

金属、非金属/金属制品业

公司研究 / 深度研究

久立特材 (002318)

## 化茧成蝶 向高端工业制管挺进

**增持/ 首次评级**

股价: RMB 24.81

**分析师**

黄静

SAC 执业证书编号:S1000208120164

+755-82492060 huangjing@lhqz.com

**联系人**

陈雳

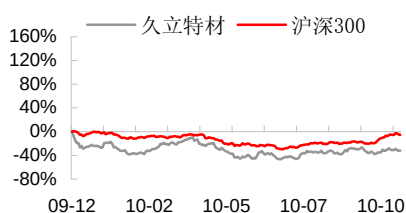
+755-82125092 chenliyjs@lhqz.com

### 相关研究

### 基础数据

|               |         |
|---------------|---------|
| 总股本(百万股)      | 208.00  |
| 流通 A 股(百万股)   | 52.00   |
| 流通 B 股(百万股)   | 0.00    |
| 可转债(百万元)      | N/A     |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1173.64 |

### 最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 公司是著名的不锈钢管制造企业, 行业细分市场的龙头。公司通过不断发展, 不锈钢管生产已形成穿孔、挤压、无缝管(冷轧冷拔)、中大口径焊接钢管和小口径焊接钢管五个厂区, 将具备年产 7~8 万吨工业用不锈钢管的生产能力, 在国内处于领先水平。
- 不锈钢管行业“再加工”经营模式区别于一般长流程钢铁生产企业。不锈钢管制造行业无明显的周期性、区域性和季节性特征, 多采用“原材料×成材率+加工费”的特有成本导向型产品定价模式。与传统的长流程钢厂不同, 不锈钢管行业的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, 原材料价格的涨跌将会直接影响不锈钢管行业的利润, 在加上传统业务竞争程度激烈, 公司受其影响明显。
- 行业已由数量增长型进入结构调整型阶段, 公司为国内积极发展高端不锈钢管的先行者。从增长方式来看, 国内不锈钢管行业已由数量增长型进入结构调整型阶段, 不锈钢管行业结构性过剩主要存在于进入门槛较低的民用不锈钢管, 而中高端工业用不锈钢管仍呈现供不应求的局面, 特别是核电站用管、高压锅炉管、油井开采用管等高端工业用不锈钢管严重依赖进口。
- 公司业绩增长弹性来自募投项目。公司现目前传统的主营业务缺乏弹性、承压明显, 无序的市场竞争侵蚀了正常业绩; 而市场进入壁垒较高的募投项目正稳步推进, 未来公司将实现由普通的工业不锈钢管制造企业向国际高端不锈钢管生产企业的蜕变。
- 首次给予“增持”投资评级。当前股价对公司的不利因素已基本反映, 同时基于公司募投产线先进、技术研发实力强、能够顺应行业结构性调整趋势较早地向高端领域发展, 且符合国家产业政策调整方向, 我们对公司未来的成长性予以较高的期望, 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.69 元、1.01 元, 我们认为 2011 年 PE 43 倍左右为其合理价值中枢, 按 40~45 倍 PE 对应计算, 价格区间为 27.6~31.05 元。

| 经营预测与估值       | 2009A  | 20101-3Q | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 1583.1 | 1295.0   | 1638.6 | 2782.9 | 4290.5 |
| (+/-%)        | -23.7  | 3.9      | 3.5    | 69.8   | 54.2   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 95.4   | 55.5     | 80.3   | 144.5  | 210.0  |
| (+/-%)        | 17.5   | -28.4    | -15.8  | 80.0   | 45.3   |
| EPS(元)        | 0.46   | 0.27     | 0.39   | 0.69   | 1.01   |
| P/E(倍)        | 54.1   | 93.0     | 64.3   | 35.7   | 24.6   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>公司基本情况：著名的工业用不锈钢管制造企业.....</b> | <b>3</b>  |
| 国内领先的民营钢铁企业，专注发展工业不锈钢制管 .....     | 3         |
| 公司产品丰富，技术装备水平领先 .....             | 5         |
| “再加工”经营模式区别于一般长流程钢铁生产企业 .....     | 8         |
| <b>主营业务分析：行业激烈竞争侵蚀传统业务盈利.....</b> | <b>9</b>  |
| 传统业务竞争程度激烈，公司受其影响明显 .....         | 9         |
| 不锈钢管行业已由数量增长型进入结构调整型阶段 .....      | 10        |
| <b>化茧成蝶：公司业绩增长弹性来自募投项目 .....</b>  | <b>12</b> |
| 建设高端不锈钢管产线符合行业趋势 .....            | 12        |
| 公司未来成长寄厚望三大募投项目 .....             | 14        |
| <b>盈利预测与估值.....</b>               | <b>15</b> |
| <b>风险提示.....</b>                  | <b>16</b> |

## 公司基本情况：著名的工业用不锈钢管制造企业

国内领先的民营钢铁企业，专注发展工业不锈钢制管

浙江久立特材科技股份有限公司创建于 1987 年，公司既有不锈钢无缝管生产线，又有大、中、小焊接管生产线，是国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业之一。目前股份公司已具备年产 4~5 万吨以上工业用不锈钢管的生产能力，产品主要为传统的不锈钢无缝管、不锈钢焊管。

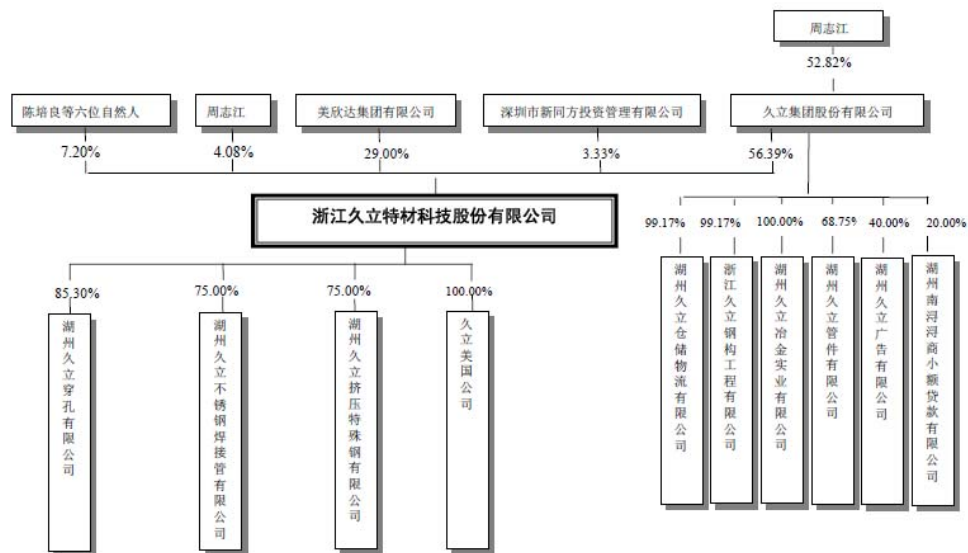
表 1、公司主要现有产能统计

| 产品线  | 设计年产能   | 基本产能情况                                                                                                     |
|------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 无缝钢管 | 18500 吨 | 公司主要产品为穿孔工艺生产的无缝管、中大口径焊接管；挤压公司主要产品为挤压工艺生产的母管和成品无缝管；焊接管公司主要产品为小口径焊接管；穿孔公司主要生产毛管，其中大部分销售给股份公司、挤压公司等，少部分对外销售。 |
| 焊管   | 22500 吨 |                                                                                                            |

资料来源：华泰联合证券研究所整理

根据新股上市招股说明书显示，2006 年、2007 年和 2008 年，公司产量和市场占有率分别位居国内同行业第一位、第二位和第一位，各类工业用不锈钢管市场占有率分别为 5.03%、5.52%和 6.08%，行业龙头地位和规模优势明显。公司 2009 年 12 月 11 日公开发行上市，公司的基本组织结构图如下：

图 1、久立特材股权结构



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

随着我国工业化进程稳步推进，在我国扩大内需、促进各产业转型升级的政策指导下，石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、造纸、航空、航天等工业用不锈钢管的下游终端行业快速发展，有效带动了工业用不锈钢管的需求，而中国的不锈钢行业也是在这种大背景下得到了快速的增长。

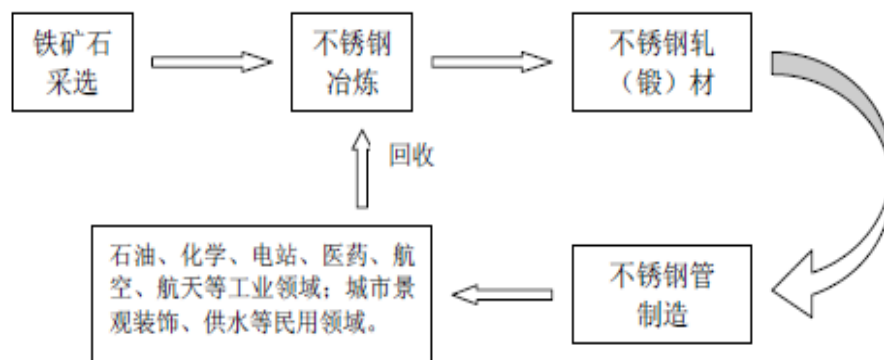
表 2、不锈钢分类及主要应用

| 分类           | 耐蚀性 | 加工性 | 焊接性 | 磁性 | 代表钢号 | 主要应用           |                   |
|--------------|-----|-----|-----|----|------|----------------|-------------------|
| 铬系           | 铁素体 | 佳   | 尚佳  | 尚可 | 有    | 409、420、440    | 汽车工业、洗碗机内部、衣物烘干机。 |
|              | 马氏体 | 可   | 可   | 较差 | 有    | 410、430、444    | 剃刀刀片、耐腐蚀轴承等。      |
|              | 奥氏体 | 优   | 优   | 优  | 无    | 304/304L、      | 工业化食品加工设备、化工机械    |
| 316/316L、    |     |     |     |    |      | 设备、泵轴部件、电力、核电、 |                   |
| 317/317L、321 |     |     |     |    |      | 造船、造纸、航天、国防等工业 |                   |
| 铬镍系          | 双相  | 优   | 优   | 优  | 无    | S31803、1805、   | 应用领域。             |
|              |     |     |     |    |      | 2003、2205、     | 油井、石油、化肥、化工、化纤    |
|              |     |     |     |    |      | 2304、2507      | 等领域用管，热水器水箱等。     |

资料来源：中国特钢企业协会，华泰联合证券研究所整理

久立特材股份股份公司主要从事不锈钢生产后半段即冷轧、冷拔、热处理等工序，从穿孔公司采购毛管并进行后续加工至成品无缝管（穿孔工艺），同时从挤压公司采购少量母管并进行后续加工至成品无缝管（挤压工艺）；挤压公司可利用热挤压工艺生产母管或直接生产成品无缝管（挤压工艺），同时利用拥有的冷轧、冷拔、热处理设备从穿孔公司采购少量毛管进行后续加工至成品无缝管（穿孔工艺）。

图 2、不锈钢的产业链结构



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

不锈钢管按应用领域的不同分为工业用不锈钢管和民用不锈钢管，民用不锈钢管主要应用于城市景观及装饰、门窗、楼梯、厨具等领域，而工业用不锈钢管生产技术要求较高、难度较大。根据中国金属材料流通协会资料显示，我国不锈钢无缝管和焊

接管总产量分别已超过 60 万吨、120 万吨。我国不锈钢焊接管生产线约有 400 多条，但能生产高标准工业用不锈钢焊接管的制造企业较少，大部分企业以民用不锈钢焊接管生产为主。

从业内发展来看，上钢五厂、长城钢厂均是不锈钢管领域的代表性国有企业，在工业用不锈钢及不锈钢制品的生产方面起步较早，技术储备丰富，但 90 年代以来，这些老国企逐步开始主要定位于特殊钢的生产，不锈钢管方面，主要生产工业用特种不锈钢管，产量较小；加之良好的国家工业发展土壤，给久立这样比较有代表性的民营工业用不锈钢管制造企业予以了广大的发展空间，自上世纪 90 年代以来，通过引进国外的先进生产设备和技术工艺实现了自身的快速发展，并推动了我国不锈钢管产量和质量的迅速提高。

### 公司产品丰富，技术装备水平领先

中国不锈钢管的生产技术和生产装备表现为先进与落后并存，除少数几家不锈钢管制造企业拥有完整的不锈钢管加工成套设备和先进的技术外，大多数制造企业装备和技术还比较落后。另外，国内不锈钢管工业的整体技术和装备水平与国外先进水平相比，在设备自动化、技术创新能力、产品质量以及生产效率等方面还有一定差距。通过不断的自主创新和技术改造，久立特材的技术及装备水平处于国内领先地位。

**表 3、久立特材装备技术水平同业对比**

| 工艺         | 国内水平                                     | 国外先进水平                                                       | 久立特材水平                                             |
|------------|------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 无缝管母(毛)管制造 | 主要采用穿孔工艺,难以满足高档产品苛刻的品质要求。仅有少数厂商具备挤压生产能力。 | 广泛采用挤压工艺,对于变形抗力大的不锈钢管可以获得较好的金相组织和内外管面质量。                     | 能够同时采用挤压工艺和穿孔工艺生产母(毛)管,并已建成目前国内最大,单台挤压能力全球第六的钢挤压机。 |
| 无缝管成品管制造   | 仅有少数厂商拥有挤压设备,能利用挤压设备生产成品管的厂商则更少。         | 广泛采用挤压工艺,并且既能利用挤压设备挤压出母管,也可挤压出成品管。                           | 既能利用挤压设备生产母管,也可以直接挤压出成品管,特别是难变形的材料制成的厚壁、超长无缝管。     |
| 焊接管成型      | 采用辊式成型法,当规格改变时,需要更换轧辊,存在换辊时间长、成材率低的问题。   | 普遍采用连续成型法或 JCOE 成型,部分采用 FFX 柔性成型法、FCF 成型法,变换产品规格时无需换辊,可节省时间。 | 采用国际先进的 FFX 柔性成型技术,提高了成型效率。                        |
| 焊接         | 采用单阴极钨极氩弧焊接法、等离子电弧焊接法、高频焊接法等焊接方法。        | 采用多阴极钨极氩弧焊接法,组合焊接法、激光焊接法等焊接方法。                               | 采用带有焊缝自动跟踪和恒电压控制系统的多阴极钨极氩弧焊接法和等离子电弧焊接法,提高了焊接效率。    |
| 焊缝冷加工      | 采用机械打磨方法对内焊缝和整管进行冷加工;少数企业采用辊轧方法对内焊       | 采用辊轧方法对内焊缝进行冷加工,并采用冷轧(拔)方法对整管进行冷加工。                          | 采用辊轧方法对内焊缝进行冷加工,并采用冷轧(拔)方法对整管进行冷加工。                |



缝进行冷加工。

采用连续式辊底炉进行热处理,一般采用发生炉煤气作为燃料,但没有配备保护气氛控制系统,因此热处理后管面会生成较厚的氧化铁皮,需要通过酸洗去除,导致管面腐蚀和环境污染。

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,通过控制炉膛气氛控制热处理质量,提高了内外管面质量和较好的解决了环境污染问题。

采用先进的离线和在线形式的控制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,无需再进行酸洗,热处理质量较高,管面光亮,并较好的解决了环境污染问题。

采用离线检测,如离线涡流探伤、离线超声波探伤、X射线探伤等。

检测

采用在线和离线并用的涡流、超声波探伤和带有焊缝跟踪功能的X射线实时成像设备等无损检测设备。

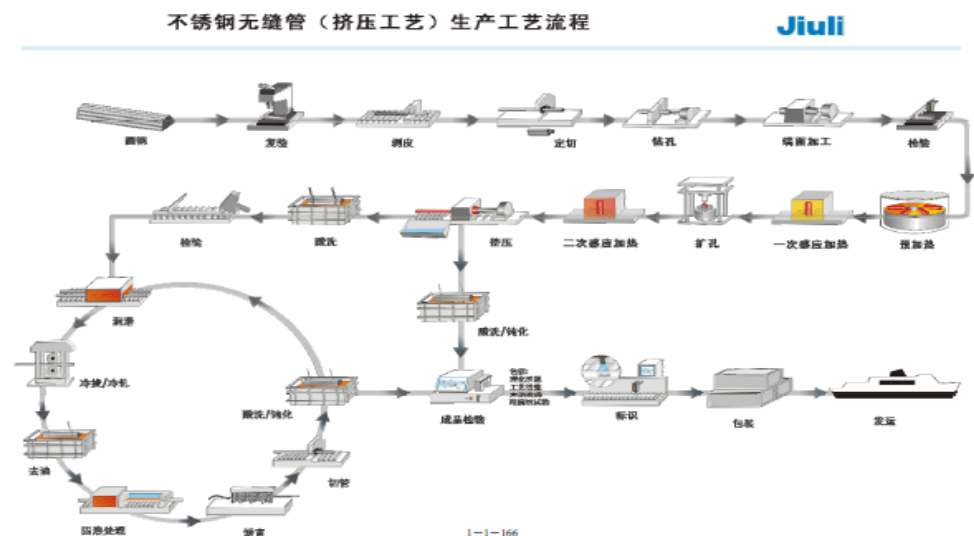
采用在线和离线并用的涡流探伤、超声波探伤、水压(气密)试验,以及带有焊缝跟踪功能的X射线实时成像设备等先进检测设备。

资料来源:招股说明书,华泰联合证券研究所整理

按生产工艺的不同,工业用不锈钢管分为无缝管和焊接管,无缝管以不锈钢钢锭或圆钢为原料,经热挤压或穿孔加工而成,其生产技术难度大,工艺要求高,产品附加值高,产品价格也相对较高,主要用于高腐蚀、高温高压、低温高压环境。焊接管以不锈钢平板或卷板为原料经焊接加工而成,主要应用于常温常压环境。随着焊接工艺的进步,部分焊接管开始在某些工业应用领域替代无缝管。

无缝管方面,公司是国内少数几家能同时采用国际先进的挤压工艺和国内先进的穿孔工艺进行生产的企业,能够生产出高品质的超(超)临界电站锅炉用管、海水淡化用管、油气输送用管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管、化工、化肥和化纤用管等。

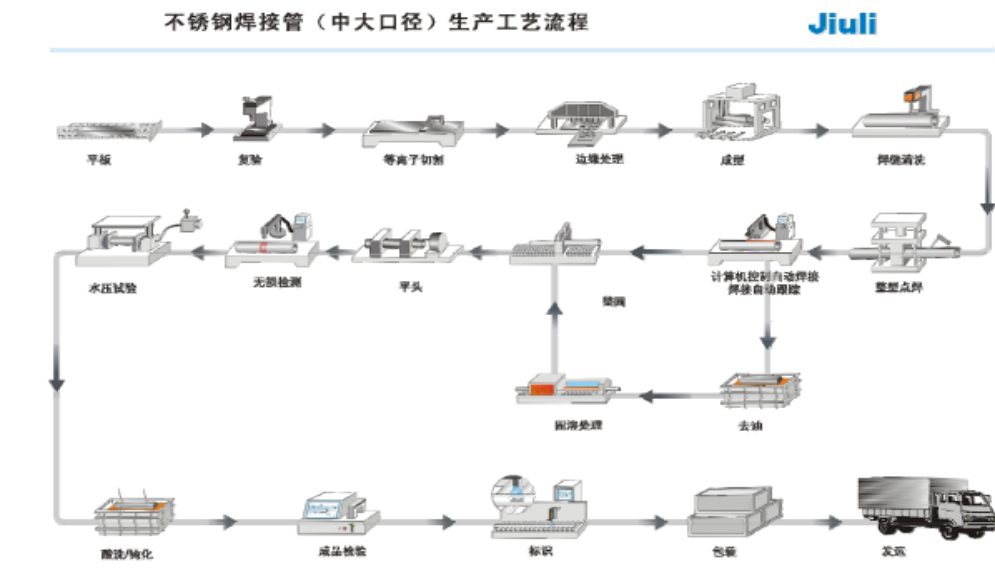
图 3、久立特材不锈钢无缝管挤压工艺流程图



资料来源:华泰联合证券研究所整理

大口径焊接管方面，股份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，大大提高焊接精度和速度；股份公司的平头机和水压机能够完成外径达 2,540mm 的焊接管加工，居于国内领先水平；股份公司采用国内先进的 X 射线探伤和水压试验等检测方法保证焊缝质量，产品质量始终居于较高水平。

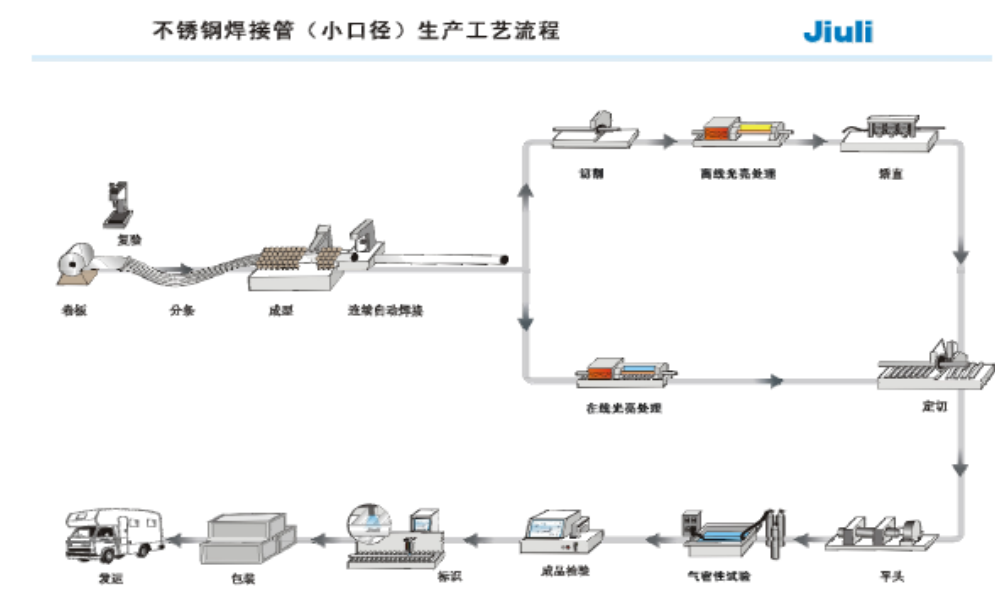
图 4、久立特材不锈钢焊接管（中大口径）工艺流程图



资料来源：华泰联合证券研究所整理

小口径焊接管方面，焊接管公司拥有日本引进的 2.5 英寸 FFX 柔性成型工艺连续焊接机组、15 条先进的连续焊接管生产线（其中 4 条从德国引进），连续焊接管生产线配有多阴极氩弧焊、焊缝跟踪、焊缝辊压、在线光亮退火、在线涡流探伤、自动定尺切割等整套装备，专门用于生产冷凝器、换热器用管。

图 5、久立特材不锈钢焊接管（小口径）工艺流程图

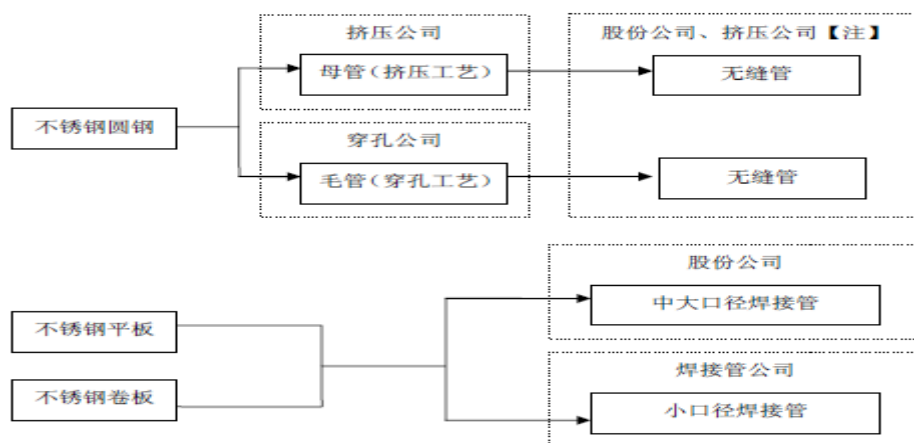


资料来源：华泰联合证券研究所整理

### “再加工”经营模式区别于一般长流程钢铁生产企业

我国目前不锈钢管制造行业无明显的周期性、区域性和季节性特征，多采用“原材料×成材率+加工费”的特有成本导向型产品定价模式。与传统的长流程钢厂不同，不锈钢管行业的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，原材料价格的涨跌将会直接影响不锈钢管行业的利润。

图 6、久立特材生产流程



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

原材料价格受市场决定，成材率主要由生产企业生产控制因素综合决定，成材率与产品生产成本成反比，而通常加工费相对稳定，因此，不锈钢管制造业受成材率、原材料价格波动的影响十分明显。

表 4、久立特材采购生产模式

| 模式   | 表现形式                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 采购模式 | 实行原辅材料统一采购制度，股份公司及其生产型控股子公司生产所需的原材料和辅助材料由股份公司的供应部集中采购。其中对焊接管所需的原材料不锈钢平板和卷板随时从不锈钢市场上按需采购；对无缝管所需的原材料不锈钢圆钢须向供应商提前定制，故对不锈钢圆钢设定了一定的安全库存。                                                                                                                            |
| 生产模式 | “以销定产、适度库存”的生产组织方式：销售部与客户签订销售合同，并根据销售合同制定生产计划单提交生产部；生产部根据生产计划单并结合产品的特性、生产周期、用料情况，下达到股份公司生产车间和各子公司组织生产；每月按股份公司生产车间和各子公司产量、综合成材率、合同交货率、生产成本、工资、安全生产、现场管理等相关指标对其进行统一考核。<br>专业化分工的生产模式：股份公司主要生产穿孔工艺的无缝管和中大口径焊接管；挤压公司主要生产母管和利用母管深加工的无缝管；穿孔公司主要生产毛管；焊接管公司主要生产小口径焊接管。 |

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理



## 主营业务分析：行业激烈竞争侵蚀传统业务盈利

### 传统业务竞争程度激烈，公司受其影响明显

目前，不锈钢管行业内企业众多，少数大企业与多数小企业并存。从企业结构来看，多数小企业生产经营粗放，工艺和装备落后，通常以低价冲击市场。此外，国外优秀厂商经过多年的积累，在生产技术、生产装备、检测技术等方面具有一定的优势，尤其在不锈钢原材料的质量以及新钢种的开发应用方面具有较高水平，随着国外不锈钢管厂商逐步通过合资、合作或独资形式进入和渗透国内市场，我国不锈钢管行业竞争程度相当激烈，特别是在传统的领域已呈现白热化态势。

久立特材公司传统业务主要为工业不锈钢焊接管及无缝管制造，在公司的主营业务收入构成中，两大传统业务占比均在 95%以上。2009 年公司主营业务收入 12.7 亿元，比上年降低 5.6 亿元，降幅 30.68%；2010 年公司前三季度实现主营业务收入 12.95 亿元，净利润 5549 万元，比上年同期下降 28.44%，主营业务上涨但利润降低的主要原因是锈钢管产品平均市场价格比上年度大幅下降、原材料成本上升所致，传统产品市场竞争已趋向白热化。

图 7、久立特材传统业务结构

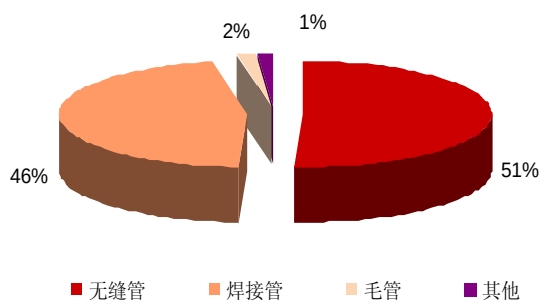
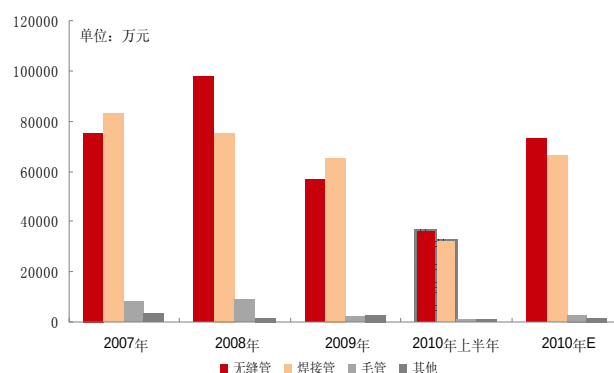


图 8、久立特材传统业务收入



资料来源：华泰联合证券研究所整理

资料来源：华泰联合证券研究所整理

表 5、公司主营业务收入 (万元)

| 时间        | 2010 年上半年 |      |         |          | 2009 年 |      |         |          |
|-----------|-----------|------|---------|----------|--------|------|---------|----------|
|           | 营业收入      | 营业成本 | 毛利率 (%) | 收入构成 (%) | 营业收入   | 营业成本 | 毛利率 (%) | 收入构成 (%) |
| 无缝管 (千万元) | 36.6      | 31.1 | 15.16   | 43.04    | 56.9   | 47.4 | 16.66   | 35.96    |
| 焊接管 (千万元) | 33.1      | 26.9 | 18.85   | 38.92    | 65.4   | 47.3 | 27.66   | 41.29    |
| 毛管 (千万元)  | 1.3       | 1.2  | 7.67    | 1.55     | 2.2    | 2.0  | 9.15    | 1.38     |
| 其他 (千万元)  | 0.9       | 0.8  | 12.96   | 1.09     | 2.7    | 1.7  | 35.94   | 1.71     |

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所整理

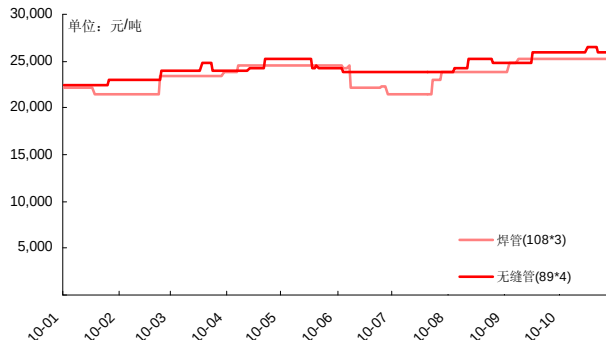
从传统产品历史价格走势来看，不锈钢焊管及无缝管的价格近三年来一直趋势向下，其中，2007 年不锈钢管的价格达到高位，主要在于 LME 镍价暴涨，推动了不锈钢行业价格明显上升，不锈钢管价格在 2007 年 9 月份一度冲破 40000 元/吨，其后，随着大批新建产能的陆续释放，再加上金融危机爆发、国际大宗商品的暴跌，工业用不锈钢管的下游需求也出现缩减，不锈钢制管业的价格和利润空间也出现了锐减，以 108\*3 口径的不锈钢焊管、89\*4 口径的不锈钢无缝管为例，2010 年以来其价格一直保持在 20000~25000 元/吨的低位窄幅波动。

图 9、LME 镍期货价格走势



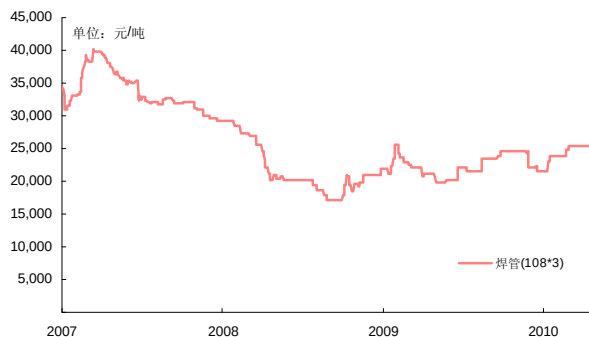
资料来源：custeel，华泰联合证券研究所整理

图 10、2010 年以来不锈钢无缝管价格历史走势



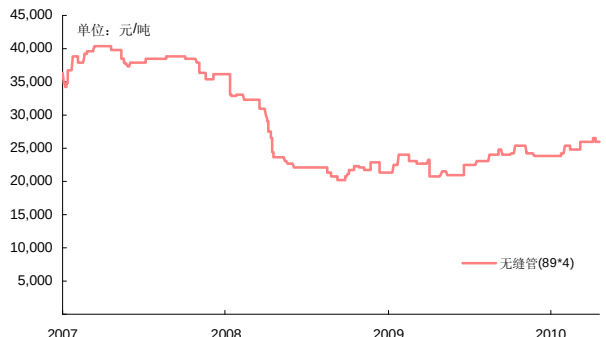
资料来源：custeel，华泰联合证券研究所整理

图 11、不锈钢焊管价格历史走势



资料来源：custeel，华泰联合证券研究所整理

图 12、不锈钢无缝管价格历史走势



资料来源：custeel，华泰联合证券研究所整理

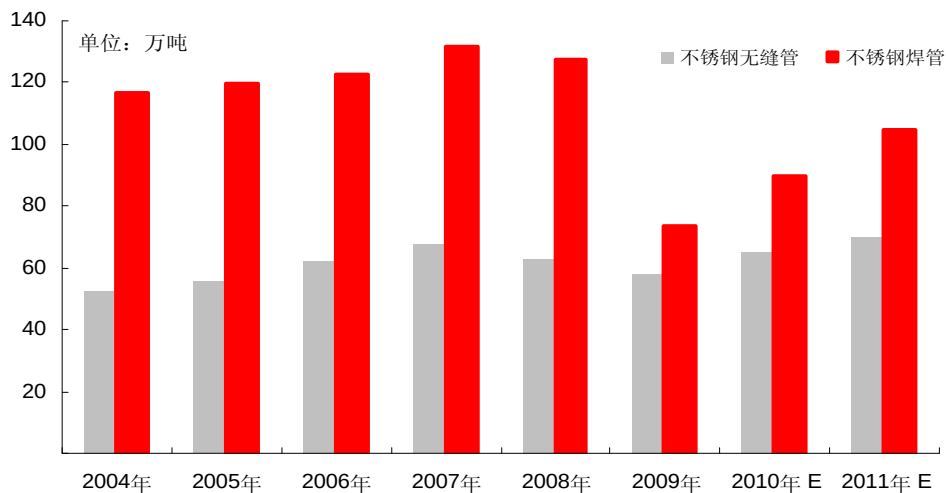
进入 2010 年四季度后，季节性因素对钢铁行业影响明显，不锈钢管的终端实际需求趋弱，大部分贸易商的出货愈加困难，补货积极性将大幅下降，以消耗之前的库存为主，故四季度市场将很难有大行情出现，价格仍将以低位震荡盘整的可能性较大，传统业务对公司而言压力仍较大。

### 不锈钢管行业已由数量增长型进入结构调整型阶段

根据中国金属材料流通协会不锈钢分会的预测，从增长方式来看，国内不锈钢管行业已由数量增长型进入结构调整型阶段，自 2008 年以来国内不锈钢管的实际产量已出现明显下降，而此前 2004~2007 年均保持了明显增长，主要是低端产能重复建

设，进入门槛较低的民用不锈钢管泛滥使得结构性过剩，金融危机爆发后，这部分产量被市场优胜劣汰；而中高端工业用不锈钢管仍呈现供不应求的局面，特别是核电站用管、高压锅炉管、油井开采用管等高端工业用不锈钢管严重依赖进口。

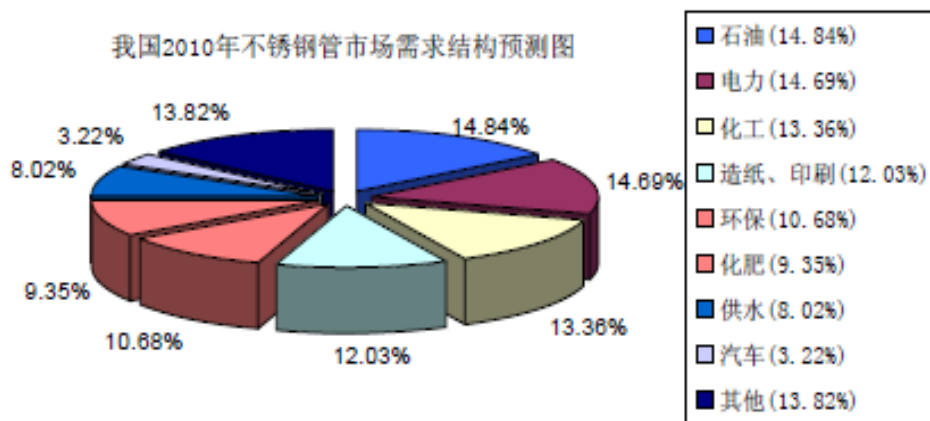
图 13、近年不锈钢管产量增长情况



资料来源：中国特钢企业协会，华泰联合证券研究所整理

从需求角度来看，随着国内企业生产技术的不断提高，国产不锈钢管将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。中国钢铁协会战略研究委员会委员预测我国 2010 年工业用不锈钢管市场需求结构如下图所示：

图 14、2010 年工业用不锈钢市场需求结构



资料来源：中国钢铁工业协会，华泰联合证券研究所整理

综合来看，该行业对新进入者有较高的技术和研发障碍，并且随着技术替代的加速，行业的技术门槛将越来越高，积极向上拓展高端工业用不锈钢管成为行业趋势及公司再发展目标。公司目前正在从事的研发项目如下：

**表 6、公司主要研发项目**

| 序号 | 名称                       | 钢号                            | 应用行业                       | 达成目标 | 所处阶段  |
|----|--------------------------|-------------------------------|----------------------------|------|-------|
| 1  | 超超临界电站用<br>高压锅炉管         | CODECASE2115-1<br>(UNSS31042) | 电力、锅炉行业                    | 国际先进 | 小批量生产 |
| 2  | 镍基合金无缝管                  | Inconel600                    | 石油、化工、航空航天、<br>核工业、电热元件等行业 | 国际先进 | 小批量生产 |
| 3  | 核电站用核级不<br>锈钢无缝管、焊<br>接管 | Z2CN18-10                     | 核电行业                       | 国际先进 | 试生产   |
| 4  | 海水冷凝器等用<br>焊接管           | 6Mo                           | 海洋、化工等行业                   | 国际先进 | 工艺试验  |
| 5  | 给水加热器用铁<br>素体焊接管         | TP439                         | 电站等领域                      | 国际先进 | 试生产   |
| 6  | 耐蚀合金焊接管                  | C276                          | 化工、机械行业                    | 国际先进 | 工艺试验  |
| 7  | 超级奥氏体不锈<br>钢无缝管          | AL-904L                       | 石油、化工行业                    | 国际先进 | 工艺试验  |
| 8  | 超超临界电站用<br>高压锅炉管         | TP347HFG                      | 电力、锅炉行业                    | 国际先进 | 工艺试验  |
| 9  | 耐蚀合金焊接管                  | Incoloy825                    | 石油、化工行业                    | 国际先进 | 工艺试验  |
| 10 | 超级双相不锈钢<br>焊接管           | S32750                        | 石油、化工行业                    | 国际先进 | 工艺试验  |

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

## 化茧成蝶：公司业绩增长弹性来自募投项目

### 建设高端不锈钢管产线符合行业趋势

我国对石油天然气工业用焊接钢管、锅炉及压力容器用钢管、民用核安全设备用钢管实行特种设备制造许可证制度，使得高端不锈钢管制造行业存在一定的市场进入壁垒。还有如锅炉压力容器用材料技术评审认证、核电设备认证、欧盟承压设备指令认证、德国莱茵公司承压设备认证和各国的船级社工厂认证等，不锈钢管生产企业只有获得上述行业组织的认证后才能向其所在市场区域或其会员供应产品。因此，对于本行业中某些高档产品领域，一方面准入门槛高，另一方面高利润也吸引着众多生产企业试图进入。

久立特材主要的生产品种包括奥氏体/铁素体双相不锈钢无缝管、超（超）临界电站锅炉用不锈钢无缝管、油气输送用大口径厚壁不锈钢焊接管、薄壁不锈钢焊接管、大型换热器用超长 U 型不锈钢焊接管、海水腐蚀铁素体不锈钢焊接 U 型管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管，涵盖牌号包括 304、304L、304H、316L、321H、347H、317L、310S、S31803、S32205、KY704 等，可生产外径 6~219mm、壁厚 0.5~18mm 的无缝管和外径 8~2540mm、壁厚 0.5~40mm 的焊接管两大系列近百个品种的工业用不锈钢管产品。股份公司拥有的主要先进生产设备如下：

**表 7、久立特材装备技术水平同业对比**

| 序号 | 设备名称              | 单位 | 数量 | 原值（万元） | 成新率(%) | 尚可使用年限（年） | 先进性  |
|----|-------------------|----|----|--------|--------|-----------|------|
| 1  | FFX-8 成型机组        | 套  | 1  | 485.96 | 35.42  | 2.83      | 国内先进 |
| 2  | 卷管机               | 台  | 1  | 350.62 | 53.13  | 4.25      | 国内先进 |
| 3  | 水压机               | 台  | 1  | 328.38 | 56.25  | 4.5       | 国内先进 |
| 4  | 1620 平头机          | 台  | 1  | 131.7  | 51.04  | 4.08      | 国内先进 |
| 5  | 1620 环缝焊机         | 台  | 1  | 135.54 | 90     | 9         | 国内先进 |
| 6  | 40 自动焊接管机组        | 套  | 2  | 681.22 | 90.83  | 9.08      | 国际先进 |
| 7  | 54 自动焊接管机组        | 套  | 1  | 233.29 | 90.83  | 9.08      | 国际先进 |
| 8  | 25 自动焊接管机组        | 套  | 1  | 192.71 | 90.83  | 9.08      | 国际先进 |
| 9  | 涡流超声联合探伤机         | 套  | 1  | 109.42 | 90.83  | 9.08      | 国内先进 |
| 10 | LG30 两辊长行程环孔型冷轧管机 | 台  | 1  | 118.03 | 95.83  | 5.75      | 国内先进 |
| 11 | LG60-HL 冷轧管机      | 台  | 1  | 181.66 | 96.43  | 6.75      | 国内先进 |
| 12 | 固熔炉               | 套  | 1  | 445.4  | 96.67  | 9.67      | 国内先进 |
| 13 | 两辊冷轧管机            | 套  | 1  | 639.86 | 97.5   | 9.75      | 国内先进 |
| 14 | LG60 断面成型机        | 套  | 1  | 620.79 | 97.5   | 9.75      | 国内先进 |
| 15 | 三线拉拔机             | 台  | 1  | 102.96 | 97.5   | 9.75      | 国内先进 |

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所整理

注：尚可使用年限（年）计算时间为 2009 年 12 月份公开发行月



总之，工业用不锈钢管制造行业属于技术密集型行业，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，下游行业对工业用不锈钢管的材质、耐蚀性、焊接性能等方面的要求趋于多样化，不锈钢管制造企业需要不断开发新技术、新工艺、新产品，建设高端不锈钢管产线符合行业发展趋势。

### 公司未来成长寄厚望三大募投项目

三大募集资金投资项目均符合公司主营业务的发展方向，是公司“长、特、优、高、精、尖”产品战略的重要组成部分。在开发生产热挤压母管和中大口径不锈钢焊接管的基础上，做进一步的深加工和精加工，继续优化产品结构，提高产品的技术含量和附加值，将使公司形成新的利润增长点，产品结构进一步优化，有利于促进公司核心竞争力和持续发展能力的全面提高，同时，将使公司产能由现有的 4 万吨。

“超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目”将在公司热挤压母管的生产基础上，采用国内先进的循环冷成型工艺，形成年产 20,000 吨超超临界电站锅炉用耐温、耐压无缝管的生产能力，主要应用于超超临界电站锅炉中的高温高压蒸汽管道、集箱、过热器、再热器和水冷壁等关键部件。

久立特材是国内最先同时取得超超临界用管超级 304 以及 HR3C 两个标准认证的钢铁企业，技术优势明显，公司超超临界用管预计 2011 年前后将实现向市场放量。

“油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目”将在公司中大口径不锈钢焊接管的生产基础上，采用柔性成型技术和厚壁直缝连续焊接技术，形成年产 10,000 吨 $\Phi 219 \sim 630\text{mm}$  的原油和液化天然气输送用中大口径不锈钢焊接管生产能力，适合高腐蚀、低温高压条件下的油气输送尤其是液化天然气输送的需要。

“镍基合金油井用管项目”将在公司热挤压镍基合金母管的生产基础上，采用国内先进的冷拔、冷轧成型工艺，形成年产 3,000 吨镍基合金油井用管的生产能力，适合高腐蚀、高温高压条件下的油井开采需要。2012 年前后将实现达产，该产品目前市场价格约 30 万元/吨左右，预计未来毛利率可达 30%以上，国内可供企业少，主要依赖进口，将在为来一年后成为助推公司业绩的主要亮点。

此外，公司重点研发的核岛蒸发器管的价格在 2010 年出现了大幅波动，国外厂商已将价格一度降至 120 万元/吨左右，价格距近年最高价已腰斩过半，考虑到这部分技术和市场被国外垄断、生产难度极大，且市场终端对象十分特定、规模有限，建议对公司该产品实现技术突破及测试合格后在予以融入衡量标准，前期不宜缺乏客观支撑的展开想象。

**表 8、公司主要新增产能统计**

| 产品线                  | 设计年产能   | 建成时间      |
|----------------------|---------|-----------|
| 超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目 | 20000 吨 | 2010 年底   |
| 油气输送用中大口径不锈钢焊接管募投项目  | 10000 吨 | 2011 年    |
| 钛管                   | 1000 吨  | 2011 年上半年 |

|           |                                  |             |
|-----------|----------------------------------|-------------|
| 镍基金油井用管项目 | 3000 吨                           | 2011-2012 年 |
| 核电管和精密管项目 | 2000 吨（核电蒸发器 500 吨、航天精密管 1500 吨） | 2011-2012 年 |

资料来源：华泰联合证券研究所整理

久立特材市场主要将转向面向来自国际高端特材厂以及太钢的精密无缝管项目、宝钢核电管、武进超超临界锅炉管等少数高端企业的竞争，但考虑到这部分高端领域市场容量较大，基本完全依赖进口，而且技术壁垒高、测试时间长，久立特材这样的国内先入者将占尽先机。

在不锈钢管行业及下游产业淘汰落后产能、促进节能环保和加速产业转型升级的推动下，公司将巩固和扩大国内外中高档产品市场的竞争优势，目标成为国际高档不锈钢管的专业制造企业。

## 盈利预测与估值

现阶段由于普通不锈钢管市场竞争激烈，价格战难免，加工费也出现了明显的下降，依靠生产普通不锈钢管已难以获得较大的溢价，虽然目前公司传统业务压力明显，但当前股价对公司的不利因素已基本反映。

另外，基于公司募投产线先进、技术研发实力强、能够顺应行业结构性调整趋势较早地向高端领域发展，且符合国家产业政策调整方向，我们对公司未来的成长性予以较高的期望。

我们首次给予“增持”评级。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.69 元、1.01 元，对应 PE 分别为 64.3 倍、35.7 倍、24.6 倍。考虑到公司为 2009 年 12 月份新上市企业，采用 DCF 绝对估值法从时间价值角度不能完全反映公司的情况，且预计公司募投项目 2011 年全部达产后，公司业绩将实现爆发性增长，2011 年起净利润年复合增长率能够超过 60%，2011 年 PEG 为 0.45，故可享有更高的溢价空间，以公司未来的高速增长前景来看，其估值水平应不输于可比公司，我们认为 2011 年 43 倍左右 PE 为其合理价值中枢，按 40~45 倍 PE 计算，对应价格区间为 27.6~31.05 元。

