



CICC
 中国国际金融有限公司
 CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
 CORPORATION LIMITED

首次覆盖
 证券研究报告

2012 年 2 月 15 日

金属制品

研究部

丁玥

罗炜

SAC 执业证书编号：S0080511080001
 dingyue@cicc.com.cn

SAC 执业证书编号：S0080511090001
 luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

玉龙股份 (601028.SH)

需求周期向上，新疆区域占据先机

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,711	2,083	2,276	2,505	2,866	3,239
(+/-)	15%	-23%	9%	10%	14%	13%
主营业务利润	395	393	393	396	486	578
(+/-)	34%	-1%	0%	1%	23%	19%
净利润	134	177	179	163	210	267
(+/-)	12%	32%	1%	-9%	28%	28%
全面摊薄每股收益	0.56	0.74	0.75	0.51	0.66	0.84
(+/-)	19.1%	32.1%	1.4%	-31.5%	28.5%	27.6%
市盈率	16.4	12.4	12.3	18.0	14.0	11.0
市净率	4.1	3.1	2.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.86	6.85	7.05	8.07	6.36	4.88
净资产回报率	25.1%	24.9%	20.1%	8.5%	9.9%	11.2%
投入资本回报率	22.4%	19.2%	15.7%	8.2%	9.5%	10.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流	1.3	1.3	-0.4	1.5	0.9	1.0
股价/经营性现金流	6.9	7.1	-21.7	6.0	10.4	9.2

投资提示:

油气输送管需求步入上升周期，公司产量增长来自于在新疆的提前布局，外延式增长恰逢需求周期向上，使公司成为了周期性和成长性兼备的优质投资标的。

理由:

自 2011 年底开始，公司在新疆投建的产能陆续投产，预计 2012 和 2013 年总产量增速达 15% 和 33%。由于新投产品的盈利能力显著好于原有品种，预计 2011 - 2013 年 EPS 分别为 0.51, 0.66 和 0.84 元/吨，后两年增速达 28.5% 和 27.6%。目前股价对应 2011 - 2013 年市盈率 18x, 14x 和 11x。首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

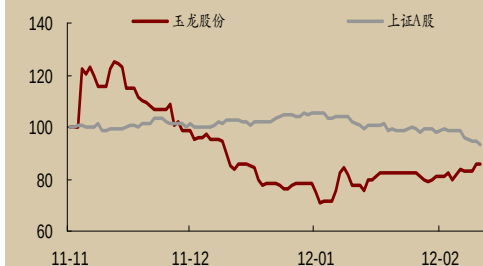
股票信息

A股	
股票代码	601028.CH
当前股价(元)	人民币9.23
日成交量(百万股)	6.11
52周最高价/最低价	人民币13.77/7.47
总市值(百万元)	2,931
发行股数(百万股)	318
其中:流通股(百万股)	64
主要股东(持股比例)	唐志毅(27.09%)

最近估值走势

	过去一周	过去一月	过去三月	年初至今
[601028.SH]	+3.36	+10.27	-29.97	+9.49
[上证A股]	+2.31	+4.46	-7.26	+6.61
[中金钢铁股指数]	+2.58	+4.38	-11.85	+7.15

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司质地:

公司是产品多样化的大型民营焊接钢管生产商。其中用于油气输送的螺旋埋弧焊管和直缝埋弧焊管是业绩增长的主要推动力。公司当前油气输送用管产量占比约 36%，随着新疆生产线的逐步投产，油气管产量占比预计在 2013 年超过 50%。另外公司提供工程用管整包服务，为自来水、污水处理、电厂、热电工程、石化和厂矿等工程提供所需的同口径大小、防腐条件和壁厚的整套钢管。这种服务模式，更好的对接“产”与“销”，获得了产业链供应管理能力的增值。

成长动力:

