

2013-8-29

公司研究(深度报告)

 评级 **推荐** **维持**

当前股价: 9.33 元

分析师: 刘元瑞

 (8621)68751760

 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

分析师: 王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

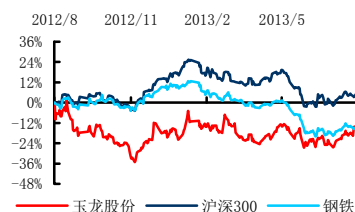
联系人: 陈文敏

 (8621)68751760

 chenwm@cjsc.com.cn

公司基本数据	2013.8.28
总股本(万股)	31750
流通A股/B股(万股)	9660/0
资产负债率	31.49%
每股净资产(元)	6.15
市盈率(当前)	25.17
市净率(当前)	1.52
12个月内最高/最低价	11.51/6.65

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《油气输送龙头在市场化竞争中持续成长》
 2013/8/27

 《股权激励核心骨干,助力公司稳步增长》
 2013/7/16

 《重大合同配合募投产能释放,3季度业绩明显改善》
 2013/6/14

玉龙股份(601028)

蛟龙入海 畅游无束 ——受益于市场化竞争的民企龙头

报告要点

■ 差距解密: LSAW 完胜 SSAW 不在产品本身而在竞争格局

同为港股上市钢管企业珠江和胜利股价截然不同的表现背后原因在于,下游订单招标更加市场化的珠江主营产品直缝埋弧焊管(LSAW)盈利能力明显高于无法与中石油体系内企业竞争的胜利主营产品螺旋埋弧焊管(SSAW)。

■ 选领域: 面向市场投放的油气输送管

LSAW 下游省级油气运营商和地方性燃气运营商等订单面向市场公开招标,民营企业在完全竞争市场中更具优势,从而使得 LSAW 领域被我们持续看好;SSAW 下游“三桶油”会优先向体系内钢管企业分配订单,民企只能分享到其公开投放市场的盈余需求。不过,随着体系内产能较少的中石化承担的干线项目越来越多,投放市场的盈余需求将增加,SSAW 领域将有明显改善。

■ 选企业: 行业龙头方可脱颖而出

相对分散的下游客户和多样化的需求使得全面供货能力成为焊管行业的核心竞争力。在已经历过产能过剩洗礼后重新达到平衡状态的行业中,只有龙头企业才具备基于高产能、多规格、优品质的全面供货能力,最终脱颖而出。

■ 选玉龙: 需求向好、市场化竞争领域中的行业龙头

作为拥有规模产能、齐全规格及优良品质的行业龙头,玉龙将充分受益 LSAW 高景气周期以及中石化管道建设项目带来的更多投放市场的 SSAW 新增需求,辅之股权激励保驾护航,玉龙将如虎添翼。

■ 需求向好+行业龙头+股权激励=业绩值得期待

我们预计公司 2013-2014 年 EPS 为 0.47 元、0.60 元,维持“推荐”评级。

主要财务指标

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2465	2823	3167	3457
增长率(%)	-10%	15%	12%	9%
归属母公司所有者净利润(百万元)	117.7	147.6	190.9	221.9
增长率(%)	-17%	25%	29%	16%
每股收益(元)	0.371	0.465	0.601	0.699
净资产收益率(%)	6.1%	7.2%	8.6%	9.2%

目录

引言：珠江和胜利股价涨跌悬殊的奥秘？

一边是两波行情、涨幅翻倍，一边是见涨不涨、跌幅近半，同属港股上市的内资焊管龙头——珠江钢管与胜利管道的股价涨跌巨大悬殊不得不引起我们的好奇和思考，奥秘何在？

揭秘：LSAW 完胜 SSAW 不在产品而在竞争格局	5
选领域：面向市场投放的油气输送管	6
LSAW：买方公开招标，完全竞争利于民企	6
SSAW：买方优先自给，盈余需求才投放市场	8
总结：LSAW 持续看好，SSAW 将有改善	10
选企业：行业龙头方可脱颖而出	10
下游需求多样化：全面供货能力成核心竞争力	10
行业龙头方可具备全面供货能力	12
选玉龙：需求向好、竞争市场化领域中的龙头	13
油气管领域的龙头民企	13
需求见好，民企竞争受益	14
LSAW 需求迎来高景气周期，民企受益	14
体系内产能不足，中石化订单带来 SSAW 机遇	20
供货能力优良，业绩增长明显	22
产能突出，迎合需求	22
技术优良，品质过硬	24
规格齐全，覆盖面广	24
股权激励保驾护航，长期提升业绩	25
需求向好+行业龙头+股权激励=业绩值得期待	26

图表目录

图 1：2012 年来，珠江钢管股价累计涨跌表现明显优于胜利管道	5
图 2：90% 的管道建设都是由中石油承建	8
图 3：中石油 70% 市场都是体系内分配	9
图 4：企业竞争中供货能力成为核心竞争力	12
图 5：我国油气管道和国外相比差距较大	14

图 6: “十二五”天然气管道规划概况	14
图 7: 我国油气管道“十二五”建设长度接近现有管道长度	17
图 8: 我国“十二五”特高压电塔规划布局	18
图 9: 海底油气资源蕴含丰富但是开发不足未来空间大	19
图 10: 中石化中海油管道占比不断增加, 从不到 10% 增加到十二五的 34%	21
图 11: 玉龙 LSAW 产能仅次于珠江钢管居民企第 2	22
图 12: 玉龙 SSAW 产能仅次于胜利管道居民企第 2	22
图 13: 玉龙的油气管产能随募投项目放量明显增加	23
图 14: 产能投放带动业绩显著增长	23
图 15: 玉龙的净利润和毛利率都得到明显恢复	26
表 1: LSAW 约占珠江钢管收入的 90%	5
表 2: SSAW 约占胜利管道收入的 85%	5
表 3: 珠江钢管总体业绩表现优于胜利钢管	6
表 4: 订单招标市场化程度的不同带来 LSAW 吨钢盈利能力明显高于 SSAW	6
表 5: LSAW 下游主要面向地方油气运营商和燃气公司, 竞争市场化	7
表 6: LSAW 产能更多在民企中, 覆盖率达 64%	7
表 7: “十二五”三大油气公司油气管道支线、城市管网建设规划, 中石油主导居多数	8
表 8: 三桶油体系内 SSAW 产能占比达 57%	9
表 9: SSAW 和 LSAW 的技术品质等对比	10
表 10: 不同油气输送管型适用领域与市场空间比较	11
表 11: LSAW 应用领域广泛	11
表 12: LSAW&SSAW 下游客户分散	12
表 13: 玉龙的主营产品产能规模大, 毛利高, 龙头优势明显	13
表 14: 玉龙各产品产能、产量、产能利用率	13
表 15: 我国目前主要油气输送主干线列表	15
表 16: 我国“十二五”天然气管网重点项目表	16
表 17: “十二五”三大油气公司油气管道支线、城市管网建设规划	16
表 18: “十二五”我国油气管道和城市管网建设用管总需求测算	18
表 19: “十二五”油气管网耗钢分产品需求测算	18
表 20: “十二五”期间国家电网特高压输电网规划及 LSAW 需求预测	19
表 21: 中海油领头三桶油积极布局海底管道建设	20
表 22: 中石化大订单项目, 玉龙预计可年接单 30 万吨	21
表 23: 中石化大订单项目招标, 玉龙和同类企业相比竞争优势明显	22
表 24: 玉龙取得的广泛资格认证提供了供货品质保障	24
表 25: 玉龙 LSAW 口径范围较广	24
表 26: 公司 LSAW 产品在外径、壁厚和最大长度上覆盖面广	25
表 27: 按照扣非净利润增幅条件推算 2013~2016 公司最低的扣非 EPS	25
表 28: 按照扣非净利润增幅条件推算 2013~2016 公司最低的扣非 EPS	25
表 29: 按照扣非净利润增幅条件推算 2013~2016 公司最低的扣非 EPS	26
表 30: 综合三个条件得到的公司 2013~2016 最低的扣非 EPS 情况	26
表 31: 玉龙募投项目陆续投产放量, 抢占市场蓄势待发	27

表 32：公司主营分产品盈利预测	28
------------------------	----

引言：珠江和胜利股价涨跌悬殊的奥秘

一边是两波行情、涨幅翻倍，一边是见涨不涨、跌幅近半，同属港股上市的内资焊管龙头——珠江钢管与胜利管道的股价涨跌的巨大差异不得不引起我们的好奇和思考，这其中，奥秘究竟何在？

图 1：2012 年来，珠江钢管股价累计涨跌幅表现明显优于胜利管道



资料来源：Wind，长江证券研究部

揭秘：LSAW 完胜 SSAW 不在产品而在竞争格局

对公司业绩及竞争环境进行分析后，我们发现：表面上二者都身处油气输送焊管领域，而实质上珠江主营产品——直缝埋弧焊管（LSAW）下游招标更加市场化，而胜利主营产品——螺旋埋弧焊管（SSAW）因面对的下游客户是拥有油气输送管产能的体系内“三桶油”而接单受限，二者形似而神不似。

实际上，在这两种产品领域中，珠江和胜利均为各自细分行业龙头：从产能上来看，珠江钢管直缝埋弧产能 190 万吨，约占全国主要钢企直缝埋弧焊管产能总和的 44%，胜利管道螺旋埋弧产能 145 万吨，约占全国主要钢企螺旋埋弧焊管产能总和的 25%。

表 1：LSAW 约占珠江钢管收入的 90%

产品	2010	2011	2012
直缝埋弧焊钢管	87.73%	94.92%	89.69%
电阻焊钢管	12.27%	4.12%	8.37%
其他	1.84%	0.96%	1.95%

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究部

表 2：SSAW 约占胜利管道收入的 85%

产品	2010	2011	2012
螺旋埋弧焊管	88.26%	90.88%	74.60%
冷弯型钢	11.95%	9.12%	10.53%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

从业绩表现来看，珠江与胜利 2010 年以来主营业务收入、净利润及毛利率差距不断拉大：2010-2012 年珠江钢管主营业务收入分别是胜利管道的 1.49、1.85 和 2.04 倍，对应净利润倍数分别为 0.79、2.46 和 4.94 倍，而毛利率差距也在逐渐扩大。

下游订单招标市场化程度的不同直接导致产品盈利能力的不同，吨钢数据显示，在过去两年中，直缝埋弧焊管盈利能力明显优于螺旋埋弧焊管。

表 3：珠江钢管总体业绩表现优于胜利钢管

珠江管道	主营收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率
2010	16.81	0.7	15.72%
2011	33.77	2.31	15.11%
2012	39.26	3.10	17.00%
胜利管道	主营收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率
2010	11.27	0.89	13.14%
2011	18.22	0.94	7.87%
2012	19.21	0.63	3.70%

资料来源：Wind，公司年报，长江证券研究部

表 4：订单招标市场化程度的不同带来 LSAW 吨钢盈利能力明显高于 SSAW

项目	产品	2008	2009	2010	2011	2012
吨钢收入	珠江管道LSAW	8,672	8,692	7,801	7,665	7,791
	胜利管道SSAW	7,314	6,861	5,056	5,841	6,017
吨钢毛利	珠江管道LSAW	1,617	1,695	1,327	1,205	1,315
	胜利管道SSAW	550	504	489	407	221
毛利率	珠江管道LSAW	18.64%	19.50%	17.01%	15.72%	16.88%
	胜利管道SSAW	7.50%	7.34%	9.66%	6.97%	3.67%

资料来源：公司年报，长江证券研究部

虽然，近期珠江和胜利股价因此各自分别在 6 月下旬和 7 月上旬发布了业绩同比下滑的中期盈利警告而下跌，但鉴于业绩下滑更多是源于重大项目或订单延迟所导致的阶段性原因，珠江的业绩长期表现依然值得期待。

由此引发我们继续探索：油气输送管领域哪里才是民企真正的舞台？谁又将在竞技中脱颖而出？而我们本篇报告中重点分析的玉龙股份究竟是一家怎样的企业？市场对其在西三线招标中抱有的期望是否合理？公司未来的看点又在哪？

选领域：面向市场投放的油气输送管

LSAW：买方公开招标，完全竞争利于民企

客户分散，招标市场化

在 LSAW 领域，除了二三四地区油气输送干线（约占干线总量的 25%）对应的客户是“三大油”以外，需求量更大的输气支线及城市管网对应的客户更多是省级油气运营商及地方燃气运营商。而地方公司和政府主导下的管道建设耗材招标，基本是公开透明地面向市场，不存在制度壁垒。

另外，在直缝埋弧焊管未来增量的海底油气输送管道、输煤管道及高压电塔领域，体系外民营企业的供应能力也拥有无法替代的地位。首先，虽然海底油气输送管道主要由中海油承建，但受制于其自身体系内产能较少、海底输送管道对钢管品质要求更苛刻致使体系内产能短期无法扩张等因素，体系外民企可分享此领域订单的态势将持续；其次，输煤管道、高压电塔领域与油气输送支线、城市管网有着相似的特征，下游客户在“三桶油”体系之外且相对分散，使得体系外民企具备竞争优势。

表 5：LSAW 下游主要面向地方油气运营商和燃气公司，竞争市场化

管道种类	管网类型	下游客户	典型客户企业	竞争市场
SSAW	输气干线管网	三大油	中石油、中石化、中海油	垄断市场
	输气干线管网			
LSAW	输气支线管网	省级油气运营商	陕天然气	完全竞争
	城市配气管网	地方燃气运营商	中国燃气福建安然燃气	

资料来源：中国钢管协会，长江证券研究部

完全竞争，民企主导市场

对于需求量巨大的配网和支线，“三桶油”不再是主要的需求方。民营钢管机制灵活、产销和服务贴近客户，同时具有良好的成本控制能力。据粗略不完全测算，民企钢管吨钢三项费用比体系内企业低 200~400 元/吨。因此，一旦脱离了油企的庇护，体系内的钢管企业在完全竞争的 LSAW 领域难言优势。

完全竞争的市场使得民企在 LSAW 领域不断积累，产能明显超过体系内企业，覆盖率已达到 64%。从目前掌握的资料来看，体系外钢企在直缝埋弧焊管领域产能扩张仍较快，预计未来一段时间内可以将覆盖率提升至 70%左右。

表 6：LSAW 产能更多在民企中，覆盖率达 64%

具有资质的供应商	供应资历	简介	LSAW	定位	备注
中石油宝鸡钢管	中石油系	隶属于中国石油天然气公司	25	石油	及石化系内部的输送管道生产
中石油渤海石油装备		隶属于中国石油天然气公司	40	石油	
中石油华油钢管		中国石油渤海石油装备制造公司	40	石油	
中石油管道局钢管厂		合资组建的大型钢管制造企业		石油	
中石油管道局钢管厂		隶属于中国石油天然气公司	25	石油	
中油天宝集团上海钢管	中石化系	沈阳中油天宝物资装备公司、中国石油天然气管道局投资兴建		石油	新增20万吨LSAW
中石化沙市钢管		隶属于中国石化江汉石油管理局	25	石油	
宝钢钢管分公司		国有企业	50	石油	
胜利钢管	大型民企，供货	原属中石油，后划归中石化，2004年改制成民企	190	中、高档焊接钢管	中东合营公司30万吨LSAW
珠江钢管	资历较深	隶属于番禺珠江实业集团，民企		中、高档焊接钢管	
金州管道	中小民企	镀锌钢管、螺旋焊管和钢塑复合管供应商，民企。	8	中、高档焊接钢管	
玉龙钢管	中小民企	民企，专业生产石油、天然气、	32	石油	四川德阳12万吨LSAW预计2013年9

水输送用及大型钢结构用钢管	月投产
合计	439

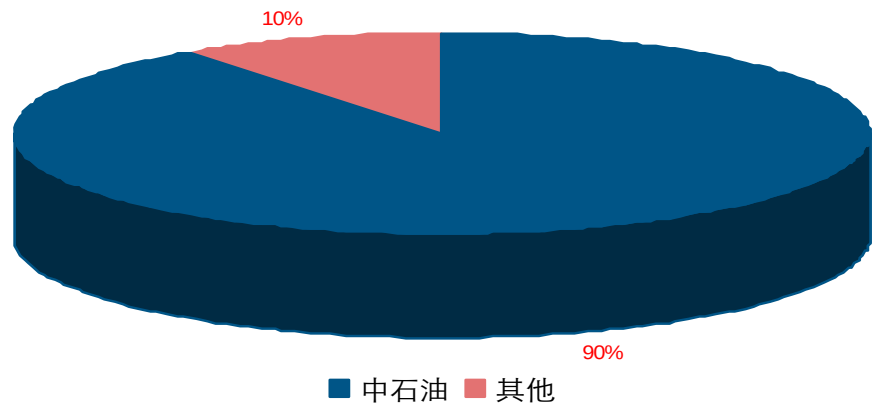
资料来源：公司报告，网络，长江证券研究部

SSAW：买方优先自给，盈余需求才投放市场

需求集中，“三桶油”体系内优先自给

螺旋埋弧焊管的最大特点是管径大，多数用于对输送流量要求更高的干线建设。而目前我国油气干线建设基本上是“三桶油”，需求相对集中。其中中石油占比一直超过 90%，几乎主导了买方市场，存在明显的买方垄断现象。

图 2：90%的管道建设都是由中石油承建



资料来源：中石油，长江证券研究部

表 7：“十二五”三大油气公司油气管道支线、城市管网建设规划，中石油主导居多数

企业名称	油、气管道支线、城市管网建设规划
中石油	东南沿海 规划建设西二线、西三线、中缅管道、福建支干线
	长三角 规划建设西二线上海支干线、金华-丽水-温州-台州支线及如东-南通-江都管道，主供气源为西一线、西二线、冀宁线和江苏 LNG
	环渤海 规划新建秦沈线、陕京三线、山东管网等干线管道，基本实现地级市全覆盖，主供气源为陕京一、二、三线和唐山 LNG
中石化	正在加快建设川气东送管道及线支干线管网建设，也意在开拓山东、长三角等主要目标市场；同时，规划建设中石化塔里木天然气出疆管线，与川气东送贯通相连，为长三角地区供气
中海油	以广东、上海、秦皇岛等沿海 LNG 接收站为依托，构建天然气沿海大动脉管网，占领珠三角、长三角和环渤海等发达地区市场，积极发展陆上天然气管网

资料来源：天然气十二五规划，长江证券研究部

这种“三桶油”体系垄断的结果是，螺旋埋弧焊管产能主要集中在“三桶油”体系之内，占比达到 57%，“三桶油”干线建设对 SSAW 的需求也自然会优先由体系内钢管企业的产能来满足。

在 2012 年中石油西三线建设中，像玉龙等民企瞄准市场，纷纷倾力，但最终斩获不大，主要原因是中石油对外招标力度不足，主要需求基本上实现内部消化。因此，民营企业

在中石油主导建设的西气东输、西三线等招标中表现低于预期是可以理解的，胜利管道近年业绩不断下滑也可见一斑。

表 8：三桶油体系内 SSAW 产能占比达 57%

具有资质的供应商	供应资历	简介	SSAW	定位	备注
中石油宝鸡钢管		隶属于中国石油天然气公司	158	石油	
中石油渤海石油装备		隶属于中国石油天然气公司	50	及石	10万吨SSAW预计于2012年10月投产
中石油华油钢管	中石油系	中国石油渤海石油装备制造公司 合资组建的大型钢管制造企业	50	化系 统内	
中石油管道局钢管厂		隶属于中国石油天然气公司	31	部的 输送	
中油天宝集团上海钢管		沈阳中油天宝物资装备公司、中 国石油天然气管道局投资兴建		管道 的生	
中石化沙市钢管	中石化系	隶属于中国石化江汉石油管理局	20	产	
宝钢钢管分公司	大型国企	国有企业			
胜利钢管	大型民 企，供货	原属中石油，后划归中石化， 2004年改制成民企	145		
珠江钢管	资历较深	隶属于番禺珠江实业集团，民企	36	中、 高档	
金州管道	中小民企	镀锌钢管、螺旋焊管和钢塑复合 管供应商，民企。	20	焊接 钢管	目前在建20万吨SSAW，预计2015年 投产
玉龙钢管	中小民企	民企，专业生产石油、天然气、 水输送用及大型钢结构用钢管	43		在建：四川德阳5万吨SSAW
合计			563		

