

# 玉龙股份 (601028.SH) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司研究

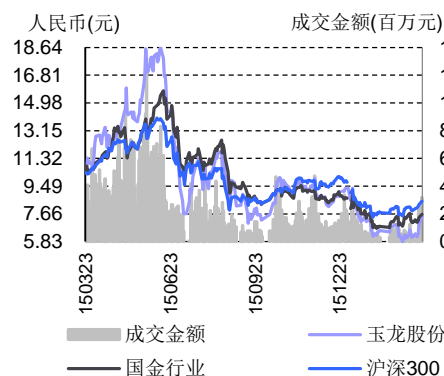
市场价格(人民币)：7.47元

## 受益油价回升及转型预期

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)	783.03
总市值(百万元)	5,873.20
年内股价最高最低(元)	18.65/5.83
沪深300指数	3249.44
上证指数	3018.80



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.465	0.325	0.190	0.246	0.308
每股净资产(元)	6.31	7.19	7.48	7.89	8.44
每股经营性现金流(元)	-0.38	0.93	1.32	0.43	0.53
市盈率(倍)	27.33	60.06	39.24	30.35	24.23
行业优化市盈率(倍)	20.24	36.17	60.36	60.36	60.36
净利润增长率(%)	26.37%	-21.83%	29.00%	29.29%	25.23%
净资产收益率(%)	7.36%	4.51%	5.60%	6.86%	8.03%
总股本(百万股)	320.12	358.10	787.81	787.81	787.81

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **油气管龙头受益油价回升。**国际油价自2月底至今，已从底部每桶27美元反弹至每桶42美元，累计涨幅近56%。油价触底反弹，给整个石油产业链带来较好的投资机会。公司作为国内油气管行业龙头，是油服产业链的重要一环。随着油价的回暖，有望带动油气管行业投资回升，相关大型管道建设项目投资加速，油气管需求趋好。
- **海外建厂落地，出口保持稳健。**公司在海外市场深耕多年，凭借其管理、产品等方面竞争优势，已在中东、中亚、非洲、东南亚、南北美市场获得稳定订单。目前，公司已公告将在尼日利亚建厂，并开始厂房建设、设备安装等工作，建成后将成为当地区域内唯一一家具备高钢级油气管生产能力的厂商，后续有望持续获得稳定油气管订单。考虑到海外订单单价及盈利能力显著高于国内，出口将助力未来两年业绩稳健增长。
- **国内油气管行业逐步复苏，新粤浙仍值得期待。**自14年下半年以来，国内大型油气管网建设项目如中俄天然气东线管道、中亚D线、陕京四线、宁煤项目等相继开工建设，国内油气管行业景气度逐步回升。目前，新粤浙线已获发改委正式核准，未来一旦开工，将成为管道行业重大利好。由于中石化下属沙市钢管厂自身产能不足，其供应缺口未来将采取外包代工的形式，公司作为民营管道龙头有望最先受益，有望在原有订单的基础上锦上添花，未来业绩实现高增长也有保障。因此，仍值得期待。
- **转型发展持续推进中。**14年公司成立投资并购部，以稳步推进在能源和高端装备业等领域的外延式布局。15年完成对天然气运营公司收购，布局油气上下产业链。近期，公司公告拟牵头筹备组建产业并购基金，布局自动化装备、军工装备、新材料等先进制造业领域。如我们前期观点，钢铁轻资产转型16年是重要投资机会，相关上市公司市值小、财务状况良好，具备转型基础。预计公司后续进一步转型发展将逐步落地，建议密切关注。

### 投资建议

- 在不考虑未来尼日利亚等出口新订单以及“新粤浙”订单情况下，预计16、17年EPS分别为0.25元、0.31元，对应估值30倍、25倍。维持“买入”评级。

### 相关报告

- 1.《出口稳健,期待新粤浙锦上添花-玉龙股份业绩点评》, 2015.10.28
- 2.《外延发展落地,未来仍具想象空间-玉龙股份公司点评》, 2015.6.1
- 3.《业绩拐点已现,受益“一带一路”及转型-玉龙股份业绩点评》, 2015.4.1

杨件

分析师 SAC 执业编号: S1130514080005  
(8621)60230236  
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

分析师 SAC 执业编号: S1130515080001  
(8621)60937020  
niwy@gjzq.com.cn

**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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,465</b>	<b>2,715</b>	<b>2,590</b>	<b>2,282</b>	<b>2,800</b>	<b>3,410</b>	货币资金	625	462	1,053	1,100	1,200	1,400
增长率		10.2%	-4.6%	-11.9%	22.7%	21.8%	应收款项	489	551	765	583	715	870
主营业务成本	-2,169	-2,255	-2,191	-1,892	-2,317	-2,803	存货	448	742	709	627	768	929
%销售收入	88.0%	83.1%	84.6%	82.9%	82.7%	82.2%	其他流动资产	339	248	344	276	338	408
毛利	296	460	399	390	483	607	流动资产	1,901	2,004	2,870	2,586	3,021	3,608
%销售收入	12.0%	16.9%	15.4%	17.1%	17.3%	17.8%	%总资产	66.7%	63.7%	71.9%	68.4%	70.9%	74.6%
营业税金及附加	-8	-3	-8	-7	-8	-10	长期投资	0	0	10	11	10	10
%销售收入	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	839	959	911	1,028	1,087	1,092
营业费用	-50	-77	-78	-71	-87	-106	%总资产	29.4%	30.5%	22.8%	27.2%	25.5%	22.6%
%销售收入	2.0%	2.8%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	无形资产	99	177	173	154	138	125
管理费用	-89	-167	-164	-144	-176	-215	非流动资产	949	1,144	1,122	1,194	1,237	1,229
%销售收入	3.6%	6.2%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	%总资产	33.3%	36.3%	28.1%	31.6%	29.1%	25.4%
息税前利润 (EBIT)	150	213	150	168	212	276	<b>资产总计</b>	<b>2,850</b>	<b>3,148</b>	<b>3,992</b>	<b>3,780</b>	<b>4,257</b>	<b>4,837</b>
%销售收入	6.1%	7.8%	5.8%	7.4%	7.6%	8.1%	短期借款	231	558	408	184	321	481
财务费用	3	-17	-30	3	7	1	应付款项	641	573	959	835	1,022	1,237
%销售收入	-0.1%	0.6%	1.2%	-0.1%	-0.3%	0.0%	其他流动负债	25	-19	27	68	73	79
资产减值损失	0	-11	-8	-5	-1	-1	流动负债	897	1,113	1,394	1,087	1,416	1,797
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	1	2	2	2	其他长期负债	0	0	10	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	1.0%	0.8%	0.7%	0.5%	<b>负债</b>	<b>897</b>	<b>1,113</b>	<b>1,403</b>	<b>1,087</b>	<b>1,416</b>	<b>1,798</b>
营业利润	153	185	113	168	219	277	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,937</b>	<b>2,020</b>	<b>2,575</b>	<b>2,679</b>	<b>2,826</b>	<b>3,023</b>
营业利润率	6.2%	6.8%	4.3%	7.3%	7.8%	8.1%	少数股东权益	15	15	13	14	15	16
营业外收支	10	1	13	10	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,850</b>	<b>3,148</b>	<b>3,992</b>	<b>3,780</b>	<b>4,257</b>	<b>4,837</b>
税前利润	163	186	125	178	229	287	<b>比率分析</b>						
利润率	6.6%	6.9%	4.8%	7.8%	8.2%	8.4%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-42	-37	-11	-27	-34	-43	<b>每股指标</b>						
所得税率	25.7%	19.9%	8.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.371	0.465	0.325	0.190	0.246	0.308
净利润	121	149	114	151	195	244	每股净资产	6.102	6.311	7.192	7.481	7.892	8.440
少数股东损益	3	1	-2	1	1	1	每股经营现金净流	1.407	-0.384	0.929	1.321	0.430	0.533
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>118</b>	<b>149</b>	<b>116</b>	<b>150</b>	<b>194</b>	<b>243</b>	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	4.8%	5.5%	4.5%	6.6%	6.9%	7.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.07%	7.36%	4.51%	5.60%	6.86%	8.03%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.13%	4.72%	2.91%	3.97%	4.55%	5.02%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	5.09%	6.57%	4.57%	4.97%	5.69%	6.67%
净利润	121	149	114	151	195	244	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-10.07%	10.15%	-4.62%	-11.88%	22.70%	21.79%
非现金支出	66	82	120	98	97	100	EBIT 增长率	-35.06%	42.25%	-29.61%	12.37%	25.81%	30.43%
非经营收益	0	26	29	24	5	15	净利润增长率	-16.76%	26.37%	-21.83%	29.00%	29.29%	25.23%
营运资金变动	259	-380	69	200	-143	-168	总资产增长率	-2.22%	10.48%	26.80%	-5.31%	12.62%	13.60%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>447</b>	<b>-123</b>	<b>333</b>	<b>473</b>	<b>154</b>	<b>191</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-382	-228	-63	-171	-129	-80	应收账款周转天数	53.1	52.9	79.0	80.0	80.0	80.0
投资	0	-20	12	-1	0	0	存货周转天数	81.5	96.3	120.9	121.0	121.0	121.0
其他	-5	0	0	2	2	2	应付账款周转天数	8.4	11.4	12.7	13.0	13.0	13.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-387</b>	<b>-248</b>	<b>-52</b>	<b>-171</b>	<b>-128</b>	<b>-79</b>	固定资产周转天数	74.5	108.3	122.8	145.1	119.4	95.3
股权募资	0	11	521	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-516	328	-150	-233	137	161	净负债/股东权益	-20.17%	4.71%	-24.90%	-34.00%	-30.94%	-30.22%
其他	-83	-104	-119	-21	-63	-73	EBIT 利息保障倍数	-51.8	12.4	5.0	-59.6	-29.4	-503.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-599</b>	<b>234</b>	<b>252</b>	<b>-255</b>	<b>73</b>	<b>88</b>	资产负债率	31.49%	35.34%	35.15%	28.76%	33.26%	37.17%
<b>现金净流量</b>	<b>-539</b>	<b>-136</b>	<b>533</b>	<b>47</b>	<b>100</b>	<b>200</b>							

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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。

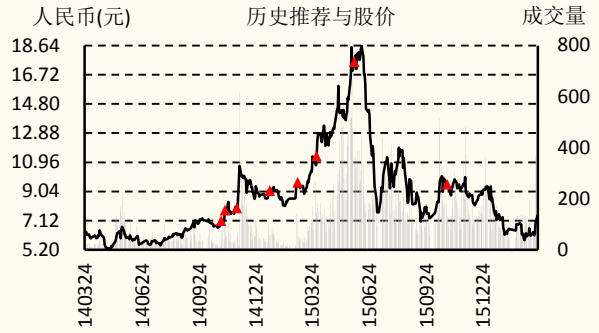
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-30	增持	15.17	N/A
2	2014-11-05	买入	17.21	N/A
3	2014-11-24	买入	17.75	20.70~22.40
4	2015-01-16	买入	19.93	N/A
5	2015-03-02	买入	20.59	N/A
6	2015-04-01	买入	23.82	N/A
7	2015-06-01	买入	17.01	N/A
8	2015-10-28	买入	9.53	N/A

来源：国金证券研究所



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 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD