

久立特材 (002318)

普管业务竞争压力渐重，募投项目依旧值得期待

 李永良
 S0160110030120
 lyl@ctsec.com
 0571-87620715
 钢铁行业研究员
 2010年05月24日

钢 铁

估值区间: 23.25-26.04

增持

(上调)

投资要点:

● 公司为国内工业用不锈钢管行业龙头企业

公司为国内规模最大的工业用不锈钢管生产企业,主导产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管,募投项目达产后,公司产品线将由当前的不锈钢普管扩展至超超临界电站锅炉管、镍基合金油井管及核蒸发器管等高端特种不锈钢管。

● 中大口径油气输送管: 10年公司主要利润增长点

公司年产1万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目已于2009年底建成投产,预计2010年产量将达到5000-6000吨,公司该类产品目前销售单价为4万元左右,毛利率约为30%。公司镍基合金油井管及核级管项目尚在建设过程中,中大口径油气输送管业务预计将成为公司2010年收入及利润最主要的增长源之一。

● 超超临界电站锅炉管: 进口替代不如预期,但依旧值得期待

公司超超临界电站锅炉管项目将于10年9月份投产,预计10-11年产量将分别达到2300吨、6500吨。在国内产能释放的冲击下,国外厂家大幅压价,该类产品价格由28万元/吨下降至当前的13-16万元/吨,吨钢毛利已降至1.5万元左右,进口替代效果低于市场预期。尽管如此,我们依旧认为超超临界电站锅炉耐温、耐压件业务在未来3年内仍是公司收入与利润的主要增长点。

● 核蒸发器管: 国内新增产能释放将导致进口替代效果低于预期

公司核级蒸发器管项目预计将于11年年底投产,预计12年开始贡献利润,目前公司已经收到核级蒸发管的订单意向。不考虑其他竞争对手的新增产能,12年底国内核级蒸发器管产能将接近2000吨,产能利用率达到60%就可实现供需平衡。虽然国内核电建设呈现加速势头,但随着国内新增产能的逐渐释放,预计核级蒸发器管价格也将出现大幅下降。

● 盈利预测及投资建议

预计公司10-11年EPS分别为0.61元、0.93元、1.20元,鉴于公司领先的技术优势及行业龙头地位,给予公司一定的溢价。预计公司11年合理市盈率区间为25-28倍,由此计算得到的公司合理价格区间为23.25-26.04元。公司股价近期出现较大幅调整,目前股价具有一定的安全边际,我们上调公司评级至“增持”。

● 风险提示

钢材价格大幅波动将对公司成本控制造成一定冲击;募投项目推进速度低于预期;募投项目产品进口替代效果低于预期。

财务指标摘要

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1583	2063	2780	3661
同比增长率(%)	-23.75	30.34	34.75	31.66
营业利润(百万元)	117	158	237	302
同比增长率(%)	28.18	34.95	49.38	27.79
净利润(百万元)	95	128	194	250
同比增长率(%)	17.47	33.73	52.08	28.79
销售毛利率(%)	18.4	16.9	17.7	17.5

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益(元)	0.46	0.61	0.93	1.20
每股经营性净现金流(元)	0.72	1.14	1.32	1.66
净资产收益率(%)	7.5	8.9	11.6	12.8
资产负债率(%)	31.71	22.41	27.50	26.42
P/E(倍)	40.04	30.20	19.81	15.35
P/B(倍)	2.24	2.51	2.20	1.91

市场数据

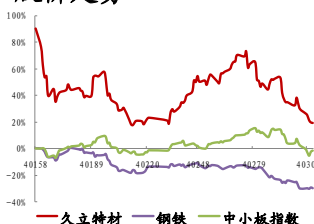
2010年05月21日

收盘价(元)	18.42
一年内最低/最高(元)	34.42/18.05
市盈率	30.87
市净率	2.86

基础数据

净资产收益率(%)	7.21
资产负债率(%)	31.71
总股本(亿股)	2.08

股价走势



相关报告

公司年报点评: 募投项目前景广阔, 成长性良好 (2010.04.09)

钢铁行业2010年二季度投资策略: 成本压力加重, 钢价震荡上行 (2010.03.31)

目 录

1、公司基本情况.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 公司产能构成.....	5
2、工业用不锈钢管行业分析.....	5
2.1 工业用不锈钢管行业整体呈平稳增长态势.....	5
2.2 工业用不锈钢管市场整体集中度低，普管市场竞争激烈.....	6
2.3 特种不锈钢管进口替代进程加速.....	6
3、公司主营业务分析.....	7
3.1 不锈钢普管：行业竞争压力渐重.....	7
3.2 海水淡化用管：业务规模决定其对公司业绩贡献有限.....	8
3.3 中大口径油气输送管：2010 年公司主要利润增长点.....	9
3.4 超超临界电站锅炉耐温耐压件项目：进口替代效果低于预期，但依旧值得期待.....	10
3.5 镍基合金油井管：短期内业绩贡献有限.....	11
3.6 核蒸发器管：受益国内核电建设的加速，但新增产能释放将使得进口替代低于预期.....	13
4、盈利预测及投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 估值及投资建议.....	15
5、风险提示.....	16

图目录

图 1：公司股权结构及主要子公司.....	4
图 2：03-08 年我国工业用不锈钢管产量（万吨）.....	6
图 3：我国工业用不锈钢下游需求结构.....	6
图 4：2006-2009 公司营业收入及其增长情况.....	8
图 5：2006-2009 公司产品结构及其变动情况.....	8
图 6：2006-2009 公司净利润及其增长情况.....	8
图 7：2006-2009 公司各产品毛利率及其变动情况.....	8
图 8：1997-2009 我国发电设备产量.....	11
图 9：2002-2010 我国火电装机容量.....	11
图 10：2002-2008 年我国油井管产量（10 万吨）.....	12
图 11：2002-2008 我国油井管进出口情况（10 万吨）.....	12

