

# 玉龙股份 (601028.SH)

## 钢铁行业

评级: 增持 维持评级

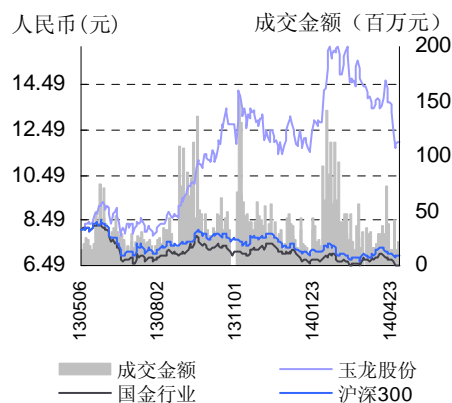
公司研究简报

市价(人民币): 11.91元  
目标(人民币): 13.70-14.30元

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)	38.13
年内股价最高最低(元)	16.17/7.82
沪深300指数	2156.47
上证指数	2027.35



### 相关报告

- 《业绩符合预期,继续等待新粤浙催化剂》, 2014.4.28
- 《募投项目扩产能,迎接需求爆发》, 2014.3.27
- 《油气管网建设提速,静候业绩爆发》, 2014.2.12

杨件 联系人  
(8621)60230236  
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎 联系人  
(8621)60937020  
niwy@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.371	0.465	0.682	0.958	1.296
每股净资产(元)	6.10	6.31	6.86	7.39	8.55
每股经营性现金流(元)	1.41	-0.38	1.87	0.82	1.13
市盈率(倍)	24.49	27.33	17.46	12.43	9.19
行业优化市盈率(倍)	23.11	20.24	18.99	18.99	18.99
净利润增长率(%)	-16.76%	26.37%	46.82%	40.46%	35.29%
净资产收益率(%)	6.07%	7.36%	9.94%	12.97%	15.15%
总股本(百万股)	317.50	320.12	320.12	320.12	320.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **Q1 业绩主要受季节性因素影响。**公司 1 季度业绩环比下滑, 毛利率同比下降 4.78 个百分点, 但我们分析其主要受节假日、天气以订单确认的季节性因素影响, 这也符合公司往年经营特点。后期随着下游需求回暖, 特别是“新粤浙”线开工, 盈利及其增速将逐步改善。维持 2014 年盈利预测。
- **受益新疆混合所有制改革, “新粤浙”线开工确定性增加。**1) 为实现新疆“稳增长”以及能源混合所有制改革, 加快推进重大能源、基建项目是重要途径, 因此受此影响, 逻辑上“新粤浙”年内开工的确定性将显著提升。根据新疆自治区发展混合所有制经济推进会介绍, 其目前已完成全线 63 处场站选址勘察、完成环评编制、以及部分建设短的项目设计评估报告; 2) 中长期看, 新疆混合所有制改革, 也有助于提升油气管道的总需求, 而公司作为唯一一家具备新疆概念的钢管上市公司, 将充分受益。
- **募投项目提升竞争力。**随着募投项目达产, 公司产能进一步扩张, 新疆、四川、本部“三足鼎立”的局面也更为稳固。未来新疆、四川基地不仅会成为产量、业绩新的增长极, 更重要的是, 还将从订单获取、对外合作、综合成本控制等方面大大提升公司整体竞争力。比如本次在“新粤浙”线的订单获取上, 我们认为公司受益于“三足鼎立”特点, 最终的拿单情况, 大概率将好于市场此前普遍预期的总量的 1/4。
- **钢管行业洗牌, 强者恒强。**受需求下滑影响, 近期国内钢管市场竞争加剧、价格深跌, 华东部分钢管企业甚至已经破产, 行业进入两级分化、强者恒前的格局, 公司作为龙头企业, 未来将率先受益于行业洗牌。

### 投资建议&估值

- 维持前期的业绩预测, 即 14-16 年 EPS 分别为 0.68、0.96、1.30 元。随着近期股价下跌, 公司估值将逐渐具备优势, 目前股价对应 14-16 年估值分别为 17.5、12.4、9.2 倍 PE。
- 考虑到公司对钢管需求敏感性较高, 密切关注“新粤浙”线及相关政策动态。目前维持“增持”评级。

