

产品结构调整大幅提升毛利率

——玉龙股份（601028）2013 年度报告点评

2014 年 03 月 28 日

强烈推荐/维持

玉龙股份

财报点评

张方	分析师	执业证书编号: S1480512040003
	zhangfang@dxzq.net.cn	010-66554023
田源	联系人	
	tianyuan@dxzq.net.cn	010-66554151

事件:

玉龙股份发布 2013 年报, 报告期内公司实现营业收入 27.15 亿元, 同比增加 10.15%; 营业利润 1.8 亿元, 同比增加 21.31%; 归属于母公司所有者的净利润 1.49 亿元, 同比增加 26.37%; 报告期内公司实现 EPS0.47 元, 同比增加 27%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入 (百万元)	511.62	617.94	623.61	711.74	487.04	680.78	769.87
增长率 (%)	9.26%	-21.66%	4.42%	-19.71%	-4.80%	10.17%	23.45%
毛利率 (%)	11.63%	12.12%	12.26%	11.99%	15.53%	17.18%	13.31%
期间费用率 (%)	5.72%	5.18%	6.04%	5.22%	8.46%	8.97%	6.27%
营业利润率 (%)	6.61%	6.92%	5.12%	6.20%	6.75%	7.46%	7.12%
净利润 (百万元)	24.42	33.67	29.38	33.32	25.16	39.59	38.81
增长率 (%)	11.49%	-42.16%	-39.48%	52.46%	03.05%	17.59%	32.11%
每股盈利 (季度, 元)	0.07	0.10	0.09	0.10	0.08	0.12	0.12
资产负债率 (%)	37.88%	33.54%	39.81%	31.49%	34.15%	47.03%	42.36%
净资产收益率 (%)	1.27%	1.78%	1.53%	1.71%	1.27%	2.04%	1.95%
总资产收益率 (%)	0.79%	1.18%	0.92%	1.17%	0.84%	1.08%	1.13%

观点:

- **公司主营业务收入增加主要原因是销售数量的增加。**2013 年度公司实现钢管销售量 60.16 万吨, 同比上升 22.84%。报告期公司实现营业收入 27.15 亿元, 增加 10.15%。其中主营业务收入 26.46 亿元, 同比上升 13.98%。一方面 2013 年度产品销售量较 2012 年度上升 22.48%, 另一方面 2013 年度产品销售价格呈一定的下降, 致使主营业务收入上升了 13.98%。
- **营业利润、净利润等主要财务指标与去年相比均有一定幅度的增长, 主要原因是公司产品结构优化即油气管销售量增加所致。**2013 年度, 随着募集资金项目的投产, 公司石油、天然气输送用钢管的产能增加至 63 万吨, 占总产能 113 万吨的 55.75%。2013 年公司实现销售量 60.16 万吨, 较上年同期增长 22.48%,

其中油气管 26.31 万吨,较去年同期增加 44.88%;非油气管实现销售量 33.85 万吨,较上年同期增加 9.33%。其中毛利率高达 26.3%的直缝埋弧焊接钢管销售收入同比增加 59%,达到 10.8 亿元,成为公司业绩增长的主要动力。随着公司募投项目的投产,产品结构优化,公司综合毛利率由 2012 年的 13.98% 上升至 2013 年的 17.67%。

- **公司发布定增预案,继续扩大油气管产能,充分享受油气输送管行业景气红利。**公司公布年报的同时公布定增预案,募集资金投向毛利最高的直缝埋弧焊管以及螺旋缝埋弧焊管。项目建成后,公司将新增 6.5 万吨螺旋缝埋弧焊管以及 10 万吨抗腐蚀直缝埋弧焊管。2013 年我国的油气战略通道建设持续加快。未来五年内,国内的油气管道干线建设需要的钢管总量约为 1600 万吨,其中天然气管道需要 1250 万吨,原油管道需要 150 万吨,成品油管道需要 200 万吨。我们认为公司在目前的时间点继续扩大产能迎合行业发展的需求,同时继续提升公司的盈利能力。

结论:

我们认为公司正处在行业景气度高的最佳时期,随着定增项目的落实,进一步享受行业景气度高带来的红利。暂不考虑增发后给公司带来的影响,我们预计 2014-2015 年公司主营业务收入 36.6 亿元、42.3 亿元,实现 EPS0.64 元、0.76 元,对应 PE 为 13.51 倍、11.42 倍,维持“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1901	2004	2739	3335	3694	营业收入	2465	2715	3661	4230	4416
货币资金	625	462	989	1142	1192	营业成本	2169	2255	3032	3490	3603
应收账款	334	454	502	580	605	营业税金及附加	8	3	11	13	13
其他应收款	16	11	15	17	18	营业费用	50	77	73	85	88
预付款项	338	217	429	673	925	管理费用	89	167	146	148	132
存货	448	742	623	717	740	财务费用	-3	17	21	17	15
其他流动资产	1	32	32	32	32	资产减值损失	-0.12	10.82	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	949	1144	1271	1212	1074	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.35	0.00	10.00	10.00
固定资产	503.07	805.87	904.37	924.47	862.58	营业利润	153	185	373	483	569
无形资产	99	176	158	141	123	营业外收入	13.14	8.59	10.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.12	7.30	4.00	4.00	4.00
资产总计	2850	3148	4010	4547	4768	利润总额	163	186	379	489	575
流动负债合计	897	1113	819	1059	965	所得税	42	37	95	122	144
短期借款	231	558	269	362	165	净利润	121	149	284	367	431
应付账款	62	78	83	96	99	少数股东损益	3	1	80	125	190
预收款项	91	77	150	235	323	归属母公司净利润	118	149	204	242	241
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	313	445	512	634	721
非流动负债合计	0	0	100	150	155	BPS (元)	0.37	0.47	0.64	0.76	0.76
长期借款	0	0	100	150	155	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	897	1113	919	1209	1120	成长能力					
少数股东权益	15	15	95	220	410	营业收入增长	-9.2%	10.2%	34.84%	15.54%	4.39%
实收资本(或股本)	318	320	318	318	318	营业利润增长	-12.8%	385.7%	101.50%	29.46%	17.76%
资本公积	846	857	1735	1735	1735	归属于母公司净利润	37.3%	244.7%	37.33%	18.32%	-0.28%
未分配利润	690	746	755	764	774	获利能力					
归属母公司股东权	1937	2020	2996	3117	3238	毛利率(%)	12%	17%	17%	18%	18%
负债和所有者权益	2850	3148	4010	4547	4768	净利率(%)	5%	5%	8%	9%	10%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6%	7%	7%	8%	7%
经营活动现金流	447	-123	215	218	373	偿债能力					
净利润	121	149	284	367	431	资产负债率(%)	31%	35%	23%	27%	23%
折旧摊销	162.88	243.09	0.00	134.44	137.95	流动比率				3.15	3.83
财务费用	-3	17	21	17	15	速动比率				2.47	3.06
应付帐款的变化	0	0	5	13	3	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	73	85	88	总资产周转率	0.86	0.91	1.02	0.99	0.95
投资活动现金流	-387	-248	-250	-70	5	应收账款周转率	7	7	8	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	49.34	38.67	45.36	47.35	45.45
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.47	0.64	0.76	0.76
筹资活动现金流	-607	237	562	5	-328	每股净现金流(最新)	-1.72	-0.42	1.66	0.48	0.16
应付债券增加	231	558	269	362	165	每股净资产(最新摊)	6.10	6.31	9.44	9.82	10.20
长期借款增加	0	0	100	150	155	估值比率					
普通股增加	0	3	-3	0	0	P/E	23.49	18.49	13.51	11.42	11.45
资本公积增加	0	11	878	0	0	P/B	1.42	1.38	0.92	0.89	0.85
现金净增加额	-547	-134	526	154	50	EV/EBITDA	7.57	6.46	4.18	3.36	2.61

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

张方

经济学硕士，工学学士，新材料、有色金属行业高级分析师，2012年3月加盟东兴证券，2011年"天眼"明星分析师第五名。

联系人简介

田源

北京交通大学理学硕士，2012年7月加盟东兴证券研究所，从事有色金属、钢铁行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。