

2015-1-30

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

玉龙股份 (601028)
海外市场持续发力，期待国内油气重启

分析师：刘元瑞

✉ liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080003

分析师：王鹤涛

✉ wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512070002

分析师：陈文敏

✉ chenwm@cjsc.com.cn

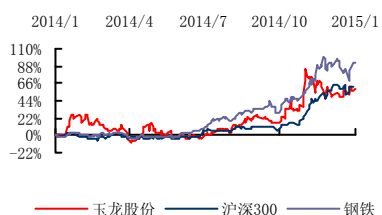
执业证书编号：S0490514080002

联系人：肖勇

✉ xiaoyong3@cjsc.com.cn

☎ (8621)68751760

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：Wind

相关研究

《玉龙股份：选择好赛道好公司，选择业绩确定性增长》2014/11/3

《3 季度开始回暖，继续期待行业景气带来高增长》2014/10/30

《油气输送建设重启，期待高端产能放量》2014/9/16

报告要点
■ 事件描述

玉龙股份持续跟踪报告。

■ 事件评论

民企钢管龙头，综合实力雄厚：公司自设立以来一直专业从事焊接钢管的生产、销售，目前已发展成为专业生产石油、天然气、煤浆、自来水输送用及大型钢结构用钢管综合生产厂家之一，拥有 113 万吨存量产能及 16.5 万吨拟建产能，其中油气输送管产能 63 万吨(不包括拟建产能)。从产能规模及产品规格来看，公司综合实力居同行业前列，具有强大接单能力。

国内项目逐步重启，受益行业景气回升：虽然截至目前，油气输送用焊管行业尚未从油气领域反腐风暴中完全走出，但作为宏观经济下滑的对冲手段之一，面对“十二五”规划大幅落后的建设进度及“十三五”规划编制在即，国内油气输送用管建设重启指日可待。对于玉龙股份这类周期性中游制造业，在下游客户更重视产品品质而对价格不敏感的供应链前端领域，形成了以业绩壁垒为护城河的强者恒强的稳定竞争格局，一旦需求端景气周期重启，必将长期稳定受益。

海外加速拓展+新产品不断突破：在国内业务之外，海外市场拓展迅猛成为公司今年业绩最大亮点。未来随着“一带一路”战略的提出和推进实施，国外油气输送工程将获得更快增长，由此带动国内焊管出口需求上升，巩固行业景气周期。另外，公司日前收到招标机构中国神华国际工程有限公司的《中标通知书》。公司低合金钢焊制钢管产品中标吨数 2851.38 吨，中标金额为 3435.92 万元，占公司 2013 年度经审计的营业收入的 1.27%。公司此番新产品低合金钢焊管中标“宁煤项目”具有突出意义，一方面有助于后续市场推广和销售，另一方面也标志着公司在新产品方面取得重要进展。

按照增发后最新股本计算，预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.37 元、0.67 元，维持“**推荐**”评级。

民企钢管龙头，综合实力雄厚

公司自设立以来一直专业从事焊接钢管的生产、销售，主要产品包括螺旋埋弧焊接钢管、直缝埋弧焊接钢管、矩形焊接钢管和直缝高频焊接钢管四类。公司目前已发展成为专业生产石油、天然气、煤浆、自来水输送用及大型钢结构用钢管综合生产厂家之一，综合实力居同行业前列。

表 1：玉龙股份目前油气输送管产能建成 63 万吨、在建 16.5 万吨

公司产品	目前产能	应用领域	竞争概况	投产时间	
螺旋埋弧焊管	本部	15万吨水管、6万吨油气	水管具备地方优势；油气管为体系外龙头，竞争对手金洲管道、胜利管道	上市前原有	
		6.5万吨油气管		拟建	
	新疆	6.5万吨油气输送		2011年12月	
	四川	6.5万吨新疆迁建油气输送		2013年9月	
直缝埋弧焊管		5万吨水管		2013年9月	
	本部	20万吨油气输送	油气输送城市管网	上市前原有	
		12万吨高强度管油气输送		城市管网龙头，竞争对手珠江钢管、金洲管道	
		10万吨复合双金属复合管产线		拟建	
四川	12万吨油气输送管	2013年9月			
直缝高频焊管	本部	16万吨	建筑工程、输电线塔	完全竞争，国内生产企业众多	上市前原有
矩形焊管	本部	14万吨	大型建筑领域		

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 2：定增募投 1 条 6.5 万吨螺旋埋弧管、1 条 10 万吨复合双金属复合管及 2 条配套防腐产线

序号	项目名称	项目总投资金额	募集资金使用金额
1	江苏6.5万吨螺旋埋弧焊钢管项目	1.57	1.57
2	江苏10万吨复合双金属直缝埋弧焊钢管项目	1.99	1.99
3	江苏3PE防腐生产线项目	0.88	0.88
4	四川3PE防腐生产线项目	0.88	0.88
	合计	5.31	5.31

资料来源：公司资料，长江证券研究部

国内项目逐步重启，受益行业景气回升

虽然截至目前，油气输送用焊管行业尚未从油气领域反腐风暴中完全走出，但作为宏观经济下滑的对冲手段之一，面对“十二五”规划大幅落后的建设进度及“十三五”规划编制在即，国内油气输送用管建设重启指日可待。

- 2014年12月9号，发改委就推进信息电网油气等重大工程建设情况举行发布会，表示将加快相关项目的建设进度。

表 3：发改委表示将加快推进国内油气项目的建设进程，这将有助于钢管行业景气度进一步提升

序号	相关项目领域
1	西气东输系统、陕京管线系统、沿海管道、进口管道等跨区域的长输天然气管道建设
2	完善全国各区域包括环渤海湾、长三角、珠三角等区域的天然气管网系统和配气管网系统

