

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

传统业务中规中矩，高增长来源于募投项目

事件描述

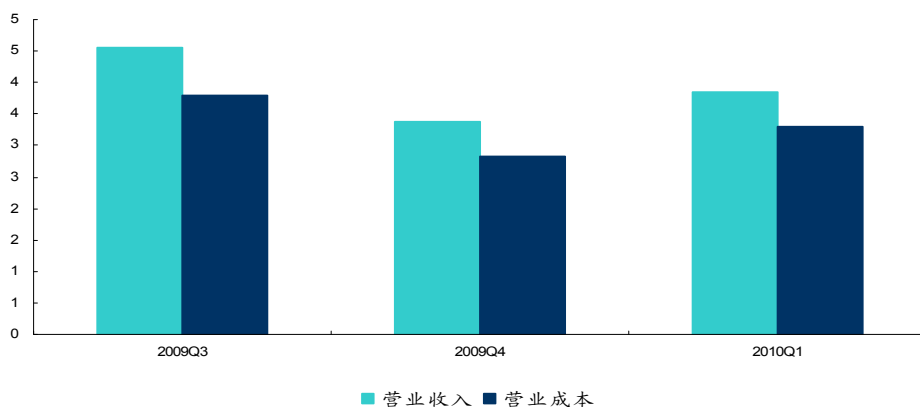
久立特材今日公布 2010 年 1 季度报告，公司 1 季度实现营业收入 3.85 亿元，同比上升 13.57%；实现利润总额 0.19 亿元，净利润 0.17 亿元；实现 EPS 0.10 元。

事件评论

第一，1 季度主营收入增长明显，主营成本较主营收入增长更快

公司 1 季度营业收入较 4 季度环比增长明显，且主营成本较主营收入增长更快。

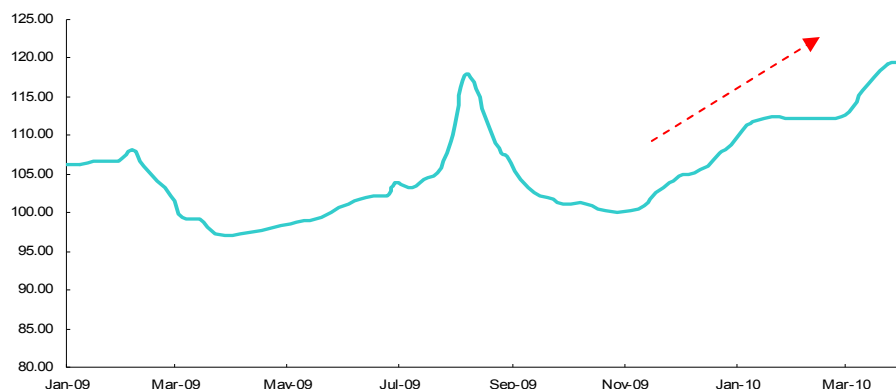
图 1：1 季度主营收入环比有所提升，成本较收入上涨更快



资料来源：Wind，长江证券研究部

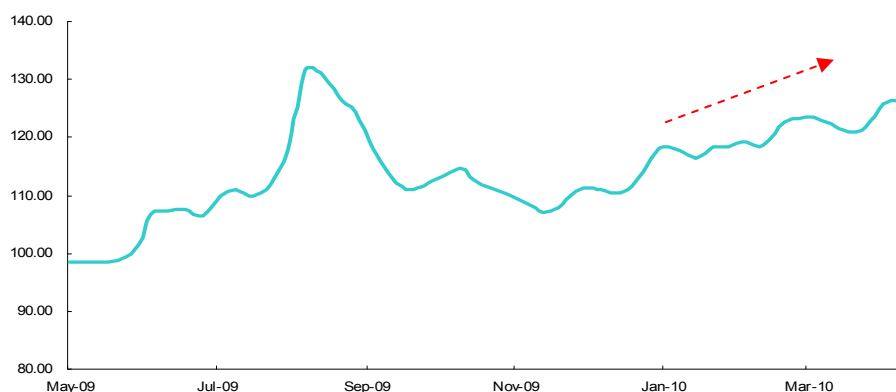
公司的传统业务与钢铁加工基本一致，因此，1 季度不锈钢价格的回升是主营收入增长的主要原因。只是成本上升得更快与传统钢铁企业 1 季度经营情况存在一定的背离。这与公司只是单纯加工的生产销售模式有一定的关系。

图 2: Mysteel 特钢价格指数持续上升



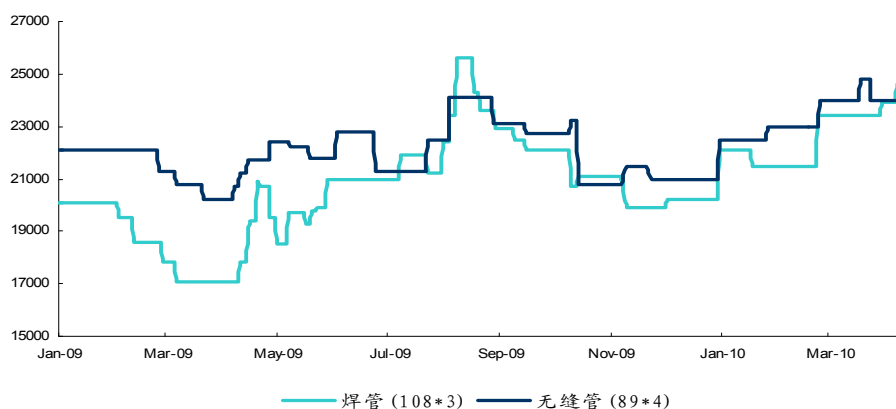
资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 3: Mysteel 不锈钢价格指数也持续上升



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

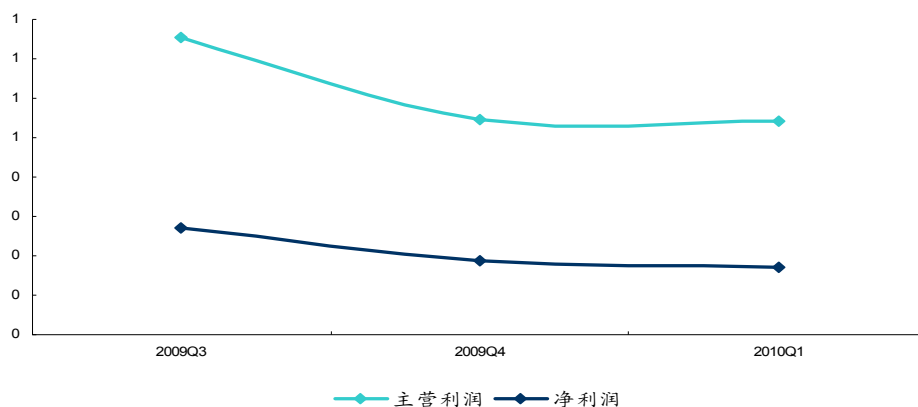
图 4: 无锡市场普通不锈钢焊管及无缝管价格持续上升



资料来源: 中华商务网, 长江证券研究部

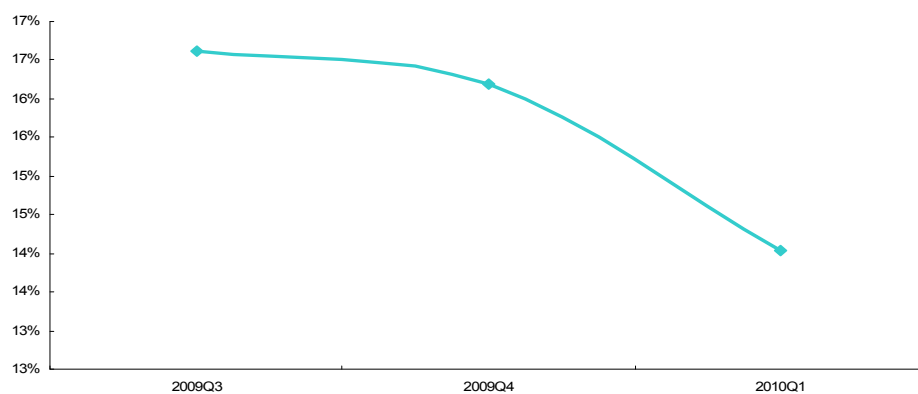
毛利率受收入上升的影响下降明显, 不过毛利基本环比持平。虽然财务费用略有下降, 但计提的减值准备中和了这部分费用下降的影响。总体来看, 净利润也保持了环比稳定。

图 5：1 季度主营利润基本持平，净利润小幅下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

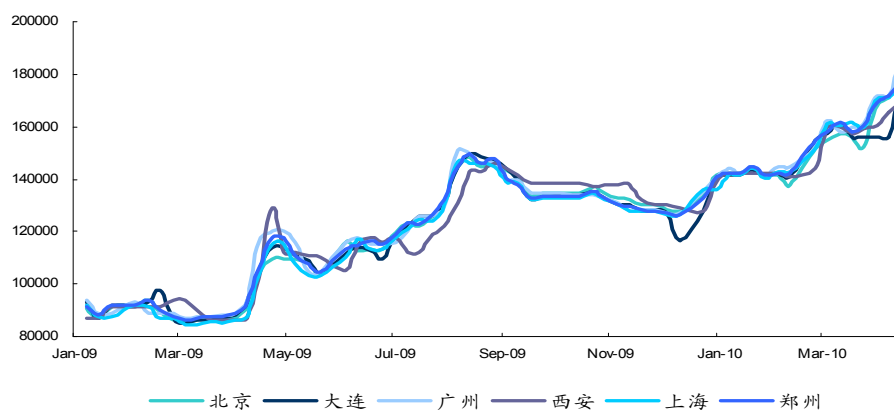
图 6：公司销售毛利率环比持续下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

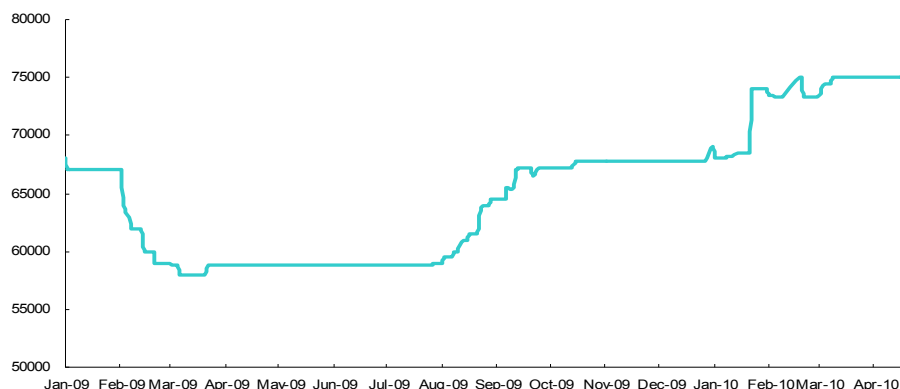
对于公司的传统业务我们并不担心。根据订单组织加工生产的模式使得公司的传统业务会赚取稳定加工费，而规模本身就偏小的细分行业也不太需要特别担心新的市场进入者。

图 7：国内主要市场镍价（含税价）大幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 8：长江有色金属市场金属铬现货均价持续走高

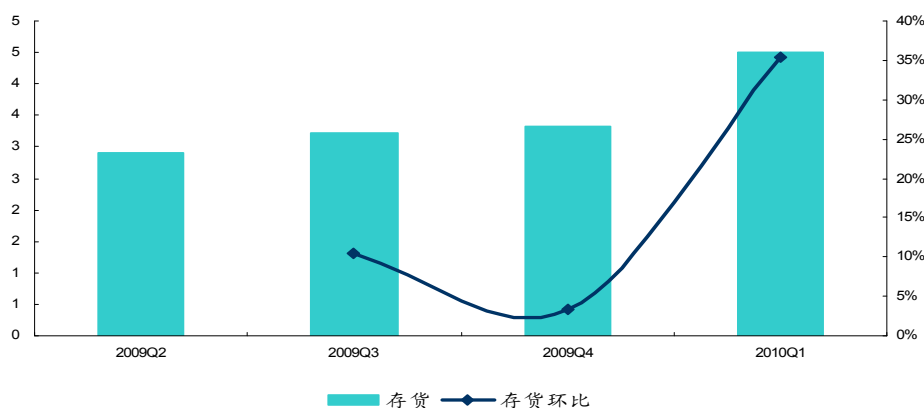


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，存货环比大幅增长，原材料需求是主因

1 季度公司存货环比大幅增长。一方面是原料价格的上涨，另一方面投产项目的备料也会贡献一定的存货上升。不过总的来说存货还是处于比较安全的水平上。随着公司募投项目的逐步投产，公司的存货水平在一定的时期内都将会保持上升的态势。

图 9：1 季度存货环比大幅增长

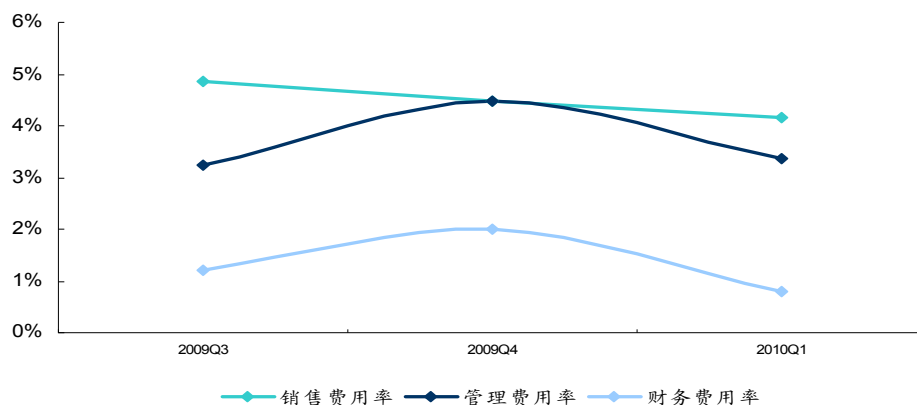


资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，1 季度公司三大费用率环比皆有所下滑

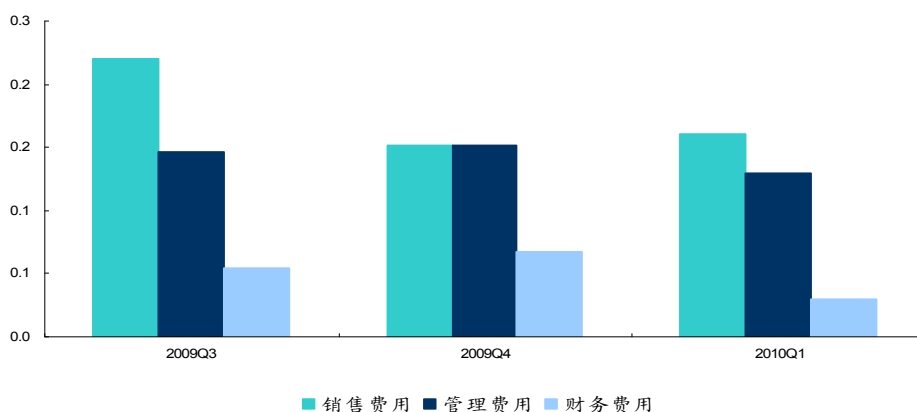
1 季度公司三大费用率皆有所下滑，三大费用率的下滑，表明公司严格的费用控制起到了良好的效果。同时，从绝对值上来讲，除了销售费用环比小幅上升外，管理费用与财务费用都有所下降。

图 10: 销售费用率上升明显, 管理费用率小幅降低



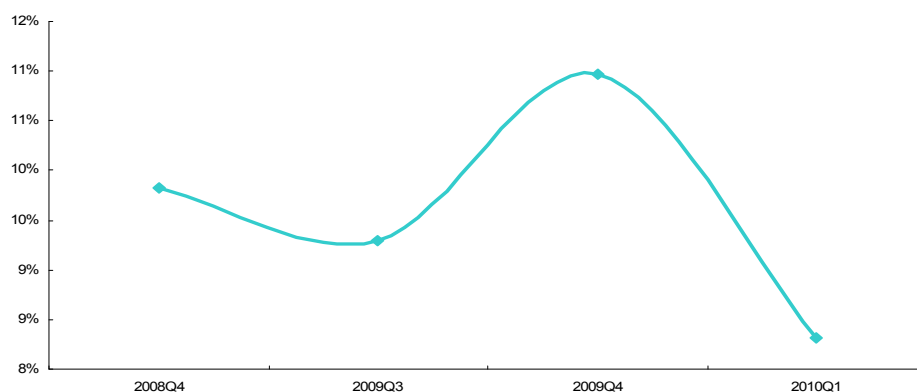
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 11: 财务费用绝对额下降明显



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 1 季度综合费用率环比上升明显



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 增长来自募投项目

公司的增长主要来自于募投项目:

➤ 超超临界用管:

公司作为国内唯一一家同时取得超超临界用管超级 304 以及 HR3C 两个标准认证的国内企业，资质优势明显。公司 2009 年超超临界用管已经放量 1500 吨，预计 2010 年 9 月全部投产，分三年达产。龙头产品值得市场期待。

表 1: 超超临界用管 EPS 简单预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产品年产量（万吨）	0	0.02	0.3	0.5	0.8
价格（万元）	0	13	12	11	11
收入（亿元）	0	0.26	3.6	5.5	8.8
毛利率	0.00%	15.00%	15.00%	20.00%	18.00%
毛利（亿元）	0	0.04	0.54	1.1	1.58

资料来源：长江证券研究部

► 油井管及油气输送管：

公司募投项目中年产 3000 吨镍基合金油井用管项目预计今年达产 60%，2012 年设计产能 3000 吨达产，达产后实际产能估计达 2500 吨左右。该类产品目前市场价格约 25 万元/吨左右，预计将会成为公司形成新的增长点。

表 2: 油井管 EPS 简单预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产品年产量（万吨）	0	0.01	0.05	0.15	0.25
价格（万元）	0	25	22	20	20
收入（亿元）	0	0.25	1.1	3	5
毛利率	0.00%	10.00%	15.00%	20.00%	18.00%
毛利（亿元）	0	0.02	0.17	0.6	0.9

资料来源：公司资料，长江证券研究部

同时，公司依靠募集资金投入的“年产 10,000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目”在公司中大口径不锈钢焊接管的生产基础上，采用柔性成型技术和厚壁直缝连续焊接技术，形成年产 10,000 吨 $\Phi 219 \sim 630\text{mm}$ 的原油和液化天然气输送用中大口径不锈钢焊接管生产能力。该项目已于 2009 年底建成投产，预计 2010 年实现产能 50%，2011 年达产。

表 3: 募投油井输运管 EPS 简单预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
产品年产量（万吨）	0	0	0.5	0.9	1.0
价格（万元）	0	0	4.2	4.0	4.0
收入（亿元）	0	0	2.1	3.6	4.0
毛利率	0.00%	0.00%	29.00%	30.00%	28.00%
毛利（亿元）	0	0	0.609	1.08	1.12

资料来源：公司资料，长江证券研究部

至于核电中的蒸发器管，我们将在后续的深度报告中予以详细讨论。

第五，首次给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.94 和 1.36 元，首次给予“谨慎推荐”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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1583	2802	3783	4794	货币资金	845	280	378	479
营业成本	1292	2340	3142	3998	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	291	462	641	796	应收账款	124	220	297	377
% 营业收入	18.4%	16.5%	16.9%	16.6%	存货	331	601	806	1026
营业税金及附加	4	8	11	13	预付账款	44	79	106	135
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	82	146	197	249	流动资产合计	1367	1220	1642	2085
% 营业收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	58	104	140	177	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	26	7	11	23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.2%	0.3%	0.5%	固定资产合计	601	963	1305	1528
资产减值损失	3	6	5	5	无形资产	51	48	46	43
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	2	1	1	1
营业利润	117	192	278	328	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	6.8%	7.4%	6.8%	资产总计	2020	2231	2993	3657
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	225	17	368	572
利润总额	120	192	278	328	应付款项	270	487	654	832
% 营业收入	7.6%	6.8%	7.4%	6.8%	预收账款	55	98	132	168
所得税费用	16	29	42	49	应付职工薪酬	3	5	6	8
净利润	104	163	236	279	应交税费	-10	1	2	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	10	14	18
的净利润	95.4	149.6	216.9	255.6	流动负债合计	548	618	1176	1600
少数股东损益	9	13	19	23	长期借款	63	63	63	63
EPS（元/股）	0.60	0.94	1.36	1.60	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	30	30	30	30
经营活动现金流净额	150	101	228	306	负债合计	641	711	1269	1693
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1324	1451	1635	1853
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	56	69	88	111
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1380	1520	1724	1964
固定资产投资	-175	-428	-438	-348	负债及股东权益	2020	2231	2993	3657
其他	36	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-139	-428	-438	-348		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.596	0.935	1.356	1.598
股权融资	883	0	0	0	BVPS	8.27	9.07	10.22	11.58
银行贷款增加（减少）	-230	-208	351	204	PE	59.49	37.94	26.17	22.21
筹资成本	48	-29	-43	-61	PEG	1.53	0.98	0.67	0.57
其他	-135	0	0	0	PB	4.29	3.91	3.47	3.06
筹资活动现金流净额	566	-238	308	143	EV/EBITDA	26.01	20.50	14.81	12.20
现金净流量	577	-565	98	101	ROE	7.2%	10.3%	13.3%	13.8%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

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
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@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。

重要声明

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需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。