需求上行周期叠加产能投放是公司未来两年业绩增长的主要动力。公司提前布局新疆区域，这一区域临近西气东输主干线市场，在运输成本方面占据优势。2011 年底 13 万吨螺旋埋弧焊管投产，贡献产量约 2 万吨，预计 2012 年该项目将达产；2012 年四季度 12 万吨直缝埋弧焊管将投产，主要产量贡献体现在 2013 年。新疆分公司的运行成本较本部较低，而且享受“三免五减半”的优惠税收待遇。公司在新疆新增投产产能的盈利能力远远好于原有品种，因此盈利增速也远远高于产量的增速。

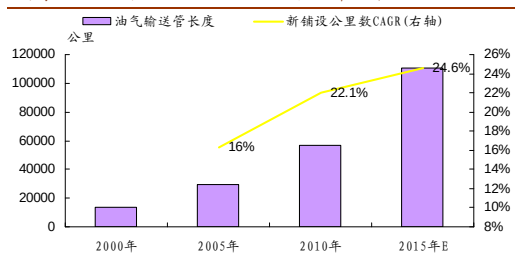
股价催化剂:

油气输送管网招标获订单量超预期。

风险:

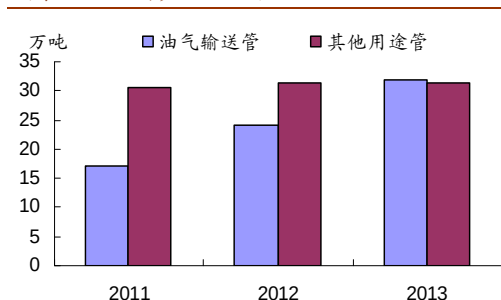
过往业绩过度包装的风险；钢价剧烈波动导致库存风险；新疆项目生产和销售未达预期。

图表1：“十二五”油气输送管增速



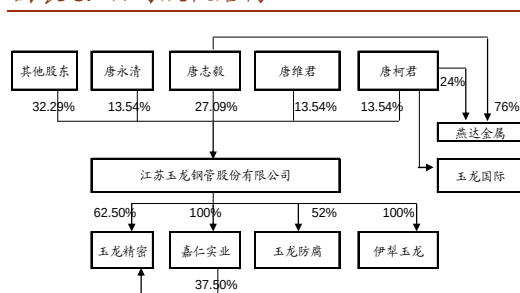
资料来源：中国钢管协会、中金公司研究部

图表2：公司产品结构



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表3：公司股权结构



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表4：公司SSAW管道细分

SSAW产量	2009	2010	2011E	2012E	2013E	吨毛利情况 (2011为例)
普通SSAW	11.0	10.8	9.5	10.0	10.0	520
整包SSAW	5.5	5.4	5.0	5.0	5.0	700
油气SSAW	5.5	5.4	5.0	6.0	6.0	900
伊犁SSAW (油气)			2.0	8.0	10.0	900

资料来源：公司资料、中金公司研究部

行业背景

油气输送管道需求周期向上。1) 2012年主干线项目陆续启动。2011年是“十二五”的第一年,主线项目的开工处于青黄不接的阶段,另外由于西二线因违规而被重点审计,西三线建设的启动受其影响有所拖延,是今年主干线管道订单低于预期的一个重要原因。最近从有关部门获悉:西三线西段,自霍尔果斯之宁夏中卫,已进入环评阶段,环评结束后该项目就进入开建阶段,另外西气东输四线已经完成了线路勘察,如果进行顺利也有望在明年开建。届时2012年可能出现两个大项目开工建设期重叠的情况,需求将集中释放。2) **支线和城市管网配套增长。**天然气管线跨度大,途经多省,所经之处需要建立省级和省内城市间管网。这类管网近年来稳定增长,十二五规划年均增速达16%。近期广东正在进行管网建设运营模式的重大变革,如果新方案能在全中国范围推广,将进一步明晰省级城市间管网的投资主体,刺激管道铺设投资的实际推动效果。

油气输送管道供给相对受限：认证和资质形成壁垒。石油公司以及各级油气管网公司对产品质量及其稳定性要求非常高。因此油气用管供应商除了获得行业认证外,还需要通过客户1-3年的产品试用才能进入采购名单,参与招标。因此能够列入采购名单的供应商形成国内实际有效的产能。这些供应商分为两类:一类是中石油中石化系统下的公司,如宝鸡钢管、渤海装备、华油、沙市钢管等;另一类是两油系统外具有供应资质的优质管道公司:如珠江、胜利、金洲、玉龙以及宝钢。中石油的主干线管道订单有70%给予第一类公司;另外30%订单由第二类公司分享。中石化的订单在满足旗下仅有的一家沙市钢管厂后,剩余订单由其他公司分享。省级支线和地方管网的订单招标更为市场化,第二类公司由于在成本优势而更具竞争力。在2012年主干线项目的启动,不但会做大主干线市场这块蛋糕,同时也会分流支线和地方管网市场的一部分供给,使得两个市场的供需环境均有明显改善。

成长动力：占据新疆区域先机，新产能释放恰逢上行周期

公司提前布局新疆区域,这一区域临近西气东输主干线市场,在运输成本方面占据优势。目前在新疆区域建成的产能寥寥无几,公司是先在该区域投产的供应商。2011年底13万吨螺旋埋弧焊管投产,贡献产量约2万吨,预计2012年该项目将达产;2012年四季度12万吨直缝埋弧焊管将投产,主要产量贡献体现在2013年。新疆分公司的运行成本较本部较低,而且享受“三免五减半”的优惠税收待遇。

由于公司本部部分原有的26万吨螺旋埋弧焊管产能中仅有8万吨产能是生产油气用管的。油气用SSAW的盈利能力显著好于普通水管和工程用管,以2011年的吨毛利为例,普通水管500元/吨,工程整包管700元/吨,油气用管则高达900元/吨。由于新疆项目的产品完全用于油气输送,其盈利能力也高于加权平均的SSAW水平。截止2011年,公司产量中仅有36%是油气管,预计2012年该比例提高至43%,2013年提高至51%。公司管道产品的总体盈利能力随结构的提升而提高。

另外,公司提供工程用管整包服务,为自来水、污水处理、电厂、热电工程、石化和厂矿等工程提供所需的不同口径大小、防腐条件和壁厚的整套钢管,用于输送空气、水、工业气体、化工溶液、矿浆、燃气、燃油等不同介质。工程承包方可以采取每种管材单独招标的方式采购;也可以采取将该工程项目所需的所有管材整包招标的方式采购。能够提供整包工程用管的供应商需要有齐全的产品覆盖和良好的服务意识。提供整包工程用管将获得更高的价格和吨盈

利。其价值的增值空间在于供应链管理能力和，在于更好的对接“产”与“销”，更大程度的降低“产”与“销”之间的价值损耗。

财务分析

存货和应收账款占用流动资金。随着公司油气输送管比例的提高，其销售模式多为闭口合同，签订订单后就需备料，存货周转天数明显拉长，同时下游较为强势，应收账款天数也会相应变长。存货和应收账款的周转率下降和金额上升，占用大量经营性现金流，会产生额外的财务成本。

上市后公司现金充沛。短期内对现金流和偿债能力有较好的补充。后续随着募投项目的投产，ROE水平会逐步提高，增强自身的现金流创造能力。

股价催化剂

油气输送管网招标获订单量超预期。

风险

公司用于油气输送的 SSAW 钢管吨盈利能力显著好于可比公司。玉龙油气输送 SSAW 吨毛利 900 元/吨，金洲的历史区间为 600 - 700 元/吨。市场担心玉龙的加成溢价是否可持续。我们参考可比公司（金洲）的吨毛利水平（650 元/吨）测算 2012 - 2013 年公司 EPS 为 0.53 和 0.72 元/股，对应 PE 分别为 17.5x 和 12.8x。可见当前股价一定程度上反映了市场的这种担心。

钢价剧烈波动导致库存风险；新疆项目生产和销售未达预期。

图表 5: 核心假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量(万吨)	46.5	46.6	47.5	55.3	73.3
YoY		0.2%	1.9%	16.4%	32.5%
其中油气输送管	13.9	15.6	17.0	24.0	32.0
其他用途管	32.6	31.0	30.5	31.3	31.3
典型产品价格					
螺旋埋弧焊管	3,780	4,270	4,611	4,381	4,381
直缝埋弧焊管	5,297	5,985	6,584	6,255	6,255
直缝高频焊管	4,486	4,718	5,190	4,930	4,930
方矩形管	3,468	3,848	4,156	3,948	3,948
典型产品吨毛利					
螺旋埋弧焊管	798	741	692	735	782
直缝埋弧焊管	1,359	1,331	1,330	1,330	1,330
直缝高频焊管	451	500	500	500	500
方矩形管	705	616	633	630	630

资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 6: 历史财务数据

损益表 (百万元)							资产负债表 (百万元)						
2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2,711	2,083	2,276	2,505	2,866	3,239	货币资金	258	406	262	770	705	923
(+/-%)	14.8%	-23.2%	9.3%	10.0%	14.4%	13.0%	应收账款	182	179	271	227	282	333
毛利	395	393	393	396	486	578	存货	409	413	475	473	572	636
(+/-%)	34.1%	-0.6%	-0.1%	0.7%	22.7%	18.9%	流动资产	959	1,206	1,337	1,714	1,887	2,271
营业费用	49	56	40	52	62	65	长期投资	-	-	-	-	-	-
管理费用	51	56	53	58	70	76	固定资产及在建工程等	468	468	544	1,331	1,493	1,535
EBIT	291	272	294	279	344	427	总资产	1,534	1,789	1,990	3,151	3,484	3,909
EBITDA	360	320	349	345	443	558	短期借款	454	309	449	527	465	565
财务费用	46	18	22	28	28	29	应付款项	244	503	410	436	573	590
营业利润	211	249	268	251	316	398	流动负债	923	985	1,023	1,140	1,239	1,368
投资收益	0	-	-	-	-	-	长期借款	-	-	-	-	-	-
营业外收支	-14	-1	-5	-4	-4	-4	长期负债	2	-	-	-	-	-
税前利润	197	248	263	247	312	394	总负债	925	985	1,023	1,140	1,239	1,368
所得税	36	54	64	62	78	98	少数股东权益	75	92	78	100	124	152
少数股东损益	27	17	19	22	24	28	母公司股东权益	609	803	967	2,011	2,245	2,540
净利润	134	177	179	163	210	267	负债和权益	1,534	1,789	1,990	3,151	3,484	3,909
股利	-	-	-	-	-	-							

现金流量表 (百万元)							财务指标						
2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流净额	318.7	308.2	-101.3	484.6	283.1	319.1	毛利率	14.6%	18.9%	17.3%	15.8%	16.9%	17.8%
投资活动现金流净额	-152.0	-47.6	-125.0	-850.4	-258.7	-171.7	息税前利润率	10.7%	13.1%	12.9%	11.1%	12.0%	13.2%
融资活动现金流净额	-117.4	-193.8	117.7	874.6	-89.9	70.8	净利润率	5.0%	8.5%	7.8%	6.5%	7.3%	8.3%
货币资金增加额	50.8	66.9	-109.3	508.8	-65.5	218.2	净资产收益率	25.1%	24.9%	20.1%	8.5%	9.9%	11.2%
							总资产收益率	8.8%	9.9%	9.0%	5.2%	6.0%	6.8%
							总资产负债率	60.3%	55.1%	51.4%	36.2%	35.6%	35.0%
							净负债率	12.8%	-5.4%	9.4%	-7.7%	-6.9%	-9.2%
							利息保障倍数	7.9	17.9	16.2	12.5	15.7	19.1
							流动比率	1.0	1.2	1.3	1.5	1.5	1.7
							速动比率	0.5	0.6	0.5	0.9	0.8	0.9
							应收帐款周转期	15.7	23.8	28.9	28.5	25.5	27.4
							存货周转期	69.0	88.8	86.1	82.0	80.2	82.8

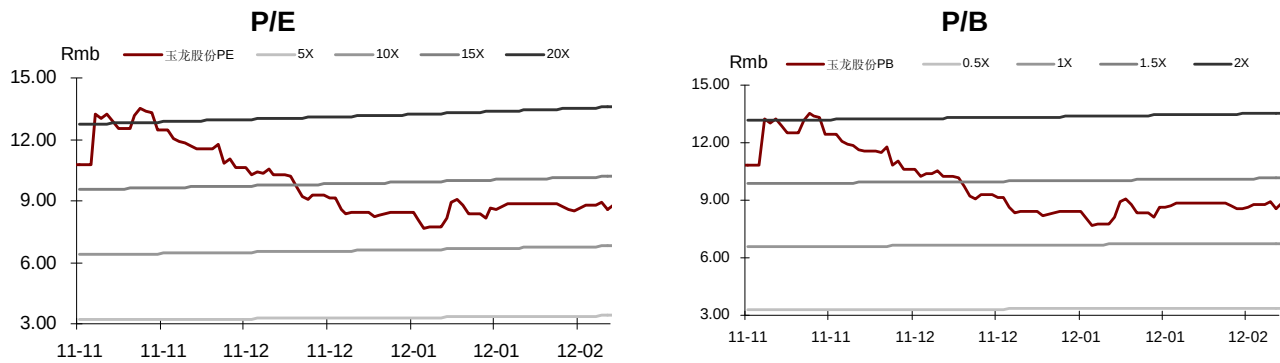
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 7: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	现价				市盈率			市净率			企业价值/息税折旧前利润		
			2012-2-14	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
002478.SZ	常宝股份	CNY	10.5	20.0	18.5	16.6	1.9	1.8	1.6	n.a	n.a	n.a			
002318.SZ	久立特材	CNY	16.9	48.3	29.5	23.2	2.5	2.4	2.2	23.2	19.2	14.8			
601028.SH	玉龙股份	CNY	9.2	12.3	18.0	14.0	2.5	1.5	1.4	n.a	n.a	n.a			
002443.SZ	金洲管道	CNY	9.8	23.3	27.1	19.5	1.1	1.3	1.3	13.4	12.8	8.2			
中金覆盖A股平均值				26.0	23.3	18.3	2.0	1.8	1.6	18.3	16.0	11.5			
中金覆盖A股中位数				21.7	22.8	18.0	2.2	1.7	1.5	18.3	16.0	11.5			
002490.SZ	山东墨龙	CNY	10.7	13.1	16.4	11.3	1.3	1.5	1.3	7.9	7.7	5.9			
A股市场平均值				23.4	21.9	16.9	1.9	1.7	1.6	14.8	13.2	9.6			
A股市场中位数				20.0	18.5	16.6	1.9	1.5	1.4	13.4	12.8	8.2			
0568.HK	山东墨龙	HKD	5.2	7.5	10.1	6.0	0.7	0.9	0.8	6.8	n.a	5.2			
1080.HK	胜利管道	HKD	0.9	29.5	32.2	11.4	1.3	1.3	1.0	13.5	n.a	5.1			
1938.HK	珠江钢管	HKD	2.6	42.4	12.6	9.1	1.5	1.3	1.1	18.2	6.6	4.9			
H股市场平均值				26.4	18.3	8.8	1.2	1.1	1.0	12.8	6.6	5.1			
H股市场中位数				29.5	12.6	9.1	1.3	1.3	1.0	13.5	6.6	5.1			
所有市场平均值				24.6	20.6	13.9	1.6	1.5	1.3	13.8	11.6	7.3			
所有市场中位数				21.7	18.2	12.7	1.4	1.4	1.3	13.5	10.3	5.5			

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 8: 历史的 PE 和 PB 走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