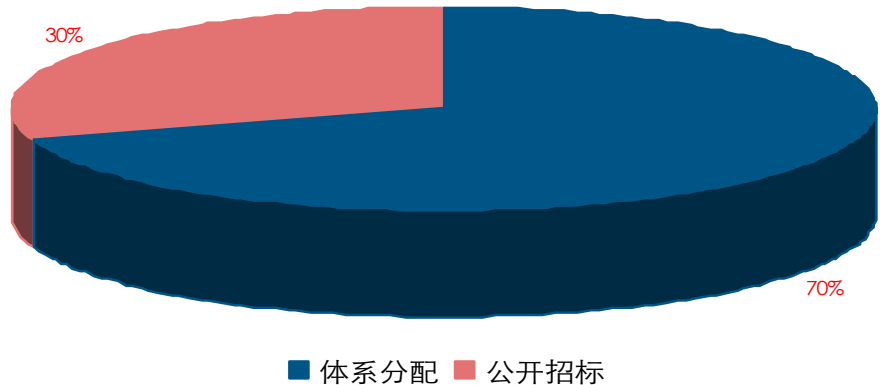
资料来源：公司报告，网络，长江证券研究部

盈余需求才投放市场

经验表明，因为体系内本就存在较多的油气输送管产能，中石油的干线建设中仅 30% 不到的订单会通过市场招标。同时，如果说在西一线、西二线建设中，中石油体系内产能不能满足建设需求使得体系外企业尚还可以获得相应的订单，但是随着中石油体系内企业相应产能的提升，体系外企业可以分享到的来自中石油干线建设的订单将越发捉襟见肘。有关这一点，通过我们后面的需求测算发现，中石油体系内 SSAW 处于供需相对均衡甚至供过于求的状况。

同样的道理，中石化和中海油也必定是优先利用其体系内钢管企业进行生产，盈余的 SSAW 需求才会投放市场进行公开招标。

图 3：中石油 70%市场都是体系内分配



资料来源：中石油，长江证券研究部

不过，我们也看到，在 SSAW 领域也出现了一些新变化。根据“十二五”规划等，未来中石化与中海油承建的油气输送干线比重将由之前的 10% 提升到 30% 以上。而目前中石化体系内仅有沙市钢管约 45 万吨焊管产能，其中油气输送管大约 30 万吨，而中海油体系内相关企业金洲管道（金洲管道与中海油成立合资公司中海金洲，可以认为与中海油合作关系密切）也只有约 40 万吨焊管产能。与高景气的需求相比，二者体系内产能相对不足，加之体系内扩产仍需一定时间，因此中石化及中海油的绝大部分 SSAW 需求将无法通过自身来满足，他们未来面向市场公开招标的增量需求将是 SSAW 领域的新看点。

总结：LSAW 持续看好，SSAW 将有改善

以省级油气运营商和地方性燃气运营商等为主要客户的 LSAW 领域，下游订单面向市场公开招标，民营钢管企业因制度优势而能在竞争中获胜，因此，对于民企来说，LSAW 将是持续看好的领域。

SSAW 下游是“三桶油”，它们会优先向体系内钢管企业分配订单，民营企业只能分享到其公开投放市场的盈余需求，面临供需压力。但是，随着体系内产能较少的中石化、中海油承担的干线项目越来越多，投放市场招标的 SSAW 需求也将增加，因此，预计未来一段时间 SSAW 的供需格局将会出现明显改善。

选企业：行业龙头方可脱颖而出

下游需求多样化：全面供货能力成核心竞争力

➤ LSAW 与 SSAW 应用领域广泛

螺旋埋弧和直缝埋弧焊管因不同的技术品质使得各自的应用范围有所区别，但总体来说应用领域广泛，从油气输送管道干线、支线、城市管网，到海底油气用管再到输煤用管等，类型多种多样。

表 9：SSAW 和 LSAW 的技术品质等对比

螺旋埋弧焊管 (SSAW)	直缝埋弧焊管 (LSAW)
---------------	---------------

优点	◇ 钢管直径与带钢宽度不再受“n”的比例的约束	◇ 成型工艺比较容易，有预焊及精焊，焊接质量比较容易保证
	◇ 螺旋线在理论上可以在输气时对止裂性能有帮助	◇ 有全管扩径工艺，比较容易消除应力，残余应力较小
	◇ 直径最大可以达到2500mm以上，适用于输水管线	◇ 几何精度和力学性能较好，质量稳定，可靠性高
	◇ 成型设备比较简单，基建投资较少	◇ 应用广泛，可以应用于油气管线，可以用于陆上二、三、四类地区、穿越段及海底管线
缺点	◇ 存在较复杂的残余能力，以及分布和量值大小变化较大	◇ 可以达到高钢级 $\geq X120$ ，大壁厚 $\geq 40\text{mm}$
	◇ 螺旋焊管抗大变型能力要弱一些	◇ 直径一般在 $\leq \Phi 1422\text{mm}$ ，受到板宽的限制
	◇ 受到壁厚的限制，一般壁厚 $S \leq 25\text{mm}$	◇ UOE成型方式投资昂贵，JCOE成型方式适用于中型企业
	◇ 受到钢级限制，一般高强度钢级X90~X120的开发仅限于直缝埋弧焊管	◇ 直径 $< \Phi 406\text{mm}$ 时，制作上不够经济

资料来源：Mysteel、长江证券研究部

表 10：不同油气输送管型适用领域与市场空间比较

类型	特点	应用区域	市场空间
螺旋焊管	<u>大直径</u> ($\Phi 2500-3000\text{mm}$) 和 <u>超长长度</u> (最长可达80-100m)，一般钢级 $\leq X70$ 为佳， <u>造价低</u>	适合于城市输水、热力、排风、水利等大型工程，港口打桩工程，一级地区输气工程	由于西气东输干线经过区域基本为一级地区， <u>市场空间比较宽广</u>
直缝埋弧焊管	<u>大直径</u> ($\leq \Phi 1422\text{mm}$) 和 <u>大壁厚</u> ($\leq 50\text{mm}$) 和高钢级 (X100甚至X120)	长输天然气干线、海洋管线和海工结构管	应用领域广， <u>煤层气管线、海底管线是未来新增增长点</u>
高频直缝焊管	<u>中频热处理能消除焊缝区的残余应力和细化晶粒</u> ， <u>尺寸精度高</u> ，钢级一般 $\leq X70$	适宜于城市燃气管线、成品油管线、浆体输送管线以及各种民生用管	<u>关注民生</u> ，是HFW焊管结构调整的着力点之一

资料来源：世界金属导报，长江证券研究部

表 11：LSAW 应用领域广泛

应用领域	用管	口径大小	其他要求
油气干线建设	一级地区 (约75%)	SSAW	中大口径
	次级地区 (约25%)	LSAW	钢级高
油气支线建设	LSAW	中小口径	钢级高
城市管网建设	LSAW	中小口径	少维修，少焊缝
海洋油气工程	LSAW	根据需要使用	厚壁，高钢级
煤业用管	LSAW	中大口径	厚壁，少缝
输电线路建设	LSAW	中小口径	钢级，焊缝热处理

资料来源：长江证券研究部

➤ 订单多样化使得全面供货能力成核心竞争力

应用领域广泛直接导致螺旋埋弧焊管与直缝埋弧焊管企业面临的下游客户相对分散，包括中石油、中石化、中海油再加上众多的省级油气运营商及地方燃气运营商。分散的客户类型，自然带来了需求的多样化，从而对企业全面供货能力提出了较高要求，进而造就了企业的核心竞争力。

表 12: LSAW&SSAW 下游客户分散

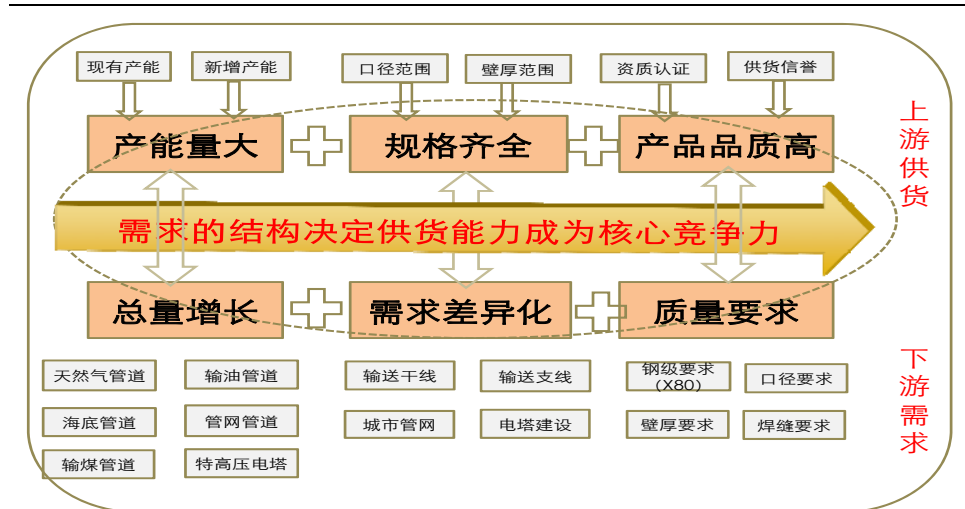
管道种类	管网类型	描述	下游客户	典型客户企业
SSAW	输气干线管网	从油气集气站到城市配气站	三大油	中石油、中石化、中海油
	输气干线管网			
	输气支线管网			
LSAW	城市配气管网	从气源厂或门站到每户燃具	省级油气运营商	陕天然气
	海洋油气工程	输送海底油气	地方燃气运营商	中国燃气福建安然燃气
	煤业用管	输送海底油气	中海油	中海油
	煤业用管	输送液态煤浆	煤炭企业	陕西煤炭股份有限公司
	高压电塔	电塔用管	电力公司	中国电力能源有限公司

资料来源：中国钢管协会，长江证券研究部

行业龙头方可具备全面供货能力

在行业快速发展时期，螺旋埋弧与直缝埋弧焊管需求呈现出的多样化特点，对公司的产能、产品规格及品质提出了很高要求，即基于高产能、齐全规格及高技术品质的全面供货能力成为核心竞争力。

图 4：企业竞争中供货能力成为核心竞争力



资料来源：长江证券研究部

产能方面，更大的产能有利于在快速扩张的行业中占领市场。随着油气输送管道铺设进程的加快，具有优质供应资质的钢管企业在产能扩张上都加快了步伐以求先入为主，抢占市场空间，从而巩固自身竞争地位，形成竞争优势。

