

评级：强烈推荐（维持）
钢铁
公司年报点评

证券研究报告

分析师 张文丰 S1080510120007

电话：0755-83026475

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

玉龙股份(601028)
——进入募投产能释放期，2013增长目标30%
事件：

玉龙股份（601028）发布2012年年报：2012年实现营业收入24.65亿元，同比下降10.07%；营业利润1.53亿元，同比下降20.76%；归属于公司股东的净利润1.18亿元，EPS为0.37元，同比下降16.76%。公司拟以2012年年末总股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利2.5元（含税）。

点评：
● 2012年业绩同比下滑16.76%，4季度业绩改善

年报显示，公司2012年实现营业收入24.65亿元，同比下降10.07%；实现营业利润1.53亿元，同比下降20.76%；实现归属于母公司股东净利润1.18亿元，EPS为0.37元，同比下降16.76%。其中，第4季度营业收入为7.12亿元，环比增长14.13%；净利润为3256.18万元，环比增长13.81%，同比大幅增长57.57%。我们认为，公司2012年业绩下滑受国内投资进度放缓的大背景以及子公司产能释放不足的影响较大，整体业绩基本符合预期。

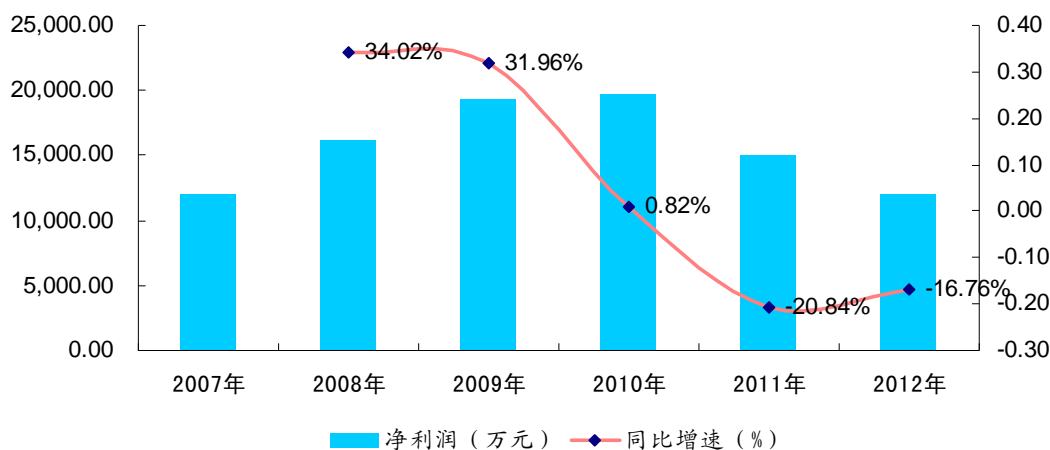
表1 公司2012年度主要财务指标

财务指标	2011年	2012年	增减额	变化率
营业收入(万元)	274,077.70	246,491.14	-27,586.56	-10.07%
营业成本(万元)	238,809.64	216,868.96	-21,940.68	-9.19%
毛利(万元)	35,268.06	29,622.18	-5,645.88	-16.01%
毛利率(%)	12.87%	12.02%	-0.85%	-0.85%
营业税金及附加(万元)	823.16	764.91	-58.25	-7.08%
销售费用(万元)	4,691.76	4,953.22	261.46	5.57%
管理费用(万元)	6,716.86	8,944.22	2,227.36	33.16%
财务费用(万元)	2,955.47	-288.73	-3,244.20	-109.77%
资产减值损失(万元)	823.66	-11.76	-835.42	-101.43%
期间费用(万元)	14,364.09	13,608.71	-755.38	-5.26%
期间费用率(%)	5.24%	5.52%	0.28%	0.28%
营业利润(万元)	19,257.14	15,260.32	-3,996.82	-20.76%
利润总额(万元)	20,238.37	16,262.10	-3,976.27	-19.65%
所得税费用(万元)	5,186.55	4,183.17	-1,003.38	-19.35%
净利润(万元)	14,139.63	11,769.99	-2,369.64	-16.76%
基本每股收益(元)	0.5800	0.3700	-0.21	-36.21%

资料来源：公司年报，第一创业证券

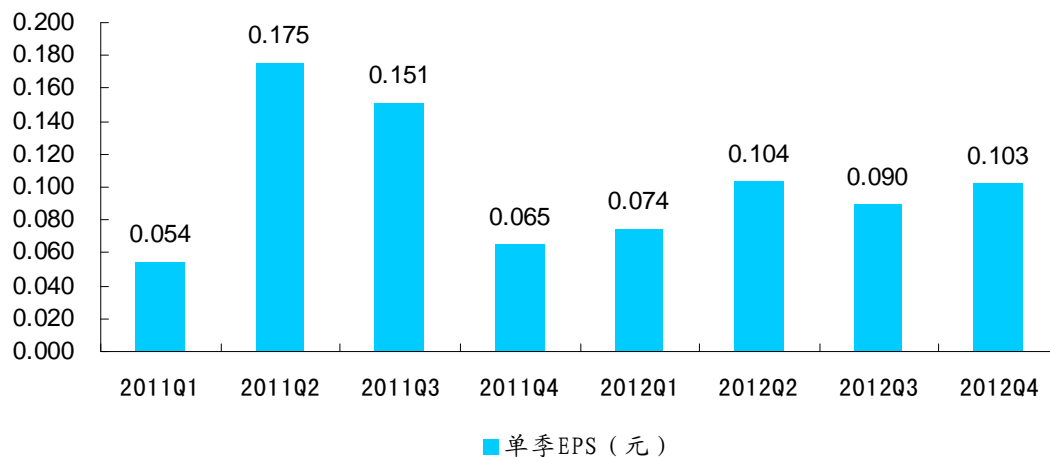


图1 公司2012年净利润下降16.76%



资料来源：公司年报，第一创业证券

图2 公司2012年4季度业绩环比同比均增长

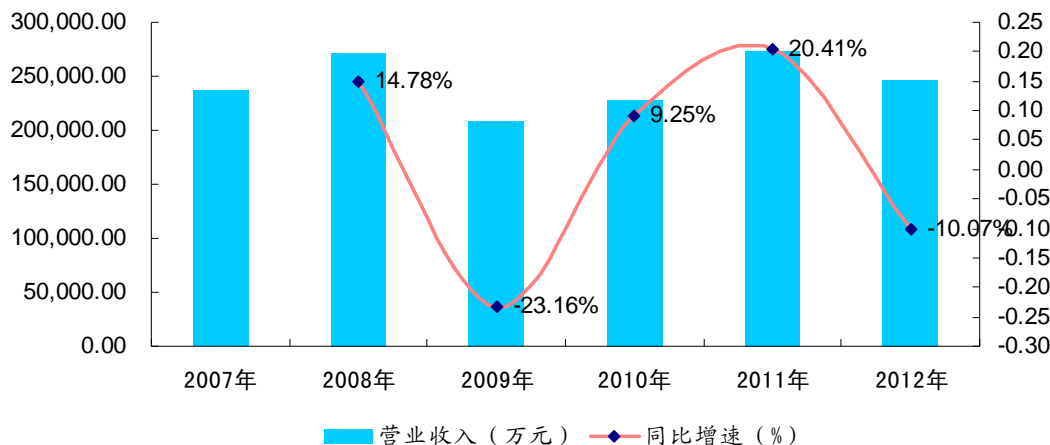


资料来源：公司财报，第一创业证券

● 量增价跌，营业收入整体下滑一成

年报显示，公司2012年营业收入下降10.07%，这主要是由于钢价同期跌幅较大的影响。据统计，2012年上海板材价格跌幅普遍在13-16%左右。公司2012年销量保持稳定，较2011年增加0.44万吨至49.12万吨。从品种来看，直缝高频焊管的销售量较上年增加3.49万吨或79.39%，这主要是国家电网项目及出口增长所致；直缝埋弧焊管的销售量较上年减少11.63%，主要由于订单产品的口径较小、壁厚较薄所致。总体来看，油气输送管在2012年的销量有所下降，而其他产品则有所上升，这点与金洲管道也有些许类似，表明被市场赋予较大预期的油气输送管尚未呈现高增长态势。

图3 2012年营业收入下滑近10%



资料来源：公司年报，第一创业证券

表 2 2012 年钢材（以上海为例）均价跌幅超过 10%

均价 (元/吨)	热轧: 3.0 热轧板卷	中板: 普 20mm
2011 年	4716.55	4795.30
2012 年	4111.23	4018.73
涨跌 (元)	-605.32	-776.57
涨跌幅 (%)	-12.83%	-16.19%

资料来源：Wind，第一创业证券

表 3 公司直缝高频焊管实现大幅增长（单位：万吨）

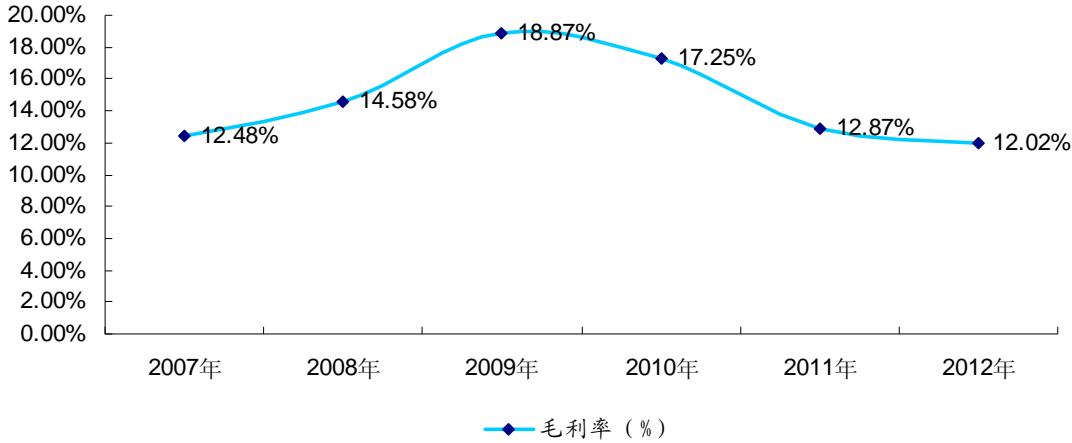
销量	2011 年	2012 年	同比增加	变化率
直缝高频焊管	4.39	7.88	3.49	79.39%
螺旋埋弧焊管	21.15	19.51	-1.64	-7.75%
矩形管	10.65	10.69	0.04	0.34%
直缝埋弧焊管	12.49	11.03	-1.45	-11.63%
合计	48.68	49.12	0.43	0.89%

资料来源：公司年报，第一创业证券

● 公司整体毛利率下滑 0.85 个百分点

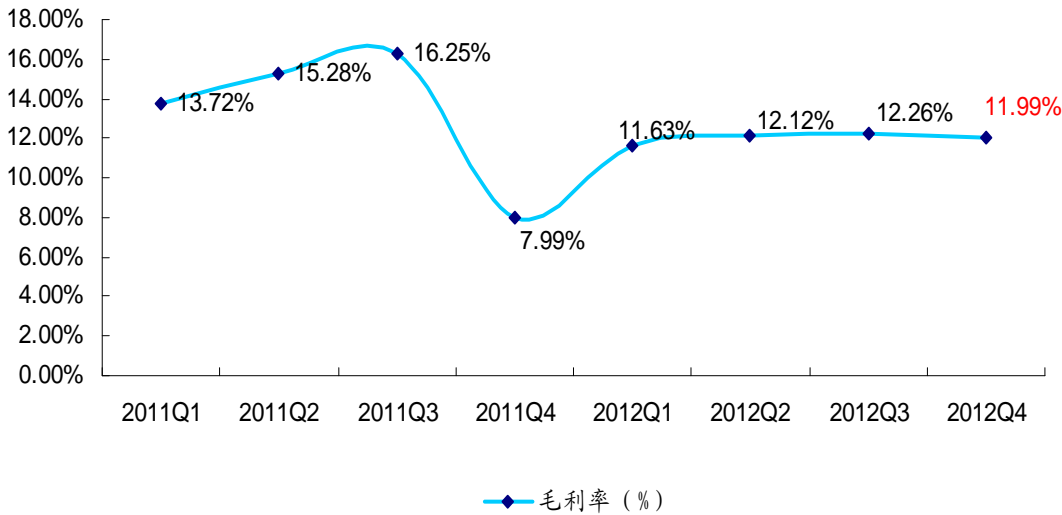
年报显示，公司 2012 年毛利率下降 0.85 个百分点至 12.02%，这使得公司毛利额下降 16.01%。分品种来看，直缝高频焊管毛利率和螺旋埋弧焊管分别较去年上升 1.78 和 0.29 个百分点，其中直缝高频焊管毛利率上升主要是该产品销量增加使得单位成本下降，螺旋埋弧焊管毛利率上升主要是产品规格结构变动所致；矩形管和直缝埋弧焊管毛利率则分别较去年下降 0.46 和 1.52 个百分点，其中矩形管毛利率下降是由于人工费用增加，直缝埋弧焊管毛利率下降是人工费用增加及销量下降综合导致。

图 6 2012 年毛利率下滑 0.85 个百分点



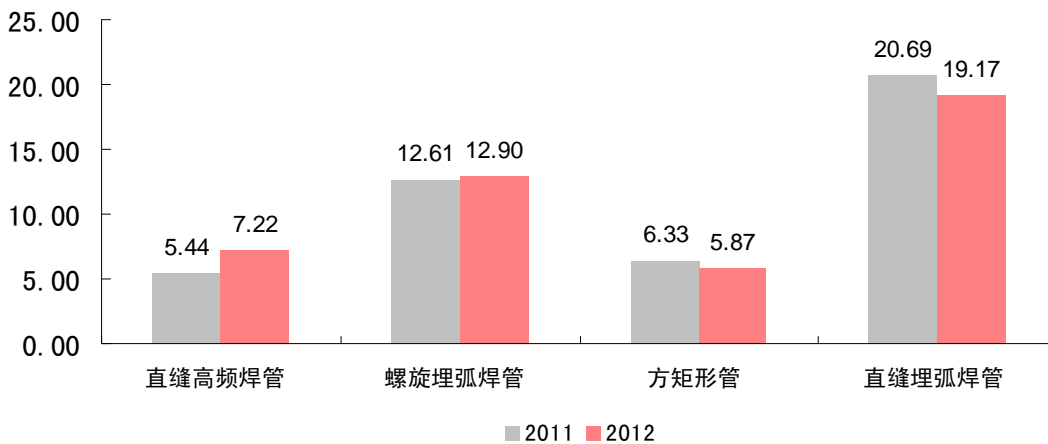
资料来源：公司年报，第一创业证券

图7 四季度毛利率小幅下滑



资料来源：公司年报，第一创业证券

图8 直缝埋弧焊管毛利率明显高于其他产品



资料来源：公司年报，第一创业证券

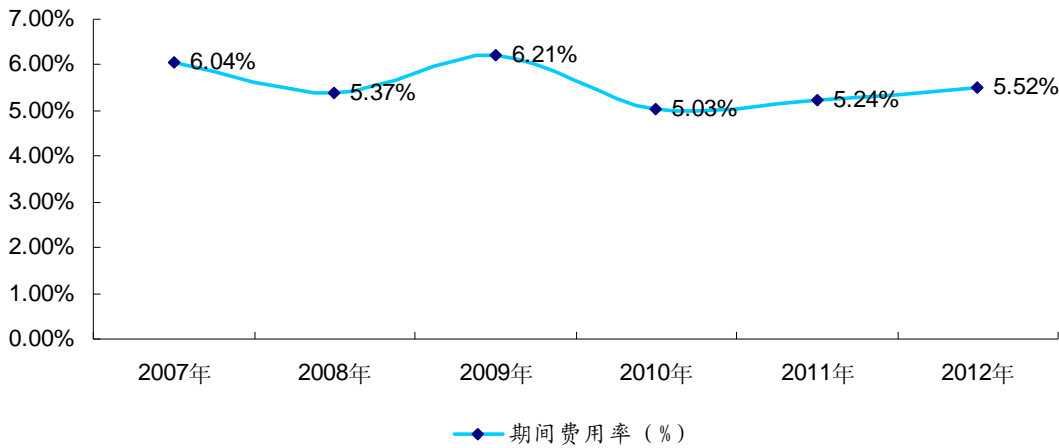
● 管理费用增幅明显，财务费用及资产减值损失大幅度减少

年报显示，公司期间费用率小幅提升 0.28 个百分点，期间费用整体减少 755.38 万或 5.26%。不过，各项费用变动却较



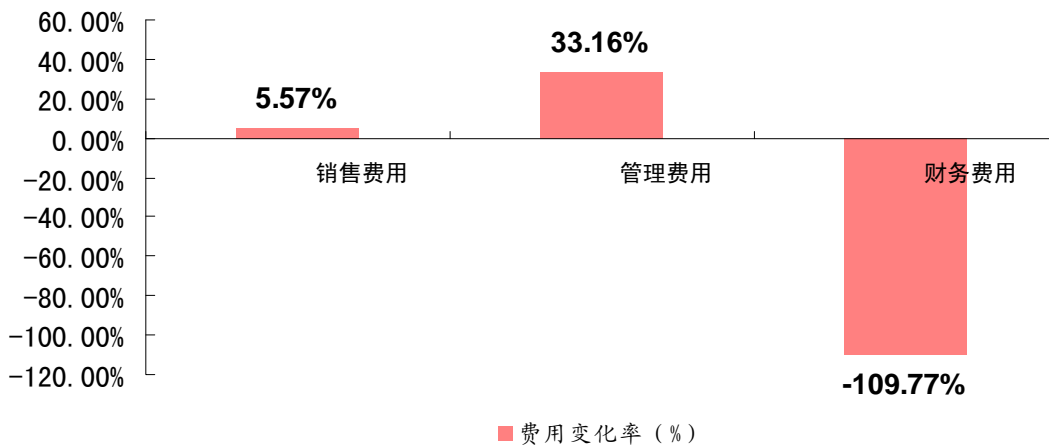
大，其中管理费用同比增加 2227.36 万或 33.16%，这主要是本期研发费用增加所致；而财务费用同比减少 3244.20 万或 109.77%，这主要是公司新上市募集资金较多导致银行贷款减少及财务收益大增。此外，公司 2012 年资产减值损失为负 11.76 万元，同比减少 835.42 万元，这主要是公司应收款项变动导致计提坏账准备大幅减少。

图 9 公司期间费用率小幅上升



资料来源：公司年报，第一创业证券

图 10 2012 年财务费用大幅下降



资料来源：公司财报，第一创业证券

● 子公司伊犁玉龙亏损拖累公司业绩

公司业绩下滑的一个重要原因在于子公司伊犁玉龙亏损 1172.55 万元，占公司利润减少值的近一半。伊犁玉龙为公司募投项目 25 万吨油、气等长距离输送钢管项目的实施主体，其中 13 万吨螺旋埋弧焊接钢管生产线项目已于 2011 年 12 月达到预定可使用状态，但因获取销售资质的时间较长及市场开拓等原因的影响，2012 年销量大幅低于预期（上半年仅销售 3213.47 吨，预计全年 1 万吨），由于需计提折旧导致公司单位成本高企，全年处于亏损状态。不过，目前该子公司去年底已成功进入中石油一级物资供应商名单，且其主打产品螺旋埋弧焊接钢管又新进入中石油甲类供应商名单，这意味着接单能力大为增强，我们预计 2013 年能成功扭亏的可能性很大。

● 募投项目 2013 年逐步投产，计划销量及营收增速 30% 以上

公司原有募投项目为新疆 25 万吨及无锡 17 万吨钢管产能，目前新疆 13 万吨螺旋埋弧焊管已投产，预计 2013 年产能释放加快；12 万吨直缝埋弧焊钢实施地点已由伊犁哈萨克自治州霍城县变更至公司无锡本部，由股份公司负责实施，该项目正在建设中，预计 2013 年 6 月达到预定可使用状态；此外，原有无锡 17 万吨（包括 12 万吨 JCOE 直缝埋弧焊钢管生产线一条，年产 5 万吨高钢级高强度螺旋埋弧焊钢管的生产线 1 条）已变更至四川德阳，该项目已开工，我们预计 2013 年下半年可



陆续投产。公司募投项目的投产正逢国内油气输送管建设高峰期，这确保了项目的迅速释放，我们看好公司未来成长性。此外，公司计划 2013 年实现钢管销售量 65 万吨，实现营业收入 33 亿元，同比分别增长 32.3%和 33.9%。

表 4 公司募投产能变更项目

原有上市募投项目	变更项目	变更性质	原因
伊犁年产 12 万吨 JCOE 直缝埋弧焊钢管项目	变更至公司无锡本部，由股份公司负责实施	地点变更	新疆地区目前尚不能解决尺寸较宽的 X80 钢级中板的原料供应
无锡年产 17 万吨钢管项目	变更至四川德阳市经济开发区，由四川玉龙实施	地点变更	进一步优化产品区域布局，看好未来页岩气在能源战略中的重要地位

资料来源：公司公告，第一创业证券

● 维持“强烈推荐”的投资评级

我们预计，公司 2013 年-2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.66 元和 0.85 元，对应 PE 分别为 17.1 倍、12.7 倍和 10.0 倍。鉴于公司募投项目将在今明年陆续投产释放，且油气输送管行业景气度有望持续上升，公司进入中石油甲级供货商后接单能力将进一步增强，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

表 2 公司盈利预测简表

单位：万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	274,078	246,491	311,909	392,718	473,174
同比 (%)	20.41%	-10.07%	26.54%	25.91%	20.49%
营业毛利	35,268	29,622	39,209	51,106	63,746
同比 (%)	-10.19%	-16.01%	32.36%	30.34%	24.73%
归属母公司净利	14,140	11,770	15,680	21,008	26,890
同比 (%)	-20.84%	-16.76%	33.22%	33.98%	28.00%
总股本 (万股)	31,750	31,750	31,750	31,750	31,750
每股收益 (元)	0.58	0.37	0.49	0.66	0.85
P/E (倍)	14.5	22.7	17.1	12.7	10.0

资料来源：公司年报，第一创业证券

● 风险提示

油气输送管网建设进度低于预期；公司无锡本部及四川募投项目进展不顺利。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已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,报告中的信息或意见并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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135