

即将迎来发展黄金期的实力钢管企业

2017年5月26日

投资要点

- ❖ **公司是焊接钢管行业的民营龙头企业。**公司主营业务为制造及销售有缝焊接钢管并提供相关制造服务，以及物业发展与投资，是中国最大的直缝焊接钢管制造商和出口商，是国内焊接钢管制造业的民营龙头企业。主要产品包括直缝埋弧焊管、螺旋埋弧焊管和电阻焊管，主要应用于油气管道建设。公司焊接钢管年产能达 338 万吨，为国内最大。
- ❖ **油气管网和特高压电网建设提速，预计公司业绩将大幅提升。**根据国家“十三五”规划，2016-2020 年将建成石油运输管道 5000 公里，成品油运输管道 1.2 万公里和天然气运输管道 4 万公里。预计 2017-2020 年原油及成品油管道将新建 1.6 万公里，天然气管道将新建 3.9 万公里，总共将带来 2800 万吨，2400 亿元管材需求。根据国家电网公司建设计划，2016-2020 年将建成 23 条特高压线路，带来 3200 万吨，2000 亿元钢结构管需求。公司具备三大石油公司和国家电网公司的供货商资质和建设经验，未来四年有望从油气管网建设中获得不少于 200 万吨管材订单，并抓住特高压电网建设机遇，公司发展黄金期即将来临。
- ❖ **产品齐全，研发突出。**公司钢管种类、规格齐全；研发投入大，是中国首名和唯一能成功生产 1500 米水深深海焊管的制造商。公司不断改进现有生产工艺和推出新产品，预计未来产品种类将进一步丰富，毛利率稳步提高。
- ❖ **海外销售、产能布局日益完善。**公司海外业务收入是主营收入的重要组成部分，占比可达 40%-60%。公司在美国、沙特阿拉伯、迪拜、新加坡等地设有海外销售办事处，在沙特阿拉伯设有一生产厂房并配有一条年产能 30 万吨的直缝埋弧焊管生产线，海外销售和产能布局日益完善，海外业务有望持续稳定增长。
- ❖ **多种业务支持钢管主营业务。**公司采取“板管一体化”策略，建设双金属复合板加工厂，建成后年产能可达 216 万吨，进军钢管制造上游供应环节；开展“金龙城财富广场”房地产业务，有望持续带来稳定现金流，改善公司财务状况，为钢管主营业务提供有力支持。
- ❖ **风险因素：**石油及天然气发展“十三五”规划推进不及预期；海外订单执行周期拉长；房地产业务销售不及预期，公司现金短缺。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计未来四年珠江钢管可获得不少于 200 万吨的油气管网订单。特高压项目建设用钢结构用管有望成为公司新的增长点。预测 2017/18/19 年 EPS0.01/0.21/0.41 元，考虑到公司 2017 年较大概率开始扭亏为盈，按照 PB=1，目标价 1.56 港元，首次给予“买入”评级。

项目/年度	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入(百万元)	2568	1481	4480	5724	7082
增长率 YoY %	-8.50%	-42.34%	202.48%	27.76%	23.73%
归母净利润(百万元)	19	-1496	10	214	415
增长率 YoY %	-352.18%	-329.42%	-100.70%	1943.55%	93.58%
每股收益 EPS (元)	0.02	-1.48	0.01	0.21	0.41
毛利率 (%)	16.99%	8.04%	19.04%	18.78%	18.37%
净资产收益率 (%)	0.59%	-95.40%	0.77%	11.87%	18.71%
市盈率 (倍)	47.3	-0.6	78.9	4.5	2.3
市净率 (倍)	0.5	1.0	1.0	0.9	0.7

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2017 年 5 月 25 日收盘价


买入 (首次)
当前价: 1.07 港元
目标价: 1.56 港元
中信证券研究部
黄莉莉

电话: 010-60838728

邮件: hll@citics.com

执业证书编号: S1010510120048

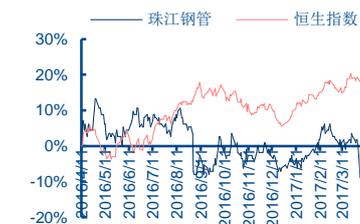
张樾樾

电话: 0755-23835419

邮件: zhangxx@citics.com

执业证书编号: S1010512080002

相对指数表现



资料来源: Wind, 中信证券研究部

主要数据

恒生指数	25630.78 点
总股本/流通股本	10.1/10.1 亿股
近 12 月最高/最低价	1.30/1.00 港元
近 1 月绝对涨幅	-%
近 6 月绝对涨幅	-%
今年以来绝对涨幅	3.77%
12 个月日均成交额	47.68 亿港元

