

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

行业复苏叠加结构优化，2 季度业绩创新高

事件描述

久立特材今日发布 2011 年上半年业绩快报，预计报告期内公司实现营业收入 10.67 亿元，同比增长 24.45%；营业利润 0.76 亿元，同比增长 53.75%；归属于上市公司股东净利润 0.60 亿元，同比增长 57.76%；实现 EPS 为 0.29 元。其中，2 季度实现营业收入 6.25 亿元，同比增长 34.12%；营业利润 0.49 亿元，同比增长 64.53%；归属于上市公司股东净利润 0.40 亿元，同比增长 80.77%；实现 EPS 为 0.19 元。

事件评论

第一，2 季度业绩创历史新高，行业复苏与产品结构优化是主要原因

环比来看，公司 2 季度营业收入环比增长 41.40%，1 季度环比增速为-9.67%；营业利润环比增长 87.68%，1 季度环比增速为 46.93%；净利润环比增长 94.00%，1 季度环比增速为 12.64%。单季度业绩创历史新高。

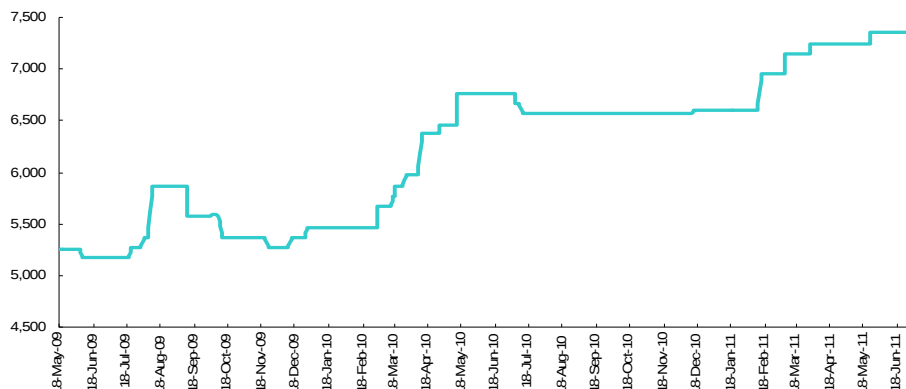
表 1：公司 2 季度业绩同比环比均大幅改善

久立特材业绩预告	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	Q2 同比	Q2 环比
营业收入	3.39	4.52	4.55	3.37	3.85	4.66	4.44	4.89	4.42	6.25	34.12%	41.40%
营业利润	0.23	0.46	0.31	0.17	0.19	0.30	0.22	0.18	0.26	0.49	64.53%	87.68%
利润总额	0.23	0.46	0.31	0.20	0.19	0.30	0.23	0.20	0.27	0.49	61.77%	80.14%
归属于母公司净利润	0.18	0.36	0.24	0.18	0.16	0.22	0.17	0.18	0.21	0.40	80.77%	94.00%
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	-	-
EPS	0.09	0.17	0.12	0.09	0.08	0.11	0.08	0.09	0.10	0.19	80.77%	94.00%

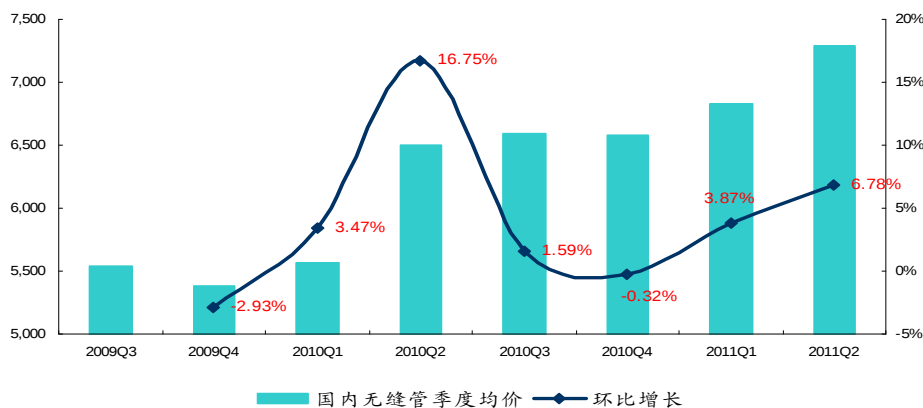
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

公司 2 季度业绩的大幅改善一方面来自于行业复苏带动的量价齐升，另一方面来源于高端品种占比提升所带来的结构优化与调整。

从价格来看，2 季度国内钢管的价格持续上涨，季度环比有了一定幅度的改善。

图 1：年内无缝钢管价格持续上涨


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 2：无缝管季度均价 2 季度环比有所改善


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

作为“十二五”起初之年，行业内主要上市公司大订单的纷纷签订也反映了行业需求确实在逐步恢复之中。公司在 1 季度末也公告了与阿曼石油发展有限公司的 3.67 亿元大额订单，预计可直接拉动约 8000-9000 吨左右的油气输送管，利于公司现有产能的充分发挥。

表 2：大合同预计拉动焊管产量约为 8000-9000 吨

大订单对应产量	2010 年价格	上浮 10%	上浮 20%	上浮 30%	上浮 40%	上浮 50%
合同金额	3.67	3.67	3.67	3.67	3.67	3.67
焊接管价格	3.15	3.46	3.77	4.09	4.40	4.72
对应合同量	11,668	10,607	9,723	8,975	8,334	7,779

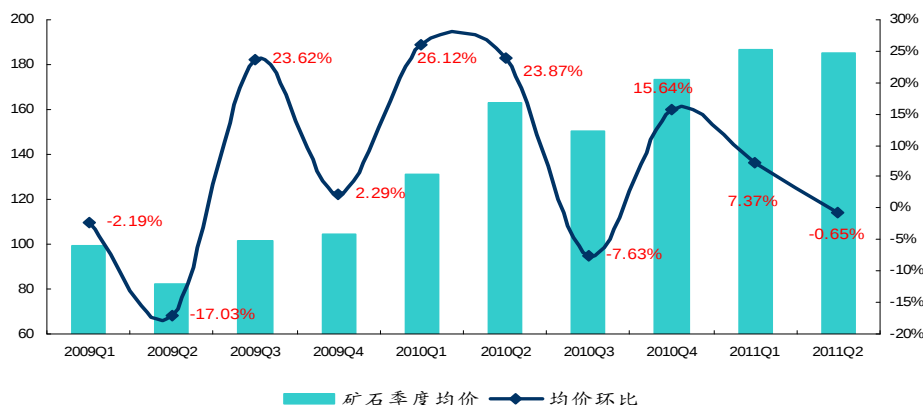
资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

在 2 季度营业收入环比增长 41.40% 的情况下，公司营业利润环比增长 87.68%，增幅远大于收入的主要原因有：

- ✓ 量价齐升带动收入大幅提升的同时，2 季度成本压力有所缓解。2 季度矿石及不锈钢价格均价环比都有小幅的下滑，是促进利润增幅大于收入的原因之一；
- ✓ 产品结构继续调整，主要是 2 万吨超超临界管的投产，我们预计 2 季度该项目产能释放情况好于 1 季度，成为促进品种结构调整带动单位平均毛利大幅提升的主要原因；

- ✓ 此外，公司还公告在努力优化产品结构、加快技术创新和产品工艺技术改进的同时，持续推进精益管理，使公司产品总体盈利能力也得到同步提升。

图 3: 矿石季度均价 2 季度环比基本持平



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

图 4: 国内不锈钢季度均价 2 季度环比下降



资料来源: Mysteel, 长江证券研究部

第二，现有产能期待行业复苏，超超临界用管产能释放是 2011 年业绩主要增量

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项目 2010 年并未完全达产，2011 年作为“十二五”期初年有望带来钢管需求的大幅增长，有望在 2011 年实现满产；
- ✓ 钛管二期项目正在建设，2011 年有望释放部分产量，高端品种占比进一步增加；
- ✓ 2 万吨超超临界用管在 2010 年底投产，但 2010 年基本并未放量，2011 年在市场推广顺利的情况下有望释放约 50% 产能。

表 3: 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

公司作为同时取得超级 304 以及 HR3C 两个标准认证的超超临界用管生产企业，在资质方面优势明显。由于超超临界用管价高量大，只要能够实现顺利销售，预计可成为 2011 年业绩的重要增量。

简单假定 2 万吨超超临界管项目在 2011 年可释放 9000 吨产量，对应单价假定为 10 万元/吨，毛利率假设为 13%，则预计可贡献 EPS 约为 0.17 元。

表 4：2 万吨超超临界用管业绩测算，预计 2011 年可贡献 EPS 为 0.17 元

超超临界用管业绩预测	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
年产量（万吨）	0	0.02	0.1	0.9	1.5
价格（万元）	0	13	13	10	9
收入（亿元）	0	0.26	1.3	9	13.5
毛利率	0%	5%	10%	13%	12%
毛利（亿元）	0	0.01	0.13	1.17	1.62
费用率	8.25%	10.45%	8.50%	8.50%	8.50%
税前净利	0	-0.01	0.02	0.41	0.47
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0	-0.01	0.02	0.34	0.40
EPS（元）	0.00	-0.01	0.01	0.17	0.19

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

当然，在价格为 10 万元/吨，毛利率在 13% 左右的假设下，不同的产能释放进度所对应的业绩贡献幅度也有较大的差异，若产能完全释放，可带来的业绩贡献为 0.43 元。

表 5：超超临界项目产能释放进度不同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，在超超临界用管项目产能进一步释放的同时，3000 吨油井管与 500 吨核电蒸发器管项目成为了重要的增量。公司在 2010 年报中披露，油井管与核电管项目的推进稳步进行，目前已经进入设备调试阶段。

✓ 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 6: 3000 吨油井管业绩测算，预计 2012 年达产可贡献 EPS 为 0.13 元

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，预计 2011 年底投产，2012 年可释放部分产量；

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 7: 公司核电蒸发器管业绩预测，预计 2012 年可贡献 EPS 为 0.15 元

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

行业复苏叠加品种结构的优化，使得公司盈利能力具备进一步提升的空间。暂时维持前期的盈利预测，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.66 元和 0.86 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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1784	2885	3994	4542	货币资金	412	289	399	454
营业成本	1545	2455	3401	3873	交易性金融资产	3	3	3	3
毛利	239	431	593	669	应收账款	131	214	296	337
% 营业收入	13.4%	14.9%	14.8%	14.7%	存货	404	638	884	1007
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	105	167	231	263
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	5	8	11	12
销售费用	83	133	184	209	流动资产合计	1121	1419	1964	2235
% 营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	57	92	128	145	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	17	36	51	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.9%	1.1%	固定资产合计	738	1079	1394	1579
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	88	83	79	75
公允价值变动收益	3	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	89	186	242	259	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.0%	6.5%	6.1%	5.7%	资产总计	1948	2582	3437	3890
营业外收支	3	0	0	0	短期贷款	192	532	1049	1230
利润总额	92	186	242	259	应付款项	166	263	364	415
% 营业收入	5.1%	6.5%	6.1%	5.7%	预收账款	83	136	188	213
所得税费用	8	28	36	39	应付职工薪酬	2	5	7	8
净利润	83	158	206	220	应交税费	0	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	11	15	17
的净利润	73.2	137.8	179.0	191.6	流动负债合计	451	948	1624	1885
少数股东损益	10	21	27	29	长期借款	28	28	28	28
EPS（元/股）	0.35	0.66	0.86	0.92	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	33	33	33	33
经营活动现金流净额	58	3	97	299	负债合计	513	1009	1685	1946
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	1381	1498	1650	1813
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	54	75	102	130
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1435	1573	1752	1944
固定资产投资	-274	-429	-440	-345	负债及股东权益	1948	2582	3437	3890
其他	-5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-278	-429	-440	-345		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.352	0.662	0.860	0.921
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.64	7.20	7.93	8.72
银行贷款增加（减少）	-68	340	517	181	PE	49.60	26.36	20.29	18.95
筹资成本	32	-37	-63	-80	PEG	1.31	0.70	0.54	0.50
其他	-148	0	0	0	PB	2.63	2.42	2.20	2.00
筹资活动现金流净额	-184	303	454	101	EV/EBITDA	20.14	13.23	10.58	9.34
现金净流量	-405	-123	111	55	ROE	5.3%	9.2%	10.8%	10.6%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。