

# 玉龙股份(601028)

研究员: 印晓明 执业证书编号: S0570510120001

☎ 025-84784691 ✉ yxmwq@sina.com

🌐 http://t.zhangle.com/4086

行业景气上升 公司成长确定

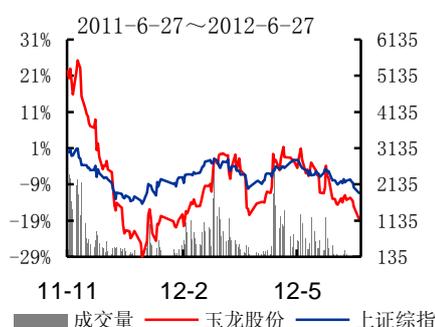
## 投资评级: 推荐(首次评级)

其他轻工制造 II

当前价格(元): 8.67

目标价格(元):

## 股价走势图



## 相关研究

## 投资要点:

◆ **中端产品盈利稳定** 公司上半年直缝埋弧焊和螺旋埋弧焊高钢部分毛利稳定, 效益较好。低端产品由于整体产能过剩、需求下降, 市场竞争激烈, 公司销售价格有所下调。展望下半年, 公司订单饱满、质量较高, 预计公司下半年效益环比将有较大提高。

◆ **募投项目按计划建设** 伊犁年产12万吨直缝埋弧焊管生产线已变更至无锡, 预计2013年1季度投产。年产17万吨油气输送管项目由无锡变更至四川, 预计2013年1-2季度投产。伊犁年产6.5万吨螺旋埋弧焊管生产线已于今年4月投产, 下半年有望盈利。我们预计国家油气管网大规模建设将持续到“十三五”时期, 行业还有5-8年景气上升周期, 公司募投项目将享受行业发展盛宴。

◆ **研发新品 构建新增长点** 2012年公司将加快低合金焊接钢管、低温钢管、不锈钢焊接钢管等新品的研发, 争取在年内实现小批量生产, 为公司产品结构优化奠定基础。目前公司研发的新产品市场前景较好, 毛利高, 是未来公司新的利润增长点。

◆ **风险提示** 世界经济发展的不确定性可能造成国内油气管网建设低于预期, 使公司新增产能不能发挥预期效益。国内钢管生产商大规模扩产造成产能严重过剩, 致使行业竞争加剧、盈利下降。

◆ **投资评级** 预计公司2012-2014年EPS分别为0.47元、0.62元、0.69元, 对应PE分别为18.41、14.04、12.60倍。我们认为目前行业处于景气上升周期, 且公司具备较强的竞争优势, 今明两年募投项目将会陆续释放业绩, 公司业绩增长有保证, 给予“推荐”评级。

## 公司基本资料

总股本(万)	31750.00
流通A股(万)	7950.00
52周内股价区间(元)	7.47-13.77
总市值(万)	275272.50
总资产(万)	310195.16
每股净资产(元)	6.01

## 主要经营指标预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(亿)	27.41	28.84	31.05	34.35
+/-%	20.41	5.2	7.7	10.6
净利润(百万)	141.40	150	196	219
+/-%	-20.84	5.8	31.1	11.5
EPS(元)	0.58	0.47	0.62	0.69
P/E	14.95	18.41	14.04	12.60

## 一、事件

当前，全球钢管行业呈稳步增长态势，尤其是中国能源需求的增长带动了管网建设，为钢管行业的增长提供了空间。近期，我们对公司进行了参观、访谈，对公司经营现状及未来发展有了进一步了解。

