"爱股票 读报告"

安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告 玉龙股份(601028)

维持评级

钢铁Ⅲ/钢铁

低端产品盈利大幅下滑

玉龙股份 2012 年中报点评

评级: 买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格: 11.25 元

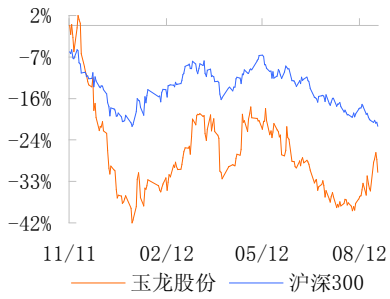
期限: 6 个月 上次预测: 13.50 元

现价（2012 年 08 月 24 日）: 8.91 元

报告日期: 2012-08-27

总市值(百万元)	2,828.93
流通市值(百万元)	708.35
总股本(百万股)	317.50
流通股本(百万股)	79.50
12 个月最低/最高	7.47/13.77 元
十大流通股东(%)	17.04%
股东户数	19,899

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.32	6.45	(9.78)
绝对收益	11.26	(5.11)	(31.34)

衡昆 首席行业分析师
010-66581658 hengkun@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511020004

报告联系人
任志强 021-68763626
renzq@essence.com.cn

报告关键点:

- 低端产品盈利大幅下滑
- 新疆油气管销售并未取得溢价，而新疆钢材成本高、运距远、吨管折旧高
- 伊犁玉龙有望入围能源一号网

报告摘要:

- 公司2012年上半年业绩符合预期：实现营业总收入11亿元，同比下降10%；营业利润7659万元，同比下滑29%；归属于母公司的净利润5653万元，同比下滑22%。每股收益0.18元，其中二季度EPS为0.11元。

- 公司业绩下滑主要是由于：(1)低端产品盈利大幅下滑：在投资下滑的背景下，低端产品由于产能过剩严重、竞争激烈，价格战使得毛利率大幅下滑，非油气管毛利率仅为8.07%，同比大幅下滑4.16%；而同时高端产品受益于较为稳定的竞争格局，油气管的毛利率仍维持在19%的高位。(2)伊犁玉龙不达预期：上半年销售3.2万吨，相较于13万吨的产能，产能利用率仍较低，且吨管售价仅5305元，而公司本部油气管的吨管售价也达到了5312元/吨，新疆油气管销售并未取得溢价，而新疆钢材成本高、运距远、吨管折旧高，这使得伊犁玉龙的盈利不达预期。

- 伊犁玉龙盈利能力较弱的原因是并没有拿到新疆主线管网的订单，而这源于伊犁玉龙之前并没有进入能源一号网，现在这个问题已得到解决：中石油的专家委员会于7月初考察了伊犁玉龙，将在申请加入能源一号网的企业中选择两家入围能源一号网供应名单，按照初步打分，伊犁玉龙排在第一名，有望在中石油日后公布的能源一号网新增供应商名单中顺利入围。入网后按照中石油的承诺，伊犁玉龙有望拿到西气东输三线中卫至陕西段的订单，这也将扭转伊犁玉龙的经营困境。不过伊犁玉龙未来的订单对业绩的提振可能需要2013年才能显现出来，公司下半年仍将受困于低端产品盈利能力弱、伊犁玉龙大单不足的困境。
- 由于低端产品盈利下滑、伊犁玉龙进展不畅，下调公司的盈利预测，预测2012-2014年EPS分别为0.45、0.64、0.8元(下调幅度为28%、22%、10%)，对应PE分别为20、14、11倍，公司2012年业绩处于底部，未来3年的净利润增速有望维持在25%以上，维持公司"买入-B"的投资评级，给予2012年25倍PE，目标价11.25元。
- 风险提示：募投项目进展低于预期的风险

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	2,908.1	3,313.8	3,752.5
Growth(%)	*9.3%*	*20.4%*	*6.1%*	*14.0%*	*13.2%*
净利润	178.6	141.4	144.1	202.0	254.8
Growth(%)	*0.8%*	*-20.8%*	*1.9%*	*40.1%*	*26.2%*
毛利率(%)	17.3%	12.9%	11.8%	13.3%	14.3%
净利润率(%)	7.8%	5.2%	5.0%	6.1%	6.8%
每股收益(元)	0.56	0.45	0.45	0.64	0.80
每股净资产(元)	2.80	5.93	6.38	7.02	7.82
市盈率	15.8	20.0	19.6	14.0	11.1
市净率	3.2	1.5	1.4	1.3	1.1
净资产收益率(%)	20.5%	7.9%	7.5%	9.5%	10.7%
ROIC(%)	31.1%	15.6%	10.4%	15.4%	15.6%
EV/EBITDA	-	8.6	7.9	6.3	5.3
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：未来增长看新疆 2012-04-18

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

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**2,276.2**	**2,740.8**	**2,908.1**	**3,313.8**	**3,752.5**
减: 营业成本	1,883.5	2,388.1	2,564.1	2,873.1	3,216.2
营业税费	5.5	8.2	8.7	9.3	11.0
销售费用	39.8	46.9	49.8	56.7	64.2
管理费用	53.3	67.2	71.3	81.2	92.0
财务费用	21.5	29.6	17.7	14.2	14.2
资产减值损失	4.5	8.2	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**268.1**	**192.6**	**196.5**	**279.3**	**354.9**
加: 营业外净收支	-5.5	9.8	9.8	9.8	9.8
利润总额	**262.6**	**202.4**	**206.3**	**289.1**	**364.7**
减: 所得税	64.5	51.9	52.9	74.1	93.5
净利润	**178.6**	**141.4**	**144.1**	**202.0**	**254.8**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	261.6	1,053.4	1,487.9	1,544.6	1,574.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	224.8	389.0	402.1	418.1	508.2
应收票据	45.7	97.1	66.6	86.6	105.7
预付帐款	329.2	185.2	237.9	261.5	227.7
存货	474.8	520.1	558.4	625.7	700.4
其他流动资产	0.5	1.9	2.1	3.0	3.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	421.5	552.3	614.1	724.4	965.2
在建工程	122.9	7.0	40.2	67.3	92.2
无形资产	103.8	101.5	94.7	88.4	82.5
其他非流动资产	5.1	6.9	6.9	6.9	6.9
资产总额	**1,989.9**	**2,914.2**	**3,510.8**	**3,826.4**	**4,266.8**
短期债务	449.0	749.0	898.8	1,078.6	1,294.3
应付帐款	25.0	43.9	45.9	47.4	56.6
应付票据	385.1	145.9	462.5	427.1	418.2
其他流动负债	129.5	72.1	39.6	-27.0	-78.7
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	-	0.2	0.3	0.5
负债总额	**1,022.6**	**1,011.6**	**1,456.2**	**1,556.8**	**1,725.9**
少数股东权益	**77.5**	**19.3**	**28.6**	**41.6**	**58.1**
股本	238.0	317.5	317.5	317.5	317.5
留存收益	651.7	1,564.4	1,708.5	1,910.5	2,165.3
股东权益	**967.3**	**1,902.6**	**2,054.6**	**2,269.6**	**2,540.9**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	198.1	150.5	144.1	202.0	254.8
加: 折旧和摊销	50.6	54.7	71.8	90.9	126.6
资产减值准备	4.5	8.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	23.1	35.8	17.7	14.2	14.2
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	19.5	9.1	9.3	13.0	16.4
营运资金的变动	-344.0	-310.2	-213.7	-168.2	-198.5
经营活动产生现金流量	**-101.3**	**-26.3**	**29.3**	**151.9**	**213.5**
投资活动产生现金流量	**-125.0**	**-119.4**	**-260.0**	**-322.0**	**-486.4**
融资活动产生现金流量	**117.7**	**1,047.3**	**132.1**	**165.6**	**201.5**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	9.3%	20.4%	6.1%	14.0%	13.2%
营业利润增长率	7.7%	-28.2%	2.0%	42.2%	27.1%
净利润增长率	0.8%	-20.8%	1.9%	40.1%	26.2%
EBITDA 增长率	10.0%	-18.6%	3.3%	34.4%	29.0%
EBIT 增长率	8.6%	-23.3%	-3.6%	37.0%	25.8%
NOPLAT 增长率	3.6%	-18.0%	-7.5%	35.4%	24.9%
投资资本增长率	63.4%	38.4%	-8.3%	23.1%	25.4%
净资产增长率	20.4%	96.7%	8.0%	10.5%	12.0%
利润率					
毛利率	17.3%	12.9%	11.8%	13.3%	14.3%
营业利润率	11.8%	7.0%	6.8%	8.4%	9.5%
净利润率	7.8%	5.2%	5.0%	6.1%	6.8%
EBITDA/营业收入	14.9%	10.1%	9.8%	11.6%	13.2%
EBIT/营业收入	12.7%	8.1%	7.4%	8.9%	9.8%
运营效率					
固定资产周转天数	69	64	72	73	81
流动营业资本周转天数	49	94	102	88	97
流动资产周转天数	201	235	310	309	291
应收帐款周转天数	33	44	54	49	49
存货周转天数	72	65	67	64	64
总资产周转天数	299	322	398	399	388
投资资本周转天数	147	181	190	178	195
投资回报率					
ROE	20.5%	7.9%	7.5%	9.5%	10.7%
ROA	10.0%	5.2%	4.4%	5.6%	6.4%
ROIC	31.1%	15.6%	10.4%	15.4%	15.6%
费用率					
销售费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用率	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
财务费用率	0.9%	1.1%	0.6%	0.4%	0.4%
三费/营业收入	5.0%	5.2%	4.8%	4.6%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	34.7%	41.5%	40.7%	40.4%
负债权益比	105.7%	53.2%	70.9%	68.6%	67.9%
流动比率	1.31	2.22	1.89	1.89	1.81
速动比率	0.84	1.71	1.51	1.49	1.40
利息保障倍数	13.47	7.52	12.08	20.69	26.02
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.56	0.45	0.45	0.64	0.80
BVPS(元)	2.80	5.93	6.38	7.02	7.82
PE(X)	15.8	20.0	19.6	14.0	11.1
PB(X)	3.2	1.5	1.4	1.3	1.1
P/FCF	-21.9	-1,328.9	6.6	64.8	216.0
P/S	1.2	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	-	8.6	7.9	6.3	5.3
CAGR(%)	2.8%	21.7%	-148.6%		-106.5%
PEG	5.7	0.9	-0.1		-0.1
ROIC/WACC	3.7	1.8	1.2	1.8	1.8
REP	-	0.8	1.3	0.7	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

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**黄方禅**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@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