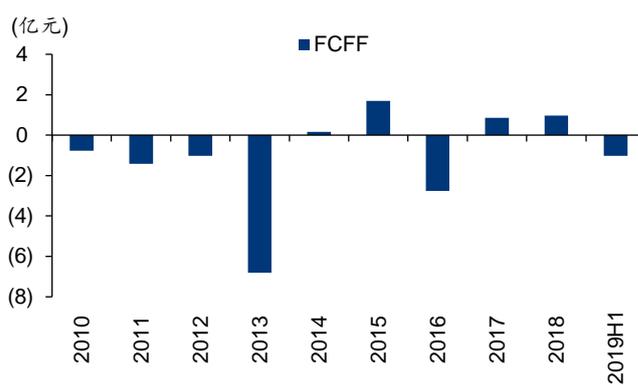
资本支出逐渐下行。2014年后，公司重点项目逐步投产，资本支出减少。公司资本支出高峰在2011-2013年，主要是公司2010年IPO、2013年非公开发行所募集资金，大多投入20万吨预精焊螺旋焊管项目和10万吨新型钢塑符合管项目，二者分别在2014、2016年投产，此后公司无重大项目建设。2018年公司资本开支1.1亿元，同比+11%，主要是收购湖州金洲公司剩余51%股权且并表所导致。

图表19: 公司资本支出呈现下行趋势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表20: 2019H1 公司自由现金流转负

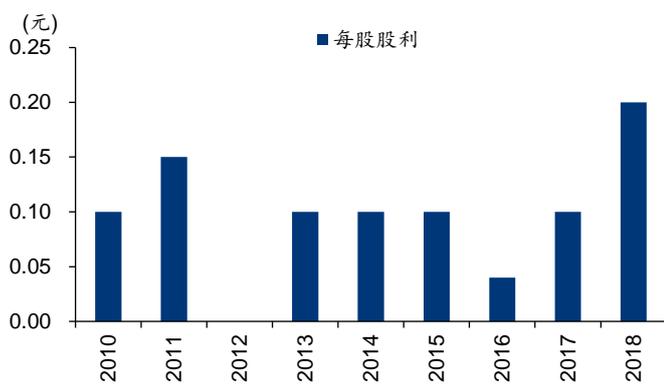


资料来源: Wind、华泰证券研究所

2010 年以来公司维持稳定分红。公司章程规定,若公司当年实现的净利润为正且当年末累计未分配利润为正,公司现金分红不低于当年实现的可供分配利润的 10%,且视公司经营情况好坏、有无重大资金支出安排,该比例可调整为 20%、40%、80%。

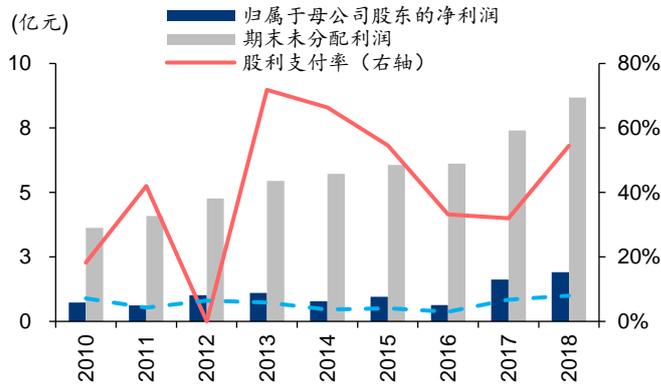
公司自上市以来,累计分红率 36.42%。公司 2010-2018 年均进行现金分红,且 2011 年以来分红率均在 30%以上。参考 2018 年 54.5%的分红率,假设公司 2019 年分红率 50%,我们预计 2019 年公司归母净利润 2.23 亿元,以 3 月 9 日收盘价计算,公司股息率 3.49%。

图表21: 2010-2018 年公司每股股利



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表22: 公司上市以来盈利及分红情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

同业比较: 公司盈利能力较强

我们选取珠江钢管、友发集团、玉龙股份作为可比公司研究。

价格上,珠江管道产品主要用于油气输送,单价较高;友发集团产品主要用于供排水、供气等,产品附加值相对较低,单价较低。公司产品应用于国内外石油天然气长输管线、城市管网等领域,产品单价介于两者之间。

吨钢费用上,公司仅次于友发集团,友发集团吨钢费用较低,其中吨钢销售费用较低,主要是其 95%以上营业收入来自于经销商,多数费用如运费等均由经销商承担。研发上,2018 年公司吨钢研发费用高于同业,较同业具备较强的研发优势。友发集团吨钢研发费用较低,主要是产品多应用于城乡供排水,产品较为成熟;2018 年珠江钢管吨钢研发费用骤减,主要是当年研发人员由 67 人减至 12 人。

盈利能力上,近几年公司各产品毛利率大多均领先于同业。珠江钢管海外业务拖累,费用较高,盈利较差;玉龙股份尝试转型新能源行业失败后业绩下行,子公司玉汉尧的新能源业务持续亏损,二者均亏损状态。

图表23: 金洲管道及可比公司财务指标对比

	2014	2015	2016	2017	2018		2014	2015	2016	2017	2018
吨钢售价						吨钢销售费用					
珠江钢管	5461	5146	4390	5039	5419	珠江钢管	312	387	526	501	183
友发集团			2509	3667	4011	友发集团			10	13	16
玉龙股份	2431	2503	2989	4312	5271	玉龙股份	78	119	132	199	226
金洲管道	4116	3401	3347	4523	5042	金洲管道	94	94	95	107	134
吨钢成本						吨钢管理费用					
珠江钢管	4801	4207	4102	4709	4842	珠江钢管	941	991	1411	2219	1254
友发集团			2397	3547	3898	友发集团			16	20	23
玉龙股份	2036	2038	2521	3956	4945	玉龙股份	163	189	205	177	277
金洲管道	3754	2959	2878	3964	4359	金洲管道	116	165	219	247	103
吨钢毛利						吨钢财务费用					
珠江钢管	660	938	289	330	578	珠江钢管	540	534	711	1989	1075
友发集团			113	119	114	友发集团			(1)	2	6
玉龙股份	395	465	469	356	326	玉龙股份	30	(11)	(3)	(0)	(83)
金洲管道	362	442	470	559	683	金洲管道	25	14	30	36	35
毛利率						吨钢研发费用					
珠江钢管	12.1%	18.2%	6.6%	6.6%	10.7%	珠江钢管	177	231	254	338	111
友发集团			4.5%	3.3%	2.8%	友发集团			1	2	1
玉龙股份	16.2%	18.6%	15.7%	8.3%	6.2%	玉龙股份	71	80	28	0	20
金洲管道	8.8%	13.0%	14.0%	12.4%	13.6%	金洲管道	25	48	104	152	150
吨钢净利润						净利率					
珠江钢管	(745)	42	(4483)	(4070)	(1432)	珠江钢管	-13.4%	0.7%	-103.6%	-99.7%	-30.6%
友发集团			66	63	50	友发集团			2.5%	1.6%	1.2%
玉龙股份	116	152	(1115)	281	88	玉龙股份	4.5%	5.8%	-35.3%	5.8%	1.4%
金洲管道	110	128	83	200	209	金洲管道	2.6%	3.6%	2.4%	4.2%	4.0%
吨钢净利润(扣非)						吨钢利润(扣非)					
珠江钢管						珠江钢管	(266)	(65)	(117)	(4801)	(1992)
友发集团			59	61	44	友发集团			78	78	59
玉龙股份	98	128	(600)	11	(333)	玉龙股份	107	143	(596)	20	(339)
金洲管道	80	102	48	116	159	金洲管道	99	126	63	132	194

资料来源:公司公告、Wind、华泰证券研究所;单位:百万元;注:吨钢净利润通过整体净利润计算,非经常性损益加回税后少数股东损益影响额;吨钢利润(扣非)通过利润总额扣除税前非经常性损益计算;珠江钢管仅有税前非经常性损益数据,无税后值,故吨钢净利润无法计算

图表24: 金洲管道主要焊管产品毛利率同业比较

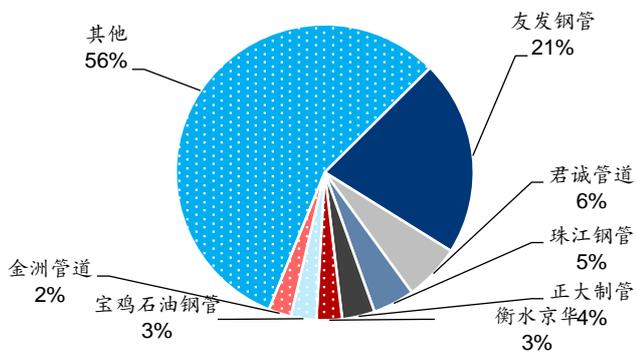
	2014	2015	2016	2017	2018
直缝埋弧焊管					
金洲管道	1.1%	3.6%	6.1%	8.1%	18.2%
珠江钢管	14.6%	20.8%	7.6%	8.1%	12.5%
玉龙股份	22.2%	23.9%	17.0%	8.9%	6.3%
螺旋焊管					
金洲管道	7.9%	10.5%	12.3%	15.3%	15.6%
珠江钢管	4.0%	12.5%	3.8%	6.9%	3.1%
玉龙股份	16.8%	18.2%	13.6%	7.5%	6.2%
友发集团			7.7%	4.9%	5.0%
直缝高频焊管					
金洲管道	12.1%	12.3%	11.4%	12.6%	11.7%
珠江钢管	1.1%	8.7%	2.2%	0.3%	4.1%
玉龙股份	4.9%	10.6%	13.4%	10.9%	2.4%
镀锌管					
金洲管道	6.8%	10.2%	10.2%	8.7%	9.6%
友发集团			4.8%	3.5%	2.4%
钢塑复合管					
金洲管道	19.0%	28.3%	30.7%	26.8%	25.0%
友发集团			16.6%	15.6%	15.9%

资料来源:公司公告、Wind、华泰证券研究所;金洲管道直缝高频焊管毛利率为普通 HFW 和 HFW219 合并计算

管道行业：油气长输管道、城乡管道建设或迎来新高峰
高端焊管有渠道、技术等壁垒
焊管生产分散，有一定壁垒

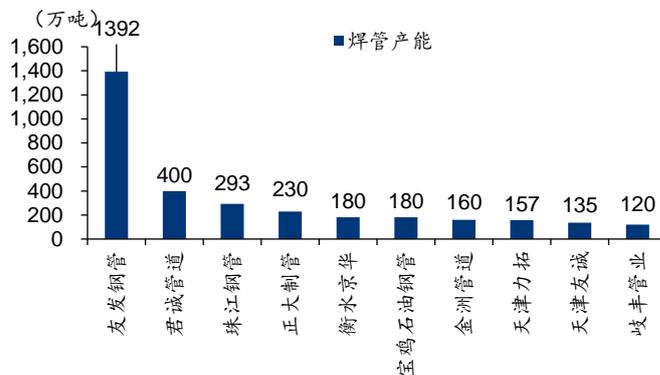
焊管产能相对分散。按照2018年产能计算，行业CR5约为38.4%。行业整体较为分散，多中小型焊管企业，公司市占率（产能）占比2.46%，2018年产量占比1.9%。

图表25：全国焊管公司市占率较分散（产能）



资料来源：各公司年报及管网、Wind、Mysteel、华泰证券研究所；2018年数据

图表26：友发钢管焊管规模全国第一



资料来源：各公司年报及管网、Wind、Mysteel、华泰证券研究所；2018年数据

大型焊管项目有一定资质壁垒。钢管企业向重点客户供货多需要供货资质，如成为“三桶油”供应商需要具备API（美国石油学会）及ISO9001认证，且进入供货体系需要参考项目经验，具备大型项目经验的公司有较强竞争力。公司拥有API等资质，且三桶油项目经验丰富，参与过中石油的中哈、中缅、中亚原油及天然气管道，中石化的川气东送管道，中海油的渤海海底输油管道等。公司在油气管道上有一定的技术、工艺积累，如螺旋缝埋弧焊管的预精焊技术，该工艺有效降低出现焊缝微裂纹的可能性，具有成型速度快、质量好、生产效率高的优势。

图表27：公司参与众多重点管道项目

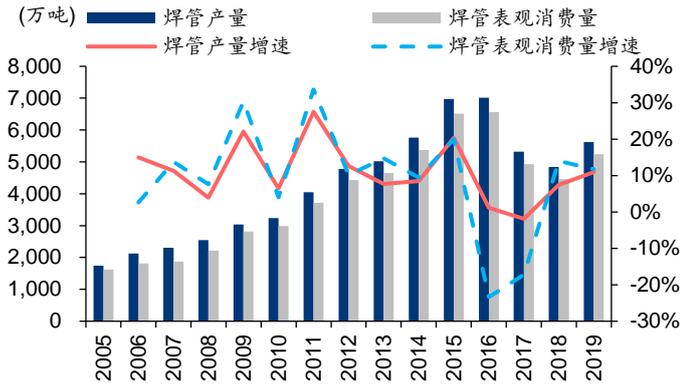
分类	具体项目
国内外油气长输管道	西气东输线、中哈原油长输管线、中缅油气管道工程、坦桑尼亚天然气处理厂及输送管线项目、乍得原油管道工程、委内瑞拉国家石油公司管道工程、尼日利亚原油管道工程、福建省天然气主干线、浙江省天然气主干线、陕西省天然气主干线、海南环网燃气管线
化工用管	重庆巴斯夫MDI化工项目、内蒙古中天合创能源公司化工管道工程、神渭煤浆输送管道工程、青海盐湖乙炔管道工程；海洋工程上，参与了渤海垦利海底输油管道工程、东海平北黄岩海底输气管道工程
其他	巴西Samarco铁矿浆输送管道工程、智利铜矿输送管道工程、马达加斯加镍矿输送管道工程、印度铁矿输送管道工程、皖电东送特高压输电线路钢管塔

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

油气管道是焊管的重要下游

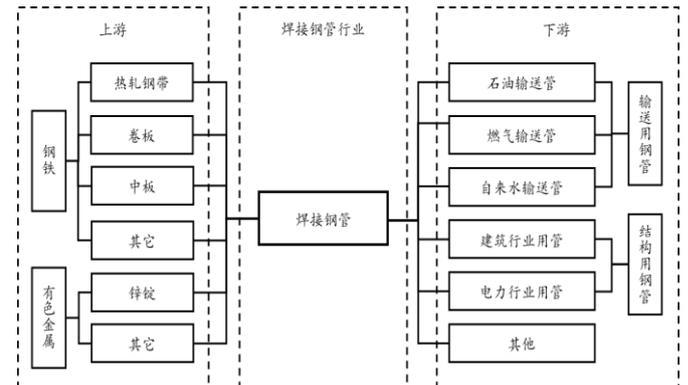
2019年国内焊管产量5619万吨(yoy+11%)，进口量19万吨、出口量396万吨(yoy-11%、0%)，表观消费量5242万吨(yoy+12%)。根据中国钢结构协会钢管分会，焊管消费主要集中于工程机械、房地产（脚手架管，供水、气管，消防用管）、油气（油井管、管线管）、钢结构、电力等行业。

图表28: 全国焊接钢管产量及表观消费量呈上升趋势



资料来源: Wind、Mysteel、华泰证券研究所

图表29: 焊接钢管下游包含输送和结构用管



资料来源: 友发集团、金洲管道招股说明书, 华泰证券研究所

管网公司或提速油气管网建设

油气管网建设重点或在国内

推测未来油气管网建设重点在国内。2019年2月, 中国能源局印发《石油天然气管道管理办法》(2019年修订), 指出要将跨境、跨省干线原油、成品油、天然气管道纳入国家石油天然气规划。按照“全国一张网”的理念优化布局, 提升管网输送能力, 扩大管网覆盖范围, 加强管网互联互通。从目前的在建工程看, 油气管道建设主要集中在国内, 较大的项目包括西气东输三线、四线, 新疆煤制气外输管道等。

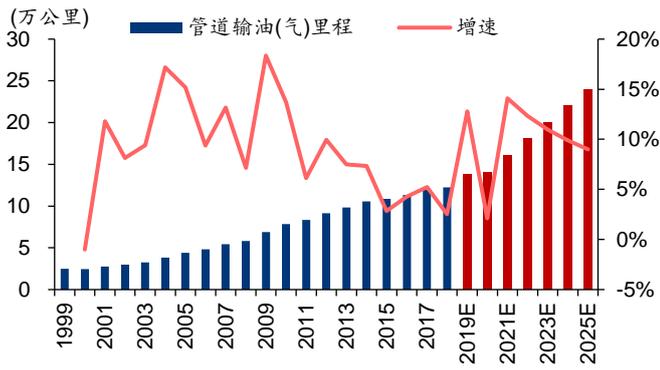
图表30: 我国油气长输管道重点在建项目

管道名称	长度	设计输量	始建时间	建成时间	新增管道长度测算				
					2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
天然气管道									
西三线									
中段干线(中卫—吉安)	2067	300	2020	-		380	380	380	380
闽粤支干线	575	56	2018	2020	192	192			
西四线(伊宁-中卫)									
伊宁—吐鲁番段	760	300	2018	2022	152	152	152	152	
吐鲁番—中卫段	1671	300	2018	2022	334	334	334	334	
中亚D线	1000	300	2014	2022	111	111	111	111	
中俄东线									
长岭-永清(中段)	1110	150	2019	2020	555	555			
永清-上海(南段)	1480	200	2020	2023		370	370	370	
新疆煤制气外输管道	8372	300	2018	-	380	380	380	380	380
鄂尔多斯-安平-沧州管道	2293	300	2017	2021	531	531	531		
青岛-南京管道	553	80	2019	2020	277	277			
蒙西煤制气外输管线	1279	300	2019	2021	426	426	426		
青藏天然气管道	1140	12.7	2020	2022		380	380	380	
唐山 LNG 接收站外输管道复线	176	200	2019	2020	88	88			
小计	22476				3046	4176	3065	2107	760
原油管道									
日照-濮阳-洛阳	796	1800	2018	2020	398	398			
大亚湾-长岭	1100	2000	2020			367	367	367	
小计	1896				398	765	367	367	

资料来源:《中长期油气管网规划》, 中石油、中石化官网及各地子公司官网, 卓创资讯, 中新网, 各地政府官网, 华泰证券研究所; 单位: 长度为公里, 输量为亿立方米(天然气)、万吨(原油); 由于各管线进度的公开资料较少, 我们假设始建到建成时间内每年建设长度相同; 参考长度在1000km以上的管道, 年均建设长度为368km, 故假设西三线中段干线、新疆煤制气外输管道年均建设380km; 鄂尔多斯-安平-沧州管道2018年底已建成700km, 故预计2019-2021年每年建造531km

海外管道建设暂告一段落。目前, 在建进口天然气管线有中亚D线、中俄东线中段和南段, 合计3590公里, 仅占国内在建重点管道的16%, 预计分别于2022、2023年全面建成。

图表31: 全国油气长输管道里程及预测



资料来源: 国家统计局,《中长期油气管网规划》, 华泰证券研究所;注: 2019-2025年为华泰钢铁组预测

图表32: 全国油气管道新增里程及预测

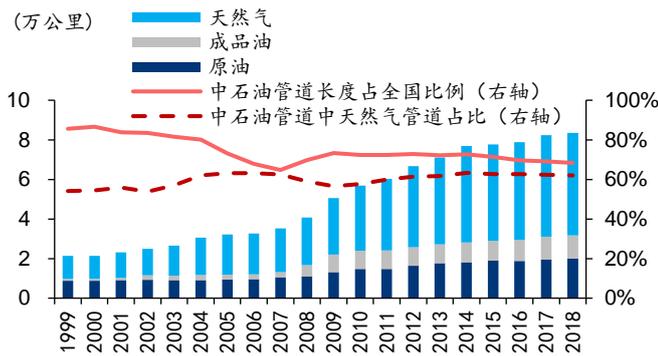


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所;注: 2020、2025年为华泰钢铁组预测

管网公司或促管网建设提速

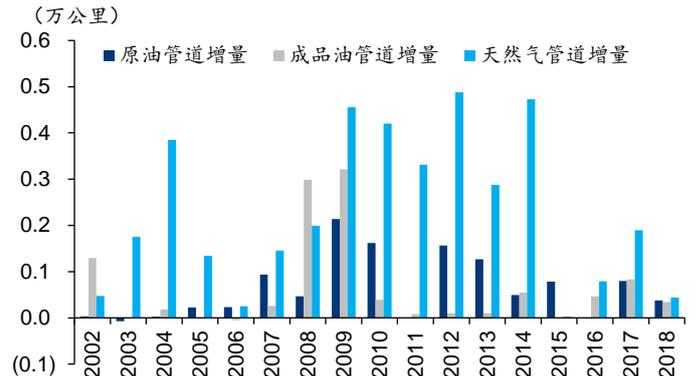
2019年三桶油油气管道资本开支下降。中石油是国内油气长输管道的建设主力,2018年我国油气长输管道共12.23万公里,其中中石油建设的管道占比达到68%。在中石油建设的管道中,天然气管道长度占比约60%。

图表33: 中石油主导全国油气管道市场



资料来源: 中石油年报、Wind、华泰证券研究所

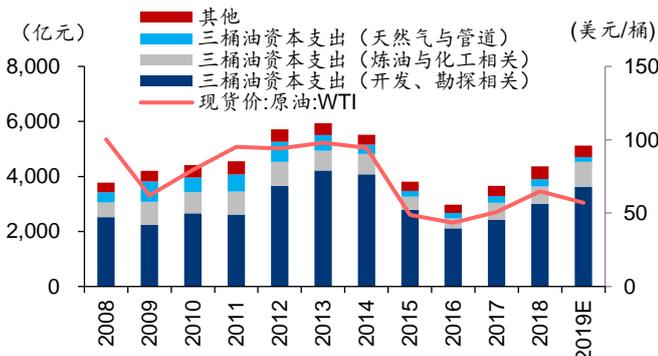
图表34: 中石油油气管道中天然气管道增量较多



资料来源: 中石油年报、Wind、华泰证券研究所

根据中石油年报,中石油2018年天然气与管道资本支出265亿元,2019年计划支出178亿元,同比-33%,2019H1实际资本支出仅51亿元,全年完成计划较难。中石油资本开支下降、完成度较低,或因油气管网资产从中石油剥离、国家管网公司成立。

图表35: 三桶油资本支出呈上升趋势



资料来源: 中石油、中石化、中海油年报, 华泰证券研究所

图表36: 三桶油天然气与管道相关资本支出及增速



资料来源: 中石油、中石化、中海油年报, 华泰证券研究所

国家管网公司 2019 年 12 月 成立。2017 年 5 月，国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，指出要分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输、销售分开。2019 年 3 月，深改委发布《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，提出推动油气管网运营机制改革，要坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，组建国有资本控股、投资主体多元化的油气管网公司，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。

