

**钢铁**
**久立特材(002318.SZ)/18.44 元**

## 募投项目业绩释放，投资价值显现

### 事 项

近日我们对久立特材（002318）进行了调研，与相关管理人员进行了交流。

### 主要观点

（1）目前公司 **ROE 水平比较低**，前三季度 ROE 为 6.5%，单季度 ROE 分别为 1.5%、2.8%和 2.2%，较低的主要原因主要来自两方面，一是公司上市以来，资产中增加了大量的货币资金，二是大部分募集资金项目属于投产初期，产能并未完全释放。

（2）我们认为，以上市前公司 ROE 为标准，公司单季度 ROE 在 8%以上较为合理，年 ROE 在 30%以上，未来两年，公司募集资金项目将分别达产，释放业绩，ROE 上升空间很大。

（3）公司是**钢铁板块中难得的兼具主题投资、价值投资特性的标的**。从主题投资来看，核电、超超临界发电机组都将是“十二五”期间国家重点发展的领域，公司募集资金项目将获益；从价值投资来看，未来两年公司处于募集资金项目产能集中释放期，业绩将实现大幅增长，复合增长率在 30%左右。

（4）不锈钢管行业竞争十分激烈，产业链条中属于弱势环节，而就是在这样的环境中公司能够成长为龙头企业，主要得益于公司雄厚的技术实力和强大的渠道网络。目前公司上游的合作伙伴主要是东北特钢集团，确保了高端产品原料的稳定供应，下游与中石油、中石化和中海油建立了销售渠道，取得了相关资质。

（5）公司目前将优先发展无缝钢管，主要是公司在无缝钢管领域有一定的技术积累和装备优势，已建成投产的 3500 吨钢挤压机组成材率、稳定性国内领先。我们预计，后期公司将主要致力于不锈钢焊管的技术、装备升级。

### 盈利预测

我们预计 2011 年-2013 年公司营业收入分别为 20 亿元、26 亿元和 35 亿元，分别增长 14%、31%和 31%，EPS 分别为 0.56 元、0.75 元和 0.98 元，对应 PE 分别为 33 倍、25 倍和 19 倍，按 PEG=1，GAGE=30%估算，公司 PE 为 30-35 倍较合理，未来 6 个月目标价为 22-26 元，首次予以“推荐”评级。

### 风险提示

- （1）公司目前有 25%左右的海外订单，存在一定的出口风险；
- （2）钢管行业产能分散，竞争激烈，公司订单有可能低于预期；
- （3）项目产量释放慢于预期也是风险之一。

证券分析师：韩振国  
执业编号：S0850200010364

联系人：刘建民  
Tel: 010-66500870  
Email: Liu Jianmin@hczq.com

### 投资评级

投资评级：推荐  
评级变动：首次评级

### 公司基本数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本(万股)        | 20800       |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 10603/0     |
| 资产负债率(%)       | 40.51       |
| 每股净资产(元)       | 6.98        |
| 市盈率(倍)         | 33          |
| 市净率(倍)         | 2.64        |
| 12 个月内最高/最低价   | 24.43/15.11 |

### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

### 相关研究报告

## 目录

|   |                          |    |
|---|--------------------------|----|
| 一 | 投资概要.....                | 3  |
|   | （一）判断公司价值的主要因素 .....     | 3  |
|   | （二）股价表现催化剂 .....         | 3  |
|   | （三）主要风险因素.....           | 3  |
| 二 | ROE 偏低，存在上升空间.....       | 3  |
| 三 | 行业激烈竞争中公司“活力”十足 .....    | 4  |
|   | （一）不锈钢管行业属于完全竞争市场 .....  | 4  |
|   | （二）不锈钢管行业结构性产能过剩 .....   | 4  |
|   | （三）“恶劣”环境中成长起来的“龙头”..... | 6  |
| 四 | 募集资金项目集中释放业绩 .....       | 6  |
|   | （一）公司近两年致力于发展无缝管 .....   | 6  |
|   | （二）募集资金项目建设情况 .....      | 8  |
| 五 | 盈利预测.....                | 9  |
|   | （一）关键假设 .....            | 9  |
|   | （二）营收成本预测.....           | 10 |
|   | （三）首次予以“推荐”评级 .....      | 10 |

## 图表目录

|        |                            |    |
|--------|----------------------------|----|
| 图表 1.  | 公司成长催化因素 .....             | 3  |
| 图表 2.  | 公司 ROE 有大幅上涨空间 .....       | 4  |
| 图表 3.  | 不锈钢管行业产业链 .....            | 4  |
| 图表 4.  | 目前国内不锈钢管产能在 90 万吨左右 .....  | 5  |
| 图表 5.  | 09-11 年普通管材类进出口数据 .....    | 5  |
| 图表 6.  | 09-11 年特殊管材类进出口数据 .....    | 5  |
| 图表 7.  | 油气管、锅炉管进口占比高（1-9 月份） ..... | 5  |
| 图表 8.  | 公司波特五力分析 .....             | 6  |
| 图表 9.  | 未来三年产能集中释放 .....           | 7  |
| 图表 10. | 产量向无缝管倾斜 .....             | 7  |
| 图表 11. | 营业收入无缝管占比增加 .....          | 7  |
| 图表 12. | 无缝管毛利率增加 .....             | 7  |
| 图表 13. | 营收、成本预测 .....              | 10 |

## 一 投资概要

### （一）判断公司价值的主要因素

公司是钢铁板块中难得的兼具主题投资、价值投资特性的标的。从主题投资来看，核电、超超临界发电机组都将是“十二五”期间国家重点发展的领域，公司作为核电蒸发器管国产化第二家（第一为宝银）、超超临界电站锅炉用管国产化第一家企业，市场关注度一直很高；从价值投资来看，未来两年公司处于募集资金项目产能集中释放期，业绩将实现大幅增长，复合增长率在 30% 左右，投资价值逐渐显现。

### （二）股价表现催化剂

除了政策性因素外，公司股价表现催化剂主要来自其业绩的高成长，未来两年，公司超超临界锅炉用刚项目、镍基合金管项目、核电用管项目、精密管项目将分别投产、达产，大幅增厚公司业绩。

图表1. 公司成长催化因素

|              |       |           |                             |       |          |       |
|--------------|-------|-----------|-----------------------------|-------|----------|-------|
| 2万吨超超临界锅炉用钢  |       | 4000-5000 | 目前订单8000-10000<br>全年预计15000 | 20000 | 2010年10月 | 未达产   |
| 1万吨中大口径油气输送管 | 5000  | 9000      | 10000                       | 10000 | 2009年11月 | 达产    |
| 3000吨镍基合金管   |       | 1800-2000 | 2400                        | 3000  | 2011年12月 | 投产初期  |
| 500吨核电用管     |       | 很少        | 50                          | 150   | 2011年12月 | 投产初期  |
| 1500吨精密管     |       | 500       | 1000                        | 1500  | 2012年初   | 投产初期  |
| 钛管二期         |       | 500       | 800                         | 800   | 2011年初   | 未达产   |
|              | 2010年 | 2011年     | 2012年                       | 2013年 | 达产时间     | 投达产状态 |

数据来源：华创证券

### （三）主要风险因素

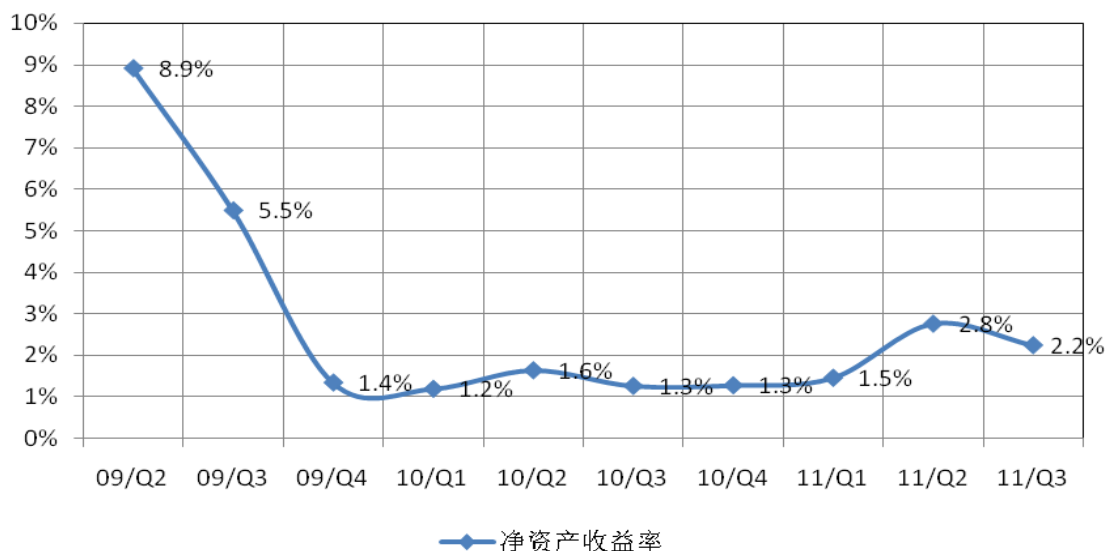
- （1）公司目前有 25% 左右的海外订单，存在一定的出口风险；
- （2）钢管行业产能分散，竞争激烈，公司订单有可能低于预期；
- （3）另外，项目产量释放慢于预期也是风险之一。

## 二 ROE 偏低，存在上升空间

目前公司 ROE 水平比较低，前三季度 ROE 为 6.5%，单季度 ROE 分别为 1.5%、2.8% 和 2.2%，较低的主要原因主要来自两方面，一是公司上市以来，资产中增加了大量的货币资金，二是大部分募集资金项目属于投产初期，产能并未完全释放。

我们认为，以上市前公司 ROE 为标准，公司单季度 ROE 在 8% 以上较为合理，年 ROE 在 30% 以上，未来两年，公司募集资金项目将分别达产，释放业绩，ROE 上升空间很大。

图表2. 公司 ROE 有大幅上涨空间



数据来源：华创证券

### 三 激烈竞争中公司“活力”十足

#### （一）不锈钢管行业属于完全竞争市场

经历过且经受住市场考验，并成为行业龙头的公司，往往具有顽强的生命力，往往也会成为市场的宠儿，给投资者带来意外的惊喜，久立特材就属于这样的公司。

首先，不锈钢管行业是一个生存在大行业中的小行业，上游是大型国有钢铁企业，下游是具有垄断性质的电力、石化企业，对上、下游议价能力均比较弱；其次，不锈钢管行业产能分散，目前年产量在 90 万吨左右，久立特材算是行业内规模较大的公司，年产量也不过四五万吨，大多数中小型公司产能只有几千吨，行业内竞争十分激烈，属于完全竞争市场，行业内存在三类公司，即民营、国企、合资企业，其中民营企业生存环境最为“恶劣”，久立特材是其中的典型代表。

图表3. 不锈钢管行业产业链



数据来源：华创证券

#### （二）不锈钢管行业结构性产能过剩

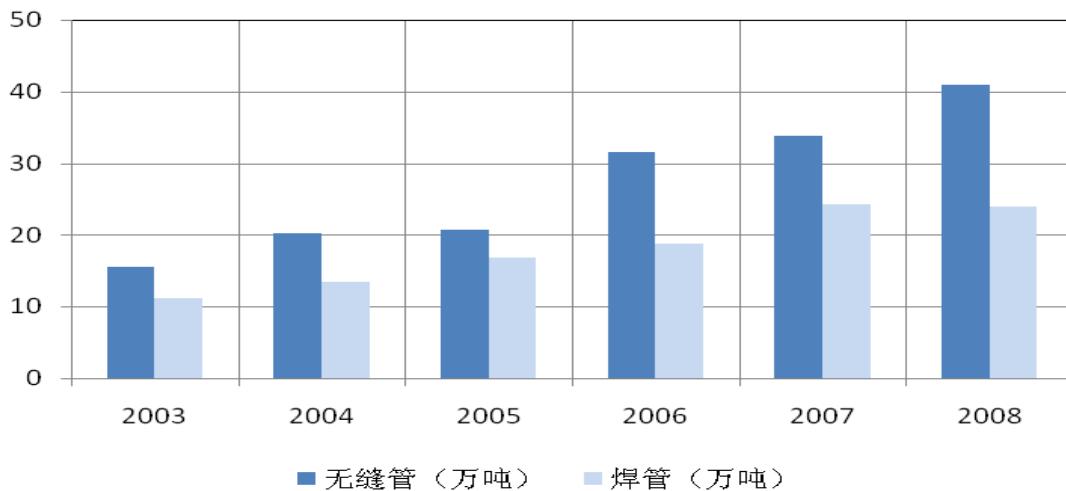
不锈钢管行业中低端产品产能严重过剩，依赖出口；高端产品产能不足，需要进口。

不锈钢管分为无缝管和焊管。我国不锈钢无缝管起步较早，到目前为止，生产不锈钢无缝管的企业大约有 1000 多家，综合生产能力在 30 万吨以上，但生产高标准管的 10 家企业平均产量为 8000 吨/年。

我国不锈钢焊管起步较晚，到目前为止，不锈钢焊管生产线 400 多条，估计生产能力在 70 万吨左右，能生产高标准工业用管的生产能力很小，产量更少，大部分机组生产民用管和低标准工业用管。

由于不锈钢管是二次加工产品，生产企业较多且分散，其产量和消费量各方面的统计出入较大。我们估算全年产量在 90 万吨左右，出口占比约 22%。

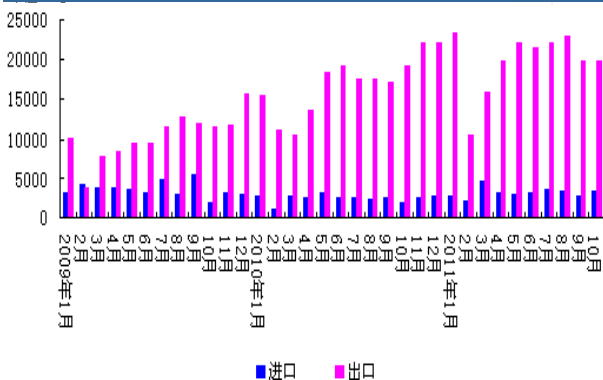
图表4. 目前国内不锈钢管产能在 90 万吨左右



数据来源：华创证券

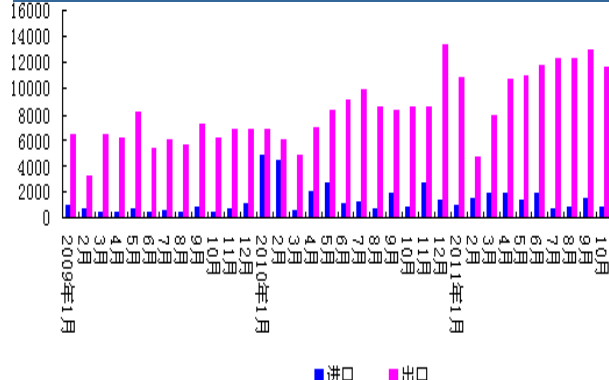
2011 年 1-10 月份普通管材类进口总量为 31597 吨，出口总量为 197833 吨；特殊管材类进口总量为 13050 吨，出口总量为 106248 吨。

图表5. 09-11 年普通管材类进出口数据



数据来源：中联钢

图表6. 09-11 年特殊管材类进出口数据



数据来源：中联钢

图表7. 油气管、锅炉管进口占比高（1-9 月份）

| 产品名称                             | 进口量<br>(吨) | 进口额<br>(万元) | 单价<br>(万元/吨) | 量<br>(%) | 金额<br>(%) |
|----------------------------------|------------|-------------|--------------|----------|-----------|
| 1.1-2 外径>406.4mm 不锈钢道无缝管         | 53.65      | 61.3        | 1.14         | -47.9    | -37.95    |
| 1.2-2 外径 215.9-406.4mm 不锈钢道无缝管   | 181.83     | 259.28      | 1.43         | 13.9     | 32.44     |
| 1.3-2 外径>114.3, <215.9mm 不锈钢道无缝管 | 339.87     | 309.61      | 0.91         | 574.69   | 590.6     |
| 1.4-2 外径≤114.3mm 不锈钢道无缝管         | 548.65     | 452.08      | 0.82         | -27.89   | -14.88    |
| 2.1-1-2 外径≤168.3mm 不锈钢无缝钻管       | 9.57       | 19.99       | 2.09         | -80.79   | -68.65    |
| 2.1-2-2 外径>168.3mm 不锈钢无缝钻管       | 4.14       | 3.02        | 0.73         | -81.15   | -16.87    |
| 2.2-2 石油天然气不锈钢无缝套管, 导管           | 5315.55    | 1919.47     | 0.36         | -38.14   | 6.72      |
| 4.3 不锈钢冷拔锅炉管                     | 4721.34    | 4848.29     | 1.03         | -13.1    | -28.36    |

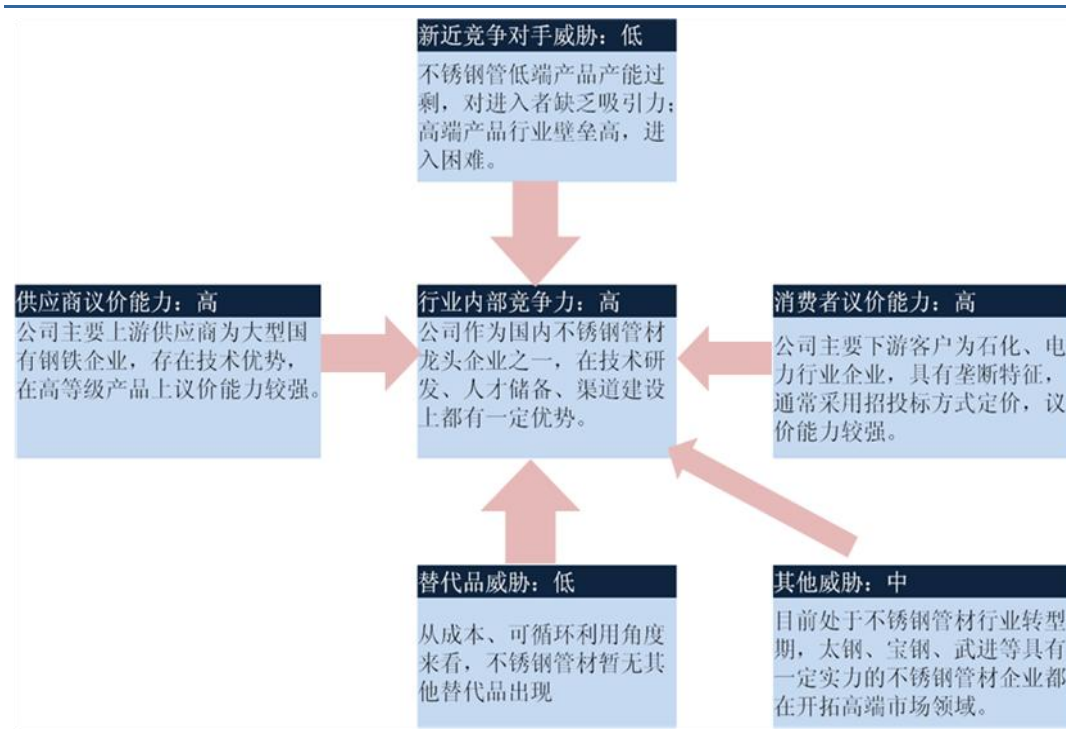
|                              |          |          |      |        |        |
|------------------------------|----------|----------|------|--------|--------|
| 4.4 其他不锈钢锅炉管                 | 1516.8   | 2391.21  | 1.58 | 78.54  | 152.45 |
| 5.3 其他不锈钢冷拔无缝管               | 4600.09  | 7513     | 1.63 | 21.9   | 31.08  |
| 5.4 其他不锈钢热轧无缝管               | 8389.3   | 7775.94  | 0.93 | 116.68 | 87.2   |
| 1.4-2 外径<406.4mm 不锈石油天然气道焊管  | 1158.95  | 721.46   | 0.62 | 26.85  | 28.81  |
| 2.2-2 外径<406.4mm 不锈石油天然气套导焊管 | 16.89    | 105.5    | 6.25 | -36.71 | 381.68 |
| 3.5 外径<406.4mm 不锈钢焊管         | 12369.51 | 13755.84 | 1.11 | 19.25  | 34.7   |
| 2 不锈钢制管附件                    | 5406.13  | 22500.53 | 4.16 | 9.99   | 21.12  |
| 2.1 不锈法兰,                    | 1894.63  | 3925.17  | 2.07 | 3.33   | 7.04   |
| 2.2 不锈管接头,肘套管                | 684.76   | 3088.35  | 4.51 | -17.67 | 0.94   |
| 2.3 不锈对焊件                    | 633.54   | 2073.08  | 3.27 | 79.61  | 50.86  |
| 2.4 其他不锈管附件                  | 2193.19  | 13413.93 | 6.12 | 15.61  | 28.05  |
| 合计:                          | 44632.27 | 62636.52 | 1.40 |        |        |

数据来源: 华创证券

### (三) “恶劣”环境中成长起来的“龙头”

通过波特五力分析可以看出, 不锈钢管行业竞争十分激烈, 产业链条中属于弱势环节, 而就是在这样的环境中公司能够成长为龙头企业, 主要得益于公司雄厚的技术实力和强大的渠道网络。目前公司上游的合作伙伴主要是东北特钢集团, 确保了高端产品原料的稳定供应, 下游与中石油、中石化和中海油建立了销售渠道, 取得了相关资质。

图表8. 公司波特五力分析



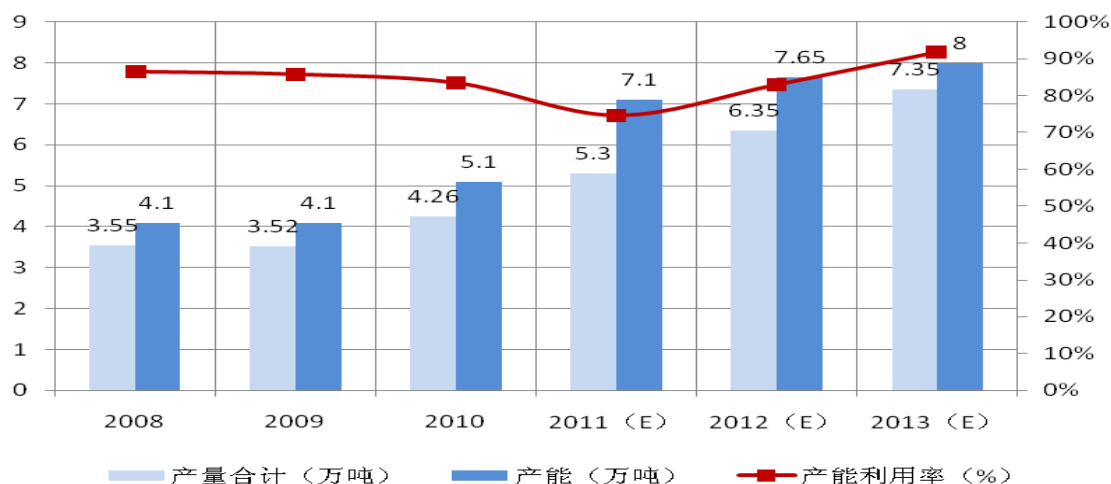
数据来源: 华创证券

## 四 募集资金项目集中释放业绩

### (一) 公司近两年致力于发展无缝管

公司目前产能在 7 万吨左右, 产能利用率在 75%左右, 主要是因为 2 万吨超超临界锅炉用管项目属于投产初期, 产能未完全释放, 产能利用率低。2012 年、2013 年新建产能将集中释放产量, 产能利用率逐步提高, 预计分别为 83%和 91%。

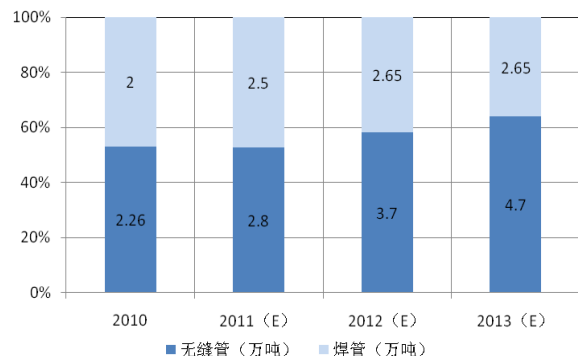
图表9. 未来三年产能集中释放



数据来源: 华创证券

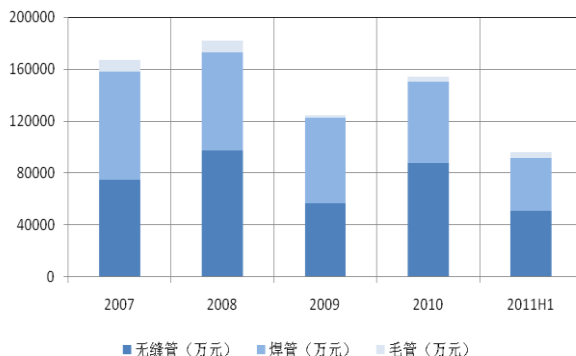
2010 年公司无缝管和焊管产量各占 50%左右, 新建产能以无缝管为主, 占比将逐步提高, 预计 2013 年超过 60%。公司之所以选择优先发展无缝钢管, 一是公司在无缝不锈钢管领域有一定的技术积累和装备优势, 已建成投产的 3500 吨钢挤压机组成材率、稳定性国内领先; 二是我国不锈钢焊管技术水平与国外差距较大, 国外部分不锈钢焊管可以替代无缝管使用, 但我国技术研发还处于起步阶段。我们预计, 后期公司将主要致力于不锈钢焊管的技术、装备升级。

图表10. 产量向无缝管倾斜



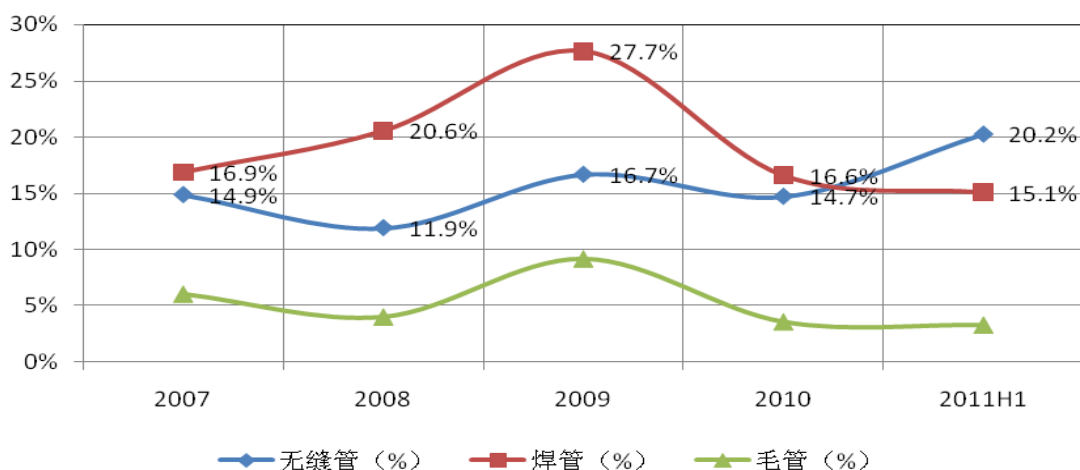
数据来源: 华创证券

图表11. 营业收入无缝管占比增加



数据来源: 华创证券

图表12. 无缝管毛利率增加



数据来源: 华创证券

## （二）募集资金项目建设情况

此次调研，我们与公司相关管理人员就募集资金项目建设情况进行了交流，交流内容整理如下：

### ■ 核电蒸发器管项目

关注度：★★★★

投产时间：2011 年 12 月底投产

产能：500 吨

**生产计划：**投产前期要取得核安全局认证，认证期在半年左右，从世界其他国家经验来看，公司产线成材率达到 30% 方可实现盈亏平衡，预计明年下半年开始放量生产，成材率不会太高，按宝银经验，成材率在 10% 左右，公司规划 2012 年能够实现盈亏平衡，成材率能够达到 30%。目前国外正常产线的产品成材率是 70%，公司要达到该水平预计还要相当长时间。生产线由意大利购得，样管已经产出，10-11 月开始试生产直管，后期开始试生产弯管。

**产品及盈利：**产品以 690U、801 为主，目前国外售价为 120 万元，国内售价 100 万元（690U、801 管价格基本接近），毛利率为 20%-30%。

**上游——原料供应：**使用原料来自东北特钢，钢种为联合研发，供应有保障，东特生产的 690U 核电用钢已经通过相关认证，未来销售方式是以销定产。

**中游——竞争对手：**主要竞争对手是宝银，2010 年 10 月宝银开始给广西防城港核电机组供货，宝银产能是 750 吨，目前的成材率较低，仅有 10%，已经供货 8 万吨左右。

**下游——市场空间：**我国第一个出口核电工程（巴基斯坦）的设计基本完成，该项目将由久立特材提供部分相关核蒸发器用管。据估算，100MW 核电站使用 150 吨核电蒸汽压管，明年预计有三座 150MW 超超临界发电机组建设，用钢量 700 吨。

### ■ 超超临界电站锅炉用管项目

关注度：★★★★

投产时间：2010 年 10 月投产

产能：2 万吨

**生产计划：**今年公司产量是 4000-5000 吨，目前已接明年的订单是 8000-10000 吨，其中 80%-90% 是普通管（304），预计明年产能能达到 10000 吨以上。

**产品及盈利：**主要产品有 304 管、super304 管和 HR3C，价格分别为 5-6 万元、7-8 万元和 12-13 万元，整体毛利率在 25% 左右，super304 和 HR3C 属于高端产品，使用比例为 3:1，HR3C 毛利率在 30% 以上。目前公司供货仍以 304 为主，占比 90% 以上。

**上游——原料供应：**东北特钢供给原料。

**中游——市场竞争：**国内竞争对手主要有宝钢、太钢和武进不锈钢，公司是国内第一家实现该领域产品进口替代的企业，具有一定的先发优势。

**下游——市场空间：**每 100MW 超超临界发电机组使用 super304、HR3C 合计 650 吨，2010 年、2011 年超超临界发电机组用钢库存消耗殆尽，新建机组增多，市场空间放大。目前公司下游客户主要是四大锅炉厂——武锅、上锅、哈锅、东锅。

## ■ 镍基合金油井管项目

关注度：★★

投产时间：2011 年年底投产

产能：3000 吨

生产计划：明年能达产 60%-70%（我们估算在 50%以下）。理论最大产能利用率为 80%，但考虑进口替代市场急切，有望满负荷生产。

产品及价格：毛利率 20%左右，价格在 25 万-30 万元。

上游——原料供应：原料绝大部分由东特提供。

中游——市场竞争：目前国内油井管主要由宝钢和久立特材供货三大石油公司，由于公司产线相对稳定，宝钢通过久立特材代加工部分管坯，目前国内无潜在竞争对手。

下游——市场空间：明年中石化有 30 多口井建设，每口井的用量是 100 吨，合计 3000 吨。

## ■ 精密管项目：

关注度：★★

投产时间：2012 年年初投产

产能：1500 吨

产品及盈利：产品规格非常多，均价在 30 万元左右，主要应用于军工企业，如航空航天用管等，净利润在 3 万/吨左右。

## ■ 钛管二期

关注度：★

投产时间：今年年初二期投产，产能是 500 吨，一期是 500 吨，目前合计产能 1000 吨。

产品及盈利：售价 20 万元左右，目前并入焊管核算，毛利不到 20%。

生产计划：去年钛管行情不错，今年稍差，今年预计产量 500 吨不到，明年在手订单 400 吨，我们预计产量在 800 吨左右，主要下游是核电站

## ■ 中大口径油气输送管项目

该项目 2009 年底投产，对于市场最为关注的阿曼石油管线项目，从公司得到的信息是，价格稍高于国内，国内价格为 3-4 万元，明年上半年开始集中交货，总订货量为 7000-8000 吨，今年供货 900 吨，其中大部分是大口径管，由于产能受限，明年发货将延期。

## 五 盈利预测

在对公司的盈利预测中，我们采用了“增量法”，即假设 2010 年公司生产的全是普通管，2011 年-2013 年的营收是在 2010 年营业收入基础上根据新投产项目情况进行“叠加”，比如，对 2011 年的盈利预测，我们就是在 2010 年产量、均价基础上加上新增产的超超临界锅炉管营收和中大口径燃气输送管营收。

### （一）关键假设

（1）普通管价格随钢价波动，预计 2011 年-2013 年价格分别为 3.8 万元/吨、3.3 万元/吨、3.3 万元/吨。

（2）募投资金项目投产、达产符合预期，无其他因素干扰因素。

（3）公司新产品市场开发顺利，订单稳定。

## （二）营收成本预测

图表13. 营收、成本预测

| 项目            | 产量<br>(万吨) | 单价<br>(万元/吨) | 营收<br>(百万元) | 成本<br>(百万元) | 毛利率<br>(%) |
|---------------|------------|--------------|-------------|-------------|------------|
| <b>2010 年</b> |            |              |             |             |            |
| 普通管           | 4.26       | 4.2          | 1784        | 1545        | 13.4%      |
| <b>2011 年</b> |            |              |             |             |            |
| 2010 年基数      | 4.26       | 3.8          | 1619        | 1400        | 14%        |
| 超超临界锅炉用管      | 0.5        | 5.5          | 275         | 206         | 25%        |
| 中大口径油气输送管     | 0.4        | 3.5          | 140         | 105         | 25%        |
| 合计            |            |              | 2034        | 1712        | 15.8%      |
| <b>2012 年</b> |            |              |             |             |            |
| 2010 年基数      | 4.26       | 3.3          | 1406        | 1223        | 13%        |
| 超超临界锅炉用管      | 1.2        | 5            | 600         | 450         | 25%        |
| 中大口径油气输送管     | 0.5        | 3            | 150         | 120         | 20%        |
| 镍基合金管         | 0.12       | 25           | 300         | 234         | 22%        |
| 精密管           | 0.05       | 30           | 150         | 128         | 15%        |
| 钛管            | 0.03       | 20           | 60          | 51          | 15%        |
| 合计            |            |              | 2666        | 2206        | 17.3%      |
| <b>2013 年</b> |            |              |             |             |            |
| 2010 年基数      | 4.26       | 3.3          | 1406        | 1251        | 11%        |
| 超超临界锅炉用管      | 2          | 5            | 1000        | 780         | 22%        |
| 中大口径油气输送管     | 0.5        | 3            | 150         | 120         | 20%        |
| 镍基合金管         | 0.24       | 22           | 528         | 412         | 22%        |
| 精密管           | 0.1        | 30           | 300         | 255         | 15%        |
| 核电用管          | 0.005      | 100          | 50          | 43          | 15%        |
| 钛管            | 0.03       | 20           | 60          | 54          | 10.0%      |
| 合计            |            |              | 3494        | 2915        | 16.6%      |

数据来源：华创证券

## （三）首次予以“推荐”评级

我们预计 2011 年-2013 年公司营业收入分别为 20 亿元、26 亿元和 35 亿元，分别增长 14%、31%和 31%，EPS 分别为 0.56 元、0.75 元和 0.98 元，对应 PE 分别为 33 倍、25 倍和 19 倍，首次予以“推荐”评级。

## 附录：财务预测表

### 资产负债表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1121 | 1079  | 1189  | 1129  |
| 现金             | 412  | 512   | 590   | 505   |
| 应收账款           | 125  | 121   | 121   | 122   |
| 其它应收款          | 5    | 5     | 5     | 5     |
| 预付账款           | 105  | 64    | 71    | 80    |
| 存货             | 404  | 345   | 360   | 370   |
| 其他             | 69   | 31    | 41    | 47    |
| <b>非流动资产</b>   | 827  | 1526  | 1740  | 1585  |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 556  | 1231  | 1426  | 1246  |
| 无形资产           | 88   | 103   | 119   | 141   |
| 其他             | 183  | 193   | 195   | 198   |
| 资产总计           | 1948 | 2605  | 2929  | 2714  |
| <b>流动负债</b>    | 451  | 1066  | 1306  | 962   |
| 短期借款           | 167  | 719   | 963   | 608   |
| 应付账款           | 65   | 52    | 57    | 58    |
| 其他             | 219  | 294   | 287   | 296   |
| <b>非流动负债</b>   | 61   | -0    | -58   | -108  |
| 长期借款           | 28   | -21   | -86   | -136  |
| 其他             | 33   | 21    | 28    | 28    |
| <b>负债合计</b>    | 513  | 1066  | 1248  | 854   |
| 少数股东权益         | 54   | 63    | 72    | 82    |
| 股本             | 208  | 208   | 208   | 208   |
| 资本公积金          | 818  | 818   | 818   | 818   |
| 留存收益           | 355  | 450   | 582   | 752   |
| 归属母公司股东权益      | 1381 | 1476  | 1608  | 1778  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1948 | 2605  | 2929  | 2714  |

### 现金流量表

| 单位：百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 58   | 424   | 333   | 402   |
| 净利润            | 83   | 125   | 164   | 213   |
| 折旧摊销           | 70   | 102   | 163   | 182   |
| 财务费用           | 12   | 17    | 36    | 28    |
| 投资损失           | -2   | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | -103 | 203   | -33   | -16   |
| 其它             | -3   | -23   | 4     | -4    |
| <b>投资活动现金流</b> | -278 | -789  | -373  | -23   |
| 资本支出           | 274  | 775   | 356   | 0     |
| 长期投资           | -10  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -14  | -14   | -17   | -23   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -184 | 465   | 117   | -465  |
| 短期借款           | -41  | 551   | 244   | -355  |
| 长期借款           | -35  | -49   | -65   | -50   |
| 普通股增加          | 48   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -48  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -109 | -37   | -62   | -60   |
| <b>现金净增加额</b>  | -405 | 101   | 77    | -85   |

资料来源：公司报表、华创证券

### 利润表

| 单位：百万元          | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1784 | 2034  | 2666  | 3494  |
| 营业成本            | 1545 | 1712  | 2206  | 2915  |
| 营业税金及附加         | 2    | 4     | 5     | 6     |
| 营业费用            | 83   | 100   | 127   | 169   |
| 管理费用            | 57   | 68    | 110   | 140   |
| 财务费用            | 12   | 17    | 36    | 28    |
| 资产减值损失          | 1    | 5     | 6     | 4     |
| 公允价值变动收益        | 3    | 10    | 3     | 3     |
| 投资净收益           | 2    | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业利润</b>     | 89   | 139   | 180   | 237   |
| 营业外收入           | 6    | 5     | 5     | 5     |
| 营业外支出           | 4    | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 92   | 141   | 183   | 239   |
| 所得税             | 8    | 16    | 19    | 26    |
| <b>净利润</b>      | 83   | 125   | 164   | 213   |
| 少数股东损益          | 10   | 9     | 9     | 9     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 73   | 116   | 155   | 204   |
| <b>EBITDA</b>   | 171  | 258   | 379   | 447   |
| <b>EPS（元）</b>   | 0.35 | 0.56  | 0.75  | 0.98  |

### 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 12.7%  | 14.0%  | 31.1%  | 31.1%  |
| 营业利润           | -24.2% | 56.4%  | 29.7%  | 31.2%  |
| 归属母公司净利润       | -23.3% | 58.3%  | 33.8%  | 31.5%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 13.4%  | 15.8%  | 17.3%  | 16.6%  |
| 净利率            | 4.1%   | 5.7%   | 5.8%   | 5.8%   |
| ROE            | 5.3%   | 7.9%   | 9.6%   | 11.5%  |
| ROIC           | 7.2%   | 7.9%   | 9.7%   | 12.7%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 26.3%  | 40.9%  | 42.6%  | 31.5%  |
| 净负债比率          | 42.92% | 67.79% | 72.00% | 58.11% |
| 流动比率           | 2.48   | 1.01   | 0.91   | 1.17   |
| 速动比率           | 1.59   | 0.69   | 0.63   | 0.79   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.90   | 0.89   | 0.96   | 1.24   |
| 应收帐款周转率        | 15     | 17     | 22     | 29     |
| 应付帐款周转率        | 26.28  | 29.19  | 40.48  | 50.85  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.35   | 0.56   | 0.75   | 0.98   |
| 每股经营现金         | 0.28   | 2.04   | 1.60   | 1.93   |
| 每股净资产          | 6.64   | 7.10   | 7.73   | 8.55   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 52.39  | 33.09  | 24.74  | 18.82  |
| P/B            | 2.78   | 2.60   | 2.39   | 2.16   |
| EV/EBITDA      | 22     | 14     | 10     | 8      |

## 煤炭钢铁组分析师介绍

**韩振国：**煤炭行业首席分析师，煤炭钢铁组组长。

**高 羽：**煤炭行业分析师。

**刘建民：**钢铁行业分析师，钢铁冶金硕士，宝钢、中国冶金报四年从业经验，熟悉钢铁产业政策、生产流程，2010 年进入华创证券从事钢铁行业研究。

## 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 职务     | 姓名  | 电话            | 邮箱                    |
|----|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 北京 | 销售总监   | 杨晓昊 | 010-66500808  | yangxiaohao@hczq.com  |
|    | 销售总监助理 | 申林英 | 010-66500810  | shenlinying@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 刘小玄 | 010-66500807  | liuxuan@hczq.com      |
|    | 销售经理   | 石墨飞 | 010-66500811  | shizhaofei@hczq.com   |
|    | 销售经理   | 胡晓琼 | 010-66500806  | huxq@hczq.com         |
|    | 销售助理   | 赵翌帆 | 010-66500809  | zhaoyifan@hczq.com    |
| 广深 | 销售总监   | 李 涛 | 0755-82027736 | litao@hczq.com        |
|    | 销售经理   | 张 娟 | 0755-82828570 | zhangjuan@hczq.com    |
|    | 销售经理   | 孔令瑶 | 0755-83715429 | konglingyao@hczq.com  |
|    | 销售助理   | 汪丽燕 | 0755-88283119 | wangliyan@hczq.com    |
|    | 销售助理   | 杨 茜 | 0755-82027566 | yangxi@hczq.com       |
| 上海 | 销售总监   | 魏媛红 | 021-50589152  | weiyuanhong@hczq.com  |
|    | 销售经理   | 王维昌 | 021-50111907  | wangweichang@hczq.com |
|    | 销售经理   | 李茵茵 | 021-50589862  | liyinyin@hczq.com     |
|    | 销售助理   | 吴丽平 | 021-50581878  | wuliping@hczq.com     |

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

# 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

# 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

# 华创证券研究所

## 北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编：100033  
传真：010-66500801

## 深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号  
财富广场 B 座二楼  
邮编：518040  
传真：0755-82027731

## 上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编：200122  
传真：021-50583558