



16 May 2010 | 6 pages

久立特材(002318)

等待新产品提升盈利

——久立特材调研报告

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司成长性较好、普通无缝管竞争激烈
- 募投项目提升核心竞争力

投资要点:

■ 镍价和不锈钢价格大幅波动对公司影响有限

近期镍价与不锈钢价格波动较大,对公司略有影响,但是不会构成实质性的利好或者利空。

■ 总体产量维持预计,但是新产品推广慢于预期

从目前的订单来看,实现年度规划中的5万吨不锈钢管销售的问题不大,但是在5万吨的不锈钢管销量总,产品结构存在一定的不确定性,特别是高端的不锈钢管:超超临界电站锅炉用不锈钢管、核级不锈钢管、镍基合金管等新产品的推广及市场的认可尚需要一定的时间。而低端的无缝管和焊管竞争比较激烈,毛利较去年同期略有下降。

■ 公司高管和董事辞职是正常程序

据了解,徐伟峰、许瑞林两人原属股东美欣达集团有限公司提名的董事,辞职后均不会继续在公司工作。他们的变动属于股东方的正常人事变动,不影响公司经营。曹志樑先生已经年近70高龄,辞去公司总工程师职务,但仍任职于公司,担任技术总顾问,对于公司的经营无实质性影响。

■ 投资建议:中性

由于公司近期的新产品市场推广慢于预期,我们略微调低公司盈利预测。目前预计公司2010-2012年EPS分别为0.69、0.82、1.13。给予公司2010年30倍的目标市盈率,维持中性评级。

财务摘要(百万元)	2008	2009	2010	2011
主营收入	2076.1	1583.1	2135.7	3248.0
(+/-)%	-0.3%	-23.7%	34.9%	52.1%
经营利润(EBIT)	280.3	146.7	193.4	-25.2
(+/-)%	-11206.6%	-47.7%	31.8%	-113.0%
净利润	81.2	95.4	142.8	171.0
(+/-)%	1.0%	17.5%	49.6%	19.8%
每股净收益(元)	0.68	0.60	0.69	0.82
每股股利(元)	0.00	0.10	0.12	0.00
利润率和估值指标				
销售毛利率(%)	13.5%	13.5%	18.4%	16.4%
ROE(%)	22.3%	22.3%	7.2%	9.5%
ROIC(%)	15.0%	15.0%	7.6%	10.1%
PE	51.7	31.0	35.2	30.6
PB	11.51	6.91	2.54	2.91
EV/EBITDA	16.0	10.0	19.5	19.7

评级:

中性

上次评级:

中性

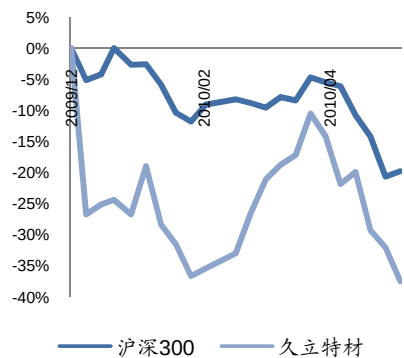
目标价格:

上次预测:

当前价格:

¥ 21

久立特材上市以来的表现



公司简介

浙江久立特材科技股份有限公司现为国家级高新技术企业,公司既有不锈钢无缝管生产线,又有大、中、小焊接管生产线,是国内为数不多的品种齐、规格全的工业用不锈钢管专业生产企业。

相关报告

《久立特材(002318):还原一个真实的久立特材》

《粗钢日均产量创历史新高、五月份之后方见爆发性投资机会》

《捍卫硅钢城池,攻占汽车版图——武钢股份价值分析报告》

《货币政策、流动性与钢材价格》

报告撰写人:史海昇

报告数据支持人:范飞



资产负债表	2008	2009	2010	2011	利润表 (百万元)	2008	2009	2010	2011
货币资金	280.2	845.3	771.8	997.4	营业收入	2076.1	1583.1	2135.7	3248.0
应收票据	2.0	22.7	12.3	22.8	营业成本	1796.1	1292.4	1785.5	2762.9
应收账款	118.6	117.9	130.3	208.6	营业税金及附加	5.0	4.5	6.0	9.1
预付款项	43.7	43.8	53.6	72.9	销售费用	75.8	81.7	81.4	136.7
其他应收款	3.8	5.9	5.2	8.7	管理费用	54.3	57.9	58.6	97.6
存货	300.2	331.5	377.2	584.7	财务费用	41.3	25.9	12.0	12.0
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	12.2	3.5	6.7	7.5
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	355.9	515.6	536.6	570.6	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	110.8	84.9	60.3	79.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	91.5	117.3	185.5	222.2
无形资产	51.6	50.5	53.5	52.9	营业外收支净额	1.2	3.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	92.7	120.3	185.5	222.2
资产总计	1269.1	2020.2	2002.7	2599.6	减：所得税	3.2	16.3	27.8	33.3
短期借款	311.5	208.1	0.0	187.5	净利润	89.5	104.0	157.7	188.9
应付票据	224.4	217.0	221.2	383.8	归属于母公司的净利润	81.2	95.4	142.8	171.0
应付账款	39.4	52.7	62.8	89.3	少数股东损益	8.3	8.6	14.9	17.8
预收款项	53.1	54.7	71.3	104.9	基本每股收益	0.68	0.60	0.69	0.82
应付职工薪酬	1.7	2.6	3.5	5.4	稀释每股收益	0.68	0.60	0.69	0.82
应交税费	14.1	-10.0	-13.5	-20.5	财务指标	2008	2009	2010	2011
其他应付款	4.6	5.1	6.9	10.5	成长性				
其他流动负债	0.0	0.2	0.1	-0.1	营收增长率	-0.3%	-23.7%	34.9%	52.1%
长期借款	173.4	62.6	120.4	178.2	EBIT 增长率	-11.8%	1.2%	39.2%	18.3%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	1.0%	17.5%	49.6%	19.8%
负债合计	855.8	640.7	522.5	954.5	盈利性				
股东权益合计	413.3	1379.5	1569.2	1734.1	销售毛利率	13.5%	18.4%	16.4%	14.9%
现金流量表	2008	2009	2010	2011	销售净利率	3.9%	6.0%	6.7%	5.3%
净利润	89.5	104.0	157.7	188.9	ROE	22.3%	7.2%	9.5%	10.4%
折旧与摊销	135.4	0.0	-10.9	-266.8	ROIC	15.0%	7.6%	10.1%	9.7%
经营活动现金流	139.8	150.0	178.9	108.7	估值倍数				
投资活动现金流	-112.8	-138.9	-134.1	-104.5	PE	31.0	35.2	30.6	25.5
融资活动现金流	15.3	565.9	-118.3	221.4	P/S	1.2	2.1	2.0	1.3
现金净变动	42.3	577.0	-73.5	225.6	P/B	6.9	2.5	2.9	2.7
期初现金余额	183.2	280.2	845.3	771.8	股息收益率	0.0%	0.5%	0.5%	0.0%
期末现金余额	225.6	857.2	771.8	997.4	EV/EBITDA	10.0	19.5	19.7	-152.8

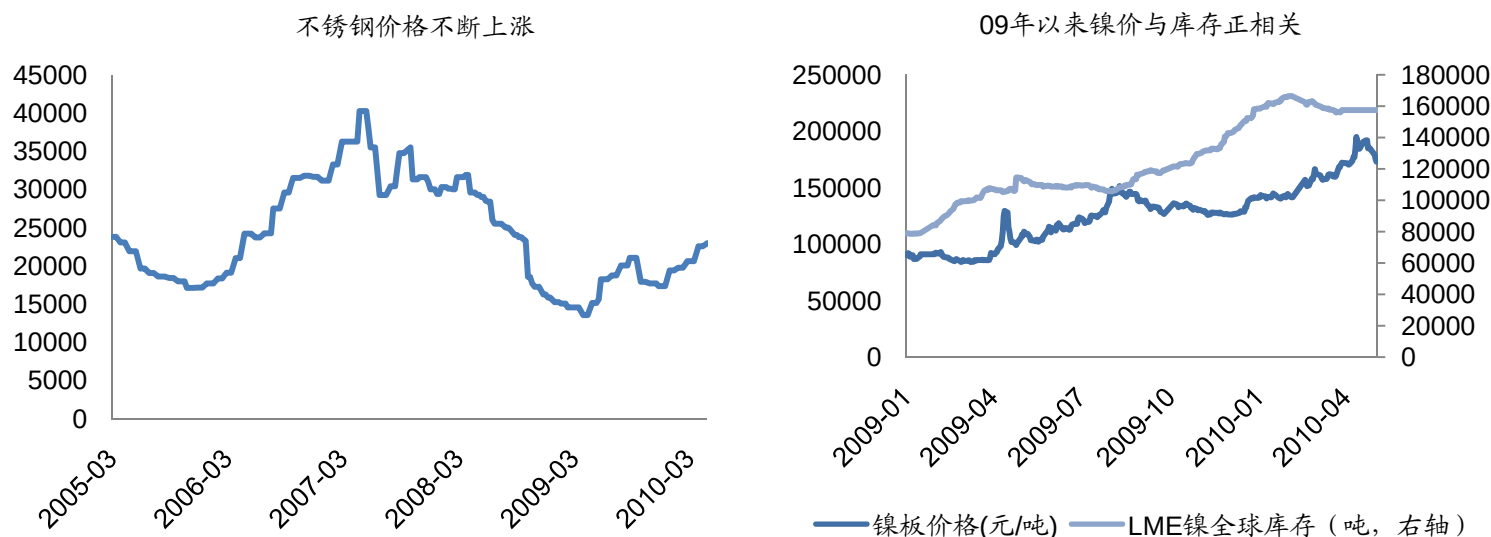




1. 镍价和不锈钢价格大幅波动对公司影响有限

近期镍价与不锈钢价格波动较大，对公司略有影响。公司的无缝管与焊管业务由于生产周期及材料的不同，库存也不相同。无缝管库存一般维持在 25-40 天，焊管的库存一般维持在 6 天左右。在不锈钢价格上升期，无缝管的库存略微受益，在不锈钢的下降期，焊管的库存较少，略有受益。综合起来看，镍价和不锈钢价格的波动对公司的业绩略微有些影响，但是不会构成实质性的利好和利空。

图表 1 镍价与不锈钢价格波动剧烈



资料来源: Bloomberg、浙商证券研究所

2. 总体产量维持预计，但是新产品推广慢于预期

公司一季报中预测 2010 年上半年，归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减变动幅度小于 30%。从目前的订单来看，实现年度规划中的 5 万吨不锈钢管销售的问题不大，但是在 5 万吨的不锈钢管销量总，产品结构存在一定的不确定性，特别是高端的不锈钢管：超超临界电站锅炉用不锈钢管、核级不锈钢管、镍基合金管等新产品的推广及市场的认可尚需要一定的时间。而低端的无缝管和焊管竞争比较激烈，毛利较去年同期略有下降。

——超超临界锅炉管曾经在 08 年 6 月供给哈锅使用，经过两年的试用，目前效果良好。

——核电蒸发器管（800 型），部分出口；核电控制棒和辅助的导管供给国内部分客户，但是量均较小。

——超级铁素体不锈钢管主要是配套海水淡化的钛管。对铜管的替代目前尚存在一定的技术难度，但是值得长期的期待。

——大焊管项目目前订单有待于下游石化和液化天然气的项目启动。

总体来说，公司目前主要依赖于传统无缝管和焊管业务，新材料业务的推广有待市场的认可，而这更多的是时间早迟的问题。从另一个角度来说，新产品推广速度低于预期说明这个产品存在很强的壁垒，因而是个双刃剑：在公司的市场销路没有打开之前，对公司业绩不利，但一旦抢占了有利的位置，则构成了较强的竞争壁垒，有利于公司业绩。





3.公司高管和董事辞职是正常程序

公司近期公告称，徐伟峰先生因工作变动原因辞去公司董事职务，许瑞林先生因个人工作繁忙原因辞去公司董事职务。曹志樑先生因年事已高原因申请辞去公司总工程师职务。

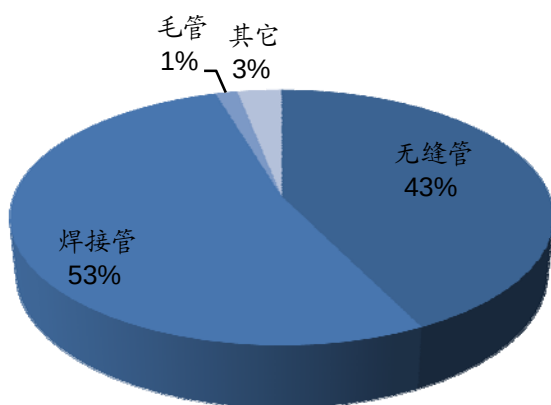
据了解，徐伟峰、许瑞林两人原属股东美欣达集团有限公司提名的董事，辞职后均不会继续在公司工作。他们的变动属于股东方的正常人事变动，不影响公司经营。

曹志樑先生已经年近 70 高龄，辞去公司总工程师职务，但仍任职于公司，担任技术总顾问，对于公司的经营无实质性影响。

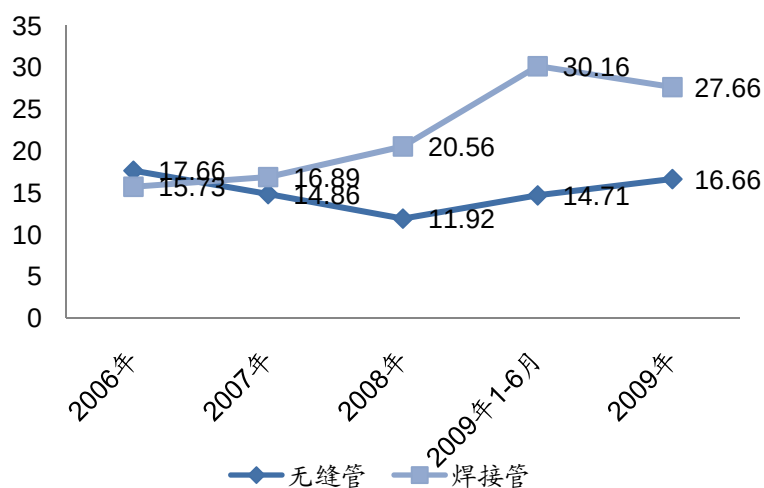
4.公司常规数据

图表 2 公司收入与盈利结构

2009年收入构成



主要产品毛利率趋势



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

5.估值与投资建议

由于公司近期的新产品市场推广慢于预期，我们略微调低公司盈利预测。目前预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.69、0.82、1.13。

(注：之前预计的 EPS 分别为 1.07、1.22、1.31，由于公司转增股本 10 送 3，2010 年实际盈利调低约 16%。)

鉴于不锈钢管行业竞争激烈，并且多为小型的加工型企业，公司的普通不锈钢管难以获得较大的溢价；而公司的新品种尽管具有较高的技术含量，完成了进口替代，但是其利润受到进口产品的挤压，加工费用及盈利情况短期内难以显著提升，我们仍然维持之前的建议，给予公司 2010 年 30 倍的目标市盈率，维持中性评级。后续对于新产品的市场推广情况值得期待。





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观 策略

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn





信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

研究服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

