

## 玉龙股份(601028): 供需关系总体向好, 盈利能力逐步提升

### 投资要点:

#### 1. IPO概况

公司此次计划首次公开发行7950万股, 计划募集资金92080万元, 募投项目“伊犁玉龙钢管有限公司年产25万吨油、气等长距离输送钢管项目”、“江苏玉龙钢管股份有限公司年产17万吨油、气等长距离输送钢管项目”分别拟投入资金64600万元、27480万元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (1) 预测2011-2013年EPS为0.56元、0.80元、1.09元

在公司新疆项目具有区域优势、需求空间充足、自身产品过硬的安全边际, 因而具有较高的盈利确定性; 本部项目的盈利能力将受产能利用率制约的条件下, 我们预测2011-2013年EPS为0.56元、0.80元、1.09元。

根据绝对估值和相对估值的重合区间, 我们给予公司股价合理区间为10.30-11.97元。

##### (2) 影响业绩的核心关注因素

公司生产的油气用管尽管属于高端品种, 但不具备核心技术等进入壁垒, 因此供需关系的走向将在很大程度上决定公司的业绩增幅。

因此, 我们认为受未来油气用管供需关系走向影响的利润加成和产销率, 以及公司本身的产能投放进度, 是决定业绩的核心关注因素。

##### (3) 公司未来主要的竞争优势如下:

- 1) 区域优势明显, 伊犁、本部项目分别占据能源动脉的上下游;
- 2) 战略规划清晰明确, 募投项目全力发展油气用管, 这一高毛利产品占比不断提高;
- 3) 长期积累的产品优势和品牌信誉突出, 拥有一批稳定的客户群;
- 4) 产品采取成本加成的方式定价, 受原材料价格波动影响较小。

##### (4) 募投项目分析

伊犁项目: 下游需求多为主干线用管利于产能利用率保持高位, 目前煤制气、石油管线拿单情况理想, 已经获得“三免五减半”优惠, 且25万吨产能的原设计年生产时限为9个月, 未来实际生产有可能超过9个月。同时钢管的高运费带来了相对的成本优势, 盈利前景看好。

本部项目: 下游需求多为分支线和城市管网, 不利于产能利用率的改善, 总体向好的需求将带来稳定的产销率和利润加成, 盈利前景谨慎乐观。

## 玉龙股份(601028)

### 分析师

王国平

☎: (8610) 6656 8758

✉: wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010004

特此鸣谢

胡皓 (8621) 2025 2665

([huhao\\_yi@chinastock.com.cn](mailto:huhao_yi@chinastock.com.cn))

杨件 (8621) 2025 2605

([yangjian\\_zb@chinastock.com.cn](mailto:yangjian_zb@chinastock.com.cn))

曹阳 (8621) 2025 7805

([caoyang\\_yi@chinastock.com.cn](mailto:caoyang_yi@chinastock.com.cn))

对本报告的编制提供信息

### 发行数据

拟发行股数	7950 万股
发行后总股数	31750 万股
大股东/持股	唐志毅/27.09%
募投项目拟投资金额	92080 万元

### 相关研究

## ■ 我们对公司的基本判断

### 1.1 焊管产品系列齐全的民营家族企业

公司是一家位于江苏省无锡市的民营钢管生产企业，现有产能 76 万吨，涵盖了螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、直缝高频焊接钢管和方矩形管四大类，是国内唯一的实现上述种类全覆盖的厂商。

表 1 玉龙股份分产品产能情况（单位：万吨）

项目	产品细分	2008A	2009A	2010A
产品产能	螺旋埋弧	20.00	26.00	26.00
	直缝埋弧	12.00	20.00	20.00
	直缝高频	16.00	16.00	16.00
	方矩形管	14.00	14.00	14.00

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

公司实际控制人是唐氏家族，合计持有公司股份 21500 万股，占本次发行前总股本的 90.34%。此次拟公开发行股份 7950 万股，发行后社会公众股占总股本的 25.04%，唐氏家族（实际控制人）持股占总股本的 67.72%。

### 1.2 公司募投项目发力油气管道，着眼新疆、覆盖华东

公司此次拟募集资金 92080 万元，新疆伊犁、本部无锡分别拟投资 64600 万元、27480 万元，具体项目如下：

表 2 募投项目具体情况（单位：万吨）

	总产能	产线	细分产能	投产时间
伊犁项目	25	2 条螺旋+1 条直缝	螺旋 13、直缝 12	两条螺旋已经建成，直缝产线将于 2012 年底投产
本部项目	17	1 条螺旋+1 条直缝	螺旋 5、直缝 12	预计 2012 年中开始建设，2013 年中投产

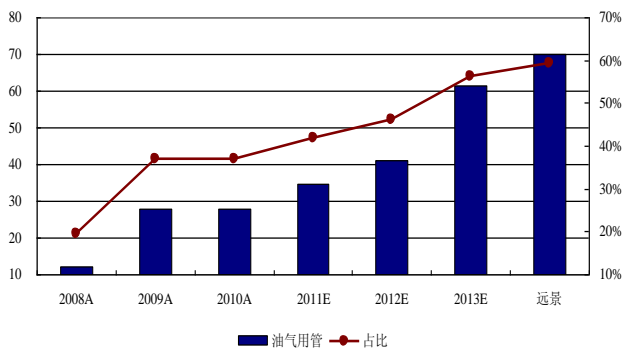
资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

### 1.3 未来主要看点

我们认为，公司募投项目全部投向油气用管，分别布局新疆、无锡，加上现有的产品、品牌等优势，未来的主要看点如下：

- 1) 区位优势明显：公司通过建设新疆产能 25 万吨（12 万吨直缝+13 万吨螺旋），占据我国能源动脉的上游；通过无锡本部覆盖华东地区，实现了对下游支线和城市管网的覆盖。
- 2) 新增产能全部为油气输运管道，凸显公司明确的战略规划，未来随着募投项目逐步投产，油气用管在整体产能中的占比将不断提升。

图 1 公司油气用管占比不断提升



资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

- 3) 公司在长期生产运营中与中石油、中石化等建立了良好供货关系，中标多个大型工程，具有良好的品牌形象和产品信誉，拥有一批稳定的客户群。
- 4) 由于公司具备四大系列焊管的生产能力，在实际生产运营中，能够采用“套材”的模式，即根据多种产品的订单情况综合考虑、采购钢材，从而尽可能地减少边角料的浪费、提高原料使用率，降低单位成本。
- 5) 公司产品定价方式为“成本加成”，即根据生产需要采购原材料、锁定成本后，加上较为固定的利润加成后，即为供货价格，根据我们与上市公司的沟通，这一模式较为稳定，已经延续了近三年时间，且油气管道产品的加成本一直基本稳定在 1300 元左右（根据不同口径折算后的均值）。
- 6) 新疆项目：充分享受区域优势带来的产销率和利润加成保证，同时下游需求多为主干线用管利于其保持较高的产能利用率，盈利前景看好。
- 7) 本部项目：下游需求多为分支线和城市管网，决定了较低的产能利用率，下游需求总体看好，利润加成和产销率基本稳定，盈利能力谨慎乐观。

## ■ 盈利能力分析

### 2.1 公司目前盈利能力分析

1) 公司目前主要生产线中，油气用管产能包括两条直缝埋弧焊管生产线、一条螺旋埋弧焊管生产线，产能分别为 20 万吨、8 万吨，油气用管在整体产能中的占比为 36.84%。该类产品属于高毛利品种，吨毛利基本稳定在 1300 元左右。

在其余品种中，螺旋埋弧焊管的其余 18 万吨产能主要是供水管道等低端品种，盈利能力大大低于油气用管。随着十二五期间城市输水管网建设的逐步展开，预计这一业务的订单情况将有所好转，尤其是大口径管的需求将得到改善。

2) 直缝高频焊管技术较为成熟、简单，由于国外用户需求较好，产品外销比例相对较高，定价也较高，而且工艺成熟，管理经验丰富，所以毛利率相对较高，但自金融危机之后，国外需求萎缩，国家对钢管产品出口政策有所收紧，使得这一产品盈利能力明显下滑，2008-2009 年期间达到了历史低位。

但自 2010 年以来，直缝高频产品有所回暖，我们认为这一产品最坏的时间已经过去，无论是出口还是内需，总体来看都很难出现较 08、09 年更加恶劣的情况；同时，随着我国特高压输电线路建设的推进，钢管塔对直缝高频焊管的需求将形成有效拉动，按照未来 5 年特高压输电 420 万吨钢管需求折算，预计带动的直缝高频焊管（主要用于塔身）需求将达到 200 万吨以上。公司前期已经中标皖电东送项目 3.3 万吨（直缝高频、直缝埋弧各占约 50%），后续对这一领域客户的开拓力度将不断加大。此外，超高压输电钢管塔建设时，不仅塔身使用直缝高频焊管，塔基也可以使用直缝高频焊管，这一部分的需求我们将进一步跟踪。

总体来看，预计未来直缝高频焊管下游需求向好，业绩表现将逐步好转。

3) 方形焊接钢管的制作工艺最简单，技术含量较低，主要用于房地产、建筑工程等项目，毛利率相对较低，但近期需求较好，公司 2010 年该产品具有较高的毛利率；而从长期来看，这一市场竞争激烈、需求主要由固定资产投资决定，缺乏稳定增长。

## 2.2 未来盈利的主要增长点

根据公司的总体规划，未来将集中精力发展油气用管，直缝高频焊管、方形管和非油气用螺旋埋弧焊管将维持现有产能规模，不再扩张。

因此，在体量的层面上，公司未来的增长只有油气用管产品，包括螺旋埋弧焊管和直缝埋弧焊管两大类。

而在吨钢盈利的层面，我们认为：

- 1) 传统的螺旋埋弧焊管主要供应城市输水管道等下游市场，毛利率较低，考虑到十二五期间城市管网改造的大规模订单尚未启动的影响，该产品未来有望获得较为饱满的订单，我们认为该项业务总体将保持较为稳定的盈利水平或者略有上升；
- 2) 而对于直缝高频焊管，该产品市场竞争激烈、生产技术成熟，总体来看，预计该产品未来结构用管的需求具有较为明朗的前景，输送用管的需求则基本稳定，未来增长将主要体现在产销量的增加，吨钢盈利应保持谨慎乐观。
- 3) 方形管主要是结构用管，未来预计我国房地产、建筑、桥梁、机场等领域需求将稳定增长，但考虑到其进入壁垒较低、市场竞争激烈，预计吨钢盈利将略有下滑，难以贡献持续的业绩增量。

此外，直缝埋弧焊管也有部分应用于特高压输电，在钢管塔建设中，一般塔基使用直缝埋弧焊管，塔身使用直缝高频。但该部分业务在整体产能中占比较小，不属于公司的未来战略重点，业绩贡献有限。

因此，我们认为未来公司在吨钢盈利层面上，能够带来大幅业绩增长的产品仍是油气用管。因此，无论从体量还是吨钢盈利来看，公司未来的业绩增长都集中在油气用管产品上，该项业务的未来增长将决定公司未来的业绩走向。

而该项业务的盈利能力，我们认为在产能建设进度基本明确的前提下，核心问题在于供需关系的未来走势；根据我们与公司管理层的沟通，公司产品一直采用了“成本加成”的方法进

行定价，以锁定利润、规避原材料波动风险，而成本加成的模式能否继续延续并保持较稳定的加成额度，实际上仍是供需关系的作用结果。

而从另外一个层面考虑，公司产品的产销率情况也将大大影响募投项目业绩的兑现，而产销率的走势实际上仍然是供需关系作用的结果，在下游需求旺盛、新增产能不过剩的情况下，不仅成本加成的利润空间可以确保，同时产品的产销率也将得到保证。

综上所述，我们认为油气用管的供需关系是决定公司业绩的根本性因素，同时，作为料重工轻的加工行业，尽管生产品种为焊管中的高端品类，但公司这种盈利模式仍缺乏足够的核心竞争力，在这种情况下，供需关系的走向对其业绩的影响就愈发显得重要，因此我们将重点论述这一问题。

对于这一问题的把握，我们就供、需及与上游的话语权三个层面来看：

1) 需求。我们首先从整体需求开始分析。我国是能源消耗大国，能源需求的巨大存量和快速增长是未来几年甚至几十年的必然走势；而从我国能源分布的角度来看，我国能源东少西多的格局势必需要大规模、远距离的输送体系，而从不同运输方法的成本、性能比较来看，管道输送无疑是最符合需求的一种。

根据十二五规划中的有关表述，我国将加快西北、东北、西南和海上进口油气战略通道建设，完善国内油气主干管网，到2015年国内油气管道总长度达到15万公里，较目前长度增长100%以上。按照这一建设进度折算，预计十二五期间我国年油气管道用管消耗量将达到550-750万吨左右，较十一五期间有着大幅增长。

同时我们从中石油、中石化等主要企业的项目规划层面来看，呈现总体规划规模庞大、未来仍有多个项目有待上马的特点。

**表3 中石油、中石化的管网规划**

项目	中石油	中石化
原油管线	在2007年~2015年期间规划新建原油管道约5300公里，需焊接钢管约119万吨	在2007年~2015年期间新建原油管道约4,550公里，需焊管约68万吨；将重点建设出疆原油管道。
成品油管线	加快构建“北油南调、西油东输”成品油干线，在2007年~2015年期间新建成品油管道约6000公里，需焊接钢管约60万吨	以东部大型石化加工基地为起点的成品油管道，并与已有的成品油管道、附近配送中心及销售油库等联片成网。在2007年~2015年期间规划新建成品油管道约1,000公里，需焊接钢管约9万吨
天然气管线	在2007年~2015年期间规划新建天然气管道约1.8万公里，新建天然气管道需焊接钢管约730万吨	在2007年~2015年期间规划新建天然气管道约9,500公里，新建天然气管道需焊接钢管约155万吨

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

具体来看，对公司未来产能分新疆、本部两个区域分别进行分析。就新疆伊犁项目而言，新疆中亚地区未来是我国油气资源输送、进口的门户，规划工程众多：

**表4 新疆、中亚地区油气管线工程及用钢规划**

工程名称	工程状态	预计开工时间	预计完工时间	计划长度(公里)	计划管线重量(吨)
------	------	--------	--------	----------	-----------



土库曼斯坦-乌兹别克斯坦-哈萨克斯坦-俄罗斯天然气管线	规划阶段	2010年	2011年	1,000	760,000
TAPI 管线 (土库曼斯坦至巴基斯坦)	规划阶段	2010年	2015年	1,800	1,400,000
Tengiz 至土库曼斯坦管线	规划阶段	2010年	2011年	800	270,000
西气东输三线西段 (霍尔果斯-中卫)	规划阶段	2010年	2012年	2,391	1,370,000
西气东输四线 (新疆轮南-鄯善、伊宁-鄯善、伊宁-西三线联络线)	规划阶段	2013年	2015年	1,393	520,000

资料来源: 玉龙股份招股说明书, 中国银河证券研究部

而除了上述项目以外, 煤制气领域也将迎来蓬勃发展, 新疆地区具有丰富的煤炭资源, 但限于运输成本问题, 难以直接运输供应华东、华北等能源消耗大户, 而煤制气之后、通过管网实现远距离、大规模输送则可以规避成本问题, 从而打开疆内煤炭资源开发的大门。目前已有中国神华等多家企业在疆内投资建设煤制气工程, 而根据我们与企业管理层的沟通, 目前公司已经获得了一批煤制气输送管道的订单, 且在今年在手订单中占比较高。

**表 5 煤制气等项目规划情况**

企业名称/简称	投资规划	企业名称/简称	投资规划
开滦煤矿	2015年前投资 460 亿元, 在准东建设煤化工园	新汶矿业	5-7 年在伊犁投资 500 亿元, 建设煤炭、煤制气及其他煤化工建设基地
中煤能源	5 年内在吐哈、准东、伊犁投资 1000 亿元, 发展煤电、煤化工	新疆广汇	拟建 120 亿立方米/年煤制天然气项目, 分三期建设。一期建设规模为 40 亿立方米/年, 计划投资 200 亿元, 建设期为 3.5 年
庆华集团	在伊犁投资 160 亿元建设煤化工园, 其中一期 100 亿, 自 2009 年起 3 年完成	潞安集团	拟在伊犁投资 13 亿平方米的煤制天然气项目
兖矿集团	5 年内在乌鲁木齐投资 625 亿元, 建设合成氨、甲醇、煤制油项目	华能新疆能源开发有限公司	计划 2010 年起投资 220 亿元在准东建设煤炭、煤电、煤化工一体化产业基地
神华集团	拟投资 375 亿元, 建设煤矿及煤制气项目	中国电力投资集团	270 亿元投资察布查尔建 3×20 亿立方米煤制气项目、263 亿元投资霍城县建 3×20 亿立方米项目一期, 2009 年底启动, 建设期 3-5 年

资料来源: 玉龙股份招股说明书, 中国银河证券研究部

对于本部产能而言, 由于地处华东, 主干线建设项目较少, 需求主要集中在支线、城市管网方面, 而随着天然气、成品油等分支线和城市输送体系的建设推进, 总体需求仍较为看好:

**表 6 本部地区管线规划情况**

企业名称/简称	投资规划
中石油	东南沿海规划建设西二线、西三线、中缅管道、福建支干线; 长三角地区规划建设西二线上海支干线、金华-丽水-温州-台州支线及如东-南通-江都管道, 主供气源为西一线、西二线、冀宁线和江苏 LNG; 环渤海地区规划新建秦

---

中石化	沈线、陕京三线、山东管网等干线管道，基本实现地级市全覆盖，主供气源为陕京一、二、三线和唐山 LNG。加快建设川气东送管道及沿线支干线管网建设，也意在开拓山东、长三角等主要目标市场；同时，规划建设中石化塔里木天然气出疆管线，与川气东送贯通相连，为长三角地区供气。
中海油	以广东、上海、秦皇岛等沿海 LNG 接收站为依托，构建天然气沿海大动脉管网，占领珠三角、长三角和环渤海等发达地区市场，积极发展陆上天然气管网。

---

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

2) 供给。目前新疆能够生产长距离油气输送管道的企业仅有八一钢铁一家，年产能约 15 万吨，主要钢级为 X70，目前其产品主要运用于输水管及结构管市场，高钢级 (X80) 管线生产尚有困难，对公司不构成明显的竞争威胁，考虑到疆内未来的新增产能情况，目前已有的产能建设规划中，仅有新兴铸管 300 万吨工程材料基地涉及钢管产能，但该项目预计投产时间为 2013 年，目前来看具有较高的不确定性。

而值得特别说明的是，新疆作为油气用管的重要需求所在，运输成本不容忽视，钢管由于属于中空结构，吨钢运输成本远高于螺纹钢等普钢类产品，每吨油气用管如果从疆外运输到境内，吨钢运输成本在 1500-1800 元之间，而公司位于伊犁霍尔果斯口岸附近，距离钢管主要消耗区域距离较近，可以规避这一成本问题，从而对其他企业进入疆内构成成本壁垒。

在华东、华北等区域，油气用管的新增产能情况目前尚未掌握最新资料，但总体来看，短期内没有爆发式的产能释放，供需关系不会出现失衡。

3) 与上游的话语权。在原材料的供给方面，公司本部区域邻近华东各大钢材厂家，采购方便，常年经营也已经形成了较为稳定的供货商渠道；而在新疆区域，由于疆内产能多为长材、未来建设产能也以长材为主，不排除主要原料——板材出现缺乏的可能性，但我们认为短期内这一因素不构成较大成本问题，这一点我们将密切跟踪：

1) 新疆项目产能 25 万吨，即便满产，按照直缝管 1.087、螺旋管 1.049 的金属消耗系数，年消耗钢材 26.68 万吨，总体体量较小。

2) 即便从疆外运输板材，按照吨钢运输成本 600-800 计算，相对钢管自疆外运输的成本 1500-1800 元/吨，仍有 700-1200 元/吨的成本优势。

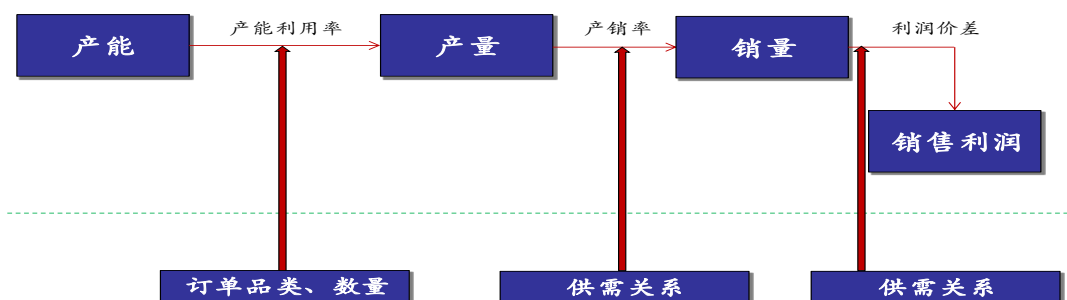
下面，我们将对新疆、本部产能的未来盈利能力进行具体分析和预测。

### 2.3 影响未来盈利能力的核心因素

对于盈利能力，我们根据以下分析框架来进行分析：

图 2 玉龙股份盈利分析简图

## 经营指标



## 影响因素

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

对于新疆伊犁 25 万吨产能（两条 6.5 万吨螺旋、一条 12 万吨直缝），我们认为：

- 1) 由于地处新疆、中亚油气资源输送的门户，下游需求大多为主干线用管，因此口径大、同等管长下具有较高的产能利用率；
- 2) 而在新疆区域优势、下游需求较好的情况下，产销率将具有较高的安全边际；
- 3) 而就最为关键的利润加成而言，前文所述油气用管运输费用较高，即便考虑到部分钢材自疆外采购带来的成本增加，公司仍能享受区域带来的成本优势，根据我们与公司管理层的沟通，公司有可能利用这一优势，适当提高新疆产能的利润加成额度，从而提高盈利水平。

同时，公司目前积极开拓销售渠道、油气用管订单情况饱满，煤制气项目拿单情况理想，预计随着新疆项目的逐步投产，盈利能力将逐步兑现，我们认为该项目的盈利前景在较高产能利用率、较高的产销率和利润加成决定下具有较高确定性，未来将充分享受区域优势。

对于本部无锡 17 万吨产能（一条 5 万吨螺旋、一条 12 万吨直缝），我们认为其关键因素除了利润加成的额度以外，产能利用率也值得关注。

- 1) 公司在招股说明书中指出，目前产线较低的产能利用率，主要原因在于生产焊管的口径不一，造成实际产量低于规划时的设计产能，我们认为这一情况将延续，即由于华东等区域下游需求集中在分支线、城市管网，因此需求总体来看仍将以小口径焊管为主，新增产能的产能利用率难以得到显著改善；
- 2) 而由于公司长期经营的客户资源、品牌信誉等优势，加上下游需求的总体看好，我们认为本部项目的利润加成稳定在 1300 元左右具有较高的概率，因此在较低的产能利用率、基本稳定的产销率和利润加成决定下，本部项目的盈利前景应保持谨慎乐观。

当然，产能的投放进度也非常重要，其与产能利用率、毛利，为影响业绩的三大因素。

## ■ 基本假设条件和分析



根据上述分析、判断，我们对公司的产能、产量、毛利等核心经营指标做出如下预测假设：

产能。根据公司募投项目建设进度，新疆伊犁项目中的两条 6.5 万吨螺旋埋弧产线已建成，12 万吨直缝埋弧产线将于 2012 年底建设完成；本部无锡项目的一条 5 万吨螺旋埋弧产线、一条 12 万吨直缝埋弧产线将于 2013 年中期左右建成投产。因此，我们预测公司未来产能变化如下：

表 7 公司未来产能变化预测（单位：万吨）

项目	产品细分	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产品产能	螺旋埋弧	20.00	26.00	26.00	32.50	39.00	41.50
	直缝埋弧	12.00	20.00	20.00	20.00	20.00	38.00
	直缝高频	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00
	矩形管	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

产能利用率。由于公司产品性质特殊，同一条生产线可以生产不同规格的焊管，造成产能利用率存在较大的变动空间，结合公司上半年数据和未来产品类型，我们认为：

- 1) 公司未来螺旋埋弧焊管将在新疆项目（产品面对主干线，多为大口径管）的拉动下产能利用率逐步提高。新疆项目 25 万吨产能实际上是按照每年生产 9 个月折算得到的，而根据公司目前的实际情况，部分客户由于冬季施工需要（沼泽地等地理条件下，反而需要冬季施工）向公司提出订货要求，公司未来生产月数很可能超过 9 个月，因此将明显拉升整体的产能利用率；
- 2) 直缝埋弧焊管也将受益新疆项目拉动，但由于其产能投放需等到 2013 年，对 2011、2012 年不构成利好。考虑到特高压输电带来的结构用管需求，预测产能利用率 2011 年持稳，2012 年、2013 年小幅增长；
- 3) 直缝高频焊管近年来产能利用率一直不高，但考虑到历史最坏时期已经过去，未来特高压输电对需求形成拉动具有较大的概率，我们认为该产品产能利用率 2012 年将小幅上升，2013 年持稳；
- 4) 矩形管进入壁垒较低，市场竞争激烈，虽然下游需求总体稳定，但我们认为未来仍难以稳定地维持较高的产能利用率，预计将逐步下滑。

因此，根据上述假设和公司情况，我们预测公司未来产能利用率为：

表 8 公司未来产能利用率预测

项目	产品细分	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能利用率	螺旋埋弧	96.57%	85.35%	83.01%	65.00%	75.00%	75.00%
	直缝埋弧	43.03%	50.13%	47.50%	47.50%	50.00%	55.00%
	直缝高频	76.72%	41.60%	33.92%	30.00%	32.00%	32.00%
	矩形管	40.77%	53.22%	72.93%	80.00%	75.00%	70.00%

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

利润加成的预测。我们认为，对于这一因素的把握，应该根据以下观点进行把握：

1) 螺旋埋弧：新疆伊犁项目具有较大的利润加成空间，同时 13 万吨螺旋埋弧焊管投产后将使得螺旋埋弧焊管中油气用管的比例由 2010 年的 30.77% 提高到 2012 年的 53.85%。在两者产能均充分释放的前提下，即便按照吨利润加成新疆产能 1300 元、原有产能 650 元的保守计算，也可以拉升整体均值到 866.67 元左右，而新疆项目产能利用率高于原有产能具有较高确定性，因此对利润加成均值的拉升将更为明显。同时，新疆伊犁项目已获得“三免五减半”的优惠政策，对产品毛利构成一定保障。

而本部项目至少要到 2013 年中期释放产能，且产能规模较小，预计在 2013 年将带来小幅的增长。考虑到项目产能利用率的不确定性和新投产产能的单位成本较高的可能性，我们预测螺旋埋弧焊管 2011-2013 年的每吨利润加成为 650、850、850 元。

2) 直缝埋弧：新疆伊犁项目需要到 2012 年底建设完成、2013 年释放产能，本部产能投产至少在 2013 年中期。考虑到新疆项目的较大利润加成空间带来的拉动，预计 2013 年将小幅上升，2011、2012 年基本稳定在 1300 元左右，因此预测直缝埋弧焊管 2011-2013 年的吨利润加成为 1300、1300、1350 元。

3) 直缝高频：尽管该产品技术成熟、市场竞争激烈，但考虑到目前利润加成已经处于历史低位，未来更加恶化的概率较小；同时特高压输电等下游需求整体向好，预计未来利润加成将基本稳定在 500 元左右（不排除回升幅度超预期的可能性，我们将进一步跟踪）。

4) 方矩形管：该产品技术含量低、市场竞争激烈，尽管需求总体并不悲观，但我们预计未来利润空间逐步缩小，其利润加成将逐步小幅降低。

**表 9 公司未来利润加成预测**

项目	产品细分	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
利润加成	螺旋埋弧	812.06	798.35	740.84	650.00	850.00	850.00
	直缝埋弧	1646.46	1359.14	1331.19	1300.00	1300.00	1350.00
	直缝高频	845.74	704.93	583.61	500.00	500.00	500.00
	方矩形管	628.03	451.32	616.18	600.00	570.00	550.00

资料来源：玉龙股份招股说明书，中国银河证券研究部

## ■ EPS 与股价预测

我们认为公司新疆项目较为看好、本部项目谨慎乐观，其他非油气用螺旋焊管、直缝高频焊管、方矩形管盈利能力和产能规模基本稳定，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.56、0.80、1.09 元，并进行相对估值如下：

**表 10 A 股同类公司估值一览表**

证券简称	收盘价 (10.21)	EPS			PE		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
金洲管道	11.66	0.55	0.37	0.57	21.20	31.56	20.38
国统股份	19.18	0.52	0.82	1.06	36.88	23.45	18.11
巨龙管业	16.69	0.71	0.61	0.82	23.51	27.22	20.25

青龙管业	16.32	1.03	0.70	0.87	15.84	23.31	18.84
常宝股份	11.31	0.53	0.55	0.75	21.34	20.40	15.03
久立特材	15.45	0.35	0.60	0.87	44.14	25.78	17.69
				<b>均值</b>	27.15	25.29	18.38

资料来源: WIND 资讯, 中国银河证券研究部

同时, 我们测算了 9 月 1 日至今的 IPO 新股发行情况, 根据 WIND 统计数据, 新股发行定价 PE 的均值为 2011 年 27.69、2012 年 20.65 倍。

表 11 IPO 新股的 PE 统计

新股名称	上市日期	发行价	2011 预测 EPS	2012 预测 EPS	2011PE	2012PE
永大集团(002622)	2011/10/18	20.0	0.73	0.97	27.26	20.70
中国水电(601669)	2011/10/18	4.5	0.39	0.49	11.49	9.10
亚玛顿(002623)	2011/10/13	38.0	1.52	1.92	25.00	19.83
联建光电(300269)	2011/10/12	20.0	0.75	1.00	26.64	19.91
中威电子(300270)	2011/10/12	35.0	1.38	1.96	25.38	17.86
巨龙管业(002619)	2011/9/29	16.2	0.61	0.82	26.34	19.59
瑞和股份(002620)	2011/9/29	30.0	1.11	1.69	26.96	17.71
大连三垒(002621)	2011/9/29	24.0	0.95	1.24	25.25	19.33
丰林集团(601996)	2011/9/29	14.0	0.52	0.59	26.70	23.72
长城汽车(601633)	2011/9/28	13.0	1.11	1.38	11.73	9.40
兴源过滤(300266)	2011/9/27	26.0	0.89	1.22	29.14	21.24
尔康制药(300267)	2011/9/27	18.0	0.62	0.89	28.93	20.14
万福生科(300268)	2011/9/27	25.0	0.96	1.25	25.96	20.06
长青集团(002616)	2011/9/20	17.8	0.59	0.78	30.26	22.84
露笑科技(002617)	2011/9/20	18.0	0.63	0.82	28.58	21.82
丹邦科技(002618)	2011/9/20	13.0	0.43	0.64	30.02	20.37
明泰铝业(601677)	2011/9/19	20.0	0.87	1.13	23.09	17.75
巴安水务(300262)	2011/9/16	18.0	0.58	0.72	31.14	25.05
隆华传热(300263)	2011/9/16	33.0	0.98	1.43	33.55	23.00
佳创视讯(300264)	2011/9/16	16.5	0.50	0.64	32.94	25.96
通光线缆(300265)	2011/9/16	14.4	0.39	0.57	36.66	25.05
蒙发利(002614)	2011/9/9	52.0	1.68	2.15	30.97	24.21
哈尔斯(002615)	2011/9/9	18.0	0.60	0.76	29.99	23.59
京运通(601908)	2011/9/8	42.0	1.52	1.94	27.71	21.63
新莱应材(300260)	2011/9/6	27.0	0.96	1.29	28.25	20.96
雅本化学(300261)	2011/9/6	22.0	0.55	0.84	39.95	26.11
				<b>均值</b>	27.69	20.65

资料来源: WIND 资讯, 中国银河证券研究部

考虑到目前资金整体紧张和 A 股市场环境的因素, 根据盈利预测和相对估值比较, 我们认为公司合理估值区间应为 18.5-21.5 倍 PE, 对应股价区间为 10.30-11.97 元, 根据我们对公

司绝对估值的结果，估值区间为 7.85-12.12，根据重合区间，我们给予公司股价合理区间为 10.30-11.97 元。

■ 风险提示

- 1) 公司募投项目所需生产设备，部分需要自国外进口，且所需资金额度较大，一旦此次发行募集资金未达到原定规模，生产线购置、投产进度有可能受到影响。
- 2) 国内焊管目前产能过剩，公司所投向的油气用管尽管属于高端品种，但并不具备竞争对手无法解决的核心技术等壁垒，一旦产能大幅增长，公司盈利前景可能受到一定影响。
- 3) 受国家宏观调控和产业政策影响，油气输送管道建设进度有可能发生变化，导致供需关系改变。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**王国平，钢铁行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。



## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn