

久立特材(002318)

研究员：印晓明 执业证书编号：S0570510120001

☎ 025-84784691 ✉ yxmwwq@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4086

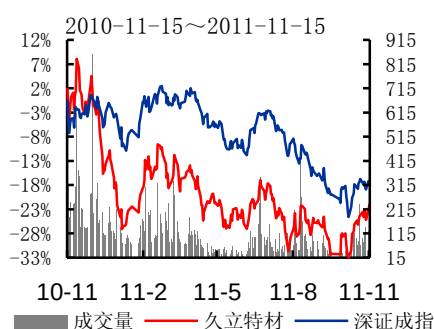
高端管材迎来集中放量期

投资评级：推荐(首次评级)

钢铁 II

当前价格(元):	18.01
目标价格():	

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **高端管材迎来集中放量期。**公司主要高端产品包括海水淡化管、超超临界管、中大口径油气管、镍基油井管、核电管和精密管。其中海水淡化管、超超临界管和中大口径油气管 2011 年已贡献业绩。其余 3000 吨镍基油井管、500 吨核电管和 1500 吨精密管预计今年底实现投产，2012 年产量将出现较大增长。

◆ **今年业绩增量主要来自高附加值的油气用管、核电管、超超临界电站用管等。**公司 2011 年油气用管产量有望达到 8000 吨；核电管今年投产，贡献产量近 100 吨，由于毛利较高，盈利贡献明显；超超临界电站用管今年刚刚投产，也成为重要盈利增长点。

◆ **明年业绩增量来自超超临界管产量扩大和镍基油井管。**2012 年预计公司超超临界管产量可达 10000 吨。3000 吨镍基油井管项目根据投产后第一年达产 60% 的计划，预计明年可贡献 1000 吨以上产量。

◆ **公司普通管材盈利贡献稳定。**目前公司无缝管产能达到 38500 吨，其中普通无缝管产能 18500 吨。焊接管产能为 32500 吨，其中普通焊接管 21500 吨。预计未来两年公司无缝管产量维持在 18500 吨左右，焊接管产量维持在 18000 吨左右，盈利贡献较为稳定。

◆ **给予“推荐”评级。**预计公司 2011-2013 年实现净利润分别为 11605、20800、23525 万元，EPS 为 0.56、0.91、1.13 元。对应 2011 年动态 PE 为 32.16 倍，2012 年动态 PE 为 19.79 倍。我们认为公司未来两年将迎来高端管材的集中放量，2012、2013 年盈利增速将分别达到 50%、20% 以上，目前股价相对低估，给予“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	20800.00
流通 A 股(万)	11365.74
52 周内股价区间(元)	15.11-25.37
总市值(亿)	37.46
总资产(亿)	25.49
每股净资产(元)	6.98

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	17.84	22.47	30.53	34.44
+/-%	12.71	25.93	35.89	12.79
净利润(百万)	73.22	116.23	188.63	234.41
+/-%	-19.79	58.75	62.29	24.27
EPS(元)	0.35	0.56	0.91	1.13
P/E	49.17	32.16	19.79	15.93

一、高端管材是未来两年主要看点

公司一直以来专注于向高端管材生产发展，目前公司普通管材产能基本稳定。公司登陆 A 股之后，运用募投资金和超募资金开展了多个高端管材项目。主要的高端产品包括海水淡化管、超超临界管、中大口径油气管、镍基油井管、核电管和精密管。其中海水淡化管、超超临界管和中大口径油气管 2011 年已经贡献业绩。其余的 3000 吨镍基油井管、500 吨核电管和 1500 吨精密管预计 2011 年底将实现投产，2011 年产量贡献较为有限，2012 年产量将出现较大增长。

表 1：久立特材主要高端管材产能及投产情况

高端管材	产能 (吨)	用途	投产情况
海水淡化管	1000	海水淡化，核电常规岛	已投产
超超临界管	20000	60W、100W 千瓦超临界、超超临界发电机组	已投产
中大口径油气管	10000	石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道	已投产
镍基油井管	3000	油井开采	2011 年底投产
核电管	500	核岛蒸发器	2011 年底投产
精密管	1500	仪表、卡套管、航空精密管、喷油管	2011 年底投产

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

➤ 海水淡化管/钛管市场潜力大

海水淡化已经成为全世界重要淡水来源，遍及全球 120 多个国家和地区。全球约有 1.3 万多座海水淡化厂，日均产量约 3500 万吨，预计年均增速在 10% 以上。2010 年底，我国日均海水淡化能力约为 64 万吨，仅占去全球海水淡化能力的 1%，根据《海水利用专项规划》，预计“十二五”期间，我国海水淡化能力将达到 200 万吨/日，2020 年海水淡化能力达到 300 万吨/日，按照设备投资成本 6000 元/吨日计算，未来十年海水淡化设备市场容量为 180 亿元。

表 2：钛管比较优势明显

钛管优势明显	壁厚	耐腐蚀	导热性	性价比
铜合金管	0.9mm-1.2mm	弱，寿命 5 年以内	由于钛管优异的耐腐蚀性能，壁厚大大减薄，同时表面不结垢也可减少热阻，使钛的换热性能显著提高。	虽然单价是铜合金管的 2-4 倍，但钛管由于相比壁薄，单位长度成本相当，但寿命更长
钛管	0.3mm-0.5mm	强，寿命 10 年以上		

资料来源：华泰证券研究所

钛管作为海水淡化设备用于替代铜合金管的优势十分明显，钛管的壁薄，只有铜合金管的 1/2 到 1/3，导热性好，同时耐腐蚀性能特别优异，一般使用寿命都远远超过铜合金管。但是由于一直以来钛管的价格相对铜合金管较为昂贵，很多海水淡化设备仅仅是热交换部分采用钛管，钛管的需求量并不十分巨大，但是人们越来越意识到，虽然钛管的短期投入较大，但是从中长期来看，其使用寿命远超铜合金管，使用铜

合金管的后期置换成本高昂，钛管未来的需求将会越来越大。

目前我国海水淡化设备约 40% 仍然需要进口，国产替代将成为细分领域的发展主题。从市场容量来看，目前海水淡化采用的方法有蒸馏法、膜法等多种方法，方法不同对设备的要求不同，进而对海水淡化管即钛管的需求量就不尽相同，蒸馏法使用钛管较多而膜法使用钛管较少。

公司目前 1000 吨的海水淡化管产能已经投产，公司生产的钛管不仅用于海水淡化设备，同时也可以用于核电站常规岛。2011 年产量约在 300-400 吨左右，预计 2012 年产量能够达到 500 吨以上。

表 3: 海水淡化管/钛管的营收预测

海水淡化管/钛管	2010	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	1000	1000	1000	1000
产量 (吨)	400	300	500	600
价格 (万/吨)	27	27	27	27
营业收入 (万元)	10800	8100	13500	16200
毛利 (万元)	2160	1620	2700	3240
税前利润 (万元)	1226	830	1384	1661

资料来源：华泰证券研究所

➤ 超超临界锅炉管成为重要的盈利增长点

未来十年，火电依然在总发电量中占据主导地位，我国将通过加大火电行业的结构调整，来缓解日益加剧的节能减排压力。火电领域的节能技术主要集中于超临界、超超临界压力等高参数、大容量火电机组，洁净煤燃烧发电技术等。

根据钢铁行业“十二五”规划，电力行业主要用钢材产品升级方向包括重点发展超临界、超超临界火电机组用大口径耐热、耐高压管，同时超超临界火电机组用耐热钢也位列重点发展的关键特钢品种中。根据规划，2010 年我国电站用高压锅炉管需求量为 48 万吨，预计 2015 年需求量将增加到 70 万吨。