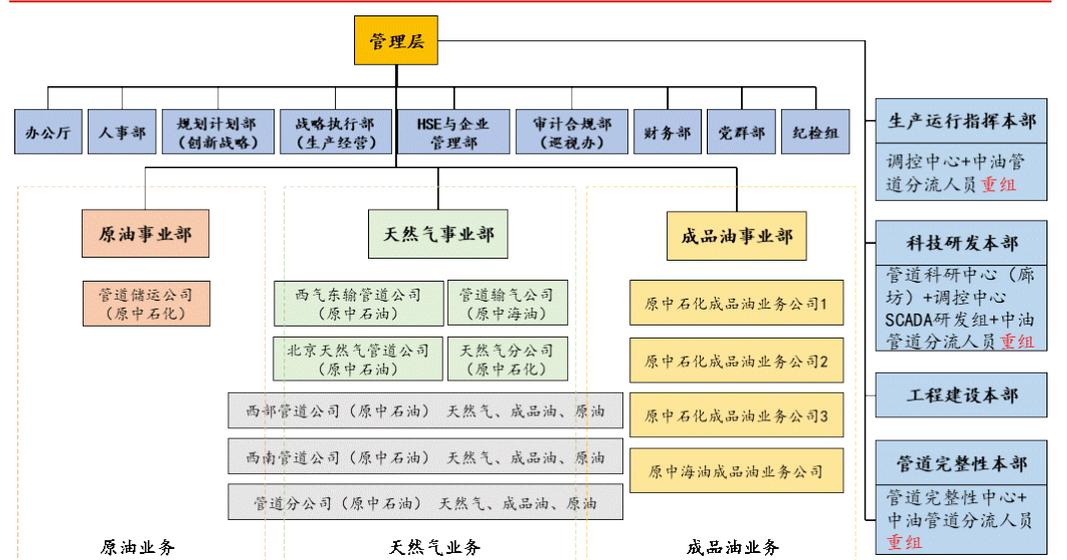
图表37：油气管道改革政策主要是将管道建设向第三方市场放开

日期	政府部门	文件名	主要内容
2014/02	国家能源局	《油气管网设施公平开放监管办法（试行）》	提出油气管网设施开放的范围为油气管道干线和支线（含省内承担运输功能的油气管网），以及与管道配套的相关设施；在有剩余能力的情况下，油气管网设施运营企业应向第三方市场主体平等开放管网设施，按签订合同的先后次序向新增用户公平、无歧视地提供输送、储存、气化、液化和压缩等服务
2017/05	中共中央、国务院	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放
2017/06	国家发改委	《天然气发展“十三五”规划》鼓励各种主体投资建设天然气管道，完善四大进口通道，提高干线管输能力，加强区域管网和互联互通管道建设。“十三五”期间，预计新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4000 亿立方米/年
2019/02	中国能源局	《石油天然气规划管理办法》（2019 年修订）	跨境、跨省干线原油、成品油、天然气管道纳入国家石油天然气规划.....
2019/03	深改委	《石油天然气管网运营机制改革实施意见》	推动油气管网运营机制改革，要坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，组建国有资本控股、投资主体多元化的油气管网公司，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

资料来源：各部门官网、华泰证券研究所

2019 年 12 月 9 日，国家石油天然气管网公司（下称“国家管网公司”）在北京挂牌成立，下设 9 大部门、4 大本部和 3 大事业部，基本包括了此前三桶油油气输送相关公司。公司的唯一股东为国务院，高管均出自“三桶油”，其中 3 人来自中石油，2 人来自中石化，2 人来自中海油，法定代表人、董事长为张伟（前中石油总经理）。国家管网公司的组建，有望使国内互联互通的管道建设市场化，加速管网建设。

图表38：国家石油天然气管网公司由三桶油原相关部门组成



资料来源：21 世纪经济报道、华泰证券研究所

预计“十四五”新增油气管道 2 万公里/年。发改委 2017 年 7 月发布《中长期油气管网规划》：到 2020、2025 年，全国油气管网规模预计分别达到 16.9、24.0 万公里，其中原油、成品油、天然气管道里程分别为 3.2、3.3、10.4 万公里，3.7、4.0、16.3 万公里，并实现全国省市区成品油、天然气主干管网全部连通。

从2019年中石油管道资本开支计划及2019年上半年实际投资进度看，2019年管道新增长度降幅或大于33%，乐观测算2019年新增里程0.2万公里，2020年若要完成目标值，则需要建设3.1万公里，考虑国家管网公司新设，预计目标难以达成。我们假设2020年新建里程恢复到2018年0.3万公里水平，则2020年管道长度有望达到14.1万公里，同比+49%。若能完成2025年目标值，则2021-2025年每年需新建2万公里油气管网，2021年增速或达到584%。

图表39：油气管输管道需求预测

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
天然气管道	5.5	6.4	6.9	7.2	7.4	7.7	7.9	8.0	8.2	9.8	11.4	13.1	14.7	16.3
新增天然气管道		0.9	0.5	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
yoy			-44%	-40%	-23%	26%	-38%	-33%	49%	800%	0%	0%	0%	0%
原油管道	1.9	2.6	2.7	2.5	2.6	2.9	2.9	2.9	3.0	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7
新增原油管道		0.71	0.10	-0.20	0.12	0.25	0.03	0.0	0.03	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
yoy			-86%	-	-160%	108%	-88%	-33%	49%	400%	0%	0%	0%	0%
成品油管道	1.9	2.0	2.1	2.3	2.6	2.7	2.8	2.9	2.9	3.1	3.4	3.6	3.8	4
新增成品油管道		0.09	0.1	0.2	0.25	0.17	0.08	0.1	0.08	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
yoy			11%	100%	25%	-32%	-53%	-33%	49%	167%	0%	0%	0%	0%
总计	9.3	11.0	11.7	12.0	12.6	13.3	13.6	13.8	14.1	16.1	18.1	20.0	22.0	24.0
合计管道需求		1.7	0.7	0.3	0.6	0.7	0.3	0.2	0.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
yoy			-59%	-57%	100%	18%	-59%	-33%	49%	584%	0%	0%	0%	0%

资料来源：《中长期油气管网规划》、中国石油规划总院、华泰证券研究所；单位：万公里

公司中标国家管网公司订单可能性增加。“三桶油”内部焊管公司如中石油宝鸡石油钢管公司获取订单较外部公司容易。国家管网公司成立后，管网等资产从“三桶油”剥离，国家管网公司成为管网投资、招标主体，市场化水平、对外开放水平更高，公司参与过较多三桶油的大型项目，公司获得更多油气管网订单的概率有望增加。

“煤改气”或促进城乡管道建设

“煤改气”推动天然气新增管道增长。根据国家统计局数据，2017年城乡管道长度合计296万公里，新增管道29.5万公里(yoy+107%)，其中，天然气、供热管道分别新增9.3、7.7万公里(yoy+77%、682%)。

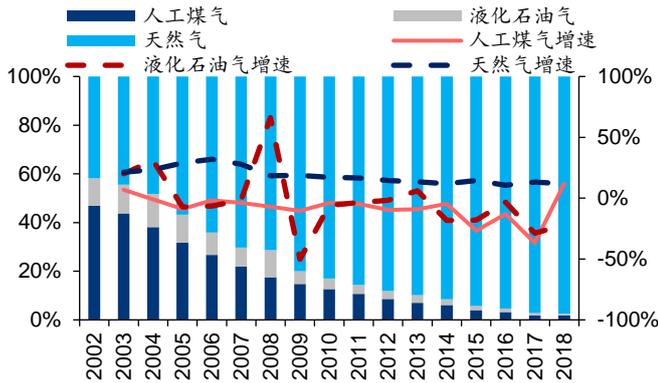
图表40：2010-2017年城乡油气管道长度及增量

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
管道长度								
天然气	29.9	35.1	40.9	46.6	52.3	60.5	65.7	75.0
人工煤气	4.0	3.9	3.5	3.2	3.1	2.3	2.0	1.3
液化石油气	1.6	1.5	1.5	1.6	1.4	1.1	1.0	0.8
管道长度增量								
天然气		5.3	5.8	5.6	5.8	8.1	5.2	9.3
yoy			9.8%	-3.3%	3.0%	40.2%	-35.3%	76.9%
人工煤气		-0.2	-0.4	-0.3	-0.1	-0.8	-0.3	-0.7
液化石油气		-0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3

资料来源：住建部、Wind、华泰证券研究所华泰证券研究所；单位：万公里

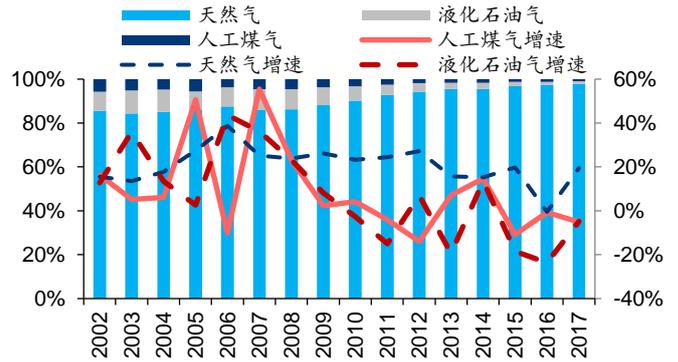
2017年12月5日，发改委等10部委发文指出，以中央财政补贴支持北方地区加紧大面积实施“煤改气”，力争2020年天然气占能源消费总量比重达到10%。2018年，国内天然气消费量2833亿立方米(yoy+18%)，占比7.8%(yoy+0.8pct)。但由于气源不足、补贴迟滞、基础设施不完备等，2017-2018年采暖季出现“气荒”。2018年下半年，多地政府纠偏“煤改气”，强调“宜气则气、宜煤则煤、宜电则电”。尽管“煤改气”推行速度放缓，但对比计划中10%能源消费占比目标，天然气消费仍有较大空间。考虑到天然气进口增多(如中俄东线接通后新增380亿立方米进口天然气)，气源紧张局面供应趋紧的形势或逐步改善，天然气长输管道、城乡天然气管道建设有望与天然气供需增长相辅相成。

图表41: 城市燃气分种类管道占比及增速



资料来源: 住建部、国家统计局、华泰证券研究所

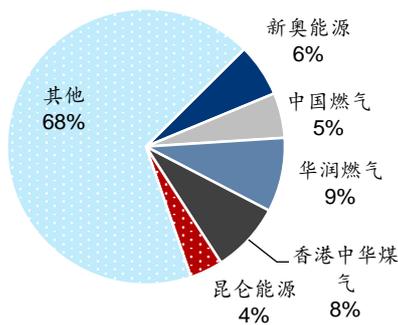
图表42: 县城燃气分种类管道占比及增速



资料来源: 住建部、国家统计局、华泰证券研究所

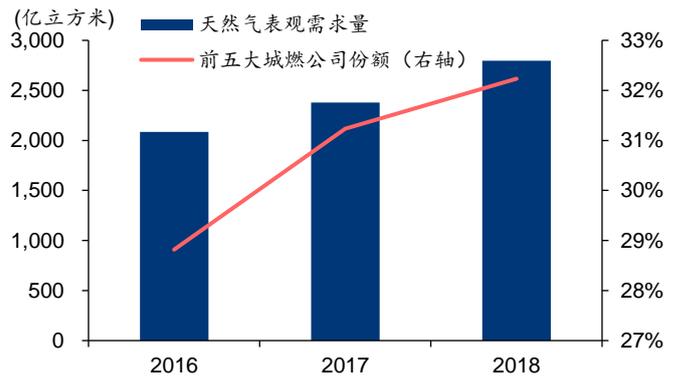
华润燃气、港华燃气、新奥能源、中国燃气、昆仑能源是国内前五大城燃公司，市场份额不断增长，2018年合计占有国内天然气供应市场的32%。国内天然气消费仍在增长，2016-2018年年均复合增速17%。五大城燃公司均为公司客户，随着国内天然气消费增长及五大城燃公司市场份额提升，公司有望获得更多五大城燃公司的城乡天然气管道订单。

图表43: 五大城燃公司占全国天然气表观消费量比重 (2018)



资料来源: 各公司年报、华泰证券研究所

图表44: 中国天然气表观需求及五大城燃公司份额



资料来源: 各公司年报、华泰证券研究所

预计 2019-2025 年新增城乡管道年均增速 4.6%

我们通过城市、县城的历史建筑用地面积、管道长度得到单位面积管道长度，再假设未来建筑用地面积和单位管道长度，反算未来城乡管道长度。我们预计 2019-2025 年新增城乡管道年均增速约为 4.6%，在 2020 年新增管道长度的增速达到 10.9%。基本假设主要有：

- 1) 考虑到城市化的发展，县城加速向城市转化，城市面积有望增长，假设 2018-2025 年城市城区面积、县城面积每年分别保持 0.15%、-0.5% 的增速，城市、县城建筑用地面积占城区面积的比例每年增加 0.5pct；
- 2) 考虑到未来基建、地产投资增速低于往年，管道建设速度放缓，我们假设 2018 年供水、排水、供热、天然气、人工煤气、液化石油气单位面积管道长度增速取 2010-2017 年均值的 50%，分别为 0.8%、1.9%、3.4%、4.8%、-8.8%、-6.6%，2019-2025 年增速先增后减。管道密度增速整体呈现县城大于城市、天然气和供热大于其他，我们认为主要是县城城市化建设空间较城市更大，管道密度增速或较高，且考虑到未来“煤改气”的不断推行，以及供热的普及，天然气、供热管道密度增速较其他管道更高。

图表45: 2013-2025年城乡管道长度及预测

单位	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
基本假设													
城乡建筑用地总面积	6.50	6.87	7.03	7.10	7.40	7.54	7.67	7.80	7.94	8.07	8.20	8.34	8.47
城区面积	18.34	18.41	19.18	19.82	19.84	19.87	19.90	19.93	19.96	19.98	20.01	20.04	20.08
yoy	0.2%	0.4%	4.2%	3.3%	0.1%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
城市建设用地面积	4.71	5.00	5.16	5.28	5.52	5.62	5.73	5.84	5.95	6.06	6.17	6.28	6.39
城市建筑用地占比	25.7%	27.1%	26.9%	26.6%	27.8%	28.3%	28.8%	29.3%	29.8%	30.3%	30.8%	31.3%	31.8%
yoy	0.7%	1.5%	-0.3%	-0.3%	1.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
县城面积	8.62	7.99	7.52	7.26	7.16	7.12	7.09	7.05	7.02	6.98	6.95	6.91	6.88
yoy	-9.1%	-7.3%	-5.9%	-3.5%	-1.4%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
县城建设用地面积	1.79	1.87	1.87	1.82	1.89	1.91	1.94	1.96	1.99	2.01	2.04	2.06	2.09
县城建筑用地占比	20.8%	23.4%	24.9%	25.1%	26.4%	26.9%	27.4%	27.9%	28.4%	28.9%	29.4%	29.9%	30.4%
yoy	2.4%	2.6%	1.5%	0.2%	1.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
单位面积管道长度	33.6	34.2	35.9	37.5	40.0	40.9	41.9	43.0	44.1	45.3	46.5	47.7	48.9
yoy	5.8%	1.8%	4.8%	4.6%	6.6%	2.3%	2.3%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
供水	12.9	12.8	13.2	13.6	13.9	14.1	14.2	14.3	14.4	14.5	14.6	14.6	14.7
yoy	4.9%	-0.9%	2.6%	3.6%	2.3%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
排水	9.4	9.8	10.1	10.5	11.1	11.3	11.5	11.7	12.0	12.2	12.5	12.8	13.0
yoy	3.5%	3.6%	2.9%	4.8%	5.1%	1.9%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
供热	3.4	3.4	3.6	3.7	4.6	4.7	4.9	5.0	5.2	5.4	5.6	5.8	6.0
yoy	9.3%	0.3%	6.0%	2.9%	24.1%	3.4%	3.4%	3.7%	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
天然气	7.2	7.6	8.6	9.3	10.1	10.6	11.1	11.7	12.3	12.9	13.6	14.3	15.0
yoy	10.5%	6.5%	12.8%	7.6%	9.5%	4.6%	4.6%	5.2%	5.2%	5.3%	5.2%	5.1%	5.0%
人工煤气	0.49	0.45	0.32	0.28	0.18	0.16	0.15	0.14	0.13	0.13	0.12	0.12	0.12
yoy	-11.2%	-8.9%	-27.6%	-13.2%	-37.2%	-8.2%	-7.4%	-6.5%	-5.5%	-4.6%	-3.6%	-2.7%	-1.7%
液化石油气	0.24	0.20	0.16	0.14	0.10	0.10	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
yoy	-1.3%	-18.3%	-20.0%	-8.0%	-28.2%	-6.8%	-5.8%	-5.2%	-4.3%	-3.3%	-2.4%	-1.5%	-0.6%
管道长度测算													
供水	84.1	88.0	92.5	96.8	103.2	105.9	108.6	111.5	114.4	117.0	119.5	122.0	124.5
排水	61.4	67.1	70.7	74.9	82.0	85.1	88.2	91.6	95.1	98.8	102.6	106.4	110.2
供热	21.8	23.1	25.1	26.1	33.7	35.5	37.3	39.4	41.5	43.8	46.2	48.7	51.2
天然气	46.6	52.3	60.5	65.7	75.0	79.9	85.1	91.0	97.4	104.2	111.4	119.0	127.0
人工煤气	3.2	3.1	2.3	2.0	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
液化石油气	1.6	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
城乡管道合计	218.6	235.0	252.1	266.4	296.0	308.2	321.0	335.2	350.1	365.5	381.4	397.7	414.6
新增城乡管道	17.8	16.5	17.1	14.3	29.5	12.3	12.8	14.2	14.9	15.4	15.9	16.4	16.8
yoy	25.8%	-7.6%	4.0%	-16.5%	106.9%	-58.4%	4.3%	10.9%	4.7%	3.4%	3.3%	3.0%	2.9%

