建筑

2016年04月20日

玉龙股份 (601028)

主业宜守, 转型可攻, 行稳致远

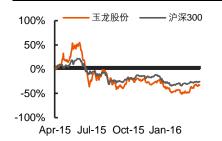
推荐(首次)

现价: 7.68 元

主要数据

行业	石油石化
公司网址	www.yulongsteelpipe.com
大股东/持股	唐志毅/24.06%
实际控制人/持股	唐志毅/%
总股本(百万股)	786
流通 A 股(百万股)	783
流通 B/H 股(百万股	c) 0
总市值(亿元)	60.38
流通 A 股市值(亿元	60.14
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	19.41

行情走势图



证券分析师

金嘉欣

投资咨询资格编号 S1060516040002

JINJIAXIN217@PINGAN.COM.CN

苏多永

投资咨询资格编号 S1060515050001

SUDUOYONG627@PINGAN.COM.C N

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布2015年年报,报告期内公司实现营业收入22.27亿元,同比下降14%,归属于上市公司股东净利润1.3亿元,同比增长12.01%,对应基本每股收益0.17元;拟每10股派发现金红利0.50元(含税)。同时,公司发布1季报,报告期内实现营业收入3.33亿元,同比下滑53.98%,实现净利润2728万元,同比下滑38.53%。

平安观点:

- 焊接钢管需求放缓,价格下行,影响企业利润;2016 年以来有复苏迹象。 2015 年末我国输油管道里程为12万公里,低于十二五规划15万公里目标值20%,大型油气管道建设项目投建放缓直接影响焊接钢管需求;同时近年来焊接钢管及原材料价格下行趋势明显,与2011年高点相比,价格累计跌幅超过6成。行业供给过剩,需求疲弱态势直接影响业内企业盈利。 2016年以来,油气管道投建速度有所加快,焊管产品价格累计涨幅达20%-30%,行业或有转机。
- 产品销售结构优化,财务费用大幅下降为公司利润增长主要原因。2015年公司接到海外优质订单,高毛利的直缝埋弧钢管和螺旋埋弧钢管销售比重提高,使得公司整体毛利率水平提高 2.23 个百分点;同时,公司降低负债减少利息支出,并将非公募集资金进行理财获取利息收入,另外海外业务为公司带来一定汇兑收益等综合因素致使公司 2015年财务费用大幅下降近 4000 万元。上述两个因素是公司 2015年业务规模收缩,但利润能够同比增长的主要因素。
- 公司高效调整经营策略,压缩国内产能,延伸业务链和开拓海外市场并进,以求稳健发展。玉龙股份顺应市场,适时放缓非公开发行募投项目,并及时转让新疆伊利亏损产线,压缩国内焊接钢管产能;同时,公司把握机会投资响水紫源燃气输送项目,目前项目建设完成,等待西气东输永泰线项目落地即可投入运营;投资莱基8万吨螺旋埋弧焊管项目预计年底完工,2017年贡献利润。公司利用自身产业技术积累优势及管理经验,及时调

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2590	2,227	2,451	2,723	2,914
YoY(%)	-4.6	-14.0	10.1	11.1	7.0
净利润(百万元)	116	130	148	168	180
YoY(%)	-21.8	12.0	14.0	13.2	7.3
毛利率(%)	15.4	17.6	17.9	18.4	18.4
净利率(%)	4.5	5.8	6.1	6.2	6.2
ROE(%)	4.4	4.8	5.3	5.9	6.2
EPS(摊薄/元)	0.15	0.17	0.19	0.21	0.23
P/E(倍)	53.0	47.3	41.5	36.6	34.1
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1

整经营策略,保障传统主业稳健运营。

- 战略转型教育,聚焦 K12 线下实体,行稳致远。玉龙股份与朴新资本共同发起设立无锡市朴文股权 投资基金中心(有限合伙),合作内容主要是成立总规模不超过 20 亿元教育基金,教育基金明确投 向为每个地区内知名度较高的私立小学、初中、高中及幼儿园,从基金的初步投向定位来看,投资 标的主要选择具有稳定生源、教育资质齐全,稳健运营的 K12 实体学校,延续了公司一贯稳扎稳打 的经营思路。
- 投资建议: 玉龙股份是焊接钢管民营企业龙头,在市场环境供给过剩,自身平均产能利用率不足 6 成情形下,能够保证 1.3 亿元的净利润,使我们看到公司的业绩底;国内货币宽松环境将持续,基础设施建设投资逐步恢复, 2016 年以来焊管及原材料价格反弹幅度超 30%,焊管行业预期逐步向好。另外,公司积极压缩过剩产能,调整经营策略,开拓需求相对旺盛的中东和非洲市场,适时调整经营决策,为传统主业稳健发展提供支持。公司业绩底支撑显著,未来响水紫源燃气输送项目和莱基螺旋埋弧钢管项目有望 2017 年助力业绩提速,同时公司战略转型教育,聚焦 K12 线下实体学校策略凸显其稳健经营理念,战略转型值得期待。