## 二、公司业务分析

### 1.1 战略清晰 业绩增长明确

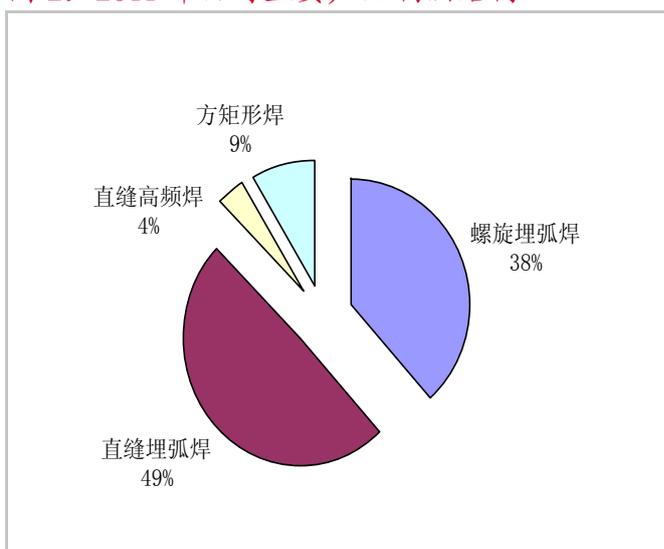
目前公司已形成包括结构用钢管及输送用钢管在内的全系列产品，确定了油气输送用焊接钢管在产品系列中的战略地位。螺旋埋弧和直缝埋弧焊管是应用最为广泛的焊接钢管品种，尤其适用于油气长距离输送。目前公司定位于发展大口径输送油气钢管，符合国家产业发展规划，市场前景较好。从2011年公司主营业务来看，螺旋和直缝埋弧焊管销售收入合计约占73%，利润贡献约占87%，是公司主要的收入和利润来源。公司募投项目也侧重发展油气管，未来业绩增长预期明确。

图 1: 2011 年公司主要产品收入结构



资料来源：华泰证券

图 2: 2011 年公司主要产品利润结构



资料来源：华泰证券

### 1.2 直缝埋弧焊管——重点发展

目前公司直缝埋弧焊管产能 20 万吨/年。募投项目中的伊犁玉龙钢管年产 12 万吨 JCOE 直缝埋弧焊接钢管生产线已经变更无锡本部，预计 2013 年 1 季度投产。年产 17 万吨油、气等长距离输送钢管项目实施地点由无锡变更至四川德阳经济开发区，其中年产 12 万吨 JCOE 直缝埋弧焊钢管生产线预计 2013 年 1-2 季度投产。届时直缝埋弧焊管产能将增加 24 万吨。

直缝埋弧焊接钢管对工艺要求最高，生产线投资成本较高、建设周期较长，国内生产厂商相对较少。公司产品市场竞争力较强，今年以来直缝埋弧焊接钢管毛利率稳定，盈利较好。该产品主要用于高钢级、

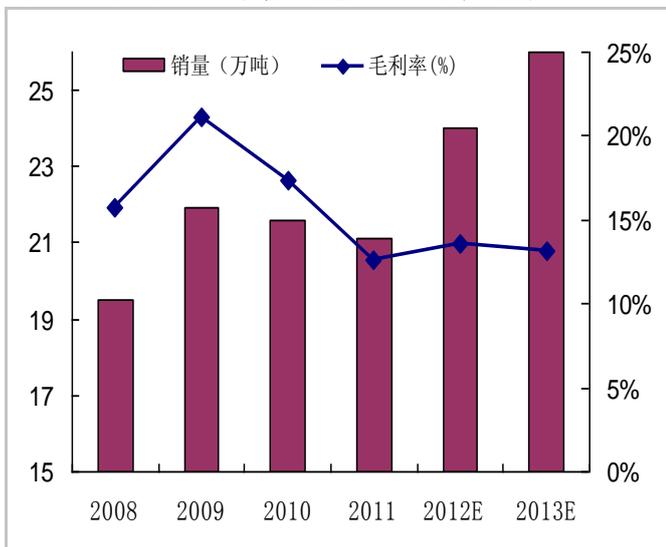
高压油气输送用管道。随着国内油气输送管网、煤制气、煤化工等领域的管网建设，产品市场前景较好。

### 1.3 螺旋埋弧焊管—竞争力较强

公司现有螺旋埋弧焊管产能26万吨/年。募投项目中的伊犁两条年产6.5万吨高钢级螺旋埋弧焊管生产线已于今年4月建成投产，上半年亏损，下半年拿到中石油入网证后有望扭亏为盈。年产5万吨高钢级高强度螺旋埋弧焊管生产线预计2013年1-2季度投产。届时公司增加产能18万吨。