“十一五”期间，我国大力发展了 60 万 kw 及以上超(超)临界机组、大型联合循环机组，“十二五”火电机组的发展重点仍然是 60 万 kw 和 100 万 kw 机组。目前超临界和超超临界锅炉管主要应用于 60 万 kw 机组，目前主要的超超临界锅炉管为 SUP304, HR3C 等，超临界锅炉管品种较多，有 TP347H、T91、T92、T122、E911 等。

表 4: 我国火力发电量未来增速

项目	2000 年	2010 年	2020 年
发电量 (万亿 kwh)	1.37	3.20~3.50	4.30~4.80
其中火电占比 (%)	80.70	73.90	67.70
年均增速 (%)	—	8.90	3.00
装机容量 (亿 kw)	3.19	6.80~7.00	9.60~10.00
年均增速 (%)	—	7.90	3.50

资料来源：华泰证券研究所

表 5: 超超临界机组发电效率明显提高

机组	汽压	蒸汽温度	效率	煤耗
中压机组	3.5MPa	435℃	27%	460g/kWh
高压机组	9.0MPa	510℃	33%	390g/kWh
超高压机组	13.0MPa	535℃/535℃	35%	360g/kWh
亚临界机组	17.0MPa	540℃/540℃	38%	324g/kWh
超临界机组	25.5MPa	567℃/567℃	41%	300g/kWh
高温超临界机组	25.0MPa	600℃/600℃	44%	278g/kWh
超超临界机组	30.0MPa	600℃/600℃/600℃	48%	256g/kWh
高温超超临界机组	30.0MPa	700℃	57%	215g/kWh
超 700℃ 机组		超 700℃	60%	205g/kWh

资料来源: 华泰证券研究所

对于超超临界发电站, 锅炉管目前的需求量约为每千瓦 8 公斤, 其中超超临界管的需求量为每千瓦 6 公斤。超超临界锅炉管中, SUP304 品种约占 75%, HR3C 品种约占 25%。我们假设“十二五”期间, 我国新建超超临界电站 30 座 60 万 kw 电站和 30 座 100 万 kw 电站, 则超超临界锅炉管需求量约为 28.8 万吨, 其中约 21.6 万吨的 SUP304 和 7.2 万吨的 HR3C。

公司募投项目 20000 吨超超临界锅炉管项目 2010 年底投产, 超超临界产品包括 SUP304, HR3C, 超临界产品包括 TP347H 等, 产品主要供给哈锅, 东气等, 目前超临界和超超临界产品是配合采购。根据对市场需求的了解, 预计 2012 年公司超超临界产品产量将能达到 10000 吨, 同时产品结构更加偏重于超超临界, 超超临界品种占比估计能达 50%。目前超超临界 SUP304H 的价格约 7 万/吨, HR3C 的价格约 12 万/吨, 超临界产品如 347H 价格在 4-5 万/吨。我们认为在未来 2 年内, 此产品仍然主要依靠进口, 预计产品价格能够基本稳定。

表 6: 超超临界锅炉管营收预测

超超临界	2011E	2012E	2013E
总产能 (吨)	20000	20000	20000
总产量 (吨)	4500	10000	12000
营业收入 (万)	24460.5	63750	76500
税前利润 (万元)	1562	4790	5996
SUPER304			
产量 (吨)	843	3750	4500
价格 (万/吨)	7	7	7
营业收入 (万)	5901	26250	31500
毛利	1062	4856	5985
税前利润 (万元)	487	2297	2914
HR3C			
产量 (吨)	281	1250	1500
价格 (万/吨)	12	12	12
营业收入 (万)	3372	15000	18000
毛利	607	2775	3420
税前利润 (万元)	278	1313	1665

超临界			
产量 (吨)	3375	5000	6000
价格 (万/吨)	4.5	4.5	4.5
营业收入 (万)	15187.5	22500	27000
毛利	2278	3375	4050
税前利润 (万元)	797	1181	1418

资料来源：华泰证券研究所

► 中大口径油气管技术领先，PDO 合同保证明年产量

公司对不锈钢焊接管口径的分类为：大口径指外径大于等于 219mm；中口径指外径大于等于 114mm、小于 219mm；小口径指外径小于 114mm。中大口径油气管的外径是大于 114mm 的。公司生产的中大口径油气输送管与普通的油气输送管不同，采用的原料为不锈钢管，焊接技术采用直缝焊接，主要用于油井到油气站之间氯离子含量较高的路段，目前国内生产此类油气管的公司仅仅为宝钢、太钢、久立特材和常州武进等。公司的石油工业用大口径厚壁不锈钢焊接管在各项性能指标上均高于有关国家标准的要求，达到或超过了国外先进标准的要求。

表 7：公司生产的中大口径油气管技术领先

项目	国外先进标准水平 ASTM/ASME/SA358	国内标准水平 GB/T 12771-2000	公司产品
产品用途：液化天然气输送用管			
材料/规格	TP321 /Φ480×14mm	0Cr18Ni10Ti/Φ480×14mm	TP321 /Φ480×14mm
性能与技术指标			
外径偏差范围	479.2 ~ 483.2mm	475.2 ~ 484.8mm	480.5 ~ 481mm
壁厚偏差范围	12.25 ~ 17.15mm	12.6 ~ 15.4mm	13.87 ~ 13.89mm
拉伸试验	抗拉强度 515MPa 以上屈服强度 205 MPa 以上伸长率 40%以上	抗拉强度 520MPa 以上屈服强度 205 MPa 以上伸长率 35%以上	抗拉强度 600 ~ 650MPa 屈服强度 300 ~ 330MPa 伸长率 45 ~ 55%
弯曲试验	要求合格	要求合格	合格
水压试验	6MPa 压力保压 5S 以上合格	6MPa 压力合格	7MPa 压力保压 10S 合格
射线检测	100% ASME VIII UW-51 合格	100% GB 3323 I 级合格	100% ASME VIII UW-51 合格

资料来源：招股说明书、华泰证券研究所

根据《能源发展“十二五”规划》，“十二五”期间，我国油气输送管长度将达到 14 万公里，预计未来五年的年均增速在 10%以上，对油气输送管的年均需求量在 400 万吨以上。由于公司生产的不锈钢管主要用于地质条件恶劣、常年冰冻或高温等地段，综合来看，不锈钢管用量约占全管道比例 5%，市场容量预计年均 20 万吨以上。

公司生产的中大口径油气管具体包括双相钢、4L 等品种，目前产能为 10000 吨，于 2009 年底投产。公司的油气管生产工艺已经十分成熟，目前成材率高达 95%以上，产品单价约在 4-6 万/吨。2011 年 3 月公司发布公告称与阿曼石油发展有限公司 (PDO) 签订金额为 5636 万美元的合同，向阿曼石油提供 281 公里双

相钢管线管。部分产品预计将在年内交货，大部分的订单将于明年交货。估计此产品公司 2011 年产量能达到 8000 吨，根据目前的订单情况，2012 年有望满产。

表 8: 公司中大口径油气管营收预测

中大口径油气管	2010	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	10000	10000	10000	10000
产量 (吨)	3000	8000	10000	10000
价格 (万/吨)	5	5	5	5
营业收入 (万)	15000	40000	50000	50000
毛利 (万)	2250	6000	8000	8500
税前利润 (万)	953	2100	3125	3625

资料来源: 华泰证券研究所

► 镍基油井管明年产能释放

目前国内生产的油井管主要集中在中低档及常规油井管，对强度、韧性、抗腐蚀和抗挤压要求较高的高档深井用管主要依靠进口。我国石油深井由于地质结构复杂，地层压力及变形量大，H₂S、CO₂ 等腐蚀气体或介质多，对高钢级油井用管、耐腐蚀特殊丝扣油井用管等高档油井用管的需求量较大。

根据《中国能源发展报告 2008》预测，2009 年石油需求量达到 3.9359 亿吨，而对油井管的需求量为平均每钻进一米需油井管 62kg，2009 年油井管需求量约为 223-334 万吨。根据《钢铁行业“十二五”规划》，2010 年我国油井管需求量约为 380 万吨，预计 2015 年油井管需求量为 470 万吨。

表 9: 原油和天然气平稳增长

项目	2000 年	2005 年	“十五”期间年均增速	2010 年	“十一五”期间年均增速
原油 (亿吨)	1.63	1.81	2.12%	1.93	1.29%
天然气 (亿立方米)	272	493	12.63%	920	13.29%

资料来源: 华泰证券研究所

公司 3000 吨的镍基合金油井管于 2011 年底投产，今年可以释放少量产能，预计产量在 200 吨左右。根据投产后第一年达产 60% 的计划，预计明年可贡献 1000 吨以上产量，预计明后年将迎来产能释放的爆发期。国内镍基油井管的需求方主要为中石油、中石化和中海油，预计随着公司销售力度的深入，油井管的产量有可能超过预期。

表 10: 镍基油井管营收预测

镍基油井管	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	3000	3000	3000
产量 (吨)	200	1000	1500
价格 (万/吨)	25	25	25
营业收入 (万)	5000	25000	37500
毛利 (万)	1250	6250	9375
税前利润 (万)	763	3813	5719

资料来源: 华泰证券研究所

► 核电蒸发器管立足于进口替代

核电站用管材中，目前难度最大的为核电蒸发器管 Incone690，核电蒸发器管生产工艺的难度在于需要控制合金含量的同时去除杂质，对冶金工艺的要求很高。国内核电蒸发器管目前 100%需要进口，随着宝钢和银环合作项目一期 750 吨投产、久立特材 500 吨今年年底投产，预计核电蒸发器管的国产化将得到增强。

目前我国投产核电站装机容量约 890 万千瓦，在建核电站装机容量约 6000 千瓦，根据《新能源振兴规划草案》，预计到 2020 年核电装机容量将达到 8600 万千瓦，粗略估算，年均新增核电装机容量约 800 万千瓦。按照每套百万千瓦核电反应堆需要 150 吨核电蒸发器管 Inconel690 测算，预计 Inconel690 的市场容量约为 1200 吨。Inconel690 的市场价格曾经高达 200 万元/吨以上，目前价格在 120 万元/吨左右，预计随着国产化的进一步深入，Inconel690 的价格可能会降低到 100 万元/吨以下。

公司的 500 吨核电蒸发器管预计 2011 年底投产，今年预计产量有限，在 100 吨以下。我们认为虽然核电发展目前遇到一些挫折，但是从中长期来看，新能源的发展前景依然没有改变，能源需求结构中核电的重要性依然十分明显，预计明后年核电有望恢复增长。公司核电蒸发器管 2012 年预计产量能超过 100 吨。公司的核电蒸发器管生产线主要是生产 Inconel690，但在项目初期，公司也生产部分 800 型号和其他核电站产品。从目前国内已有的 Inconel690 的产能和需求情况来看，未来几年可能面临产能过剩，我们认为公司此生产线未来产品的选择性较强，有望保持较高盈利水平。

表 11: 核电蒸发器管营收预测

核电蒸发器管	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	500	500	500
产量 (吨)	100	150	250
价格 (万/吨)	120	100	90
营业收入 (万)	12000	15000	22500
毛利 (万)	3000	3900	5850
税前利润 (万)	1830	2438	3656

资料来源：华泰证券研究所

► 精密管处于起步阶段

公司 1500 吨精密管超募项目预计于 2011 年底投产，今年基本没有业绩贡献。精密管主要用于仪表、卡套管、航空精密管、喷油管等，广泛用于汽车、造船、航空航天、液压和气压控制系统、医药和食品行、电子元器件，半导体等行业的设备，市场价格 15-30 万/吨，产品的市场需求尚不明确，保守估计精密管的盈利贡献较为有限。

表 12: 精密管营收预测

精密管	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	1500	1500	1500
产量 (吨)	-	100	200
价格 (万/吨)	20	20	20
营业收入 (万)	-	2000	4000
毛利 (万)	-	400	800

税前利润 (万)

-

205

410

资料来源：华泰证券研究所

二、普通管材业绩贡献较为稳定

公司在 2009 年底之前，主要管材产能都为普通无缝管和普通焊接管，之后普通管材产能基本维持不变。随着中大口径油气输送管、海水淡化管、超超临界管的投产，目前公司无缝管产能达到 38500 吨，其中包括 20000 吨的超超临界管产能和 18500 吨的普通无缝管产能，公司今年年底投产的油井管、核电精密管归类为无缝管，但目前产能并未包括其在内。焊接管产能为 32500 吨，其中包括海水淡化管 1000 吨，中大口径油气管 10000 吨和 21500 吨普通焊接管。

表 13：普通管材产能产量基本维持稳定

管材 分类	2006		2007		2008		2009H1		2011E			
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量	普通管材		高端管材	
无缝管	14000	9778	16000	11283	17000	14500	9250	6936	18500	18500	20000	4500
焊接管	15500	13255	21000	18154	22500	18570	11250	9747	21500	17700	11000	8300

资料来源：华泰证券研究所

从公司目前的生产经营情况来看，2011 年生产各类管材总量 5 万吨不到，无缝管和焊接管的产量预计各占 50% 左右。公司无缝管的成材率约 70-80%，焊接管达到 90% 以上，预计未来随着镍基品种技术的成熟，无缝管的成材率将进一步提高。目前普通无缝管的市场价格约 4 万元/吨，毛利水平约 7000-8000 元/吨；焊接管的市场价格约 3.2 万元/吨，毛利水平约 4000-5000 元/吨。此外公司还有约 3000 吨的无缝钢管毛管生产能力，毛管生产毛利仅仅 10% 左右。

从公司的发展定位来看，未来几年发展重点将会集中在高端管材，普通管材目前市场竞争较为激烈，盈利能力相对较低，公司偏重于维持目前生产能力，产能基本不会扩张。

我们假设普通无缝管价格在到 2013 年都基本稳定在 4 万元/吨，可以发现，普通无缝管产能在不扩张的情况下，公司此类产品的盈利水平基本保持稳定。

表 14：普通无缝管营收贡献预测

普通无缝管	2010	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	18500	18500	18500	18500
产量 (吨)	18000	18500	18500	18500
价格 (万/吨)	4	4	4	4
营业收入 (万)	72000	74000	74000	74000
毛利 (万)	12240	12580	12580	12580
税前利润 (万)	5220	5365	5365	5365
无缝管毛管	2010	2011E	2012E	2013E
产量 (吨)	2500	3000	3000	3000
价格 (万/吨)	1.5	1.5	1.5	1.5
营业收入 (万)	3750	4500	4500	4500

毛利 (万)	375	450	450	450
税前利润 (万)	9	11	11	11

资料来源：华泰证券研究所

我们假设普通焊接管价格到 2013 年为止也基本保持在 3.2 万元/吨附近，考虑到产能利用率还有提高空间，假定产量略有增长，焊接管的盈利贡献也基本保持稳定。

表 15：普通焊接管营收贡献预测

普通焊接管	2010	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	21500	21500	21500	21500
产量 (吨)	17000	17700	18000	18500
价格 (万/吨)	3.2	3.2	3.2	3.2
营业收入 (万)	54400	56640	57600	59200
毛利 (万)	7072	7363	7488	7696
税前利润 (万)	1768	1841	1872	1924

资料来源：华泰证券研究所

三、盈利预测与投资建议

我们认为未来两年公司普通管材产能和产量将维持稳定，业绩增长主要来自于高端管材的产能释放，预计普通管材的营业收入和税前利润贡献将逐年降低。2011 年公司业绩增量主要来自于超超临界管和核电蒸发管的投产，2012 年公司业绩增长将主要来自于超超临界管的产量扩大和镍基油井管的投产，未来两年公司将迎来高端管材盈利的集中释放期。

表 16：公司各类管材营收贡献预测对比

管材品种	营业收入 (万元)				营业收入占比			
	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
普通无缝管	75750	78500	78500	78500	42.45%	34.94%	25.71%	22.79%
普通焊接管	54400	56640	57600	59200	30.49%	25.21%	18.86%	17.19%
海水淡化管	10800	8100	13500	16200	6.05%	3.60%	4.42%	4.70%
超超临界管	0	24461	63750	76500	0.00%	10.89%	20.88%	22.21%
中大口径油气管	15000	40000	50000	50000	8.41%	17.80%	16.37%	14.52%
镍基油井管	0	5000	25000	37500	0.00%	2.23%	8.19%	10.89%
核电蒸发管	0	12000	15000	22500	0.00%	5.34%	4.91%	6.53%
精密管	0	0	2000	4000	0.00%	0.00%	0.65%	1.16%
合计	178429	224701	305350	344400	100.00%	100%	100%	100%

资料来源：华泰证券研究所

表 17：公司各类管材税前利润预测对比

管材品种	税前利润 (万元)				税前利润 (占比)			
	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
普通无缝管	5229	5376	5376	5376	56.99%	37.59%	23.37%	18.95%
普通焊接管	1768	1841	1872	1924	19.27%	12.87%	8.14%	6.78%

海水淡化管	1226	830	1384	1661	13.36%	5.81%	6.02%	5.85%
超超临界管	0	1562	4791	5996	0.00%	10.92%	20.83%	21.14%
中大口径油气管	953	2100	3125	3625	10.38%	14.68%	13.59%	12.78%
镍基油井管	0	763	3813	5719	0.00%	5.33%	16.57%	20.16%
核电蒸发管	0	1830	2438	3656	0.00%	12.80%	10.60%	12.89%
精密管	0	0	205	410	0.00%	0.00%	0.89%	1.45%
合计	9176	14302	23003	28367	100%	100%	100%	100%

资料来源：华泰证券研究所

出口退税方面，公司无缝管的退税率为 13%，焊接管退税率为 9%。公司目前为高新技术企业，所得税率为 15%，预计公司所得税优惠将能持续。目前各子公司税率不一，结合此前公司的净利润情况，公司合并报表的有效税率水平在 11% 左右。我们预计公司 2011-2013 年实现净利润分别为 11605 万元、20800 万元和 23525 万元，对应 EPS 分别为 0.56、0.91、1.13 元。

表 18：公司盈利预测

营收预测	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	178429	224700.5	305350	344400
综合毛利率	13.40%	16.11%	17.28%	17.99%
毛利（万元）	24097	36210	52774	61946
营业税金及附加率	0.09%	0.25%	0.25%	0.25%
三项费用率	8.49%	9%	9.00%	9.00%
资产减值损失率	0.07%	0.50%	0.50%	0.50%
税前利润（万元）	9176	14302	23003	28367
有效税率	11%	11%	11%	11%
净利润（万元）	8166	12729	20472	25247
归属于母公司净利润（万元）	7274	11605	18946	23525
股本（万股）	20800	20800	20800	20800
EPS（元）	0.35	0.56	0.91	1.13
PE（2011.11.15 收盘价）	51.45	32.16	19.79	15.93

资料来源：华泰证券研究所

公司自 2009 年上市以来，估值水平一直较高，PE 维持在 30 倍以上，目前公司估值水平处于上市以来的底部区域，截止 2011 年 11 月 15 日收盘价，公司对应 2011 年的动态 PE 为 32.16 倍，对应 2012 年的动态 PE 为 19.79 倍。我们认为公司未来两年将迎来高端管材的集中放量，2012、2013 年盈利增速将分别达到 50%、25% 以上，目前的估值水平相对低估，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**超超临界管、镍基油井管产量增长低于预期，高端管材价格大幅下跌。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1121	1483	2067	2263
现金	412	710	989	1053
应收账款	125	161	219	247
其他应收款	5	7	10	11
预付账款	105	93	134	153
存货	404	459	636	708
其他流动资产	69	52	79	91
非流动资产	827	931	1397	1839
长期投资	0	0	0	0
固定资产	556	822	1267	1686
无形资产	88	107	128	151
其他非流动资产	183	2	2	2
资产总计	1948	2414	3464	4102
流动负债	451	764	1599	1988
短期借款	167	365	1073	1409
应付账款	65	73	104	117
其他流动负债	219	326	422	462
非流动负债	61	107	132	165
长期借款	28	80	103	136
其他非流动负债	33	27	29	29
负债合计	513	871	1732	2153
少数股东权益	54	66	82	100
股本	208	208	208	208
资本公积	818	818	818	818
留存收益	355	450	621	818
归属母公司股东权益	1381	1478	1650	1849
负债和股东权益	1948	2414	3464	4102

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	58	209	110	305
净利润	83	128	205	253
折旧摊销	70	36	57	82
财务费用	12	2	22	50
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-103	30	-175	-85
其他经营现金流	-3	14	2	7
投资活动现金流	-278	-137	-521	-523
资本支出	274	120	500	500
长期投资	-10	0	0	0
其他投资现金流	-14	-17	-21	-23
筹资活动现金流	-184	226	691	282
短期借款	-41	198	708	336
长期借款	-35	52	23	33
普通股增加	48	0	0	0
资本公积增加	-48	0	0	0
其他筹资现金流	-109	-24	-40	-87
现金净增加额	-405	298	279	64

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1784	2247	3054	3444
营业成本	1545	1885	2526	2824
营业税金及附加	2	6	8	7
营业费用	83	116	151	162
管理费用	57	89	112	113
财务费用	12	2	22	50
资产减值损失	1	9	9	9
公允价值变动收益	3	1	1	2
投资净收益	2	1	1	1
营业利润	89	142	229	283
营业外收入	6	6	5	5
营业外支出	4	4	3	4
利润总额	92	143	230	284
所得税	8	16	25	31
净利润	83	128	205	253
少数股东损益	10	11	16	18
归属母公司净利润	73	116	189	234
EBITDA	171	180	308	414
EPS (元)	0.35	0.56	0.91	1.13

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	12.7%	25.9%	35.9%	12.8%
营业利润	-24.2%	59.7%	61.3%	23.5%
归属于母公司净利润	-23.3%	58.8%	62.3%	24.3%
获利能力				
毛利率(%)	13.4%	16.1%	17.3%	18.0%
净利率(%)	4.1%	5.2%	6.2%	6.8%
ROE(%)	5.3%	7.9%	11.4%	12.7%
ROIC(%)	7.2%	9.7%	11.3%	11.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	26.3%	36.1%	50.0%	52.5%
净负债比率(%)	42.92%	53.81%	69.24%	72.84%
流动比率	2.48	1.94	1.29	1.14
速动比率	1.59	1.34	0.89	0.78
营运能力				
总资产周转率	0.90	1.03	1.04	0.91
应收账款周转率	14	14	14	13
应付账款周转率	26.28	27.34	28.63	25.67
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.56	0.91	1.13
每股经营现金流(最新)	0.28	1.00	0.53	1.47
每股净资产(最新摊薄)	6.64	7.10	7.93	8.89
估值比率				
P/E	46.73	29.44	18.14	14.60
P/B	2.48	2.32	2.07	1.85
EV/EBITDA	19	18	11	8

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。