

玉龙股份：变更募投项目，优化产能布局

■ **变更募投项目：**公司公告拟将尚未建设的募投项目“江苏螺旋埋弧焊钢管项目”和“四川3PE防腐生产线项目”变更为投资建设尼日利亚年产8万吨的高钢级螺旋埋弧焊钢管生产线一条及年产200万平方米的3PE防腐生产线一条。剩余募集资金用于补充流动资金。

■ **优化产能配置：**从披露信息来看，尼日利亚项目原本就存在，此次变更募投项目表明，公司短期内不再谋求国内产能扩张。鉴于钢管出口的毛利率大幅高于国内，我们认为公司此次变更募投项目意味着公司在优化产能配置。

■ **需求景气周期仍需等待：**公司的产品主要用于油气输送。2016年，无论是国内的三桶油和国际上的油气公司纷纷削减资本支出。国内虽然也有新粤浙等油气输送线获得国家发改委的批复，但短期内仍难以看到需求景气周期的到来。

■ **投资建议：**公司资本负债率略高于20%，财务成本为负值，可持续经营能力非常强。虽然公司主要产品的下游景气周期仍需等待。但公司通过变更募投项目，短期内不再增加国内产能，将新增产能主要投向尼日利亚，会通过境外产量增加和毛利率提升来驱动业务和盈利增长。预计公司2015年到2017年收入为27.90亿元、30.56亿元和33.19亿元，每股EPS为0.22元、0.27元和0.31元，给予增持-A评级，6个月目标价8.6元。

■ **风险提示：**国内经济进一步超预期下滑，尼日利亚项目不及预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	2,715.2	2,589.7	2,789.5	3,055.7	3,318.9
净利润	148.7	116.3	170.5	211.7	242.5
每股收益(元)	0.19	0.15	0.22	0.27	0.31
每股净资产(元)	2.57	3.27	3.40	3.57	3.75

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	34.1	43.7	29.8	24.0	21.0
市净率(倍)	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7
净利润率	5.5%	4.5%	6.1%	6.9%	7.3%
净资产收益率	7.4%	4.5%	6.4%	7.5%	8.2%
股息收益率	1.6%	1.4%	1.3%	1.7%	1.9%
ROIC					

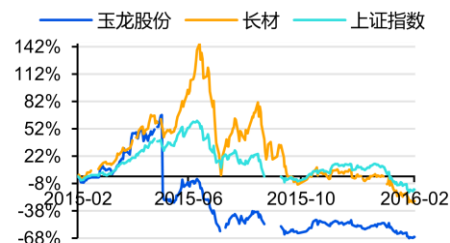
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**8.6元**
股价(2016-02-03) **6.46元**

交易数据	
总市值(百万元)	5,079.10
流通市值(百万元)	5,058.35
总股本(百万股)	786.24
流通股本(百万股)	783.03
12个月价格区间	6.18/32.16元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.67	-8.8	-14.48
绝对收益	-24.27	-26.42	-25.59

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

秦源

报告联系人

qinyuan3@essence.com.cn
021-68763590

相关报告

玉龙股份：期待四季度高速增长	2013-10-29
玉龙股份：高端产品逐步放量	2013-08-26
玉龙股份：股权激励方案实现概率高	2013-07-15
玉龙股份：产能释放、区域布局充分享受行业景气周期	2013-06-17
玉龙股份：斩获油气输送管大单	2013-06-13

1. 变更募投项目

公司公告拟将尚未建设的募投项目“江苏螺旋埋弧焊钢管项目(投资总额为 15700 万元)”和“四川 3PE 防腐生产线项目(投资总额为 8750 万元)”变更为投资建设尼日利亚年产 8 万吨的高钢级螺旋埋弧焊钢管生产线一条及年产 200 万平方米的 3PE 防腐生产线一条。此项目由公司的孙公司玉龙莱基(其为玉龙香港的全资子公司,公司持有玉龙香港 51%的股份)负责实施。新项目总投资金额不超过 5,000 万美金,公司将和优名集团有限公司通过对玉龙香港(公司持股 51%,优名集团持股 49%)增资的形式进行投资,对玉龙香港增资后再转投玉龙莱基。剩余募集资金(包括利息)全部用于补充流动资金。

2. 优化产能配置

2015 年 6 月 12 日,公司增公告过尼日利亚项目。从披露信息来看,尼日利亚项目原本就存在,此次变更募投项目表明,公司短期内不再谋求国内产能扩张。从公司 2015 年半年报来看,公司 2015 年上半年业务大幅好转的一个重要原因在于出口的大幅增长。草根调研显示,钢管出口的毛利率大幅高于国内。我们认为公司此次变更募投项目意味着公司在优化产能配置。

3. 需求景气周期仍需等待

公司的产品主要用于油气输送。由于国际石油和天然气价格大幅下跌,且短期难以看到价格中长期走强的迹象,无论是国内的三桶油和 International 的油气公司纷纷削减资本支出。国内虽然也有新粤浙等油气输送线获得国家发改委的批复,但短期内仍难以看到需求景气周期的到来。

4. 投资建议

公司资本负债率略高于 20%,财务成本为负值,可持续经营能力非常强。虽然公司主要产品的下游景气周期仍需等待。但公司通过变更募投项目,短期内不再增加国内产能,将新增产能主要投向尼日利亚,会通过境外产量增加和毛利率提升来驱动业务和盈利增长。预计公司 2015 年到 2017 年收入为 27.90 亿元、30.56 亿元和 33.19 亿元,每股 EPS 为 0.22 元、0.27 元和 0.31 元,给予增持-A 评级,6 个月目标价 8.6 元。

5. 风险提示

国内经济进一步超预期下滑,尼日利亚项目不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,715.2	2,589.7	2,789.5	3,055.7	3,318.9	成长性					
减:营业成本	2,255.0	2,190.6	2,318.2	2,524.1	2,725.7	营业收入增长率	10.2%	-4.6%	7.7%	9.5%	8.6%
营业税费	3.4	7.6	7.8	8.9	10.0	营业利润增长率	21.3%	-39.2%	64.7%	25.6%	16.8%
销售费用	76.9	78.1	85.9	94.7	103.2	净利润增长率	26.4%	-21.8%	46.7%	24.2%	14.5%
管理费用	167.1	163.6	176.9	194.0	209.1	EBITDA 增长率	26.4%	-7.8%	17.5%	11.2%	11.6%
财务费用	17.2	30.0	5.4	-9.1	-10.1	EBIT 增长率	35.1%	-29.5%	33.8%	17.3%	17.0%
资产减值损失	10.8	8.5	10.5	11.0	10.0	NOPLAT 增长率	45.7%	-19.6%	31.7%	17.3%	14.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.1%	-9.9%	-8.2%	5.1%	-1.4%
投资和汇兑收益	0.3	1.3	0.5	0.7	0.9	净资产增长率	4.3%	26.9%	4.4%	4.9%	5.3%
营业利润	185.1	112.6	185.4	232.8	271.9	利润率					
加:营业外净收支	1.3	12.6	8.0	7.3	9.3	毛利率	16.9%	15.4%	16.9%	17.4%	17.9%
利润总额	186.4	125.1	193.3	240.1	281.1	营业利润率	6.8%	4.3%	6.6%	7.6%	8.2%
减:所得税	37.1	10.8	19.3	24.0	33.7	净利润率	5.5%	4.5%	6.1%	6.9%	7.3%
净利润	148.7	116.3	170.5	211.7	242.5	EBITDA/营业收入	10.0%	9.7%	10.6%	10.7%	11.0%
						EBIT/营业收入	7.5%	5.5%	6.8%	7.3%	7.9%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	87	117	106	85	67
货币资金	462.1	1,052.7	928.9	971.4	1,147.0	流动营业资本周转天数	106	126	104	103	109
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	259	339	345	317	312
应收账款	465.1	674.6	487.7	734.6	556.1	应收账款周转天数	54	79	75	72	70
应收票据	86.4	90.1	111.4	117.8	140.4	存货周转天数	79	101	87	79	74
预付账款	216.6	310.1	269.5	354.5	311.8	总资产周转天数	398	496	482	429	404
存货	742.2	709.2	643.1	703.1	659.8	投资资本周转天数	243	280	236	212	198
其他流动资产	31.7	33.9	30.0	30.0	30.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	4.5%	6.4%	7.5%	8.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	2.9%	5.0%	5.7%	6.8%
长期股权投资	-	9.6	9.6	9.6	9.6	ROIC	10.5%	6.1%	9.0%	11.5%	12.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	805.9	871.4	770.5	669.6	568.8	销售费用率	2.8%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
在建工程	152.9	39.9	39.9	39.9	39.9	管理费用率	6.2%	6.3%	6.3%	6.4%	6.3%
无形资产	175.7	171.9	168.1	164.3	160.5	财务费用率	0.6%	1.2%	0.2%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	9.8	28.8	15.6	15.6	15.6	三费/营业收入	9.6%	10.5%	9.6%	9.2%	9.1%
资产总额	3,148.3	3,992.1	3,474.3	3,810.4	3,639.4	偿债能力					
短期债务	558.0	408.0	-	-	-	资产负债率	35.3%	35.3%	22.3%	25.7%	18.1%
应付账款	80.7	76.1	122.2	79.7	130.8	负债权益比	54.7%	54.5%	28.8%	34.7%	22.1%
应付票据	415.4	765.2	522.7	739.4	396.4	流动比率	1.80	2.06	3.23	3.00	4.38
其他流动负债	58.6	144.3	121.1	151.8	122.4	速动比率	1.13	1.55	2.39	2.27	3.36
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	11.76	4.75	35.62	-24.65	-25.87
其他非流动负债	-	14.3	10.0	10.0	10.0	分红指标					
负债总额	1,112.7	1,407.8	776.0	980.9	659.5	DPS(元)	0.10	0.09	0.09	0.11	0.12
少数股东权益	15.3	13.4	16.7	20.9	25.8	分红比率	53.8%	61.6%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	320.1	358.1	787.8	787.8	787.8	股息收益率	1.6%	1.4%	1.3%	1.7%	1.9%
留存收益	1,699.0	2,221.2	1,893.8	2,020.8	2,166.3						
股东权益	2,035.7	2,584.2	2,698.3	2,829.6	2,979.9						
						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.19	0.15	0.22	0.27	0.31
现金流量表						BVPS(元)	2.57	3.27	3.40	3.57	3.75
净利润	149.3	114.4	170.5	211.7	242.5	PE(X)	34.1	43.7	29.8	24.0	21.0
加:折旧和摊销	70.9	112.0	104.7	104.7	104.7	PB(X)	2.5	2.0	1.9	1.8	1.7
资产减值准备	10.8	8.5	-	-	-	P/FCF	-51.4	28.7	-63.2	41.4	19.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.9	2.0	1.8	1.7	1.5
财务费用	24.1	37.0	5.4	-9.1	-10.1	EV/EBITDA	15.3	25.1	14.1	12.6	10.8
投资损失	-0.3	-1.3	-0.5	-0.7	-0.9	CAGR(%)	13.1%	29.3%	12.9%	13.1%	29.3%
少数股东损益	0.6	-1.9	3.5	4.3	4.9	PEG	2.6	1.5	2.3	1.8	0.7
营运资金的变动	-455.1	102.6	65.5	-193.4	-79.4	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	-122.9	332.7	349.0	117.5	261.7	REP					
投资活动产生现金流量	-247.6	-51.7	0.5	0.7	0.9						
融资活动产生现金流量	236.9	255.7	-473.3	-75.7	-87.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034