产品规格方面，更全的产品规格有利于满足多样化的市场需求。应用领域广泛、客户相对分散，使得行业内订单呈现多批量多规格特征，那些产品覆盖面更全的企业将随之受益，获得更多订单。

技术品质方面，更高的技术品质有利于增强客户粘性，布局高端领域。随着管道向更恶劣环境地区延伸以及人们对于环保、安全的重视，下游需求对于输送管道品质的要求也会越来越高，也就决定了技术品质成为行业核心竞争力之一。

在一个已经经历过产能过剩洗礼后重新达到平衡状态的行业中，龙头企业往往凭借独特的竞争优势来维系乃至加强其行业地位，进而形成强者恒强的局面，油气输送用焊管领

域正是如此。只有龙头企业才具备行业所要求的核心竞争力——全面的供货能力。

选玉龙：需求向好、竞争市场化领域中的龙头 油气管领域的龙头民企

玉龙主营立足于油气输送领域，主要产品为直缝埋弧焊接钢管、螺旋埋弧焊接钢管、方矩形焊接钢管和直缝高频焊接钢管、其中直缝埋弧焊管和螺旋埋弧焊管是公司的主要产品，产能较大，毛利率较高。

在直缝埋弧焊管领域，玉龙正在积极布局，目前产能已达 32 万吨。从募投项目和产能发展方面来看，预计在今年 9 月有望扩大至 44 万吨。在螺旋埋弧领域，玉龙目前产能达到 43 万吨，其中 19 万吨用于油气输送，同时扩建 5 万吨（高钢级油气管）。在直缝埋弧领域，玉龙产能仅次于珠江管道；在 SSAW 领域，玉龙产能仅次于胜利管道，从产能上看，龙头地位业已形成。

表 13：玉龙的主营产品产能规模大，毛利高，龙头优势明显

产品	应用领域	产能	产能分布	技术阶段与竞争格局	毛利率	输水管	油气管	结构钢
方矩形焊管	建筑、钢结构	14万吨	本部（14万吨结构钢）	技术成熟、完全竞争	5.87			14
高频直缝焊管	城市管网、供水、建筑	16万吨	本部（16万吨油气管）	技术成熟、完全竞争	7.22		16	
直缝埋弧焊管	油气输送、城市管网	32万吨，扩建12万吨	本部（32万吨）、四川德阳（12万吨）	技术成熟、体系外格局稳定	19.17		44	
螺旋埋弧焊管	油气输送、城市管网	43万吨（19万吨用于油气输送），扩建5万吨（高钢级油气管）	本部26万吨（20万吨输水管、6万吨高钢级油气管）、新疆伊犁13万吨（高钢级油气管）、四川德阳9万吨（募投5万吨、自建4万吨）	技术成熟、体系外格局稳定	12.90	20	28	
合计		93/118				20	88	14

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 14：玉龙各产品产能、产量、产能利用率

公司主要产品	2008	2009	2010	2011	2012
螺旋埋弧焊接钢管	产能	20	26	26	39
	产量	19.31	22.19	21.58	21.14
	产能利用率	96.57%	85.35%	83.01%	54.21%
直缝埋弧焊接钢管	产能	12	20	20	20
	产量	5.16	10.03	9.5	12.5
	产能利用率	43.03%	50.13%	47.50%	62.50%
直缝高频焊接钢管	产能	16	16	16	16
	产量	12.17	6.66	5.43	4.39
	产能利用率	76.09%	41.60%	33.92%	27.44%

方矩形焊接钢管	产能	14	14	14	14	14
	产量	5.71	7.45	10.21	10.65	10.89
	产能利用率	40.77%	53.22%	72.93%	76.07%	77.78%
合计	产能	62	76	76	89	89
	产量	42.36	46.32	46.72	48.68	50.15
	产能利用率	68.33%	60.95%	61.47%	54.70%	56.35%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

需求见好，民企竞争受益

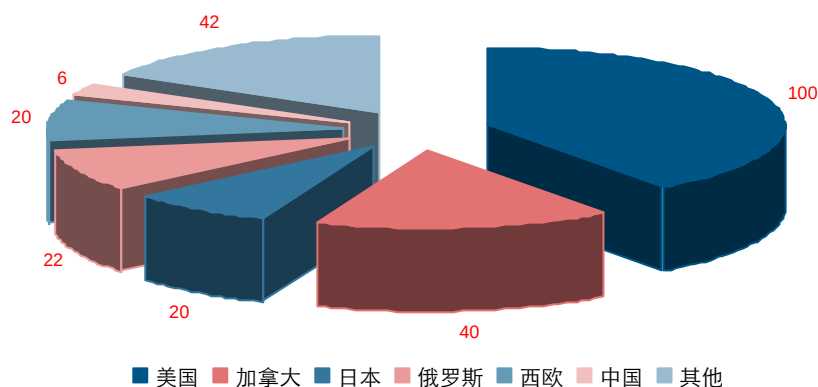
LSAW 需求迎来高景气周期，民企受益

➤ LSAW 坐享油气管道建设的高景气周期

- ✓ 我国输送管道与国外相比差距较大，未来发展空间大

我国石油管道建设与国外差距明显，目前，西方发达国家管道建设相对完备，运输体系健全，我国的油气管道建设还比较落后，未来随着工业结构的调整，将迎来新的发展空间。

图 5：我国油气管道和国外相比差距较大（以美国为基准）

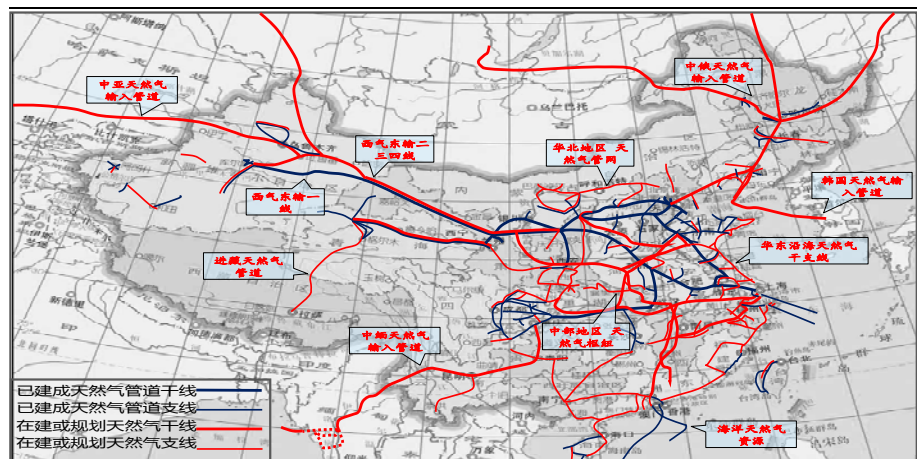


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

✓ 十二五管道建设迎来历史性机遇

目前，我国在建的西气东输二线、西气东输三线、西气东输四线、中缅、中卫-贵阳管道、萨哈林天然气管道、陕京三线、秦沈线、山东天然气管网在内的 17 项天然气管道项目将在 2015 年建成投产，届时我国天然气管道将围绕全国天然气管道联网，进行配套城市分输支线建设，建立“横跨东西、纵贯南北、连通海外”基本框架，形成以 4 大气区（新疆、青海、陕甘宁、川渝）外输管线和进口天然气管线为主干线、连接海气登陆管线和进口 LNG 等气源的全国性天然气管网。

图 6：“十二五”天然气管道规划概况



资料来源：中石油，钢管杂志，国际石油经济，焊管杂志，长江证券研究部

表 15：我国目前主要油气输送主干线列表

工程进度	管道工程	品种	开工日期	竣工日期	长度	设计运能
已建项目	中哈石油管道	石油	2004.9	一期2006.5	240公里（境内）	2000吨/年
	兰郑长管道	石油	2007.8	2008.12	3214公里	1500吨/年
	秦纳线	石油	2005.4	2008.11	4100公里	8000吨/年（其中3000万吨到中国）
	中俄原油管道	石油	2009.4	2011.1	1000公里	1500万吨/年
	日照原油管道1-2期	石油	2009.12	2011.12	836公里	6000吨/年
	陕京一线	天然气	1996.3	1997.9	1256公里	30亿立方米/年
	陕京二线	天然气	2004.3	2005.6	918公里	120亿立方米/年
	陕京三线	天然气	2004.3	2005.6	896公里	150亿立方米/年
	中亚天然气管道A线	天然气	2008.6	2009.12	1801公里	300亿立方米/年
	中亚天然气管道B线	天然气	2009	2010.10	1833公里	
	西气东输一线	天然气	2002.7	2004.10	4200公里	120亿立方米/年
	西气东输二线	天然气	2008.2	2011.6.30	9100公里	300亿立方米/年
在线项目	中哈北线	天然气	2008.7	2012.12	650公里	400亿立方米/年
	中哈南线	天然气	2008.7	2013.3	1475公里	
	中缅线	石油天然气	2010.9	2013.6	原油1631公里 天然气1727公里	原油2200万吨/年 天然气120亿立方/年
	中俄线	天然气	2011	2015	西线2800公里	西线300亿立方/年 东线380亿立方/年
拟建项目	中亚天然气管道C线	天然气	2012年初	2014.1	1840公里	
	西气东输三线	天然气	西段即将开工		2445公里	300亿立方米/年

	天然气	东段2014年开工	约7000公里
西气东输四线	天然气	已完成线路勘探	
西气东输五线	天然气	筹备中	
日照原油管道三期	石油	规划中	200万吨/年

资料来源：中国钢管协会，长江证券研究部

表 16：我国“十二五”天然气管网重点项目表

	管道名称	长度(公里)	输气能力(亿立/年)	管径(毫米)	投产时间	气源
战略进口管道	中亚天然气管道C线	1833	250-300	1219	2013	中亚二期
	西气东输三线	7300	300	1219/1016	2013	中亚二期
干线管道	陕京四线	1300	230	1219	2013	长庆、中亚气
	中卫-贵阳天然气管道	1620	150	1016	2013	中亚气、塔里木气
	东北天然气干线管网	1100	90-120	1016	2011	俄气、中亚气、大连、LNG
	青藏天然气管道	1320	18	508	2014	青海
	鄂尔多斯-安平	680				鄂尔多斯气、煤制气、晋陕煤层气
	冀宁联络线复线	904	150	1016	2013	长庆气、塔里木气、LNG
联络线、干线配套支线	宁鲁输气联络线工程	630	27	711	2013	鄂尔多斯气、川气、LNG
	南疆天然气利民工程	2485	14	508/219	2013	塔里木气
	海上气田天然气管道	1000		325-813	2013	海上
	储气库配套管道	600		610-1219	2014	储气库
	已有管网改造	700	60		2015	东北、西南
	LNG接收站外输管道及相互间联络线	6000			2015	LNG
	已建干线的新建支线	3500				
	新疆煤制天然气外输管道					新疆煤制天然气
煤层气管道	2054	120	408-813	2015	煤层气	

资料来源：发改委网站，长江证券研究部

“十二五”规划提出，加快西北、东北、西南和海上进口油气战略通道建设，完善国内油气主干管网”。中石油仍是目前油气管线建设的主力，包括西二线、西三线(霍尔果斯-韶关)、西四线(吐鲁番-中卫)、中缅、中卫-贵阳管道、萨哈林天然气管道、陕京三线、秦沈线、山东天然气管网等。2015 年上述管线大部分投产。另外，中石化、中海油也急于分享油气市场，纷纷加大建设步伐；中石化正加快建设川气东送管道及沿线支干管网建设，意在开拓山东、长三角等主要目标市场，并规划建设中石化塔里木天然气出疆管线，与川气东送贯通相连，为长三角地区供气；中海油正以广东、上海、秦皇岛等沿海 LNG 接收站为依托，构建天然气沿海大动脉管网，占领珠三角、长三角和环渤海等发达地区市场，积极发展陆上天然气管网。

表 17：“十二五”三大油气公司油气管道支线、城市管网建设规划

企业名称	油、气管道支线、城市管网建设规划
------	------------------

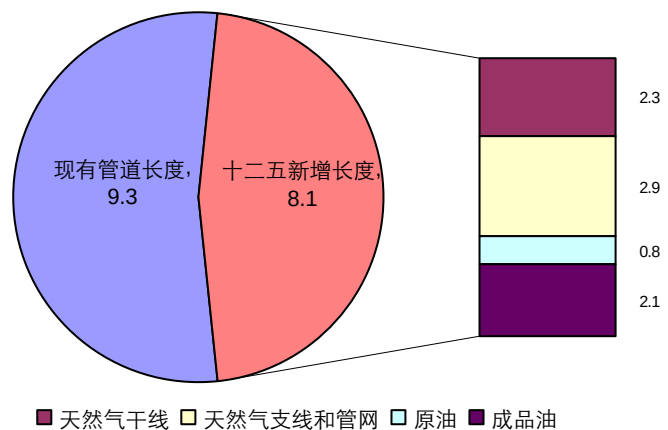
中石油	东南沿海	规划建设西二线、西三线、中缅管道、福建支线
	长三角	规划建设西二线上海支干线、金华-丽水-温州-台州支线及如东-南通-江都管道，主供气源为西一线、西二线、冀宁线和江苏 LNG
	环渤海	规划新建秦沈线、陕京三线、山东管网等干线管道，基本实现地级市全覆盖，主供气源为陕京一、二、三线和唐山LNG
中石化	正在加快建设川气东送管道及线支干线管网建设，也意在开拓山东、长三角等主要目标市场；同时，规划建设中石化塔里木天然气出疆管线，与川气东送贯通相连，为长三角地区供气。	
中海油	以广东、上海、秦皇岛等沿海LNG接收站为依托，构建天然气沿海大动脉管网，占领珠三角、长三角和环渤海等发达地区市场，积极发展陆上天然气管网	

资料来源：玉龙股份招股说明书，长江证券研究部

✓ 管道需求测算

到目前为止，我国已建油气管道的总长度约 9.3 万 Km。根据《天然气“十二五”规划》，“十二五”期间天然气新增重点主干管网(包括战略进口管道和干线管道)长度将达到 2.3 万公里，相应的配套支线管网以及城市区域管网达到 2.9 万公里，总计 5.2 万公里。另外，根据《能源发展“十二五”规划》，新增原油管道和成品油管道长度也将达到 0.8 万和 2.1 万公里。

图 7：我国油气管道“十二五”建设长度接近现有管道长度



资料来源：国家能源局，长江证券研究部

我们基于以下事实及假设前提对十二五我国油气管道需求进行测算：

- ✓ 选材方面：干线管径采取西三线（如西三线二标段）通用管径 1219mm，壁厚 18.4mm，管密度为 $7.85 \times 10^3 \text{Kg/立方米}$ ；支线参考川气东送江苏段，管径 508mm，壁厚 7.7mm。
- ✓ 油气管道长度：按照十二五规划，干线建设为 2 万公里，支线及配套管网为 2.5 万公里，原油管道为 0.9 万公里，成品油管道为 2 万公里。城市管网需求一般认为重量比是干线建设的 3~5 倍，我们这里保守估计取 3 倍。
- ✓ 分品种比例：干线地区参考西气东输二线的建设经验，SSAW 和 LSAW 的使用比重为 7:3；支线地区对管径要求小但对钢级要求高，SSAW 无法生产高钢级，故支线地区全部采用 LSAW；城市管网建设一般采用 SSAW，LSAW，ERW，PE 管。

由于城市管网建设条件复杂，维修困难，故对管道钢级耐腐蚀等要求相对高，结合管道铺设经验，认为这四种管道的需求比重分别为 0%，40%，20%，30%。

表 18：“十二五”我国油气管道和城市管网建设用管总需求测算

种类	管径 (mm)	壁厚(mm)	每公里重量	长度	总需求 (万吨)
天然气干线	1219	18.4	549	2	1099
天然气支线	508	7.7	96	2.5	240
城市天然气管网					3296
原油管道	700	12	206	0.9	185
成品油管道	400	12	118	2	235
合计					5055
平均年需求量					1011

资料来源：焊管杂志，世界金属导报，长江证券研究部

表 19：“十二五”油气管网耗钢分产品需求测算

种类	总需求	螺旋埋弧		直缝埋弧	
		占比	需求量	占比	需求量
天然气干线	1099	70%	769	30%	330
天然气支线	240	0%	0	100%	240
城市天然气管网	3296	0%	0	40%	1318
原油管道	185	70%	130	20%	37
成品油管道	235	70%	165	20%	47
合计	5055	21%	1063	39%	1972
平均年需求量	1011	21%	213	39%	394

资料来源：焊管杂志，世界金属导报，长江证券研究部

根据测算：十二五期间我国对于直缝埋弧焊管、螺旋埋弧焊管、高频直缝埋弧焊管及塑料 PE 管的总需求为 5055 万吨，年均需求为 1011 万吨；其中，LSAW 年均需求为 394 万吨，SSAW 年均需求为 213 万吨。

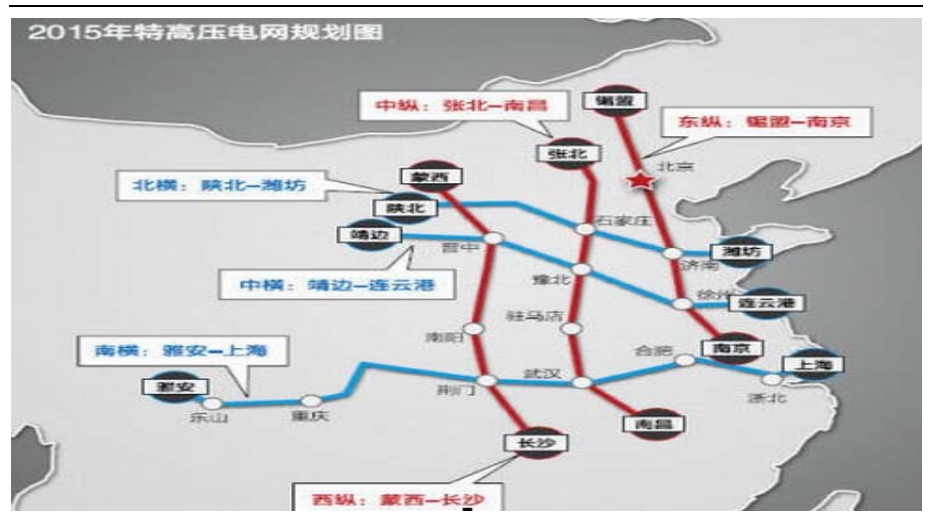
➤ 特高压电塔、海底管道、输煤管道带动 LSAW 需求放量

✓ 特高压电塔带来 LSAW 增量值得期待

特高压输电塔对结构设计、钢材强度提出了更高要求，特高压输电线路建设将是焊接钢管未来的重要市场。与采用传统的型钢相比，特高压输电线路采用焊接钢管后可有效节省钢材使用量 20%左右。

2011 年 9 月皖电东送获批，标志特高压输电线路的破冰之旅起航。“淮南-上海”全长 656 公里，共有 1421 座铁塔，整个工程 2013 年底建成。每个塔重 180 吨，焊管的需求量 25.58 万吨，每公里消耗焊管 390 吨左右。

图 8：我国“十二五”特高压电塔规划布局



资料来源：国家电网，长江证券研究部

2012 年 9 月，国家电网公司组织讨论“淮南-上海”北线工程、“浙北-福州”（2X603 公里）和“雅安-武汉”（2X1296.7 公里）三条特高压交流工程的前期工作的准备情况，短期内发改委或许再度核准特高压线路的建设。

表 20：“十二五”期间国家电网特高压输电规划及 LSAW 需求预测

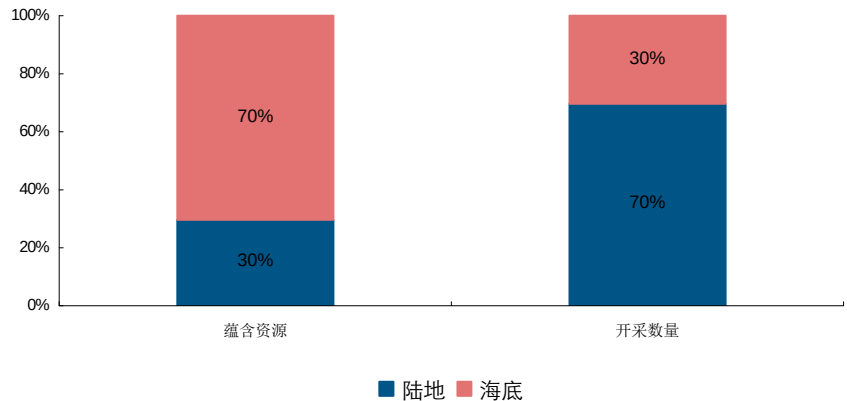
	输电线路	新增线路长度（公里）	LSAW需求预测（万吨）
三纵	锡盟-南京	2725	43
	张北-南昌	2838	44
	陕北-长沙	3200	50
三横	蒙西-潍坊	2040	32
	晋中-徐州	1400	22
	雅安-皖南	3240	51
一环网	淮南-南京-泰州-苏州-上海	2612	41
	海-浙北-皖南-淮南长三角		
合计		18055	283

资料来源：国家电网，长江证券研究部

✓ 海底管道建设成“三桶油”布局重点，释放 LSAW 高需求

海洋蕴藏了全球超过 70% 的油气资源，全球深水区最终潜在石油储量高达 1000 亿桶，深水是世界油气的重要接替区。世界石油产量中约 30% 来自于海洋石油，深水油气资源开发正在成为世界石油工业的主要增长点和科技创新的前沿。

图 9：海底油气资源蕴含丰富但是开发不足未来空间大



资料来源：中海油,长江证券研究部

我国南海具有丰富的油气资源和天然气水合物资源，石油地质储量约为 230 亿-300 亿吨，占我国油气总资源量的 1/3，属于世界四大海洋油气聚集中心之一，有“第二个波斯湾”之称。目前，世界海洋油气管道已达 10 万公里以上，最大作业水深可达 3000 米。而截至“十一五”末，我国已建成的海洋油气管道仅 4000 公里。未来五年，全球规划建设的海洋管道总里程将达 5.6 万公里。

表 21：中海油领头三桶油积极布局海底管道建设

石油公司	“十二五”规划积极布局海底管道
中海油	作为我国海洋油气管道建设的先行者，已建造了大量的海洋油气管道。其中，渤海海域累计超过200公里，南海海域约2000公里，其中南海崖城13-1气田至香港的海底输气管道长达800公里左右，是目前我国最长的海底管道
中石油	将在辽河油田、大港油田等区块建设大量海洋管道，已规划的长输油气管道中也包含一定数量的海洋管道，如西气东输二线海洋管道(约29公里)。在海外，中石油的对外合作区块，也有近10万平方公里的合同总面积，有大量的海洋管道需要建设
中石化	已建成170条共计360公里的海底油气管线和注水管线，铺设海底电缆82条共201公里

来源：中国能源报，长江证券研究部

✓ 输煤管道建设拉开历史新篇章，未来或逐步放量

“十二五”期间，管道运煤将迎来新的机遇。2013 年 7 月，全长 748 公里，目前世界最长，也是我国乃至亚洲的第一条长距离输煤管道神渭输煤管道，经过多年酝酿筹备，目前已进入全面施工阶段，标志着我国管道运煤进入一个新的篇章，未来将会带动更多的发展。

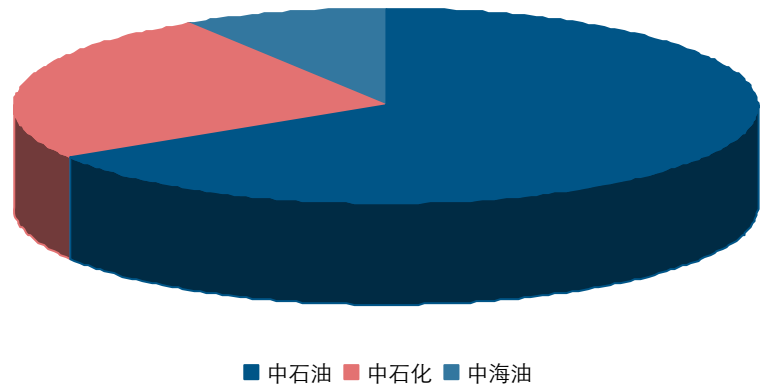
管道运煤由于煤浆流体强，运输过程中对管道和管壁压力大，同时螺旋埋弧由于焊缝较多，对管道煤浆形成较大阻力，影响流体输送。未来管道输煤将带动直缝埋弧新的需求增长点。

体系内产能不足，中石化订单带来 SSAW 机遇

➤ 中石化中海油管道建设份额提高，体系内产能不足致民企受益

干线管道建设在之前基本由中石油主导，90%以上的建设均由中石油承建。而十二五期间，随着中石化的布局转移，中海油海底管道建设的规模投产，未来中石油管道建设份额将受到冲击，预计中石化和中海油的管道占比将由目前的不到 10% 增加至 30% 以上，而中海油无管道子公司，中石化仅沙市钢管，年产量大约 30 多万吨，远远无法满足自身需求，民企将在这一领域充分受益。

图 10：中石化中海油管道占比不断增加，从不到 10% 增加到十二五的 34%



资料来源：公司信息，长江证券研究部

➤ 中石化 SSAW 大订单将放量，玉龙竞争优势明显值得期待

中石化的大项目“新粤浙”与“库尔果斯—山东”招标将进行公开招标，公司 7 月份已拿到相关合作批文。“新粤浙”项目包括一条干线、五条支线，线路全长 8280km，输气能力 300×108m³/a，总投资 1590 亿元。无论是管道长度还是投资规模，新粤浙管道都超过刚刚开工建设的西气东输三线。干线的起点是新疆伊宁首站，终点为广东省韶关末站。而“库尔果斯—山东”干线长度也至少在 4000 公里。

我们基于以下前提，预测玉龙的在中石化大订单项目中的接单量：

- ✓ “新粤浙”项目包括一条干线、五条支线，线路全长 8280km，“库尔果斯—山东”干线长度至少 4000km。
- ✓ 根据过往建设经验，管道建设干线和支线长度比例约为 1: 1，同时用管类型参考西三线标准，由此得到全部用管量约为 450 万吨。
- ✓ 中石化项目为干线建设，故参考过往建设经验，LSAW 和 SSAW 用管比例为 3:7；
- ✓ 中石化内部产能仅为沙市钢管，产能为 50 万吨，能用于干线建设产能为 30 万吨；中石化的需求在满足沙市钢管之后，会投放到市场公开招标。

表 22：中石化大订单项目，玉龙预计可年接单 30 万吨

项目名称	项目建设主体	项目类别	建设期	招标时间
“新粤浙”与“库尔果斯—山东”	中石化	油气干线建设	3年	预计2013年下半年
累计用管	LSAW需求	SSAW需求	中石化自有	招标产能
450万吨	135	315	90	360
年均需求	LSAW需求	SSAW需求	中石化自有	年均招标

150	45	105	30	120
玉龙中标比例	玉龙年均中标量	LSAW中标量	SSAW中标量	
15%	22.5	6.75	15.75	
20%	30	9	21	
25%	37.5	11.25	26.25	
30%	45	13.5	31.5	

资料来源：公司信息，长江证券研究部

中石化对外招标对象是中石油体系内企业可能性较小，主要面向珠江、玉龙、胜利和金洲，在这些同类公司中，玉龙的竞标优势明显，尤其是地域优势：中石化项目从起点到终点，公司新疆、四川以及本部基地均可以相应生产，以配合就近地段管道建设，从而更具成本优势。而珠江基地基本集中在广东番禺，连云港基地以炼钢为主不做管，胜利基地集中在山东，在陕西以西以南就没有优势。

表 23：中石化大订单项目招标，玉龙和同类企业相比竞争优势明显

类型	公司	投标优劣势
中石油体系内企业	中石油	中石油为竞争对手，中石化给标可能性不大
中石油体系外企业	珠江	产能规模虽大，但是在新疆等地无产能，接单受限
	胜利	04年从中石化分离成民企，产能145万吨螺旋埋弧
	金洲	SSAW产能为20万吨，LSAW为12万吨，产能优势不明显
	玉龙	SSAW产能为43万吨，LSAW为32万吨； “新粤浙”干线经过新疆、江西、浙江；玉龙的产线布局优势明显； 公司产线投建速度较快，在1年之内即可形成产能

资料来源：公司资料，长江证券研究部

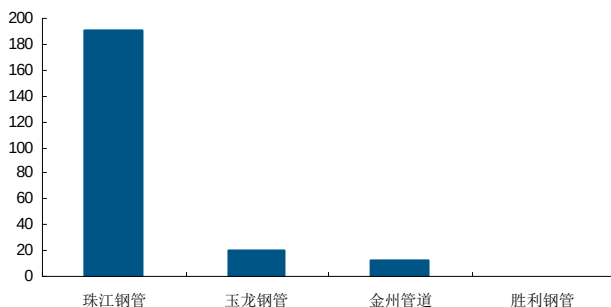
供货能力优良，业绩增长明显

产能突出，迎合需求

玉龙的直缝埋弧焊管目前产能 32 万吨，在民企中仅次于珠江钢管，并扩张快速；螺旋埋弧焊管产能为 43 万吨，仅次于胜利钢管，居民企第 2。

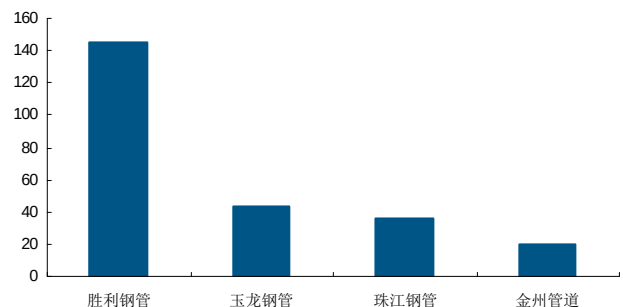
➤ 产能优势在业绩表现上十分明显

图 11：玉龙 LSAW 产能仅次珠江钢管居民企第 2



资料来源：公司资料 长江证券研究部

图 12：玉龙 SSAW 产能仅次于胜利管道居民企第 2



资料来源：Wind，长江证券研究部

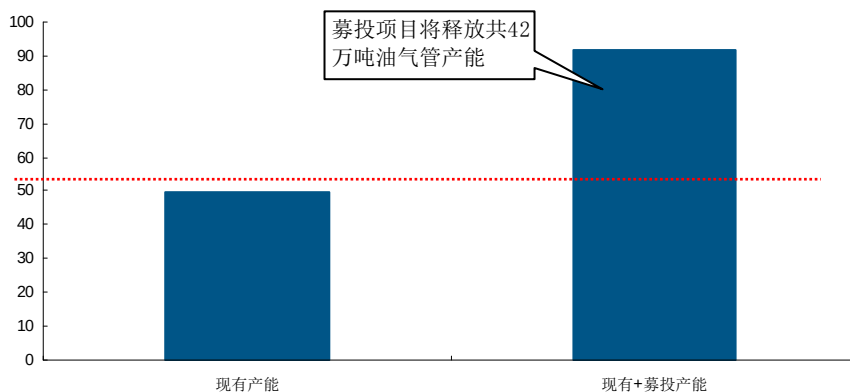
目前，玉龙的产能优势还体现在产能利用率上，2009~2012 年，玉龙的产能利用率高于珠江，表明玉龙的产能得到了更好的释放，更贴近市场，更有效率，市场竞争力更强。

➤ 玉龙 LSAW 产能调整，应需求而动

公司现有产能主要用于市政建设及城市管网改造等，高端油气输送钢管产能占比较小。在立足现有产能的基础之上，公司积极通过实施募投项目推进产品结构升级。目前公司 LSAW 产能主要为本部原有的 20 万吨，由新疆迁回的 JCOE 直缝埋弧焊管 12 万吨（已投产），本部搬至四川德阳的 12 万吨直缝埋弧焊管（预计今年 9 月投产）。

将 LSAW 产线往四川调整，主要基于需求的考虑：四川订单仍主要是地方性质的支线和城市管网，一方面是川气东送主干线已经接近尾声，另一方面四川地区的城市管网建设处于初级阶段，未来市场空间较大，在中缅线陆续投入使用后，后期相应配套的管线将成为一大需求点。

图 13：玉龙的油气管产能随募投项目放量明显增加



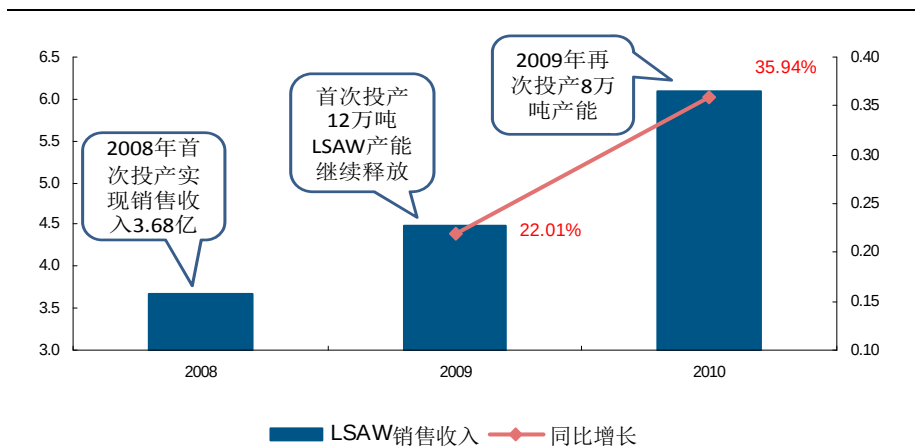
资料来源：公司信息，长江证券研究部

➤ 供货产能的提升带动业绩的增长

以产能为例，自 2008 年，玉龙开始布局并重点发展直缝埋弧焊管领域以来，产能的增长对于业绩的提升贡献明显。公司 2008 年 4 月和 2009 年 9 月分别投产了 12 万吨和 8 万吨的两条直缝埋弧焊管生产线，并于 2008 年首次投产的当年实现销售收入 3.68 亿，随之带动了公司 2009 年、2010 年直缝埋弧焊管销售收入增长了 22.01%和 35.94%。

本次募投项目两条各 12 万吨的直缝埋弧焊管生产线都将在 2013 年投产，随之带来 2014 年的业绩增量值得期待。

图 14：产能投放带动业绩显著增长



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

技术优良，品质过硬

玉龙的直缝埋弧取得了领先的资格认证，一般来讲，由于直缝埋弧的应用领域多数应用于支线建设和城市管网，建设条件相对复杂，受制于地理位置约束，故对管道性能要求较高。因此，产品品质成为下游客户在订单招标时一大决策因素，取得了广泛资格认证的企业可以更容易获得下游客户的青睐和认可。玉龙在资格认证方面取得了较为明显的成就，先后取得了 API Spec 5L、E-30-20607-07、GB/T9711.2-1999 等国内外标准。同时取得了 DNV-OS-F101-2007（海底管线系统规范），为日后获取海底管道招标打下坚实基础。

表 24：玉龙取得的广泛资格认证提供了供货品质保障

LSAW通过资质	标准释义
ASTM A252-98（2007）	焊接钢和无缝钢管桩的标准规范
GB/T3091-2008	低压流体输送用焊接钢管
DNV-OS-F101-2007	海底管线系统规范
GB/T9711.2-1999	石油天然气工业 输送钢管 交货技术条件
GB/T9711.1-1997	石油天然气工业 输送钢管 交货技术条件
API Spec 5L	美国石油协会的管线管标准
TS2710734-2014	特种设备制造许可证（压力管道）A1级
SMS.W.II./75535/A.0	BV 法国船级社工厂认证证书
E-30-20607-07	欧盟CE证书

资料来源：公司资料，长江证券研究部

规格齐全，覆盖面广

玉龙目前是民企中供货规格最全的公司，公司产品全部为普碳钢材质的焊管，下游覆盖水管、油气管、钢结构等领域。

表 25：玉龙 LSAW 口径范围较广

	口径范围	钢级范围
玉龙LSAW	Φ813mm-Φ1422mm	API 5L X42-X80
珠江LSAW	Φ406mm-Φ1626mm	API 5L A-X100

资料来源：公司信息，长江证券研究部

公司生产的 LSAW 外径范围广，从 406.4mm~1422mm 近 30 种外径，壁厚从 6.4mm~50mm 近 20 种不同壁厚规格的产品。可生产 LSAW 的最大长度为 12 米，最大重量为 20 吨。

表 26：公司 LSAW 产品在外径、壁厚和最大长度上覆盖面广

规格指标	可生产 LSAW 规格范围
外径范围 (mm)	406.4、457、508、529、559、610、630、660、711、720、762、813、820、864、914、920、965、1016、1020、1067、1118、1168、1219、1220、1321、1420、1422
壁厚范围 (mm)	6.4、7.1、7.9、9.53、12.7、14.3、15.9、19.1、22.2、25.4、28.6、31.8、34.9、38.1、41.3、44.5、(50)
最大长度 (米)	12
最大重量 (吨)	20

资料来源：公司信息，长江证券研究部

股权激励保驾护航，长期提升业绩

2013 年上半年，公司审议通过了股权激励计划，进一步刺激高管改善公司业绩。公司向激励对象定向发行的 300 万股 A 股股票，占股本 0.94%；其中首次授予 37 名激励对象限制性股票 270 万股，预留 30 万股；

我们根据行权条件推算 2013~2016 年公司扣非业绩的最低水平：

- ✓ 解锁应该满足扣非净利润条件：以 2012 年为基准，2014~2016 净利润增速不低于 30%、50%、70%；由此推算 2013 年~2016 年公司扣非 EPS 的最低水平分别为 0.39 元、0.44 元、0.51 元、0.60 元，扣非净利润同比增幅分别为 15%、13.04%、15.38%、16.67%。

表 27：按照扣非净利润增幅条件推算 2013~2016 公司最低的扣非 EPS

满足行权条件的净利润	2012	2013	2014	2015	2016
相对 2012 年增长率		15%	30%	50%	75%
扣非净利润	1.08	1.24	1.40	1.62	1.89
年增长率		15.00%	13.04%	15.38%	16.67%
最新股本	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18
扣非 EPS	0.34	0.39	0.44	0.51	0.60
对应 PE	24.83	21.60	19.10	16.56	14.19

资料来源：公司资料，长江证券研究部

- ✓ 解锁应该满足 ROE 条件：以 2012 年度为基准年，2014~2016 年的扣非 ROE 不低于 7%，7.5%，8%。我们按照加权扣非 ROE 的要求条件推算：2013 年~2016 年公司扣非 EPS 的最低水平分别为 0.40 元、0.44 元、0.49 元、0.54 元，扣非净利润同比增幅分别为 16.57%、10.84%、10.52%、10.27%。

表 28：按照扣非净利润增幅条件推算 2013~2016 公司最低的扣非 EPS

满足行权条件的净利润	2012	2013	2014	2015	2016
扣非 ROE	5.65%	6.50%	7%	7.50%	8%

年初净资产	19.37	19.94	20.57	21.26
对应扣非净利润	1.08	1.26	1.40	1.54
年增长率	16.57%	10.84%	10.52%	10.27%
最新股本	3.18	3.18	3.18	3.18
扣非 EPS	0.34	0.40	0.44	0.49
对应 PE	24.83	21.30	19.22	17.39

资料来源：公司资料，长江证券研究部

- ✓ 同时，解锁还应该满足第三个条件：解锁日上一年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。根据这一条件，得到：2013~2016 的 EPS 最低水平分别为 0.44 元、0.40 元、0.39 元、0.41 元，扣非净利润同比增速为 29.13%、-9.41%、-1.37%、4.44%。

表 29：按照扣非净利润增幅条件推算 2013~2016 公司最低的扣非 EPS

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
扣非净利润	1.79	1.32	1.08	1.39	1.26	1.25	1.30
年增长率		-26.45%	-17.89%	29.13%	-9.41%	-1.37%	4.44%
最新股本	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18
扣非EPS	0.56	0.41	0.34	0.44	0.40	0.39	0.41
对应PE	16.86	22.93	27.92	21.62	23.87	24.20	23.17

资料来源：公司资料，长江证券研究部

综合三个考核条件，得到 2013~2016 的扣非净利润为：0.44 元、0.49 元、0.56 元、0.60 元，扣非净利润增速分别为 29.13%、10.81%、15.38%、5.97%。股权激励计划，有利于激励核心员工的积极性，继续为公司管理水平和经营业绩的提高发挥重要作用，使得公司经营有明显保证。