表目录

表 1: 公司产能结构	5
表 2: 2008 年国内工业用不锈钢管产量前 5 名企业产量及市场占有率	6
表 3: 我国海水淡化利用发展目标	9
表 4: 电站锅炉中高温过热器和再热器用不锈钢管的需要量	11
表 5: 油井用管主要构件及其占全部使用量的比重（按重量）	12
表 6: 《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》中核电建设项目设想	13
表 7: 公司盈利预测假设	14
表 8: 公司分产品盈利预测	15
表 9: 公司财务报表及指标预测	17

1、公司基本情况

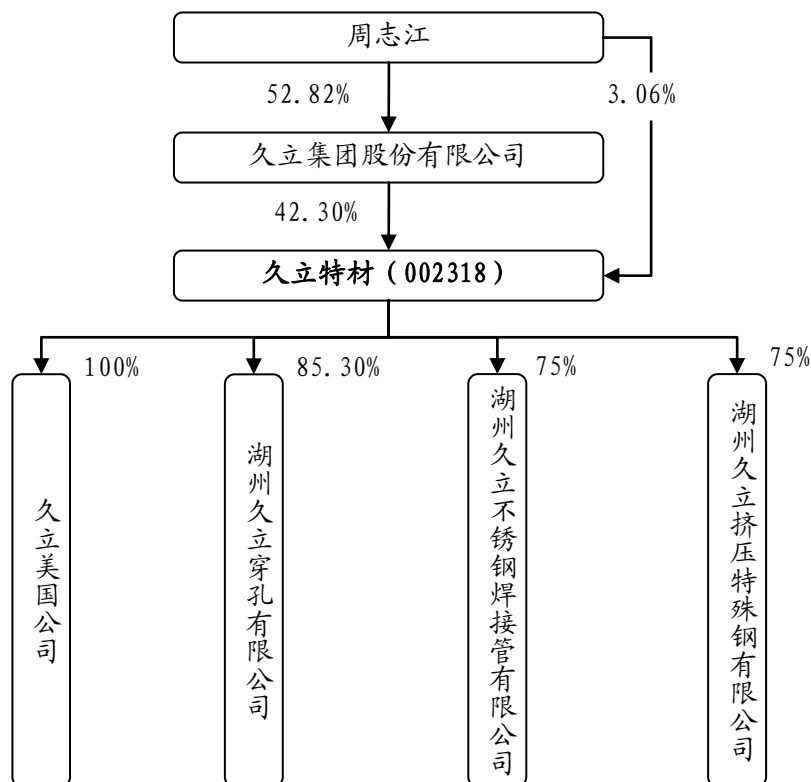
1.1 公司简介

公司为国内规模最大的工业用不锈钢管生产企业，主导产品为工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管，募投项目建成投产后，公司产品线将扩展至超超临界电站锅炉管、镍基合金油井管及核级不锈钢管等高端特种不锈钢管。

公司主导产品被广泛应用于石油、化工、天然气、电力设备制造、造船等行业，先后取得中国、美国、英国、法国等多国船级社工厂认证，是目前国内取得各国船级社工厂认证最全、最多的企业之一。公司已与中国石化、中国石油、中国海油、英国石油公司、拜尔公司等国内外知名厂商和机构建立了良好的业务合作关系。

公司实际控制人为周志江先生，其直接、间接持有公司 45.36% 的股份。公司旗下拥有四个控股子公司，其中穿孔公司、焊管公司和挤压公司承担股份公司的一部分加工业务，美国公司则主要负责公司产品的境外贸易和销售业务。

图 1：公司股权结构及主要子公司



数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.2 公司产能构成

超超临界锅炉管、镍基合金油井管及中大口径油气输送管等募投项目投产后，公司不锈钢管总产能将达到 7.6 万吨。其中，不锈钢普管约为 5.1 万吨，超超临界电站锅炉管、镍基合金油井管等特种不锈钢管为 2.5 万吨。

公司建有世界先进水平的 3500 吨钢热挤压机，使不锈钢无缝管的生产工艺和装备跨入世界先进行列。公司从德国引进的小口径焊管生产线，采用国际先进的多枪焊接技术，并配备在线辊扎、在线光亮热处理、在线探伤等具有国际先进水准的工艺装备。

表 1：公司产能结构

产品	产能（吨）	备注
普通无缝管	18500	
普通焊接管	22500	海水淡化管规划产能 1000 吨，其中一期产能 500 吨已开始投产
中大口径油气输送管	10000	09 年已建成投产
超超临界锅炉管	20000	预计将于 10 年 9 月份投产
镍基合金油井管	3000	预计将于 11 年年底投产
蒸汽发生器管	500	预计将于 11 年年底投产
其他核级不锈钢管	1500	预计将于 11 年年底投产

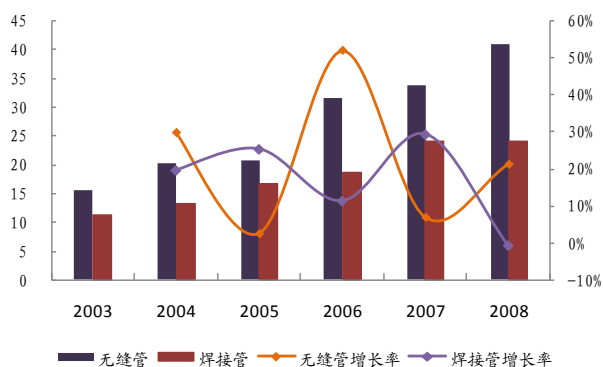
数据来源：财通证券研究所

2、工业用不锈钢管行业分析

2.1 工业用不锈钢管行业整体呈平稳增长态势

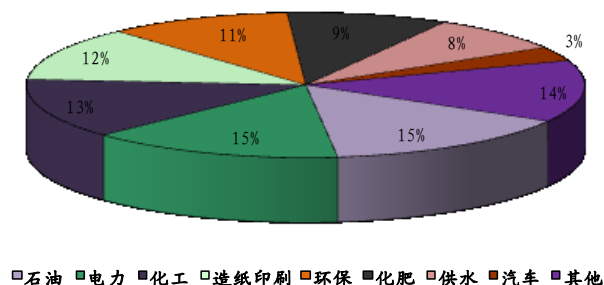
工业用不锈钢管的下游行业主要是石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、造纸、机械制造、医药器材、食品加工、仪器仪表、航天军工等行业。近年来，上述行业的快速发展带动了工业用不锈钢管行业持续稳定的增长。2003-2008 年，我国工业用不锈钢管产量呈现出较快的增长势头，年均复合增长率在 19% 左右，其中不锈钢无缝管、不锈钢焊接管年均复合增长率分别为 21% 和 16%。

图 2: 03-08 年我国工业用不锈钢管产量 (万吨)



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会、财通证券研究所

图 3: 我国工业用不锈钢下游需求结构



资料来源：招股说明书，财通证券研究所

2.2 工业用不锈钢管市场整体集中度低，普管市场竞争激烈

我国不锈钢管生产企业主要集中在东南沿海一带，江、浙、沪三地的不锈钢无缝管企业总数占到了全国的九成以上。目前国内从事工业用不锈钢管制造的企业有 200 多家，但产能超过 10000 吨的仅有 7 家，2006-2008 年行业 CR5 分别为 18.14%、27.59%、24.67%。就工业用不锈钢管行业整体来看，行业集中度偏低。由于技术、资金门槛不高，国内不锈钢普管市场竞争程度日益激烈，毛利水平呈不断下降趋势。

表 2: 2008 年国内工业用不锈钢管产量前 5 名企业产量及市场占有率

公司名称	不锈钢管产能 (万吨)	市场占有率
浙江久立特材	3.95	6.08%
江苏武进不锈钢管厂	3.80	5.85%
华迪钢业集团	3.40	5.23%
泰朗管业集团	3.28	5.05%
山东东尉集团	1.60	2.46%
上海亚泰特钢集团	1.52	2.34%
江苏宝丰特钢	1.00	1.54%
上海上上不锈钢有限公司	0.81	1.25%
浙江百基钢业集团	0.80	1.23%
浙江五星钢管制造有限公司	0.70	1.08%
前 10 位厂商累计市场占有率	20.86	32.09%
国内产能合计	65.00	100%

数据来源：51bxg，财通证券研究所

2.3 特种不锈钢管进口替代进程加速

不锈钢管是我国钢材中发展较快的品种之一，近 20 年产量增加了近 15 倍，

但是由于工艺技术与装备水平的差距,国内很多高端工业用不锈钢管仍呈现供不应求的局面,如抗腐蚀油井管、双向不锈钢管、柔性套管、电站用超临界、超超临界高压锅炉管以及核电用管等产品,目前仍主要依赖进口。

自 2008 年以来,在国内企业不断加大研发力度的推动下,国内特种不锈钢管进口替代进程呈现加速态势。2008 年久立特材、武进不锈钢管厂、宝钢特钢分公司研制的超超临界电站用不锈钢无缝管先后通过了主管部门的技术评审;2010 年 4 月,武进不锈钢管厂定位于核电、石化、环保等领域的 5 万吨不锈钢无缝管开始投产;太钢定位于石油、石化、锅炉电站、核工业等领域的 5 万吨于 09 年试生产;核蒸发器管方面,宝钢一期 750 吨 690U 型蒸发器管于 2009 年 9 月份试生产,久立特材 500 吨核蒸发器管项目也将于 2011 年底建成投产。

3、公司主营业务分析

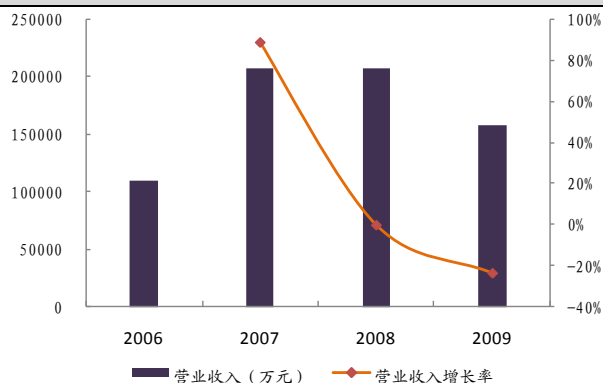
3.1 不锈钢普管: 行业竞争压力渐重

公司 2009 年实现营业收入 15.83 亿元,同比下降 23.75%; 营业利润 1.17 亿元,同比增长 28.18%。2010 年第一季度,受不锈钢价格回升及市场竞争日益激烈的影响,公司主导产品价格涨幅明显滞后于原材料价格涨幅。公司 2010 年第一季度实现营业收入 3.85 亿元,同比增长 13.49%; 营业成本 3.31 亿元,同比增长 20.68%; 实现营业利润 1911.78 万元,同比下降 15.82%。

在募投项目产能尚未大量释放前,不锈钢普管业务目前仍是公司收入和利润的主要来源。2009 年不锈钢普管业务在公司营业收入中占比为 96.15%,其中焊管、无缝管分别为 51.39%、44.76%; 毛利占比为 95.92%,其中焊管、无缝管分别为 62.91%、33.01%。

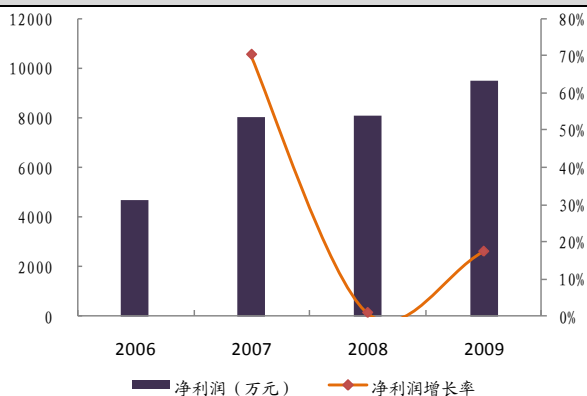
随着工艺技术的不断成熟、高端产品的开发成功,以及国家政策对下游石油化工、煤化工行业的拉动作用,目前公司焊管业务盈利能力显著优于无缝管业务。2009 年,公司不锈钢无缝管业务毛利率为 16.66%,较 2008 年提高了 4.74%; 而 2009 年公司不锈钢焊管业务毛利率高达 27.66%,较上年提升 7.1 个百分点,焊管业务毛利率高出无缝管业务 11 个百分点。

图 4：2006-2009 公司营业收入及其增长情况



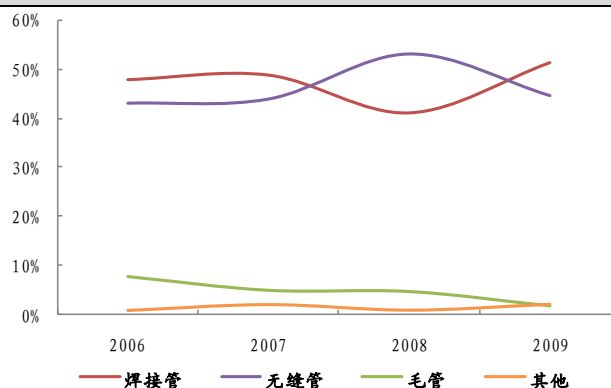
资料来源：Wind，财通证券研究所

图 6：2006-2009 公司净利润及其增长情况



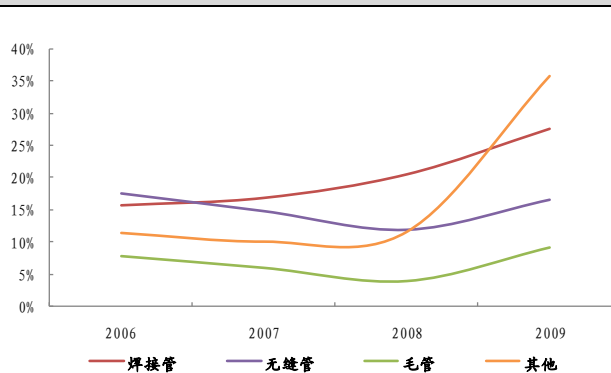
资料来源：Wind，财通证券研究所

图 5：2006-2009 公司产品结构及其变动情况



资料来源：Wind，财通证券研究所

图 7：2006-2009 公司各产品毛利率及其变动情况



资料来源：Wind，财通证券研究所

公司目前订单充足，订单的生产周期一般为 3 个月左右，为锁定利润和规避不锈钢圆钢等原材料价格波动风险，公司不锈钢普管采取了行业通用的“成本×成材率+加工费”的定价模式。公司一般在接单后迅速锁定原材料价格，由于 2010 年 1-4 月期间不锈钢圆钢、板材等原料价格频繁上调，加上不锈钢普管领域竞争的日益激烈，近期所接订单毛利率相对较低。预计随着原材料价格走势趋稳，相对于一季度，公司不锈钢普管业务盈利状况在未来三个季度有望得到小幅改善，但行业竞争日趋激烈的趋势几成定局。

3.2 海水淡化用管：业务规模决定其对公司业绩贡献有限

近年来，我国淡水资源的状况不容乐观，全国 655 个城市中，有 400 多个城市缺水，其中 114 个为严重缺水城市。但是，我国有近 2 万公里的海岸线，海水资源丰富。为此，国家将海水淡化列入优先发展的高技术产业化重点领域，以应对淡水供应日益紧张的局势，这促使海水淡化及其设备生产正日益成为一个热门产业。经过 40 多年的发展，我国已经成为继美国、日本、韩国之后世界上少数

几个掌握海水淡化先进技术的国家之一。

“十一五”期间，我国海水利用产业的发展目标为：到 2010 年末，我国海水淡化能力达到 80-100 万立方米/日，海水直接利用能力达到 550 亿立方米/年，海水利用对解决沿海地区缺水问题的贡献率达到 20% 左右。公司超级铁素体不锈钢管主要应用于海水淡化领域，2009 年产能为 500 吨，2010 年将达到 1000 吨。当前市场海水淡化管超级铁素体不锈钢管单价约为 3.5 万元/吨，该项业务将成为公司 2010 业绩的一个增长点，但由于规模的限制，预计该项业务对公司盈利增量贡献相对有限。

表 3：我国海水淡化利用发展目标

年份	海水淡化量		海水直接利用量	对解决沿海地区缺水的贡献率 (%)
	万立方米/天	亿立方米/年	亿立方米/年	
2010	80-100	2.6-3.3	550	16-24
2020	250-300	8.3-9.9	1000	26-37

资料来源：《我国海水利用产业发展的战略与规划》，财通证券研究所

3.3 中大口径油气输送管：2010 年公司主要利润增长点

根据《装备制造业调整和振兴规划》，2009-2011 年，我国依托天然气管道输送和液化储运领域重点工程，以西气东输二线、陕京三线等天然气管道输送工程为依托，发展长距离输送管道燃压机组等装备；以浙江、江苏、珠海、青岛等液化天然气接收站工程为依托，发展大型液化天然气运输船及接收站等设备。随着我国油气管线网络的逐步完善，油气输送管网工程建设和实现关键设备国产化进程的提速，油气输送用中大口径不锈钢焊接管尤其是液化天然气输送用管将面临较好的发展前景。据国家有关规划统计部门的预测，2010 年我国各类管线管年需求量为 350-400 万吨。其中不锈钢管用量在全管道中的比例约为 5%，为 17.5-20 万吨。

公司年产 1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目为国内第一条生产大口径不锈钢焊接管生产线，已于 2009 年底建成投产。该项目中的 $\Phi 630$ 机组是目前国内第一条采用连续成型焊接技术的生产线，该生产线使大口径焊接管的焊缝质量更加稳定；同时可以生产超长（6、12、18 米）的大口径不锈钢焊接管，改变了国内不能生产超长产品的历史，并使用户在安装过程中的现场环缝对接大大减少，降低成本，管道系统安全性得到进一步提高。公司与中石油、中石化、中海油间拥有良好的合作基础，并且已与中石化工程建设公司、中石油物资装备总公司、中国寰球工程公司等达成了该项目产品的销售意向。

预计 2010 年产量将达到 5000-6000 吨，公司该类产品目前销售单价为 4 万元左右，毛利率约为 30%。公司镍基合金油井管及核级管项目尚在建设过程中，中大口径油气输送管业务预计将成为公司 2010 年收入及利润最主要的增长源之一。

3.4 超超临界锅炉耐温耐压件项目：进口替代效果低于预期，但依旧值得期待

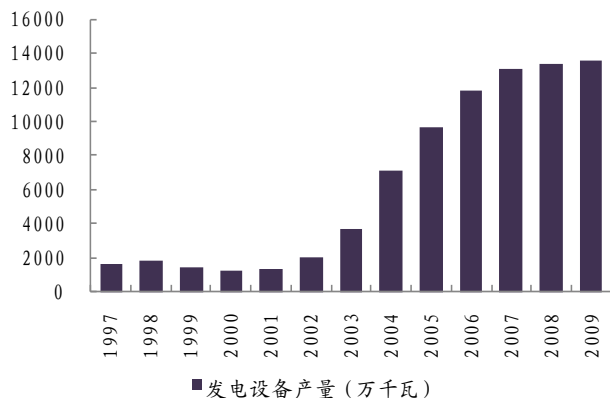
超超临界发电技术主要是通过提高锅炉主蒸汽的压力和温度来提升锅炉的热效率，煤耗低于 300g/kwh，较同等容量的亚临界机组节约煤 20g 左右。2008 年我国已有 15 台 100 万 kw 超超临界机组投入运营，开始进入“超超临界”时代。

《电力设备“十一五”规划及 2020 年远景目标》提出，通过改造、提高 60 万 kw 及以上机组的比重，“十一五”期间形成 60 万 kw 及以上机组年产 30 套左右的生产能力，其中超临界、超超临界机组年产 15-20 套。此外，《装备制造业调整和振兴规划》提出，2009-2011 年期间，依托高效清洁发电领域重点工程，全面提高重大装备技术水平，实现百万千瓦级核电设备、新能源发电设备等一批重大装备自主化；进一步提高百万千瓦级超临界/超超临界火电设备、大型燃气机组技术装备等的性能质量；重点发展耐高温、耐高压、耐腐蚀电站用钢（钢管）等特种原材料。

在我国能源构成中，火力发电一直占据着重要的位置，以火电机组为主的格局在未来较长时间内不会改变，而超超临界电站机组也将是我国电力发展的重点。目前，我国超超临界电站锅炉过热器和再热器等部件使用的耐温、耐压不锈钢管主要来源于 Sumitomo 公司 20 世纪 90 年代开发的 Super304H 和 HR3C，电站机组关键材料的国产化直接关系到国家的能源战略，进口替代将使得国产化的超超临界锅炉用耐温、耐压件的需求持续增长。国内四大锅炉厂新建 60 万千瓦亚临界、超临界机组以及电厂维修用不锈钢耐热钢管，都趋向选用国内供应商。

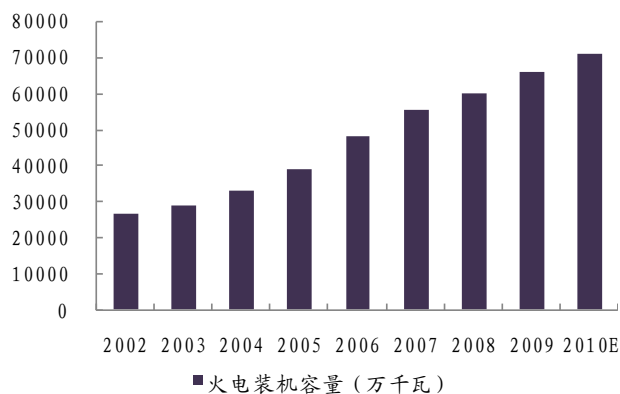
据初步测算，未来 10 年间国内每年预计新增火电机组约 3000 万千瓦。按每台 100 万千瓦超超临界锅炉需用约 1300 吨不锈钢耐温耐压件计算，未来 10 年间国内市场每年需要近 4 万吨的不锈钢耐温耐压件。

图 8: 1997-2009 我国发电设备产量



资料来源:《中国火电设备用不锈钢新材料的选择》, 财通证券研究所

图 9: 2002-2010 我国火电装机容量



资料来源:《中国火电设备用不锈钢新材料的选择》, 财通证券研究所

表 4: 电站锅炉中高温过热器和再热器用不锈钢管的需要量

项目	亚临界机组	超临界机组	超超临界机组
钢号	TP304H、TP347H	TP304H、P347H、347HFG	TP347H、Super304H、TP310HNB
需求量	1 吨/万 kw	10 吨/万 kw	TP347H: 4 吨/万 kw Super304H: 6 吨/万 kw TP310HNB: 3 吨/万 kw

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

国内 60-100 万千瓦超超临界锅炉中使用的高性能钢管之前全部依赖进口, 公司生产的 HR3C 以及国内其他厂商生产的超超临界高压锅炉无缝管打破了国际上对该品种的垄断, 成功实现了进口替代。公司是国内唯一一家同时取得超级 304 及 HR3C 两个标准认证的企业, 20000 吨的超超临界锅炉耐温、耐压件制造项目将于 2010 年 9 月份投产, 分三年达产。预计 2010、2011 年将分别实现产量约 2300 吨与 6500 吨。除公司外, 国内目前具备超超临界电站锅炉管生产的能力的还有武进不锈钢管厂、宝钢特钢分公司及太钢 (预计 2010 年通过审核)。在国内产能释放的冲击下, 国外厂家大幅压价, 该类产品价格由 28 万元/吨下降至当前的 13-16 万元/吨, 吨产品毛利已降至 1.5 万元左右, 进口替代效果低于市场预期。尽管如此, 我们依旧认为超超临界电站锅炉耐温、耐压件业务在未来 3 年内仍是公司收入与利润的主要增长点。

3.5 镍基合金油井管: 短期内业绩贡献有限

石油和天然气仍将在较长时间内成为我国能源供应的重点。“十一五”期间, 我国的原油和天然气生产仍将保持稳定增长的趋势。油井用管是油井的主要构件, 其成本约占油井开发生产成本的 20-30%。由于地质情况的不同, 各国油田

的油井进尺量与油井用管消耗的关系会有所不同,根据我国的地质情况,我国东部地区油田的油井相对较浅,一般为 1000-2000 米,每口油井需要油井用管 55-120 吨;而西部地区油田的油井较深,平均为 4000 米,每口油井需要油井用管 220-250 吨。

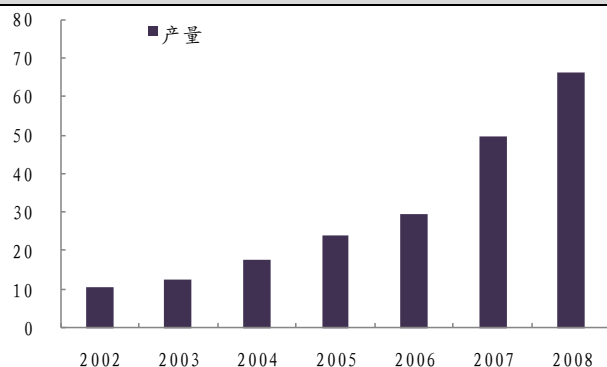
表 5: 油井用管主要构件及其占全部使用量的比重 (按重量)

构件	用途	占油井用管全部使用量的比例
钻探管	钻探油气井的无缝钢管,包括钻杆、钻铤。	5%-10%
套管	支撑油井井壁用钢管,包括表层套管、技术套管和油层套管。	60%-80%
油管	油气井打好固井后,在油层套管中设置的让油气从此涌至地面的专用无缝管。	20%-30%

数据来源: 招股说明书, 财通证券研究所

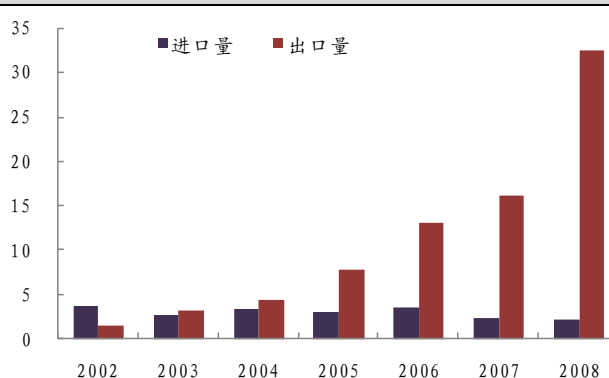
目前我国生产和出口的油井用管主要是中档及常规油井用管,而深井、超深井使用的高强度、高韧性、抗腐蚀、抗挤压油井用管主要还是依靠进口。此外,我国以陆相地质条件为主,富集程度低、开采难度大的石油深井比重较高,未来西部油田、海洋石油以及天然气的开采在油气开采行业中的占比将逐渐增加,这一系列特点将推动高钢级油井用管、耐腐蚀特殊丝扣油井用管等高档油井用管的消费比例提高。

图 10: 2002-2008 年我国油井管产量 (10 万吨)



资料来源:《石油管前景展望》, 财通证券研究所

图 11: 2002-2008 我国油井管进出口情况 (10 万吨)



资料来源:《石油管前景展望》, 财通证券研究所

公司镍基合金油井管由公司与天津钢管集团股份有限公司 (TPCO)、东北特殊钢集团抚顺特殊钢公司 (东特) 共同完成。东特负责冶炼和锻造工艺研究, 公司负责制管工艺研究, TPCO 负责螺纹加工、性能试验。强强联合生产的 TDJ-G3 镍基耐蚀合金气密封扣油管加工工艺先进, 质量稳定, 已具备批量生产条件。

镍基耐蚀合金油井管的生产在国内尚处于空白阶段, 镍基耐蚀合金气密封扣油管只能依靠进口解决, 但国际上此类产品的缺口较大, 市场价格不菲, 而且供

货周期较长，同时也威胁到了国家能源战略安全。因此，研制出适用于高 H₂S 和 CO₂ 气田的镍基合金气密封扣油管，对于满足我国此类油气田的开发要求、降低开发成本、确保开发安全等方面均具有重要的意义。公司年产 3000 吨的镍基合金油管项目预计将于 2011 年年底建成投产，我们认为该项业务至少要到 2012 年下半年才能正式产生效益，预计 2012 年公司镍基合金油管产量为 1600 吨，目前该类产品市场价约为 25 万元/吨。

3.6 核蒸发器管：受益国内核电建设的加速，但新增产能释放将使得进口替代低于预期

根据 2007 年 10 月公布的《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》，我国核电的发展目标为：到 2020 年，核电运行装机容量争取达到 4000 万千瓦，并有 1800 万千瓦在建项目结转到 2020 年以后续建，核电占全部电力装机容量的比重将提升至 4%。据悉，《核电发展调整规划》初稿已经形成。一旦该规划获批，到 2020 年我国核电运行装机容量预计将达 7000 万千瓦，在建 3000 万千瓦，由此未来 10 年的新建核电装机容量将超过过去 30 年的总和。届时，核电装机容量在电力总装机容量中的比重将从目前的 1.1% 提高到 5%，发电量占比也将从 1.99% 提高到 8% 左右。

表 6：《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》中核电建设项目设想

时间	5 年内新开工规模	5 年内投产规模	结转下个 5 年规模	5 年末核电运行总规模
2000 年前规模				226.8
“十五”期间	346	468	558	694.8
“十一五”期间	1244	558	1244	1252.8
“十二五”期间	2000	1244	2000	2496.8
“十三五”期间	1800	2000	1800	4496.8

数据来源：《核电中长期发展规划（2005-2020 年）》，财通证券研究所

未来 10 年我国将进入核电发展的加速期，按照 2020 年核电装机容量 7000 万千瓦的规划，未来 10 年核电市场总投资额将达到 8600 亿元左右，年平均投资额接近 900 亿元；未来 3 年核电总投资将达到 3600 亿元，按照设备投资占总投资比重 45% 进行测算，未来 3 年核电设备制造行业为此将产生近 1600 亿元的新增市场容量。据统计，一座 100 万千瓦的核电站，需用各种钢管 1255 吨，其中蒸汽发生器 U 型传热管就达 200 吨。而一座 130 万千瓦的压水堆核电站，需用各种钢管 2850 吨，其中不锈钢和高镍合金管达 850 吨。根据核电规划和建设进程，预计 2010-2012 年在建机组分别为 36 台、37 台和 38 台。

根据《装备制造业调整和振兴规划》，2009-2011 年，我国将以辽宁红沿河、

福建宁德和福清、广东阳江、浙江方家山和三门、山东海阳以及后续核电站建设工程为依托，推进二代改进型、AP1000 核电设备自主化，重点实现压力容器、蒸汽发生器等主要设备的国内制造。随着我国核电站的建设及其关键设备国产化率的实施进程加快，国内核电站用不锈钢管的需求将会显著放大。

目前，公司的核电站用核级不锈钢无缝管、焊接管已通过国家核安全局核安全与环境专家委员会评审。公司 500 吨产能的核级蒸发器管项目预计将于 2011 年年底投产，其后需要 6 个左右的认证时间，预计 2012 年开始贡献利润，目前公司已经收到核级蒸发管的订单意向。宝钢一期 750 吨 690U 型蒸发器管已于 2009 年 9 月份试生产，并计划在 2012 年将产能扩充至 1500 吨，不考虑其他竞争对手的新增产能，2012 年底国内核级蒸发器管产能将接近 2000 吨，产能利用率达到 60% 就可实现供需平衡。虽然国内核电建设呈现加速势头，但随着国内新增产能的逐渐释放，预计核级蒸发器管价格也将大幅下降，我们预计 2012 年国产化后核级蒸发器管单价将由最高时的 230 万元/吨降至 100 万元/吨左右。

4、盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

除海水淡化用管二期新增的 500 吨产能外，公司在未来 3 年内工业用不锈钢普管产能规模将维持相对稳定。随着公司募投项目产能的逐渐释放，公司产品结构将由当前的以工业用不锈钢普管为主过渡为普管、高端特种不锈钢管业务并重的格局。公司作为高新技术企业享受的 15% 所得税优惠税率于 2010 年到期，2011-2012 公司将会继续通过高新技术企业资格认证。

公司的盈利预测假设及分产品盈利预测分别如表 7、表 8 所示：

表 7：公司盈利预测假设

项目	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用 / 主营业务收入	5.1 %	3.7 %	3.9 %	3.9 %
管理费用 / 主营业务收入	3.6 %	2.7 %	2.8 %	2.8 %
财务费用 / 主营业务收入	1.6 %	1.8 %	2.0 %	2.0 %
实际税率	15 %	15 %	15 %	15 %
总股本 (万股)	16000	20800	20800	20800

数据来源：财通证券研究所

表 8: 公司分产品盈利预测

业务	产品	指标	2009	2010E	2011E	2012E
不锈钢普管业务	普通无缝管 (不含大口径油井管)	产量(吨)	15076	16120	16400	16600
		单价(万元)	3.78	3.90	3.95	3.92
		营业收入(万元)	56925	62902	64789	65113
		营业成本(万元)	47438	52051	54513	55672
		销售毛利率	16.66%	17.25%	15.86%	14.50%
	普通焊管	产量(吨)	20103	20950	21300	21650
		单价(万元)	3.25	3.51	3.68	3.71
		营业收入(万元)	65359	73528	78308	80265
		营业成本(万元)	47283	54043	58840	62085
		销售毛利率	27.66%	26.50%	24.86%	22.65%
募投项目	大口径油气输送管	产量(吨)	0	5500	7800	8500
		单价(万元)	0	3.9	3.8	3.7
		营业收入(万元)	0	21450	29640	31450
		营业成本(万元)	0	15337	21830	23682
		销售毛利率	-	28.50%	26.35%	24.70%
	超超临界电站锅炉管	产量(吨)	200	2300	6500	8700
		单价(万元)	13	12.5	10.8	9.8
		营业收入(万元)	2600	28750	70200	85260
		营业成本(万元)	2210	24078	59319	72761
		销售毛利率	15%	16.25%	15.50%	14.66%
	核岛蒸发器管	产量(吨)	0	0	0	300
		单价(万元)	0	0	0	100
		营业收入(万元)	0	0	0	30000
		营业成本(万元)	0	0	0	25650
		销售毛利率	-	-	-	14.50%
	镍基合金油井管	产量(吨)	0	0	0	1600
		单价(万元)	0	0	0	18
		营业收入(万元)	0	0	0	28800
		营业成本(万元)	0	0	0	22608
		销售毛利率	-	-	-	21.50%

数据来源: 财通证券研究所

4.2 估值及投资建议

国内工业用不锈钢普管行业竞争日益激烈,预计公司不锈钢普管业务未来成长空间相对有限。关于公司募投项目,虽然随着国内相关产能的逐渐投产,进口替代效果或将低于预期,但超超临界电站锅炉耐温耐压件、核级蒸发器管、镍基合金油井管等项目所处细分行业的竞争环境要显著优于民用不锈钢管及工业用

不锈钢普管行业，我们认为公司上述募投项目依旧值得期待。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.61 元、0.93 元、1.20 元，鉴于公司领先的技术优势及行业龙头地位，给予公司一定的溢价。预计公司 11 年合理市盈率区间为 25-28 倍，由此计算得到的公司合理价格区间为 23.25-26.04 元，公司股价近期跟随大盘出现大幅调整，目前股价具有一定的安全边际，我们上调公司评级至“增持”。

5、风险提示

钢材价格大幅波动将对公司成本控制造成一定冲击；募投项目推进速度低于预期；在国内外相关产能的冲击下，公司超超临界电站锅炉管、核级蒸发器管等募投项目产品进口替代效果低于预期。

表 9: 公司财务报表及指标预测

财务和估值数据摘要

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1583	2063	2780	3661
增长率 (%)	-24%	30%	35%	32%
归属母公司净利润	95	128	194	250
增长率 (%)	17%	34%	52%	29%
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.93	1.20
每股经营现金流 (元)	0.72	1.14	1.32	1.66
销售毛利率	18.4%	16.9%	17.7%	17.5%
净资产收益率	7.5%	8.9%	11.6%	12.8%
市盈率 (P/E)	40.04	30.20	19.81	15.35
市净率 (P/B)	2.24	2.51	2.20	1.91

利润表

科目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1583	2063	2780	3661
营业成本	1292	1714	2288	3022
营业税金及附加	4	7	11	15
销售费用	82	80	111	146
管理费用	58	66	78	103
财务费用	26	37	56	73
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	117	158	237	302
营业外收支净额	3	1	1	1
利润总额	120	160	238	303
所得税	16	24	36	46
净利润	104	136	202	258
少数股东损益	9	8	8	8
归属母公司股东净利润	95	128	194	250
每股收益 (元)	0.46	0.61	0.93	1.20

资产负债表

科目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	854	902	1047	1387
应收和预付款项	190	158	310	307
存货	331	343	557	631
其他流动资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	600	523	446	369
无形资产和开发支出	51	45	40	34
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	2027	1972	2400	2729

短期借款	208	0	0	0
应付和预收款项	329	331	549	610
长期借款	63	64	64	64
其他负债	47	47	47	47
负债合计	647	442	660	721
股本	160	208	208	208
资本公积	866	818	818	818
留存收益	298	439	641	901
归属母公司股东权益	1324	1465	1667	1927
少数股东权益	56	64	73	81
股东权益合计	1380	1529	1739	2008
负债及权益合计	2027	1972	2400	2729

现金流量表

科目	2009	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	150	237	275	345
投资性现金净流量	-139	-125	-132	-140
筹资性现金净流量	566	-214	-50	-45
现金流量净额	577	-102	93	160

数据来源: 财通证券研究所

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求研究员将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表研究员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，财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。本报告仅向财通证券内部特定客户传送，未经财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。