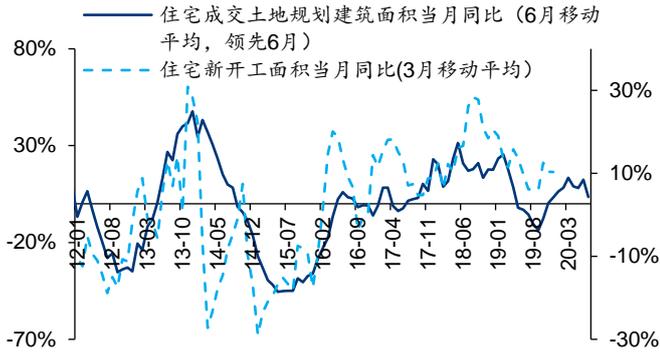
资料来源: 住建部、Wind、华泰证券研究所; 2018年数据还未更新, 为估算值

竣工及基建或拉动焊管需求

2020年地产安装工程投资或拉动入户管道需求。我们在2020年年度策略报告《长周期向下, 寻找优质个股》(2019.11.26)中, 我们预计地产竣工面积将上行, 入户管道安装多在竣工前的环节, 利好钢塑管、镀锌管等需求。

疫情延迟20Q1地产新开工, 后期或强势反弹。从领先指标住宅成交土地规划建筑面积看, 2019Q1住宅新开工面积增速或有较好表现, 由于新冠疫情持续时间较长, 使得新开工行情延后, 后期若反弹, 直接利好高频直缝焊管等需求。

图表46: 成交土地规划建筑面积增速预示新开工面积增速或先增后减



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

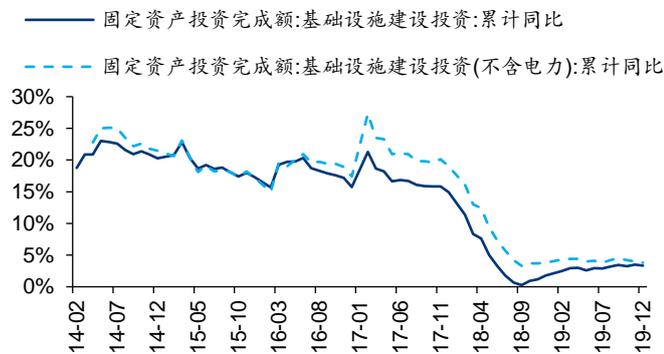
图表47: 新开工面积与地产安装工程投资累计增速依然背离较多



资料来源: Wind, 国家统计局, 华泰证券研究所

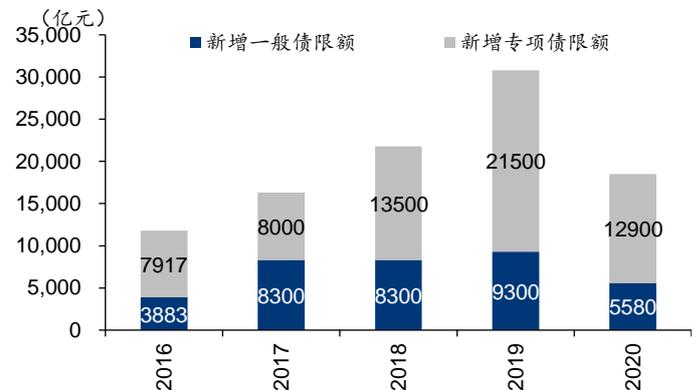
2019年多项政策利好为基建项目“解绑”。2019年以来, 多项与基建领域相关的政策利好逐步释放。2019年6月中办、国办印发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。2019年9月, 国常会提出扩大新增专项债适用范围, “重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施, 城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目...冷链物流设施, 水电气热等市政和产业园区基础设施”, 并且明确“以省为单位, 专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右”。2019年11月, 国常会提出降低部分基建最低资本金出资比例, 同时拓宽了资本金筹集的来源, 明确可通过股权融资筹措资本金。

图表48: 2019年基建投资累计增速平稳



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 截至2月新增地方政府债券限额已达去年全年60%



资料来源: 财政部, 华泰证券研究所; 2020年为截至2月29日数据

2020年以来政策更积极, 专项债加速发行。2020年2月21日政治局会议及23日统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议, 均强调加大新投资项目开工力度, 加快在建项目建设进度, 并用好中央预算内投资、专项债券资金和政策性金融, 优化投向结构。根据华泰固收预测, 2020年专项债投向基建比例有望达到70%, 而2019年不足三成。2020年2月11日, 财政部发文, 提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元。至此, 财政部共计提前下达新增地方政府债务限额18480亿元, 其中专项债12900亿元、一般债务限额5580亿元。2020年前2月, 专项债已发行9498亿元, 去年前2月仅发行3261亿元。2020年新增专项债的加速发行, 叠加多项政策利好, 我们预计疫情结束后, 本应在20Q1启动的基建项目有望集中新开工, 从而形成实际的基建投资以及带动相应的管道需求增长。

目标价 6.51-7.01 元，首次覆盖给予“增持”评级

盈利预测：销量提高、售价回升或是主要增长点

产销：疫情影响+子公司停产，2020年产销量或下行

城乡管道（镀锌钢管、钢塑复合管、高频直缝管）：因湖州金洲于2019年8月开始停产，导致30万吨高频直缝管（普通 HFW）产能停产，占到总产能19%，考虑到厂区还需经历拆除、拿地、新建等，周期较长，我们假设该产品产能无法恢复。此外，考虑到疫情或影响公司 Q1 产销，我们假设2020年各产品产能利用率同比均-2pct、2021年同比+1pct。

油气长输管道（螺旋焊管、直缝埋弧焊管）：我们预计2019年两个产品产能利用率分别为40%、75%，同比分别+13、+4pct，主要是公司2019年市场开拓、客户增多。我们认为国家管网公司成立，市场更开放，公司三桶油项目经验较多，油气管道订单有望增多，2020、2021年公司各产品产能利用率同比分别+7、+3pct。