表 30：综合三个条件得到的公司 2013~2016 最低的扣非 EPS 情况

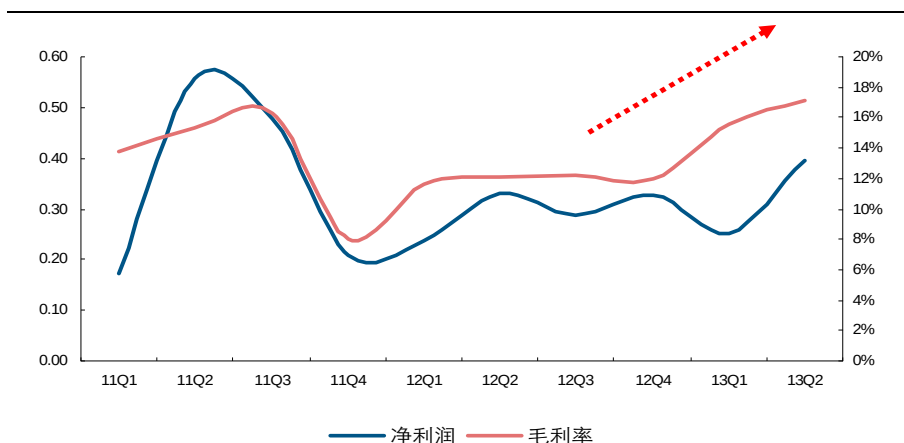
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
年增长率		-26.45%	-17.89%	29.13%	10.81%	15.38%	5.97%
扣非净利润	1.79	1.32	1.08	1.39	1.55	1.78	1.89
最新股本	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18	3.18
扣非EPS	0.56	0.41	0.34	0.44	0.49	0.56	0.60
对应PE	16.86	22.93	27.92	21.62	19.51	16.91	15.96

资料来源：公司资料，长江证券研究部

需求向好+行业龙头+股权激励=业绩值得期待

公司在经历了 2011 下半年的阵痛之后，努力调整产品结构，合理布局产线。2012 年经历了一年的平稳恢复之后，2013 年改善更为显著。同时，募投项目的陆续投产放量，为获取景气需求的订单做好了产能准备。

图 15：玉龙的净利润和毛利率都得到明显恢复



资料来源：公司信息，长江证券研究部

表 31：玉龙募投项目陆续投产放量，抢占市场蓄势待发

产品类型	地点	产能	钢管直径	钢管壁厚	钢管长度	最大重量	预计投产时间
JCOE直	四川德阳	12万吨	406-1422mm	7-50mm	8-12m	20吨	2013.9
缝埋弧管	无锡	12万吨	406-1422mm	7-50mm	8-12m	20吨	已投产
高钢级高强度	四川德阳	5万吨	325-1220 mm	5.6-16mm	8-12.3m	6吨	2014年
		6.5万吨	406-1422mm	5.6-25.4mm	8-13m	15吨	已投产
SSAW	新疆	6.5万吨	406-1422mm	5.6-25.4mm	8-13m	15吨	已投产

资料来源：公司报告，长江证券研究部

综上所述，作为拥有全面供货能力的行业龙头，玉龙将充分受益于中石油体系外油气输送管道市场高景气周期；加之股权激励提升管理效率，确保业绩最低年增长，募投产能释放带动产品结构优化提升毛利率，如虎添翼的玉龙值得期待。

立足于此，我们结合公司过去的营收业绩表现，募投项目的规划及投产情况，对公司未来几年业绩进行预测。预测主要是对主要产品的产量，吨钢价格和吨钢毛利进行假设，进而得出总体营收情况，具体假设依据和理由是：

- **SSAW 产量：**公司今年自筹资金所建 4 万吨 SSAW 项目已经投产，加上已有的 6.5 万吨 SSAW，预计今年产量 5 万吨。新疆 6.5 万吨 SSAW 项目同比好转，预计 2013 年产量 3 万吨。本部 SSAW 以输水管为主，产量平稳，预计 2013 年 16 万吨。募投项目四川 5 万吨 SSAW 预计 2014 年投产，在深入拓展市场之下，届时将进一步带动产量提升，预计 2014、2015 年实现产量 28 万吨、30 万吨。
- **LSAW 产量：**本部 12 万吨 JCOE 项目已于 6 月投产，四川德阳 12 万吨 JCOE 项目延迟到 9 月投产，二者预计贡献产量 3 万吨。本部两条共 20 万吨产能的 LSAW 产线在订单充足的情况系，预计产量同比增加达到 15 万吨。后期募投项目产能陆续释放、产品结构调整带来大订单增大，叠加 LSAW 需求持续向好，预计 2014、2015 年产量分别达到 22 万吨、26 万吨。
- **ERW&方矩形钢产量：**ERW 和方矩形钢产线虽不是公司重点发展的内容，其中方矩形钢今年业绩表现较好，ERW 近年表现欠佳。但随着市场的进一步开拓及客户资源的积累，预计此部分产量和业绩稳中有涨。综合而言，保守预测 ERW2013 年~2015

年产量维持不变，为 5 万吨；预测方矩形钢 2013~2015 年产量分别为 12、11 和 11 万吨。

- **SSAW 吨钢收入及吨钢毛利：**随着募投项目的投产，公司 SSAW 产品结构升级，将更多地应用于油气输送领域，从而带来吨钢毛利的上升，但另一方面，竞争的加剧也会对公司 SSAW 产品定价能力及盈利能力产生影响。同时，2012 年受竞争加剧影响，吨钢收入和毛利降幅较大，但预计已经触底。另外，2013 年钢铁行业低迷，原材料价格下降，对毛利率提升有促进作用。综合考虑，我们预计公司 2013~2015 年 SSAW 吨钢收入分别为 4000、3950、3900 元，吨钢毛利分别为 700、700、700 元。
- **LSAW 吨钢收入及吨钢毛利：**公司 LSAW 吨钢收入和吨钢毛利历来较高，2012 年受竞争加剧等影响而降幅较大，但预计已经触底，后期吨钢毛利将随着更宽口径和更高钢级的 JCOE 募投项目投产而进一步上升，而吨钢收入将随着行业竞争的加剧而向行业均值靠近，逐渐下降。加上今年钢价低迷等利好因素，综合来说，预计公司 2013~2015 年 LSAW 吨钢收入分别为 5800、5750、5700 元，吨钢毛利分别为 1150、1180、1180 元。
- **ERW&方矩形钢吨钢收入及吨钢毛利：**ERW 和方矩形钢项目，将随着需求及竞争的缓解而在 2012 年基础上触底回暖。ERW 将提供稳定业绩，今年受国电投资启动较少而将下滑但预期今年见底，同时随竞争加剧而逐步减价，预计 2013~2015 年吨钢收入分别为 4700、4650、4600 元，吨钢毛利后续三年分别为 300、350、350 元。考虑到方矩形钢产品类型与公司其他产品差异很大，随着公司市场的进一步开拓，预计 2013~2015 年吨钢收入分别为 3500、3450、3400 元，吨钢毛利三年维持不变为 300 元。

基于上述假设，我们预计公司 2013 年、2014 年 EPS 分别为 0.47 元、0.60 元，维持“推荐”评级。

表 32：公司主营分产品盈利预测

分产品	盈利指标	2012E	2013E	2014E	2015E
螺旋埋弧焊接钢管	营业收入（百万）	844	960	1106	1170
	同比		13.70%	15.21%	5.79%
	毛利率	12.90%	17.50%	17.72%	17.95%
直缝埋弧焊接钢管	营业收入	680	1044	1265	1482
	同比		53.59%	21.17%	17.15%
	毛利率	19.17%	19.83%	20.52%	20.70%
直缝高频焊接钢管	营业收入（百万）	397	235	233	230
	同比		-40.76%	-1.06%	-1.08%
	毛利率	7.22%	6.38%	7.53%	7.61%
方矩形焊接钢管	营业收入（百万）	401	420	380	374
	同比		4.83%	-9.64%	-1.45%
	毛利率	5.87%	8.57%	8.70%	8.82%
合计	营业收入（百万）	2321	2659	2983	3256
	同比		14.54%	12.19%	9.15%

毛利率	12.18%	15.57%	16.47%	16.91%
-----	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司资料，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2465	2823	3167	3457	货币资金	625	282	317	411
营业成本	2169	2384	2646	2872	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	296	439	522	585	应收账款	350	401	450	492
%营业收入	12.0%	15.6%	16.5%	16.9%	存货	448	495	549	596
营业税金及附加	8	9	10	11	预付账款	338	371	411	446
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	1	1	1	1
销售费用	50	90	101	111	流动资产合计	1901	1711	1909	2143
%营业收入	2.0%	3.2%	3.2%	3.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	89	127	143	156	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.6%	4.5%	4.5%	4.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-3	5	1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	固定资产合计	839	1084	1105	1113
资产减值损失	0	6	6	5	无形资产	99	94	90	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	11	2	1	1
营业利润	153	202	261	304	其他非流动资产	0	0	0	0
%营业收入	6.2%	7.2%	8.2%	8.8%	资产总计	2850	2891	3105	3342
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	231	68	30	0
利润总额	163	202	261	304	应付款项	547	603	669	726
%营业收入	6.6%	7.2%	8.2%	8.8%	预收账款	91	104	117	128
所得税费用	42	50	65	76	应付职工薪酬	10	12	13	14
净利润	121	151	196	228	应交税费	14	17	21	25
归属于母公司所有者的净利润	117.7	147.6	190.9	221.9	其他流动负债	4	5	6	6
少数股东损益	3	4	5	6	流动负债合计	897	809	856	899
EPS (元/股)	0.37	0.46	0.60	0.70	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2012A	2013E	2014E	2015E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	447	176	234	291	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	897	809	856	899
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1937	2063	2225	2414
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	15	19	23	29
固定资产投资	-382	-328	-132	-135	股东权益	1952	2081	2249	2443
其他	-5	0	0	0	负债及股东权益	2850	2891	3105	3342
投资活动现金流净额	-387	-328	-132	-135	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2012A	2013E	2014E	2015E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.371	0.465	0.601	0.699
银行贷款增加 (减少)	-516	-163	-38	-30	BVPS	6.10	6.50	7.01	7.60
筹资成本	91	-27	-30	-33	PE	25.17	20.07	15.52	13.35
其他	-182	0	0	0	PEG	1.07	0.85	0.66	0.57
筹资活动现金流净额	-607	-190	-68	-62	PB	1.53	1.44	1.33	1.23
现金净流量	-547	-342	34	94	EV/EBITDA	11.91	9.33	7.08	5.88
					ROE	6.1%	7.2%	8.6%	9.2%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
鲍 丽	上海私募总经理	(8621) 68751860	13701828281	baoli@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	看 好：	相对表现优于市场	
	中 性：	相对表现与市场持平	
	看 淡：	相对表现弱于市场	
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
	推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%	
	谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间	
	中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间	
	减 持：	相对大盘涨幅小于-5%	
	无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。