

久立特材(002318)调研报告

谨慎推荐

新产品发力仍需等待!

首次评级

原材料/金属加工

发布时间: 2010 年 8 月 3 日

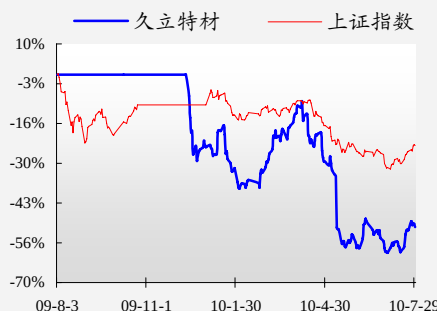
投资要点:

- 工业用不锈钢管的应用领域比较广泛。我国从事工业用不锈钢管制造的企业有 200 家以上,但年产量在万吨以上的企业却只有 7 家,没有一家的市场占有率超过 10%。与低集中度相对应的是行业的中低端产能明显过剩,行业的销售利润率不高,竞争力不强。
- 目前,国产不锈钢管已经逐渐进入一些原来只能进口的领域,如超超临界电站锅炉耐温、耐压件、核岛设备用管、高耐蚀油气井用管等。未来,工业不锈钢管在高端和新兴领域的发展潜力值得关注。
- 就国内市场而言,公司在规模、技术和装备三方面都有一定的优势,是行业的龙头。目前公司已经具备 5.5 万吨工业不锈钢管的产能,市场占有率为 5.5% 左右,名列行业前茅。
- 由于传统产品领域的竞争日趋激烈,而新产品发力仍需时日,公司的盈利能力短期下滑明显。具体表现在综合毛利率与 2009 年相比下滑了 4.43 个百分点。由于公司加强了期间费用的控制,同期净利润率下滑 2.08 个百分点。
- 公司的募集资金主要用于建设超超临界电站锅炉关键耐温耐压件制造项目、年产 10000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目、年产 3000 吨镍基合金油井用管项目和年产 2000 吨核电管和精密管项目等高端钢管产品项目,能够充分发挥公司的技术和设备优势。
- 与可比公司相比,目前公司的估值水平偏高。但是考虑到公司募投项目产品的市场前景仍然看好,并在今后几年内处在产能持续增长的状态,暂给与公司谨慎推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	158,310	-23.75	9,543	17.47	0.46		47.39	
2010E	180,600	14.08	9,927	4.02	0.48		45.41	
2011E	323,000	78.85	16,741	68.64	0.80		27.25	
2012E	465,300	44.06	22,859	36.54	1.10		19.82	

走势图



市场数据

2010-8-2

收盘价:	21.80 元
52 周最高价:	44.85 元
52 周最低价:	16.70 元
平均持仓成本:	21.15 元

基本数据

2010Q1

总股本(万股):	20,800
流通 A 股(万股):	20,800
每股收益(元):	0.10
每股净资产(元):	8.37
每股经营现金流(元):	-0.88
市净率:	2.60

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550108121436

TEL: (8621)6336 7000 - 268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

目 录

目 录	2
一、不锈钢管行业分析	3
1.1 工业用不锈钢管应用领域广泛	3
1.2 行业集中度低，盈利能力不高	3
1.3 高端和新兴领域的发展潜力值得关注	4
1.4 下游需求分析	4
1.4.1 石油和化工行业需求保持稳定	4
1.4.2 电力设备制造行业有看点	6
二、公司基本面分析	8
2.1 公司具有规模、装备和技术三大优势	8
2.2 营收有望稳步增长	10
2.3 短期处于传统产品盈利能力下滑，新产品还未完全发力状态	11
2.4 募投项目增强公司竞争实力	12
三、盈利预测和估值分析	12

一、不锈钢管行业分析

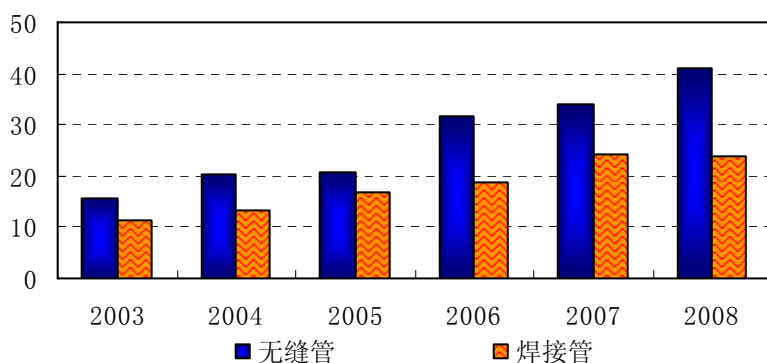
1.1 工业用不锈钢管应用领域广泛

不锈钢管是以不锈钢圆钢、平板、卷板等轧（锻）材为原料制成的一种中空长条钢材。按应用领域的不同，不锈钢管可以分为工业用不锈钢管和民用不锈钢管，其中：工业用不锈钢管在石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、造纸、医药器材、食品加工、机械制造、仪器仪表、航空、航天、军工等众多行业都被广泛的应用。与民用不锈钢管相比，工业用不锈钢管的生产技术要求明显较高，制备难度也明显加大。

1.2 行业集中度低，盈利能力不高

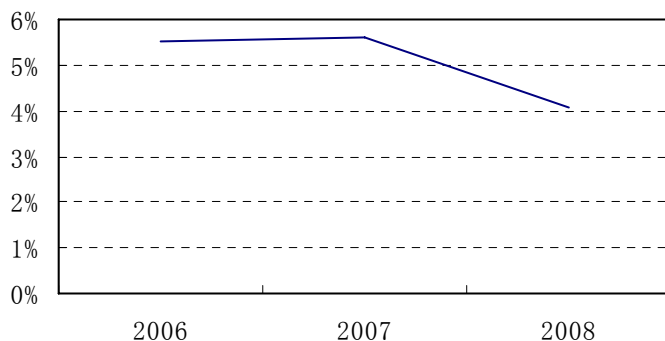
目前，我国仅从事工业用不锈钢管制造的企业就有200家以上，但年产量在万吨以上的企业却只有7家，还没有一家公司的市场占有率超过10%，行业的集中度明显较低。与低集中度相对应的是行业的中低端产能明显过剩，竞争力不强，行业的销售利润率不高。

图 1.1 工业用无缝管和焊接管的产量单位：万吨



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会

图 1.2 工业用不锈钢管行业的销售利润率变化



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会

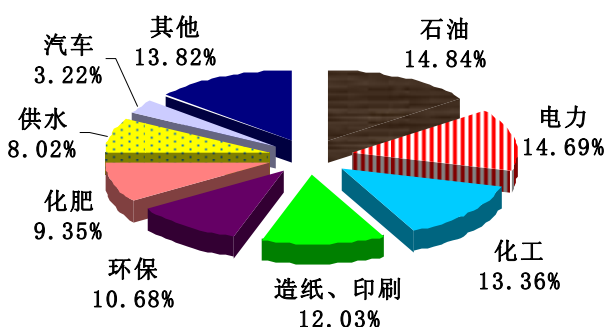
1.3 高端和新兴领域的发展潜力值得关注

随着超级双相不锈钢、镍基合金、耐蚀耐高温合金等新型材料的问世，不锈钢深加工面临越来越高的技术要求；另一方面，石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、造纸、机械制造、航空、航天等下游行业对工业用不锈钢管的材质、长度、外径、壁厚、质量、耐蚀性、焊接性能等方面的要求趋于多样化，从而使得工业用不锈钢管具有“差异化”的特点，行业的技术门槛也越来越高。随着国内企业生产技术的不断提高，国产不锈钢管已经逐渐进入一些原来只能进口的领域，如超超临界电站锅炉耐温、耐压件、核岛设备用管、高耐蚀油气井用管等。未来，工业不锈钢管在高端和新兴领域的发展潜力值得关注。

1.4 下游需求分析

工业用不锈钢管的应用比较广泛，但总的来说主要应用于石化、电力设备制造、环保、造纸等领域。

图 1.3 工业用不锈钢管的下游需求分步

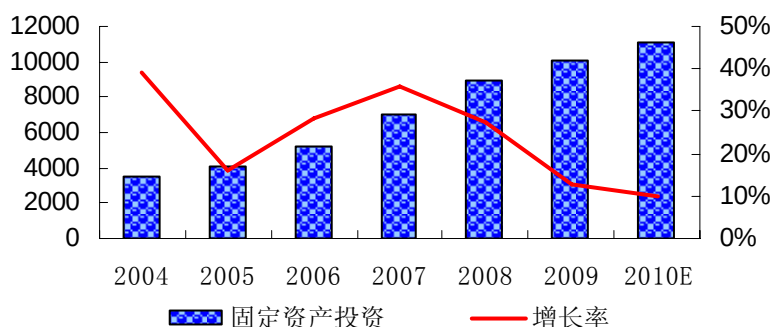


资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

1.4.1 石油和化工行业需求保持稳定

石油和化工是国民经济的支柱产业，其产品在经济产业链中占有举足轻重的地位。近年来我国石油和化工行业固定资产投资总额一直维持增长。虽然受金融危机影响，石化行业固定资产的投资增速有所下滑，但我们预计今后几年石化行业的投资总额仍有望维持稳定。根据《石化产业调整和振兴规划细则》：2009-2011年，我国石化产业将保持平稳较快增长。今后国家将组织实施好“十一五”规划内在建的6套炼油、8套乙烯装置重大项目，并力争2011年全部建成投产。随着上述项目的逐步投资和投产石化行业对工业用不锈钢管的需求将保持稳定。此外要求较高的油井管的进口替代情况也十分值得关注。

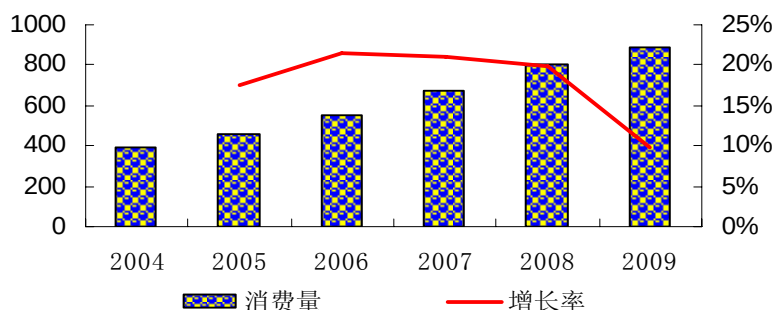
图 1.4 近年来我国石油和化工行业固定资产投资情况单位：亿元



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

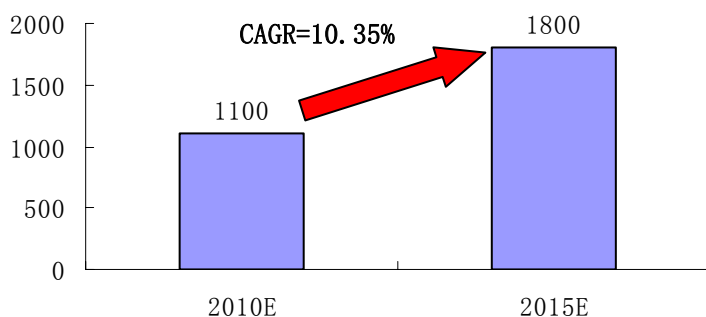
由于我国的天然气也主要通过管道运输,因此天然气行业的发展状况也对不锈钢管行业有一定影响。随着我国城镇化的深入,我国的天然气需求也必将越来越大。预计,今后5年我国的天然气需求量都将以10%左右的年均增长率增长。另据《装备制造业调整和振兴规划》:2009-2011年,国家要依托十大领域重点工程,振兴装备制造业。其中:天然气管道输送和液化储运方面,以西气东输二线、陕京三线等天然气管道输送工程为依托,发展长距离输送管道燃压机组等装备。作为天然气的重要输送工具,不锈钢管行业无疑将从中受益。

图 1.5 近年来我国天然气消费量变化单位：亿立方米



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

图 1.6 我国天然气需求量预测单位：亿立方米

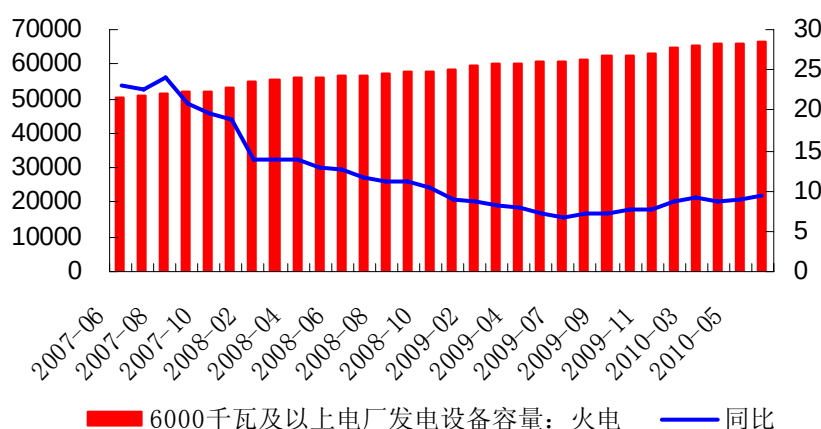


资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

1.4.2 电力设备制造行业有看点

截止到2010年6月份，我国的火电装机总容量已经高达6.65亿千瓦，同比增长9.30%。虽然火电装机容量的增长已经趋于缓慢，但鉴于我国对火电过于依赖的现状，火电在相当长的一段时期内仍将是电力结构中的绝对主力。目前，我国的火电单机平均容量只有10.31万千瓦。在资源和环境压力越来越严峻的形势下，火电行业的结构调整也势在必行。今后我国将大力发展60万kW及以上超（超）临界机组、大型联合循环机组，并实施“上大压小”和小机组淘汰退役的手段来升级发电机组。另外，根据《装备制造业调整和振兴规划》，2009年到2011年，国家将进一步提高百万千瓦级超临界和超超临界机组等高效清洁发电的设备性能质量，并将此作为产业调整和振兴的主要任务之一。耐高温、耐高压、耐腐蚀电站用钢（钢管）等特种原材料是发展的重点。火电行业的升级转型将为具备超（超）临界电站锅炉用不锈钢管生产能力的企业带来发展机会。

图 1.76000 千瓦以上火电发电设备容量变化情况单位：万千瓦、%



资料来源：中国特钢企业协会、东北证券金融与产业研究所整理

表 1.1 煤电机组效率、煤耗与蒸汽参数的关系

机型	蒸汽压力 Mpa	蒸汽温度℃	电厂效率%	供电煤耗 g/kwh
高压机组	9	510	33	390
超高压机组	13	535	35	360
亚临界机组	17	535	38	324
超临界机组	25	566	41	300
超超临界机组	27	600	44	280

资料来源：中国火电用不锈钢新材料的选择

表 1.2 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、TP310HNBn
数量	1 吨/万 kw	10 吨/万 kw	TP347H4 吨/万 kw、Super304H6 吨/万 kw、TP310HNBn3 吨/万 kw

资料来源：中国火电用不锈钢新材料的选择

2009年是我国核电进入大规模建设的起始年。截止到2009年底，我国共核准了10个核电项目的28台机组，装机总规模全球第一。另据《核电发展调整规划》，到2020年，我国核电运行装机容量为7000万千瓦，在建3000万千瓦。未来3年内中国将开建8个核电站，16台核电机组，装机容量在1000万千瓦以上。而根据《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生产企业将明显迎来发展机会。

表 1.3 核电发展情况预测表

2020 年	发改委	保守估计	乐观估计
在役核电机组容量、万千瓦	12000	7000	11000
在建核电机组容量、万千瓦		3000	4000
总装机容量、万千瓦	165200	165200	165200
总投资额、平均单价 8000 亿元	9600	8000	11000
设备采购额、亿元	4224	3520	6000

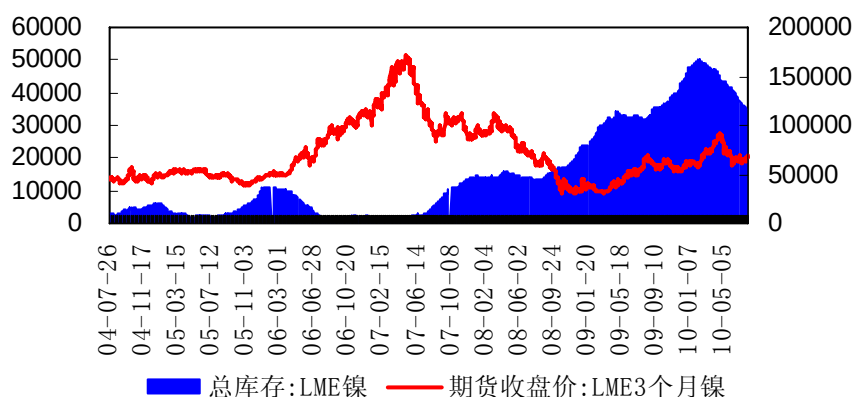
资料来源：东北证券金融与产业研究所

1.5 上游原材料价格变化对行业影响大

不锈钢管行业属于加工制造业，行业的盈利模式为赚取加工费的成本导向型定价模式。不锈钢管行业上游行业为不锈钢冶炼及轧（锻）材制造行业。不锈钢圆钢、平板、卷板等原材料的成本一般占不锈钢管成品成本的90%左右。因此，原材料的价格波动对行业有至关重要的影响。