表 9、可比公司估值对比（2010-11-03）

| 简称   | 股价（元） | EPS（元） |       | PE（×） |       |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|
|      |       | 2010E  | 2011E | 2010E | 2011E |
| 金洲管道 | 22.42 | 0.84   | 1.24  | 28.31 | 19.16 |
| 久立特材 | 24.81 | 0.39   | 0.69  | 64.3  | 35.7  |
| 常宝股份 | 17.54 | 0.43   | 0.6   | 40.94 | 29.2  |
| 均值   |       | 0.55   | 0.84  | 44.52 | 28.02 |

资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

## 风险提示

### 原材料价格大幅波动及经营管理风险:

由于公司遵循“原材料×成材率+加工费”的定价模式，原材料采购成本占公司成本比重高，原材料价格的大幅波动将造成公司短期盈利能力的大幅波动，加剧公司资金周转的压力和存货管理的难度。

### 税收及汇率调整风险:

公司享受多项税收优惠，若相关税收政策发生改变、外币兑人民币汇率大幅波动，公司的经营业绩将受到一定影响。

### 进出口政策变化的风险:

公司近三年出口比重占主营业务收入的 15%左右，面临海外市场对相关不锈钢管产品反倾销、反补贴等贸易政策风险。公司产品出口享受退税，出口业务盈利能力将受到相关出口政策变动的影响。

### 传统及募投项目的市场竞争风险:

我国从事传统不锈钢管制造的企业众多，行业集中度较低，竞争无序。在高档不锈钢管方面，公司仍面临着较早进入市场的国际领先工业用不锈钢管生产厂商的竞争压力，如果公司的募投项目研发、生产达不到预期效果，则会给公司生产经营带来一定风险，且不排除未来会在高档不锈钢管领域出现价格战。

**盈利预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 1367 | 1167  | 2089  | 3143  | <b>营业收入</b>     | 1583        | 1639         | 2783         | 4291         |
| 现金             | 845  | 683   | 1239  | 1847  | 营业成本            | 1292        | 1405         | 2360         | 3650         |
| 应收账款           | 118  | 118   | 207   | 315   | 营业税金及附加         | 4           | 4            | 8            | 12           |
| 其它应收款          | 6    | 5     | 10    | 15    | 营业费用            | 82          | 76           | 134          | 205          |
| 预付账款           | 44   | 43    | 75    | 115   | 管理费用            | 58          | 54           | 95           | 145          |
| 存货             | 331  | 318   | 559   | 852   | 财务费用            | 26          | -3           | 4            | 18           |
| 其他             | 23   | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失          | 3           | 6            | 5            | 6            |
| <b>非流动资产</b>   | 653  | 784   | 696   | 607   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 516  | 686   | 619   | 538   | <b>营业利润</b>     | 117         | 95           | 176          | 255          |
| 无形资产           | 51   | 55    | 56    | 59    | 营业外收入           | 5           | 5            | 5            | 5            |
| 其他             | 87   | 42    | 21    | 11    | 营业外支出           | 2           | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 2020 | 1951  | 2785  | 3751  | <b>利润总额</b>     | 120         | 98           | 178          | 258          |
| <b>流动负债</b>    | 548  | 511   | 1281  | 2118  | 所得税             | 16          | 10           | 20           | 28           |
| 短期借款           | 208  | 243   | 822   | 1413  | <b>净利润</b>      | 104         | 88           | 158          | 230          |
| 应付账款           | 53   | 48    | 86    | 131   | 少数股东损益          | 9           | 8            | 13           | 20           |
| 其他             | 287  | 220   | 372   | 574   | <b>归属母公司净利润</b> | 95          | 80           | 145          | 210          |
| <b>非流动负债</b>   | 93   | -12   | -99   | -181  | <b>EBITDA</b>   | 197         | 168          | 270          | 365          |
| 长期借款           | 63   | -12   | -99   | -181  | <b>EPS (元)</b>  | 0.60        | 0.39         | 0.69         | 1.01         |
| 其他             | 30   | -0    | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 641  | 499   | 1182  | 1937  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 56   | 63    | 77    | 96    | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 160  | 208   | 208   | 208   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 866  | 818   | 818   | 818   | 营业收入            | -23.7%      | 3.5%         | 69.8%        | 54.2%        |
| 留存收益           | 298  | 362   | 500   | 692   | 营业利润            | 28.2%       | -18.6%       | 83.8%        | 45.4%        |
| 归属母公司股东权益      | 1324 | 1388  | 1526  | 1718  | 归属于母公司净利润       | 17.5%       | -15.8%       | 80.0%        | 45.3%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 2020 | 1951  | 2785  | 3751  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 18.4%       | 14.3%        | 15.2%        | 14.9%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             |             | 6.0%         | 4.9%         | 5.2%         |
|                |      |       |       |       | ROE             | 7.2%        | 5.8%         | 9.5%         | 12.2%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 14.6%       | 8.3%         | 14.7%        | 20.3%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 31.7%       | 25.6%        | 42.4%        | 51.6%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 44.91%      | 46.17%       | 61.19%       | 63.60%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 2.50        | 2.28         | 1.63         | 1.48         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.89        | 1.66         | 1.19         | 1.08         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.96        | 0.83         | 1.18         | 1.31         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 13          | 13           | 17           | 16           |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 28.09       | 27.79        | 35.04        | 33.61        |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.46        | 0.39         | 0.69         | 1.01         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.72        | 0.56         | 0.37         | 0.67         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 6.37        | 6.67         | 7.34         | 8.26         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 54.08       | 64.25        | 35.70        | 24.57        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 3.90        | 3.72         | 3.38         | 3.00         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 24          | 28           | 17           | 13           |
| <b>现金流量表</b>   |      |       |       |       |                 |             |              |              |              |
| 单位: 百万元        |      |       |       |       |                 |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |                 |             |              |              |              |
| <b>经营活动现金流</b> | 150  | 116   | 77    | 139   |                 |             |              |              |              |
| 净利润            | 104  | 88    | 158   | 230   |                 |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 54   | 75    | 90    | 92    |                 |             |              |              |              |
| 财务费用           | 26   | -3    | 4     | 18    |                 |             |              |              |              |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| 营运资金变动         | -34  | -8    | -175  | -200  |                 |             |              |              |              |
| 其它             | 0    | -36   | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | -139 | -208  | -2    | -4    |                 |             |              |              |              |
| 资本支出           | 175  | 202   | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| 其他             | 37   | -5    | -2    | -4    |                 |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | 566  | -71   | 482   | 473   |                 |             |              |              |              |
| 短期借款           | -103 | 34    | 579   | 591   |                 |             |              |              |              |
| 长期借款           | -111 | -75   | -87   | -83   |                 |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 40   | 48    | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | 836  | -48   | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| 其他             | -96  | -31   | -11   | -36   |                 |             |              |              |              |
| <b>现金净增加额</b>  | 577  | -163  | 557   | 608   |                 |             |              |              |              |

数据来源: 华泰联合证券研究所。

#### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@lhq.com

#### 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@lhq.com