

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

执业证书编号： S0490510120022

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

大合同签订利于现有产能进一步释放

事件描述

久立特材今日发布公告，公司于 2011 年 3 月 23 日收到客户 Petroleum Development Oman L.L.C（阿曼石油发展有限公司）的订单，向公司采购 281 公里双相钢管线管。

事件评论

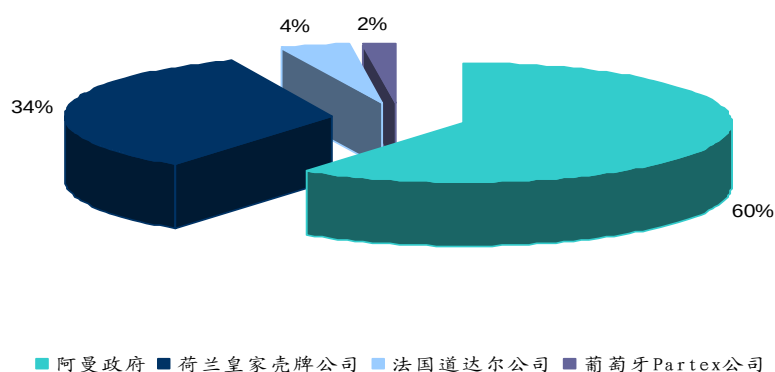
第一，大合同签订保障需求，合同金额为 3.63 亿元，占 2009 年营业收入的比例为 22.93%

公司于 2011 年 3 月 23 日收到客户 Petroleum Development Oman L.L.C（阿曼石油发展有限公司）的订单，向公司采购 281 公里双相钢管线管。

- ✓ 合同标的：281 公里双相钢管线管；
- ✓ 合同生效条件：阿曼石油发展有限公司订单签发后由久立特材确认收到后即时生效；
- ✓ 合同履行条件：自签订之日起至 2012 年 3 月 31 日，供货时间为 2011、2012 年相应月份，具体时间按合同规定；
- ✓ 合同总金额为 5636 万美金，约合人民币 3.63 亿元，占 2009 年营业收入的比例为 22.93%，合同金额尚需进一步确认。

阿曼石油发展有限公司是阿曼国家最主要的石油和天然气开采和生产企业，而阿曼国家的石油和天然气生产居全球前 20 位，该公司生产的原油总量占到阿曼国家 70% 以上的总原油生产量以及生产接近阿曼国家全部的天然气需求。

图 1：阿曼石油发展有限公司股权结构



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，短期需求恢复利于现有产能进一步释放

公司具备多年合同产品的生产经验，并且募集资金项目中的 1 万吨大口径油气输送管并未满产，合同履行的能力方面并无担忧之处。

与海外公司大订单的签订一方面印证了公司产品的技术实力，另一方面也反映了短期钢管行业需求回暖的状况，行业需求的回暖利于公司现有产能的进一步释放。

公司现有产能主要包括 1.85 万吨的无缝钢管、2.25 万吨的焊管、500 吨的钛管以及 1 万吨的大口径油气输送管。

2011 年的产量增长主要来自 1 万吨大口径油气输送管以及 2 万吨超超临界用管产能的进一步释放。

- ✓ 1 万吨大口径油气输送管 2010 年释放约 4000 吨，随着“十二五”规划启动带来的需求回暖，2011 年产能释放有望进一步扩大；
- ✓ 2 万吨超超临界用管在 2010 年底投产，2011 年在市场推广顺利的情况下有望释放 1 万吨。

表 1：公司产能情况的详细统计

序号	产品品种	项目分类	产能统计	预计投产时间
1	无缝钢管	原有产能	18,500	现有
2	焊管	原有产能	22,500	现有
3	钛管	超募资金投资项目	1,000	一期 500 吨，二期 500 吨已开始建设，预计 2011 上半年投产
4	超超临界用管	募投项目	20,000	2010 年底
5	大口径油气输送管	募投项目	10,000	现已投产
6	油井用管	募投项目	3,000	2011 年底
7	核电蒸发器管	超募资金投资项目	500	2011 年底
8	航天精密管	超募资金投资项目	1,500	2011 年底

资料来源：公司资料，长江证券研究部

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，在资质方面优势明显。由于超超临界用管价高量大，只要能实现顺利销售，预计将成为 2011 年业绩的重要增量。假定 2011 年产能释放 50%，预计 2011 年可贡献 EPS 约为 0.21 元。

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	0.02	0.2	0.9	1.5
价格（万元）	0	13	13	10	9
收入（亿元）	0	0.26	2.6	9	13.5
毛利率	0.00%	5.00%	10.00%	13.00%	12.00%
毛利（亿元）	0	0.01	0.26	1.17	1.62
费用率	8.25%	10.45%	8.50%	8.50%	8.50%
税前净利	0	0	0.04	0.41	0.47
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0	0	0.03	0.34	0.40
EPS（元）	0	0	0.02	0.17	0.19

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

假定价格为 10 万元/吨，毛利率稳定在 13% 左右，则对应的产能释放情况所贡献业绩如下。

表 3: 超超临界项目产能释放对应的业绩贡献预测

产能释放	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
相应产量	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
价格假设	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
收入	2	4	6	8	10	12	14	16	18	20
毛利率	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
毛利水平	0.26	0.52	0.78	1.04	1.3	1.56	1.82	2.08	2.34	2.6
费用假设	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%	8.50%
税前净利	0.09	0.18	0.27	0.36	0.45	0.54	0.63	0.72	0.81	0.90
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	0.08	0.15	0.23	0.31	0.38	0.46	0.54	0.61	0.69	0.77
总股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
贡献 EPS	0.04	0.09	0.13	0.17	0.22	0.26	0.30	0.35	0.39	0.43

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 长期增长主要来自 3000 吨油井管与 500 吨核电蒸发器管

长期来看, 3000 吨油井管与 500 吨核电蒸发器管成为未来最大的看点。

✓ 3000 吨油井管项目, 预计 2011 年底投产;

3000 吨镍基合金油井管项目预计将于 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。这一项目前期准备工作仍在稳步推进中, 目前市场价约为 25 万元/吨。

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	0.01	0.01	0.05	0.25
价格 (万元)	0	25	20	18	17
收入 (亿元)	0	0.25	0.2	0.9	4.25
毛利率	0.00%	10.00%	10.00%	15.00%	16.00%
毛利 (亿元)	0	0.03	0.02	0.14	0.68
费用率	8.25%	10.45%	8.50%	8.50%	8.50%
税前净利	0	0.00	0.00	0.06	0.32
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利	0	0.00	0.00	0.05	0.27
EPS (元)	0.00	0.00	0.00	0.02	0.13

资料来源: Wind, 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, 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加大。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	0	0	0	0.03
价格（万元）	0	0	0	90	70
收入（亿元）	0	0	0	0	2.1
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%	25.00%
毛利（亿元）	0	0	0	0	0.53
费用率	8.25%	10.45%	8.50%	8.50%	8.50%
税前净利	0	0	0	0	0.35
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利	0	0	0	0	0.29
EPS（元）	0	0	0	0	0.15

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.33 元和 0.58 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	2155	3447	4903	货币资金	845	268	345	490
营业成本	1292	1860	2957	4174	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	291	296	490	729	应收账款	124	169	271	385
% 营业收入	18.4%	13.7%	14.2%	14.9%	存货	331	477	759	1071
营业税金及附加	4	6	10	14	预付账款	44	63	100	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	112	179	255	流动资产合计	1367	1008	1523	2157
% 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	80	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	7	13	31	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	956	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	89	154	241	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	7.4%	4.1%	4.5%	4.9%	资产总计	2020	2012	2866	3722
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	225	0	459	826
利润总额	120	89	154	241	应付款项	270	387	615	869
% 营业收入	7.6%	4.1%	4.5%	4.9%	预收账款	55	75	121	172
所得税费用	16	13	23	36	应付职工薪酬	3	4	6	8
净利润	104	75	131	205	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	69.1	120.3	187.9	流动负债合计	548	475	1215	1895
少数股东损益	9	6	11	17	长期借款	63	63	63	63
EPS（元/股）	0.46	0.33	0.58	0.90	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	86	83	186	负债合计	641	568	1308	1988
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1324	1383	1485	1645
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	73	89
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1380	1444	1557	1734
固定资产投资	-175	-422	-434	-349	负债及股东权益	2020	2012	2866	3722
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	0.332	0.578	0.904
股权融资	883	0	0	0	BVPS	8.27	8.64	7.14	7.91
银行贷款增加（减少）	-230	-225	459	367	PE	44.57	61.59	35.35	22.63
筹资成本	48	-17	-31	-59	PEG	1.76	2.43	1.39	0.89
其他	-135	0	0	0	PB	2.47	2.37	2.86	2.59
筹资活动现金流净额	566	-242	428	308	EV/EBITDA	18.78	24.79	16.77	11.67
现金净流量	577	-578	77	146	ROE	7.2%	5.0%	8.1%	11.4%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。