目录

公司概况：焊接钢管行业的民营龙头企业	1
油气管网建设提速将带来 4000 亿元管材需求	2
油气管网建设逐渐提速，建设高峰期即将到来	2
原油和成品油运输管道将带来 300 亿元管材需求	3
天然气发展加速，长输管道建设将带来 2100 亿管材需求	3
特高压电网项目大力推进，带来 2000 亿元钢结构管需求	4
公司是有供货商资质的实力钢管企业	5
供货商资质使公司受益于管网建设	5
产品种类齐全、研发实力突出	5
板管一体，拓展上游业务	6
海外业务发展良好，布局日益完善	7
房地产业务成为钢管主营业务的有力支持	7
风险因素	8
盈利预测及估值假设	8
主要假设与盈利预测	8
估值及评级	9

插图目录

图 1: 珠江钢管主要产品及应用.....	1
图 2: 珠江钢管近十年营业收入与增速.....	2
图 3: 珠江钢管近十年净利润与增速.....	2
图 4: 珠江钢管分产品收入构成.....	2
图 5: 珠江钢管分地区收入.....	2
图 6: 油气长输管道工程投资结构.....	3
图 7: 珠江钢管研发成本占总营业收入比例.....	6
图 8: 公司主要产品毛利率及毛利率预测.....	6

表格目录

表 1: 拟建重点原油与成品油运输管道（部分）.....	3
表 2: 原油及成品油管道投资情况.....	3
表 3: 重点天然气主干管道项目.....	4
表 4: 天然气长输管道投资情况.....	4
表 5: 国家电网“十三五”规划特高压工程.....	4
表 6: 特高压线路投资情况.....	5
表 7: 公司主要产品规格.....	5
表 8: 合营公司注资情况.....	6
表 9: 2016 年以来珠江钢管中标海外项目.....	7
表 10: 金龙城财富广场建设详情.....	7
表 11: 主要盈利假设.....	8
表 12: 珠江钢管盈利预测.....	8
表 13: 可比公司估值情况.....	8

公司概况：焊接钢管行业的民营龙头企业

公司成立于 2008 年 1 月 9 日，2010 年于香港主板上市。公司及其附属公司主营业务为制造及销售有缝焊接钢管并提供相关制造服务，以及物业发展与投资，是中国最大的直缝焊管制造商和出口商。

公司是国内焊接钢管制造业的民营龙头企业，主要产品包括直缝埋弧焊管、螺旋埋弧焊管及电阻焊管，主要应用于油气管道建设，也可用于钢结构用管，焊接钢管年产能达 338 万吨，为国内最大。公司生产钢管的质量和规格齐全，并是中国首名和唯一能成功生产出 1500 米水深深海焊管的制造商，在国内海底管道领域极具优势。

公司积极开拓海外市场，在沙特阿拉伯拥有一年产能 30 万吨的直缝埋弧焊管生产厂房，在美国、沙特阿拉伯、迪拜、新加坡等多个国家和地区设立了销售办事处。除中石油、中石化子公司外，公司主要的竞争对手为玉龙股份、金洲管道等。公司拥有遍及 80 个国家的约 800 名客户，如中石油、中石化、壳牌、巴西石油等，优质而稳固的客户基础支持公司的可持续发展。

图 1：珠江钢管主要产品及应用

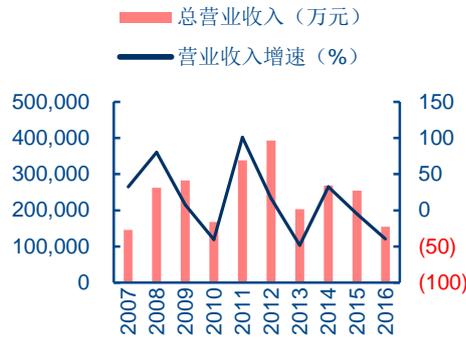


资料来源：公司官网，中信证券研究部

除钢管业务外，公司旗下有大型综合商业体金龙城财富广场项目，第一期预售已超过 920 个公寓单位和 26 个商墅单位，总合约金额约 7.39 亿元；第二期建设正在进行中，预计 2017 年第四季度开始预售。房地产业务预计将为公司带来稳定持续的现金流，为公司钢管主营业务提供有力的财务支持。