图表50：公司主要产品产能及产能利用率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产能	150	160	160	130	130	130
镀锌钢管	50	60	60	60	60	60
钢塑复合管	10	10	10	10	10	10
螺旋焊管	40	40	40	40	40	40
直缝埋弧焊管 (SAWL)	12	12	12	12	12	12
高频直缝管(普通 HFW)	30	30	30	0	0	0
高频直缝管 (HFW219)	8	8	8	8	8	8
产能利用率	50%	51%	57%	66%	77%	79%
镀锌钢管	90%	85%	87%	90%	88%	89%
钢塑复合管	84%	79%	86%	90%	88%	89%
螺旋焊管	26%	25%	27%	40%	47%	50%
直缝埋弧焊管 (SAWL)	47%	54%	71%	75%	82%	85%
高频直缝管(普通 HFW)	7%	23%	32%	25%	-	-
高频直缝管 (HFW219)	43%	25%	68%	70%	68%	69%

资料来源：公司年报、华泰证券研究所；单位：万吨；注：因公司未公布产量明细数据，故产能利用率实为销量/产能；湖州金洲2019年8月停产，故高频直缝管(普通 HFW)产能自2019年开始为0，但2019年产能利用率按前9月保守估计为25%

图表51：公司产品产销量预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量	73.5	82.4	94.1	107.4	102.4	105.2
产销率	102.9%	98.9%	97.2%	97.8%	97.6%	97.7%
销量	75.6	81.5	91.4	105.0	99.9	102.7
镀锌钢管	44.9	50.9	52.2	54.0	52.8	53.4
钢塑复合管	8.4	7.9	8.6	9.0	8.8	8.9
螺旋焊管	10.6	9.9	10.8	16.0	18.8	20.0
直缝埋弧焊管 (SAWL)	5.7	6.4	8.6	9.0	9.8	10.2
高频直缝管(普通 HFW)	2.0	6.9	9.7	7.5	-	-
高频直缝管 (HFW219)	3.5	2.0	5.4	5.6	5.4	5.5
涂漆、涂敷管	0.7	0.7	3.5	3.9	4.3	4.7

资料来源：公司年报、华泰证券研究所；单位：万吨；注：公司除产品总销量、钢塑复合管和涂漆、涂敷管销量外，2017、2018年其余产品销量明细缺失，故我们根据公司在上海、成都、苏州等地的钢塑管、镀锌管均价和焊管市场均价，估算公司2017、2018年各产品销量，并假设各产品产销率为100%，通过预测公司未来各产品产能利用率，来预计销量

价格：进一步把握高端市场，产品单价有望上升

考虑到公司是行业中少有的高品质焊管优质制造商，且供货大型高端客户，产品价格有一定的保障，变动幅度或小于行业整体情况。参考公司镀锌管、钢塑复合管在各地市场均价，以及焊管市场价变化，我们预计2019-2021年公司焊管均价同比分别-415、+102、+78元/吨。其中，2019年公司管道均价同比下降415元/吨，主要是受钢材均价整体下降影响；2020、2021年均价上行，一方面是根据公司2019年半年报，公司把握高端市场，附加值较高的新型绿色环保产品增多，有望促进钢塑管、镀锌管单价提升，且未来三桶油的订单有望增多，高端客户长输油气管道供应增多后有望进一步提升焊管单价；另一方面是公司均价较低的普通 HFW 停产，导致价格中枢提升。

图表52: 公司主要产品单价预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
管道均价	3,347	4,523	5,042	4,627	4,729	4,808
变动幅度	-54	1,175	519	-415	102	78
镀锌钢管	3,018	4,152	4,734	4,658	4,678	4,768
钢塑复合管	4,658	5,688	5,971	5,804	5,904	5,984
螺旋焊管	3,273	4,372	4,741	4,722	4,732	4,822
直缝埋弧焊管 (SAWL)	3,449	4,548	4,917	4,898	4,908	4,998
高频直缝管 (普通 HFW)	1,998	3,097	3,466	3,447	-	-
高频直缝管 (HFW219)	2,917	4,016	4,385	4,366	4,376	4,466
涂漆、涂敷管	5,032	5,940	1,732	1,656	1,676	1,766

资料来源: 公司年报、Mysteel、中联钢、华泰证券研究所; 单位: 元/吨

成本: 热轧钢带、锌锭价格或继续下行

公司的主要原料为热轧带钢及锌锭, 2018年分别占到总成本的79%、11%。我们在前期年度策略《长周期向下, 寻找优质个股》(2019.11.26)中提及, 钢铁行业有效产能扩张、地产用钢需求增速逐渐放缓, 钢铁行业处下行区间, 我们预计2019-2022年热轧带钢价格同比分别-138、-5、-3元/吨。此外, 根据上海有色网统计, 2019-2020年全球锌精矿均处于供给过剩状态, 2019年全球锌精矿同比+57.5万金属吨, 2020年海外预计仍有30-40万吨的新增产能投产。同时, 下游如汽车等行业景气度处于下行状态, 我们预计锌锭价格或继续下跌, 故我们假设2019-2021年公司锌锭成本同比分别-14%、-5%、0%。

图表53: 公司主要原材料价格预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
带钢	1,997	3,040	3,431	3,292	3,287	3,284
变动幅度	-23	1,043	391	-138	-5	-3
锌锭	417	464	476	410	389	389
变动幅度	30	47	12	-66	-20	0
公司锌锭价格 yoy	8%	11%	3%	-14%	-5%	0%
锌锭市场价格 yoy	9%	46%	-2%	-14%	-	-

资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所; 单位: 元/吨; 注: 锌锭市场价格为全国锌锭现货均价

费用: 市场开拓、产品多元化或增加期间费用

图表54: 公司期间费用率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	71.8	87.6	122.4	170.2	177.9	190.6
yoy		22.0%	39.8%	39.0%	4.6%	7.1%
销售费用率	2.7%	2.3%	2.5%	3.4%	3.6%	3.7%
运杂费	47.9	66.3	93.5	140.5	147.2	158.8
职工薪酬	10.6	10.7	12.0	12.6	13.2	13.9
其他	13.2	10.6	16.9	17.0	17.5	17.9
吨运费	94.9	107.4	133.9	133.9	147.3	154.6
管理费用	86.7	77.9	94.6	113.5	116.3	119.5
Yoy		-10.2%	21.5%	19.9%	2.5%	2.7%
管理费用率	3.3%	2.0%	2.0%	2.2%	2.4%	2.3%
职工薪酬	28.1	24.9	41.1	59.6	62.5	65.7
折旧费	25.9	24.8	24.5	24.9	24.7	24.8
其他	32.8	28.2	29.0	29.1	29.0	29.0
研发费用	78.6	123.6	137.6	144.4	151.7	159.2
yoy		57.4%	11.3%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用率	3.0%	3.2%	2.9%	2.9%	3.1%	3.1%

资料来源: Wind、公司年报、华泰证券研究所; 单位: 百万元; 2019M1-9销售、管理、研发费用率分别为3.1%、2.5%、2.7%

- 1) 销售费用: 主要是运杂费和职工薪酬。考虑到公司处于市场开拓时期, 产品运输距离有望继续增长, 且受2020年疫情影响, 公司以前需经过湖北的西部市场或受影响, 运输距离或进一步增长, 我们假设2019-2021年吨钢运费同比分别0%、+10%、+5%、+5%, 职工薪酬每年同比+5%, 其余项目按照近3年加权平均估算。

- 2) 管理费用：主要是职工薪酬和折旧费。考虑到公司市场规模不断增大，对管理人才或有较大需求，考虑到2019H1职工薪酬已同比+42%，我们假设2019-2021年职工薪酬同比分别增加45%、5%、5%，折旧费及其余项目按照近3年加权平均估算。
- 3) 研发费用：我们认为公司为维持较高的产品多元化、市场敏锐度，研发费用会维持一定的增长，我们假设2019-2021年公司研发费用同比均+5%。

公司估值：给予公司2020年1.30-1.40倍PB估值

我们预计公司2019-2021年EPS为0.53、0.53、0.68元，BVPS为4.69、5.03、5.52元，按2020年3月9日收盘价计算，对应PB为1.31、1.22、1.11倍，由于焊管上市公司暂无一致预期，我们参考国内油气输送产业链中主要做油气勘探用管的常宝股份、久立特材，以及用于城乡管道的新兴铸管，平均PB(2020E, Wind一致预期)为1.24倍。考虑到国家管网公司成立后，资本开支有望放量、市场开放水平有望提高，公司获得更多三桶油订单的概率增加，业绩或有较高增长。此外，放开市场的主要是长输管道建设环节，公司较勘探用管公司受益程度可能更高。我们给予公司2020年1.30-1.40倍PB估值，目标价6.51-7.01元，首次覆盖给予“增持”评级。

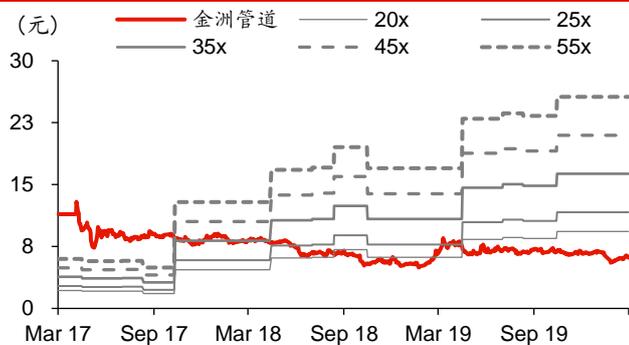
图表55：可比公司估值表

证券代码	证券简称	PB (2020E)
002478	常宝股份	1.03
002318	久立特材	2.02
000778	新兴铸管	0.66
均值		1.24
002443	金洲管道	1.23

资料来源：Wind、华泰证券研究所；数据截至2020年3月9日，均取Wind一致预期

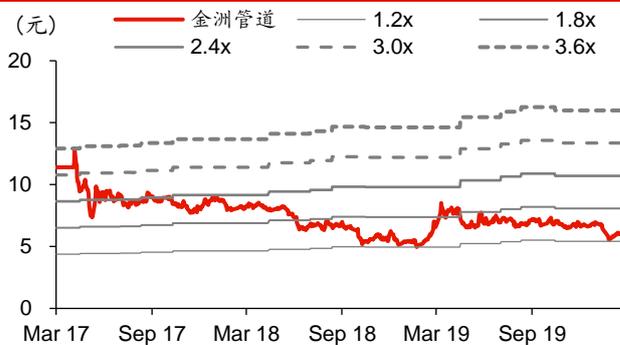
PE/PB-Bands

图表56：金洲管道历史PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表57：金洲管道历史PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

宏观经济超预期下行。国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到钢铁行业的整体表现，从而影响公司业绩。

下游需求不及预期。若油气长输管道投资不及预期，或基建、房地产投资大幅放缓，导致城乡管道建设停滞，可能会使公司业绩下行。

原料价格上涨。若热轧带钢、锌锭价格大幅上涨，或抬升公司成本，影响公司盈利。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,948	2,547	2,422	2,379	2,641
现金	188.46	466.51	252.40	267.41	486.49
应收账款	442.86	506.48	545.57	526.34	551.97
其他应收账款	23.13	35.08	60.64	63.82	64.90
预付账款	172.51	292.91	270.56	269.46	272.60
存货	719.46	889.89	919.54	874.57	897.62
其他流动资产	401.45	355.71	373.17	377.89	366.98
非流动资产	1,308	1,210	1,280	1,337	1,381
长期投资	183.07	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	754.61	883.56	972.34	1,040	1,092
无形资产	133.68	234.78	231.70	228.32	224.83
其他非流动资产	236.37	91.99	76.00	68.15	64.12
资产总计	3,256	3,757	3,702	3,716	4,021
流动负债	828.79	1,187	1,037	843.86	855.53
短期借款	510.40	646.50	559.14	360.00	360.00
应付账款	163.00	131.38	157.00	143.75	149.59
其他流动负债	155.40	408.70	320.46	340.11	345.94
非流动负债	168.48	158.93	60.63	66.20	74.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	168.48	158.93	60.63	66.20	74.18
负债合计	997.27	1,346	1,097	910.06	929.71
少数股东权益	129.79	143.90	165.94	188.02	216.33
股本	520.54	520.54	520.54	520.54	520.54
资本公积	773.66	773.66	773.66	773.66	773.66
留存公积	834.34	973.30	1,145	1,324	1,581
归属母公司股东权益	2,129	2,267	2,439	2,618	2,875
负债和股东权益	3,256	3,757	3,702	3,716	4,021

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(3.64)	15.18	147.41	476.18	474.61
净利润	165.75	205.12	297.41	297.85	381.96
折旧摊销	68.81	74.72	80.22	93.42	105.95
财务费用	29.47	32.06	21.72	16.70	11.35
投资损失	(25.19)	5.94	(4.44)	(0.98)	(2.13)
营运资金变动	(259.32)	(301.63)	(179.54)	65.41	(33.38)
其他经营现金	16.84	(1.03)	(67.96)	3.78	10.87
投资活动现金	335.81	98.21	(147.56)	(149.02)	(147.87)
资本支出	99.55	110.69	150.00	150.00	150.00
长期投资	(120.16)	(305.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	315.20	(96.09)	2.44	0.98	2.13
筹资活动现金	(306.00)	72.38	(213.96)	(312.15)	(107.66)
短期借款	(254.80)	136.10	(87.36)	(199.14)	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(51.20)	(63.72)	(126.60)	(113.00)	(107.66)
现金净增加额	26.16	185.77	(214.11)	15.01	219.08

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,863	4,808	5,048	4,919	5,129
营业成本	3,408	4,182	4,256	4,100	4,193
营业税金及附加	13.52	16.98	17.77	17.33	18.07
营业费用	87.57	122.41	170.16	177.91	190.61
管理费用	77.86	94.61	113.49	116.33	119.50
财务费用	29.47	32.06	21.72	16.70	11.35
资产减值损失	6.22	5.54	(15.00)	5.00	5.00
公允价值变动收益	(6.50)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.19	(5.94)	4.44	0.98	2.13
营业利润	191.78	230.85	356.49	350.41	449.36
营业外收入	0.76	11.65	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.39	0.41	6.60	0.00	0.00
利润总额	192.14	242.08	349.89	350.41	449.36
所得税	26.39	36.97	52.48	52.56	67.40
净利润	165.75	205.12	297.41	297.85	381.96
少数股东损益	3.10	14.11	22.04	22.08	28.31
归属母公司净利润	162.65	191.01	275.36	275.77	353.65
EBITDA	290.06	337.63	458.43	460.53	566.66
EPS (元, 基本)	0.31	0.37	0.53	0.53	0.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	46.44	24.46	5.00	(2.55)	4.28
营业利润	225.47	20.37	54.42	(1.71)	28.24
归属母公司净利润	158.92	17.44	44.16	0.15	28.24
获利能力 (%)					
毛利率	11.78	13.02	15.68	16.66	18.25
净利率	4.21	3.97	5.46	5.61	6.89
ROE	7.64	8.42	11.29	10.53	12.30
ROIC	8.39	8.33	10.87	10.58	12.95
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.63	35.81	29.64	24.49	23.12
净负债比率 (%)	51.18	48.05	50.96	39.56	38.72
流动比率	2.35	2.15	2.34	2.82	3.09
速动比率	1.48	1.39	1.44	1.77	2.03
营运能力					
总资产周转率	1.19	1.37	1.35	1.33	1.33
应收账款周转率	8.20	9.27	8.80	8.39	8.71
应付账款周转率	26.38	28.41	29.52	27.26	28.59
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.37	0.53	0.53	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.01)	0.03	0.28	0.91	0.91
每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.36	4.69	5.03	5.52
估值比率					
PE (倍)	19.65	16.73	11.61	11.59	9.04
PB (倍)	1.50	1.41	1.31	1.22	1.11
EV_EBITDA (倍)	12.14	10.43	7.68	7.64	6.21

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com