

金洲管道 (002443)

证券研究报告

2019年10月29日

受益能源投资回暖 业绩重回景气通道

公司主营管材产品 后期产量仍有增长空间

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。按照运用领域不同，油气输送用焊接钢管包括螺旋缝埋弧焊管、直缝埋弧焊管、直缝高频电阻焊管三大类；城市燃气低压庭院管网和入户管道广泛使用 PE 燃气管和镀锌管；油气集输和建筑给排水采用钢塑复合管、不锈钢复合管。公司在建产线包括年产 20 万吨螺旋焊管项目及年产 10 万吨钢塑复合管项目等。预计产线投产后，产能有望得到大幅增长。

受益油气投资回暖及地下管廊建设 年度业绩或将创历史新高

天然气“十三五”规划期间需新建天然气管道 4 万公里，按照 2017 年总长度 7.4 万公里计算，2017-2020 三年需年均建设 1 万公里，而 2015-2017 两年年均建设 0.5 万公里，因此理论上 2017-2020 年管道建设年均投资额需达到前两年平均水平的 2 倍；根据石油“十三五”规划，到 2020 年，我国原油管道里程要由 2015 年的 2.7 万公里达到 3.2 万公里，年均增长率为 3.46%，因此未来我国管网工程以及钢管和板材需求巨大。除此之外，多省市已经积极主动出台相关规划，地下综合管廊建设正在加速推进。城市地下综合管廊建设项目的推进，有利于燃气管道和给排水管道行业的发展。受益油气投资回暖及地下管廊建设，公司产品后期或将得到持续需求。截至三季度，公司实现归母净利润 1.61 亿元，同比增长 46.90%。公司产品需求较好，年度业绩或将创历史新高。

盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的营收分别为 50.00 亿元、52.50 亿元、55.65 亿元，EPS 分别为 0.42 元/股、0.45 元/股、0.50 元/股，对应 PE 分别为 16.70X、15.65X、14.07X。2010 年以来，公司历史 PE_TTM 均值为 44.83X，中位数为 33.30X，1/4 分位数为 27.00X。而当前公司 PE_TTM 仅为 16.14X，处于历史较低水平。通过与对标公司常宝股份、久立特材进行对比，结合公司前三季度业绩表现，我们认为未来半年公司目标 PE 为 19X，对应目标价为 8.04 元，给予公司“增持”评级。

风险提示：油气投资回落致产品需求减弱，产线投产进度不及预期及公司自身经营风险等。

投资评级

行业	钢铁/钢铁
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	6.99 元
目标价格	8.04 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	520.54
流通 A 股股本(百万股)	510.69
A 股总市值(百万元)	3,638.54
流通 A 股市值(百万元)	3,569.74
每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	28.92
一年内最高/最低(元)	8.85/5.08

作者

马金龙 分析师
SAC 执业证书编号: S1110519030001
majinlong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,862.95	4,807.69	5,000.00	5,250.00	5,565.00
增长率(%)	46.44	24.46	4.00	5.00	6.00
EBITDA(百万元)	233.66	454.99	324.57	340.55	364.13
净利润(百万元)	162.65	191.01	220.40	235.20	261.60
增长率(%)	158.91	17.44	15.39	6.71	11.23
EPS(元/股)	0.31	0.37	0.42	0.45	0.50
市盈率(P/E)	22.63	19.27	16.70	15.65	14.07
市净率(P/B)	1.73	1.62	1.53	1.45	1.37
市销率(P/S)	0.95	0.77	0.74	0.70	0.66
EV/EBITDA	21.31	6.77	11.55	11.05	9.45

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 公司发展历程及股权结构	4
1.2. 公司主要经营品种	5
2. 公司经营情况	6
2.1. 主营业务情况	6
2.2. 公司主要财务指标分析	7
2.2.1. 行业格局逐渐改善 产品售价及营业收入连续回暖	7
2.2.2. 原材料价格为成本端主要影响因素	8
2.2.3. 产品毛利率有所恢复 归母净利润显著增加	9
2.2.4. 资产负债率显优势 三项费用后期仍有优化空间	10
3. 公司竞争力分析	11
3.1. 中央决定组建管网公司 公司管材具有持续需求	11
3.2. 特高压输电线路建设迎来高峰期	13
3.3. 地下综合管廊建设有利于燃气及给排水管道发展	14
4. 盈利预测	14
4.1. 主营业务分析	14
4.2. 公司有望保持稳定盈利 给予“增持”评级	15

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构图	5
图 3: 公司历年管道总产量 (单位: 万吨)	6
图 4: 公司历年分产品销量 (单位: 万吨)	7
图 5: 2018 年公司营业收入分产品构成	7
图 6: 公司历年营业收入及增速 (单位: 亿元)	7
图 7: 历年来镀锌钢管、焊接管价格走势 (单位: 元/吨)	8
图 8: 历年来公司营业收入及同比增速 (单位: 亿元)	8
图 9: 公司历年来分产品营业收入占比	8
图 10: 历年来带钢及锌锭价格 (单位: 元/吨)	8
图 11: 历年来公司营业成本 (单位: 亿元)	8
图 12: 公司历年来分产品营业成本占比	9
图 13: 公司历年来归母净利润及增速 (单位: 亿元)	9
图 14: 公司历年来归母净利润及销售净利率 (单位: 亿元)	9
图 15: 公司近年来管道制造业毛利率及净利率	10
图 16: 公司历年来销售、管理费用率	10
图 17: 公司近年来三项费用及占比 (单位: 亿元)	10

图 18: 公司历年研究开发费用及同比变化 (单位: 亿元)	11
图 19: 历年来申万行业及公司研发费用率	11
图 20: 公司历年来财务费用及资产负债率 (单位: 亿元)	11
图 21: 公司资产负债率与申万特钢行业资产负债率	11
图 22: 我国石油和天然气投资完成额及累计增速 (单位: 亿元, %)	12
图 23: 电力、热力的生产供应业投资及增幅 (单位: 亿元)	13
图 24: 公司历史 PE_TTM 走势	16
表 1: 公司主要产品、特点及运用	5
表 2: 发改委近两年批复油气项目	12
表 3: “十三五”时期石油发展主要目标	12
表 4: 公司主营产品拆分 (单位: 亿元)	14
表 5: 可比公司财务数据	15

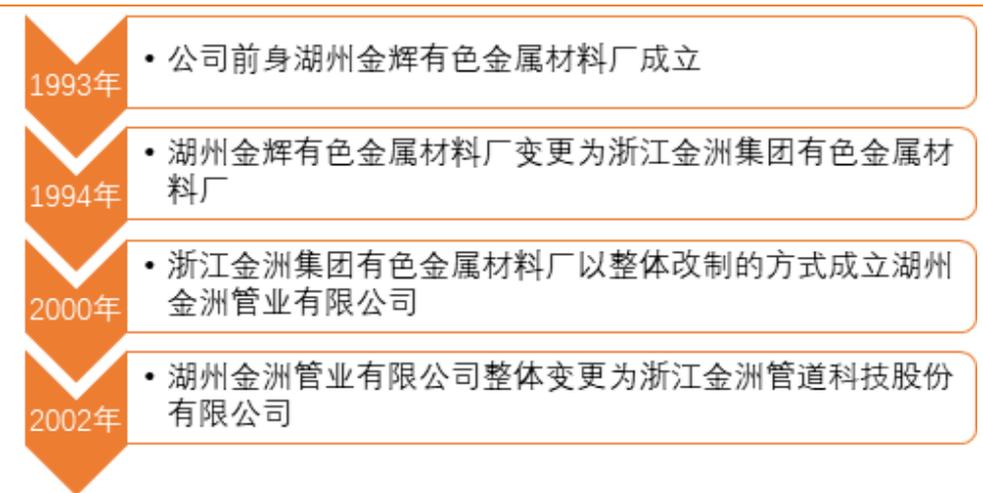
1. 公司简介

公司位于浙江省湖州市，是一家主营高等级石油工业用管道和新一代绿色民用管道研发制造的上市公司。公司是我国最大的镀锌钢管、螺旋焊管和钢塑复合管供应商之一，主导产品有热浸镀锌钢管、高频焊管、钢塑复合管、双面埋弧焊螺旋钢管、直缝埋弧焊钢管、ERW直缝电阻焊钢管、涂漆钢管、涂敷钢管、钢塑管配件，产品广泛应用于国内外石油天然气长输管线、城市管网、重化工、大型输水管道、核能和超高压输电线路电力铁塔等领域。同时公司高度重视技术研发，是国家重点扶持高新技术企业和创新型试点企业，多条生产线委托知名机构设计开发，引进国外先进设备，综合工艺技术和生产自动化水平全国领先。公司正在全面推进由“低成本竞争战略”向“产品差异化竞争战略”转型、由“重规模扩张战略”向“创造精品战略”转型、由“产品制造商”向“系统服务供应商”转型，重点打造“生产自动化、管理精细化、市场全球化”的管道先进制造业基地。

1.1. 公司发展历程及股权结构

公司全称为“浙江金洲管道科技股份有限公司”，成立于 2002 年。1993 年，公司前身湖州金辉有色金属材料厂成立；1994 年，随着国家深化企业改革、全面转换经营机制等方针政策的推行，湖州金辉有色金属材料厂变更为浙江金洲集团有色金属材料厂；2000 年，浙江金洲集团有色金属材料厂以整体改制的方式成立湖州金洲管业有限公司；2002 年，湖州金洲管业有限公司进行战略重组，整体变更为浙江金洲管道科技股份有限公司。

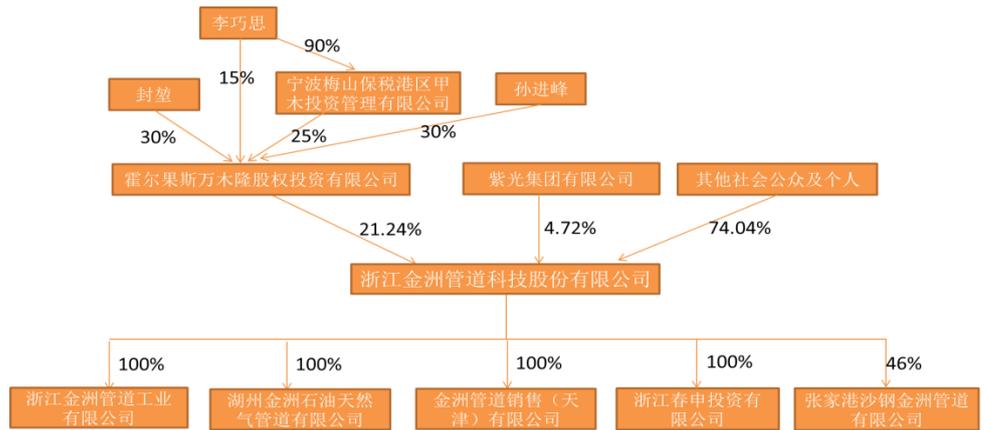
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2010 年 7 月 6 日，公司在深圳证券交易所上市，首发股数为 3350 万，股票代码为 002443.SZ。截至 2018 年 6 月 30 日，公司总股本为 5.2 亿股，其中 97.5% 为流通 A 股，2.5% 为限售 A 股。根据 2019 年三季报，公司第一大股东为霍尔果斯万木隆股权投资有限公司，持股比例为 21.24%，前十大股东总持股比例为 34.56%，公司实际控制人为封堃、李巧思、孙进峰。公司 100% 控股的子公司有浙江金洲管道工业有限公司，湖州金洲石油天然气管道有限公司，金洲管道销售（天津）有限公司，浙江春申投资有限公司。同时公司以 46% 的比例持股张家港沙钢金洲管道有限公司。

图 2：公司股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 公司主要经营品种

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。按照运用领域不同，油气输送用焊接钢管包括螺旋缝埋弧焊管、直缝埋弧焊管、直缝高频电阻焊管三大类；城市燃气低压庭院管网和入户管道广泛使用 PE 燃气管和镀锌管；油气集输和建筑给排水采用钢塑复合管、不锈钢复合管。

2014 年底，公司石油天然气输送用预精焊螺旋缝埋弧焊管项目全套引进德国西马克梅尔集团 PWS 公司国际先进的预焊+精焊二步法生产设备和控制软件并投产运行，有效提升了产品质量。

表 1：公司主要产品、特点及运用

产品名称	生产特点	运用领域
直缝埋弧焊钢管	采用先进的德国技术大口径直缝埋弧焊管生产线，配有一条 3PP/3PE/FBE 外防腐生产线、一条 FBE 内防腐生产线	陆上和海上石油、天然气、化工、煤浆、矿浆、水等介质的输送用管，以及海洋平台、电站、化工、城市建筑、桥梁工程、钢结构等用管
ERW 直缝焊石油天然气钢管	拥有焊钢管自动化生产线，主要设备从美国进口，具有一流的高频直缝电阻焊管生产能力	原油、成品油、天然气、水煤浆及其混合介质的输送及机械结构制造、大型工程建设等行业
双面埋弧螺旋钢管	采用内外双面埋弧自动焊接，每条生产线均配有水压机、先进的超声波全管母材及焊缝自动探伤系统、X 射线实时成像探伤系统，采用先进控制器对整条生产线进行控制	石油、天然气、化工、供热、供气、盐卤等各种流体以及矿浆、煤粉等液态和粉状固体的输送，也可用作架子管、工程结构管和打桩管
FBE/2PE/3PE 防腐钢管	配备了多条 FBE/2PE/3PE 自动防腐生产线，采用德国瓦格纳尔静电喷涂和南塑挤出缠绕等先进工艺和装备，具有综合的优异防腐性能	应用于石油、天然气长输管线、埋地输水、输气、输油管道。
钢塑复合管	包括衬塑钢管、涂塑钢管、衬塑玛钢管件，以定制生产的优质钢管为基体，采用先进工艺衬涂而成	油气集输、建筑工程建设等
PE 燃气管材管件	具有国际先进水平聚烯烃管材生产线，同时引进世界知名集团的 10 条管件生产线，	燃气行业等

	配套国内先进管件模具及其它辅助设备	
PP-R/PE 给水管材管件	产品具有防腐，自重轻，生产使用高效节能，安装储运方便，能回收利用的特点	市政排污、高速公路、运动场雨水排放工程以及排水、防洪、农田灌溉；冷热自来水、纯净水以及工业化学物质的输送和食品饮料业生产等
镀锌无缝钢管	钢采用电弧炉加炉外精炼或氧化转炉加炉外精炼方式冶炼；钢管采用热轧（挤压、扩）或冷拔（轧）无缝方法制造	能源、建筑行业，燃气管道等
镀锌导线专用管	以优质直缝高频电阻焊钢管为原料热浸镀锌而成，具有不易变形、抗压能力强以及良好的防腐、防火等性能	电线、电缆
热浸镀锌管	实现在线去毛刺和 ET 涡流探伤、锌层平均厚度不低于 500g/m ² 、100%水压检测等先进工艺控制，具有更强防腐性能	燃气管道等
高频焊管	以优质碳素结构钢为原料，经直缝高频焊接而成	建筑构架、电缆护管、钢木家具、健身器械等

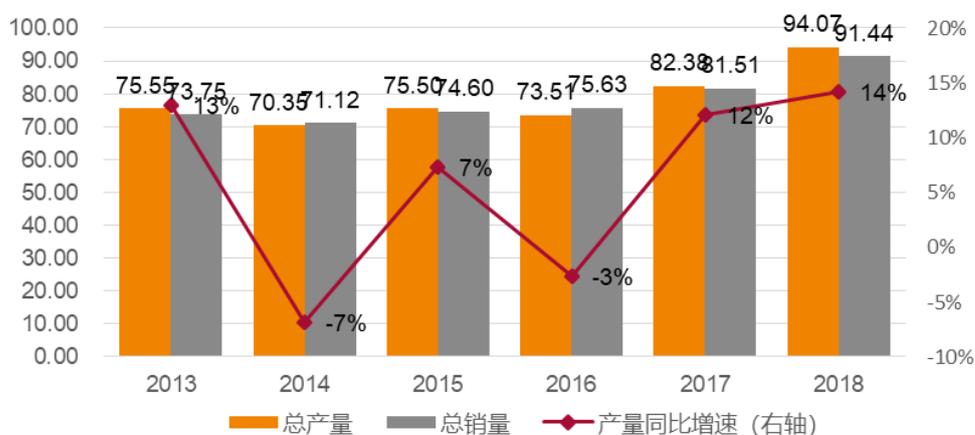
资料来源：公司官网，天风证券研究所

2. 公司经营情况

2.1. 主营业务情况

公司主营业务为管道制造，公司营业收入中超过 95%来源于此。主要产品包括镀锌钢管，螺旋焊管，钢塑复合管和直缝埋弧焊管等。公司近年来产品总产量稳中有涨：2013 年，公司管道总产量为 75.55 万吨，总销量为 73.75 万吨；2014 年，油气管道项目投资阶段性放缓，原油钢材价格持续下降，公司产量下降 7%，其中螺旋焊管和直缝埋弧焊管销量下滑较为明显；2015 年，公司镀锌钢管、钢塑复合管、高频直缝焊管及直缝埋弧焊管产销量同比出现较大幅度增长；2016 年，公司产品总产量小幅下滑，但石油产量稳定增长、天然气“十三五”规划出台、特高压输电线路迎来高峰期带动产品销量出现稳步上升，而“年产 10 万吨新型钢塑复合管项目”基本竣工投产则为后期的产销量快速增长打下基础；2017 年，公司管道产品产销量登上新台阶，总产量达到 82.38 万吨，同比增速为 12%。2018 年，公司新客户增加，销售区域拓宽，管道总销量再创新高，总销量达 91.44 万吨，同比增长 12.18%。

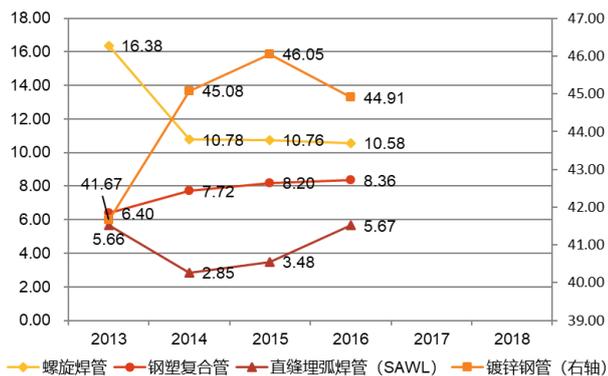
图 3：公司历年管道总产量（单位：万吨）



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

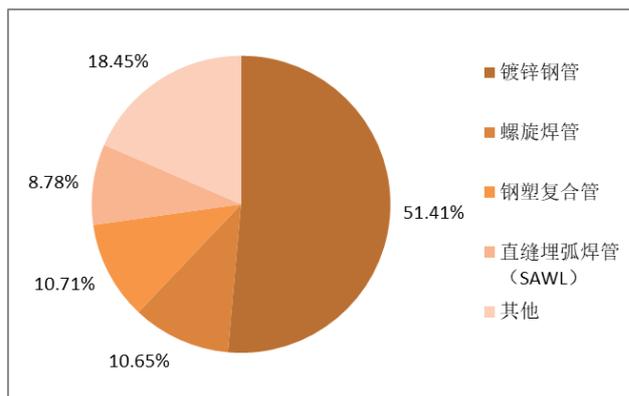
分产品来看，公司历年镀锌钢管销量均在 40 万吨以上，为主要生产品种，2018 年营收占比为 51.4%；螺旋焊管销量虽持续下降，但仍保持 10 万吨以上，高于其他品种产量。截至 2018 年，公司镀锌钢管、钢塑复合管、螺旋焊管、直缝埋弧焊管产品营收占比分别为 51.41%、10.71%、10.65%、8.78%，该四类产品占营业收入总占比达到 80%以上。

图 4：公司历年分产品销量（单位：万吨）



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

图 5：2018 年公司营业收入分产品构成



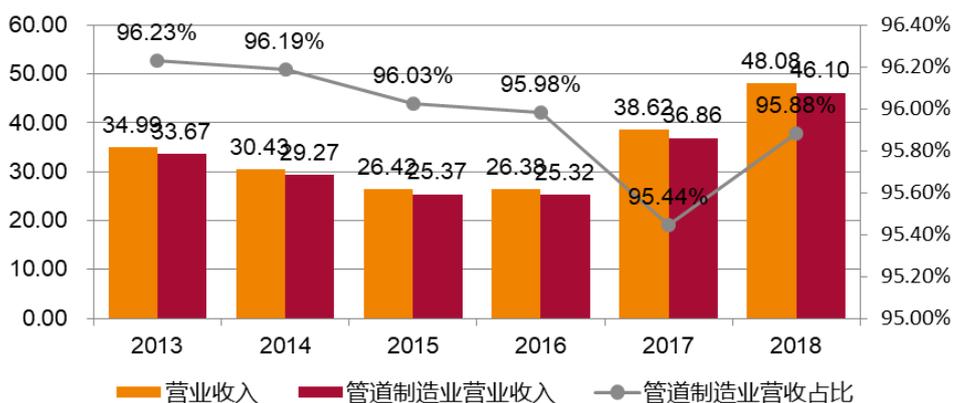
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.2. 公司主要财务指标分析

2.2.1. 行业格局逐渐改善 产品售价及营业收入连续回暖

公司营业收入 95%以上来源于管道制造业营收。截至 2018 年，公司实现营业收入 48.08 亿元，其中管道制造业营业收入 46.10 亿元，占比 95.88%。

图 6：公司历年营业收入及增速（单位：亿元）

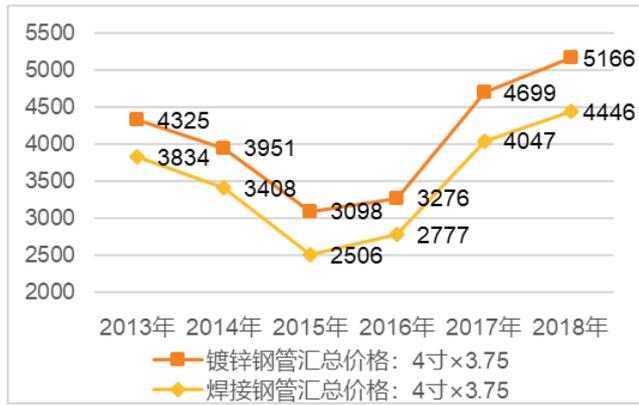


资料来源：wind，天风证券研究所

公司管道制造业营收主要来自于镀锌钢管、焊接管、钢塑复合管等管道产品，其主要应用于油气运输、给水排水、建筑通讯等重要领域。公司营业收入与产品价格相关性极高。2015 年之前，受整体宏观经济下滑及行业产能过剩影响，公司产品单价连续下滑。以镀锌钢管 4 寸*3.75 及焊接钢管 4 寸*3.75 为例，2013 年，镀锌管及焊接管价格分别为 4325 元/吨、3834 元/吨；2015 年，镀锌管及焊接管价格分别为 3098 元/吨、2506 元/吨，相比 2013 年降幅分别达到 28.37%、34.64%。2016 年以来，钢铁行业去产能、供给侧改革等政策措施成效初显，产品价格有所恢复。截至 2018 年，镀锌钢管、焊接钢管均价分别为 5166 元/吨、4446 元/吨，较 2015 年低点分别上涨 66.75%、77.41%。

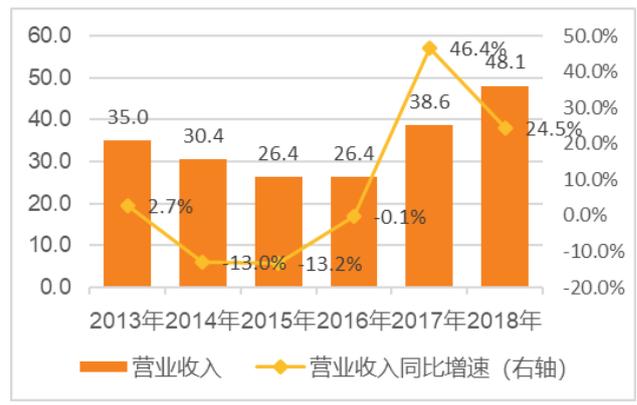
公司营业收入与产品销售价格走势基本趋同：2013-2015 年，公司营业收入连续下滑；2016 年以来，产品销售单价有所回暖，公司营业收入随之大幅增长。截至 2018 年，公司实现营业收入 48.1 亿元，同比增长 24.5%。

图 7：历年来镀锌钢管、焊接管价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

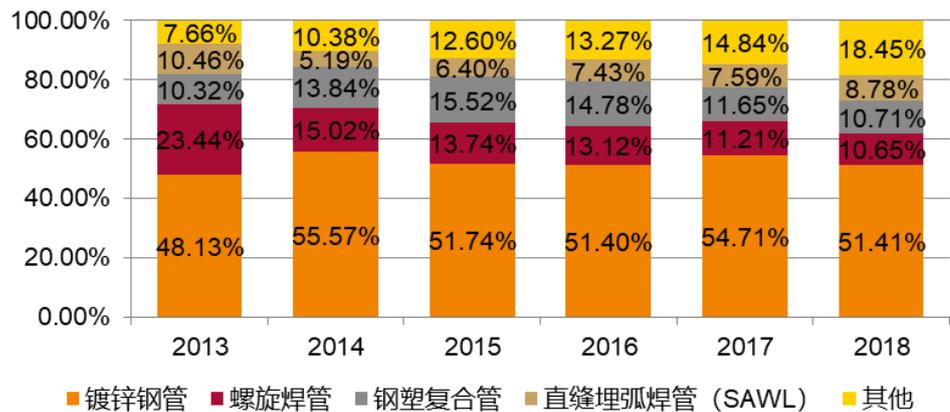
图 8：历年来公司营业收入及同比增速（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

分产品来看，近年来公司镀锌钢管产品营收占比一直在 50%以上，为公司的主要营收来源，其次分别为螺旋焊管、钢塑复合管及直缝埋弧焊管。截至 2018 年，公司镀锌钢管、螺旋焊管、钢塑复合管、直缝埋弧焊管的营收占比分别为 51.41%，10.65%，10.71%，8.78%。

图 9：公司历年来分产品营业收入占比



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.2. 原材料价格为成本端主要影响因素

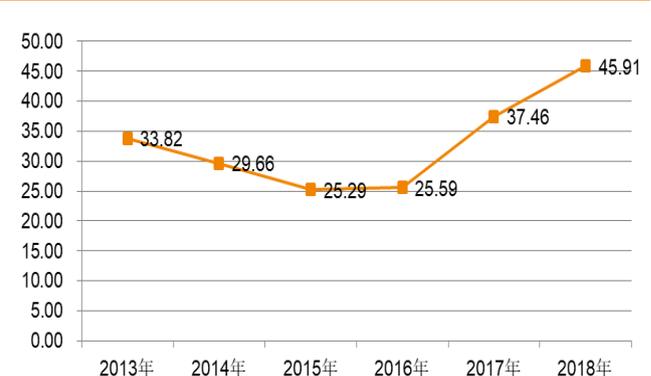
公司产品的原材料为带钢和锌锭。根据公司公告，2017 年，带钢占总营业成本的 76.7%，锌锭占比 11.7%。作为主要原材料的带钢是影响营业成本的主要因素，带钢价格走势与营业成本变动趋势基本相同。2013 至 2015 年，带钢价格下降，营业成本随之下降；2016 年，虽带钢价格大幅回升，但由于公司产品产量下降影响，营业成本仅小幅上升。随后由于带钢价格回升以及产量增加，营业成本又逐年上升。

图 10：历年来带钢及锌锭价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

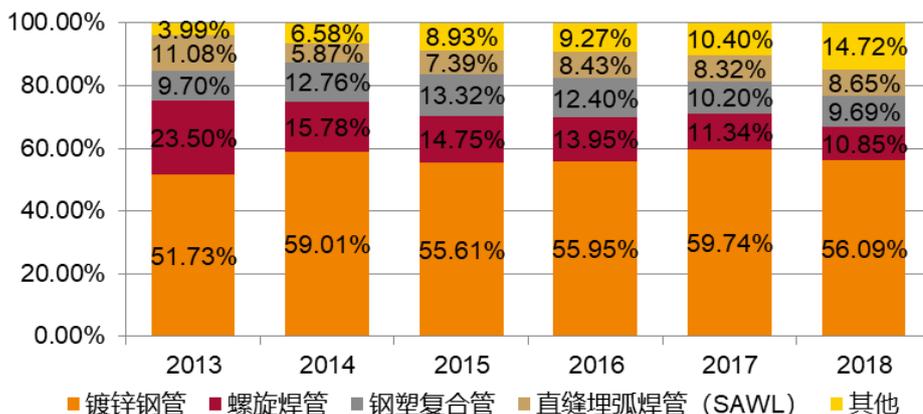
图 11：历年来公司营业成本（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

分产品来看，镀锌钢管作为公司主要产品，历年来占营业成本比重均在 50%以上，2017 年，镀锌钢管占营业成本的 59.74%，较上一年提升近 4%。2018 年虽有所下降，但仍占比达到 56.09%。由于产量下降影响，螺旋焊管占营业成本的比重也由 2013 年的 23.5%下降至 2018 年的 10.85%。

图 12：公司历年来分产品营业成本占比



资料来源：公司历年公告，天风证券研究所

2.2.3. 产品毛利率有所恢复 归母净利润显著增加

公司的归母净利润受管材产量及净利率两方面因素综合影响。如上文所述，自 2016 年供给侧改革以来，公司产品利润率得到明显修复。截至 2017 年，公司主营产品销售净利率 4.29%，为近年来高点，而 2017 年受下游油气及电力需求扩张因素影响，公司管道产品产销量再上新台阶，总产量达到 82.38 万吨。以上两方面因素综合导致公司 2017 年归母净利润大幅增加，同比增长 158.91%。2018 年，公司实现归母净利润 1.91 亿元，在 2017 年利润大幅增长前提下，再次同比增长 18.03%。

图 13：公司历年来归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：公司历年来归母净利润及销售净利率（单位：亿元）



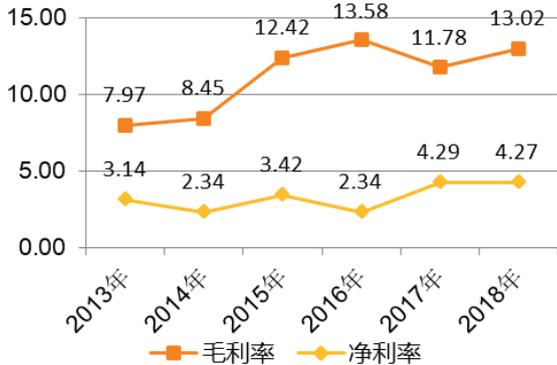
资料来源：wind，天风证券研究所

公司主营产品为管道类产品。与普钢产品不同，公司产品为钢铁企业后端再加工产品，产品附加值高于普钢产品。例如在 2013-2015 年钢铁行业整体回调阶段，普钢公司盈利水平较低，甚至出现大额亏损，而公司管材类产品仍能保持 7% 以上的综合毛利率。公司盈利水平较为稳定，伴随行业整体回暖及下游需求逐渐复苏，2016 年，公司毛利率达到 13.58%。

分品种来看，自 2014 年以来，公司不同品种毛利率均有不同程度增长。其中 2017 毛利率年略有回落，主要是因为作为公司主要产品的镀锌钢管和钢塑复合管毛利率在 2017 年同

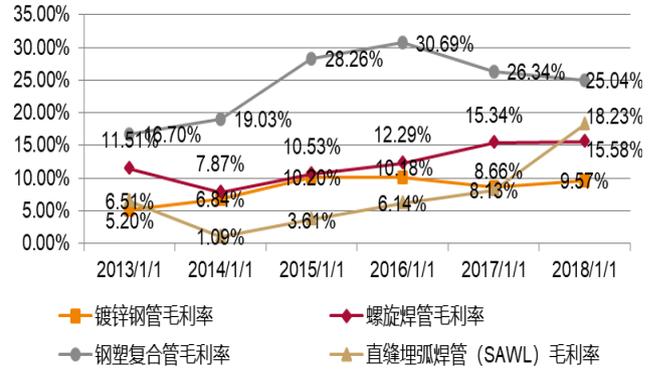
比均出现下降。2018 年，直缝埋弧焊管毛利率大幅上升，公司整体毛利率回升。钢塑复合管作为公司的特色品种，其毛利率一直高于其他品种。2018 年，公司钢塑复合管的毛利率为 25.04%，而同期直缝埋弧焊管、螺旋焊管、及镀锌钢管的毛利率分别为 18.23%、15.58%、9.57%。

图 15：公司近年来管道制造业毛利率及净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：公司历年来销售、管理费用率

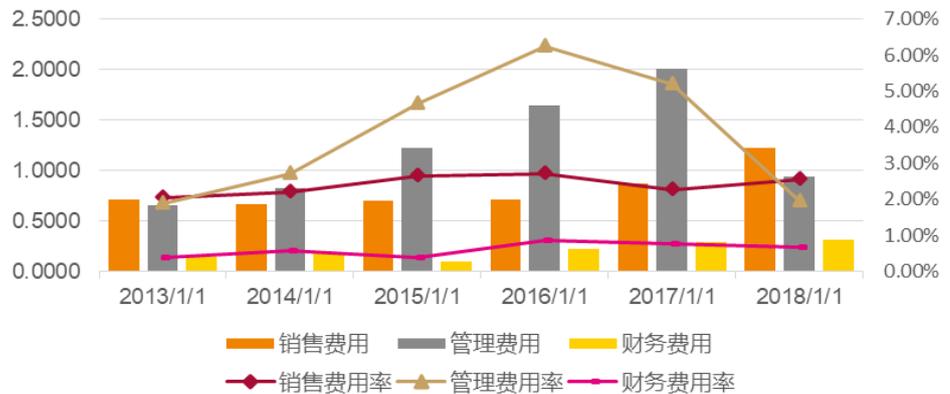


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2.4. 资产负债率显优势 三项费用后期仍有优化空间

值得提出的是，在 2015-2016 年间，公司出现毛利率显著增加而净利率维持 2-5% 区间内小幅波动的情况，其主要原因是由于近年来公司管理费用有所增加所致。截至到 2018 年，公司管理费用为 0.95 亿元，管理费用率 1.97%，较 2017 年下降 3.25%。公司毛利率为 13.02%，净利率 4.27%。

图 17：公司近年来三项费用及占比（单位：亿元）

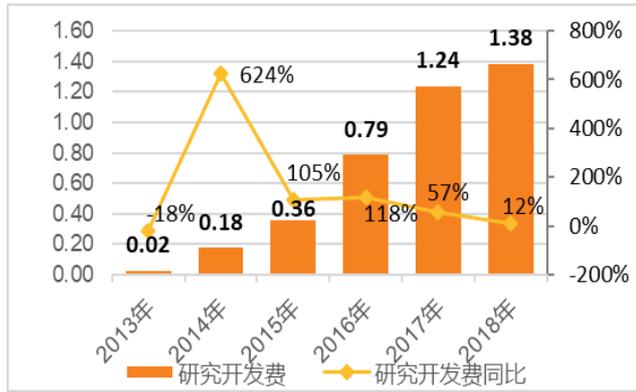


资料来源：wind，天风证券研究所

而公司管理费用率逐年增加，主要是由于公司研发投入较多。2013 年，公司研究开发费仅为 0.02 亿元，随后的几年内，公司研究开发费用不断增加，2016 年研发费用同比增加 118%，截至 2018 年，公司研究开发费用为 1.38 亿元，同比上一年度增加 12%。

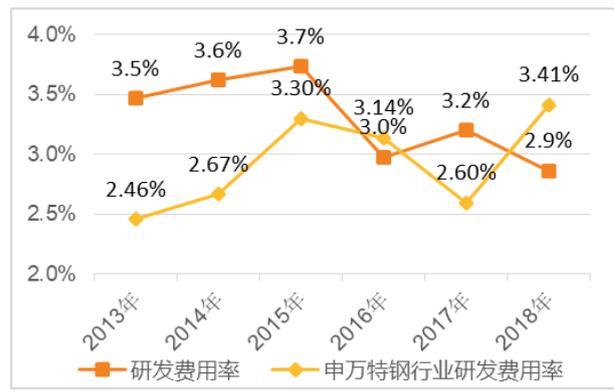
作为国家重点扶持高新技术企业和创新型试点企业，公司高度注重技术研发，拥有国家级技术中心，科研仪器设备总额达 3600 多万元。公司逐年加大产品科技研发力度，在提高了产品生产质量的同时，显著增强了其核心竞争力。公司作为特钢行业的优质企业，多年来，公司研发费用率位于 2.9%-3.7% 间小幅波动，平均表现高于申万特钢行业研发费用率。2018 年，公司研发费用同比增加 12%，但由于营业收入增幅较大，研发费用率较 2017 年略有下降，为 2.9%。

图 18：公司历年研究开发费用及同比变化（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

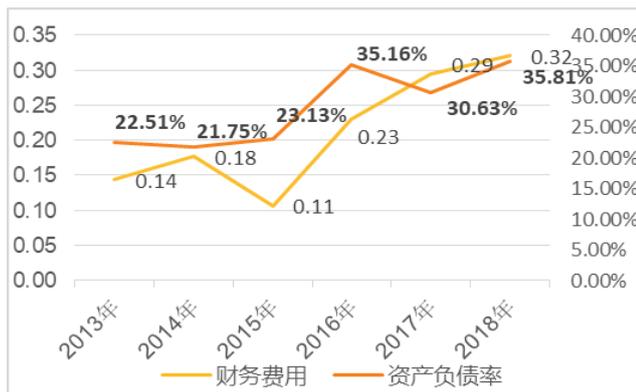
图 19：历年来申万行业及公司研发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

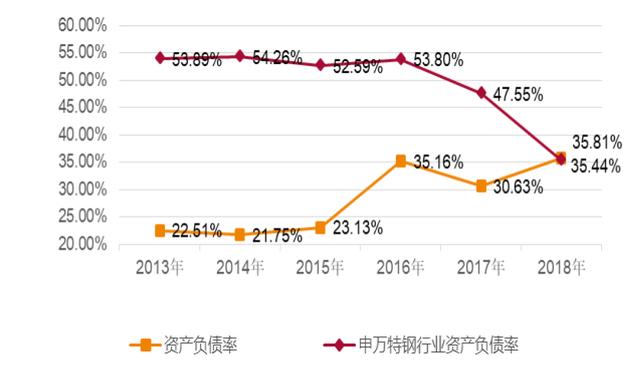
公司的财务费用与资产负债率息息相关。近年来公司研发投入加大一定程度上导致资产负债率有所扩大，但公司多年来资产负债率仍然小于申万特钢行业资产负债率。截至 2018 年，公司资产负债率为 35.81%，同期特钢行业资产负债率为 35.44%。公司 2018 年负债上升主要是因为销售收入持续增长，相应配套营运资金增加，并且收购湖州金州公司，将其纳入合并范围，致资产、负债及资产负债率均有所上升。但从长期趋势来看，较行业其他公司相比，公司当前资产负债率仍有优势。

图 20：公司历年来财务费用及资产负债率（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：公司资产负债率与申万特钢行业资产负债率



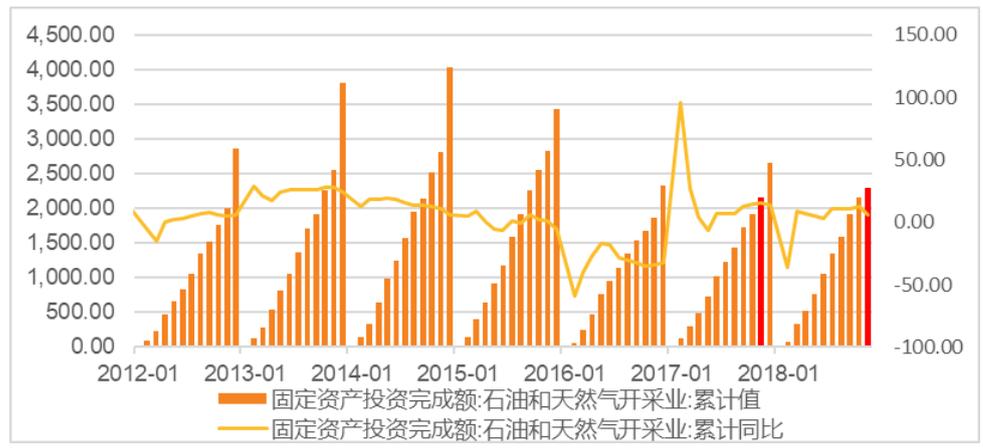
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 公司竞争力分析

3.1. 中央决定组建管网公司 公司管材具有持续需求

从油气投资数据来看，2015-2016 年，受整体经济形势下滑影响，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额呈下行趋势；2017 年以来，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额保持较快增长速度。2017 年，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额为 2648.93 亿元，同比增长 13.90%；截至到 2018 年 11 月，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额为 2287.42 亿元，同比增长 5.9%。

图 22：我国石油和天然气投资完成额及累计增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2017 年 4 月 19 日，发改委批复北京新机场场外供油项目，该项目总投资 24.8 亿，项目起止路线为自天津南疆油库引出，途径天津市滨海新区、津南区、东丽区、北辰区、宁河区、武清区，以及河北省廊坊市安次区、广阳区、永清县后进入北京新机场。工程管道管径按 2040 年输油量 1200 万吨进行设计。除此之外，2018 年 9 月 19 日，发改委还批复了山西沁水盆地马必区块南区煤层气对外合作项目、鄂尔多斯盆地东缘柳林煤层气对外合作项目以及沁水盆地成庄区块煤层气总体开发项目，该三项目为煤层气开发类项目，总投资额达到 77.9 亿元。油气行业投资稳步增长，后期有望继续带动公司产品需求。

表 2：发改委近两年批复油气项目

项目名称	项目类型	所属省份	批复时间	总投资金额（单位：亿元）
北京新机场场外供油项目	输油管道	天津	2017/4/19	24.83
山西沁水盆地马必区块南区煤层气对外合作项目	煤层气开发	山西	2018/9/19	46.4
鄂尔多斯盆地东缘柳林煤层气对外合作项目	煤层气开发	内蒙古	2018/9/19	25.6
沁水盆地成庄区块煤层气总体开发	煤层气开发	山西	2018/9/19	5.9

资料来源：发改委官方网站，天风证券研究所

2018 年以来，核电及油气项目投资数据回暖，国家批复多项重要项目，后期公司主营产品（不锈无缝管、不锈焊接管）需求仍然可期。

金洲管道是国内第一家以焊接钢管为主业的 A 股上市公司，公司生产的螺旋缝埋弧焊管、直缝埋弧焊管、直缝高频电阻焊管等产品主要用于石油、天然气等领域。根据公司公告，公司产品曾经跟参与中缅油气管道工程、坦桑尼亚天然气处理厂及输送管线项目、青海盐湖乙炔管道工程、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目等国内外知名大型能源管道项目的供货。今年中央全面深化改革委员会第七次会议强调，把稳方向突出实效全力攻坚，坚定不移推动落实重大改革举措。会议强调，推动石油天然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、投资主体多元化的石油天然气管网公司。而作为油气领域的重要环节，中国油气管网设施的建设、运营主要集中于少数大型央企。截至 2017 年底，我国长输天然气管道总里程达到 7.7 万公里，其中，中国石油天然气股份有限公司所属管道占比约 69%、中国石油化工股份有限公司占比约 8%、中国海洋石油总公司占比约 7%、其他公司占比约 16%。中国石油 2018 年天然气管道板块资本开支预计在 200 亿左右，同比 2017 年下降 18.46%，预计管网公司成立后，多元股权的市场化运作有利于提高整体的投资效率，并且管道与储运设施的投资积极性将大幅提高。

表 3：“十三五”时期石油发展主要目标

指标	单位	2015	2020	年增长率
累积探明储量	亿吨	371.7	420	2.47%
产量	亿吨/年	2.14	2 以上	—

石油表观消费量	亿吨/年	5.47	5.9	1.52%
石油净进口量	亿吨/年	3.33	3.9	3.21%
原油管道里程	万公里	2.7	3.2	3.46%
原油管输能力	亿吨/年	5.3	6.5	4.17%
成品油管道里程	万公里	2.1	3.3	9.46%
成品油管输能力	亿吨/年	2.1	3	3.51%

资料来源：石油十三五规划，天风证券研究所

天然气“十三五”规划期间需新建天然气管道 4 万公里，按照 2017 年总长度 7.4 万公里计算，2017-2020 三年需年均建设 1 万公里，而 2015-2017 两年年均建设 0.5 万公里，因此理论上 2017-2020 年管道建设年均投资额需达到前两年平均水平的 2 倍；根据石油“十三五”规划，到 2020 年，我国原油管道里程要由 2015 年的 2.7 万公里达到 3.2 万公里，年均增长率为 3.46%，因此未来我国管网工程以及钢管和板材需求巨大。

3.2. 特高压输电线路建设迎来高峰期

“十三五”期间，国家电网将从电网格局、建设质量、大电网安全以及创新发展等目标入手，构建更安全、高效、坚强的电网。预计到 2025 年，建设东部、西部电网同步联网工程。“十三五”期间，将加快同步电网优化升级整合，2017 年全面建成纳入国家大气污染防治行动计划的“四交四直”和酒泉—湖南特高压直流工程，2020 年形成东部、西部特高压交流主网架。高强度、大规模电网建设将贯穿整个“十三五”，特高压建设迎高峰期。

“十三五”特高压工程规划分三批建设：

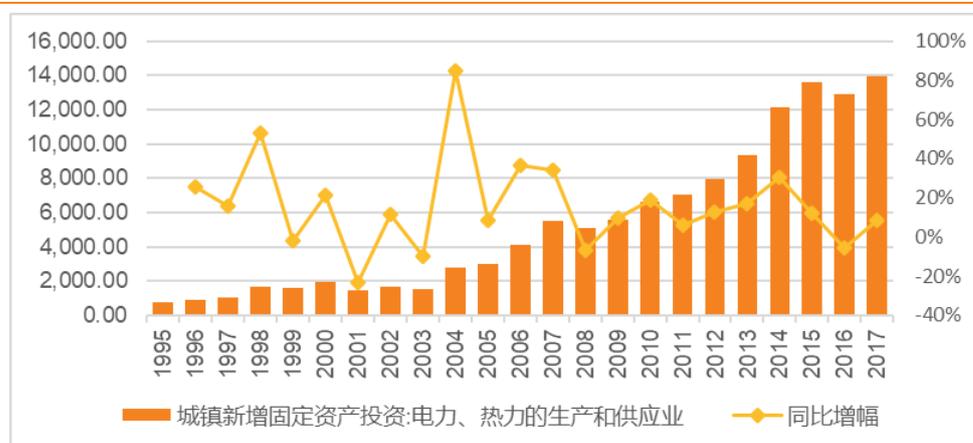
第一批“五交八直”工程。为治理东中部地区严重雾霾，满足西部北部能源基地和西南水电基地电力外送需要，提高电网安全稳定水平，加快建设“五交八直”特高压工程。2016 年已经开工建设，2018~2019 年建成投产。

第二批“四交两直”工程。为加快形成东部、西部同步电网，建设东北特高压环网，东北与华北、西北与西南、华北—华中与华东特高压交流联络通道，以及金上一赣州、俄罗斯—霸州直流等特高压工程，2018 年前开工，2019~2020 年建成投产。

第三批“三交一直”工程。2020 年以前开工建设东部电网内部网架加强工程、内蒙古特高压主网架、西部电网向新疆和西藏特高压延伸工程，以及伊犁—巴基斯坦直流等工程。

国家电网董事长刘振亚谈“十三五”电网发展目标指出，到“十三五”末，特高压建设线路长度和变电（换流）容量分别达到 8.9 万公里、7.8 亿千伏安（千瓦），较 2016 年新增线路 1.3 万公里，变电（换流）容量增加 2.3 亿千伏安（千瓦）。特高压交流电网建设，对高品质直缝焊管的需求量巨大，每公里用量可达 220 吨左右。

图 23：电力、热力的生产供应业投资及增幅（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3.3. 地下综合管廊建设有利于燃气及给排水管道发展

2014年10月，住建部提出目标要求：用3年左右时间在全国36个大中城市全面启动地下综合管廊试点工程，为后续城市地下管廊建设提供案例和参照，有望带动全国建设地下综合管廊的积极性。国务院要求2020年建设完成一批完善的地下管廊体系，假设每年投资额均相同且2020年完成投资，则每年廊体投资额约为3200-6400亿元。

据住房城乡建设部统计数据，截至2016年12月20日，全国147个城市28个县（市）已累计开工建设城市地下综合管廊2005公里，全面完成了年度目标任务。2017年伊始，为城市看不见的“生命线”，多省市积极主动出台相关规划，地下综合管廊建设正在加速推进。地下综合管廊建设可有效改变“天空蜘蛛网之困、马路拉链之苦”，促进城市空间集约化利用。城市地下综合管廊建设项目的推进，有利于燃气管道和给排水管道行业的发展。

4. 盈利预测

4.1. 主营业务分析

通过对公司主营业务进行拆分，我们认为未来公司的主营产品经营情况如下表所示：

表4：公司主营产品拆分（单位：亿元）

产品/项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
镀锌管						
收入	13.56	21.13	24.72	25.49	26.36	27.35
成本	12.18	19.30	22.36	23.13	24.00	24.99
毛利	1.38	1.83	2.37	2.44	2.54	2.64
毛利率(%)	10.18	8.66	9.57	9.59	9.62	9.66
直缝埋弧焊管(SAWL)						
收入	1.96	2.93	4.22	4.45	4.78	5.24
成本	1.84	2.69	3.45	3.68	4.01	4.47
毛利	0.12	0.24	0.77	0.81	0.87	0.96
毛利率(%)	6.14	8.13	18.23	18.12	18.22	18.31
螺旋管						
收入	3.46	4.33	5.12	5.14	5.16	5.29
成本	3.04	3.66	4.32	4.34	4.36	4.49
毛利	0.43	0.66	0.80	0.80	0.80	0.82
毛利率(%)	12.29	15.34	15.58	15.58	15.58	15.58
钢塑管						
收入	3.89	5.15	5.15	5.19	5.35	5.81
成本	2.70	3.79	3.86	3.90	4.06	4.52
毛利	1.20	1.36	1.29	1.30	1.35	1.46
毛利率(%)	30.69	26.34	25.04	25.12	25.16	25.18
高频直缝焊管(HFW219)						
收入	1.01	0.81	2.38	3.12	3.97	4.84
成本	0.88	0.70	2.09	2.83	3.68	4.55
毛利	0.13	0.11	0.29	0.38	0.48	0.59
毛利率(%)	12.90	13.01	12.19	12.03	12.11	12.16
高频直缝焊管(普通 HFW)						
收入	0.40	2.13	3.38	3.64	3.90	4.16

成本	0.37	1.87	2.99	3.25	3.51	3.77
毛利	0.03	0.27	0.38	0.41	0.44	0.47
毛利率(%)	7.67	12.51	11.32	11.17	11.18	11.19
涂漆、涂敷管						
收入	0.33		0.61	0.50	0.53	0.55
成本	0.25		0.48	0.37	0.38	0.40
毛利	0.08		0.13	0.11	0.12	0.12
毛利率(%)	23.89		21.99	22.02	22.10	22.13
涂漆管						
收入	0.33					
成本	0.25					
毛利	0.08					
毛利率(%)	23.89					
其他业务						
收入	1.06	1.77	1.97	1.97	1.98	1.99
成本	1.03	1.77	1.96	1.96	1.97	1.98
毛利	0.03	-0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利率(%)	2.74		0.48	0.48	0.49	0.50
其他主营业务						
收入	0.71	0.39	0.52	0.50	0.47	0.42
成本	0.52	0.29	0.30	0.29	0.27	0.23
毛利	0.19	0.10	0.22	0.19	0.18	0.17
毛利率(%)	27.06	24.92	41.87	38.86	39.22	40.21
合计						
收入	26.71	38.64	48.07	50.00	52.50	55.65
成本	23.06	34.07	41.81	43.75	46.24	49.40
毛利	3.67	4.56	6.26	6.45	6.78	7.24
毛利率(%)	13.74	11.80	13.02	12.90	12.92	13.02

资料来源：天风证券研究所

4.2. 公司有望保持稳定盈利 给予“增持”评级

公司管材类产品主要用于石油天然气、给排水等领域，油气类最终用户主要包括中石油、中海油、中石化等大型客户。受益官网公司的组建，我们认为后期油气管道有长期持续需求；城市地下综合管廊建设项目的推进及煤改气政策的推进，有利于燃气管道和给排水管道行业的发展。我们预计公司 2019-2021 年的营收分别为 50.00 亿元、52.50 亿元、55.65 亿元，EPS 分别为 0.42 元/股、0.45 元/股、0.50 元/股，对应 PE 分别为 16.70X、15.65X、14.07X。

2010 年以来，公司历史 PE_TTM 均值为 44.83X，中位数为 33.30X，1/4 分位数为 27.00X。而当前公司 PE_TTM 仅为 16.14X，处于历史较低水平。通过与对标公司常宝股份、久立特材进行对比，公司目前估值低于久立特材而高于常宝股份。结合公司业绩表现，公司三季度实现归母净利润 0.66 亿元，已经接近 2018 年下半年的盈利水平。我们认为公司四季度盈利能力仍将持续，考虑到目前钢铁板块估值下行，我们认为公司未来半年目标 PE 为 19X（公司 2018 年下半年的估值水平），对应目标价为 8.04 元，给予公司“增持”评级。

表 5：可比公司财务数据

公司简称	2018 年归母净利润	2018 年 ROE	2018 年 PB	PE (TTM)
常宝股份	4.80	12.48	1.19	9.09
久立特材	3.04	10.01	1.92	17.22
金洲管道	1.91	8.69	1.26	16.14

资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：公司历史 PE_TTM 走势



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	188.46	466.51	400.00	420.00	445.20
应收票据及应收账款	562.35	674.94	547.28	677.71	558.95
预付账款	172.51	292.91	151.02	311.27	190.29
存货	719.46	889.89	741.19	938.59	789.72
其他	305.08	222.33	245.54	268.69	241.00
流动资产合计	1,947.87	2,546.58	2,085.04	2,616.25	2,225.16
长期股权投资	183.07	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	754.61	883.56	845.82	808.09	770.36
在建工程	76.01	81.85	85.85	89.85	93.85
无形资产	133.68	234.78	249.22	243.67	238.12
其他	160.36	10.14	10.07	10.19	10.14
非流动资产合计	1,307.72	1,210.33	1,190.98	1,151.81	1,112.47
资产总计	3,255.60	3,756.90	3,276.01	3,768.06	3,337.63
短期借款	510.40	646.50	328.19	352.33	44.59
应付票据及应付账款	163.00	336.90	73.96	360.25	98.02
其他	155.40	203.19	162.29	197.84	184.75
流动负债合计	828.79	1,186.58	564.45	910.41	327.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	168.48	158.93	162.32	163.24	161.50
非流动负债合计	168.48	158.93	162.32	163.24	161.50
负债合计	997.27	1,345.52	726.77	1,073.66	488.86
少数股东权益	129.79	143.90	149.26	158.31	170.12
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
留存收益	1,608.00	1,746.95	1,879.45	2,015.56	2,158.12
其他	(773.66)	(773.66)	(773.66)	(773.66)	(773.66)
股东权益合计	2,258.32	2,411.39	2,549.24	2,694.41	2,848.77
负债和股东权益总	3,255.60	3,756.90	3,276.01	3,768.06	3,337.63

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	165.75	205.12	220.40	235.20	261.60
折旧摊销	68.81	74.72	43.28	43.28	43.28
财务费用	30.06	32.18	26.02	17.59	9.22
投资损失	(25.19)	5.94	0.03	0.03	0.03
营运资金变动	(386.43)	(200.21)	94.66	(188.58)	139.29
其它	82.20	(102.57)	5.36	9.06	11.81
经营活动现金流	(64.80)	15.18	389.76	116.58	465.23
资本支出	113.92	137.08	20.61	3.08	5.74
长期投资	(9.07)	(183.07)	0.00	0.00	0.00
其他	292.12	144.20	(44.64)	(7.11)	(9.77)
投资活动现金流	396.97	98.21	(24.03)	(4.03)	(4.03)
债权融资	510.40	646.50	328.19	352.33	44.59
股权融资	(29.47)	(32.06)	(26.02)	(17.59)	(9.22)
其他	(786.93)	(542.06)	(734.40)	(427.28)	(471.37)
筹资活动现金流	(306.00)	72.38	(432.23)	(92.55)	(436.00)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	26.16	185.77	(66.51)	20.00	25.20

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,862.95	4,807.69	5,000.00	5,250.00	5,565.00
营业成本	3,408.01	4,181.95	4,255.00	4,462.50	4,713.55
营业税金及附加	13.52	16.97	19.20	19.02	20.40
营业费用	87.57	122.41	113.34	119.01	126.15
管理费用	77.86	94.61	179.59	188.57	199.88
研发费用	123.62	137.56	145.00	157.50	178.08
财务费用	29.47	32.06	26.02	17.59	9.22
资产减值损失	6.22	5.54	6.55	6.10	6.06
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)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
其他	(93.79)	(8.33)	0.06	0.06	0.06
营业利润	191.78	230.85	255.27	279.68	311.63
营业外收入	0.76	11.65	11.38	7.93	10.32
营业外支出	0.39	0.41	0.20	0.25	0.29
利润总额	192.14	242.08	266.45	287.35	321.65
所得税	26.39	36.97	40.69	43.10	48.25
净利润	165.75	205.12	225.76	244.25	273.41
少数股东损益	3.10	14.11	5.36	9.06	11.81
归属于母公司净利润	162.65	191.01	220.40	235.20	261.60
每股收益(元)	0.31	0.37	0.42	0.45	0.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	46.44%	24.46%	4.00%	5.00%	6.00%
营业利润	227.34%	20.37%	10.58%	9.56%	11.42%
归属于母公司净利润	158.91%	17.44%	15.39%	6.71%	11.23%
获利能力					
毛利率	11.78%	13.02%	14.90%	15.00%	15.30%
净利率	4.21%	3.97%	4.41%	4.48%	4.70%
ROE	7.64%	8.42%	9.18%	9.27%	9.77%
ROIC	9.27%	9.20%	9.22%	10.23%	10.41%
偿债能力					
资产负债率	30.63%	35.81%	22.18%	28.49%	14.65%
净负债率	14.26%	7.46%	-2.82%	-2.51%	-14.06%
流动比率	2.35	2.15	3.69	2.87	6.80
速动比率	1.48	1.40	2.38	1.84	4.38
营运能力					
应收账款周转率	7.54	7.77	8.18	8.57	9.00
存货周转率	6.28	5.97	6.13	6.25	6.44
总资产周转率	1.19	1.37	1.42	1.49	1.57
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.37	0.42	0.45	0.50
每股经营现金流	-0.12	0.03	0.75	0.22	0.89
每股净资产	4.09	4.36	4.61	4.87	5.15
估值比率					
市盈率	22.63	19.27	16.70	15.65	14.07
市净率	1.73	1.62	1.53	1.45	1.37
EV/EBITDA	21.31	6.77	11.55	11.05	9.45
EV/EBIT	30.20	8.10	13.33	12.66	10.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com