

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

反倾销影响不大，增长依靠募投项目达产

事件描述

久立特材今日发布公告称，公司在欧盟委员会反倾销调查期内有涉案产品的出口，2009年7月1日至2010年6月30日，公司向欧盟出口的无缝钢管产品销售收入为1805万元，占该期间公司营业总收入的1.1%。

事件评论

第一，公司向欧盟出口的无缝钢管产品收入占比较小，预计影响不大

根据公司公告，在2009年7月1日至2010年6月30日期间，公司向欧盟地区出口的无缝钢管销售收入仅占该期间公司营业总收入的1.1%，而从历史数据来看，无缝钢管的销售收入占比约为50%，由于占比较小预计影响不大。

表 1：历年分产品盈利能力及收入构成统计

分品种	无缝管		焊接管		其他		毛管	
	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成
2008Z	16.89%	48.86%	14.86%	44.07%	10.04%	2.07%	6.03%	5.00%
2008N	20.56%	41.18%	11.92%	53.10%	11.58%	0.98%	4.01%	4.74%
2009Z	30.16%	52.72%	14.71%	42.67%	59.14%	3.07%	6.70%	1.54%
2009N	27.66%	41.29%	16.66%	35.96%	35.94%	1.71%	9.15%	1.38%
2010Z	15.16%	50.88%	18.85%	46.01%	12.96%	1.28%	7.67%	1.83%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，立足传统业务，期待募投项目的逐步达产

公司在立足传统业务的同时，未来高增长的动力依然是来自募投项目的逐步达产。

✓ 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 2：2 万吨超超临界用管业绩测算

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 吨镍基合金油井管用管项目预计将于 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 3：3000 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 4：1 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，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。我们预计产品最终的综合成本可能在 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 5: 公司蒸发器管业绩预测

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

第三，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.40 元和 0.71 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	2203	3447	4903	货币资金	845	276	345	490
营业成本	1292	1885	2923	4136	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	291	318	523	767	应收账款	124	173	271	385
% 营业收入	18.4%	14.4%	15.2%	15.6%	存货	331	484	750	1062
营业税金及附加	4	6	10	14	预付账款	44	64	99	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	115	179	255	流动资产合计	1367	1027	1513	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	82	128	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	12	28	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.6%	0.3%	0.3%	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	106	189	281	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	4.8%	5.5%	5.7%	资产总计	2020	2032	2856	3712
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	225	0	418	756
利润总额	120	106	189	281	应付款项	270	392	608	861
% 营业收入	7.6%	4.8%	5.5%	5.7%	预收账款	55	77	121	172
所得税费用	16	16	28	42	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	104	90	161	239	应交税费	-10	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	95.4	82.8	147.5	219.3	其他流动负债	6	8	13	18
少数股东损益	9	7	13	20	流动负债合计	548	482	1167	1817
EPS (元/股)	0.46	0.40	0.71	1.05	长期借款	63	63	63	63
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	150	96	119	219	其他非流动负债	30	30	30	30
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	641	575	1260	1909
收回现金					归属于母公司	1324	1394	1520	1706
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	56	63	76	96
固定资产投资	-175	-422	-434	-349	股东权益	1380	1457	1596	1802
其他	36	0	0	0	负债及股东权益	2020	2032	2856	3712
投资活动现金流净额	-139	-422	-434	-349	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	883	0	0	0	EPS	0.459	0.398	0.709	1.055
银行贷款增加 (减少)	-230	-225	418	337	BVPS	8.27	8.71	7.31	8.20
筹资成本	48	-19	-34	-61	PE	46.86	53.99	30.31	20.39
其他	-135	0	0	0	PEG	1.47	1.69	0.95	0.64
筹资活动现金流净额	566	-244	384	276	PB	2.60	2.47	2.94	2.62
现金净流量	577	-570	69	146	EV/EBITDA	19.89	23.53	15.46	11.00
					ROE	7.2%	5.9%	9.7%	12.9%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。