

玉龙股份 (601028.SH)

钢铁行业

评级: 增持 首次覆盖

公司研究

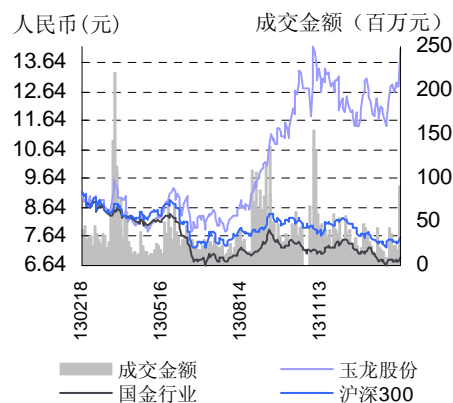
市价(人民币): 14.22元

油气管网建设提速, 静候业绩爆发

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	96.60
总市值(百万元)	45.20
年内股价最高最低(元)	14.21/7.81
沪深300指数	2285.56
上证指数	2103.67



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.445	0.371	0.463	0.639	0.863
每股净资产(元)	5.93	6.10	6.43	6.95	7.69
每股经营性现金流(元)	-0.08	1.41	0.75	0.54	0.82
市盈率(倍)	18.93	24.49	27.44	19.02	14.08
行业优化市盈率(倍)	15.34	23.11	20.24	18.80	18.80
净利润增长率(%)	-20.84%	-16.76%	25.87%	38.00%	35.13%
净资产收益率(%)	7.51%	6.07%	7.25%	9.27%	11.32%
总股本(百万股)	317.50	317.50	320.12	320.12	320.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **油气管网建设大提速。**“十二五”对油气管网建设规划总长度接近“十一五”末翻番, 而实际建设进度低于预期。在时间节点和完成总量不变的前提下, 2014、2015年将出现新一轮油气管网建设高峰, 而油气输送管行业将受益于此, 迎来需求高峰;
- **“新粤浙”线成为今年行业最大亮点。**中石化“新粤浙”线计划2014年开工建设, 建设周期为3年, 输送管总需求达420万吨以上, 其规模将超过建设中的“西三线”。考虑到中石化下属沙市钢管厂产能有限, 输送管行业中, 特别是民营钢管制造商将获得更多参与到主干线招投标的机会;
- **现有竞争格局难以打破。**以中石油为代表的“三桶油”在油气输送管招标中, 采取优先供给其下属管道公司, 其次考虑系统外民营企业的方式。在现有招标体系的强排他性下, 部分系统外的钢管生产企业进入到“两桶油”供应商名录难度大, 可能性小。因此, 系统外供货商常年稳定在以玉龙为代表的少数几家与“两桶油”有多年合作关系的民营钢管公司;
- **玉龙具备龙头地位, 竞争优势显著。**公司是国内拥有产品规格最全的钢管公司, 全面供货能力尤为突出; 公司同时具备LSAW、SSAW两者生产能力, 抢占市场空间的优势大; 公司募投项目全部投产、资质完备、区位优势显著, 已形成了无锡本部、新疆、四川三足鼎立之势。我们认为, 公司在国内民营钢管制造商中已具备龙头地位, 在今年“新粤浙”线招标中将大有可为。

盈利预测、估值与投资建议

- 我们预测, 公司13-15年实现营收分别为27.1、33.2、38.7亿元; 实现净利润分别为1.48、2.07、2.79亿元, 同比增长分别为25.87%、38.00%、35.13%, 对应摊薄后EPS分别为0.46、0.64、0.86元。
- 公司作为油气输送管道制造商, 处于油气产业链上下游。考虑油气行业的持续高增长, 我们给予公司25×14PE, 给予“增持”评级。

风险提示

- 管网建设提速时间存在不确定性; “新粤浙”线最快于14年三季度招标。

倪文沛 联系人

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001

内容目录

焊接钢管综合生产商	4
公司简介: 专业焊管生产商	4
公司业务介绍: 重点是油气输送管	4
需求端: 管网建设大提速	5
油气需求推动管网建设	5
“十二五”规划总长度接近翻番	7
建设速度低于预期, “十二五”后两年管网建设将提速	9
供给端: 现有竞争格局难以打破	9
中石油主导招标体系	10
招标体系排他性特征显著	10
市场竞争格局稳定	10
“新粤浙”线成为今年行业最大亮点	12
中石化沙市钢管产能不足	12
“新粤浙”线招标形式与中石油略有差异	13
玉龙角逐“新粤浙”优势显著	14
“新粤浙”线订单量空间大	17
14、15年公司业绩全力加速	18
盈利预测、估值与投资建议	18
盈利预测	18
估值与投资建议	19
风险提示	20
管网建设提速时间存在不确定性	20
“新粤浙”线最快于14年三季度招标	20
附录: 三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1: 公司产能统计 (万吨)	4
图表 2: 公司产品适用范围	4
图表 3: 公司重点项目介绍	4
图表 4: 油气用输送管产能统计 (万吨)	5
图表 5: 公司营业收入构成	5
图表 6: 公司产品毛利率水平	5
图表 7: 2012 年全球能源消费量占比	6
图表 8: 我国天然气消费量统计及预测 (亿立方米)	6
图表 9: 能源与市场存在区域差异	6

图表 10: “十二五”油气输送管规划总长度.....	7
图表 11: 我国油气管网示意图	7
图表 12: 部分已建、在建重点油气管网	8
图表 13: “十二五”油气输送管总需求测算.....	9
图表 14: 2014、2015 年需求测算	9
图表 15: “两桶油”油气管网示意图	10
图表 16: 管网建设占比	10
图表 17: SSAW 产能比较 (万吨)	11
图表 18: LSAW 产能比较 (万吨)	11
图表 19: 系统内、外部管道公司统计	11
图表 20: “新粤浙”线示意图	12
图表 21: 沙市钢管供应新粤浙线产能缺口量.....	13
图表 22: 中石化招标形式	13
图表 23: 公司产品规格统计	14
图表 24: SSAW 产能比较.....	15
图表 25: LSAW 产能比较	15
图表 26: 公司 SSAW 产量、产能利用率统计 (万吨)	15
图表 27: 公司 LSAW 产量、产能利用率统计 (万吨)	15
图表 28: 公司募投项目统计	16
图表 29: 公司区位示意图	16
图表 30: 年均中标量测算	17
图表 31: 玉龙年均中标量测算 (万吨)	17
图表 32: 预测中标量与 2011、2012 年 LSAW、SSAW 销售总量对比.....	18
图表 33: 盈利预测假设	19
图表 34: 相对估值分析	20

焊接钢管综合生产商

公司简介：专业焊管生产商

- 公司从事焊接钢管的生产与销售，是专业生产石油、天然气、煤浆、自来水输送用及大型钢结构用钢管综合生产厂家之一。
- 公司主要产品包括：螺旋埋弧焊接钢管（SSAW）、直缝埋弧焊接钢管（LSAW）、直缝高频焊接钢管（ERW）和方矩形焊接钢管四类，合计产能 112 万吨。
- 公司现有三个生产基地分别为：本部无锡玉龙、新疆伊犁玉龙和四川玉龙。

图表1：公司产能统计（万吨）

基地	产品	无锡本部	新疆伊犁	四川德阳	产品产能合计
	直缝埋弧焊管	32		12	44
	螺旋埋弧焊管	20	6.5	13.5	40
	直缝高频焊管	16			16
	方矩形焊管	12			12
	生产基地产能合计	80	6.5	25.5	112

来源：招股书、国金证券研究所

公司业务介绍：重点是油气输送管

- 公司四类主要产品按用途可划分为输送用管道和结构用管道。
- 输送用管道主要应用于石油天然气运输、化工、煤矿、城市供水、工期、供热、排污等领域。
- 结构用钢管主要应用于住宅钢结构、桥梁、输变电铁塔、大型机械以及大型建筑工程等项目。

图表2：公司产品适用范围

序号	用途种类	焊接钢管			
		螺旋埋弧焊接钢管	直缝埋弧焊接钢管	直缝高频焊接钢管	方矩形焊接钢管
1	石油天然气长输管线	适用	适用	-	-
2	城市天然气管网	适用	适用	适用	-
3	城市供水用管	适用	适用	适用	-
4	石油油管和套管	-	-	适用	-
5	桩用钢管	适用	适用	适用	-
6	钢结构用钢管	适用	适用	适用	适用
7	建筑行业	适用	适用	适用	适用
8	机械制造行业	适用	适用	适用	适用
9	化工行业	适用	适用	适用	适用

来源：招股书、国金证券研究所

图表3：公司重点项目介绍

管道应用领域	公司典型工程项目
输送用钢管重点项目	
油气工程	中哈、中亚天然气管线项目等
自来水、污水工程	太湖饮水工程等
煤矿、原料输送工程	神华鄂尔多斯煤制油项目等
结构用钢管重点项目	
钢结构建筑工程	鸟巢工程、水立方工程、国家大剧院等
桥梁等基建工程	苏通大桥、上海地铁等
电站、热电工程	浙江省热电公司等

- 随着国内油气输送管网建设加快，应用于该领域的 SSAW 和 LSAW 市场空间加大。因此，公司也将这两大业务作为未来发展重点。
- 公司新建募投项目产品全部定位于油气输送用 SSAW 和 LSAW。同时，公司在 2012 年拆除方矩形焊管一条产线，其产能也从 14 万吨下降至 12 万吨。

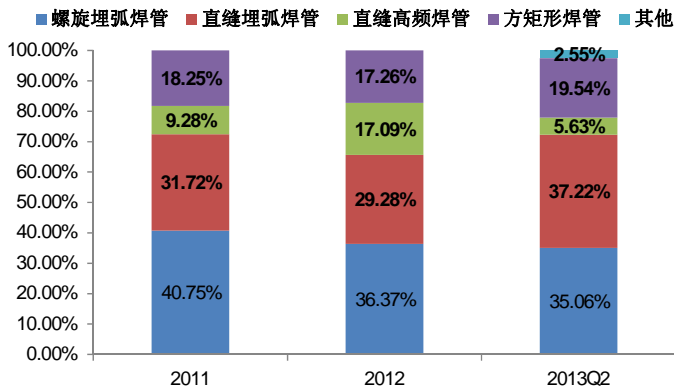
图表4：油气用输送管产能统计（万吨）

	无锡本部	新疆伊犁	四川德阳	合计
直缝埋弧焊管	32		12	44
螺旋埋弧焊管	6	6.5	6.5	19

来源：招股书、国金证券研究所

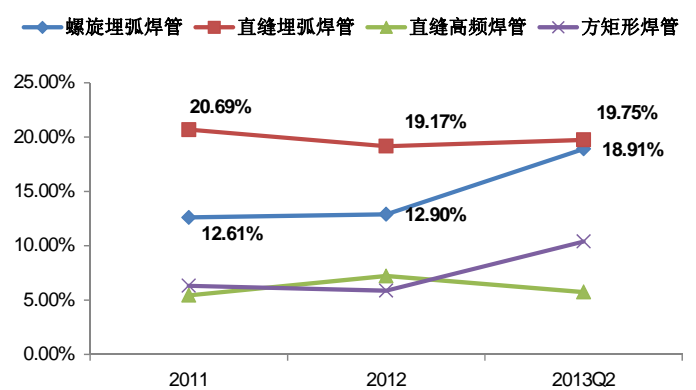
- 从营业收入占比看，SSAW 与 LSAW 营收占比接近总营收的 70%。
- 产品毛利率方面，LSAW 毛利率稳定在 20%左右，SSAW 毛利率呈逐年上升趋势，两者盈利能力较强。而其他两类产品毛利率均在 10%以下。

图表5：公司营业收入构成



来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：公司产品毛利率水平



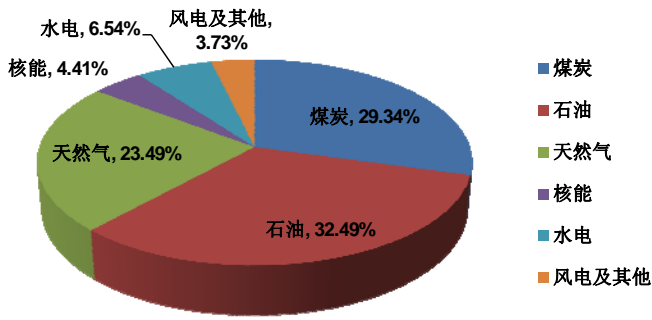
引言：公司将 SSAW 和 LSAW 作为未来发展重点，并扩建其产能。再看行业内同类型公司，珠江钢管和山东胜利钢管也纷纷开建 SSAW、LSAW 产能。那么，是什么吸引大家对 SSAW、LSAW 加大投入，而油气输送管领域魅力又究竟几何？

需求端：管网建设大提速

油气需求推动管网建设

- 油气消费占比最大、增长快速。从能源消费结构看，石油、天然气仍是目前两大能源依赖。
- 据统计，2012 年全球石油消费量合计 41.3 亿吨，天然气消费量合计 29.9 亿吨油当量，两者消费量之和占到全球能源消费总量的 56%。
- 以我国天然气消费为例，2013 年我国天然气表观消费量为 1676 亿立方米。根据发改委预测，到 2020 年需求将达到约 3000 亿立方米。我们以此推算，未来五年我国天然气表观消费量 CAGR 为 16.9%，超过“十五”和“十一五”期间的 14.2%和 16.4%。

图表7: 2012 年全球能源消费量占比



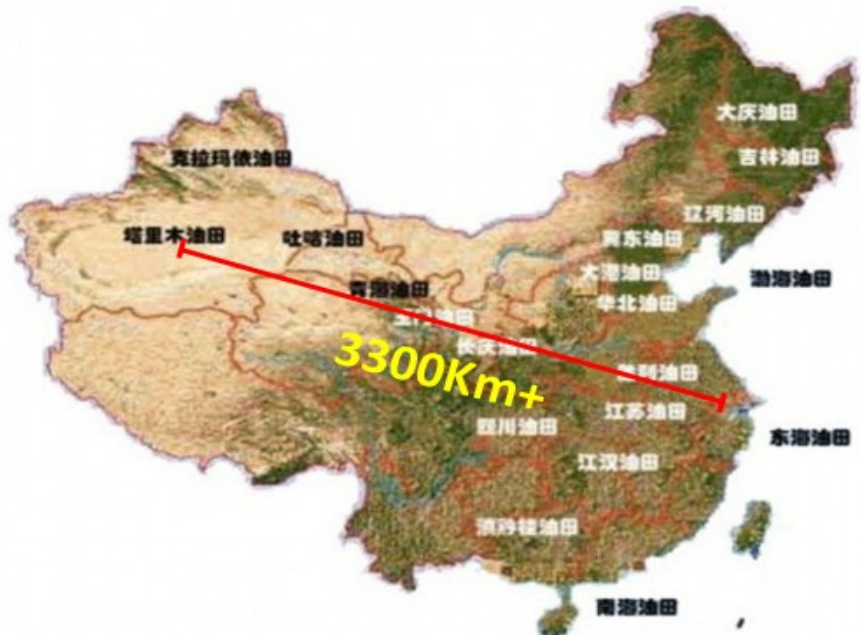
来源: BP 公司、国金中小盘、国金证券研究所

图表8: 我国天然气消费量统计及预测 (亿立方米)



- **能源与市场存在区域差异。**我国油气资源分布不均衡，主要集中在边远地区。而我国油气资源主要消费区却集中在经济发达、人口众多的环渤海、长三角和东南沿海等地区。
 - 我国石油资源集中分布在渤海湾、松辽、塔里木、鄂尔多斯、准噶尔、珠江口、柴达木和东海陆架八大盆地，占全国的 81.13%。
 - 天然气资源集中分布在塔里木、四川、鄂尔多斯、东海陆架、柴达木、松辽、莺歌海、琼东南和渤海湾九大盆地，占全国的 83.64%。
 - 以我国陆上第二大油田塔里木油田为例，其到达沿海发达地区的直线距离就超过 3300 公里。

图表9: 能源与市场存在区域差异



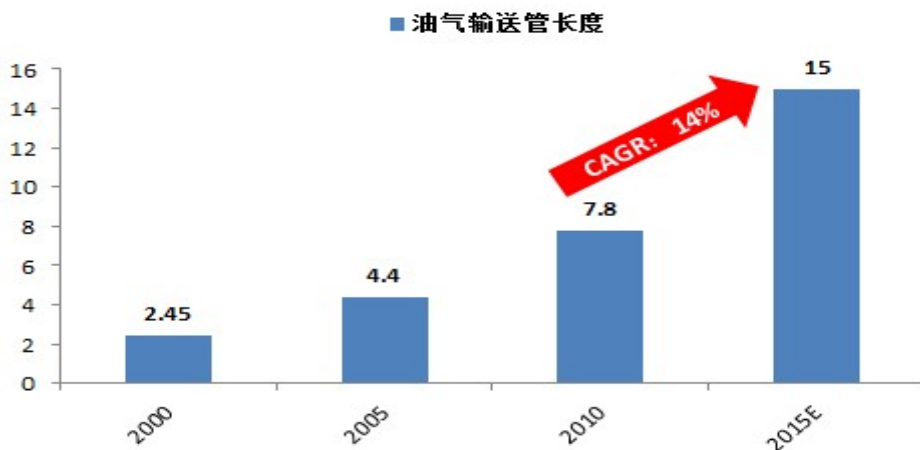
来源: 国金证券研究所

- **结论:** 能源分布和需求的区域差异就需要长距离运输的媒介——输送管道。而油气需求快速增长的大背景造就了具有安全、经济、低损耗、无污染等特点的输送管道建设的必要性。因此，我国大力发展油气输送管道建设势在必行。

“十二五”规划总长度接近翻番

- 《“十二五”发展纲要》明确提出，到 2015 年输油气管道累计总长度将超过 15 万公里。据统计，2010 年末已建成管道长度约为 7 万多公里，这也意味着“十二五”期间，我国油气输送管道长度将比“十一五”末同比增长近 90%，年均复合增长率近 14%，接近翻番。
 - 石油管道规划：新增原油管道 8400 公里，新增成品油管道 2.1 万公里，成品油年输送能力新增 1.9 亿吨。
 - 天然气管道规划：新增天然气管道 4.4 万公里，沿海液化天然气年接收能力新增 5000 万吨以上。

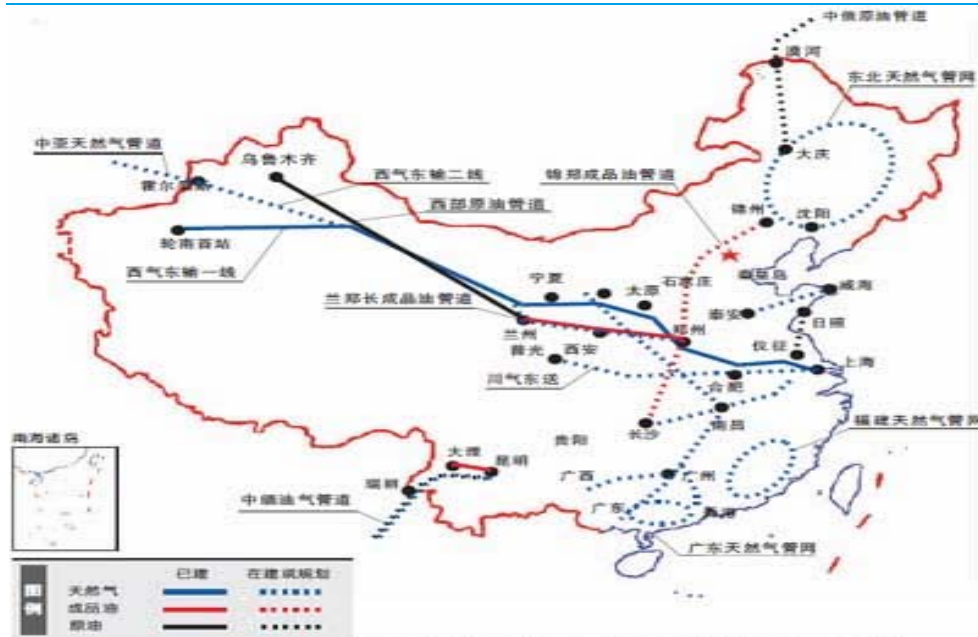
图表10：“十二五”油气输送管规划总长度



来源：“十二五”规划、国金证券研究所

- 根据“十二五”规划，我国将加快西北(中哈)、东北(中俄)和西南(中缅)三大陆路原油配套干线管道建设，加快西北(中国—中亚)、东北(中俄)、西南(中缅)和海上四大进口天然气通道建设。目前，已初步形成了“北油南运”、“西油东进”、“西气东输”、“海气登陆”的油气输送格局。

图表11：我国油气管网示意图



来源：网络资料、国金证券研究所

图表12: 部分已建、在建重点油气管网

类型	所属	品种	管线名称	起点、终点	长度	设计能力/年	建成时间	
已建	中石油	石油	兰郑长成品油管道	兰州-郑州-长沙	2737.8公里	1500万吨	2013.11	
			中哈石油管道一期	阿塔苏-阿拉山口	962.2公里	2000万吨	2006.5	
			中哈石油管道二期	肯基亚克-库姆克尔	761公里		2009.7	
			中俄原油管线	斯科沃罗季诺-大庆	999.04公里 (927.04境内)	1500万吨	2010.11	
			日照原油管道一期、二期	日照-东明、日照-仪征	836公里	2000万	2012	
		天然气	陕京一线	陕西靖边-北京	1098公里	33亿立方米	1997	
			陕京二线	陕西榆林-北京	935.4公里	120亿立方米	2009	
			陕京三线	陕西榆林-北京	896公里	150亿立方米	2011	
			忠武线	忠县-武汉	1700公里	30亿立方米	2004	
			涩宁兰线	涩北-西宁、兰州	953公里	20亿立方米	2001	
	涩宁兰副线		涩北-西宁、兰州	945公里	33亿立方米	2009		
	中亚天然气管道A、B线			境内8000公里	300亿立方米	2009、2010		
	西气东输一线		轮南-上海	3843.5公里	120亿立方米	2004		
	西气东输二线		霍尔果斯-香港	8704公里	300亿立方米	2012		
	石油 天然气	中缅线			境内1631公里	2200万吨	2013.5	
					境内1727公里	120亿立方米		
	中石化	天然气	川气东送	四川普光-上海	2170公里	120亿立方米	2010	
	规划 (包括在建)	中石油	石油	日照原油三期	日照-河南濮阳		2000万吨	规划中
				中俄西线	俄罗斯阿尔泰-新疆	6000公里	680万吨	2015-2018
			天然气	西气东输三线	霍尔果斯-福建	7378公里	300亿立方米	2014-2015
西气东输四线				可研报告完成				
西气东输五线				规划中				
西气东输六线				规划中				
西气东输七线				规划中				
陕京四线				陕西榆林-北京	1330公里	200亿立方米	2015	
陕京五线				规划中				
中亚天然气C线					1840公里		2014	
中亚天然气D线		计划2013年开工,推迟中				250亿立方米		
中石化		天然气	疆气东输	新粤浙管道	新疆伊宁-广东韶关	8280公里	300亿立方米	2016
				新鲁管道		4200公里	300亿立方米	

来源: 网络整理、国金证券研究所

- 我们以“十二五”规划的油气输送管总长度和已建成油气输送项目经验进行测算得出：“十二五”期间我国油气输送管总需求量在 5000 万吨以上，年均需求量超过 1000 万吨。
 - 长度：原油管道 0.84 万公里，成品油管道 2.1 万公里，天然气管道 4.4 万公里（包括干线和支线，其长度比例 1:1）。
 - 管道规格：原油管道采用口径 711mm，壁厚 12.7mm，单位重量 218 吨/公里；成品油管道采用口径 406mm，壁厚 12.7mm，单位重量 123 吨/公里；天然气干线管道采用口径 1067mm，壁厚 19.1mm，单位重量 494 吨/公里；天然气支线管道采用口径 508mm，壁厚 18mm。
 - 城市管网用管比例：城市天然气管网用管量是干线的 3 倍。

图表13：“十二五”油气输送管总需求测算

管线	口径 (mm)	壁厚 (mm)	单位重量 (吨/公里)	长度 (万公里)	总需求量 (万吨)
原油管线	711	12.7	218	2.1	457.8
成品油管线	406	12.7	123	0.84	103.32
天然气干线	1067	19.1	494	2.2	1086.8
天然气支线	508	7.1	88	2.2	193.6
城市管网	天然气干线 × 3				3260.4
合计需求量					5101.92
年均需求量					1020.38

来源：国金证券研究所

建设速度低于预期，“十二五”后两年管网建设将提速

- 受到国内经济增速放缓、中石油高层风波等因素的影响，目前国内油气管网建设速度远低于预期。数据也显示，截止 2013 年底，“十二五”期间油气输送管建设长度仅在 3 万公里左右。
 - 以“十二五”规划总长度 7 万公里的年平均来计算，到 2013 年末应完成建设长度约为 4.2 万公里，但实际完成里程不足计划的 50%。
 - 而“十二五”油气管网规划的目标不会改变，这也意味着“十二五”后两年管网建设将迎来大提速，输送管需求量也将出现爆发式增长。

图表14：2014、2015 年需求测算

	规划总量 (2011-2015年)	年平均	实际完成量 (2011-2013年)	需完成量 (2014-2015年)
完成长度	7万公里	1.4万公里	3万公里	4万公里
完成长度比例	100%	20%	43%	57%
油气输送管需求量	5102万吨	1020万吨	2194万吨	2908万吨

需求增速 43%

来源：国金证券研究所

- 我们认为，在时间节点和完成总量不变的前提下，因为诸多因素所停滞的管网建设项目将在 2014、2015 年集中上马。届时，将出现新一轮油气管网建设高峰，而油气输送管行业将受益于此，迎来需求高峰。

供给端：现有竞争格局难以打破

中石油主导招标体系

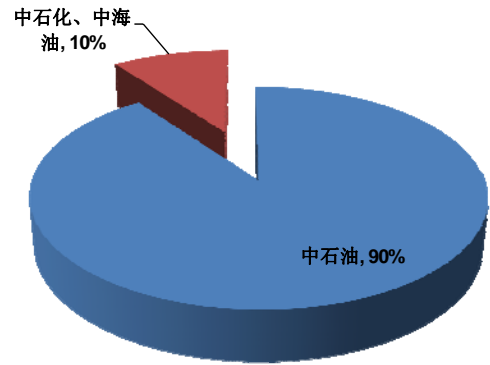
- **中石油一家独大。**目前，国内油气输送管网建设以中石油为主体，其市场份额占比近 90%。
- 我国天然气管道版图上，中石油拥有西气东输一二三线、陕京一二三线以及中缅等多条天然气主干线。
- 中石化仅有川气东送和已规划完成的新粤浙线两条天然气干线。

图表15：“两桶油”油气管网示意图



来源：国金证券研究所

图表16：管网建设占比



- **中石油主导现有招标体系。**中石油在管道建设中近 9 成的占比意味着中石油基本主导了买方市场，呈现出垄断格局。因此，中石油也主导了管道招标市场。包括招标方式、招标比例分配，中石化和中海油均仿效其做法。

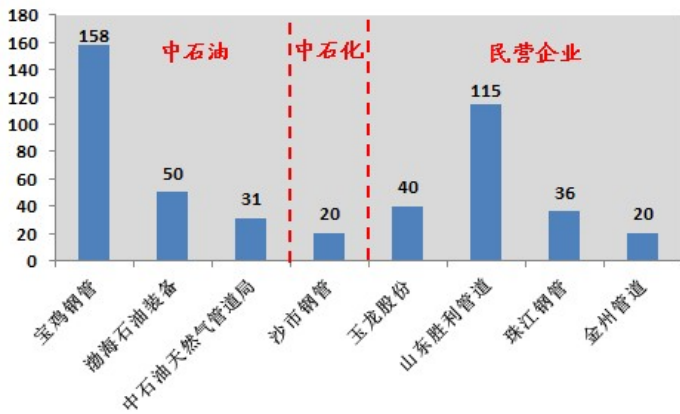
招标体系排他性特征显著

- **现有招标体系：**以中石油为代表的“三桶油”在油气输送管招标中，采取优先供给其下属管道公司，其次考虑系统外民营企业。
- **比例分配：**大部分订单由系统内管道公司消化，小部分系统内管道公司产能无法完成或技术要求较高的订单则进行市场化招标。
- **强排他性：**以中石油西一线、西二线招标为例，即使是中石化下属湖北沙市钢管也没能参与其湖北段干线招标，而系统外企业更是难以进入。

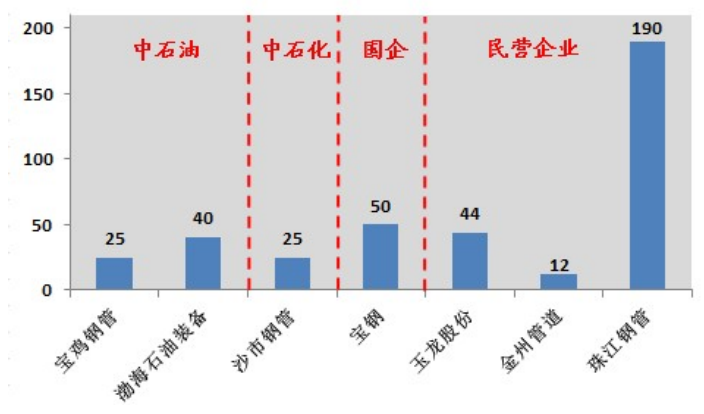
市场竞争格局稳定

- **准入壁垒高。**考虑到现有招标体系的强排他性，部分系统外的钢管生产企业受制于成立时间较晚、与“两桶油”合作经验较少以及生产规模、产品质量、技术能力等因素，要获取“两桶油”投标资格难度大，可能性小。因此，系统外规模较大的供货商常年稳定在与“两桶油”有多年合作关系的 4 家民营钢管公司，包括玉龙股份、金洲管道、珠江钢管和山东胜利。
- **竞争对手保持稳定。**目前，拥有规模化生产能力及投标资格的企业，稳定在中石油系统内下属部分管道公司，中石化下属 1 家；系统外民营上市钢管公司 4 家，以及国企宝钢股份。

图表17: SSAW 产能比较 (万吨)



图表18: LSAW 产能比较 (万吨)



来源: 招股书、公司网站、国金证券研究所

图表19: 系统内、外部管道公司统计

所属	供应商名称	产能 (万吨)		备注
		SSAW	LSAW	
石化系统内				
中石油	宝鸡输送管公司	158	25	隶属中国石油天然气集团公司, 我国第一个大口径螺旋埋弧焊管生产商
	辽阳钢管厂			
	资阳钢管厂			
克拉玛依有限公司				
宝鸡专用管公司				
西安专用管公司				
	渤海石油装备制造钢管分公司	50	40	中石油装备业务板块规模最大的综合性石油与化工装备制造企业
	中石油天然气管道局	31		中国石油天然气集团公司下属管道工程专业化公司
中石化	沙市钢管	20	25	隶属中国石化集团江汉石油管理局
石化系统外				
国企	宝钢股份		50	
民企	玉龙股份	40	44	新增四川、新疆基地全部投产
	胜利钢管	115		在建 20 万吨 LSAW、30 万吨 SSAW
	珠江钢管	36	190	30 万吨 SSAW 未投产, 沙特子公司在建 30 万吨 LSAW
	金州管道	20	12	已有 SSAW (钢级 X70) 不适用于西三、四线; 在建 20 万吨 SSAW (钢级 X100)

来源: 招股书、公司网站、国金证券研究所

- 我们认为, 在现有招标格局下, 参与招标竞争的企业将继续保持稳定。对于民营管道公司而言, 招标过程中的高壁垒将阻碍新的管道公司进入, 而已经进入到供应商名录的 4 家民企将凭借以往良好的合作关系以及规模、质量、技术上的优势充分享受油气输送管需求快速上涨这块“蛋糕”。

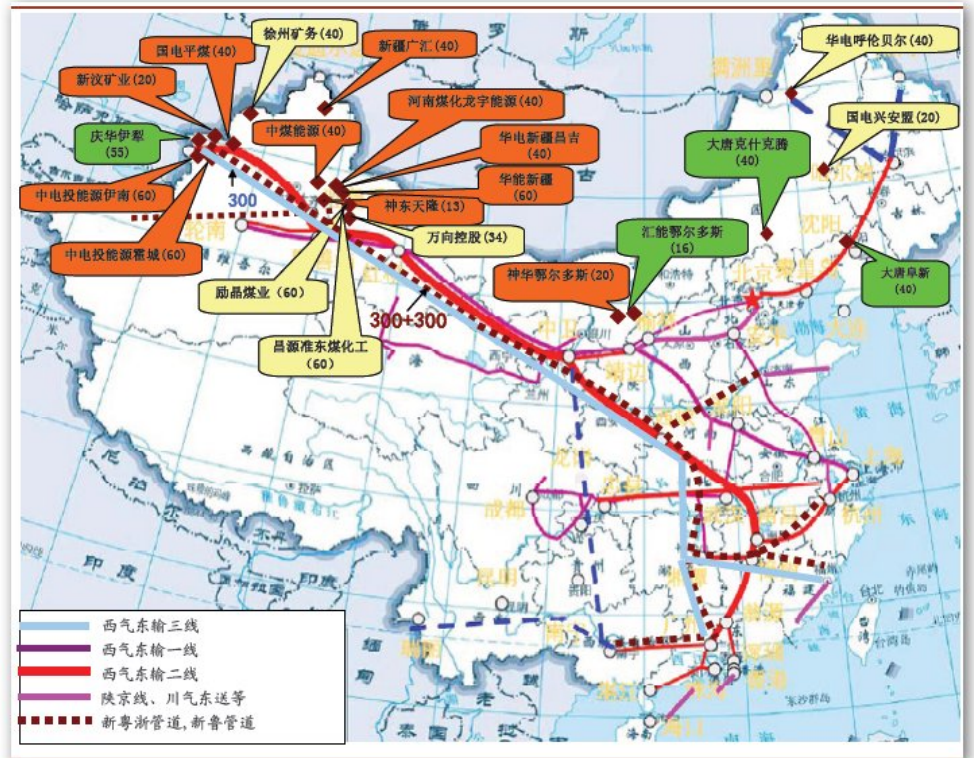
“新粤浙”线成为今年行业最大亮点

“十二五”最后两年油气管网建设提速已是板上钉钉，那 2014 年有哪些建设项目使得各家管道制造商跃跃欲试？中石化“新粤浙”线便是其中之一，它将毫无疑问地成为管道行业在 2014 年中最大的亮点，我们来细探其中之究竟。

中石化沙市钢管产能不足

- **“新粤浙”线简介：**该线为中石化新疆煤制天然气外输管道工程，总投资将达到 1590 亿元，规模超过西气东输三线。建成后，中石化将拥有“川气东送”、“新粤浙”两条天然气干线，有望改写中石油天然气管道一家独大的局面。
 - 全长 8280 公里，包括一条干线、五条支线，年输气能力为 300 亿立方米。干线起点为新疆伊宁，终点为广东省韶关。支线包括准东、南疆、豫鲁、赣闽浙和广西五条，途经 13 个省(自治区)。
 - 气源方面，中石化将在新疆配套建设 200 亿立方米的煤制气项目。同时与华能、华电、国电、中电投、河南煤化工、徐州矿物、万向控股、广汇能源和新疆励晶煤业共 9 家企业签订购销协议。
 - “新粤浙”线建设周期为 3 年，预计 2014 年三季度开工，2016 年底完工。油气输送管用管总量将达到 420 万吨。

图表20: “新粤浙”线示意图

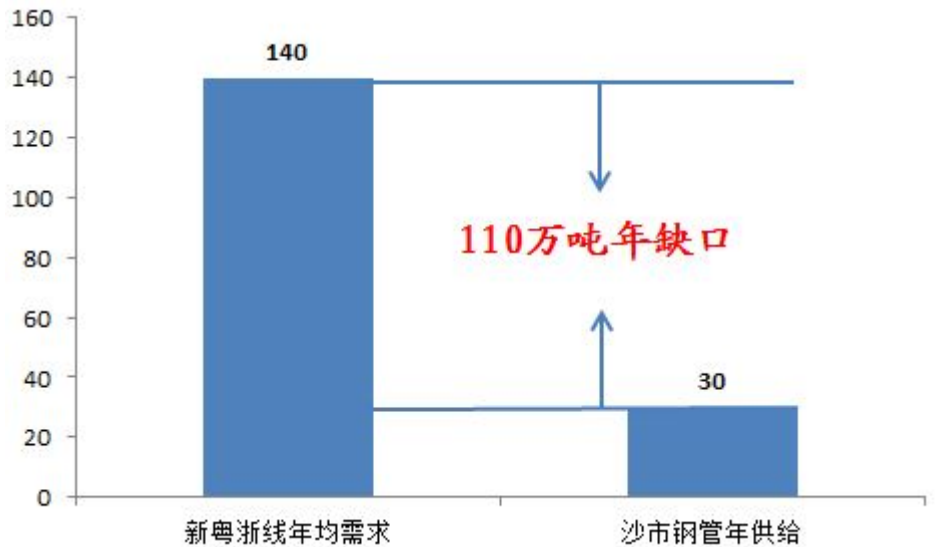


来源：中石化网站、国金证券研究所

- **沙市钢管存在产能缺口。**目前，中石化只有 1 家下属管道公司——湖北沙市钢管厂。其年产能仅为 45 万吨，远远不能满足“新粤浙”线 3 年 420 万吨的需求量，产能缺口巨大。
 - 沙市钢管现有 SSAW 产能 20 万吨，LSAW 产能 25 万吨。除去维护原有客户的产能，我们判断沙市能够提供给“新粤浙”线的产能仅在 30 万吨左右，而沙市钢管目前并没有扩产能的计划。

- 我们假设，在不考虑招标中系统内外比例差别的前提下，“新粤浙”线年均需求 140 万吨，扣去沙市钢管提供的 30 万吨，存在 110 万吨的产能缺口。

图表21: 沙市钢管供应新粤浙线产能缺口量

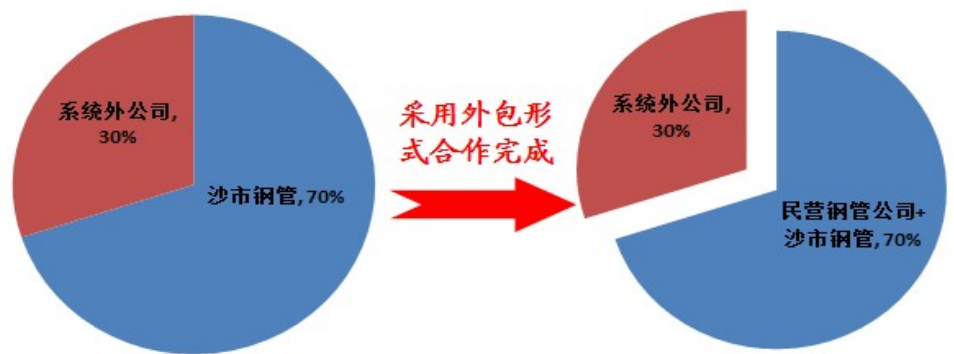


来源: 国金证券研究所

“新粤浙”线招标形式与中石油略有差异

- 我们预计中石化继续采用中石油现有的招标形式，而具体操作会有所不同。
 - 假设系统内外招标比例为 70%和 30%，具体操作是：沙市钢管承接 70%的订单量，其供应缺口将采取外包代工的形式。
 - 考虑到中石油与中石化互为竞争对手，这 70%中的外包合作订单基本将由系统外钢管公司承接，也就是玉龙、胜利、珠江、金州这四家具具有规模优势的民营钢管企业。

图表22: 中石化招标形式



来源: 国金证券研究所

- 需要注意的是，合作订单的吨毛利将只有原先的 50%左右。但从整体上看，合作订单量的增加将覆盖吨毛利打折后的损失。对民企而言，仍旧有巨大的盈利空间。

玉龙角逐“新粤浙”优势显著

“新粤浙”线新招标形式基本确定后，各家民营管道制造商纷纷虎视眈眈，而玉龙缘何自信满满？玉龙的竞争优势又在哪里？

- **产品规格齐全。**通常来讲，系统外钢管公司中标的钢管主要表现为钢级要求高、品种规格多、技术要求高。而公司在品种规格上，是国内拥有产品规格最全的钢管公司，全面供货能力尤为突出。
 - 公司现有 LSAW 产品，外径从 406.4-1422mm 拥有 28 种不同规格，壁厚从 6.4-44.5mm 拥有 16 种不同规格。
 - SSAW 产品中，外径从 219.1-2540mm 拥有 47 种不同规格，壁厚从 5.4-24.5mm 拥有 16 种不同规格。
 - 同时，公司还能够根据客户需求，生产供应介于公称外径和公称壁厚之间尺寸的钢管。

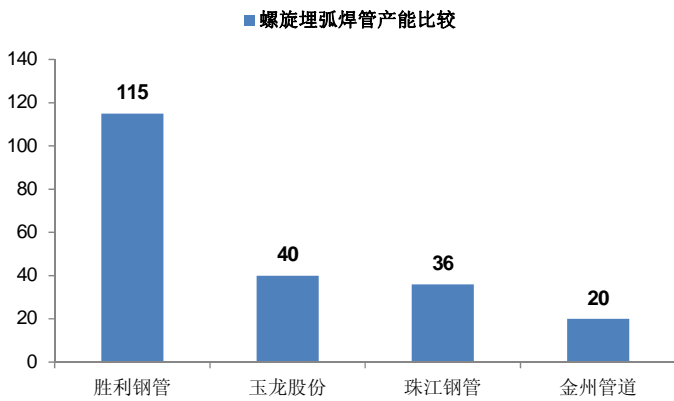
图表23：公司产品规格统计

公司	口径范围	壁厚范围	钢级
SSAW			
玉龙股份	Φ219.1mm- 2540mm	5.4-24.5mm	API 5L X70、X80, GB/T9711-1999
山东胜利	Φ219.1mm-2200mm	最大 25.4mm	API 5L X70
珠江钢管	Φ508mm- 1118mm	6.0-25.4mm	API 5L A-X90, GB/T9711
金州管道	Φ219.1mm-2240mm	6.0-25.4mm	X70、在建 X100
LSAW			
玉龙股份	Φ406mm- 1442mm	6.4- 44.5mm	API 5L X70、X80
山东胜利		在建	
珠江钢管	Φ406mm- 1626mm	6.0- 60mm	API 5L A-X100
金州管道	Φ219mm-630mm	最大壁厚为 20mm	X80

来源：公司网站、国金证券研究所

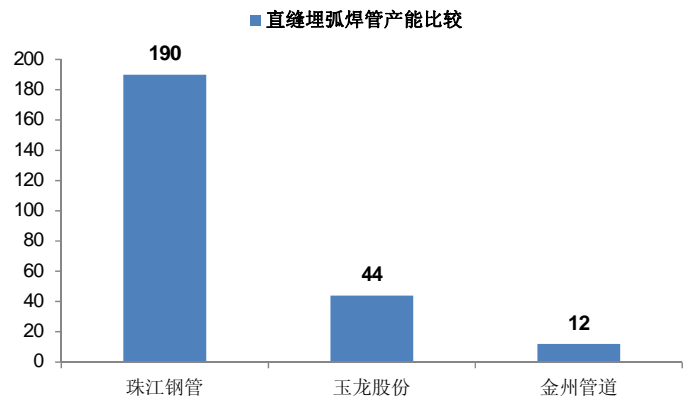
- **产能优势突出。**油气输送管招标中，同时具备 LSAW、SSAW 两者生产能力的企业，抢占市场空间的优势更大。
 - SSAW 方面，公司产能仅次于山东胜利；LSAW 方面，公司产能仅次于珠江钢管。
 - 山东胜利 20 万吨 LSAW 尚未投产，不具备生产能力。
 - 珠江钢管在 2012 年底开始生产 SSAW，于 2013 年上半年开始贡献业绩，其销售收入仅占总收入 5.4%，应该说珠江钢管的 SSAW 还处于起步阶段，发展重点仍旧为 LSAW。
 - 综合来看，公司两大产品在募投项目投产后产能齐头并进。在招标过程中，将更具竞争优势。

图表24: SSAW 产能比较

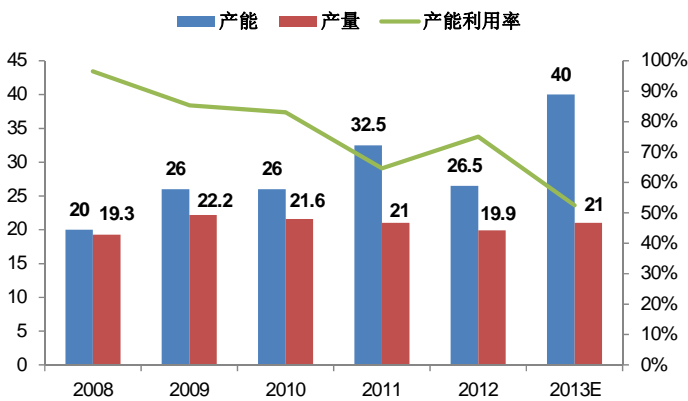


来源: 公司网站、国金证券研究所

图表25: LSAW 产能比较

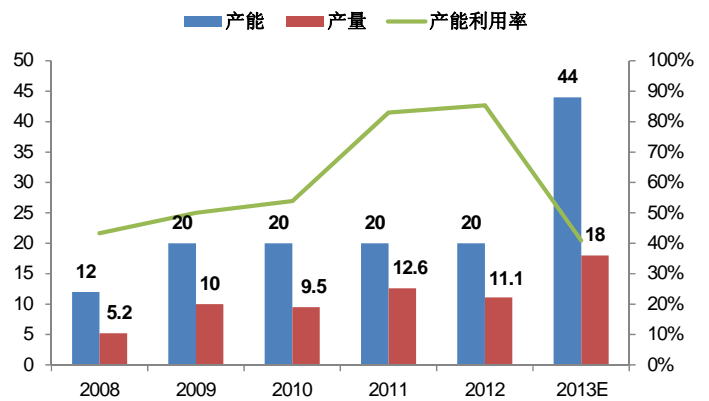


图表26: 公司 SSAW 产量、产能利用率统计 (万吨)



来源: 国金证券研究所

图表27: 公司 LSAW 产量、产能利用率统计 (万吨)



- **募投项目全部投产、资质完备，助力“新粤浙”。**公司对原有募投项目实施地点进行变更，无锡部分项目变更至四川德阳子公司，新疆部分项目变更至无锡本部，分别于2013年6月、7月投产。这样一来，公司就形成了无锡本部、新疆、四川三足鼎立之势。
 - 公司募投项目除去四川7万吨左右输水用SSAW，其他产品全部定位于高端油气输送管，其产品规格、钢级均可用于“西三线”主干线以及“新粤浙”线主干线。
 - 伊犁玉龙继2012年10月获得中石油天然气集团一级物资供应商之后，于2013年4月成功进入其甲类供应商名单。四川玉龙预计最快于今年初获得中石油投标资格。
 - 募投投产加上资质完备意味着，无锡玉龙、新疆玉龙、四川玉龙均可全力以赴参与今年第三季度的“新粤浙”招标。

图表28: 公司募投资项目统计

生产基地	LSAW	SSAW	投产时间	备注
无锡本部	12万吨高钢级油气输送管		2013.7	
新疆伊犁		6.5万吨油、气长距离输送管	2011.12	13年实现盈亏平衡, 预计14年开始贡献业绩
四川德阳	12万吨油、气长距离LSAW	6.5万吨高强度SSAW	2013.6	13年实现盈亏平衡, 预计14年开始贡献业绩

来源: 公司公告、国金证券研究所

- **三大生产基地区位优势显著。**公司无锡、新疆、四川三大生产基地, 基本覆盖了国内东、中、西部地区甚至境外, 完全契合国内输送管线建设路径。就“新粤浙”线而言, 公司已经形成了三路夹击之势。
 - 油气输送管由于口径原因基本采用公路运输, 其运输费用占总成本的5%左右, 占销售费用的90%左右。理论上, 生产基地的辐射半径一般在500-600公里。
 - 以“新粤浙”线为例, 一般将其建设划分为西段、中段和南线。西段: “新粤浙”线起点为伊犁伊宁, 而公司新疆子公司就位于伊犁, 区位优势异常显著。此外, 新疆地区竞争对手少, 公司竞争“新粤浙”线西段份额将有所增加。
 - 中段: 公司四川子公司成立后, 与无锡本部在中段形成了两面夹击, 将共同竞争中段份额。因此, 预计中段份额不会低于平均数字。
 - 南段: 珠江钢管为主要竞争对手, 优势较大, 但公司四川、无锡公司同样能够辐射到广西、福建段的竞争。总体来看, 公司在南段竞争上没有西段和中段优势明显, 但具备一定竞争能力。

图表29: 公司区位示意图



来源: 国金证券研究所

“新粤浙”线订单量空间大

- 我们以中石化这种招标形式，在不考虑招标中 70%和 30%的比例下，来测算玉龙在“新粤浙”线中的中标量。
 - 新粤浙线 3 年总用管量 420 万吨。LSAW 与 SSAW 用管量比例为 3:7。
 - 假设沙市钢管每年供给量 30 万吨，系统外参与公司只为 4 家。

图表30: 年均中标量测算



来源: 国金证券研究所

- 我们以测算后总年均中标量来预测玉龙中标情况:

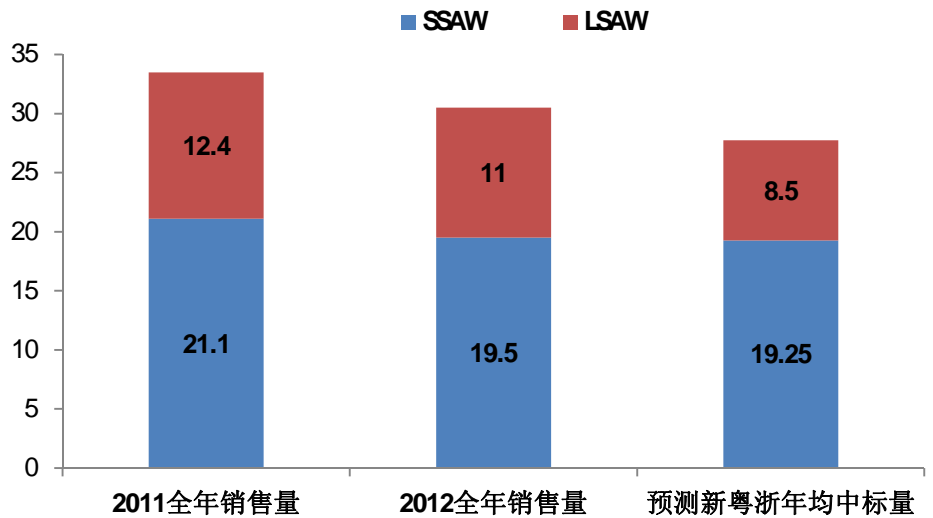
图表31: 玉龙年均中标量测算(万吨)

假设玉龙中标比例	年均中标总量	年均 LSAW 中标量	年均 SSAW 中标量
20%	22	6.6	15.4
25%	27.5	8.25	19.25
30%	33	9.9	23.1
35%	38.5	11.55	26.95

来源: 国金证券研究所

- 我们仅已年均中标量与过去两年玉龙两种产品销售总量进行对比，发现仅“新粤浙”线的中标量就接近其全年总量。单个项目的用管需求量如此之大，对于民营钢管公司而言，其意义不言而喻。因此，玉龙在今年“新粤浙”线招投标中的表现是值得期待的。

图表32: 预测中标量与 2011、2012 年 LSAW、SSAW 销售总量对比



来源: 国金证券研究所

14、15 年公司业绩全力加速

- 我们认为，在“新粤浙”线的带动下，公司 2014、2015 年业绩将出现快速增长。
 - 从行业整体看，“十二五”最后两年，“三桶油”将全力以赴加速管网建设，油气输送管需求量的爆发毋庸置疑。
 - 就公司而言，“新粤浙”线将是今年最大的“猎物”。公司凭借产品、技术、品牌以及与“两桶油”良好的合作关系等优势，其实际中标量大于我们的测算量是具有把握的。
 - 我们把公司 2014 年手持订单和已有意向的订单（包括来自中石油西南分公司、中石化煤化工项目、中电投煤化工项目、山东科瑞等订单以及来自哥伦比亚、委内瑞拉等国家的海外订单）考虑在内，“新粤浙”作为驱动因素，将带动公司 2014 年业绩快速增长。
 - 同时，考虑到“新粤浙”线实际建设周期不到两年半时间，以及 2015 作为“十二五”最后一年这个叠加因素，预计 2015 年油气输送管需求量将出现近几年来的一个峰值。因此，公司 2015 年业绩的爆发式增长也同样值得期待。

盈利预测、估值与投资建议

盈利预测

- 我们预测，公司 13-15 年实现营收分别为 27.1、33.2、38.7 亿元；实现净利润分别为 1.48、2.07、2.79 亿元，同比增长分别为 25.87%、38.00%、35.13%，对应摊薄后 EPS 分别为 0.46、0.64、0.86 元。

图表33: 盈利预测假设

	2013E	2014E	2015E
直缝埋弧焊管			
平均售价 (元/吨)	6000	5950	5950
销售数量 (千吨)	180	252	308
销售收入 (百万元)	1080	1499	1833
增速	58.91%	38.83%	22.22%
销售成本 (百万元)	886	1229	1477
毛利 (百万元)	194	270	356
毛利率	17.98%	18.02%	19.43%
螺旋埋弧焊管			
平均售价 (元/吨)	4800	4750	4750
销售数量 (千吨)	215	240	280
销售收入 (百万元)	1032	1140	1330
增速	22.25%	10.47%	16.67%
销售成本 (百万元)	898	986	1132
毛利率	12.97%	13.47%	14.88%
毛利 (百万元)	134	154	198
直缝高频焊管			
平均售价 (元/吨)	4800	4750	4750
销售数量 (千吨)	40	50	55
销售收入 (百万元)	192	238	261
增速	-51.60%	23.70%	10.00%
销售成本 (百万元)	182	224	247
毛利率	5.39%	5.73%	5.52%
毛利 (百万元)	10	14	14
方形焊管			
平均售价 (元/吨)	3700	3700	3700
销售数量 (千吨)	110	120	120
销售收入 (百万元)	407	444	444
增速	1.61%	9.09%	0.00%
销售成本 (百万元)	387	417	423
毛利率	4.83%	6.01%	4.65%
毛利 (百万元)	20	27	21
销售总收入 (百万元)	2711	3321	3868
销售总成本 (百万元)	2353	2857	3279
毛利 (百万元)	358	464	589
平均毛利率	13.21%	13.97%	15.23%

来源: 国金证券研究所

估值与投资建议

- 我们选取与公司业务相近的上市公司作相对估值分析。考虑到公司作为油气输送管道制造商, 处于油气产业链上下游, 我们给予公司 25X14PE, 给予“增持”评级。

图表34: 相对估值分析

证券代码	证券名称	收盘价	EPS			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
1938.HK	珠江钢管	2.30	0.16	0.44	0.61	14.38	5.23	3.77
002443.sz	金州管道	7.56	0.29	0.38	0.47	26.07	19.89	16.09
均值						20.16	12.39	9.78

(注: 收盘价为 2014 年 2 月 10 日收盘价, 盈利预测来自 Wind, 港股单位为 HKD)

来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

管网建设提速时间存在不确定性

- 我们不排除“两桶油”的相关事件在 2014 年继续发酵的可能性, 因此, 管网建设提速时间存在一定的不确定性。我们预计, 提速时间最快将出现在 2014 年的下半年。

“新粤浙”线最快于 14 年三季度招标

- “新粤浙”线在 2012 年三季度拿到“路条”, 根据公示, 开工时间、招标时间基本确定在 2014 年三季度。除去其中的突发性因素, 预计公司业绩大幅增长将出现在 2014 年下半年。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,276	2,741	2,465	2,711	3,321	3,868	货币资金	262	1,053	625	580	480	500
增长率		20.4%	-10.1%	10.0%	22.5%	16.5%	应收款项	271	486	489	450	552	643
主营业务成本	-1,884	-2,388	-2,169	-2,353	-2,857	-3,279	存货	475	520	448	516	626	719
%销售收入	82.7%	87.1%	88.0%	86.8%	86.0%	84.8%	其他流动资产	330	187	339	284	345	395
毛利	393	353	296	358	464	589	流动资产	1,337	2,247	1,901	1,831	2,003	2,257
%销售收入	17.3%	12.9%	12.0%	13.2%	14.0%	15.2%	%总资产	67.2%	77.1%	66.7%	60.9%	62.3%	64.6%
营业税金及附加	-5	-8	-8	-8	-10	-12	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	544	559	839	1,079	1,125	1,153
营业费用	-40	-47	-50	-54	-66	-81	%总资产	27.4%	19.2%	29.4%	35.9%	35.0%	33.0%
%销售收入	1.7%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	无形资产	104	101	99	93	87	82
管理费用	-53	-67	-89	-87	-106	-124	非流动资产	653	668	949	1,175	1,214	1,237
%销售收入	2.3%	2.5%	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%	%总资产	32.8%	22.9%	33.3%	39.1%	37.7%	35.4%
息税前利润 (EBIT)	294	230	150	209	281	372	资产总计	1,990	2,914	2,850	3,005	3,217	3,494
%销售收入	12.9%	8.4%	6.1%	7.7%	8.5%	9.6%	短期借款	449	749	231	275	185	108
财务费用	-22	-30	3	-9	-9	-5	应付款项	504	248	641	603	733	843
%销售收入	0.9%	1.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	其他流动负债	70	15	25	67	72	77
资产减值损失	-5	-8	0	-3	-1	-1	流动负债	1,023	1,012	897	945	990	1,028
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,023	1,012	897	945	990	1,029
营业利润	268	193	153	197	272	367	普通股股东权益	890	1,883	1,937	2,043	2,206	2,441
营业利润率	11.8%	7.0%	6.2%	7.2%	8.2%	9.5%	少数股东权益	78	19	15	18	21	24
营业外收支	-5	10	10	5	5	5	负债股东权益合计	1,990	2,914	2,850	3,005	3,217	3,494
税前利润	263	202	163	202	277	372	比率分析						
利润率	11.5%	7.4%	6.6%	7.4%	8.3%	9.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-64	-52	-42	-50	-69	-93	每股指标						
所得税率	24.6%	25.6%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.751	0.445	0.371	0.463	0.639	0.863
净利润	198	151	121	151	207	279	每股净资产	3.738	5.932	6.102	6.435	6.948	7.689
少数股东损益	19	9	3	3	3	3	每股经营现金净流	-0.426	-0.083	1.407	0.753	0.538	0.825
归属于母公司的净利润	179	141	118	148	204	276	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	7.8%	5.2%	4.8%	5.5%	6.2%	7.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.08%	7.51%	6.07%	7.25%	9.27%	11.32%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	8.98%	4.85%	4.13%	4.93%	6.36%	7.91%
净利润	0	151	121	151	207	279	投入资本收益率	15.67%	6.46%	5.09%	6.71%	8.75%	10.85%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	63	66	80	91	98	主营业务收入增长率	9.25%	20.41%	-10.07%	9.98%	22.50%	16.47%
非经营收益	0	34	0	22	10	5	EBIT增长率	8.08%	-21.68%	-35.06%	39.66%	34.68%	32.36%
营运资金变动	0	-274	259	-14	-137	-120	净利润增长率	0.82%	-20.84%	-16.76%	25.87%	38.00%	35.13%
经营活动现金净流	0	-26	447	239	171	262	总资产增长率	11.26%	46.45%	-2.22%	5.46%	7.03%	8.61%
资本开支	-125	-85	-382	-308	-124	-115	资产管理能力						
投资	0	-36	0	-1	0	0	应收账款周转天数	28.9	39.9	53.1	45.0	45.0	45.0
其他	0	2	-5	0	0	0	存货周转天数	86.1	76.0	81.5	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-125	-119	-387	-309	-124	-115	应付账款周转天数	2.9	4.0	8.4	5.0	5.0	5.0
股权募资	0	818	0	0	0	0	固定资产周转天数	67.6	73.6	74.5	86.5	71.3	61.0
债权募资	140	300	-516	44	-90	-76	偿债能力						
其他	-23	-65	-83	-19	-56	-51	净负债/股东权益	19.37%	-16.00%	-20.17%	-14.78%	-13.25%	-15.87%
筹资活动现金净流	117	1,053	-599	25	-147	-127	EBIT利息保障倍数	13.7	7.8	-51.8	22.8	30.8	82.7
现金净流量	-8	907	-539	-45	-100	20	资产负债率	51.39%	34.71%	31.49%	31.43%	30.77%	29.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	12
增持	0	0	1	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	1.50	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD