

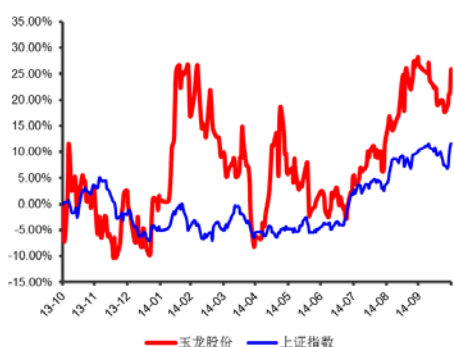
金属制品

2014年10月30日

评级（首次/维持/下调/上调）

推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

2014/8/21 玉龙股份（601028）2014半年报点评：业绩略低于预期，下半年有望逐季转好

报告作者：

分析师：皮斌

执业证书编号：S0590514040001

联系人：皮斌

电话：0510-8283-2380

Email: pib@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

玉龙股份（601028）2014 三季度报点评

事件：公司发布2014三季度报，前三季度公司实现营业收入17.67亿元，同比下滑8.8%，归属于上市公司股东的净利润8637万元，同比下滑16.36%，实现基本每股收益0.27元，去年同期为0.33元。其中，2014Q3单季度实现营业收入6.79亿元，同比下滑11.85%，环比增长20.51%，实现归属于上市公司股东的净利润3336万元，同比下滑13.54%，环比增长26.83%，前三个季度分别实现基本每股收益0.08元、0.10元和0.10元。公司前三季度业绩符合我们的预期。

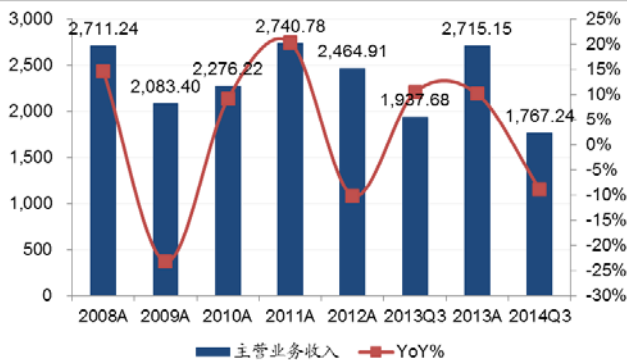
国联点评：

- 订单饱满，三季度业绩有所回暖，出口业务是看点。公司上半年主营业务受国内油气长输管网建设进度影响有所下滑，而前三季度公司在手订单逾30万吨，其中出口订单近10万吨，订单量尤其是油气管的订单饱满，这为公司2014Q4业绩增长提供了保障。
- 销售毛利率稳定，期间费用率有所上升，营业外收入大幅提高。前三季度销售毛利率同比提高0.2个百分点，相比上半年销售毛利率同比下滑2个百分点来说，三季度公司主营产品盈利能力已经恢复，我们认为这主要是由于出口以及油气管等高毛利率产品订单增长所致。期间费用率同比提高2.6个百分点，主要是由于管理费用率的提升，此外，政府补助带来营业外收入的同比大幅提高。
- 新产品市场开拓有望取得突破，为公司业绩提供新的增长点。公司计划2014年实现钢管销量78万吨，实现营业收入35亿元，从目前的情况来看实现起来有一定难度，公司加大了新产品在煤化工和核电等领域的市场开拓，预计将很对有所收获。
- 推荐公司的主要逻辑：国内油气管网建设提速带来巨大市场空间，公司产能逐步释放，高增长可期。我们维持盈利预测：2014-2016年公司实现每股收益分别为0.48元、0.59元和0.75元，当前股价对应2015年动态PE26X，维持“推荐”评级。
- 风险提示。产能利用率低；石油体系反腐继续影响管道需求等。

订单饱满，三季度业绩有所回暖，出口业务是看点

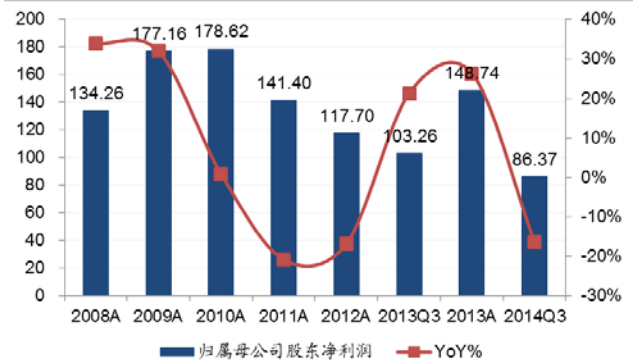
公司上半年主营业务受国内油气长输管网建设进度影响有所下滑，而前三季度公司在手订单逾 30 万吨，其中出口订单近 10 万吨，订单量尤其是油气管的订单饱满，这为公司 2014Q4 业绩增长提供了保障。

图表 1: 公司 2014 前三季度营业收入同比下滑 8.8%



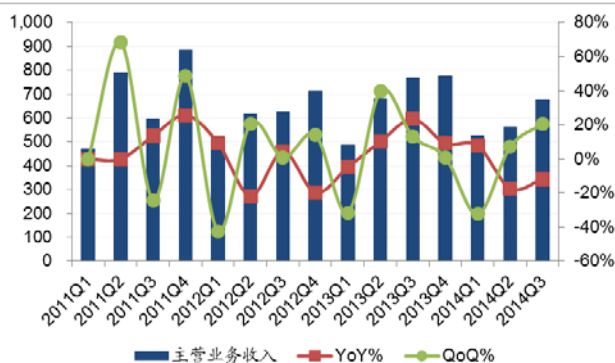
数据来源: 公司各期财报, 国联证券研究所

图表 2: 公司 2014 前三季度归属母公司股东净利润同比下滑 16.36%



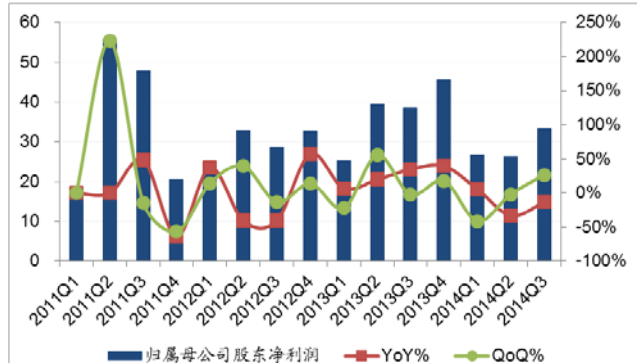
数据来源: 公司各期财报, 国联证券研究所

图表 3: 公司 2014Q3 单季度营业收入同比下滑 11.85%, 环比增长 20.51%



数据来源: 公司各期财报, 国联证券研究所

图表 4: 公司 2014Q3 单季度归属母公司股东净利润同比下滑 13.54%, 环比增长 26.85%

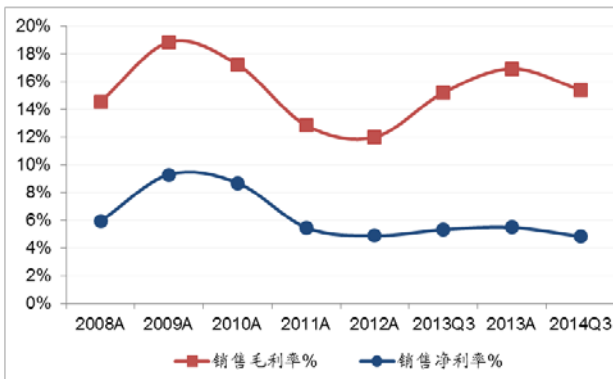


数据来源: 公司各期财报, 国联证券研究所

销售毛利率稳定，期间费用率有所上升，营业外收入大幅提高

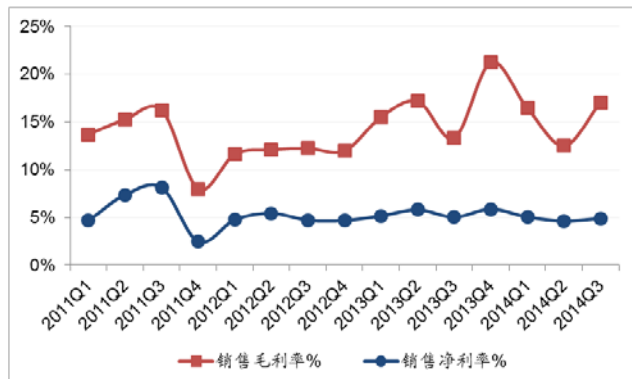
前三季度销售毛利率同比提高 0.2 个百分点，相比上半年销售毛利率同比下滑 2 个百分点来说，三季度公司主营产品盈利能力已经恢复，我们认为这主要是由于出口以及油气管等高毛利率产品订单增长所致。期间费用率同比提高 2.6 个百分点，主要是由于管理费用率的提升，此外，政府补助带来营业外收入的同比大幅提高。

图表 5: 2014 前三季度销售毛利率同比略有提高，销售净利率同比小幅下滑



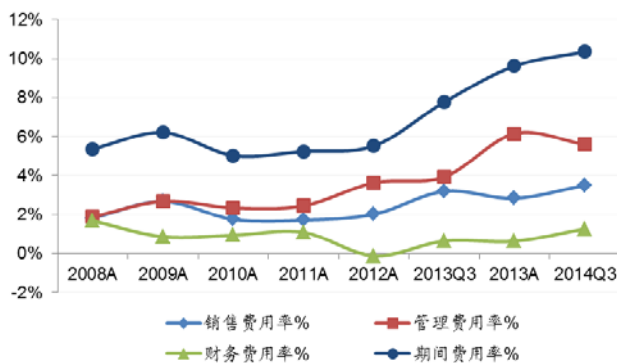
数据来源：公司各期财报，国联证券研究所

图表 6: 2014Q3 单季度销售毛利率同比和环比均大幅改善，销售净利率同比小幅下滑，环比略有提高



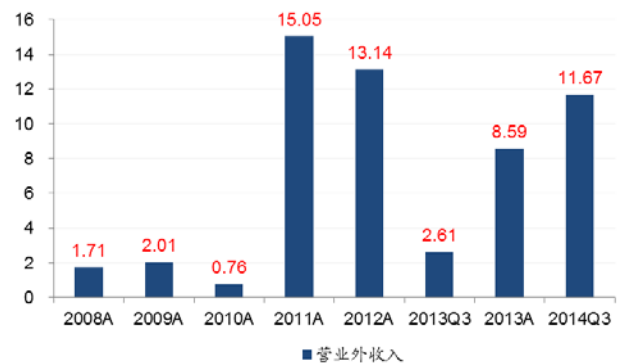
数据来源：公司各期财报，国联证券研究所

图表 7: 期间费用率同比有一定幅度的提高



数据来源：公司各期财报，国联证券研究所

图表 8: 政府补助等营业外收入同比大幅提高



数据来源：公司各期财报，国联证券研究所

图表 9: 分季度主要财务指标

单季度财务数据, 百万元	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入	680.78	769.87	777.47	525.47	563.14	678.64
YoY%	10.17%	23.45%	9.24%	7.89%	-17.28%	-11.85%
QoQ%	39.78%	13.09%	0.99%	-32.41%	7.17%	20.51%
营业成本	563.81	667.43	612.35	439.00	492.68	562.87
毛利率%	17.18%	13.31%	21.24%	16.46%	12.51%	17.06%
销售费用	24.43	23.05	14.98	27.15	11.61	23.04
销售费用率%	3.59%	2.99%	1.93%	5.17%	2.06%	3.40%
管理费用	31.97	20.47	90.86	26.67	23.33	48.95
管理费用率%	4.70%	2.66%	11.69%	5.08%	4.14%	7.21%
财务费用	4.68	4.72	4.78	5.88	8.74	7.72
财务费用率%	0.69%	0.61%	0.61%	1.12%	1.55%	1.14%
期间费用	61.08	48.24	110.62	59.70	43.68	79.71
期间费用率%	8.98%	6.26%	14.23%	11.37%	7.75%	11.75%
归属上市公司股东净利润	39.39	38.58	45.47	26.72	26.30	33.36
YoY%	19.71%	34.84%	39.66%	5.62%	-33.24%	-13.54%
QoQ%	55.72%	-2.06%	17.87%	-41.25%	-1.57%	26.84%
每股收益 EPS	0.12	0.12	0.14	0.08	0.08	0.10
YoY%	19.79%	33.74%	38.50%	4.77%	-33.84%	-13.61%

数据来源: Wind 资讯, 国联证券研究所

图表 10: 各报告期主要财务指标

季度累计财务数据, 百万元	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入	1,167.81	1,937.68	2,715.15	525.47	1,088.60	1,767.24
YoY%	3.39%	10.52%	10.15%	7.89%	-6.78%	-8.80%
营业成本	975.19	1,642.62	2,254.97	439.00	931.68	1,494.54
毛利率%	16.49%	15.23%	16.95%	16.46%	14.41%	15.43%
销售费用	38.85	61.90	76.88	27.15	38.76	61.80
销售费用率%	3.33%	3.19%	2.83%	5.17%	3.56%	3.50%
管理费用	55.72	76.19	167.06	26.67	50.00	98.95
管理费用率%	4.77%	3.93%	6.15%	5.08%	4.59%	5.60%
财务费用	7.72	12.43	17.21	5.88	14.63	22.35
财务费用率%	0.66%	0.64%	0.63%	1.12%	1.34%	1.26%
期间费用	102.29	150.52	261.15	59.70	103.39	183.10
期间费用率%	8.76%	7.76%	9.61%	11.37%	9.49%	10.36%
归属上市公司股东净利润	64.68	103.26	148.74	26.72	53.01	86.37
YoY%	14.43%	21.29%	26.37%	5.62%	-18.04%	-16.36%
每股收益 EPS	0.20	0.33	0.47	0.08	0.17	0.27
YoY%	11.11%	22.22%	27.03%	0.00%	-15.00%	-18.18%

数据来源: Wind 资讯, 国联证券研究所

附录：财务预测表（更新日期 2014-10-30）

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	2032	2272	2545	2953	营业收入	2715	2921	3379	4021
现金	490	526	608	724	营业成本	2255	2447	2834	3376
应收票据及账款	540	628	647	815	营业税金及附加	3	4	4	5
预付账款	217	327	364	459	营业费用	77	88	95	113
存货	742	741	879	898	管理费用	167	169	186	209
其他	43	50	48	57	财务费用	17	23	26	27
非流动资产	1135	1175	1144	1099	资产减值损失	11	11	11	11
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产和在建工	959	1018	1007	981	营业利润	185	180	223	281
无形资产	176	157	138	119	营业外收入	1	1	1	1
其他	1	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3167	3447	3690	4052	利润总额	186	181	225	282
流动负债	1131	1339	1492	1743	所得税	37	27	34	42
短期借款	558	595	712	708	净利润	149	154	191	240
应付和预收账款	573	744	781	1034	少数股东损益	1	1	1	1
其他	0	0	0	0	母公司净利润	149	153	190	239
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	270	350	416	489
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.46	0.48	0.59	0.75
其他	0	0	0	0					
负债合计	1131	1339	1492	1743	主要财务比率				
少数股东权益	15	16	17	18	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
股本	320	320	320	320	成长能力				
资本公积	857	857	857	857	营业收入	10.2%	7.6%	15.7%	19.0%
留存收益	843	915	1004	1115	营业利润	30.6%	3.2%	24.3%	25.8%
母公司股东权益	2036	2108	2197	2310	归属于母公司净利润	23.6%	3.1%	24.1%	25.6%
负债和股东权益	3167	3447	3690	4052	获利能力				
					毛利率	16.9%	16.2%	16.1%	16.0%
					净利率	5.5%	5.3%	5.7%	6.0%
					ROE	7.4%	7.3%	8.7%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率	35.7%	38.8%	40.4%	43.0%
					净负债比率	27.6%	28.4%	32.6%	30.9%
					流动比率	1.80	1.70	1.71	1.69
					速动比率	1.11	1.12	1.10	1.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0
					固定资产周转率	3.4	3.6	3.9	4.8
					应收账款周转率	5.0	4.6	5.2	4.9
					每股指标（元）				
					每股收益（最新摊薄）	0.46	0.48	0.59	0.75
					每股经营现金流（最新）	(0.37)	0.93	0.74	1.31
					每股净资产（最新摊薄）	6.31	6.53	6.81	7.16
					估值比率				
					P/E	34	33	26	21
					P/B	2.5	2.4	2.3	2.2
					EV/EBITDA	20.7	16.1	13.8	11.7

现金流量表				
单位：百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	(119)	299	238	418
净利润	149	154	191	240
折旧摊销	71	150	170	184
财务费用	17	23	26	27
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(70)	(106)	(44)	(77)
其它	(286)	79	(105)	45
投资活动现金流	(248)	(199)	(149)	(149)
资本支出	0	200	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他	(248)	1	1	1
筹资活动现金流	237	(64)	(7)	(154)
短期借款	0	37	117	(3)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	11	0	0	0
其他	223	(101)	(123)	(150)
现金净增加额	(132)	36	82	116

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。