民资进入西三线对公司造成利好

玉龙股份 601028

维持 **增持**

分析师：吴旭雷
投资咨询执业证书编号：
S0630512050001
联系方式：
wuxl@longone.com.cn
联系人：孙亮
021-50586660-8612

日期
分析：2012 年 5 月 31 日
发布：2012 年 5 月 31 日

价格
当前市价：9.88 元

股价表现

公司估值

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.45	0.57	0.88	1.17
PE	22.8	18.2	12.2	9.0
PB	1.71	1.64	1.53	1.41

注：EPS为最新股本摊薄后数据

事件

中国石油天然气集团公司5月30日与全国社会保障基金理事会、城市基础设施产业投资基金和宝钢集团有限公司等签署西气东输三线工程项目投资人合作框架协议。西气东输三线管道工程总投资1160亿元，四家出资方拟设立合资公司，注册资本625亿元。其中，中石油拟出资325亿元，持股比例52%;全国社保基金、城市基础设施产业投资基金、宝钢集团各出资100亿元，持股比例均为16%。

点评

民资进入西气东输三线工程对于民营油气管企业造成利好。第一，民资进入西气东输三线工程后，工程的招标可能会更加市场化。第二，工程建设或将因民资进入而加快。

西气东输三线招标或将更加市场化。以往的油气管招标一般由中石油主导，中石油内部有不成文的规定，将招标总量的30%面对体系外的油气管生产企业。由于近几年油气管线建设低于预期，体系外企业的订单比例低于30%。在引入民营资产后，招标或将打破惯例，**民营企业的订单比例或将提高。**

工程建设进程或将加快。引入民营资本后，西气东输三线的建设资金将得到保障，招标建设的时间或因此提前。我们认为，其余的油气输送管线建设均有可能采用该模式进行，三大石油企业在建设方面的资金压力将得到缓解，其余管线建设可能因此提前。

伊犁基地的产品具有较高竞争力。公司的伊犁基地具有两条产能共计13万吨的螺旋埋弧焊管生产线，其产品主要面对西气东输三、四线和中亚C线。目前新疆地区规划中的长距离管线有5条，“十二五”期间的焊管需求较为旺盛，而目前该地区的焊管产能不到30万吨，产能相对不足；公司生产线距离建设地较近，运输成本较低，产品价格方面具有一定优势；公司拥有中石油和中石化的供应商资质，伊犁基地也将于7月获得“能源一号网”的认证，资质方面也具有一定优势；公司与中石油以及自治区政府一直保持着良好的合作关系。**公司从新疆地区的油气管线建设招标中获得较多订单是大概率事件。**

公司或将受益于民资进入西气东输三线建设。公司作为体系外主要油气管供应企业，如果民企进入后管线的招标更加市场化，公司或将因此获得

更多订单。我们在上一篇报告中测算过，如果西气东输三线在第三季度进行大规模招标则公司业绩或有15%-20%的提升，民资进入后，西气东输三线的招标在第三季度开始的可能性更高。

盈利预测：中石油西气东输三线和中亚C线的招标时间难以预测，我们按照今年第三季度开始招标进行测算，公司2012-2014年的EPS分别为：0.57元、0.88元和1.17元。对应5月31日的收盘价9.88元，公司2012-2014年的动态PE分别为：18倍、12倍和9倍。公司业务成长性良好，与金洲管道相比估值较低，因此维持公司的“增持”评级。

风险提示：西气东输三线的招标时间存在不确定性；招标时中石油可能仍起主导作用。

【可比公司对比】

		5月31日	EPS				EPSYOY			复合增	P/E		
代码	简称	收盘价	11A	12E	13E	14E	12	13	14	速	12	13	14
1938.HK	珠江钢管	2.61	0.23	0.42	0.53	0.62	82.61%	26.19%	16.98%	39.17%	6.21	4.92	4.21
002478.SZ	常宝股份	13.69	0.57	0.69	0.98	1.23	20.92%	40.69%	25.77%	28.86%	19.72	14.02	11.14
002443.SZ	金洲管道	12.81	0.35	0.49	0.64	0.70	40.00%	30.61%	9.38%	25.99%	26.14	20.02	18.30
601028.SH	玉龙股份	10.17	0.45	0.57	0.88	1.17	24.44%	48.21%	36.14%	35.92%	18.16	12.25	9.00

【分产品盈利预测】

		2011A	2012E	2013E	2014E
螺旋埋弧焊管	产量（万吨）	21.1	28.6	31.1	37.8
	吨钢售价（元）	4966.51	5000	4800	4800
	吨钢毛利（元）	626.46	620	630	630
直缝埋弧焊管	产量（万吨）	12.5	14	22.6	32
	吨钢售价（元）	6536.70	6600	6300	6300
	吨钢毛利（元）	1352.67	1350	1350	1350
直缝高频焊管	产量（万吨）	4.4	7.2	7.2	7.2
	吨钢售价（元）	5446.34	5450	5200	5200
	吨钢毛利（元）	296.09	300	300	300
方矩形管	产量（万吨）	10.7	9.8	9.8	9.8
	吨钢售价（元）	4414.86	4400	4200	4200
	吨钢毛利（元）	279.46	250	250	250
总产量（万吨）		48.7	59.6	70.72	86.8
营业收入（万元）		274077.7	317760	370371	461640
增长率			15.94%	16.56%	24.64%
毛利润（万元）		34427.79	41242	54732.8	71624
毛利率		12.56%	12.98%	14.78%	15.52%

盈利预测及市场重要数据	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,741	3,178	3,704	4,616

(+/-%)	20.4%	15.9%	16.6%	24.6%
净利润(百万元)	141	177	264	358
(+/-%)	-20.8%	25.4%	48.8%	35.7%
每股收益（元）	0.45	0.56	0.83	1.13
EBIT Margin	8.4%	8.6%	10.4%	11.1%
净资产收益率（ROE）	7.5%	9.0%	12.5%	15.7%
市盈率（PE）	22.8	18.2	12.2	9.0
EV/EBITDA	14.9	4.4	4.1	3.9
市净率（PB）	1.71	1.64	1.53	1.41

资料来源：公司资料，东海证券预测

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**2741**	**3178**	**3704**	**4616**
营业成本	2388	2765	3156	3900
营业税金及附加	8	6	7	9
销售费用	47	54	63	78
管理费用	67	80	93	115
财务费用	30	20	9	5
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(8)	(0)	(0)	(0)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	193	252	374	508
营业外净收支	10	0	0	0
利润总额	**202**	**252**	**374**	**508**
所得税费用	52	63	94	127
少数股东损益	9	11	17	23
归属于母公司净利润	**141**	**177**	**264**	**358**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	141	177	264	358
资产减值准备	4	(8)	(8)	(8)
折旧摊销	55	723	736	748
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	30	20	9	5
营运资本变动	(427)	168	(133)	(224)
其它	1	14	17	20
经营活动现金流	**(219)**	**1075**	**875**	**893**
资本开支	(63)	(200)	(200)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(63)**	**(200)**	**(200)**	**(200)**

权益性融资	818	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(73)	(89)	(132)	(179)
其它融资现金流	**402**	**119**	**144**	**249**
融资活动现金流	1073	31	12	70
现金净变动	792	905	687	764
货币资金的期初余额	262	1053	1959	2646
货币资金的期末余额	1053	1959	2646	3409
企业自由现金流	(264)	895	690	709
权益自由现金流	138	999	827	954

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1053	1959	2646	3409
应收款项	486	557	649	809
存货净额	520	281	333	434
其他流动资产	187	216	252	314
流动资产合计	**2247**	**3013**	**3880**	**4966**
固定资产	559	48	(476)	(1012)
无形资产及其他	101	97	93	89
投资性房地产	7	7	7	7
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**2914**	**3165**	**3504**	**4051**
短期借款及交易性金融负债	749	868	1012	1262
应付款项	184	169	200	260
其他流动负债	79	131	155	201
流动负债合计	**1012**	**1168**	**1367**	**1723**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**
负债合计	**1012**	**1168**	**1367**	**1723**
少数股东权益	19	25	33	45
股东权益	1883	1972	2104	2283
负债和股东权益总计	**2914**	**3165**	**3504**	**4051**

关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.45	0.56	0.83	1.13
每股红利	0.23	0.28	0.42	0.56
每股净资产	5.93	6.21	6.63	7.19
ROIC	9%	9%	14%	20%
ROE	7.51%	8.99%	12.54%	15.69%

毛利率	13%	13%	15%	16%
EBIT Margin	8%	9%	10%	11%
EBITDA Margin	10%	31%	30%	27%
收入增长	20%	16%	17%	25%
净利润增长率	-21%	25%	49%	36%
资产负债率	35%	38%	40%	44%
息率	2.3%	2.7%	4.1%	5.5%
P/E	22.8	18.2	12.2	9.0
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.88	4.42	4.10	3.93

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

吴旭雷： 有色行业高级分析师，理学学士，管理学硕士，2年有色企业战略咨询管理经验，2年证券从业经验，2011年1月加盟东海证券。重点跟踪宝钛股份、博云新材、东方锆业、贵研铂业、驰宏锌锗、新疆众和、云铝股份、利源铝业、金瑞科技等。

评级定义

市场指数评级
看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级
超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级
买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京　东海证券研究所	上海　东海证券研究所
中国　北京　100089	中国　上海　200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：（8610）　66216231	电话：（8621）　50586660
传真：（8610）　59707100	传真：（8621）　50819897