单纯考虑公司传统业务现有产能,我们保守预计公司 2016 年可实现净利润 1.48 亿元,给予 30-40 倍估值,价值区间在 45 亿元-60 亿元,价值中枢 50 亿元。公司业绩底支撑明显,我们首次覆盖公司,给予公司"推荐"评级。

■ **风险提示**:公司主要面临行业复苏低于预期、应收账款回收风险、海外市场开拓低于预期以及转型 低于预期等风险。

请务必阅读正文后免责条款 2 / 16

正文目录

– 、	行业低迷,优质订单和财务手段改善盈利	5
	1.1 行业低迷局面影响盈利,未来或有转机	5
	1.2 产品销售结构优化,利润率提升	6
	1.3 财务费用大幅减少,改善公司整体盈利水平	8
Ξ,	收缩国内产能,寻求业务延伸和海外开拓	9
	2.1 转让新疆螺旋埋弧焊管产线,收缩产能	9
	2.2 业务链条延伸和开拓海外并进	
三、	涉足教育,行稳致远	11
	3.1 出资设立教育基金,开启战略转型	
	3.2 聚焦 K12, 稳健为转型第一要务	
四、	盈利预测与投资建议	12
	4.1 盈利预测: 高毛利产品销售有增量,外延业务暂不纳入估值	
	4.2 公司估值: 传统业务业绩支撑, 估值相对不高	
	4.3 投资建议:	
	4.4 风险提示:	

图表目录

图表 1	"十二五"交通基础设施建设目标	5
图表 2	1.5 寸*3.25 寸直缝焊管价格	.5
图表 3	4 尺寸*3.75 寸直缝焊管价格	.5
图表 4	2011-2015 年度公司焊接钢管销量(万吨)	.6
图表 5	玉龙股份收入构成	.6
图表 6	玉龙股份营业收入及利润率(单位:百万元)	.6
图表 7	直缝埋弧焊管销售收入贡献及增长(单位:百万元)	7
图表 8	螺旋埋弧焊管销售收入贡献及增长(单位:百万元)	7
图表 9	直缝埋弧焊管利润贡献及增速(单位:百万元)	7
图表 10	螺旋埋弧利润贡献及增速(单位:百万元)	7
图表 11	2015 年分类产品利润贡献	
图表 12	公司产品分类利润贡献变化趋势(单位:百万元)	.8
图表 13	2015 年分类产品利润贡献(单位: 百万元)	.8
图表 14	公司财务费用分项数据及占营收比重(单位:百万元)	.8
图表 15	玉龙股份原有直缝埋弧产线规格(20 万吨)	.9
图表 16	公司 IPO 新增直缝埋弧焊管产线规格(共 24 万吨产能)	.9
图表 17	公司既有 26 万吨螺旋埋弧焊管产线设计规格	10
图表 18	公司新疆伊利 13 万吨螺旋埋弧焊管产线规格	10
图表 19	公司(四川玉龙)5万吨螺旋埋弧焊管产线规格	10
图表 20	响水紫源项目进展预测	11
图表 21	公司战略转型路径	12
图表 22	公司主要产品产能及销量和价格变化估计	12
图表 23	玉龙股份及钢铁 WIND 四级分类估值对比	13
图表 24	玉龙股份与金属制品 SW 三级行业公司估值对比	14

请务必阅读正文后免责条款 4 / 16

一、 行业低迷,优质订单和财务手段改善盈利

玉龙股份发布 2015 年年报,报告期内实现营业收入 22.27 亿元,同比下降 14%,归属于上市公司股东净利润 1.3 亿元,同比增长 12.01%,对应基本每股收益 0.17 元。

1.1 行业低迷局面影响盈利,未来或有转机

国内大型输油管道建设低于预期。受宏观经济下行以及国内大型输油管道建设项目推进迟缓影响,国内焊接钢管产业供给过剩局面显著,焊管产品及原材料价格累计下行负担超过 6 成等因素给焊接钢管生产企业发展带来压力。我国规划"十二五"期间管道输油气历程由 7.85 万公里提升至 15 万公里,年均增长率为 18.22%,实际上截至 2015 年末我国完成输油管道建设总里程为 12 万公里,低于目标 20%,国内西气东输等大型项目投建进度显著低于预期,使得公司在新疆、四川等地投建焊管产线经营压力较大,一直处于亏损状态。

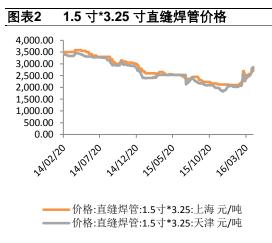
图表1 "十二五"交通基础设施建设目标

"十二五"时期交通基础设施发展目标					
指标	2010年	2015年	年均增长率		
综合交通网总里程(万公里)	432	490	2.69%		
铁路营业里程 (万公里)	9.1	12	6.37%		
公路通车里程(万公里)	400.8	450	2.46%		
内河高等级航道里程(万公里)	1.02	1.3	5.49%		
管道输油(气)里程(万公里)	7.85	15	18.22%		
城市轨道交通营运里程(公里)	1400	3000	22.86%		

资料来源:公司公告、平安证券研究所

国内加大基础设施投资或为焊管产业带来一线生机。2015年下半年以来,我国货币宽松持续,投资建设进度逐步恢复。2016年以来国内钢材价格和焊管产品价格呈现持续性反弹,1月以来主要焊管产品价格涨幅达 20%-30%,我们认为供给侧改革推动将产能和去库存并行加速行业度过业绩痛点,同时政府加大基础设施建设进程,有助于为焊管产业迎来一线生机。

图表3



4尺寸*3.75寸直缝焊管价格

资料来源: WIND、平安证券研究所 资料来源: WIND、平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款 5 / 16

1.2 产品销售结构优化,利润率提升

受原材料及焊接钢管价格下行影响,公司营收规模同比下滑。2011年以来钢材价格处于持续下行通道,焊接钢管价格及对应原材料价格累计下跌幅度均超6成。公司2015年总体焊接钢管销量为61.39万吨,较2014年同比小幅下降%,但受产品价格下行影响,公司2015年实现营业收入22.27亿元,较2014年同比下滑14%。

图表4 2011-2015 年度公司焊接钢管销量(万吨)

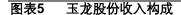
2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
48.68	49.12	60.16	62.11	61.39

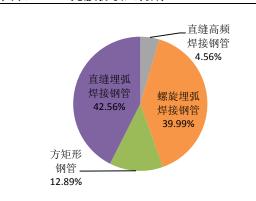
资料来源:公司公告、平安证券

高毛利产品销售占比提升,改善公司整体盈利。受益于公司 2015 年承接到海外优质订单,2015 年公司营业收入构成中,利润率相对较高的直缝埋弧焊管和螺旋埋弧焊管销售占比显著提升,上述两种结构的产品销售分别占公司收入的 42.56%和 39.99%,合计占主营收入比重超过 8 成。

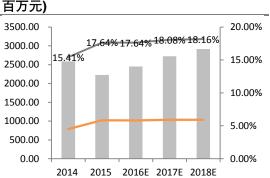
在公司 2015 年营业收入整体下滑 14%的背景下,公司直缝埋弧焊管销售收入 9.15 亿元,同比增长 4%; 螺旋埋弧焊管销售收入 8.6 亿元,同比下滑 10%;从两类产品的销量水平来看,2015 年公司 实现直缝埋弧焊接钢管销售量 20.52 万吨,同比增加 13.57%;同期,螺旋埋弧焊接钢管销售量为 27.12 万吨,同比增加 3.29%。由此可见焊接钢管价格下滑是营收下降的主要因素。

受益于直缝埋弧焊管销售占比提升,公司 2015 年整体毛利率为 17.64%,较 2014 年提升 2.23 个百分点。





图表6 玉龙股份营业收入及利润率(单位:百万元)



营业收入 ——销售毛利率 ——销售净利率

资料来源: WIND、平安证券研究所

资料来源: WIND、平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款 6 / 16

图表7 直缝埋弧焊管销售收入贡献及增长 (单位:百万元)



图表8 螺旋埋弧焊管销售收入贡献及增长 (单位:百万元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

资料来源: WIND、平安证券研究所

2015 年公司直缝埋弧焊接钢管销售毛利 2.18 亿元,同比增长 11.49%,占公司主营毛利的 54.72%。同期螺旋埋弧毛利为 1.56 亿元,同比下滑 2.45%,占主营毛利的比重 39.28%。公司在传统主业发展战略是侧重大口径焊管的市场开拓,同时在尼日利亚建设的 8 万吨螺旋埋弧产线预计 2016 年底建成,2017 年投产,我们预计公司未来两到三年,直缝埋弧焊管和螺旋埋弧焊管产品的利润贡献均将进一步提升,而利润率相对较低,终端需求也相对较低的方矩形钢管及直缝高频钢管产销或进一步下降。

图表9 直缝埋弧焊管利润贡献及增速(单位:百万元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

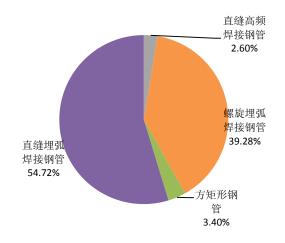
图表10 螺旋埋弧利润贡献及增速(单位:百万元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款 7/16

图表11 2015 年分类产品利润贡献



图表12 公司产品分类利润贡献变化趋势(单位:百万元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

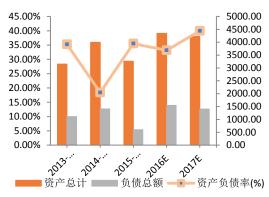
资料来源: WIND、平安证券研究所

1.3 财务费用大幅减少,改善公司整体盈利水平

2015年负债规模下降,利息支出下降;焊管产品价格下行,市场需求相对疲弱,公司顺应行业趋势,收缩规模,公司 2015年负债总额约6亿元,较2014年减少近8亿元;我们预计公司未来两三年仍会谨慎对待在国内的规模扩张。

受益汇兑和利息收入,公司 2015 年财务费用大幅下降。公司 2016 年财务费用为-966 万元,较 2014 年 3004 万元的财务费用水平来看,2015 年财务费用大幅缩水贡献利润近 4000 万元。公司财务费用大幅下降主要受益于公司 2014 年非公募集资金产生的利息收入和公司海外业务带来的汇兑收益。

图表13 2015 年分类产品利润贡献(单位:百万元)



图表14 公司财务费用分项数据及占营收比重(单位:百万元)



资料来源: WIND、平安证券研究所

资料来源: WIND、平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款 8 / 16

二、 收缩国内产能, 寻求业务延伸和海外开拓

2.1 转让新疆螺旋埋弧焊管产线,收缩产能

玉龙股份目前有焊管产能合计约 105 万吨,其中直缝埋弧焊管、螺旋埋弧产能分别 31 万吨,直缝高频焊管产能 16 万吨和方矩形焊管产能 14 万吨。

公司直缝埋弧焊管产线共 4 条,其中 1422 生产线和 813 生产线合计产能 20 万吨(如图表 2)是公司 IPO 之前既有产能; IPO 新增约 24 万吨直缝埋弧,分别在无锡本部和四川,两条产线的设计标准和规格一致,如图表 3 所示。

图表15 玉龙股份原有直缝埋弧产线规格(20万吨)

产品	产线	平均管径	平均壁厚	产能
	1422mm 生产			
	线	914mm	25mm	12
直缝埋弧焊管	813mm 生产线	610mm	14mm	8

资料来源:公司公告、平安证券

图表16 公司 IPO 新增直缝埋弧焊管产线规格(共 24 万吨产能)

项 目	产品标准或规格
一、JCOE 直缝埋弧焊管产品规格	
1、钢管直径:	Ф406-Ф1422 mm
2、钢管壁厚:	7-50mm
3、钢管长度:	8-12 m
4、钢管最大重量(MAX):	20 吨

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

公司收缩国内螺旋埋弧钢管产能。公司原有螺旋埋弧焊接钢管产能合计 44 万吨,其中 26 万吨产能 是 IPO 前既有产线,共计 9 条产线,具体产线设计标准如图表 4 所示;公司后来新增的螺旋埋弧产能主要是 IPO 期间募投项目,共增加 18 万吨,其中 13 万吨产能在新疆伊利(产线标准如图表 5),5 万吨在四川(产线设计标准如图表 6)。

公司 2015 年年报中披露已经将新疆一条螺旋埋弧产线出售转让,我们认为就是我们梳理的 13 万吨 图表 13 中的产线,那么公司剩余螺旋埋弧焊接钢管产能为 31 万吨。