- | | |
|---|-------------------------------------|
| 3 | 加快地下的储气库，进口的液化天然气接收站，还有城市应急和调峰储气的建设 |
| 4 | 完善原油、成品油管道和储备库，改造老旧原油管道，清除运输瓶颈和安全隐患 |

资料来源：公开资料，长江证券研究部

➤ 前期重大项目获批，加速油气输送建设重启步伐

2014年下半年油气建设重大项目频频获批，加速了行业走出反腐阴霾的步伐：西气东输三线中段工程获批，中亚天然气D段开工，中俄天然气东线俄罗斯境内段9月开工、国内段获批建设，新近签署中俄380亿立方米、300万吨/年LNG和中英150万吨/年LNG长期供货协议框架。

表 4：近期能源项目频出，油气输送项目建设重启预期强烈

日期	项目	内容
2014年5月	中俄380亿立方米/年天然气订单	从2018年起，俄罗斯通过中俄天然气管道东线向中国供气，输气量逐年增加到每年380亿立方米（相当于目前中国消费量的23%），累计30年
2014年5月	中俄300万吨/年LNG供应协议	项目包括对南坦别伊天然气田的开发以及建设年产能1650万吨液化天然气和100万吨凝析气的工厂
2014年6月	中英150万吨/年LNG供应协议	自2019年起，BP公司将从其全球LNG资源组合向中海油每年供应多达150万吨的LNG资源，供应期限20年。
2014年6月	西气东输三线中段工程正式获批	工程主要包括1条干线、2条支干线。长度合计为2535公里，项目总投资为436.48亿元
2014年9月	中亚天然气管线D段动工	项目投资总额约67亿美元，预计2016年建成通气，设计年输量300亿立方米，管道全长1000公里
2014年10月	中俄天然气管道东线	干线长度为X1400千米，两条支线的总长为1100千米，境内东线总长度为2500千米，输气量为380亿立方米/年。

资料来源：公开资料，长江证券研究部

海外加速拓展+新产品不断突破

在国内业务之外，海外市场拓展迅猛成为公司今年业绩最大亮点。未来随着“一带一路”战略的提出和推进实施，国外油气输送工程将获得更快增长，由此带动国内焊管出口需求上升，巩固行业景气周期。

国内技术成熟，保障出口供给

实际上，经过多年的积淀，国内油气输送用焊管技术已经成熟，足以保障管道供给的质量，进一步为我国焊管出口创造了条件。以玉龙股份为例，作为国内油气输送用管领域龙头，玉龙股份在焊管技术上具有领先优势。

玉龙股份在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，油气输送用管对管道性能要求较高。因此，产品的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硬件基础。

表 5: 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

新产品获得突破, 巩固业绩增长点

近日, 公司收到招标机构中国神华国际工程有限公司的《中标通知书》。在“神化宁煤 400 万吨/年煤炭间接液化项目煤气化及变换装置-低合金钢焊制钢管采购(项目编号:0744-1440CSIE3747)”招标活动中成功中标。中标产品为低合金钢焊制钢管, 中标吨数 2851.38 吨, 中标金额为 3435.92 万元, 占公司 2013 年度经审计的营业收入的 1.27%。

本次中标是公司新产品合金管的首次中标, 且中标数量较大, 是公司在新产品合金管销售方面取得的重要进展。本次中标具有突出的示范意义, 有助于合金管的后续市场推广和销售, 将对公司未来经营业绩将产生积极的影响。

维持“推荐”评级

按照增发后最新股本计算, 预计公司 2014、2015 年 EPS 分别为 0.37 元、0.67 元, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2715	2540	3250	3816	货币资金	462	385	488	572
营业成本	2255	2144	2652	3082	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	460	396	598	734	应收账款	465	436	558	655
%营业收入	16.9%	15.6%	18.4%	19.2%	存货	742	704	871	1012
营业税金及附加	3	3	4	5	预付账款	217	205	254	295
%营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	32	30	38	45
销售费用	77	72	92	108	流动资产合计	2004	1841	2312	2701
%营业收入	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	167	156	200	235	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	17	11	5	12	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.6%	0.4%	0.1%	0.3%	固定资产合计	959	1206	1344	1374
资产减值损失	11	-3	13	11	无形资产	176	167	159	151
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	9	0	2	2
营业利润	185	157	285	364	其他非流动资产	1	1	1	1
%营业收入	6.8%	6.2%	8.8%	9.5%	资产总计	3148	3216	3817	4228
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	558	0	276	320
利润总额	186	157	285	364	应付款项	494	468	579	673
%营业收入	6.9%	6.2%	8.8%	9.5%	预收账款	77	71	91	107
所得税费用	37	24	43	55	应付职工薪酬	10	11	13	15
净利润	149	134	242	309	应交税费	-30	-20	-35	-44
归属于母公司所有者的净利润	148.7	133.3	241.0	308.4	其他流动负债	4	5	6	7
少数股东损益	1	0	1	1	流动负债合计	1113	535	931	1078
EPS (元/股)	0.42	0.37	0.67	0.86	长期借款	0	0	0	0
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
					负债合计	1113	535	931	1078
					归属于母公司	2020	2665	2870	3132
					少数股东权益	15	16	17	18
					股东权益	2036	2681	2887	3150
					负债及股东权益	3148	3216	3817	4228
					基本指标				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	0.415	0.372	0.673	0.861
					BVPS	6.31	8.32	8.96	9.78
					PE	47.74	53.27	29.47	23.03
					PEG	1.74	1.94	1.07	0.84
					PB	3.14	2.38	2.21	2.03
					EV/EBITDA	26.38	26.35	17.54	13.93
					ROE	7.4%	5.0%	8.4%	9.8%

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
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@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 11 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。