

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

短期依赖传统业务，高增长来自募投项目顺利达产

事件描述

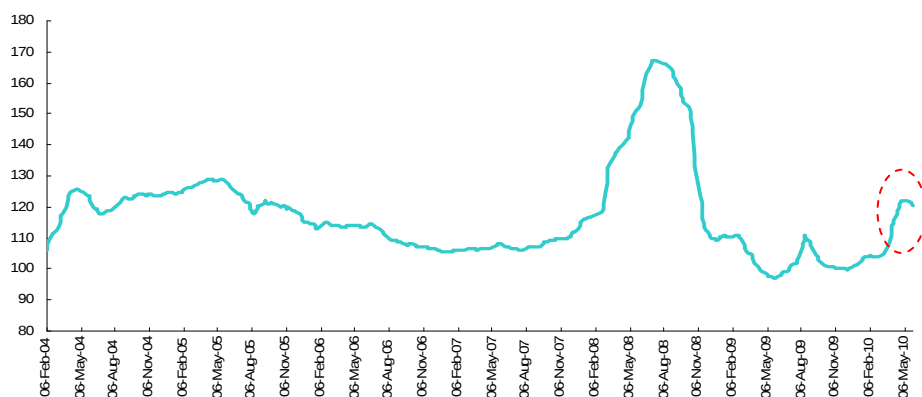
近日，我们走访了久立特材，与公司管理层进行了深入的交流。

事件评论

第一，2 季度公司业绩环比 1 季度基本持平

在募投项目尚未放量的情况下，2 季度公司产量适度增加主要来自于普通无缝管。不过受制于越来越激烈的市场环境，利润情况并不乐观，公司 2 季度业绩环比 1 季度基本持平。订单目前虽然量较充足，但并无明显优势的价差显示当前需求增速的下滑使得产品提价能力较弱。

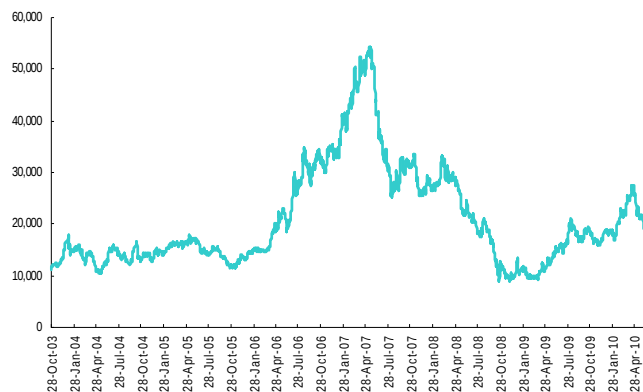
图 1：2 季度无缝钢管市场价格相对 1 季度有所改善



资料来源：Wind，长江证券研究部

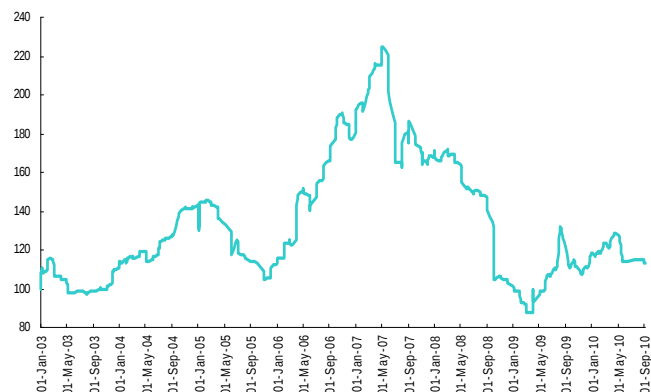
在公司没有独立炼钢能力的情况下，原材料主要为从宝钢、太钢等大型钢厂所采购的不锈钢板坯，因此，公司产品价格与镍的走势有一定关系，在 2 季度 LME 现货镍走势并不强势也是公司 2 季度产品价差低迷的另一个原因。不过赚取加工费的盈利模式依然使得公司盈利能力不会出现太过大幅度的下滑。

图 2: LME 现货镍价格 2 季度有所回落



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 3: 国内不锈钢价格也在 2 季度有所回落



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

第二, 产能扩张主要来自募投项目及超募资金所投项目, 未来几年拥有较强的产能扩张能力

公司传统业务主要包括 2.25 万吨的焊管与 1.85 万吨的无缝钢管, 募投项目主要有以下三个项目。

表 1: 公司募投项目一览

序号	项目名称	募集资金额 (万元)	总投资 (万元)	建设期 (年)	立项批文
1	超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目 年产 10000 吨油气输送	33,310.30	36,170.30	2	《湖州市企业投资项目备案通知书》
2	用中大口径不锈钢焊接管项目	13,650.50	13,650.50	2	《湖州市企业投资项目备案通知书》
3	年产 3000 吨镍基合金油井用管项目	12,683.00	12,683.00	2	《湖州市企业投资项目备案通知书》
合计		59,643.80	62,503.80		

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

此外, 公司还利用自有及超募资金投资了 500 吨钛管、500 吨核电蒸发器管以及 1500 吨航天精密管。

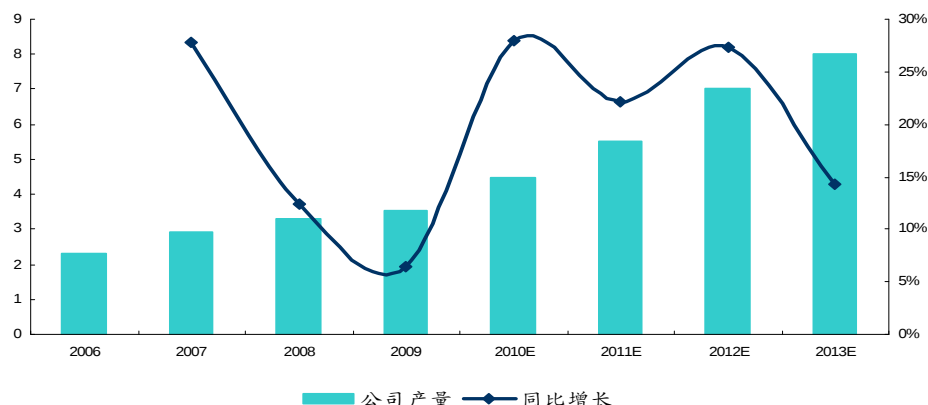
表 2: 公司目前及预计投产的产品项目产能一览

序号	产品品种	产能, 万吨	预计投产时间
1	无缝钢管	1.85	现有
2	焊管	2.25	现有
3	超超临界用管	2	2010.9-11
4	大口径油气输送管	1	现已投产
5	钛管	0.1	现有 500 吨, 新投 500 吨 2010 年底投产
6	油井用管	0.3	2011 年底
7	核电蒸发器管	0.05	2011 年底
8	航天精密管	0.15	2011 年底

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

再加上公司每年 5000 吨左右的毛管处理产能, 公司未来所有产品的最大产能可达到约 8.2 万吨。未来几年公司产量拥有较快的扩张能力, 也给业绩带来了较强的弹性。

图 4: 公司产能逐步释放, 未来几年产量拥有较快的增长能力



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第三, 传统业务立足稳定, 高增长动力源于募投项目

公司未来高增长的动力主要来自募投项目:

✓ 2 万吨超超临界用管项目

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排产 1500 吨, 预计募投生产线将于 2010 年 9 月至 11 月投产, 分三年达产。由于产量增长明显, 公司龙头产品值得市场期待。

表 3: 2 万吨超超临界用管未来业绩测算

超超临界用管业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
年产量 (万吨)	0.00	0.02	0.20	0.90	1.50
价格 (万元)	0.00	13.00	13.00	10.00	9.00
收入 (亿元)	0.00	0.26	2.60	9.00	13.50
毛利率	0.00%	5.00%	10.00%	13.00%	12.00%
毛利 (亿元)	0.00	0.01	0.26	1.17	1.62
费用率	8.25%	6.21%	7.50%	7.20%	7.20%
税前净利	0.00	0.00	0.07	0.52	0.65
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0.00	0.00	0.06	0.44	0.55
EPS (元)	0.00	0.00	0.03	0.21	0.26

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

✓ 3000 吨油井管项目

公司募投项目中年产 3000 吨镍基合金油井用管项目预计将于 2011 年底投产, 2012 年设计产能 3000 吨达产, 实际产量预计达 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 4: 3000 吨油井管业绩测算

油井管业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
年产量 (万吨)	0.00	0.01	0.01	0.05	0.25
价格 (万元)	0.00	25.00	20.00	18.00	17.00
收入 (亿元)	0.00	0.25	0.20	0.90	4.25

毛利率	0.00%	10.00%	10.00%	15.00%	16.00%
毛利（亿元）	0.00	0.03	0.02	0.14	0.68
费用率	8.25%	6.21%	7.50%	7.20%	7.20%
税前净利	0.00	0.01	0.01	0.07	0.37
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利	0.00	0.01	0.00	0.06	0.32
EPS（元）	0.00	0.00	0.00	0.03	0.15

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 1 万吨大口径油气输送管道项目

公司 1 万吨大口径油气输送管 2009 年底建成投产，预计 2010 能够释放 5000 吨的产量，2011 年基本完全达产。

表 5: 1 万吨大口径油气输送管业绩测算

1 万吨大口径焊管业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
年产量（万吨）	0.00	0.00	0.50	0.90	1.00
价格（万元）	0.00	0.00	3.90	4.00	4.10
收入（亿元）	0.00	0.00	1.95	3.60	4.10
毛利率	0.00%	0.00%	22.00%	23.00%	21.00%
毛利（亿元）	0.00	0.00	0.43	0.83	0.86
费用率	8.25%	6.21%	7.50%	7.20%	7.20%
税前净利	0.00	0.00	0.28	0.57	0.57
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利	0.00	0.00	0.24	0.48	0.48
EPS（元）	0.00	0.00	0.12	0.23	0.23

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 500 吨核电蒸发器管项目

超募资金所投的 500 吨核电蒸发器管项目无疑是当前公司技术壁垒最高的产品。据我们了解，蒸发器管的主要原材料镍基合金目前市场价格在 15 万元/吨左右，每吨蒸发器管通常需要 3 吨左右原材料来完成，由此估算每吨蒸发器管原材料成本大约需要 45 万元/吨左右。折旧方面并不太大，该项目投资额预计在 1.7 亿元左右，假设按照 10 年的折旧期计算，每年折旧额仅为 1700 万元，在年产 500 吨达产后吨钢折旧为 3 万元左右，较吨钢售价来讲较低。我们预计产品综合成本可能在 70-80 万元/吨左右。

虽然目前核电蒸发器管 120 万元/吨的市场价格对应的毛利率在 50% 左右，但与其他替代进口产品一样，一旦蒸发器管国产化率提高，价格下跌的空间可能会较大。同时，投产初期无法全部达产也使得折旧费用会出现一定幅度的上升。预计蒸发器管毛利率将会逐步下滑至 30% 左右。

表 6: 公司蒸发器管 EPS 预测

蒸发器管业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
年产量（万吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.03
价格（万元）	0.00	0.00	0.00	90.00	70.00
收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	2.10
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%	25.00%
毛利（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.53
费用率	8.25%	6.21%	7.50%	7.20%	7.20%

税前净利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.37
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.32
EPS（元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15

资料来源：公开资料，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

虽然当前公司业绩主要依赖传统业务且在国内需求面临增速放缓的背景下盈利能力大幅提升的难度较大，但考虑到未来公司募投项目的逐步投产所带来的产量释放，公司未来几年成长性较强。我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.50、0.83 元，维持“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	2258	3446	4901	货币资金	845	289	345	490
营业成本	1292	1909	2892	4138	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	291	349	553	763	应收账款	124	177	271	385
% 营业收入	18.4%	15.5%	16.1%	15.6%	存货	331	490	742	1062
营业税金及附加	4	6	10	14	预付账款	44	65	98	140
% 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	117	179	255	流动资产合计	1367	1053	1504	2146
% 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	84	127	181	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	6	11	26	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.3%	0.3%	0.5%	固定资产合计	601	957	1297	1521
资产减值损失	3	3	6	7	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	0	1	1
营业利润	117	132	220	279	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	5.8%	6.4%	5.7%	资产总计	2020	2059	2847	3712
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	225	0	374	715
利润总额	120	132	220	279	应付款项	270	397	602	861
% 营业收入	7.6%	5.8%	6.4%	5.7%	预收账款	55	79	121	172
所得税费用	16	20	33	42	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	104	112	187	237	应交税费	-10	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	8	13	18
的净利润	95.4	103.0	171.8	217.9	流动负债合计	548	490	1117	1777
少数股东损益	9	9	15	20	长期借款	63	63	63	63
EPS（元/股）	0.46	0.50	0.83	1.05	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	113	152	212	负债合计	641	582	1210	1869
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1324	1411	1558	1743
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	65	80	100
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1380	1476	1638	1843
固定资产投资	-175	-423	-434	-349	负债及股东权益	2020	2059	2847	3712
其他	36	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-139	-423	-434	-349		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.459	0.495	0.826	1.047
股权融资	883	0	0	0	BVPS	8.27	8.82	7.49	8.38
银行贷款增加（减少）	-230	-225	374	341	PE	45.73	42.38	25.40	20.03
筹资成本	48	-22	-36	-59	PEG	1.44	1.34	0.80	0.63
其他	-135	0	0	0	PB	2.54	2.38	2.80	2.50
筹资活动现金流净额	566	-247	338	282	EV/EBITDA	19.34	20.01	13.57	10.75
现金净流量	577	-556	55	146	ROE	7.2%	7.3%	11.0%	12.5%

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。