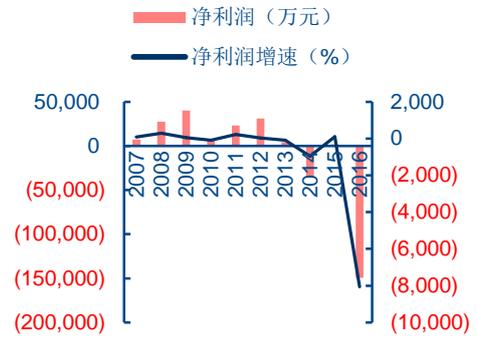
公司主营业务收入主要来源于直缝埋弧焊管、电阻焊管和螺旋埋弧焊管的制造及销售，占总收入比例分别约为 65.77%、10.28%和 7.50%。公司积极进行海外业务及产能布局，海外业务收入可占公司总收入的 40%~60%，是公司重要收入来源。

图 2: 珠江钢管近十年营业收入与增速



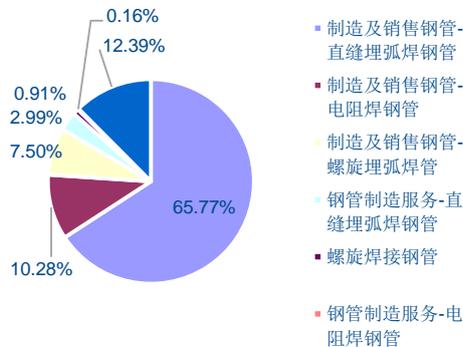
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 3: 珠江钢管近十年净利润与增速



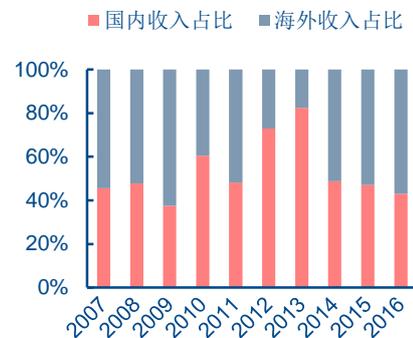
资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 4: 珠江钢管分产品收入构成



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

图 5: 珠江钢管分地区收入



资料来源: 公司年报, 中信证券研究部

公司已发行 10.1 亿普通股，其中 69.42% 为 Bournam Profits Limited 持有。Bournam Profits Limited 由珠江钢管主席陈昌全资持有。陈昌另个人持有珠江钢管 0.28% 股份，实际持有 69.70%，为公司大股东。同时，Bournam 分别抵押 2.6 亿普通股（占已发行股本 25.71%）和 2.2 亿普通股（占已发行股本 21.75%）予中国进出口银行和国家开发银行香港分行，以获取银行贷款。

油气管网建设提速将带来 4000 亿元管材需求

油气管网建设逐渐提速，建设高峰期即将到来

受到油价下跌、石油系统反腐等因素影响，中石油、中石化、中海油三大石油公司资本开支减少，项目进度延后，“十二五”规划油气管网建设大幅滞后，原油管道、成品油管道和天然气管道分别新建成 5000、3000 和 21400 公里，完成率仅有 60%、14% 和 49%。

根据“十三五”建设规划，2016~2020 年计划建成原油管道 5000 公里，成品油管道 1.2 万公里和天然气管线 4 万公里，目标较“十二五”规划的 8400 公里、2.1 万公里和 4.4 万公里有所下降。但随着中俄原油管道二线、陕京四线、新粤浙等延误项目陆续获批和开建，大型管网项目的建设即将重启，建设高峰期即将到来，“十三五”规划油气管网建设完成度有望大幅提升。

原油和成品油运输管道将带来 300 亿元管材需求

在“十一五”和“十二五”期末，中国石油原油管道总里程分别占全国原油管道总里程的 67.2%和 70.0%；成品油管道总里程占全国总里程的 51.4%和 48.1%；所占比例比较稳定。2016 年年底，中国石油原油管道总里程 18872 公里，成品油管道 10560 公里；按占比 68%和 50%估算，全国原油管道总里程约 27753 公里，成品油管道总里程约 21120 公里。若按“十三五”规划建设目标全部完成测算，未来四年全国将新建原油管道约 4250 公里，成品油管道约 11880 公里，共约 16130 公里。我们预计 16130 公里的管道至少需要特种钢材约 800 万吨。

表 1: 拟建重点原油与成品油运输管道 (部分)

名称	总长度 (公里)	预计建成时间	目前状态
日照-濮阳-洛阳原油管道	768	2018	工程设计
董家口-齐鲁-东营原油管道	364	—	详细测量
日照港-沾化原油管道	485	—	规划
格尔木-拉萨成品油管道扩(改)建	1110	2020 年前	规划

资料来源：“十三五”规划文件、中国采招网等，中信证券研究部

根据中石油、中石化近年原油及成品油管道建设项目投资预算估计，每公里原油和成品油管道投资额约为 500-600 万元。按未来四年新建 1.6 万公里管道，平均每公里 550 万元投资额来算，初步预计总投资额约为 880 亿元。

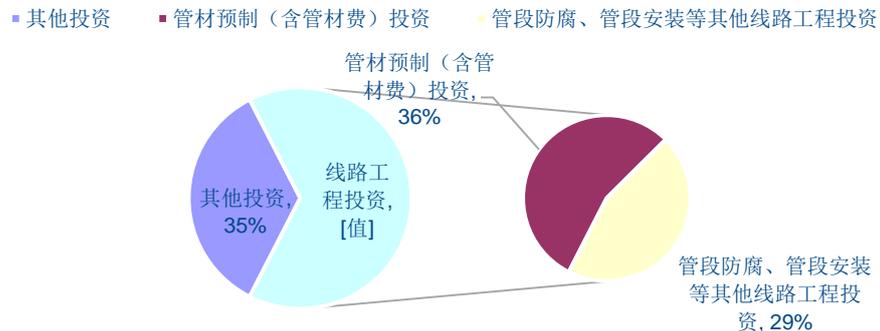
表 2: 原油及成品油管道投资情况

项目	投资预算 (百万元)	总长度 (公里)	平均投资 (万元/公里)
锦郑成品油管道工程	8241	1635.9	504
仪征-长岭原油管道复线工程仪征至九江段	3316	560	592
兰州-郑州-长沙成品油管道工程	11900	2080	572

资料来源：各公司年报，中信证券研究部

对于油气长输管道工程项目投资，线路工程一般占固定资产投资的 65%左右；管材预制（含管材费）一般占线路投资的 55%左右，即占总投资的 36%左右。因此我们预计，“十三五”规划后四年（2017-2020 年）石油及成品油管网建设将带来约 300 亿元，800 万吨的管材需求。

图 6: 油气长输管道工程投资结构



资料来源：《油气长输管道投资的影响因素及控制对策》，王利金，2010 年；中信证券研究部

天然气发展加速，长输管道建设将带来 2100 亿管材需求

天然气作为一种清洁、优质、高效的能源，其发展受到国家政策的大力支持。“十三五”规划提出要加快天然气增产步伐、管网建设，将天然气占一次能源消费比例从 2015 年的 5.9% 提升至 2020 年的 8.3%-10%，天然气发展迎来加速期。

“十一五”和“十二五”期末，中石油天然气长输干线管道总里程分别占全国天然气干线管道总里程的 77.0% 和 76.0%，所占比例比较稳定。2016 年底，中石油天然气总里程为 49420 公里，若按占比 76% 估算，全国天然气管道总里程约为 65000 公里。若按“十三五”规划建设目标全部完成测算，未来四年全国将新建天然气管道约 39000 公里，需要管材约 2000 万吨。

表 3: 重点天然气主干管道项目

名称	总长度 (公里)	预计建成时间	目前状态
西三线中段干线(中卫—吉安)	2062	—	已获批
西四线(伊宁-中卫)	2431	2020	正在核准
新粤浙管道)	8972	—	已获批
中俄东线	3405	2019	正在建设

资料来源：“十三五”规划文件、中国采招网等，中信证券研究部

根据中石油、中石化近年天然气管道建设项目投资预算，每公里天然气管道投资额约为 1000-2000 万元。按未来四年新建 3.9 万公里管道，平均每公里 1500 万元投资额来算，初步预计总投资额约为 5800 亿元。其中管材投资约占 36%，因此 2017-2020 年天然气长输管道建设将带来约 2100 亿，2000 万吨的管材需求。

表 4: 天然气长输管道投资情况

项目	投资预算 (百万元)	总长度 (公里)	平均投资 (万元/公里)
西气东输三线天然气管道东段干线 (吉安-福州) 工程	14830	817	1815
西气东输三线西段 (霍尔果斯-中卫) 项目	36910	2445	1510
中卫-贵阳联络线管道工程	19294	1613	1196
西气东输二线管道工程	142243	8704	1634
陕京三线	10989	896	1226

资料来源：各公司年报，中信证券研究部

因此我们预计，2017-2020 年国内油气管网建设将总共将带来 2800 万吨，2400 亿元管材需求。

特高压电网项目大力推进，带来 2000 亿元钢结构管需求

国家电网大力推进特高压电网建设工作，带来巨量钢管需求。2016-2020 年，国家电网将陆续建设“五交八直”、“四交两直”、“三交一直”共 23 条特高压线路，总投资约 3.3 亿元。

表 5: 国家电网“十三五”规划特高压工程

项目阶段	开始建设	建成投运
第一批“五交八直”工程	2016 (准东—皖南特高压直流工程已开工建设)	2018-2019
第二批“四交两直”工程。	2018 以前	2019-2020
第三批“三交一直”工程	2020 以前	—

资料来源：国际能源网，中信证券研究部

参考近期特高压线路建设长度及投资情况，每公里单位投资额约为 1000-2000 万元。以 1500 万元/公里估算，“十三五”期间国家电网建设特高压线路约 22 万公里，带来约 4000 万吨，2500 亿元钢结构用管需求。若按“十三五”规划期间每年带来管材需求大致相当估算，未来四年特高压电网建设项目将带来 3200 万吨，2000 亿元钢结构用管需求。

表 6: 特高压线路投资情况

	长度 (公里)	投资额 (亿)	单位投资 (万/公里)
锡盟-泰州工程	1620	254	1568
上海庙-山东工程	1238	221	1785
“四交四直”工程	12000	1737	1448
酒泉-湖南工程	2383	262	1099

资料来源: 中国能源报、南方日报等, 中信证券研究部

公司是有供货商资质的实力钢管企业

供货商资质使公司受益于管网建设

目前, 国内大部分油气管道建设仍由中石油、中石化、中海油三大石油公司掌控; 特高压电网项目由国家电网公司建设; 油气管道与特高压电网均形成垄断。因此, 取得三大石油公司和国家电网供货商资质是从巨大管材需求中获益的前提。

公司是具有中石油、中石化、中海油供货商资质的钢管企业, 也是第一个国家电网公司特高压项目管道供货商, 有能力参与未来管道建设的招投标。根据之前推算, 2017-2020 年油气管网建设将带来 2800 万吨管材需求。公司的竞争对手包括石油石化系统管道生产商和玉龙股份、金洲管道、胜利管道等体系外生产商, 公司产能规模在其中排名第一。我们预计, 除去石油石化体系内管道公司优先获取的订单, 预计未来四年珠江钢管可获得不少于 200 万吨的订单。珠江钢管曾参与淮南—上海特高压电网项目, 获得 4.3 万吨订单, 占总量的 50%, 拥有国家电网的供货商资格和建设经验, 特高压项目建设用钢结构用管有望成为公司新的增长点。

因此, 目前, 我们预计 2017-2020 年珠江钢管将从油气管网建设中获得不少于 200 万吨的焊接钢管订单量, 并对特高压电网项目订单持乐观态度。

产品种类齐全、研发实力突出

公司钢管种类、规格齐全, 是中国首家及唯一可生产制造 1500 米水深深海焊管的制造商, 能够满足客户多种需求。公司最主要钢管品种直缝埋弧焊管外径范围从 $\phi 406$ - $\phi 1829$ mm 均可覆盖, 厚度可达 75mm, 适用于高端产品领域, 包括长距离及高压输油气管、海底管道等。

表 7: 公司主要产品规格

产品种类	直径 (mm)	厚度 (mm)	主要应用领域
LSAW (直缝埋弧焊管)	406-1829	≤ 75	高端产品领域、海底管道等
SSAW (螺旋埋弧焊管)	508-4500	≤ 25	长距离及大口径输油气管
ERW (高频电阻焊管)	≤ 610	≤ 12	小口径输油气管

资料来源: 公司官网, 中信证券研究部

公司研发投入大、研发实力强。珠江钢管研发投入占总营业收入比例在行业内领先, 拥有 112 项注册专利, 包括八项发明专利, 也是中国输送用直缝焊接钢管国家标准的主要起草单位。2011 年公司凭借 1500 米水深海底焊管制造技术成功中标南海荔湾深海气田项目, 打破了国外深海管道的技术垄断。目前 3500 米水深用深海焊管研发已进入尾声, 有望填补国内超深水海底管道空白, 进一步丰富产品组合, 在海洋油气开发领域博得收益。2015 年, 集团自主研发及拥有专利的直缝埋弧焊管 COE 生产线再次取得突破, 解决了小口径埋弧焊管高效生产的难题, 填补了钢管制造行业的国际空白, 制管工艺达到国际领先水平。

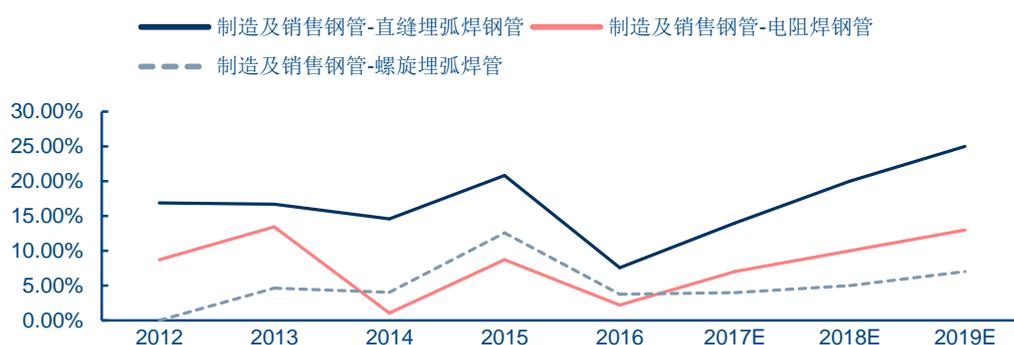
图 7：珠江钢管研发成本占总营业收入比例



资料来源：公司年报，中信证券研究部

研发成果有望稳步提高公司产品毛利率并超过历史高位。高端焊管产品由于技术含量高、市场竞争相对较小，可以达到相对较高的毛利率。2016 年，受到钢材交易本身毛利率较低，公司大量销售存货管导致亏损加剧、销售收入难以覆盖固定成本等影响，公司各产品毛利率大幅下降。鉴于公司研发实力强、现有工艺流程不断改进、新产品有望近期推出市场等原因，我们预计公司的毛利率将稳步提升，直缝埋弧焊管等高端产品毛利率有望超过历史高位。

图 8：公司主要产品毛利率及毛利率预测



资料来源：公司年报，中信证券研究部预测

板管一体，拓展上游业务

公司采取“板管一体化”策略，引入优质合作伙伴，进军上游供应环节。2016 年 11 月 18 日，珠江钢管附属番禺珠江钢管(连云港)与方洋集团订立认购协议，双方向合营公司连云港珠江金属复合材料有限公司注资。方洋集团为连云港市政府全资持有的下属企业，在连云港相关基建项目方面拥有雄厚实力及丰富经验。注资后，合营公司将主要从事制造及销售双金属复合板业务，可生产世界最宽的 3352 毫米宽双金属复合板，一期建成后预期年产能 216 万吨。

表 8：合营公司注资情况

注资公司	注资额	注资形式	占扩大后股份比例
番禺珠江钢管(连云港)	9.82 亿人民币	现有土地及设备	66.67%
方洋	5 亿人民币	现金	33.33%
据不具法律约束力的谅解备忘录：			
番禺珠江钢管(连云港)	9.82 亿人民币	现有土地及设备	58.80%
方洋	7 亿人民币	现金	41.20%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

双金属复合板可用于集团直缝埋弧焊管及螺旋埋弧焊管生产，适用于海底管道生产。双金属复合板用途广泛、市场需求巨大，加工厂也可向其他生产制造企业提供双金属复合板产品。“板管一体化”策略为公司内部供应稳定的原料，提升公司对供货商议价能力，进一步巩固公司的主营钢管业务。

海外业务发展良好，布局日益完善

海外业务收入是公司重要业务收入来源，近几年占总营业收入比例基本在 40%-60% 之间。2016 年公司新增钢管订单 23 万吨，67% 来自海外客户。

表 9：2016 年以来珠江钢管中标海外项目

公告日期	国别	项目内容	项目规模	交付日期
2017.02.09	英国	海上风电项目 Scottish Power East Anglia ONE	3.2 万吨导管架钢管桩（人民币 2.4 亿元）	2017 年内
2016.07.26	马来西亚	炼化化工一体化开发（RAPID）项目	4 万吨钢管	2018 年内
2016.04.25	澳大利亚	NGP 输气管道项目	3.2 万吨钢管（人民币 1.95 亿元）	2016&2017
——	墨西哥	天然气管道项目	——	——

资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司海外销售、产能布局日益完善。公司在美国、沙特阿拉伯、迪拜、新加坡等地设有海外销售办事处；在沙特阿拉伯设有一生产厂房，配有一条年产能 30 万吨的直缝埋弧焊管生产线；公司与当地石油公司建立了良好的合作关系，有望进一步打开中东市场。考虑到未来三年国内市场复苏势头强劲，我们预计未来三年公司海外业务收入将稳定增长，占总营业收入比例大约在 40%-50% 之间。

房地产业务成为钢管主营业务的有力支持

2013 年，珠江钢管将其番禺生产厂房的土地使用权由工业转为商业用途，用以建设大型综合商业体项目金龙城财富广场。已改土地占番禺厂区土地总面积约 1/4，计划 8-10 年内分为 3 期建设。第一期已于 2015 年底推出市场，预售已超过 920 个公寓单位和 26 个商墅单位，总合约金额约 7.39 亿人民币。目前第二期已经开始建设，资金来自于第一期项目收入和银行贷款。

表 10：金龙城财富广场建设详情

	推出时间	允许建筑面积	占总允许建筑面积比例	收入状况
金龙城财富广场一期	2015 年底	13.5 万平方米	25%	7.39 亿人民币
金龙城财富广场二期	预计 2017 年年中	19.1 万平方米	35%	预计 2017 年开始录得收入

资料来源：公司公告，中信证券研究部

房地产业务带来稳定现金流，改善公司财务状况，支持主营业务发展。目前公司现金流状况不佳，现金及现金等价物余额较少，债务风险偏大。但随着金龙城财富广场项目今年即将开始录得收入，预计将带来大量现金流并长期可持续，公司财务状况将得到改善。预计房地产收入将用于公司钢管主营业务，主营业务发展将得到有力的财务支持。

风险因素

石油及天然气发展“十三五”规划推进不及预期；海外订单执行周期拉长；房地产业务销售不及预期，公司现金短缺。

盈利预测及估值假设

主要假设与盈利预测

公司营业收入与毛利率假设。考虑到：1) 公司是钢管行业龙头，实力极强；2) 市场复苏，油气管网、特高压电网建设将带来大量钢管需求；3) 公司具有三大石油公司和国家电网供应商资质，且产品规格齐全、质量上乘，能满足多种客户需求；4) 海外业务发展良好，布局日益完善；5) 房地产业务将于 2017 年开始录得收入。

表 11：主要盈利假设

	单位	2016	2017E	2018E	2019E
管材制造与销售营业收入	万元	126469	397982	522352	658163
其他业务营业收入	万元	17880	50000	50000	50000
管材销售量	万吨	33	80	100	120
管材吨毛利	元/吨	245	800	950	1000
管材制造与销售营业成本	万元	118345	333982	427352	538163
其他业务营业成本	万元	17845	37500	37500	37500
管材制造与销售毛利	万元	8124	64000	95000	120000
其他业务毛利	万元	35	12500	12500	12500

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 12：珠江钢管盈利预测

项目/年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2568	1481	4480	5724	7082
增长率 YoY %	-8.50%	-42.34%	202.48%	27.76%	23.73%
归母净利润（百万元）	19	-1496	10	214	415
增长率 YoY %	-352.18%	-329.42%	-100.70%	1943.55%	93.58%
每股收益 EPS（元）	0.02	-1.48	0.01	0.21	0.41
毛利率（%）	16.99%	8.04%	19.04%	18.78%	18.37%
净资产收益率（%）	0.59%	-95.40%	0.77%	11.87%	18.71%
市盈率（倍）	47.3	-0.6	78.9	4.5	2.3
市净率（倍）	0.5	1.0	1.0	0.9	0.7

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

注：股价为 2017 年 5 月 25 日收盘价

表 13：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	PE (Wind 一致预期)	
		2017E	2018E
002478.SZ	常宝股份	63.17	46.68
002443.SZ	金洲管道	48.99	35.94
601028.SH	玉龙股份	129.23	91.8
002318.SZ	久立特材	36.06	29.99

资料来源：Wind 一致预期，中信证券研究部

估值及评级

公司是拥有三大石油公司和国家电网供货商资质的钢管制造行业龙头企业，产品种类齐全，质量上乘，且不断完善现有生产线和推出新产品，研发实力突出。公司海外布局日益完善，“板管一体化”策略进一步提升主营业务实力，房地产业务为主营业务提供有力财务支持。随着市场需求的回升，尤其是油气管网和特高压电网建设工程的加速，我们认为公司将迎来发展黄金期。预测 2017/18/19 年 EPS0.01/0.21/0.41 元，考虑到公司 2017 年较大概率开始扭亏为盈，按照 PB=1，目标价 1.56 港元，首次给予“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	2568	1481	4480	5724	7082
营业成本	2132	1362	3715	4649	5757
毛利率	16.99%	8.04%	17.08%	18.78%	18.71%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	172	144	134	172	212
营业费用率	6.69%	9.75%	3.00%	3.00%	3.00%
管理费用	440	471	358	401	354
管理费用率	17.13%	31.80%	8.00%	7.00%	5.00%
财务费用	-390.8	237.1	248.4	242.3	238.1
财务费用率	-15.21%	16.01%	5.54%	4.23%	3.36%
投资收益	-54	-88	0	0	0
营业利润	772	-1443	15	254	514
营业利润率	30.05%	-97.42%	0.34%	4.44%	7.26%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	772	-1443	15	254	514
所得税	118	56	2	38	77
所得税率	15.34%	-3.90%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	7	-3	0	1	1
归属于母公司股东的净利润	19	-1496	13	216	436
净利率	0.73%	-101.0%	0.29%	3.77%	6.15%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F
净利润	19	-1496	13	216	436
少数股东损益	7	-3	0	1	1
折旧和摊销	167	203	425	468	515
营运资金变动	202	1365	-291	-445	-378
其他	-294	894	247	238	234
经营现金流	101	963	394	477	808
资本支出	-402	-343	-269	-296	-325
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	1	-85	-30	-30	-30
其他	0	0	0	0	0
投资现金流	-401	-428	-299	-326	-356
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	681	514	862	879	719
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-805	3589	-1351	-1018	-1158
融资现金流	-124	4104	-489	-139	-439
现金及现金等价物增加	-425	4639	-394	12	14

资料来源: 中信量化投资分析系统

资产负债表 (百万元)

指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F
货币资金	286	439	45	57	71
存货	816	411	557	697	863
应收账款	951	657	1099	1404	1737
其他流动资产	2148	2308	3106	3875	4668
流动资产	4201	3815	4807	6034	7339
固定资产	3721	3315	3148	2963	2760
长期股权投资	39	37	37	37	37
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	4112	3788	3839	3892	3946
非流动资产	7873	7140	7024	6892	6743
资产总计	12073	10956	11831	12926	14082
短期借款	2853	4375	5134	6037	6103
应付账款	591	1189	929	1162	1439
其他流动负债	1151	975	2339	2881	3524
流动负债	4595	6540	8402	10081	11067
长期负债	2914	1390	390	-410	-677
其他长期负债	1365	1459	1459	1459	1459
非流动性负债	4279	2848	1848	1048	782
负债合计	8873	9388	10250	11129	11848
股本	89	89	89	89	89
资本公积	3093	1464	1464	1464	1464
股东权益合计	3200	1568	1581	1797	2234
少数股东权益	18	15	15	16	17
负债股东权益总计	12073	10956	11831	12926	14082

主要财务指标

主要财务指标	2015	2016	2017F	2018F	2019F
增长率 (%)					
营业收入	-8.5%	-42.3%	202.5%	27.8%	23.7%
营业利润	-404.8%	-286.9%	-101.1%	1559.9%	102.0%
净利润	-352.2%	-329.4%	-100.7%	1943.6%	93.6%
利润率 (%)					
毛利率	17.0%	8.0%	17.1%	18.8%	18.7%
EBIT Margin	-9.9%	-81.2%	5.9%	8.7%	10.6%
EBITDA Margin	-3.4%	-67.5%	15.4%	16.8%	17.9%
净利率	0.7%	-101.0%	0.3%	3.8%	6.2%
回报率 (%)					
净资产收益率	0.6%	-95.4%	0.8%	11.9%	18.7%
总资产收益率	0.2%	-13.7%	0.1%	1.7%	3.1%
其他 (%)					
资产负债率	73.5%	85.7%	86.6%	86.1%	84.1%
所得税率	15.3%	-3.9%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。