

久立特材（002318）

李永良
S0160110030120
lyl@ctsec.com
0571-87620715
钢铁行业研究员
2010年06月08日**拟与上海核工程研究设计院共同研发核蒸发器管**

钢铁行业

估值区间：23.25-26.04 元

增持

（维持）

事件：

- 公司发布公告，拟于2010年6月8日与上海核工程研究设计院举行签约仪式，双方签订《AP1000系列核电蒸汽发生器用U形管国产化合作开发协议》，共同研制开发第三代核电站AP1000系列用核电蒸汽发生器管，由上海核工程研究设计院为公司提供技术支持，双方合作期限为10年。

点评：

- **未来10年我国将步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。根据《装备制造业调整和振兴规划》，09-11年，我国将以辽宁红沿河、福建宁德和福清、广东阳江、浙江方家山等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。
- **强强联合有望增强公司在核级管领域的研发实力，加速核蒸发器管国产化进程：**公司此次与上海核工程研究设计院拟签订的合作开发协议主要是围绕AP1000系列核电蒸汽发生器用U形管的国产化，双方合作期限为10年，届时将由上海核工程研究设计院为公司提供技术支持。强强联合有望进一步增强公司在该领域的研发实力，加速核蒸发器管的国产化进程。公司500吨产能的核蒸发器管项目试管预计将于10年年底下线，其后大约需要6个月左右的认证时间，预计将于11年底投产，12年开始贡献利润。我们假设12年国产化后在国内产能释放的作用下，核蒸发器管单价将由最高时的230万元/吨降至100万元/吨左右。公司500吨的核蒸发器管项目达产后每年将为公司贡献5亿元左右的营业收入，按照12%的净利率进行粗略的估算，该项目成熟后每年将贡献约6000万的净利润，增厚每股收益0.29元。
- **投资建议：**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，公司股价前期跟随大盘出现大幅调整，目前股价具有一定的安全边际，我们维持公司“增持”评级。
- **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、核蒸发器管等募投项目产品进口替代效果低于预期。

表 1: 公司财务报表及指标预测

(单位: 百万元)

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)	42.95	32.40	21.25	16.46
市净率 (P/B)	2.40	2.69	2.36	2.05

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: Wind, 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。

免责声明

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。