请务必阅读正文后免责条款 9 / 16

图表17 公司既有 26 万吨螺旋埋弧焊管产线设计规格					
产品	机组名称	年设计产能 (万吨)	设计平均管径 (mm)	设计平均壁厚 (mm)	
	2850 生产线	5.50	1,935	13	
	1829 生产线(高钢级)	6.00	1,169	15	
螺旋埋弧 焊接钢管	1820 生产线	4.50	1,113	13	
	1020 生产线	2.00	673	11	
	720 生产线	2.00	523	9	
	529 生产线(4 条)	1.50×4 条	374	9	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

新增的螺旋埋弧 13 万吨和 5 万吨产线分别于 2011 年 12 约和 2013 年达产,从公司实际运营情况来看,伊利和四川的项目运营相对较差,2014 年以来整体表现为亏损。

图表18	公司新疆伊利 13 万吨螺旋埋弧焊管产线规格	
1,	钢管直径:	Ф406-Ф1422 mm
2,	钢管壁厚:	5.6-25.4mm
3,	钢管长度:	8-13m
4、	钢管最大重量(MAX):	15 吨

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表19	9 公司(四川玉龙)5万吨螺旋埋弧焊管产线规格		
1,	钢管直径:	Ф325-Ф1220 mm	
2,	钢管壁厚:	5.6-16mm	
3,	钢管长度:	8-12.3m	
4,	钢管最大重量(MAX):	6 吨	

资料来源:公司公告、平安证券研究所

玉龙股份 2014 年下半年非公开增发募集资金合计约 5.3 亿元,分别为新增直缝埋弧焊管项目 10 万吨和螺旋埋弧 6.5 万吨,并配套防腐生产线项目,由于近年来钢管供给大幅增长,市场需求则相对偏弱,行业产能过剩较为显著,公司出于审慎原则,一直未实施项目投建。

焊管产线根据口径不同,产能有很大浮动空间。一条焊管生产线一般能生产管径、壁厚在一定区间范围内的各种焊管,生产焊管口径不同直接影响实际产能;为方便估算产线产能,行业内为便通常取该区间范围内的管径和壁厚的平均值作为计算该生产线设计产能的依据。行业内通用的焊接钢管生产线的产能计算方法:

年设计生产能力(吨)=[(平均外径 - 平均壁厚)×平均壁厚×0.02466×长度(12m)/1000(折成吨)]×日产量(根数) × 每年的生产天数

请务必阅读正文后免责条款 10 / 16

备注:平均管径=(最大管径+最小管径)/2;平均壁厚=(最大壁厚+最小壁厚)/2

从上述焊管产能计算方法来,每条生产线实际实现产能浮动空间较大,以公司本部 1422 生产线为例,在同样满负荷生产前提下,该产线只生产最小管径、最小壁厚焊管,该产线产能利用率为 11.37%,反之生产最大管径和最大壁厚焊管,产能利用率可达 271.33%。

以公司销售口径计算,当前平均产能为105万吨,实际销售焊管约为61万吨,产能利用率约为58.1%,公司在低产能利用率情形下,保持约1.3亿元的净利润,市场需求转好情形下,公司业绩存在较大弹性空间。

2.2 业务链条延伸和开拓海外并进

推进天然气业务产业链延伸,投资响水紫源 60%的股权涉足管道送气。玉龙股份以现金 2460 元收购响水紫源 60%股份,具体项目为响水资源已取得江苏响水经济开发区行政区划内宣圩河以东以及与现行燃气运行商不交叉的整个响水县行政区划内天然气项目特许经营权,期限为 30 年。

2013 年 8 月,响水紫源已经取得西气东输响水供气的开口指标,预计西气东输永泰线 2017 年建成通气,项目预测为 2018 年全年实现供应天然气 8000 万立方。

目前响水紫源项目建设已经完工,公司已经将在建工程转入固定资产,万事俱备,只欠东风,永泰 线建成通气,响水紫源管道项目将投入运营。

2017年	2018 年送气	2019 年送气	2020 年送气
永泰线建成通气	8000 万立方	1 亿立方	1.5 亿立方

资料来源:公司公告、平安证券

客观分析市场,适时放缓非公开募投项目投建进程,开拓海外市场。受国内油气行业调整及大型油气管道建设阶段性放缓的影响,管道市场需求不振,产能明显过剩,公司顺应市场适时收缩战略,放缓 2014 年非公开发行募集资金投资项目建设进度。2016 年 2 月,公司根据市场情况变更 2014 年部分非公募投项目,拟在尼日利亚投资建设螺旋埋弧焊钢管生产线一条及 3PE 防腐生产线一条,以扩大石油产出大国的油气管道市场份额,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,公司预计玉龙莱基生产线预计将在 2016 年度内建设完成。从公司近两年的投资规划来看,受制于焊接钢管行业发展放缓影响,公司自身在通过产业链延伸,开拓海外以及战略转型等多项手段改善公司自身,以求获得长足发展。

三、 涉足教育, 行稳致远

3.1 出资设立教育基金, 开启战略转型

3 月 23 日玉龙股份发布公告,与朴新资本签署《合作协议书》。协议主要内容为抓住教育行业并购机会,联合产业优势资源,公司拟以自有资金与朴新资本共同发起设立无锡市朴文股权投资基金中心(有限合伙),合作内容主要是成立总规模不超过 20 亿元教育基金,公司意向教育基金份额不超过 2 亿元,基金投资方向为教育相关产业,由朴新资本作为教育基金的基金管理公司。

请务必阅读正文后免责条款 11 / 16

朴新资本主要合伙人为黄欣、陈浩、张天和何荣,几位主要合伙人具备成功的教育产业项目经验, 有教育的专业经验和项目资源,同时有较强的资本运作能力,能够有效减少公司直接转型教育产业 的试错风险。

3.2 聚焦 K12, 稳健为转型第一要务

教育基金明确投向为每个地区内知名度较高的私立小学、初中、高中及幼儿园,从基金的初步投向 定位来看,投资标的主要选择具有稳定生源、教育资质齐全,稳健运营的 K12 实体学校,延续了公 司一贯稳扎稳打的经营思路。

成立教育基金,战略转型 •利用专业团队资源优势,涉足教育产业 •基金甄选优质学校

资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表21 公司战略转型路径

四、 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测: 高毛利产品销售有增量, 外延业务暂不纳入估值

玉龙股份是一家专业从事焊接钢管研发、生产和销售的公司,主要产品有螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、直缝高频电阻焊钢管、方矩形焊接钢管等,产品主要用于输送管道和结构用钢管两种。其中直缝埋弧钢管和螺旋埋弧焊接钢管大口径产品主要用于油气输送管道,毛利率水平分别为23%和18%左右。

公司在传统主业的发展方向是侧重直缝埋弧和螺旋埋弧两种品类的销售开拓,我们基于公司产能水平,营销战略和产品市场价格走势,保守预期四种产品的销量和价格增幅如下表,在此预期情形下,直缝埋弧钢管 2016-2018 年销售收入为 10.97 亿元,11.53 亿元和 12.10 亿元;同期,螺旋埋弧钢管销售收入分别为 10.31 亿元、12.37 亿元和 13.61 亿元。

图表22	公司主要	产品产能及	及销量和价格	各变化估计

-								
		2015年	2016E		2017E		2018E	
						价 格	销量	
	产能(万 吨)	销量(万吨)	销量同比增幅	价格同 比增幅	销量同比 增幅	同 比增幅	同 比 増幅	价 格 同 比增幅
直缝埋弧焊接钢管	44.00	20.52	5.00%	15.00%	5.00%	0.00%	5.00%	0.00%
螺旋埋弧焊接钢管	31.00	27.12	5.00%	15.00%	15.00%	5.00%	5.00%	0.00%
方矩形管	14.00	11.03	-20.00%	0.00%	0.00%	5.00%	2.00%	3.00%
直缝高频焊接钢管	16.00	2.72	-20.00%	0.00%	0.00%	5.00%	2.00%	3.00%

资料来源:公司公告、平安证券

请务必阅读正文后免责条款 12 / 16

公司外延业务响水紫源项目虽然建设已经完工,但实际运营有待西气东输永泰线项目落地通气之后,目前该项目预估 2017 年完工,但实际施工周期不确定,因此我们暂时不纳入公司业绩预估;

另外,公司 2016 年初发起投入教育产业基金,目前暂时尚无明确的投资项目落地,我们也暂不考虑教育标的对公司的影响。

4.2 公司估值: 传统业务业绩支撑, 估值相对较低

我们预计公司 2016-2018 年公司可实现营业收入 24.51 亿元、27.23 亿元和 29.14 亿元,同期每股收益分别为 0.19 元、0.21 元和 0.23 元,对应 4 月 18 日收盘价 PE 分别为 41.5 倍、36.6 倍和 34.1 倍。玉龙股份是国内民营输油管道焊管生产龙头企业,在华东区居于首位,具有较高的市场地位。同时,A 股市场没有上市公司与玉龙股份完全一致,市场将玉龙股份归于钢铁或金属制品业,我们拉出两个细分行业估值发现,钢铁板块大部分企业亏损或微利状态,且市值较大,估值不具备可比性;而金属制品行业一致预期为为 63 倍,其中小市值公司银龙股份等估值均在 40 倍以上,玉龙股份市盈率和市净率估值均在子行业的低位。

图表23	玉龙股份及钢铁	WIND 四级分类估值对比

排名	代码	证券简称	流通市值		市净率		
雅台	1711	业分间砂	(亿元)	TTM	16E	17E	PB (MRQ)
11	601028.SH	玉龙股份	60.38	38.27	26.43	20.80	2.27
	沪深(11)						
		最高值	1,028.92	95.11	22,150.00	484.12	10.79
		中位值	251.25	-6.98	181.30	52.24	1.11
1	600010.SH	包钢股份	1,028.92	-87.14	770.73	228.99	2.18
2	600019.SH	宝钢股份	963.35	95.11	30.77	22. 29	0.85
3	600005.SH	武钢股份	363.38	-70.65	203.39	37.97	1.05
4	000709.SZ	河钢股份	355.72	50.51	56.68	37.39	0.82
5	000898.SZ	鞍钢股份	272.40	-6.98	22,150.00	52.24	0.74
6	000959.SZ	首钢股份	251.25	-21.90	181.30	75. 28	1.11
7	002075.SZ	沙钢股份	248.92	-308.75	1,064.15	484.12	10.79
8	600022.SH	山东钢铁	239.98	-20.29	193.88	142.50	1.52
9	000825.SZ	太钢不锈	202.22	-5.45	140.32	48.63	0.83
10	600808.SH	马钢股份	172.47	-4.63	-44.81	121.94	1.21

资料来源: WIND、平安证券研究所

请务必阅读正文后免责条款 13 / 16

图表24 玉龙股份与金属制品 SW 三级行业公司估值对比

排名	代码	证券简称	流通市值		市净率		
11h-fa	IZIH	组分利	(亿元)	TTM	16E	17E	PB (MRQ)
6	601028.SH	玉龙股份	60.38	38.27	26.43	20.80	2.27
	沪深(10)						
		最高值	194.81	464.45	88.54	70.63	11.11
		中位值	68.22	63.24	44.29	34.54	3.52
1	000039.SZ	中集集团	194.81	23.30	17.93	14.62	1.61
2	002445.SZ	中南重工	148.34	105.57	44. 29	34.54	7.43
3	600165.SH	新日恒力	99.92	-84.18	-		11.11
4	600577.SH	精达股份	89.16	68.67			3.22
5	300228.SZ	富瑞特装	76.05	464.45	47.49	34.88	3.79
7	002342.SZ	巨力索具	59.33	218.69	88.54	70.63	2.46
8	603969.SH	银龙股份	57.28	44.59	34.06	24.91	3.80
9	002487.SZ	大金重工	53.57	57.81	49.13	38.54	3.26
10	002647.SZ	宏磊股份	52.35	448.96			5.27

资料来源: WIND、平安证券研究所

4.3 投资建议:

玉龙股份是焊接钢管民营企业龙头,在市场环境供给过剩,自身平均产能利用率低于 60%的情形下,能够保证 1.3 亿元的净利润,使我们看到公司的业绩底;国内货币宽松环境将持续,基础设施建设投资逐步恢复,同时,2016 年以来焊管及原材料价格反弹幅度超 30%,焊管行业预期逐步向好。另外,玉龙股份积极压缩过剩产能,调整经营策略,开拓需求相对旺盛的中东和非洲市场,实时调整经营决策,为传统主业稳健发展提供支持。公司同时谋求业务链延伸,投资管道送气项目,并战略布局教育产业,为公司新的利润增长点和业务转型埋下伏笔。

公司业绩底支撑显著,未来响水紫源燃气输送项目和莱基螺旋埋弧钢管项目有望 2017 年助力业绩提速,同时公司战略转型教育,聚焦 K12 线下实体学校策略凸显其稳健经营理念,战略转型值得期待。

单纯考虑公司传统业务现有产能,我们保守预计公司 2016 年净利润 1.48 亿元,给予 30-40 倍估值,价值区间在 45 亿元-60 亿元,价值中枢 50 亿元;公司业绩底支撑明显,合理股价 9元,我们首次覆盖公司,给予公司"推荐"评级。

4.4 风险提示:

公司主要面临行业复苏低于预期、应收账款回收风险、海外市场开拓低于预期以及转型低于预期等风险。

请务必阅读正文后免责条款 14 / 16

8产负债表			单位:	百万元	利润表			单位:	百万元
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2133	3206	3062	3616	营业收入	2227	2451	2723	2914
现金	647	1051	1161	1225	营业成本	1834	2012	2223	2377
应收账款	404	624	576	704	营业税金及附加	9	8	9	10
其他应收款	18	5	21	8	营业费用	102	93	107	116
预付账款	141	357	196	396	管理费用	162	166	187	201
存货	499	776	661	870	财务费用	-10	4	11	15
其他流动资产	424	393	447	413	资产减值损失	6	7	8	8
非流动资产	1126	1135	1162	1160	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	8	7	5	投资净收益	9	6	7	7
固定资产	851	837	836	808	营业利润	133	169	186	194
无形资产	219	237	259	287	营业外收入	19	14	14	16
其他非流动资产	48	53	60	60	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	3259	4341	4224	4776	利润总额	146	178	195	205
流动负债	577	1510	1364	1860	所得税	18	30	28	27
短期借款	287	418	931	664	净利润	129	148	167	179
应付账款	45	86	59	96	少数股东损益	-2	-0	-1	-2
其他流动负债	245	1006	373	1099	归属母公司净利润	130	148	168	180
非流动负债	23	23	23	23	EBITDA	250	255	286	307
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.17	0.19	0.21	0.23
其他非流动负债	23	23	23	23					
负债合计	601	1533	1387	1883	主要财务比率				
少数股东权益	30	30	28	27	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
股本	786	786	786	786	成长能力				
资本公积	910	910	910	910	营业收入(%)	-14.0	10.1	11.1	7.0
留存收益	937	1040	1181	1319	营业利润(%)	17.8	27.1	10.1	4.5
归属母公司股东权益	2629	2778	2808	2866	归属于母公司净利润(%)	12.0	14.0	13.2	7.3
负债和股东权益	3259	4341	4224	4776	获利能力				
					毛利率(%)	17.6	17.9	18.4	18.4
见金流量表			单位:百	万元	净利率(%)	5.8	6.1	6.2	6.2
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	4.8	5.3	5.9	6.2
经营活动现金流	253	365	-139	562	ROIC(%)	4.2	4.4	4.4	5.0
净利润	129	148	167	179	偿债能力				
折旧摊销	110	87	95	103	资产负债率(%)	18.4	35.3	32.8	39.4
财务费用	-10	4	11	15	净负债比率(%)	-13.5	-22.5	-8.1	-19.4
投资损失	-9	-6	-7	-7	流动比率	3.7	2.1	2.2	1.9
营运资金变动	32	132	-404	273	速动比率	2.8	1.6	1.8	1.5
其他经营现金流	1	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-317	-89	-115	-94	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	75	9	29	-1	应收账款周转率	4.2	4.8	4.5	4.6
长期投资	-262	1	1	1	应付账款周转率	30.6	30.6	30.6	30.6
其他投资现金流	-504	-78	-85	-93	每股指标(元)				
	-224	82	-171	-141	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.19	0.21	0.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.18	0.46	-0.18	0.72
筹资活动现金流	-121	86	-23	-3					
筹资活动现金流 短期借款	-121 0	86 0	-23 0	-3 0	每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.53	3.57	3.64
筹资活动现金流 短期借款 长期借款	0	0			每股净资产(最新摊薄) 估值比率	3.34		3.57	3.64
筹资活动现金流 短期借款 长期借款 普通股增加	0 428	0	0 0	0 0	估值比率		3.53		3.64
等资活动现金流 短期借款 长期借款 普通股增加 资本公积增加 其他筹资现金流	0	0	0	0	,	3.34 47.3 2.3		3.57 36.6 2.2	3.64 34.1 2.1

平安证券综合研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内,股价表现强于沪深300指数20%以上)

推 荐 (预计6个月内,股价表现强于沪深300指数10%至20%之间)

中 性 (预计6个月内,股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间)

回 避 (预计6个月内,股价表现弱于沪深300指数10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内,行业指数表现强于沪深300指数5%以上)

中 性 (预计6个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间)

弱于大市 (预计6个月内,行业指数表现弱于沪深300指数5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券有限责任公司(以下简称"平安证券")的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息 或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损 失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

电话: 4008866338

深圳 上海 北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 北京市西城区金融大街甲 9 号金融街

传真: (0755)82449257 传真: (021)33830395