

未来增长看新疆

玉龙股份 2011 年年报、2012 年一季报点评

评级: **买入-B**

上次评级: 买入-B

目标价格: **13.50 元**

期限: 6 个月 上次预测: 13.50 元

现价(2012 年 04 月 17 日): 9.75 元

报告日期: **2012-04-18**

报告关键点:

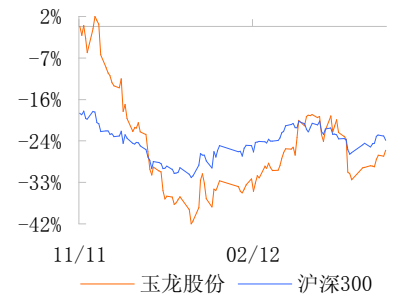
- ❏ 低端产品的毛利加成幅度大幅下滑
- ❏ 新疆项目未来拿到订单的量将成为公司业绩增长的重要变量
- ❏ 公司在手订单的情况有所好转

报告摘要:

- 公司 2011 年四季度、2012 年一季度业绩底部震荡: 2011 年实现营业总收入 27.4 亿元, 同比增长 20%; 营业利润 1.9 亿元, 同比下滑 28%; 归属于母公司的净利润 1.4 亿元, 同比下滑 21%。其中四季度业绩环比大幅下滑 57%。2012 年一季度净利润 2362 万元, 同比增长 37%, 环比增长 14%。
- 公司 2011 年净利润下滑 20% 主要是源于: (1) 随着市场竞争的加剧, 公司低端产品的毛利加成幅度大幅下滑, 直缝高频焊接钢管和方矩形焊接钢管的毛利率分别大幅下滑 6.9%、9.7%, 对应吨管毛利仅 296、279 元/吨, 这远低于近 500 元/吨的正常毛利加成额, 低端产品盈利的大幅下滑在近两个季度体现地更为明显; (2) 新疆项目尚未贡献盈利, 伊犁玉龙 2011 年销售 1.3 万吨, 亏损 74 万元; (3) 管理费用增加 1386 万元, 主要增加项是新疆募投项目开办费 459 万元和工资薪酬; (4) 公司先期以银行贷款对伊犁玉龙进行了投入, 导致财务费用增加 805 万元。
- 油气输送管行业 2012 年的增长来源于: 从中石油、中石化规划的 2012 年动工项目来看, 有可能在 2012 年动工的大型项目包括西气东输三线西段(霍尔果斯-中卫)、中亚 C 线、新疆-浙江煤制天然气长输管线、中哈管线、西气东输四线等, 其中较为确定的项目是西气东输三线和中亚 C 线。
- 公司规划 2012 年钢管产量 60 万吨以上(增量 11 万吨以上), 主营业务收入 33 亿元(增速 28%), 期间费用控制在 1.2 亿元(降低 15%)。销量的增长主要来源于伊犁玉龙 13 万吨螺旋埋弧焊管产能的释放, 新疆项目未来拿到订单的量将成为公司业绩增长的重要变量。公司在手订单的情况有所好转: (1) 公司将向供热管网工程提供双面埋弧螺旋焊接钢管约 1 万吨, 合同金额 5236 万元, 2012 年 9 月底之前完成产品的交付; (2) 公司之前拿到皖电东送项目 3.2 万吨的订单, 且主要是附加值较高的大口径的直缝埋弧焊管。
- 预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.63、0.83、0.89 元, 对应 PE 分别为 15、12、11 倍, 我们认为公司区位优势独特、拥有先发优势, 给予公司“买入-B”的投资评级, 目标价 13.5 元。
- 风险提示: 募投项目进展低于预期的风险

| | |
|----------------------|--------------|
| 总市值(百万元) | 3,095.63 |
| 流通市值(百万元) | 775.13 |
| 总股本(百万股) | 317.50 |
| 流通股本(百万股) | 79.50 |
| 12 个月最低/最高十大流通股股东(%) | 7.47/13.77 元 |
| 股东户数 | |

12 个月股价表现



| | | | |
|------|--------|-------|---------|
| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
| 相对收益 | (2.32) | 8.30 | (2.02) |
| 绝对收益 | (5.43) | 13.24 | (26.36) |

衡昆
010-66581658
执业证书编号

首席行业分析师
hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

报告联系人

任志强

021-68763626
renzq@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2,276.2 | 2,740.8 | 3,315.2 | 3,976.6 | 4,169.5 |
| Growth(%) | 9.3% | 20.4% | 21.0% | 19.9% | 4.9% |
| 净利润 | 178.6 | 141.4 | 200.9 | 263.1 | 283.5 |
| Growth(%) | 0.8% | -20.8% | 42.1% | 30.9% | 7.8% |
| 毛利率(%) | 17.3% | 12.9% | 13.4% | 14.0% | 14.3% |
| 净利润率(%) | 7.8% | 5.2% | 6.1% | 6.6% | 6.8% |
| 每股收益(元) | 0.56 | 0.45 | 0.63 | 0.83 | 0.89 |
| 每股净资产(元) | 2.80 | 5.93 | 6.56 | 7.39 | 8.28 |
| 市盈率 | 17.3 | 21.9 | 15.4 | 11.8 | 10.9 |
| 市净率 | 3.5 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| 净资产收益率(%) | 20.5% | 7.9% | 10.1% | 11.7% | 11.2% |
| ROIC(%) | 31.1% | 15.6% | 14.2% | 19.3% | 16.3% |
| EV/EBITDA | - | 8.6 | 6.8 | 5.7 | 5.2 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

前期研究成果

玉龙股份: 大踏步进军新疆

2011-12-29

玉龙股份: 产品定位高端+区位优势独特

2011-10-21

财务报表预测和估值数据汇总

| | | | | | | 单位 | 百万元 | 模型更新时间 | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------|-------|
| | | | | | | | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 利润表 | | | | | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | |
| 营业收入 | 2,276.2 | 2,740.8 | 3,315.2 | 3,976.6 | 4,169.5 | 财务指标 | | | | | | |
| 减: 营业成本 | 1,883.5 | 2,388.1 | 2,871.8 | 3,419.0 | 3,573.5 | 成长性 | | | | | | |
| 营业税费 | 5.5 | 8.2 | 10.0 | 11.2 | 12.2 | 营业收入增长率 | 9.3% | 20.4% | 21.0% | 19.9% | 4.9% | |
| 销售费用 | 39.8 | 46.9 | 56.8 | 68.1 | 71.4 | 营业利润增长率 | 7.7% | -28.2% | 44.2% | 32.0% | 8.0% | |
| 管理费用 | 53.3 | 67.2 | 81.2 | 97.5 | 102.2 | 净利润增长率 | 0.8% | -20.8% | 42.1% | 30.9% | 7.8% | |
| 财务费用 | 21.5 | 29.6 | 17.7 | 14.2 | 14.2 | EBITDA 增长率 | 10.0% | -18.6% | 32.7% | 28.4% | 13.8% | |
| 资产减值损失 | 4.5 | 8.2 | - | - | - | EBIT 增长率 | 8.6% | -23.3% | 33.0% | 28.9% | 7.7% | |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | NOPLAT 增长率 | 3.6% | -18.0% | 26.1% | 28.0% | 7.5% | |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 63.4% | 38.4% | -6.0% | 27.5% | 22.0% | |
| 营业利润 | 268.1 | 192.6 | 277.7 | 366.7 | 395.9 | 净资产增长率 | 20.4% | 96.7% | 11.2% | 13.2% | 12.6% | |
| 加: 营业外净收支 | -5.5 | 9.8 | 9.8 | 9.8 | 9.8 | 利润率 | | | | | | |
| 利润总额 | 262.6 | 202.4 | 287.5 | 376.5 | 405.8 | 毛利率 | 17.3% | 12.9% | 13.4% | 14.0% | 14.3% | |
| 减: 所得税 | 64.5 | 51.9 | 73.7 | 96.5 | 104.0 | 营业利润率 | 11.8% | 7.0% | 8.4% | 9.2% | 9.5% | |
| 净利润 | 178.6 | 141.4 | 200.9 | 263.1 | 283.5 | 净利润率 | 7.8% | 5.2% | 6.1% | 6.6% | 6.8% | |
| 资产负债表 | | | | | | EBITDA/营业收入 | 14.9% | 10.1% | 11.1% | 11.9% | 12.9% | |
| 货币资金 | 261.6 | 1,053.4 | 1,511.0 | 1,556.8 | 1,651.6 | EBIT/营业收入 | 12.7% | 8.1% | 8.9% | 9.6% | 9.8% | |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 运营效率 | | | | | | |
| 应收账款 | 224.8 | 389.0 | 433.3 | 490.3 | 550.2 | 固定资产周转天数 | 69 | 64 | 63 | 61 | 73 | |
| 应收票据 | 45.7 | 97.1 | 76.0 | 103.9 | 117.4 | 流动营业资本周转天数 | 49 | 94 | 91 | 81 | 96 | |
| 预付账款 | 329.2 | 185.2 | 244.3 | 272.4 | 234.8 | 流动资产周转天数 | 201 | 235 | 279 | 275 | 281 | |
| 存货 | 474.8 | 520.1 | 625.4 | 744.6 | 778.2 | 应收帐款周转天数 | 33 | 41 | 46 | 44 | 47 | |
| 其他流动资产 | 0.5 | 1.9 | 2.8 | 4.1 | 4.5 | 存货周转天数 | 72 | 65 | 62 | 62 | 66 | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 299 | 322 | 356 | 349 | 369 | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 投资资本周转天数 | 147 | 181 | 168 | 155 | 184 | |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | | |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROE | 20.5% | 7.9% | 10.1% | 11.7% | 11.2% | |
| 固定资产 | 421.5 | 552.3 | 614.1 | 724.4 | 965.2 | ROA | 10.0% | 5.2% | 5.9% | 6.9% | 6.7% | |
| 在建工程 | 122.9 | 7.0 | 40.2 | 67.3 | 92.2 | ROIC | 31.1% | 15.6% | 14.2% | 19.3% | 16.3% | |
| 无形资产 | 103.8 | 101.5 | 94.7 | 88.4 | 82.5 | 费用率 | | | | | | |
| 其他非流动资产 | 5.1 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 6.9 | 销售费用率 | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | 1.7% | |
| 资产总额 | 1,989.9 | 2,914.2 | 3,648.4 | 4,059.0 | 4,483.5 | 管理费用率 | 2.3% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | |
| 短期债务 | 449.0 | 749.0 | 898.8 | 1,078.6 | 1,294.3 | 财务费用率 | 0.9% | 1.1% | 0.5% | 0.4% | 0.3% | |
| 应付账款 | 25.0 | 43.9 | 51.4 | 56.4 | 62.9 | 三费/营业收入 | 5.0% | 5.2% | 4.7% | 4.5% | 4.5% | |
| 应付票据 | 385.1 | 145.9 | 518.0 | 508.2 | 464.7 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他流动负债 | 129.5 | 72.1 | 34.4 | -44.8 | -102.8 | 资产负债率 | 51.4% | 34.7% | 42.0% | 41.0% | 39.9% | |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 负债权益比 | 105.7% | 53.2% | 72.5% | 69.5% | 66.3% | |
| 其他非流动负债 | - | - | 0.6 | 0.8 | 0.9 | 流动比率 | 1.31 | 2.22 | 1.89 | 1.91 | 1.87 | |
| 负债总额 | 1,022.6 | 1,011.6 | 1,533.3 | 1,663.9 | 1,786.7 | 速动比率 | 0.84 | 1.71 | 1.48 | 1.46 | 1.43 | |
| 少数股东权益 | 77.5 | 19.3 | 32.2 | 49.2 | 67.5 | 利息保障倍数 | 13.47 | 7.52 | 16.66 | 26.85 | 28.91 | |
| 股本 | 238.0 | 317.5 | 317.5 | 317.5 | 317.5 | 分红指标 | | | | | | |
| 留存收益 | 651.7 | 1,564.4 | 1,765.3 | 2,028.3 | 2,311.8 | DPS(元) | - | - | - | - | - | |
| 股东权益 | 967.3 | 1,902.6 | 2,115.0 | 2,395.1 | 2,696.8 | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 现金流量表 | | | | | | 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | |
| 净利润 | 198.1 | 150.5 | 200.9 | 263.1 | 283.5 | 业绩和估值指标 | | | | | | |
| 加: 折旧和摊销 | 50.6 | 54.7 | 71.8 | 90.9 | 126.6 | EPS(元) | 0.56 | 0.45 | 0.63 | 0.83 | 0.89 | |
| 资产减值准备 | 4.5 | 8.2 | - | - | - | BVPS(元) | 2.80 | 5.93 | 6.56 | 7.39 | 8.28 | |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PE(X) | 17.3 | 21.9 | 15.4 | 11.8 | 10.9 | |
| 财务费用 | 23.1 | 35.8 | 17.7 | 14.2 | 14.2 | PB(X) | 3.5 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | |
| 投资收益 | - | - | - | - | - | P/FCF | -23.9 | -1,454.1 | 6.9 | 107.4 | 40.4 | |
| 少数股东损益 | 19.5 | 9.1 | 13.0 | 17.0 | 18.3 | P/S | 1.4 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | |
| 营运资金的变动 | -344.0 | -310.2 | -335.2 | -266.7 | -112.7 | EV/EBITDA | - | 8.6 | 6.8 | 5.7 | 5.2 | |
| 经营活动产生现金流量 | -101.3 | -26.3 | -31.8 | 118.4 | 329.9 | CAGR(%) | 12.2% | 26.1% | -143.5% | - | -105.8% | |
| 投资活动产生现金流量 | -125.0 | -119.4 | -260.0 | -322.0 | -486.4 | PEG | 1.4 | 0.8 | -0.1 | - | -0.1 | |
| 融资活动产生现金流量 | 117.7 | 1,047.3 | 132.1 | 165.6 | 201.5 | ROIC/WACC | 3.6 | 1.8 | 1.7 | 2.3 | 1.9 | |
| REP | - | - | - | - | - | | - | 0.8 | 1.0 | 0.6 | 0.6 | |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 朱贤 | 上海联系人 | 张勤 | 上海联系人 |
| 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| 凌洁 | 上海联系人 | 黄方祥 | 上海联系人 |
| 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| 梁涛 | 上海联系人 | 周蓉 | 北京联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 马正南 | 北京联系人 | 潘冬亮 | 北京联系人 |
| 010-59113593 | mazn@essence.com.cn | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| 胡珍 | 深圳联系人 | 李国瑞 | 深圳联系人 |
| 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034