### 风险

- “新粤浙”线开工不达预期; 焊管市场“价格战”。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,741	2,465	2,715	3,369	4,272	5,211	货币资金	1,053	625	462	500	550	600
增长率		-10.1%	10.2%	24.1%	26.8%	22.0%	应收款项	486	489	551	560	710	866
主营业务成本	-2,388	-2,169	-2,255	-2,871	-3,616	-4,392	存货	520	448	742	629	793	963
%销售收入	87.1%	88.0%	83.1%	85.2%	84.7%	84.3%	其他流动资产	187	339	248	346	436	529
毛利	353	296	460	498	656	819	流动资产	2,247	1,901	2,004	2,035	2,488	2,958
%销售收入	12.9%	12.0%	16.9%	14.8%	15.3%	15.7%	%总资产	77.1%	66.7%	63.7%	60.2%	64.9%	69.5%
营业税金及附加	-8	-8	-3	-7	-9	-9	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	559	839	959	1,188	1,202	1,168
营业费用	-47	-50	-77	-67	-85	-78	%总资产	19.2%	29.4%	30.5%	35.1%	31.3%	27.5%
%销售收入	1.7%	2.0%	2.8%	2.0%	2.0%	1.5%	无形资产	101	99	177	157	141	128
管理费用	-67	-89	-167	-104	-132	-162	非流动资产	668	949	1,144	1,348	1,344	1,298
%销售收入	2.5%	3.6%	6.2%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	22.9%	33.3%	36.3%	39.8%	35.1%	30.5%
息税前利润 (EBIT)	230	150	213	319	429	570	<b>资产总计</b>	<b>2,914</b>	<b>2,850</b>	<b>3,148</b>	<b>3,383</b>	<b>3,833</b>	<b>4,256</b>
%销售收入	8.4%	6.1%	7.8%	9.5%	10.0%	10.9%	短期借款	749	231	558	359	435	272
财务费用	-30	3	-17	-25	-20	-16	应付款项	248	641	573	737	930	1,130
%销售收入	1.1%	-0.1%	0.6%	0.7%	0.5%	0.3%	其他流动负债	15	25	-19	73	81	90
资产减值损失	-8	0	-11	-4	-1	-1	流动负债	1,012	897	1,113	1,169	1,446	1,492
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%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,012</b>	<b>897</b>	<b>1,113</b>	<b>1,169</b>	<b>1,446</b>	<b>1,493</b>
营业利润	193	153	185	290	408	552	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,883</b>	<b>1,937</b>	<b>2,020</b>	<b>2,196</b>	<b>2,365</b>	<b>2,739</b>
营业利润率	7.0%	6.2%	6.8%	8.6%	9.6%	10.6%	少数股东权益	19	15	15	18	21	24
营业外收支	10	10	1	5	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,914</b>	<b>2,850</b>	<b>3,148</b>	<b>3,383</b>	<b>3,833</b>	<b>4,256</b>
税前利润	202	163	186	295	413	557	<b>比率分析</b>						
利润率	7.4%	6.6%	6.9%	8.8%	9.7%	10.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-52	-42	-37	-74	-103	-139	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.6%	25.7%	19.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.445	0.371	0.465	0.682	0.958	1.296
净利润	151	121	149	221	310	418	每股净资产	5.932	6.102	6.311	6.859	7.389	8.555
少数股东损益	9	3	1	3	3	3	每股经营现金净流	-0.083	1.407	-0.384	1.867	0.815	1.131
归属于母公司的净利润	141	118	149	218	307	415	每股股利	0.000	0.200	0.250	0.130	0.130	0.130
净利率	5.2%	4.8%	5.5%	6.5%	7.2%	8.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.51%	6.07%	7.36%	9.94%	12.97%	15.15%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	4.85%	4.13%	4.72%	6.45%	8.00%	9.75%
净利润	151	121	149	221	310	418	投入资本收益率	6.46%	5.09%	6.57%	9.31%	11.41%	14.07%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	63	66	82	125	134	138	主营业务收入增长率	20.41%	-10.07%	10.15%	24.07%	26.82%	21.98%
非经营收益	34	0	26	33	21	18	EBIT增长率	-21.68%	-35.06%	42.25%	50.08%	34.39%	32.73%
营运资金变动	-274	259	-380	219	-203	-212	净利润增长率	-20.84%	-16.76%	26.37%	46.82%	40.46%	35.29%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-26</b>	<b>447</b>	<b>-123</b>	<b>598</b>	<b>261</b>	<b>362</b>	总资产增长率	46.45%	-2.22%	10.48%	7.47%	13.29%	11.03%
资本开支	-85	-382	-228	-327	-124	-85	<b>资产管理能力</b>						
投资	-36	0	-20	-1	0	0	应收账款周转天数	39.9	53.1	52.9	45.0	45.0	45.0
其他	2	-5	0	0	0	0	存货周转天数	76.0	81.5	96.3	80.0	80.0	80.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-119</b>	<b>-387</b>	<b>-248</b>	<b>-328</b>	<b>-124</b>	<b>-85</b>	应付账款周转天数	4.0	8.4	11.4	5.0	5.0	5.0
股权募资	818	0	11	0	-96	0	固定资产周转天数	73.6	74.5	108.3	101.2	77.6	59.2
债权募资	300	-516	328	-199	76	-162	<b>偿债能力</b>						
其他	-65	-83	-104	-33	-68	-65	净负债/股东权益	-16.00%	-20.17%	4.71%	-6.37%	-4.80%	-11.84%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,053</b>	<b>-599</b>	<b>234</b>	<b>-232</b>	<b>-87</b>	<b>-227</b>	EBIT利息保障倍数	7.8	-51.8	12.4	12.7	21.2	34.8
<b>现金净流量</b>	<b>907</b>	<b>-539</b>	<b>-136</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	资产负债率	34.71%	31.49%	35.34%	34.56%	37.74%	35.08%

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	1	6	7	9
增持	0	1	5	7	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.46	1.48	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-02-12	增持	14.34	15.97 ~ 18.00
2 2014-03-27	增持	14.16	N/A
3 2014-04-28	增持	11.72	N/A

来源：国金证券研究所

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为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