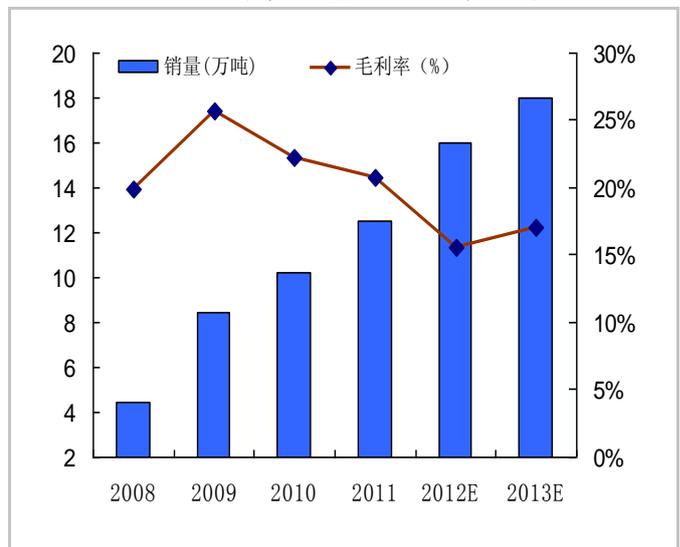
目前高钢级、大口径螺旋埋弧焊管生产线的投资成本较高且建设周期较长，对生产工艺的要求相对较高，产品市场状况较好。公司上半年高钢级的螺旋埋弧焊管毛利率稳定，相反其他低端品种市场竞争激烈，产品价格下降。

图 3: 螺旋埋弧焊管销量及毛利率趋势



资料来源：华泰证券

图 4: 直缝埋弧焊管销量及毛利率趋势



资料来源：华泰证券

### 1.4 直缝高频焊管—维持现状

公司现有直缝高频焊接钢管产能 16 万吨/年。与国内目前最新的行业技术水平对比，公司的直缝高频焊接钢管在行业中属于中等技术水平，市场竞争能力一般。公司瞅准国内油气管线需求旺盛的机会，对公司产品结构进行了升级和调整，大力发展中高档焊接钢管，已不再将直缝高频焊接钢管纳入发展重点，产能上不再扩增。公司的直缝高频焊接钢管业务目前正积极发掘在机械设备配套用管、船舶用低压流体输送用管道等领域的市场机会，如在工程机械领域中对无缝钢管的替代市场。

### 1.5 方矩形焊管—发挥现有产能

公司现有方矩形焊接钢管产能 14 万吨/年。方矩形焊接钢管由于投资成本小、建设周期短，国内生产

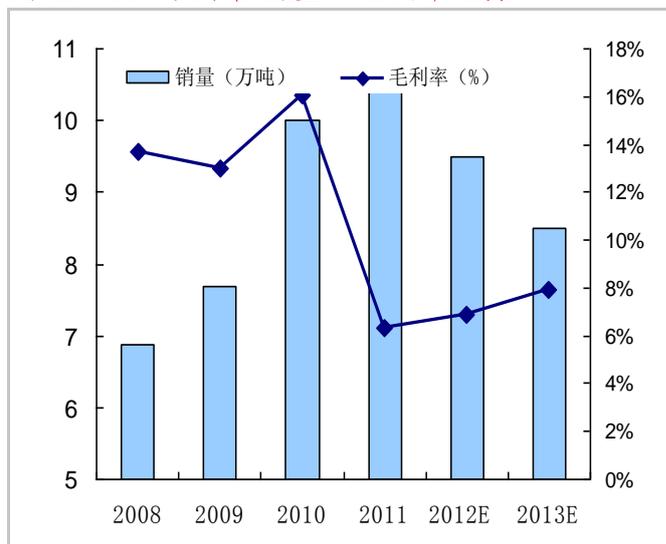
厂商众多，价格竞争较为激烈。矩形焊接钢管运用于结构性用管领域，下游行业包括建筑、机械制造等，其市场景气程度与国家基础设施建设、房地产投资等领域的固定资产投资规模紧密相关。公司未将矩形焊接钢管纳入公司未来发展的重点，产能不再扩张，维持原有市场。

图 5: 直缝高频焊管销量及毛利率趋势



资料来源：华泰证券

图 6: 矩形焊管销量及毛利率趋势



资料来源：华泰证券

### 1.6 研发新品 构建新的增长点

2012 年公司将加大低合金焊接钢管、低温钢管、不锈钢焊接钢管等的技术攻关力度，争取在年内将上述产品实现小批量生产，为公司产品结构优化奠定基础。目前低合金焊接钢管研发进度要快于其他产品。公司新产品发展分三步走：首先研发出具有高技术含量的新品；其次，用现有设备进行试生产，开发市场；第三，新产品取得市场认可后，投资引进设备进行规模化生产。公司研发的这几个新产品市场前景较好，主要用于炼化乙烯工程和船舶等领域，市场虽然不大，但毛利非常高，是未来公司新的利润增长点。

### 1.7 立足自身 渐进发展

“十一五”时期，我国钢管行业生产企业大约有 2200 余家。全行业呈现的特点是企业数量多而且分散；规模差异大；企业间技术装备水平差距悬殊，落后产能占据较大比重，产业集中度相当低。据不完全统计，焊接钢管产量排前 10 位企业产量之和占全国焊接钢管总产量不到 20%。根据行业发展规划，到“十二五”末，国内要力争钢管产量排名前 20 位企业产量之和占钢管总产量 60%以上。其中，焊接钢管排名前 10 位企业的焊管产量之和占焊接钢管总产量的 50%。

提高行业集中度，企业间并购是主要的方式。从公司来看，国内低端焊接钢管企业没有多少并购价值，相反落后产能应该被淘汰；中端焊接钢管企业大多已经上市，并购可能性较小。因此，未来公司将依托资

本市场走自我发展、自我壮大的道路。

### 三、行业成长有空间 市场竞争也激烈

#### 3.1 景气上升 行业成长空间较大

“十二五”期间，我国将调整能源结构，优化能源开发布局，加强能源输送通道建设。目前我国已建成石油、天然气长输送管道 6.7 万余公里（原油管道 1.9 万公里，成品油管道 1.4 万公里，天然气管道 3.4 万公里），已基本实现了西气东输、川气东送、海气登陆。“十二五”期间，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，建设中哈原油管道二期、中缅油气管道境内段、中亚天然气管道二期，以及西气东输三线、四线工程。西气东输五线至七线等也在规划之中，预计在“十三五”期间实施。我们预计国家油气管网大规模建设将持续到“十三五”时期，行业还有 5-8 年的景气上升周期。目前公司定位于发展大口径油气输送管，可以享受到行业发展盛宴。

#### 3.2 产能扩张 市场竞争激烈

出于对行业成长的良好预期，2012 年-2013 年是国内油气管生产线建设的高峰时期，预计全国新增产能约 700 万吨，届时产能总体过剩，市场同质化竞争将更加激烈。目前国内油气管网的主干管道多由中石油下属企业垄断，公司目标市场主要在支线管网的建设方面。目前公司通过在新疆、四川建设生产基地，发展区域竞争优势，抢占市场份额。

### 四、盈利预测与投资建议

我们预计 2012-2014 年公司实现销售收入分别为 28.84 亿元、31.05 亿元和 34.35 亿元，年增长率分别为 5.2%、7.7%和 10.6%。预计公司 2012-2014 年实现净利润分别为 1.50 亿元、1.96 亿元、2.19 亿元，年增长率分别为 5.8%、31.1%和 11.5%。

相应地，2012-2014 年公司实现 EPS 分别为 0.47 元、0.62 元、0.69 元，对应 PE 分别为 18.41、14.04、12.60 倍。目前行业处于上升景气周期，且公司具备较强的竞争优势，今明两年募投项目将会陆续释放业绩，公司业绩增长将有保证，给予“推荐”评级。

表 1：公司主要产品销量及毛利率预测

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺旋埋弧焊接钢管	销量(万吨)	21.90	21.60	21.14	24	26	28.00
	平均价格(元/吨)	3,780	4,270	4,967	4,500	4,550	4,750
	毛利率(%)	21.12%	17.35%	12.61%	13.61%	13.19%	12.63%
直缝埋弧焊接钢管	销量(万吨)	8.47	10.19	12.50	16.00	18.00	20.00
	平均价格	5,299	5,986	6,537	6,100	6,150	6,300
	毛利率(%)	25.65%	22.24%	20.69%	15.57%	17.07%	16.67%

直缝高频焊接钢管	销量(万吨)	8.47	4.84	4.39	5.5	5.5	5.50
	平均价格	4,481	4,718	5,446	5,000	5,100	5,200
	毛利率(%)	15.73%	12.37%	5.44%	7.50%	8.82%	8.65%
矩形焊接钢管	销量(万吨)	7.69	10.00	10.65	9.5	8.5	8.50
	平均价格	3,466	3,846	4,415	4,000	4,100	4,150
	毛利率(%)	13.02%	16.02%	6.33%	6.88%	7.93%	8.43%

资料来源: 公司报告 华泰证券

## 五、风险提示

世界经济的不确定性可能造成国内油气管网建设低于预期, 使公司新增产能不能发挥预期效益。国内钢管生产商大规模扩产造成产能严重过剩, 致使行业竞争加剧、盈利下降。

### 附: 公司报表预测摘要

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2247	2080	2275	2544	营业收入	2741	2884	3105	3435
现金	1053	769	866	1000	营业成本	2388	2531	2698	2992
应收账款	384	336	378	420	营业税金及附加	8	9	9	10
其它应收款	5	9	9	9	营业费用	47	59	52	50
预付账款	185	297	307	326	管理费用	67	78	68	71
存货	520	591	624	688	财务费用	30	3	7	8
其他	99	78	90	101	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	668	1030	1174	1113	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	552	918	1067	1010	营业利润	193	204	271	303
无形资产	101	102	99	96	营业外收入	15	10	12	11
其他	14	10	8	7	营业外支出	5	6	5	6
资产总计	2914	3110	3448	3657	利润总额	202	209	277	309
流动负债	1012	1113	1265	1280	所得税	52	50	68	77
短期借款	749	576	756	737	净利润	151	159	209	232
应付账款	38	30	34	39	少数股东损益	9	9	12	14
其他	225	507	474	505	归属母公司净利润	141	150	196	219
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	277	247	333	371
长期借款	0	0	0	0	EPS(元)	0.45	0.47	0.62	0.69
其他	0	0	0	0					
负债合计	1012	1113	1265	1280					
少数股东权益	19	29	41	55					
股本	318	318	318	318					
资本公积	846	846	846	846					
留存收益	719	805	978	1158					
归属母公司股东权益	1883	1968	2142	2322					
负债和股东权益	2914	3110	3448	3657					

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	20.4%	5.2%	7.7%	10.6%
营业利润	-28.2%	6.1%	32.4%	12.0%
归属于母公司净利润	-20.8%	5.8%	31.1%	11.5%
获利能力				

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E					
<b>经营活动现金流</b>	<b>-26</b>	357	145	200	毛利率	12.9%	12.2%	13.1%	12.9%
净利润	151	159	209	232	净利率	5.2%	5.2%	6.3%	6.4%
折旧摊销	55	39	55	60	ROE	7.5%	7.6%	9.2%	9.4%
财务费用	30	3	7	8	ROIC	14.0%	11.6%	13.4%	14.7%
投资损失	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
营运资金变动	<b>-274</b>	186	<b>-133</b>	<b>-109</b>	资产负债率	34.7%	35.8%	36.7%	35.0%
其它	13	<b>-31</b>	6	9	净负债比率	74.04%	51.72%	59.81%	57.55%
<b>投资活动现金流</b>	<b>-119</b>	<b>-402</b>	<b>-199</b>	1	流动比率	2.22	1.87	1.80	1.99
资本支出	86	400	200	0	速动比率	1.71	1.34	1.30	1.45
长期投资	<b>-36</b>	0	0	0	<b>营运能力</b>				
其他	<b>-70</b>	<b>-2</b>	1	1	总资产周转率	1.12	0.96	0.95	0.97
<b>筹资活动现金流</b>	1047	<b>-240</b>	151	<b>-66</b>	应收账款周转率	9	8	8	8
短期借款	300	<b>-173</b>	181	<b>-20</b>	应付账款周转率	90.85	74.05	83.67	82.19
长期借款	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
普通股增加	80	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.47	0.62	0.69
资本公积增加	771	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	<b>-0.08</b>	1.13	0.46	0.63
其他	<b>-104</b>	<b>-67</b>	<b>-30</b>	<b>-47</b>	每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.20	6.75	7.31
<b>现金净增加额</b>	907	<b>-284</b>	97	134	<b>估值比率</b>				
					P/E	19.47	18.41	14.04	12.60
					P/B	1.46	1.40	1.28	1.19
					EV/EBITDA	9	10	7	7

资料来源: 华泰证券

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

  买入: 相对强于市场表现20%以上;

  推荐: 相对强于市场表现5%~20%;

  观望: 市场表现在-5%~+5%之间波动;

  卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。