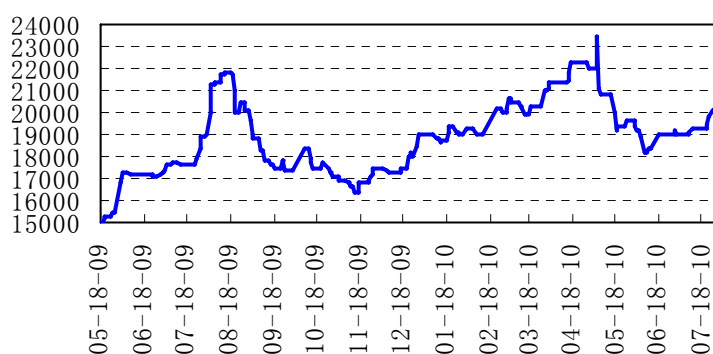
从金属镍的价格和库存的走势上看，在经历了一波明显的减库存阶段后，2万美元/吨的价格基本被市场认可，未来维持震荡盘整的可能性大。热轧不锈钢板304的价格在上半年一直处于震荡盘整状态，但是7月中旬以来其价格则明显迎来一波反弹。在镍价的支撑下，不锈钢价格企稳回升的可能性大。不锈钢价格的适度回升对公司是有利的。

图 1.8 LME 镍期货收盘价和库存变化单位：美元/吨、吨



资料来源：Bloomberg、东北证券金融与产业研究所整理

图 1.9 热轧不锈钢板 304No.1 的价格走势



资料来源：Bloomberg、东北证券金融与产业研究所整理

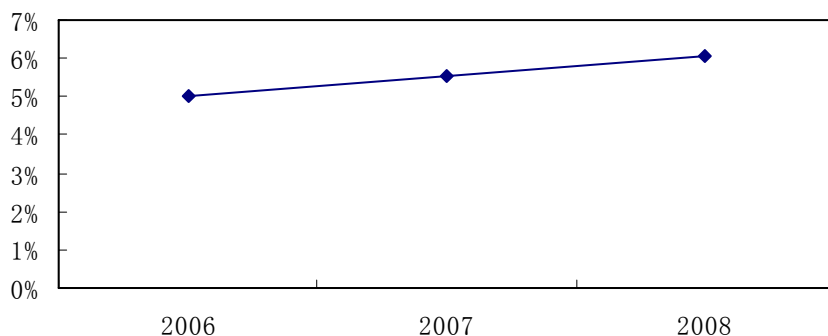
二、公司基本面分析

从材料学的角度看，高端无缝管对坯材的要求较高，由于挤压和穿孔过程均是在高温和高压的情况下完成的，在这一过程中伴随着一系列的形变和相变，如果热处理和表面处理等后处理工艺不到位，钢管的性能将大打折扣。材料、制备工艺和装备水平等三方面的差距是我国仍需大量进口高端不锈钢管的根本原因。

2.1 公司具有规模、装备和技术三大优势

就国内市场而言，久立在规模、技术水平和装备水平三方面都有一定的优势，是行业的龙头。目前公司已经具备5.5万吨工业不锈钢管的产能，市场占有率为5.5%左右，名列行业前茅。公司的装备水平在国内处于领先水平。在无缝管方面，公司的3500吨钢挤压机是目前国内最大的挤压机主机。在大口径焊接管方面，公司拥有从日本引进的8英寸FFX柔性成型工艺连续焊接机组，大大提高了焊接精度和速度；公司的平头机和水压机能够完成外径达2540mm的焊接管加工，居于国内领先水平。

图 2.1 公司市场占有率变化



资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

公司通过“长、特、优、高、精、尖”产品战略的实施，即生产超长不锈钢管、特殊钢种不锈钢管、优质不锈钢管、高端不锈钢管、精品不锈钢管和替代进口的尖端不锈钢管等高附加值的不锈钢管产品，已形成以中高档产品为主，高、中、低档产品并存的格局。公司还是钢管行业标准的参与制定者之一。

2008年4月和7月，公司的UNSS30432等超级奥氏体不锈钢无缝管先后通过中国机械工业联合会、全国锅炉压力容器标准化技术委员会的技术鉴定，达到超超临界电站锅炉用耐温、耐压件有关技术和工艺标准，填补了国内空白；2009年4月，公司“核电站用不锈钢无缝管、焊接管”通过了国家核安全局核安全与环境专家委员会的认证，并填补了国内空白；2009年4月，公司的“大型电站用耐海水腐蚀铁素体不锈钢焊接U型管”被浙江省经济贸易委员会鉴定为省级工业新产品。公司是国内不锈钢管制造厂商中取得船级社认证最多、最全的厂商之一。作为一家钢管加工企业，公司能被评为高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业也表明公司的创新和研发能力在行业内确实是较强的。

图 2.2 公司高端产品



核电用管耐蚀合金耐高温合金管精密仪表管钛管

资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

表 2.1 公司工艺水平与国内外水平对照

工艺	国内水平	国外先进水平	公司水平
母（毛）管制造	主要采用穿孔工艺。	广泛采用挤压工艺。	能够同时采用挤压工艺和穿孔工艺。
焊接管成型	采用辊式成型法。	普遍采用连续成型法或JCOE	采用国际先进的FFX柔性成

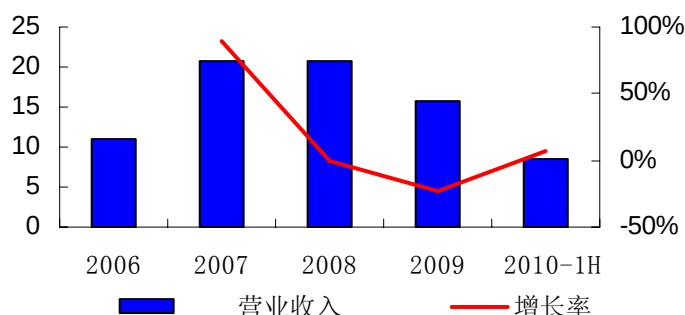
		成型，部分采用FFX柔性成型法。	型技术，提高了成型效率。
焊接	单阴极钨极氩弧焊、等离子电弧焊、高频焊等焊接方法。	多阴极钨极氩弧焊，组合焊、激光焊等焊接方法。	多阴极钨极氩弧焊接法和等离子电弧焊接法。
焊缝冷加工	采用机械打磨、辊轧方法对内焊缝进行冷加工。	采用辊轧方法结合冷（拔）方法对整管进行冷加工。	采用辊轧方法结合冷（拔）方法对整管进行冷加工。
热处理	采用连续式辊底炉进行热处理。	采用天然气等洁净能源和光亮热处理设备、电加热热处理设备等先进设备。	采用气氛保护热处理设备、感应加热热处理设备和控制气氛热处理技术。
检测	采用离线检测。	采用在线和离线检测。	采用在线和离线检测。

资料来源：东北证券金融与产业研究所

2.2 营收有望稳步增长

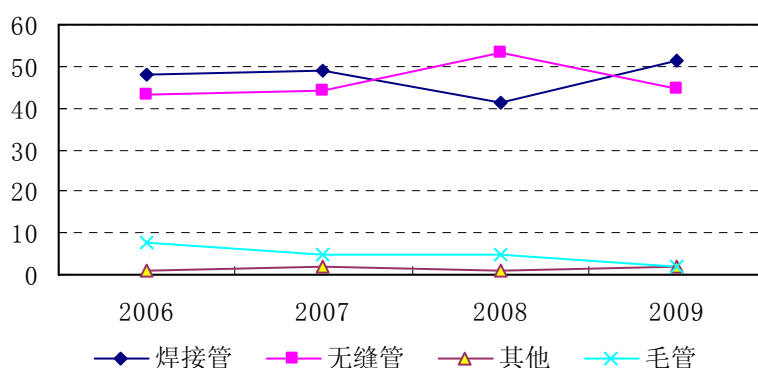
近年来，公司的营收规模基本在15到20亿元之间，比较稳定。2010年上半年，公司实现营收8.51亿元，同比增长7.44%，增速略低于预期。从营收结构上看，近年来公司无缝管和焊接管基本处于平分秋色的态势。未来，随着募投项目产能的逐步释放，公司的营收将稳步上升。

图 2.3 营收变化情况



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

图 2.4 收入结构变化情况单位：%

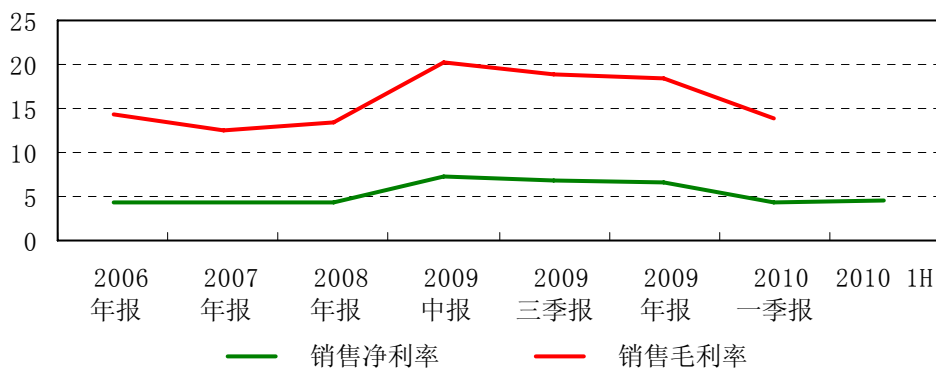


资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

2.3 短期处于传统产品盈利能力下滑，新产品还未完全发力状态

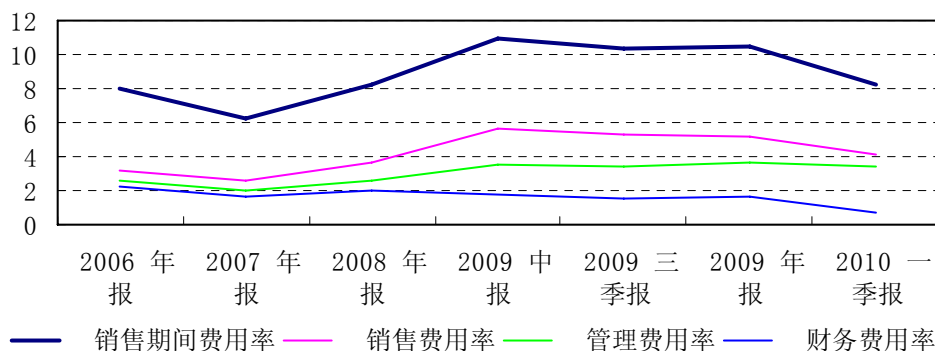
由于传统产品领域的竞争日趋激烈，而新产品发力仍需时日，公司的盈利能力短期内下滑明显。具体表现在综合毛利率与2009年相比下滑了4.43个百分点，。由于公司加强了期间费用的控制，净利润率的下滑幅度为2.08个百分点，小于毛利率的下滑幅度。

图 2.5 盈利能力短期呈下滑态势单位：%



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

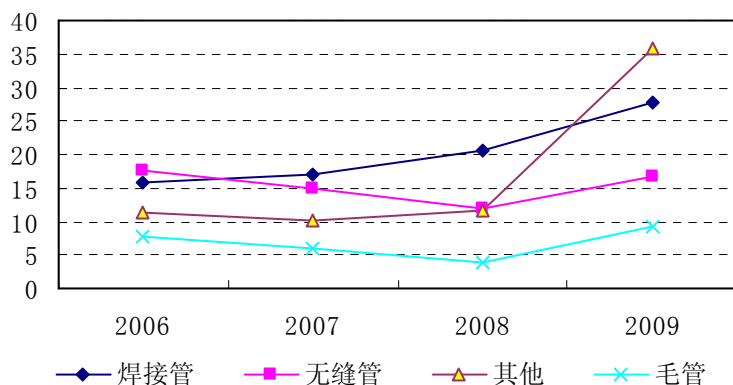
图 2.6 期间费用控制有所加强单位：%



资料来源：公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

从分产品的角度看，近几年焊接管的毛利率明显高于无缝管。焊管的毛利率高主要是因为由于焊管的生产成本较无缝管低。实际上，由于无缝管的单价要明显高于焊接管，二者盈利能力的差别实际上并不像看上去的那样大。公司盈利能力的下降应和焊管的价格和毛利率下降较快有较大关系。由于焊管对设备和技术的要求要低于无缝钢管，焊管行业的竞争更加激烈。今后，公司仍要面对焊接产品盈利能力下滑的压力。

图 2.7 各类产品的盈利能力变化单位: %



资料来源: 公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

2.4 募投项目增强公司竞争实力

公司于2009年12月1日向社会公开发行人民币普通股(A股)4000万股,募集资金总额为人民币9.20亿元,减除发行费用人民币4419.5万元,实际募集资金净额为人民币87580.5万元。上述募集资金主要用于建设超超临界电站锅炉关键耐温耐压件制造项目、年产10000吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目、年产3000吨镍基合金油井用管项目和年产2000吨核电管和精密管项目。募投项目明显偏向高端钢管产品,能够充分发挥公司的技术和设备优势,因此项目的前景还是比较看好的。一旦上述项目达产,公司的产品结构将明显得到优化,竞争实力也将得到极大增强。

表 2.1 公司重点项目汇总表

序号	项目名称	投资额(万元)	预计投产时间	备注
1	超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目	36170.30	2010年10月	新增2万吨产能。
2	年产10000吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目	13650.50	已于2010年12月底投产。	
3	年产3000吨镍基合金油井用管项目	12683.00	2011年底	高合金管。
4	年产2000吨核电管和精密管项目	16677.00	2011年底	500吨核电蒸发器管, 1500吨航天精密管
5	500吨钛管		2011年上半年	原有500吨产能。

资料来源: 公司公告、东北证券金融与产业研究所整理

三、盈利预测和估值分析

根据我们的预测,公司2010、2011、2012年的每股收益分别为0.48元、0.80元、1.11元,对应2010年8月2日收盘价21.80元的市盈率分别为43.33、26、18.91倍。与可比公司相比,公司估值水平偏高,但是考虑到公司募投项目产品市场前景仍然看好,并在今后几年内处在产能持续增长的状态,暂给与公司谨慎推荐的投资评级。

表 3.1 公司利润预测表 (万元)

(单位: 万元)	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	158,310	180,600	323,000	465,300
减: 主营业务成本	129,237	153,710	277,258	400,947
减: 主营业务税金及附加	445	18	32	47
营业费用	8,168	7,224	12,920	18,612
管理费用	5,791	6,321	10,336	14,424
财务费用	2,587	903	1,938	3,257
资产减值损失	348	400	0	0
加: 公允价值变动收益		0	0	0
投资收益		0	0	0
二、营业利润	11,733	12,024	20,516	28,013
加: 营业外收入	459	300	0	0
减: 营业外支出	164	200	0	0
三、利润总额	12,029	12,024	20,516	28,013
减: 所得税费用	1,629	1,683	3,077	4,202
四、净利润	10,399	10,341	17,438	23,811
归属于母公司所有者的净利润	9,543	9,927	16,741	22,859
少数股东损益	856	414	698	952
六、每股收益 (元)	0.46	0.48	0.80	1.10

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

表 3.2 可比公司估值情况对照表

证券代码	证券简称	PE/2010	PE/2011	PE/2012	PB/最新	收盘价/元
002318.SZ	久立特材	45.41	27.25	19.82	3.36	21.80
002204.SZ	华锐铸钢	22.14	16.78	13.72	4.01	19.91
000778.SZ	新兴铸管	12.26	10.30	9.30	1.51	7.51
600495.SH	晋西车轴	41.76	27.78	25.16	2.38	10.58
002359.SZ	齐星铁塔	39.61	30.85	23.90	3.64	20.81
002132.SZ	恒星科技	21.40	18.41	16.36	3.49	14.12
002423.SZ	中原特钢	29.67	23.97	19.04	2.43	8.91
002355.SZ	兴民钢圈	28.10	22.22	15.24	2.88	14.64
平均值		30.04	22.20	17.82	2.96	

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

表 3.3 分产品预测表

种类	项目	2010E	2011E	2012E
无缝钢管	销量	18000	17000	16000
	单价	4	4	4
	营收	72000	68000	64000
	毛利率	11%	11%	11%
	成本	64080	60520	56960
焊接管	销量	20000	19000	18000
	单价	3.8	3.9	3.9
	营收	76000	74100	70200
	毛利率	18%	17%	16%
	成本	62320	61503	58968
大口径油气输送管	销量	4000	7000	9000
	单价	4	4.3	4.5
	营收	16000	30100	40500
	毛利率	19%	18%	17%
	成本	12960	24682	33615
超超临界锅炉用管	销量	500	10000	15000
	单价	12	11.5	11
	营收	6000	115000	165000
	毛利率	14%	13%	12%
	成本	5160	100050	145200
镍基合金管	销量	200	600	2200
	单价	23	22	21
	营收	4600	13200	46200
	毛利率	15%	14%	14%
	成本	3910	11352	39732
核电蒸发器管	销量	0	50	350
	单价		110	100
	营收	0	5500	35000
	毛利率		20%	20%
	成本	0	4400	28000
航天精密管	销量	0	300	1000
	单价		33	30
	营收	0	9900	30000
	毛利率		15%	14%
	成本	0	8415	25800
钛管	销量	250	300	600
	单价	24	24	24
	营收	6000	7200	14400
	毛利率	12%	12%	12%
	成本	5280	6336	12672

资料来源：东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。