

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度传统业务略有下滑，耐心等待募投项目达产

事件描述

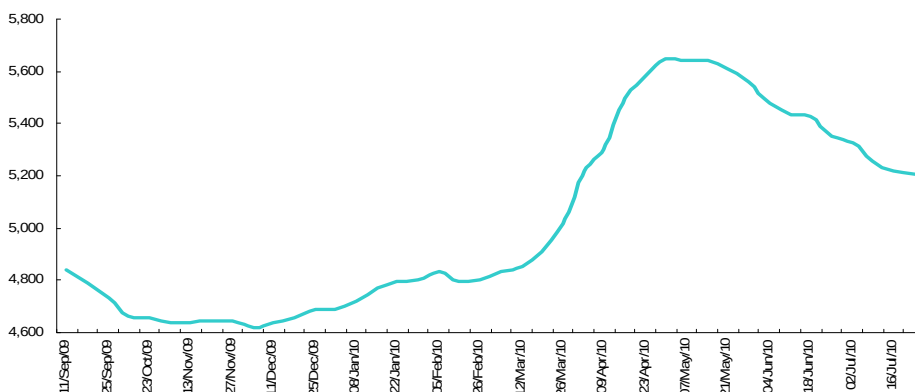
久立特材今日发布 2010 年上半年业绩预增公告，报告期内，公司共实现利润总额 4,963.84 万元，同比下降 28.32%，归属于上市公司股东的净利润 3,820.19 亿元，同比下降 29.13%，实现 EPS 为 0.18 元。1 季度公司实现 EPS 为 0.1 元，2 季度实现 EPS 为 0.08 元。

事件评论

第一，2 季度公司业绩环比 1 季度略有下滑，3 季度受制于全行业低迷

虽然募投项目目前还尚未贡献明显产量，但据我们了解 2 季度公司产量有一定程度的增加，增量主要来自普通无缝钢管。业绩主要还是受到钢管价格下跌的影响。2 季度国际市场对我国钢管的反倾销调查使得国内的钢管市场供需形势出现下滑，而全行业在 2 季度后期的低迷更是加剧了这一现象。

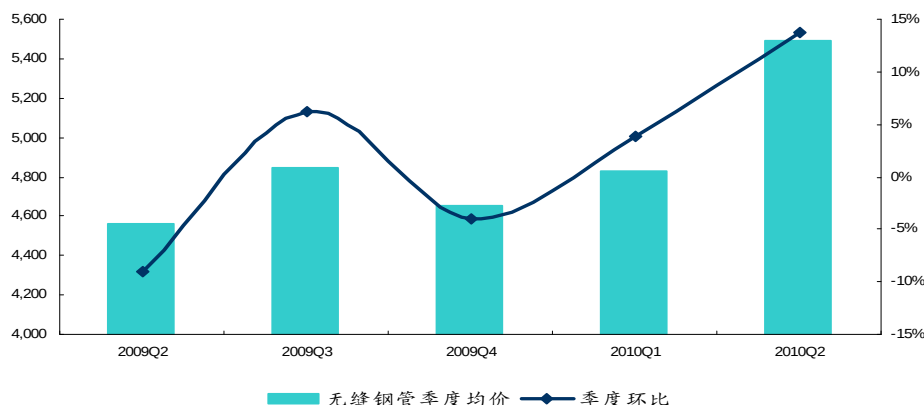
图 1：无缝钢管价格在行业低迷的时期跟随下跌



资料来源：Wind，长江证券研究部

不过从无缝钢管的季度均价环比走势来看，2 季度环比 1 季度仍有上涨。

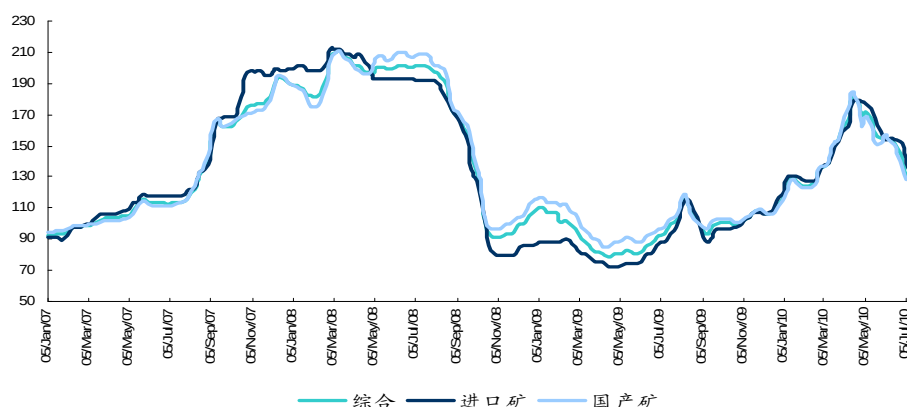
图 2：无缝钢管 2 季度均价环比 1 季度仍有一定上涨幅度



资料来源：Wind，长江证券研究部

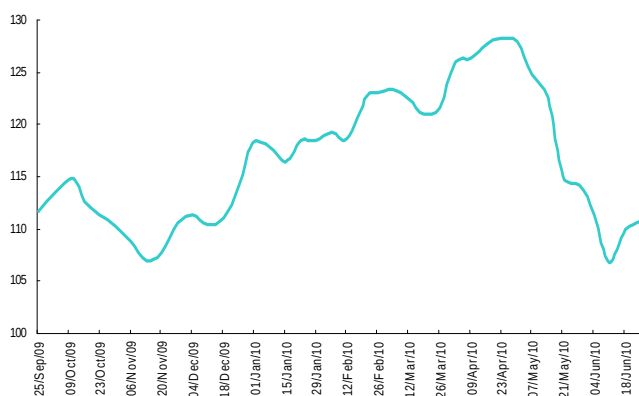
成本的上升应该是另一个主要原因。由于公司没有独立的炼钢能力，原材料主要为从宝钢、太钢等大型钢厂采购不锈钢板坯，因此，公司成本一方面受制于 2 季度全行业所面临的矿石价格上涨所带来的间接成本增加，另一方面来自于应该来自镍的价格上升。

图 3：2 季度矿石价格上涨幅度较大



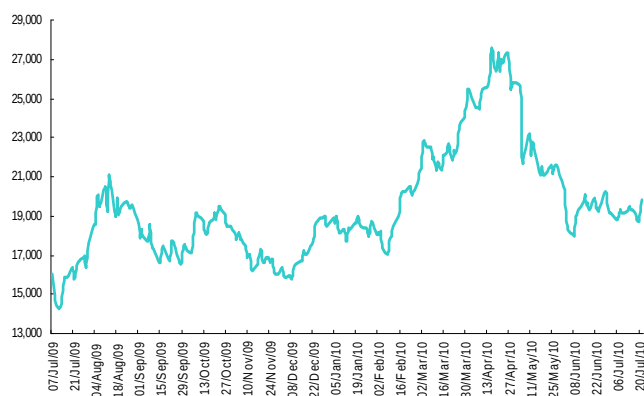
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 4：国内不锈钢价格 2 季度基本处于高位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

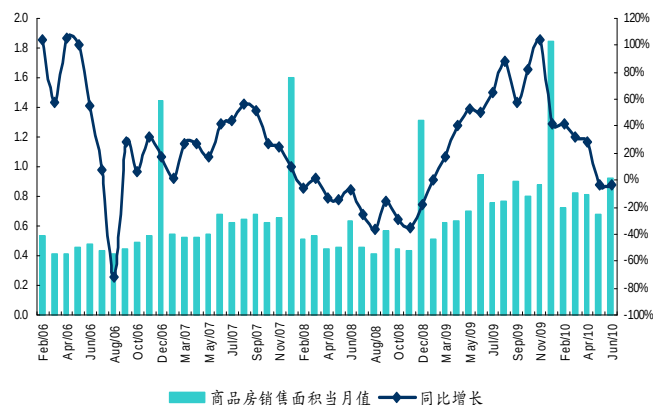
图 5：LME 镍现货价格 2 季度处于高位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

传统的无缝钢管及焊管业务依然是公司在接下来一段时间业绩的主要来源，因此，在钢铁行业面临需求下滑而低迷的背景下，无缝钢管及焊管也难以走出独立行情，因此 3 季度公司盈利能力难以提升。当然，公司赚取加工费的经营模式使得公司盈利能力相对其他钢铁公司波动较小。

图 6：房地产销售面积在调控的影响下大幅下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 7：制造业 PMI 指数面临高位回落的风险



资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，随着募投项目的逐步达产，公司拥有产能快速扩张的能力，高增长来自募投项目

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 年产 3000 吨镍基合金	13,650.50	13,650.50	2	《湖州市企业投资项目备案通知书》
3	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

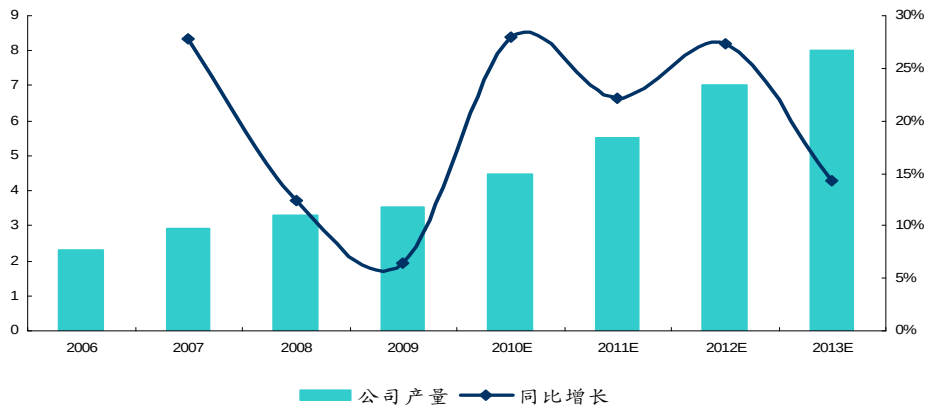
序号	产品品种	产能，万吨	预计投产时间
1	无缝钢管	1.85	现有
2	焊管	2.25	现有
3	超超临界用管	2	2010.9-11
4	大口径油气输送管	1	现已投产
5	钛管	0.1	现有 500 吨，新投 500 吨 2010 年底投产
6	油井用管	0.3	2011 年底
7	核电蒸发器管	0.05	2011 年底
8	航天精密管	0.15	2011 年底

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。未来几年公司的高成长主要来自两点：

- ✓ 一方面是产能快速扩张带来的业绩弹性；
- ✓ 另一方面随着募投项目的逐步达产，高盈利品种占比逐步增加，也将提升公司盈利能力。

图 8：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，维持“谨慎推荐”评级

公司目前业绩主要依赖传统业务，在 3 季度全行业面临需求下滑制约的背景下，公司盈利能力提升的难度较大。不过随着募投项目的逐步达产，未来几年公司拥有高增长的能力。我们预计 2010、2011 年公司 EPS 分别为 0.34 元和 0.69 元，维持对公司的“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	2214	3446	4901	货币资金	845	262	345	490
营业成本	1292	1910	2928	4158	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	291	304	518	743	应收账款	124	174	271	385
% 营业收入	18.4%	13.7%	15.0%	15.2%	存货	331	490	751	1067
营业税金及附加	4	6	10	14	预付账款	44	65	99	141
% 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	115	179	255	流动资产合计	1367	1022	1514	2152
% 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	82	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	7	12	29	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.3%	0.4%	0.6%	固定资产合计	601	957	1296	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	91	184	257	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	4.1%	5.3%	5.2%	资产总计	2020	2027	2857	3717
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	225	0	433	790
利润总额	120	91	184	257	应付款项	270	397	609	865
% 营业收入	7.6%	4.1%	5.3%	5.2%	预收账款	55	77	121	172
所得税费用	16	14	28	39	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	104	78	156	218	应交税费	-10	1	1	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	71.3	143.2	200.2	流动负债合计	548	488	1183	1855
少数股东损益	9	6	13	18	长期借款	63	63	63	63
EPS（元/股）	0.46	0.34	0.69	0.96	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	81	117	197	负债合计	641	581	1276	1948
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1324	1385	1506	1676
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	62	75	93
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1380	1447	1581	1769
固定资产投资	-175	-422	-434	-349	负债及股东权益	2020	2027	2857	3717
其他	36	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-139	-422	-434	-349		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.459	0.343	0.688	0.963
股权融资	883	0	0	0	BVPS	8.27	8.65	7.24	8.06
银行贷款增加（减少）	-230	-225	433	357	PE	45.56	60.93	30.37	21.71
筹资成本	48	-17	-34	-59	PEG	1.63	2.17	1.08	0.77
其他	-135	0	0	0	PB	2.53	2.42	2.89	2.59
筹资活动现金流净额	566	-242	400	297	EV/EBITDA	19.25	24.94	15.36	11.41
现金净流量	577	-583	83	146	ROE	7.2%	5.2%	9.5%	11.9%

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。