

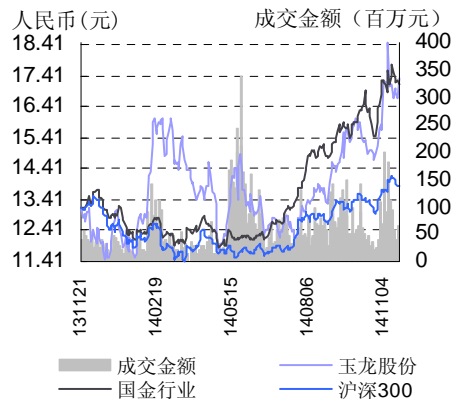
市价(人民币): 17.33元

多方面超预期, 继续推荐

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)	318.13
总市值(百万元)	6,205.80
年内股价最高最低(元)	18.50/11.50
沪深300指数	2583.45
上证指数	2486.79



相关报告

1. 《玉龙涨停点评: 核心逻辑获认可, 继续推荐!》, 2014.11.5
2. 《出口成为新亮点, 并购扩张纳入战略考量》, 2014.10.30
3. 《油气需求有恢复迹象》, 2014.9.12

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

倪文祎 联系人
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.371	0.465	0.495	0.700	0.983
每股净资产(元)	6.10	6.31	6.73	7.08	8.05
每股经营性现金流(元)	1.41	-0.38	2.09	0.78	1.02
市盈率(倍)	24.49	27.33	35.88	25.35	18.07
行业优化市盈率(倍)	23.11	20.24	18.99	18.99	18.99
净利润增长率(%)	-16.76%	26.37%	19.10%	41.56%	40.30%
净资产收益率(%)	6.07%	7.36%	8.22%	11.06%	13.65%
总股本(百万股)	317.50	320.12	358.10	358.10	358.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **出口有望再超预期。**目前, 海外油气管市场需求空间巨大, 公司出口接单情况好于预期。除已有的在手出口订单外, 加拿大、土耳其为公司近两年重点拓展市场, 接单情况有望逐步从无到有, 贡献可观增量; 而尼日利亚、肯尼亚、中亚等前期已有合作的地区, 合作情况良好, 订单量甚至会稳中有升。出口接单再超预期, 进一步验证了我们前期重点提示的出口逻辑, 即出口的高增长是公司未来几年业绩持续较快提升的重要保障。
- **与两桶油合作有意外收获:** 1) 根据公开信息, 中石化计划 3 年内全面完成现有油气管网隐患整治工作, 其中将投入 122 亿元用于替换更新老旧管道。根据我们的测算, 此次管网整治将带来年均钢管需求约 20 万吨, 由于中石化体系内产能不足, 作为体系外龙头的玉龙股份将率先受益。按历史接单经验, 我们预计公司至少获得其中的 40%; 2) 随着中石化国企改革持续推进, 预计在西三线和中俄东线的管道招标中, 很可能将部分实现市场化招标, 即引入优秀的民企参与竞标, 公司作为民企代表, 参与其中为大概率, 这可能是公司首次正式打入中石油主干线管道。
- **新粤浙&外延式收购进展:** 1) 随着油气项目逐步恢复, 如新粤浙线等大管线也启动的概率逐步提升, 我们调研了解其原材料采购等前期步骤进展顺利, 加之规划的时间节点, 我们预计明年上半年启动概率较大; 2) 公司三季度成立投资并购部, 以推进公司在能源和高端装备业的布局。我们认为未来的外延式收购将有望带来新的业绩增长点, 且有助于提升整体估值。

投资建议

- 鉴于上述诸多超预期因素出现, 我们认为公司不仅明年业绩增长的确定性更大, 未来几年的业绩增速甚至有望上调, 因此估值提升的空间扩大, 故继续看好。考虑到出口订单尚未最终落地, 短期维持公司业绩预测, 预计 14-16 年摊薄后 EPS 分别为 0.50、0.70、0.98 元, 维持“买入”评级。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,741	2,465	2,715	2,851	3,538	4,342	货币资金	1,053	625	462	500	550	600
增长率		-10.1%	10.2%	5.0%	24.1%	22.7%	应收款项	486	489	551	474	588	721
主营业务成本	-2,388	-2,169	-2,255	-2,439	-3,001	-3,653	存货	520	448	742	535	658	801
%销售收入	87.1%	88.0%	83.1%	85.5%	84.8%	84.1%	其他流动资产	187	339	248	295	362	440
毛利	353	296	460	412	537	689	流动资产	2,247	1,901	2,004	1,803	2,158	2,562
%销售收入	12.9%	12.0%	16.9%	14.5%	15.2%	15.9%	%总资产	77.1%	66.7%	63.7%	57.2%	61.6%	66.4%
营业税金及附加	-8	-8	-3	-6	-7	-8	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	559	839	959	1,188	1,202	1,168
营业费用	-47	-50	-77	-57	-71	-65	%总资产	19.2%	29.4%	30.5%	37.7%	34.3%	30.3%
%销售收入	1.7%	2.0%	2.8%	2.0%	2.0%	1.5%	无形资产	101	99	177	157	141	128
管理费用	-67	-89	-167	-88	-110	-135	非流动资产	668	949	1,144	1,348	1,344	1,298
%销售收入	2.5%	3.6%	6.2%	3.1%	3.1%	3.1%	%总资产	22.9%	33.3%	36.3%	42.8%	38.4%	33.6%
息税前利润 (EBIT)	230	150	213	261	350	482	资产总计	2,914	2,850	3,148	3,151	3,502	3,860
%销售收入	8.4%	6.1%	7.8%	9.2%	9.9%	11.1%	短期借款	749	231	558	284	367	235
财务费用	-30	3	-17	-23	-16	-13	应付款项	248	641	573	626	772	940
%销售收入	1.1%	-0.1%	0.6%	0.8%	0.4%	0.3%	其他流动负债	15	25	-19	68	74	82
资产减值损失	-8	0	-11	-4	-1	-1	流动负债	1,012	897	1,113	978	1,213	1,257
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	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,012	897	1,113	978	1,213	1,258
营业利润	193	153	185	235	333	468	普通股股东权益	1,883	1,937	2,020	2,155	2,268	2,578
营业利润率	7.0%	6.2%	6.8%	8.2%	9.4%	10.8%	少数股东权益	19	15	15	18	21	24
营业外收支	10	10	1	5	5	5	负债股东权益合计	2,914	2,850	3,148	3,151	3,502	3,860
税前利润	202	163	186	240	338	473	比率分析						
利润率	7.4%	6.6%	6.9%	8.4%	9.6%	10.9%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-52	-42	-37	-60	-85	-118	每股指标						
所得税率	25.6%	25.7%	19.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.445	0.371	0.465	0.495	0.700	0.983
净利润	151	121	149	180	254	355	每股净资产	5.932	6.102	6.311	6.731	7.085	8.054
少数股东损益	9	3	1	3	3	3	每股经营现金净流	-0.083	1.407	-0.384	2.094	0.779	1.023
归属于母公司的净利润	141	118	149	177	251	352	每股股利	0.000	0.200	0.250	0.130	0.130	0.130
净利率	5.2%	4.8%	5.5%	6.2%	7.1%	8.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.51%	6.07%	7.36%	8.22%	11.06%	13.65%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	4.85%	4.13%	4.72%	5.62%	7.16%	9.11%
净利润	151	121	149	180	254	355	投入资本收益率	6.46%	5.09%	6.57%	7.98%	9.87%	12.73%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	63	66	82	124	133	137	主营业务收入增长率	20.41%	-10.07%	10.15%	5.01%	24.10%	22.72%
非经营收益	34	0	26	30	16	15	EBIT增长率	-21.68%	-35.06%	42.25%	22.79%	33.80%	37.84%
营运资金变动	-274	259	-380	336	-154	-180	净利润增长率	-20.84%	-16.76%	26.37%	19.10%	41.56%	40.30%
经营活动现金净流	-26	447	-123	670	249	327	总资产增长率	46.45%	-2.22%	10.48%	0.08%	11.15%	10.22%
资本开支	-85	-382	-228	-327	-124	-85	资产管理能力						
投资	-36	0	-20	-1	0	0	应收账款周转天数	39.9	53.1	52.9	45.0	45.0	45.0
其他	2	-5	0	0	0	0	存货周转天数	76.0	81.5	96.3	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-119	-387	-248	-328	-124	-85	应付账款周转天数	4.0	8.4	11.4	5.0	5.0	5.0
股权募资	818	0	11	0	-96	0	固定资产周转天数	73.6	74.5	108.3	119.6	93.6	71.0
债权募资	300	-516	328	-274	83	-131	偿债能力						
其他	-65	-83	-104	-30	-63	-61	净负债/股东权益	-16.00%	-20.17%	4.71%	-9.95%	-7.99%	-13.99%
筹资活动现金净流	1,053	-599	234	-305	-75	-193	EBIT利息保障倍数	7.8	-51.8	12.4	11.5	22.5	37.3
现金净流量	907	-539	-136	38	50	50	资产负债率	34.71%	31.49%	35.34%	31.04%	34.63%	32.58%

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	3	3	8	10
增持	0	2	2	8	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.40	1.40	1.46	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-03-27	增持	14.14	N/A
2 2014-04-28	增持	11.78	N/A
3 2014-05-06	增持	12.32	13.70 ~ 14.30
4 2014-05-22	增持	14.51	N/A
5 2014-08-22	增持	13.63	N/A
6 2014-09-12	增持	14.94	15.42 ~ 17.63
7 2014-10-30	增持	15.75	N/A
8 2014-11-05	买入	17.25	N/A

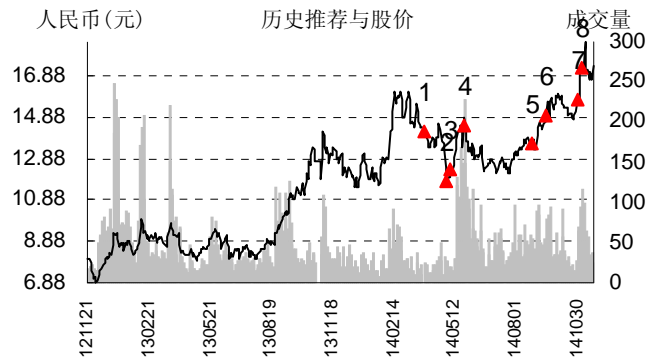
来源：国金证券研究所

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



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20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 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%以下。

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为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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD