



新股投资价值分析报告

钢铁-不锈钢管

谨慎申购

久立特材 (002318)

2009 年 11 月 30 日

股票价格

发行价格	23.00 元
合理价值区间	20.00-23.00 元
网下发行数量 (万股)	800
网上发行数量 (万股)	3200

股本结构 (发行后)

总股本 (万股)	16000
流通 A 股 (万股)	4000
B 股/H 股 (万股)	0/0

重要日期

网下缴款日	2009 年 12 月 1 日
网上申购日	2009 年 12 月 1 日

不锈钢管领跑者

不锈钢管子行业市场占有率最大,成长性和盈利能力比较突出。“加工费+直销”模式规避风险,保证业务稳定。募集资金项目前景看好。未来可能面对更为激烈竞争。

主要财务数据及预测

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率 (%)	(0.32)	(16.11)	(13.82)	0.28
净利润增长率 (%)	(1.21)	49.70	7.18	(10.21)
综合毛利率 (%)	13.49	19.43	19.83	18.87
每股收益 (元)	0.68	0.77	0.83	0.74

注: 每股收益按本次发行结束后的总股本 16000 万股计算。

资料来源: 海通证券研究所

- 公司在不锈钢管子行业中市场占有率连续三年保持第一。不锈钢管子行业竞争格局比较分散,主要竞争对手在国外,未来国内太钢和宝钢的加入使得竞争加剧,但公司通过 IPO 募资项目可望继续保持领先。但新项目投产前成长性主要来自于产品结构调整。
- 公司成长性和盈利能力高于行业。从过去三年实际业绩看,公司无论是盈利能力还是成长性均优于行业平均水平,尤其是金融危机以后,表现出了较强的抗风险能力。“加工费+直销”模式使公司得以规避镍价风险和保证市场需求。
- 技术是公司核心竞争优势,税收优惠较多。公司是高新技术企业,拥有较强技术优势,今年不断加大研发投入。此外作为高科技企业,公司享有三年 15% 所得税优惠,以及其它优惠政策。
- 募集资金项目起点高。募集资金项目所投产品技术含量高毛利高,下游行业正处于高速增长阶段,未来看好。
- 合理价值区间为 20-23 元。我们认为公司明年能保持适度增长,但 2011 年如果新项目没有投产将会面临成长瓶颈。预测 2009-2011 年的每股收益分别为 0.77 元、0.83 元和 0.74 元。参考目前可比公司的估值水平,我们认为可以给予公司 2009 年 40-45 倍市盈率,合理价值区间为 20.00-23.00 元,建议谨慎申购。
- 主要风险。1) 太钢等加入将使得不锈钢管子行业的市场竞争加剧,可能导致公司未来毛利率的下滑,公司部分产品毛利率过高将会吸引更多参与者。2) 新产品达产进度以及市场接受程度。

钢铁行业分析师

刘彦奇

电话: 021-23219391

Email: liuyq@htsec.com

目 录

1. 不锈钢管优势民企	4
1.1 作为高科技企业公司享有多项优惠	4
1.2 不锈钢管子行业龙头	4
1.3 历史沿革和股权结构	5
2. 公司主要产线和产品	6
2.1 公司所在产业链位置	6
2.2 主要产线	7
2.3 产品销售主要集中在石化和电力行业	7
3. 行业仍处于快速成长期	7
3.1 我国不锈钢管市场需求结构	7
3.2 产品下游未来成长较快	8
3.3 我国不锈钢管市场容量	9
3.4 我国不锈钢管竞争结构	10
4. 公司成长较快财务健康	10
4.1 公司财务健康	10
4.2 公司成长较快	11
4.3 公司主要产品分析	11
5. 募集资金项目分析	12
6. 盈利预测和估值	13
6.1 主要假设条件	13
6.2 盈利预测表	14
6.3 市盈率法估值，合理价值区间 20.00-23.00 元	14
7. 主要风险	15

图目录

图 1 公司外部组织结构	5
图 2 公司在不锈钢钢管产业链中所处的位置	6
图 3 公司简要产品流程	6
图 4 我国 2010 年不锈钢管市场需求结构预测图	8
图 5 我国 2010 年不锈钢管市场需求结构预测图	8
图 6 2004-2008 年我国天然气产量和消费量统计图	9
图 7 2002-2008 年我国造船完工量、新单量及手持订单量	9
图 8 2003-2008 年我国工业用不锈钢管产量统计图	10
图 9 2006-2008 行业和公司收入以及公司占行业收入比例	11
图 10 2006-2009E 公司收入和归属股东净利润增长	11
图 11 2006-2008 行业与公司销售利润率比较	11
图 12 公司 2006-2009H1 无缝管和焊管产量	11
图 13 2006-09H1 无缝管和焊管占总收入比例	12
图 14 公司产品出口占比和出口毛利率	12
图 15 2008.7.1-2009.11.27 日 LME 三月期镍走势及假设	14
图 16 3Q08-4Q11 季度镍价均价走势及假设	14

表目录

表 1 不锈钢管子行业 2006-2008 年主要企业市场占有率.....	4
表 2 公司发行前和发行后主要持股股东持股数和比例	5
表 3 公司最近四年下游行业按销售额计所占比例.....	7
表 4 公司财务指标.....	10
表 5 公司主要产品 2006-2009H1 毛利、毛利占比和毛利率	12
表 6 此次 IPO 募集资金项目	13
表 7 募集资金投入的时间进度	13
表 8 根据未来镍价和新项目进度做的未来产品价格和收入假设.....	14
表 9 久立特材盈利预测表.....	15

1. 不锈钢管优势民企

1.1 作为高科技企业公司享有多项优惠

公司被认定为高新技术企业；本公司的控股子公司中，穿孔公司是社会福利企业，焊接管公司和挤压公司是中外合资企业。2008 年公司被认定为高新技术企业，自 2008 年起三年内享受所得税率 15% 的优惠政策。

股份公司、穿孔公司和挤压公司技术改造项目曾享受购买国产设备投资抵免企业所得税政策。根据《关于停止执行企业购买国产设备投资抵免企业所得税政策问题的通知》（国税发【2008】52 号），自 2008 年 1 月 1 日起，公司新增国产设备不再抵免企业所得税，但随着《增值税暂行条例》于 2009 年 1 月 1 日实施，公司及控股子公司新购进设备允许抵扣所含的增值税进项税额。根据《国务院关于实施企业所得税过渡优惠政策的通知》（国发【2007】39 号），2008 年 1 月 1 日起，焊接管公司在新《企业所得税法》施行后可继续享受原外商投资企业所得税优惠政策，直至期满为止；而挤压公司的优惠期限从 2008 年度起计算。

如果公司不再享有这些优惠，公司业绩将受到一定影响。报告期内，公司享受的税收优惠和财政补贴增加的净利润占当期净利润的比例分别为 59.37%、42.08%、32.54% 和 17.34%，呈下降趋势；而扣除税收优惠和财政补贴后的净利润 2007 年较 2006 年增长了 3,270.67 万元，在 2008 年下半年经济形势整体下行的情况下，2008 年仍较 2007 年增长 789.99 万元，2009 年 1-6 月达到 4,808.03 万元。报告期内，公司应对税收优惠及财政补贴政策调整的能力逐步增强，但如果公司不再符合各项税收优惠和财政补贴政策的条件，公司的经营业绩将受到一定影响。

1.2 不锈钢管子行业龙头

表 1 不锈钢管子行业 2006-2008 年主要企业市场占有率

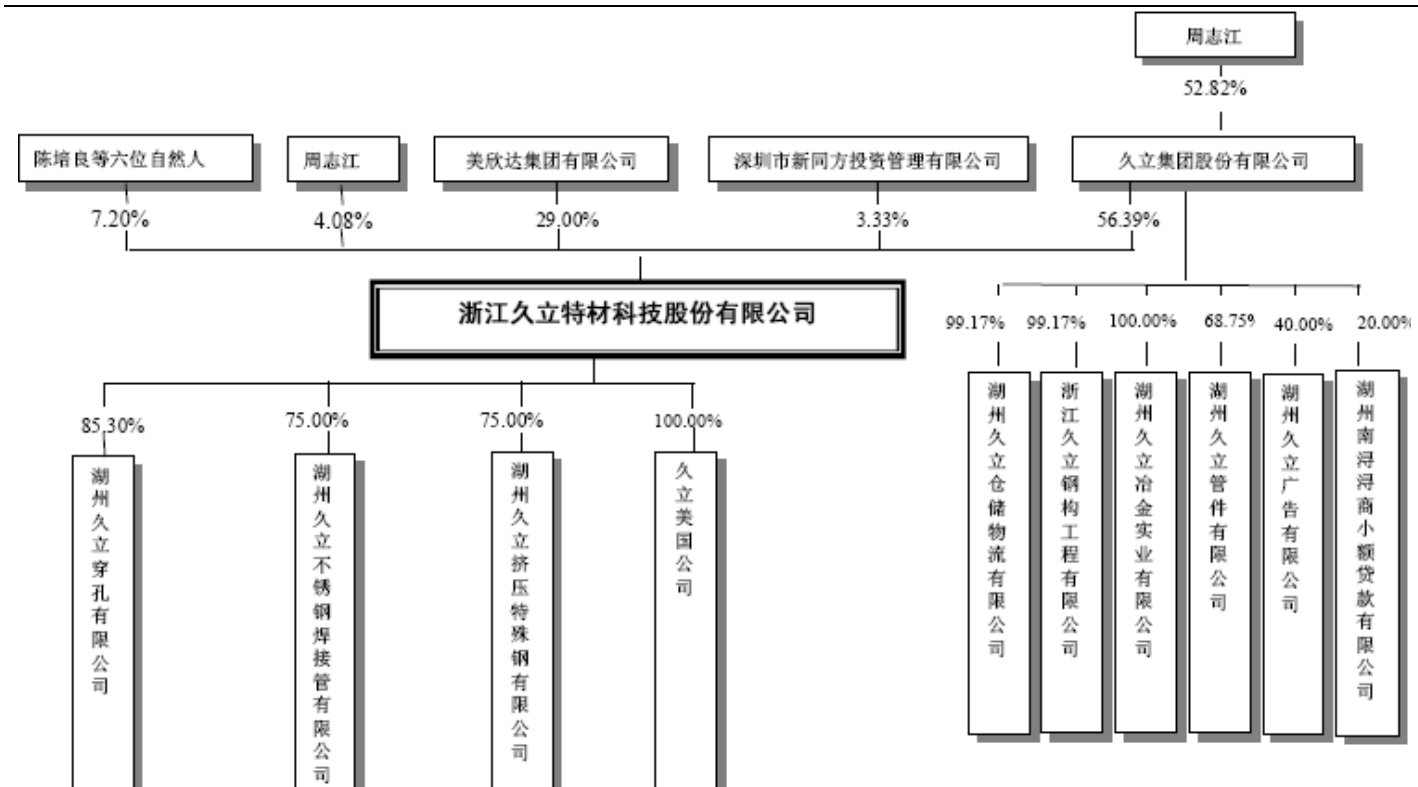
时间	排名	企业名称	产量 (万吨)	市场占有率 (%)
2008 年	1	久立特材	3.95	6.08
	2	常州市武进不锈钢管厂	3.8	5.85
	3	华迪钢业集团有限公司	3.4	5.23
	4	泰朗管业集团有限公司	3.28	5.05
	5	山东东尉集团有限公司	1.6	2.46
2007 年	1	广州花都永大不锈钢型材厂	4.0	6.90
	2	久立特材	3.2	5.52
	3	常州市武进不锈钢管厂	3.2	5.52
	4	常熟华新特殊钢有限公司	3.0	5.17
	5	华迪钢业集团有限公司	2.6	4.48
2006 年	1	久立特材	2.53	5.03
	2	华迪钢业集团有限公司	2.1	4.17
	3	常州市武进不锈钢管厂	1.7	3.38
	4	浙江丰业集团有限公司	1.5	2.98
	5	常熟华新特殊钢有限公司	1.3	2.58

资料来源：招股说明书

公司产品主要用于工业，工业用不锈钢管的下游行业主要是石油、化工、天然气、

电力设备制造、造船、造纸、机械制造、医药器材、食品加工、仪器仪表、航空、航天、军工等行业。近年来，上述行业的快速发展带动了工业用不锈钢管行业的成长，公司抓住机遇，快速成长，过去三年在不锈钢管子行业中的占有率连续三年位居第一（表 1）。

图 1 公司外部组织结构



资料来源：招股说明书

1.3 历史沿革和股权结构

表 2 公司发行前和发行后主要持股股东持股数和比例

序号	股东名称	发行前持股（股）	比例（%）	发行后持股（股）	比例（%）
1	久立集团	67,672,284	56.39	67,672,284	42.30
2	美欣达集团	34,799,999	29.00	34,799,999	21.75
3	周志江	4,898,954	4.08	4,898,954	3.06
4	深圳市新同方投资	4,000,000	3.33	4,000,000	2.50
5	陈培良	2,375,944	1.98	2,375,944	1.48
6	蔡兴强	2,204,068	1.84	2,204,068	1.38
7	李郑周	2,193,957	1.83	2,193,957	1.37
8	徐阿敏	748,170	0.62	748,170	0.47
9	张建新	606,624	0.51	606,624	0.38
10	陈巧仙	500,000	0.42	500,000	0.31
	IPO 发行			40,000,000	25.00
	合计	120,000,000	100.00	160,000,000	100.00

资料来源：招股说明书

公司位于浙江湖州市双林镇，前身是 2004 年 1 月 8 日成立的湖州久立不锈钢大焊管有限公司，初始成立资本 600 万元，此后历经数次更名、增资和股权转让。此次发

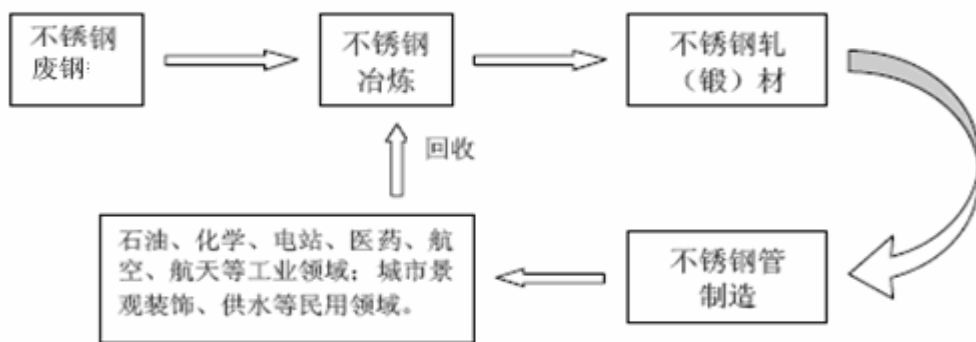
行前公司总股本 1.2 亿股（表 2），其中浙江湖州久立集团控股 56.14%，浙江湖州美欣达集团持股 29%，主要自然人周志江持股 4.08%，因为周控股久立集团 52.82%，因此事实上是控股公司（图 1、表 2）。发行后由于股份稀释，周志江直接和间接持股比例降低，处于相对控股地位。

2. 公司主要产线和产品

2.1 公司所在产业链位置

不锈钢只是根据钢材的一个钢种，同等级别的分类还有普碳钢和合金钢。钢材还有很多其它分类方法，比如按照形状可以分为板材、管材、型材和丝材，也可以按照金相组织分类，可以分为马氏体、奥氏体、铁素体、双相等种类。所以公司产品所处行业应该说是钢铁大行业中的不锈钢子行业，而公司具体生产的产品仅仅涉及到不锈钢子行业中的钢管品种。但由于这些子行业子产品的天然市场规模不大，因此做到龙头也属不易。

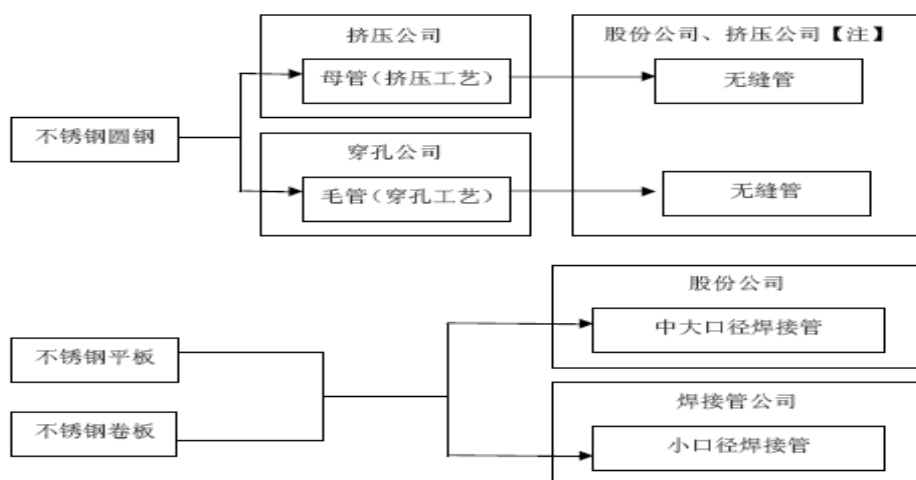
图 2 公司在不锈钢钢管产业链中所处的位置



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

不锈钢钢坯（粗钢）一般用不锈钢废钢冶炼，但太钢和国际上一些不锈钢企业也部分采用铁水加镍等来冶炼不锈钢，但因为技术要求高国内只有太钢和宝钢采用。其它企业基本上采用不锈钢废钢或者其他废钢加相应合金来冶炼。

图 3 公司简要产品流程



资料来源：招股说明书

粗钢（钢坯）冶炼好以后一般送到管坯轧机进行管坯的轧制，更大口径的钢坯一般采用锻造法加工，这些管坯然后再被加工成不锈钢钢管，焊管则采用不锈钢板材进行加工，工艺上差别较大。公司实际上就是最后一道工序，将管坯或者板材加工成不锈钢无缝管或者焊管，但技术含量同样较高。图中灰色箭头即是公司在整个不锈钢管产业链中所处的位置（图 2）。

2.2 主要产线

公司产品包括不锈钢无缝管和不锈钢焊管，还有少量毛管和其它业务，产品结构较为简单，加工流程也一目了然，主要有股份和旗下三个生产性控股子公司完成（图 3），然后以 90%比例直销给用户。

2.3 产品销售主要集中在石化和电力行业

公司产品主要销往石油化工天然气行业，每年按照销售金额算占比在 36%，其次是电力设备，最近三年销售比例提高很快（表 3），从 2006 年的 14%迅速提高到 2009 年截止目前的 25%，这两个行业合计占总销售额的 60%，其它还有造纸、造船、其它机械等。公司产品也不分用来出口，出口金额占比从前两年的 20%下降到最近两年的 15%，这一方面与国内市场情况较好有关，同时可能也受到“双反”和国外市场景气度有关。

表 3 公司最近四年下游行业按销售额计所占比例

项目	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	营业收入 (万元)	占比 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)
石化天然气	29,153	36.82	73,427	35.37	54,107	25.98	40,450	36.66
电力设备	19,565	24.71	38,420	18.51	27,432	13.17	15,487	14.04
造船	1,754	2.22	9,941	4.79	11,108	5.33	8,223	7.45
造纸	1,298	1.64	5,173	2.49	9,690	4.65	5,159	4.68
其他机械	2,503	3.16	8,174	3.94	10,307	4.95	9,898	8.97
其他行业	24,894	31.45	72,474	34.90	95,636	45.92	31,124	28.21
其中：境外	12,022	15.19	29,605	14.26	45,425	21.80	20,332	18.43
合计	79,167	100.00	207,608	100.00	208,280	100.00	110,341	100.00

资料来源：招股说明书

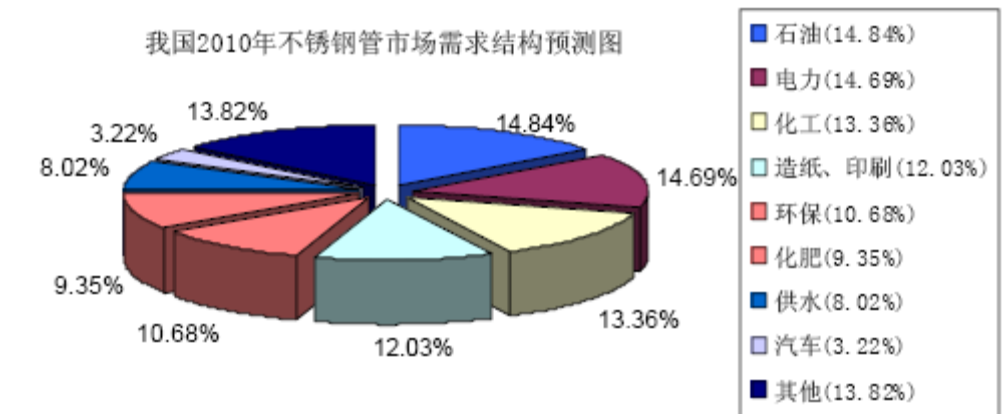
3. 行业仍处于快速成长期

根据中国金属材料流通协会不锈钢分会的预测，我国不锈钢管市场“十一五”期间的年均增长率将达到 10%以上。主要是受益于石油、化工、天然气、电力、造纸、造船等行业。

3.1 我国不锈钢管市场需求结构

国内不锈钢管行业已由数量增长型进入结构调整型阶段，从需求结构来看，中国钢铁协会战略研究委员会委员预测我国 2010 年工业用不锈钢管市场需求仍以石油、化工、电力、造纸、环保、化肥等为主（图 4）。

图 4 我国 2010 年不锈钢管市场需求结构预测图

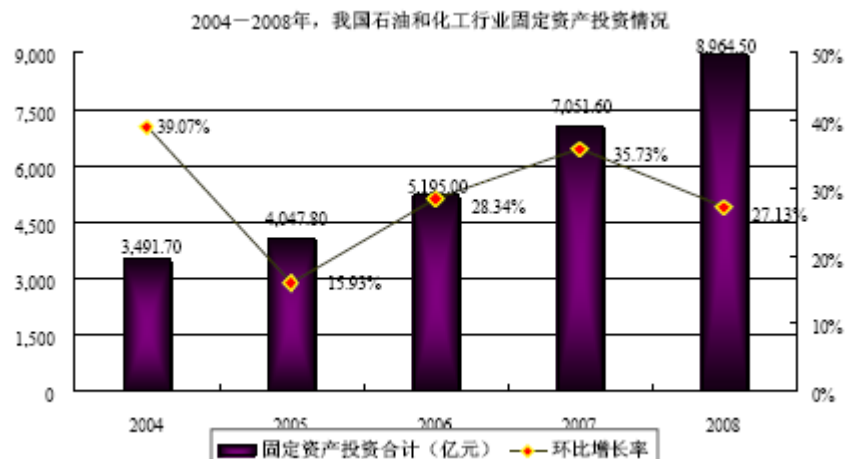


资料来源：招股说明书

3.2 产品下游未来成长较快

根据中国石油和化学工业协会确定的“十一五”发展目标，“十一五”期间石油和化工行业生产总值的年均增长率将达到 12%。石油和化工行业中，与不锈钢管行业密切相关的主要为炼油及乙烯子行业。受 2008 年全球金融危机的影响，2008 年下半年起，我国石油和化工行业景气度下降，但我国政府颁布的扩大内需政策将使石油和化工行业受益（图 5）。

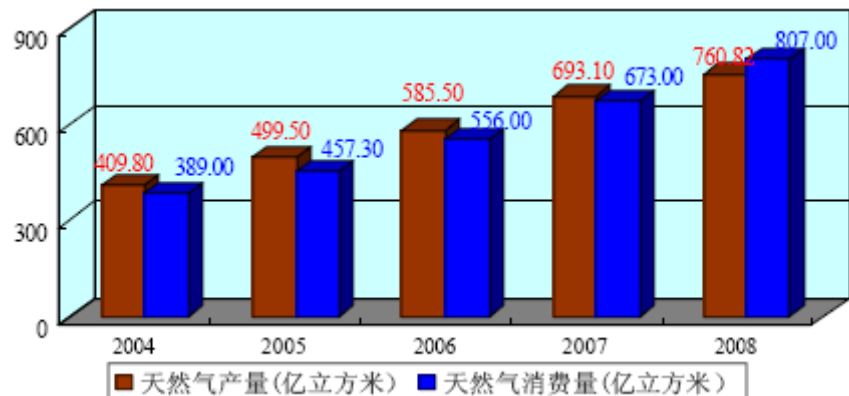
图 5 我国 2010 年不锈钢管市场需求结构预测图



资料来源：招股说明书

近年来，受国内天然气需求拉动，我国天然气产量快速增长。2007 年和 2008 年，我国天然气产量分别较上年增长了 18.38%和 9.77%，天然气消费量分别较上年增长了 21.04%和 19.91%。2004—2008 年，我国天然气供需状况如下。我国天然气开发较晚，2007 年天然气在我国能源使用中的比例仅为 3.9%左右，低于世界平均 24%的水平，因此未来成长性非常可观。作为天然气的重要运输工具的管道，不锈钢管行业将在天然气行业、装备制造业等调整和振兴中获得巨大的发展机会（图 6）。

图 6 2004-2008 年我国天然气产量和消费量统计图

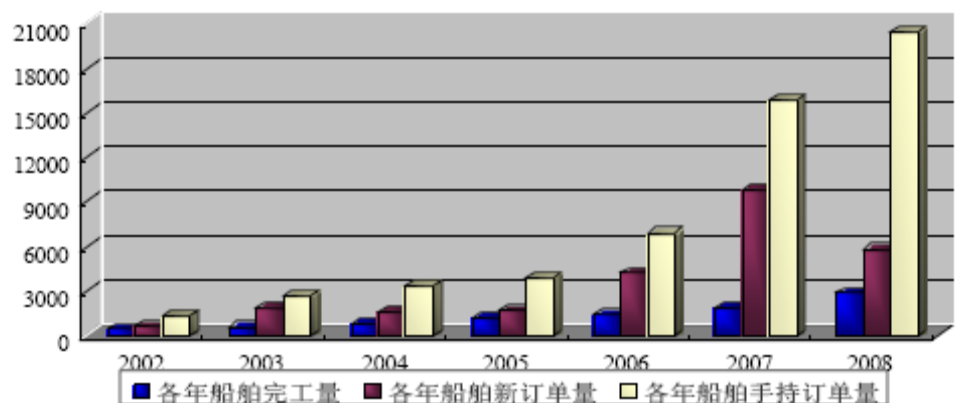


资料来源：招股说明书

估计在与城市化进程同步的时间，火力发电在总发电量中仍将占据主导地位。火电领域节能新技术的应用主要集中在超临界、超超临界压力等高参数、大容量火电机组，洁净煤燃烧发电技术等，国家也一直在制定和执行淘汰落后小火电的措施，因此未来火电增量和存量升级将会为不锈钢管带来较大的市场空间。核电是未来更具成长性的清洁能源，国家制定的核电战略是到 2020 年核电容量将达到 4000 万千瓦，目前国内待批和已批的核电项目将为公司带来新的市场增长点。

船舶行业受到金融危机的影响，目前新增订单量出现了巨幅下降，但手持订单量仍未可观（图 7）。

图 7 2002-2008 年我国造船完工量、新单量及手持订单量（万吨）

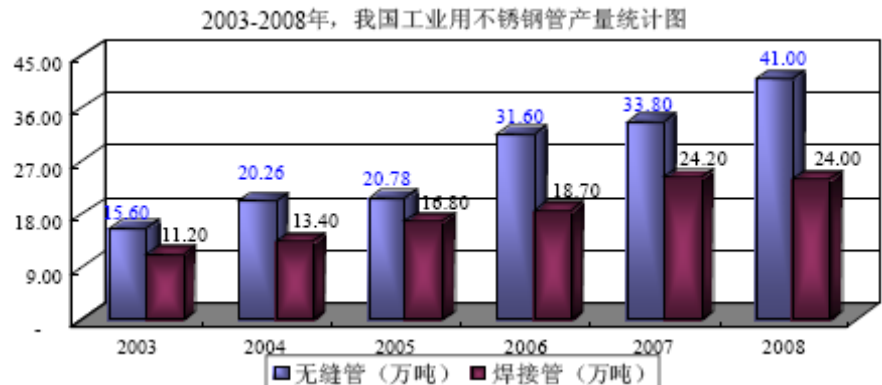


资料来源：招股说明书

3.3 我国不锈钢管市场容量

过去时间，特别是入世之后，我国经济经历了一轮有重工业化带来的快速发展，也为不锈钢管子行业带来了难得的机遇（图 8）。根据我们前面对各个子行业的分析，我们认为未来 8-10 年，不锈钢管子行业年均能够保持高于 GDP 增速的市场容量。

图 8 2003-2008 年我国工业用不锈钢管产量统计图



资料来源：招股说明书

3.4 我国不锈钢管竞争结构

国际上，不锈钢管经过近百年的发展，Sandvik、DMV、Sumitomo、Outokumpu、Butting 等不锈钢管制造巨头为主的垄断竞争市场。

国内市场老牌不锈钢管企业有长城特钢和宝钢，但目前宝钢和长城特钢主要专注也特种钢管，产量较小。随着最近几年不锈钢管的行情见好，宝钢和太钢也开始携重金投入了不锈钢管，太钢与天管合资的不锈钢管项目估计将要投产，宝钢收购南通钢厂后将改造成为给宝钢大院供管坯的基地，其次烟宝鲁宝也在扩大钢管产量，未来不锈钢管将是不可缺少的一环。其次，国内常州武进不锈钢管有限公司也是与公司处于同一水平的竞争者。此外，尚有广州市花都永大不锈钢型材厂有限公司和常熟华新特殊钢有限公司为代表的外资企业。该类企业进入国内较晚，但凭借其雄厚的资金和技术优势，呈现出较快的发展趋势。

上述企业过去几年的市场占有率参见前面表 1。从整体看，目前不锈钢管的市场占有率都不高，公司是最大的市场占有率者，比例也从来不超过 7%，因此，可以说是一个与整个钢铁行业差不多竞争格局的子行业，这加剧了行业竞争，但据了解，高档产品的市场占有率较高。我们认为，展望未来，宝钢太钢不锈钢管项目投产以后，这个行业的竞争压力才会真正到来，届时行业将会发生一些格局的改变。

4. 公司成长较快财务健康

4.1 公司财务健康

表 4 公司财务指标

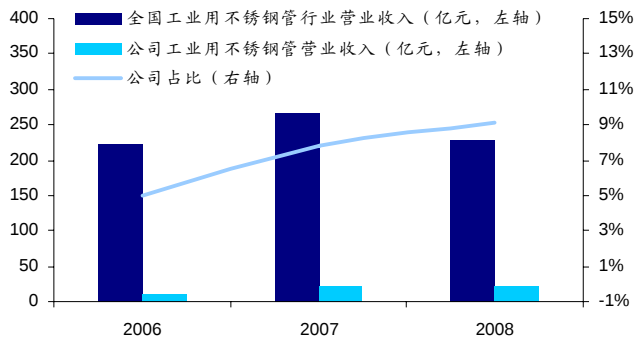
财务指标	09 年 6 月 30 日	08 年 12 月 31 日	07 年 12 月 31 日	06 年 12 月 31 日
1、流动比率 (倍)	1.08	1.1	1.09	0.91
2、速动比率 (倍)	0.72	0.66	0.53	0.53
3、负债率 (%) (母)	66.25	60.53	68.23	70.41
	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
1、应收款周转率 (次/年)	10.94	17.91	22.82	18.77
2、存货周转率 (次/年)	4.27	5.26	5.9	5.39
3、EBITDA (万元)	10,829.10	18,148.32	20,166.23	11,371.24
4、利息保障倍数 (倍)	6.08	3.25	4.58	3.66
5、每股经营现金流 (元)	1.12	1.16	0.64	0.33
6、每股净现金流量 (元)	0.91	0.38	0.61	0.36

资料来源：招股说明书

公司经营现金流充沛，负债率略高，但与行业比适中，流动比率和速冻比例符合制造业特征，受金融危机影响，存货周转率和应收账款周转率 2009 年略有放慢，其它指标正常（表 4）。从公司披露的财务报表看，公司最近三年的期间费用是逐步增加的，但不太明显，主要是加大科研投入所致。

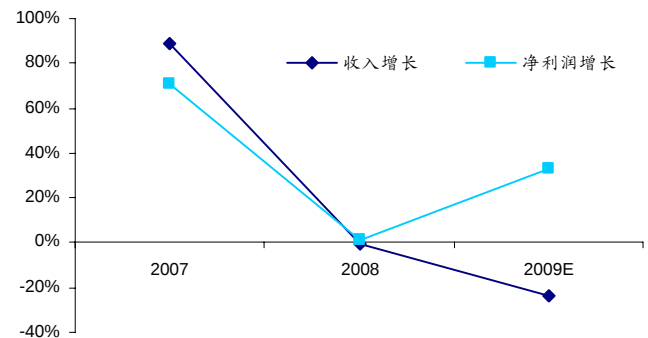
4.2 公司成长较快

图 9 2006-2008 行业和公司收入以及公司占行业收入比例



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

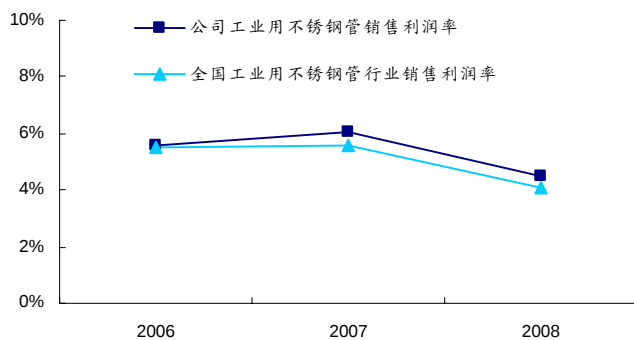
图 10 2006-2009E 公司收入和归属股东净利润增长



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

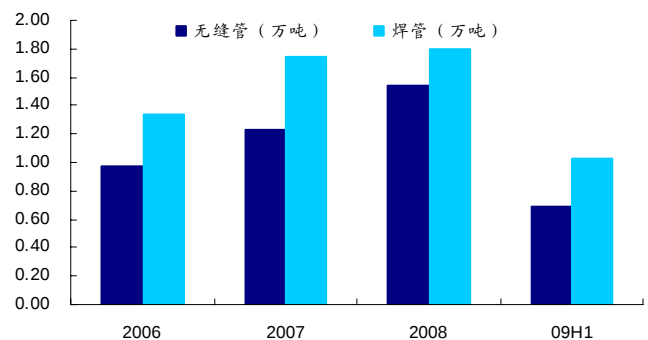
公司最近三年占行业收入比例快速提高，从 2006 年 4.94% 提高到 2008 年的 7.83%，有在金融危机爆发后扩大到 9.13%。2007 年公司收入增长 89%，2008 年持平，2009 年仍有一定幅度的下降，从公司占行业比例看，这是属于行业的波动造成的，但公司份额反而提高。从盈利看，则更加喜人，公司 2007 年归属股东净利润增长 71%，2008 年增长 1%，预计 2009 年将有约 30% 的增长。此外，我们可以看到公司销售利润率连续三年都是高于行业平均水平，但不太明显（图 9、图 10、图 11）。

图 11 2006-2008 行业与公司销售利润率比较



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

图 12 公司 2006-2009H1 无缝管和焊管产量



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

4.3 公司主要产品分析

公司主要产品为不锈钢无缝管和焊管，无缝管占全部产品的 40% 多点，尚有部分毛管和其它业务。但由于无缝管的价格高于焊管，因此无缝管的销售收入占比基本多 5 个百分点左右。公司每年约有 15%-18% 的产品用于出口，其中无缝管出口量占约三分之二，焊管占三分之一，但从国内和出口毛利率看，最近两年焊管的出口毛利率要明显高于无缝管（图 12、图 13、图 14、表 5）。此外，我们可以看到，公司所有产品在进入 2009 年后毛利率大幅提升，尤其是不锈钢焊管，毛利率从 2008 年的 20.56% 提高到 2009 年上半年的 30.16%，这相当于每吨不锈钢焊管毛利高达一万多元，达到武钢宝

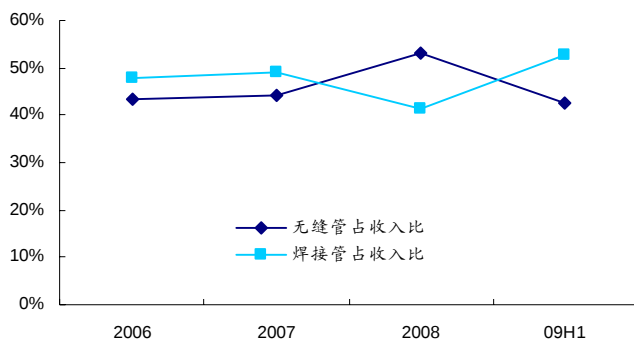
钢取向硅钢的毛利,这对目前的业绩是件好事,但我们认为这样的高毛利不可能维持,主要是因为会吸引国内其它企业大举进入。

表 5 公司主要产品 2006-2009H1 毛利、毛利占比和毛利率

项目	2006		2007		2008		2009H1	
	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)	毛利 (万元)	毛利率 (%)
一、无缝管	7,417	17.66	11,158	14.86	11,611	11.92	4,120	14.71
1、挤压无缝管	(93)	-5.69	1,579	8.52	2,485	8.46	1,571	13.04
(1) 挤压母管	(93)	-5.69	77	5.88	86	5.91	32	11.18
(2) 挤压成品管	-	-	1,502	8.72	2,399	8.59	1,539	13.08
超超临界双相	-	-	227	16.95	919	15.58	388	19.59
2、穿孔无缝管	7,509	18.61	9,579	16.94	9,126	13.41	2,550	15.96
二、焊接管	7,322	15.73	14,054	16.89	15,533	20.56	10,440	30.16
三、毛管	601	7.83	514	6.03	349	4.01	68	6.70
四、其它	103	11.40	354	10.04	207	11.58	1,194	59.14
合计	15,443	15.90	26,080	15.31	27,700	15.10	15,821	24.10
毛利占比 (%)								
无缝管	48.03		42.78		41.92		26.04	
焊管	47.41		53.89		56.08		65.98	
毛管	3.89		1.97		1.26		0.43	
其它	0.67		1.36		0.75		7.55	

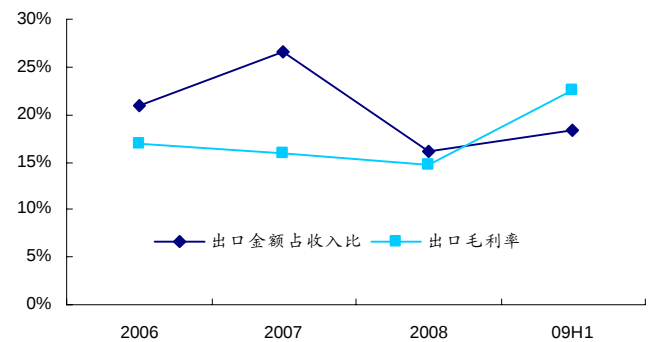
资料来源: 招股说明书

图 13 2006-09H1 无缝管和焊管占总收入比例



资料来源: 招股说明书、海通证券研究所

图 14 公司产品出口占比和出口毛利率



资料来源: 招股说明书、海通证券研究所

5. 募集资金项目分析

本次发行募集资金扣除发行费用后,将首先用其中的部分资金偿还和弥补因先行实施“超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目”和“年产 10,000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目”所使用的银行借款和自有资金,余下资金将继续用于“超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目”、“年产 10,000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目”及投资兴建“年产 3,000 吨镍基合金油井用管项目”(表 6、表 7)。

表 6 此次 IPO 募集资金项目（万元）

序号	项目名称	募资金额	项目投资	项目总投资构成		
				土建	设备	铺底
1	超超临界电站锅炉关键耐温耐压件	33,310	36,170	3,723	24,440	8,008
2	万吨油气输送中大口径不锈钢焊管	13,651	13,651	310	10,339	3,002
3	年产 3,000 吨镍基合金油井用管	12,683	12,683	890	6,789	5,004
合计		59,644	62,504	4,923	41,568	16,014

资料来源：招股说明书

表 7 募集资金投入的时间进度（万元）

序号	项目名称	总投资	募集资金年度投入额		
			第一年	第二年	第三年
1	超超临界电站锅炉关键耐温耐压件	36,170	14,081	14,081	8,008
2	万吨油气输送中大口径不锈钢焊管	13,651	5,325	5,325	3,002
3	3000 吨镍基合金油井用管项目	12,683	3,840	3,840	5,004
合计		62,504	23,245	23,245	16,014

资料来源：招股说明书

6. 盈利预测和估值

6.1 主要假设条件

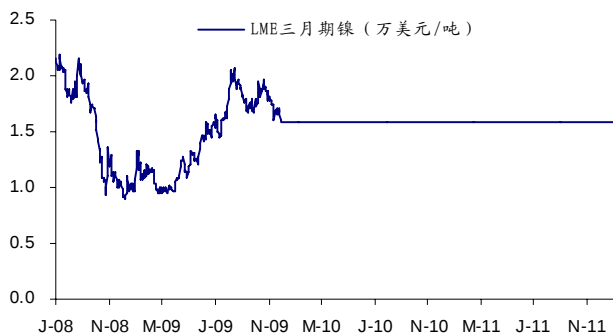
在不锈钢冶炼领域或不锈钢长流程企业，公司镍存货一般在 2-5 个月，又因为镍占 300 系列不锈钢成本的比例在 80% 以上（公司不锈钢产品的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢平板和不锈钢卷板，主要钢号为 304、304L 和 316L），因此镍价波动对公司盈利的影响非常大。在镍价上涨的过程中，可以享受到镍存货增值的收益，反之则受损。

但公司与这些企业有所不同，公司仅仅是一个从钢坯或者圆钢加工成钢管的企业，实际上仅仅是一个终端加工环节，收取的相当于加工费。此外，公司定价遵循“原材料×成材率+加工费”的定价模式，通过不断优化产品结构，提升产品的成材率和附加值，获取相对稳定的加工费收入。但即使这样，也难免受到原料下跌的影响，因此公司采用“直销+经销”相结合，其中 90% 是直销，这是公司一大优势。因为我们看到公司直销的客户一般都是实力比较大的客户，这些客户对相关产品的价格不太敏感，也不太违约或者订单波动。

从公司 2007 年在镍价大跌的情况下（LME 三月期镍价从 2007 年 5 月 9 日 5.18 万美元/吨高位下跌到年底 2.62 万美元/吨），公司仍保持了很好的盈利，在 2006-2008 年期间，公司产品毛利率几乎维持在不变的 15% 的位置，这说明公司“加工费+直销”的模式非常奏效。进入 2009 年以后，由于产品结构的调整，公司毛利率飞跃至 2009 年上半年的 24% 的水平（前面表 5）。这个分析对我们下面的盈利预测非常重要，因为它将使得我们的盈利预测与假设变得比较简单，对公司敏感性分析也较为容易掌握。

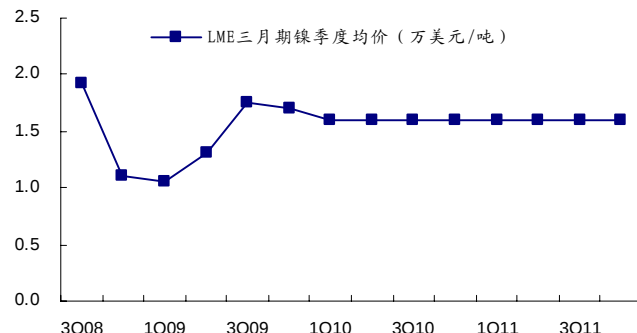
我们的大的假设条件是募集资金项目最近 2011 年之前不会投产（公司披露），镍价未来两年维持平稳，中国经济环境带来的对不锈钢钢管的需求维持 8-10% 的增长，宝钢太钢不锈钢管项目投产会带来部分冲击。由于 2009 年下半年相比上半年上涨了 20%（图 15、图 16），因此我们预计 2009 年下半年公司产品价格上涨接近这个幅度（公司主要是 300 系列不锈钢管），未来两年毛利率略有下调，主要是考虑到新入场者实力较强，此外，是考虑到公司焊管毛利率太高太诱人，也会吸引新的竞争者加入（表 8）。

图 15 2008.7.1-2009.11.27 日 LME 三月期镍走势及假设



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

图 16 3Q08-4Q11 季度镍价均价走势及假设



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

表 8 根据未来镍价和新项目进度做的未来产品价格和收入假设

	2006	2007	2008	09H1	2009H2	2009E
无缝管（万吨）	0.97	1.22	1.54	0.69	0.73	1.42
均价(元/吨)	4.33	6.13	6.31	4.05	4.30	4.18
收入（亿元）	4.20	7.51	9.74	2.80	3.14	5.94
毛利率	17.66%	14.86%	11.92%	14.71%	15.00%	14.86%
毛利（亿元）	0.74	1.12	1.16	0.41	0.47	0.88
焊管（万吨）	1.34	1.74	1.80	1.02	1.05	2.07
均价(元/吨)	3.48	4.78	4.20	3.38	3.70	3.54
收入（亿元）	4.65	8.32	7.56	3.46	3.89	7.35
毛利率	15.73%	16.89%	20.56%	30.16%	30.00%	28.00%
毛利（亿元）	0.73	1.41	1.55	1.04	1.17	2.06
其它收入（亿元）	2.18	5.00	3.46	1.65	1.60	3.25
其它毛利率	4.73%	2.09%	2.46%	9.14%	9.00%	9.06%
其它毛利（亿元）	0.10	0.10	0.09	0.15	0.14	0.30
全部收入（亿元）	11.03	20.83	20.76	7.92	8.62	16.54
全部毛利率	14.29%	12.61%	13.49%	20.30%	20.64%	19.56%

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

6.2 盈利预测表

我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.77 元、0.83 元和 0.74 元（表 9）。对应的发行价市盈率分别为 30 倍、29 倍和 31 倍。

6.3 市盈率法估值，合理价值区间 20.00-23.00 元

公司属于中小板，但中小板没有同行业可比公司，因此我们采用但主板又不具有可比性，因此我们结合钢铁板块和中小板进行综合比较。钢铁板块目前的 PB 扣除异常后在 2.5 倍左右，预期明年的 PE 在 20 倍左右。中小板目前市盈率大多在 40-50 倍左右，因此从这个意义上说，公司以 45 倍多的市盈率、8 倍多的 PB 价格发行，留给二级市场的利益已经不多，且我们可以看到，公司这两年盈利已经足够好，在募集资金项目投产前，成长性只有来自于结构调整和市场短缺，也就是说在新项目投产之前，成长性比较小。综合考量，我们认为发行价在 20 元-23 元之间，可以“谨慎申购”。

表 9 久立特材盈利预测表（万元）

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	110,341	208,280	207,608	174,157	150,090	150,505
减：营业成本	94,572	182,024	179,610	140,312	120,322	122,104
营业税金及附加	321	269	495	435	375	376
销售费用	3,537	5,473	7,579	9,230	7,955	7,977
管理费用	2,833	4,073	5,426	5,921	5,103	5,117
财务费用	2,437	3,518	4,127	2,364	(500)	0
资产减值损失	287	454	1,217	367	100	50
二、营业利润	6,354	12,469	9,154	15,527	16,735	14,880
加：营业外收入	348	430	455	315	0	0
减：营业外支出	212	308	339	230	200	200
其中：非流动资产处置损失	67	34	63	34	30	30
三、利润总额	6,490	12,591	9,269	15,579	16,505	14,650
减：所得税费用	1,624	3,531	319	2,181	2,146	1,758
四、净利润	4,866	9,060	8,950	13,398	14,359	12,892
归属于母公司股东的净利润	4,717	8,047	8,124	12,326	13,210	11,861
少数股东损益	149	1,013	826	1,072	1,149	1,031
每股收益（元）	0.44	0.67	0.68	0.77	0.83	0.74
净利润增长率		70.59%	0.95%	51.73%	7.18%	-10.21%

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

7. 主要风险

- 竞争对手带来的风险。2009 年 12 月太钢不锈钢钢管 5 万吨产线将要投产，此外，太钢还和天管合资天管太钢焊管有限公司，其次我们认为作为老牌不锈钢企业太钢的加入，此外宝钢也将加大不不锈钢钢管的投入，这将会加剧行业竞争。
- 新产品风险。主要是指产品能否达到设计，以及市场接受程度。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

刘彦奇：钢铁行业分析师

重点研究上市公司：宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份、太钢不锈、八一钢铁、承德钒钛、济南钢铁、凌钢股份、重庆钢铁、杭钢股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所 长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 翌
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

唐建伟
社会服务行业分析师
(021) 63411354
tangjw@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

赵 勇
食品饮料行业分析师
(021) 23219460
zhaoyong@htsec.com

江维娜
医药行业分析师
(021) 63410898
jiangwn@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄 静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周 健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

冯梓钦
金融工程助理分析师
(021) 23219402
fengzq@htsec.com

郑雅斌
金融工程助理分析师
(021) 23219395
zhengyb@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com