

# 油气管建设进度放缓压制公司业绩，静待下半年行业景气度回升

——玉龙股份（601028）2014 年中报告点评

2014 年 08 月 22 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 2014 年中报，报告期内公司实现营业收入 10.9 亿元，同比下降 6.78%；营业利润 5760 万元，同比下降 31.13%；归属于母公司所有者的净利润 5300 万元，同比下降 18.04%；报告期内公司实现 EPS0.17 元，同比下降 15%。

## 公司分季度财务指标

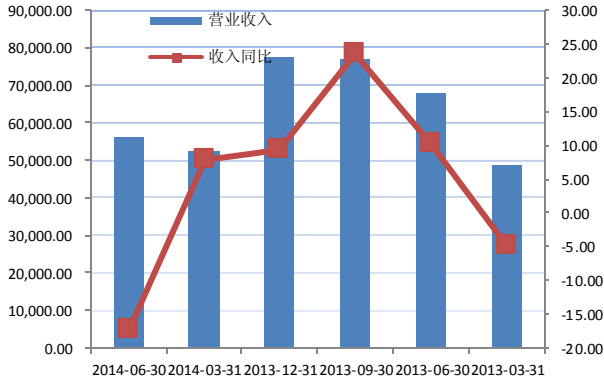
指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	623.61	711.74	487.04	680.78	769.87	777.47	525.47
增长率（%）	4.42%	-19.71%	-4.80%	10.17%	23.45%	9.24%	7.89%
毛利率（%）	12.26%	11.99%	15.53%	17.18%	13.31%	21.24%	16.45%
期间费用率（%）	6.04%	5.22%	8.46%	8.97%	6.27%	14.23%	11.36%
营业利润率（%）	5.12%	6.20%	6.75%	7.46%	7.12%	6.01%	5.56%
净利润（百万元）	29.38	33.32	25.16	39.59	38.81	45.76	26.53
增长率（%）	-39.48%	52.46%	03.05%	17.59%	32.11%	37.31%	05.43%
每股盈利（季度，元）	0.09	0.10	0.08	0.12	0.12	0.14	0.08
资产负债率（%）	39.81%	31.49%	34.15%	47.03%	42.36%	35.34%	38.74%
净资产收益率（%）	1.53%	1.71%	1.27%	2.04%	1.95%	2.25%	1.29%
总资产收益率（%）	0.92%	1.17%	0.84%	1.08%	1.13%	1.45%	0.79%

## 观点：

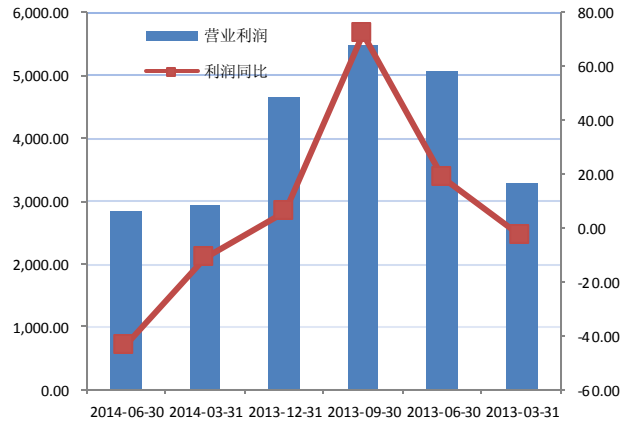
- 公司主营业务收入下滑源于高端油气管产品下游需求放缓所致。2014 年上半年公司实现钢管销售量 25.47 万吨，同比几乎持平；但油气管销售量仅仅为 9.62 万吨，较去年 11.03 万吨下降 1.41 万吨，同比下降 12.78%。公司油气管主要是直缝埋弧焊管与螺旋埋弧焊管，受中石油改革建设进度放缓的影响，大口径长距离运输的直缝埋弧焊管营业收入下降 32.57%，是造成公司营业收入下滑的主要原因。

图 1：公司分季度营业收入情况

图 2：公司分季度营业利润情况



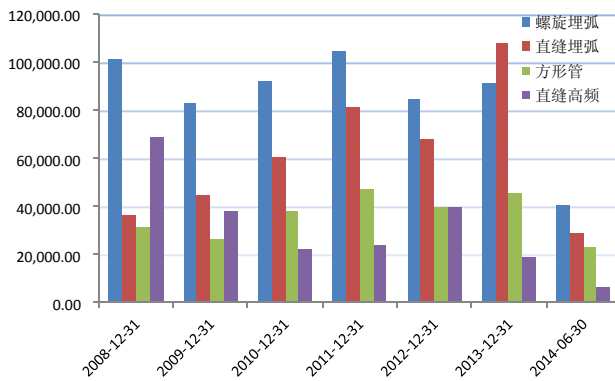
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

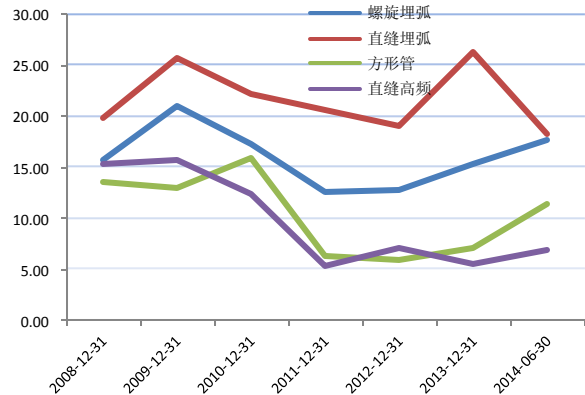
- **低端产品占比提升, 毛利率小幅下降。**2014年上半年, 公司综合毛利率为 15.69%, 同比下降 1.07 个百分点。究其原因, 除了油气管销售减少带来的低端产品结构占比提升之外, 直缝埋弧焊管与螺旋埋弧焊管本身毛利率分别下降 1.39 和 1.26 个百分点。另外直缝高频焊管与方形焊接管毛利分别提升 1.23 和 1.25 个百分点, 在油气管景气度下滑的行业背景下公司扩大了其他管道的生产规模, 从而减小了油气管需求下滑对公司业绩的影响。

图 3: 公司分产品收入对比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司分产品毛利率对比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **继续扩大油气管产能, 充分布局长距离油气输送管行业。**预计公司年内将会完成定增, 募集资金投向毛利最高的直缝埋弧焊管以及螺旋埋弧焊管。项目建成后, 公司将新增 6.5 万吨螺旋埋弧焊管以及 10 万吨抗腐蚀直缝埋弧焊管。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。虽然今年油气管建设总体进度放缓, 但并不影响我国整体能源结构的调整。随着中石油、中石化体制改革的逐步推进, 油气管建设进度将进一步提速。

### 结论:

我们认为公司上半年业绩下滑是油气管项目建设暂时放缓的结果, 并改变整个石油天然气输送管行业向上的趋势。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 32.2 亿元、38.8 亿元, 略微下调 EPS 至 0.54、0.69 元 (原预测值 0.64 元、0.76 元), 对应 PE 为 16 倍、13 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
<b>流动资产合计</b>	1901	2004	2438	3072	3649	<b>营业收入</b>	2465	2715	3219	3881	4416
货币资金	625	462	869	1048	1192	<b>营业成本</b>	2169	2255	2666	3201	3603
应收账款	334	454	441	532	605	营业税金及附加	8	3	10	12	13
其他应收款	16	11	13	16	18	营业费用	50	77	64	78	88
预付款项	338	217	403	627	880	管理费用	89	167	129	136	132
存货	448	742	548	658	740	财务费用	-3	17	15	6	10
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
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	153	185	331	453	574
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
<b>资产总计</b>	2850	3148	3710	4283	4722	<b>利润总额</b>	163	186	337	459	580
<b>流动负债合计</b>	897	1113	534	823	944	所得税	42	37	84	115	145
短期借款	231	558	43	181	160	<b>净利润</b>	121	149	253	344	435
应付账款	62	78	73	88	99	少数股东损益	3	1	80	125	190
预收款项	91	77	142	219	308	归属母公司净利润	118	149	173	219	245
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	313	445	464	593	721
<b>非流动负债合计</b>	0	0	100	150	155	<b>BPS (元)</b>	0.37	0.47	0.54	0.69	0.77
长期借款	0	0	100	150	155	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	897	1113	634	973	1099	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	15	15	95	220	410	营业收入增长	-9.2%	10.2%	18.57%	20.54%	13.80%
实收资本(或股本)	318	320	318	318	318	营业利润增长	-12.8%	385.7%	78.81%	36.89%	26.63%
资本公积	846	857	1735	1735	1735	归属于母公司净利润	16.2%	244.7%	16.15%	26.96%	11.63%
未分配利润	690	746	753	762	772	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1937	2020	2981	3090	3213	毛利率(%)	12%	17%	17%	18%	18%
<b>负债和所有者权益</b>	2850	3148	3710	4283	4722	净利率(%)	5%	5%	8%	9%	10%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	6%	7%	6%	7%	8%
<b>经营活动现金流</b>	447	-123	299	176	288	<b>偿债能力</b>					
净利润	121	149	253	344	435	资产负债率(%)	31%	35%	17%	23%	23%
折旧摊销	162.88	243.09	0.00	134.44	137.95	流动比率				3.73	3.86
财务费用	-3	17	15	6	10	速动比率				2.93	3.08
应付帐款的变化	0	0	-5	15	11	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	0	64	78	88	总资产周转率	0.86	0.91	0.94	0.97	0.98
<b>投资活动现金流</b>	-387	-248	-250	-70	5	应收账款周转率	7	7	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	49.34	38.67	42.53	48.28	47.37
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	10	10	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.47	0.54	0.69	0.77
<b>筹资活动现金流</b>	-607	237	358	73	-149	每股净现金流(最新)	-1.72	-0.42	1.28	0.56	0.46
应付债券增加	231	558	43	181	160	每股净资产(最新摊)	6.10	6.31	9.39	9.73	10.12
长期借款增加	0	0	100	150	155	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	3	-3	0	0	P/E	23.49	18.49	15.97	12.58	11.27
资本公积增加	0	11	878	0	0	P/B	1.42	1.38	0.93	0.89	0.86
<b>现金净增加额</b>	-547	-134	407	179	145	EV/EBITDA	7.57	6.46	4.38	3.44	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，高级分析师，覆盖锂电池产业链、新材料和有色金属行业，2年实业工作经历，6年证券行业从业经历，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法律责任。

## 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。