

久立特材 (002318.SZ) 其他可再生能源行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王招华

分析师 SAC 执业编号: S1130511030033
(8621)61038247
wangzh@gjzq.com.cn

邢志刚

联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

核一代蒸发器管通过验证

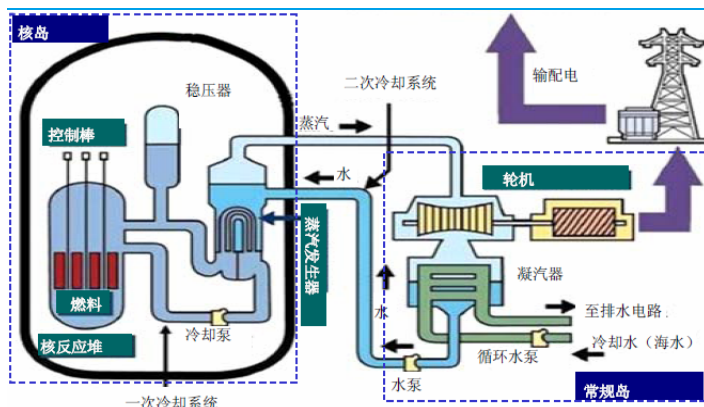
事件

公司发布公告, 近日公司收到了中国核电协会颁发的《科学技术成果鉴定证书》(核协鉴字【2012】第 01 号)。核协鉴定, “久立特材 (002318) 的核电蒸发器 800 合金 U 型管传热管产品填补了国内的空白, 传热性能与进口同类产品相当, 部分性能指标优于国外同行, 可替代同类产品的进口”。

评论

核电蒸发器 800 合金 U 型管用途简介。核电蒸发器管是核电站的核岛部分中蒸气发生器的重要管材。历史上核电蒸发器管材主要采用过三种: Incolly800(TT)、Inconel-690(TT)、Inconel-600(TT), 其中 TT 是 Thermal-Treatment 的简称, 可译为“特殊热处理”, 即在固溶处理后, 在一定温度保持一定时间的一种等温处理, 经 TT 处理的 Inconel-690 合金有比其他合金具有更好的耐蚀性。800 合金 U 型管即 Incoly800, 是核一代的主流用管材, 目前主要被巴基斯坦等国家所采用; 690 合金 U 型管即 Inconel-690, 是核三代的主流用管材, 国内新建核电站几乎全用该类管材。

图表 1: 压水堆核电站 (PWR) 工作原理



来源: 三菱重工、国金证券研究所

图表 2: 几种核电蒸发器管的合金成分及用途比较

牌号	Incoly800 (TT)		Inconel-690 (TT)		Inconel-600 (TT)	
C	≤ 0.03		0.015	0.025	0.025	0.05
Mn	0.4	1	0.5		1	
Si	0.3	0.7	0.5		0.5	
S	≤ 0.015		≤ 0.003		≤ 0.01	
P	≤ 0.002		≤ 0.015		≤ 0.015	
Cr	20	35	28.5	31	15	17
Ni	32	35	≥ 58		≥ 72	
Fe	Bal.		9	11	6	10
其他	Ti				Cu ≤ 0.5	
用途	上世纪德国看好的管材		当前的主流管型		1970-1990的主流用管	

来源: 51 不锈钢、国金证券研究所

能够生产 800 合金 U 型管的意义。(1) 静态来看, 由于 800U 型管只能用于出口, 其产品的均价预计在 100 万元/吨, 毛利率主要取决于成材率和合格率, 若假设久立特材 (002318) 2012 年销售 Incolly800(TT)100 吨, 取其销售价格 70 万元/吨, 毛利率 30%, 那么其为公司增厚的净利润为 1325 万元, 折合 EPS 为 0.064 元/股, 预计占公司全年 EPS 的 7.98%; (2) 动态来看, 公司若具备 800U 型管产销能力, 一方面体现出公司在核电蒸发器管领域的技术实力, 表明公司进一步成功攻关 Inconel-690(TT)这一当今世界最主流的核电蒸发器管材的日期或许并不遥远, 另一方面也能为日后 Inconel-690(TT)的销售取得良好口碑。

中国核电蒸发器管的市场容量: 5-7 亿元/年。日本福岛事故使得全球核电的建设步伐骤然降至冰点, 但是预计不会改变中国核电业大发展的趋势。我们将 2011-2020 年全国核电新增装机容量预期值由福岛之前的 7500 万 KW 下调 30%至核岛之后的 5300 万 KW, 亦即 2012-2020 年每年新增核电装机容量 400-600 万 KW。按单台 1000MW 核电主设备约需 Inconel-690 (TT) 约 150 吨, 再考虑到 15%左右的安装损耗, 那么 2012-2020 年全国每年需求的 Inconel-690 (TT) 为 700-1000 吨。以不含税售价 70 万元/吨计算, 国内核电蒸发器管的市场容量为 4.83-7.25 亿元/年。

图表1: 福岛事故后中国核电蒸发器需求量预计仍能达到700-1000吨/年

		2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
福岛事故前	核电累计装机容量(万KW)	1090	1590	2190	2890	3690	4390	5190	5990	6790	7690	8590
	核电新增装机容量(万KW)	200	500	600	700	800	700	800	800	800	900	900
	所需蒸发器管(吨)	345	863	1035	1208	1380	1208	1380	1380	1380	1553	1553
福岛事故后	核电累计装机容量(万KW)	1090	1290	1690	2190	2790	3390	3990	4590	5190	5790	6390
	核电新增装机容量(万KW)	200	200	400	500	600	600	600	600	600	600	600
	所需蒸发器管(吨)	345	345	690	863	1035	1035	1035	1035	1035	1035	1035

来源:《迎接钢管新材料业的景气周期》、国金证券研究所

核电蒸发器管供求关系展望: 预计逐步走向过剩, 但中国先行者仍将获得不菲收益。福岛事故改变了核电需求的同时, 也改变了核电产能的投放进程。总体来看, 福岛事故对核电蒸发器管行业的供求关系影响偏负面, 我们预计2011-2015年全球核电蒸发器管的产能利用率(以年末产能计算, 下同)在30%-45%之间, 这较福岛事故之前预期的36%-60%的产能利用率有所下滑。

尽管从全球的角度来看, 核电蒸发器管将几乎确定性过剩, 但从国内的角度看, 当前宝银成材率低于20%, 并未达到盈利平衡点要求的30%, 因而并不具备商业化生产的能力; 而久利特材的Inconel-690(TT)将在2011年底投产, 并有望在2013年率先实现商业化生产, 在进口替代成为大趋势的背景下, 久利特材获得国内Inconel-690(TT)的订单仍然值得期待。

图表2: 福岛核事故前后全球核电蒸发器管的供求关系测算

福岛事故前		2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国外	V&M	750	750	750	750	750	750	750
	住友金属	750	750	750	750	1750	1750	1750
	瑞典Sandvik	750	750	750	1250	1250	1250	1250
	合计	2250	2250	2250	2750	3750	3750	3750
国内	V&M广东南沙	0	0	0	240	240	240	240
	宝钢银环	0	750	750	1500	1750	2000	2000
	久利特材	0	0	500	500	500	500	500
	常宝钢管	0	0	0	0	600	600	600
	三洲特管	0	0	0	0	450	450	450
	合计	0	750	1250	2240	3540	3790	3790
全球	产能	2250	3000	3500	4990	7290	7540	7540
	需求	1300	1800	2080	2600	2650	3350	3900
	产能利用率	57.78%	60.00%	59.43%	52.10%	36.35%	44.43%	51.72%
	国外不足的产能	-625	0	350	500	-438	438	1125
福岛事故后		2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
国外	V&M	750	750	750	750	750	750	750
	住友金属	750	750	750	750	1750	1750	1750
	瑞典Sandvik	750	750	750	1250	1250	1250	1250
	合计	2250	2250	2250	2750	3750	3750	3750
国内	V&M广东南沙	0	0	0	240	240	240	240
	宝钢银环	0	750	750	750	750	750	750
	久利特材	0	0	500	500	500	500	500
	常宝钢管	0	0	0	0	0	0	600
	三洲特管	0	0	0	0	450	450	450
	合计	0	750	1250	1490	1940	1940	2540
全球	产能	2250	3000	3500	4240	5690	5690	6290
	需求	1300	1800	1456	1820	1855	2345	2730
	产能利用率	57.78%	60.00%	41.60%	42.92%	32.60%	41.21%	43.40%
	国外不足的产能	-625	0	-430	-475	-1431	-819	-338

注: (1) 国外厂家的最高成材率为80%; (2) 国外不足的产能指如果全球核电蒸发器需求全在国外生产, 不足的量。

来源: Sandvik、国金证券研究所

核电蒸发器管对公司EPS影响：合理情景为0.05-0.28元/股，极端情景为0.76元/股。由于全球核电蒸发器管在当前已经处于供过于求的局面，且主要原材料价格也处于历史低点，我们判断未来Inconel-690（TT）的不含税价仍有望维持在70-100万元/吨。综合考虑国内未来700-1000吨/年的核电蒸发器管市场容量，以及全球的核电蒸发器供求格局，我们预计久立特材未来存在获得100-300吨核电蒸发器管的可能性，若此，将为公司贡献0.048-0.278元/股的EPS；极端情况下，能为公司贡献0.760元/股的EPS。

图表3：久立特材（002318）对核电蒸发器管的敏感性

产能（吨）	500	500	500	500	500	500	500
产量（吨）	50	80	100	200	300	400	500
销售单价（万元/吨）	70	70	70	70	70	70	70
销售收入（百万元）	35	56	70	140	210	280	350
毛利率	15%	20%	25%	30%	40%	50%	60%
费用率	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
净利润（百万元）	1.94	5.57	10.04	26.24	57.84	101.76	158.00
总股本（百万股）	208	208	208	208	208	208	208
贡献EPS（元/股）	0.009	0.027	0.048	0.126	0.278	0.489	0.760

注：由于不同的产量对应着不同的吨管折旧和产能利用率，因此其毛利率也应不同，本表中我们取粗略值

来源：《迎接钢管新材料的景气周期》、国金证券研究所

高端产品将继续推动公司2012年业绩高速增长。公司的业绩在2009年和2010年均是持续低于市场预期的，主要原因是公司的传统业务（普通的不锈钢管）受市场竞争激烈影响，盈利能力持续下滑，而高端产品仍未放量，在2009年和2010年均处于“青黄不接”的年代；但在2010年底，随着超（超）临界不锈钢项目的投产以及大口径不锈钢油气输送管产能利用率的提升，公司的盈利能力大为提升。由于2011年底公司镍基油井管、精密管及核电蒸发器管相继投产，我们判断2012年公司的业绩将继续大幅增长。

图表4：久立特材（002318）主营产品产能释放情况

久立特材主营产品及其产能（吨）							业务归类
	投产时间	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	
普通不锈钢焊接管		18500	18500	18500	18500	18500	普通钢管
普通不锈钢无缝管		22500	22500	22500	22500	22500	
大口径不锈钢油气输送管	2009年底		10000	10000	10000	10000	新材料 (普通高端+顶尖高端)
超（超）临界不锈钢管	2010年9月		20000	20000	20000	20000	
海水淡化管	2009年	500	1000	1000	1000	1000	
镍基油井管	2011年底			3000	3000	3000	
精密管	2011年底				1500	1500	
核电蒸发器U型管	2011年底				500	500	
合计		41500	72000	75000	77000	77000	

注：我们将超（超）临界不锈钢管中除TP347、Super304H、HR3C业务以外的产品也归为普通钢管

来源：国金证券研究所

图表 7: 久立特材 (002318) 2011-2013 年业绩分析

	2010	2011E	2012E	2013E	备注
普通业务	0.232	0.286	0.235	0.248	普通不锈钢管、普通超临界不锈钢管、毛管、其他
普通高端业务	0.108	0.242	0.278	0.390	海水淡化管、大口径不锈钢油气输送管、普通核电管、精密管
顶尖高端业务	0.012	0.038	0.289	0.385	TP347H、Super304H、HR3C、镍基油井管、核电蒸发器管
合计	0.352	0.566	0.802	1.022	

注：（1）新材料业务包括普通高端业务和顶尖高端业务；（2）新材料业务之外的盈利全归为普通业务，其在2012年EPS下降的主因是财务费用有所增加

来源：《钢管新材料专题报告》、国金证券研究所

2012年公司盈利增长来源详解。2011年底公司投产的高端产品主要是3000吨镍基油井管、500吨核电蒸发器管、1500吨精密管，我们判断2012年公司的镍基油井管销量为1500吨，保守按单价24万元/吨、毛利率16%来计算，该块业务贡献的EPS为0.114元；2012年公司的核电一代蒸发器管预计能有100吨的销量，按单价70万吨/吨，毛利率30%计算，该块业务将贡献0.064元的EPS；若再考虑超超临界管的销量有小幅突破，贡献0.073元的EPS增量，那么仅顶尖高端业务（超超临界不锈钢锅炉管、核电蒸发器管、镍基油井管）就能为2012年贡献0.289元的EPS、0.251元的EPS增量。但是由于传统业务在2012年盈利能力有可能进一步下滑，我们预计2012年公司的EPS为0.802元，EPS增量为0.236元。

图表 8: 久立特材 (002318) 顶尖高端业务盈利预测

	2011E						2012E					
	TP347H	Super304H	HR3C	镍基油井管	核电蒸发器管	合计	TP347H	Super304H	HR3C	镍基油井管	核电蒸发器管	合计
产能 (吨)	20000			3000	500	23500	20000			3000	500	23500
产量 (吨)	1500	40	60	0	0	1600	2500	500	500	1500	100	5100
单价 (万元/吨)	5	8	14.5	24	70	5.43	5	8	14	24	70	13.04
销售收入 (百万元)	75	3.2	8.7	0	0	86.9	125	40	70	360	70	665
毛利率	18%	19%	23%	16%	30%	106%	18%	19%	23%	16%	30%	106%
费用率	8.18%	8.18%	8.18%	8.18%	8.18%	8.18%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%	8.49%
所得税率	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12.00%
净利润 (百万元)	6.48	0.30	1.13	0.00	0.00	7.92	10.46	3.61	8.94	23.80	13.25	60.06
总股本 (百万股)	208	208	208	208	208	208	208	208	208	208	208	208
贡献EPS (元/股)	0.031	0.001	0.005	0	0	0.038	0.050	0.017	0.043	0.114	0.064	0.289

来源：《钢管新材料专题报告》、公司资料、国金证券研究所

公司的盈利弹性值得高端期待。公司早在2010年以前就陆续规划投建钢管新材料，是最纯的钢管新材料股。对于这样的公司而言，顶尖高端产品的销量是决定EPS增幅的重要决定因素，因此值得高度关注。我们预计公司顶尖高端业务在合理情况下能实现0.514元的EPS，在极端乐观情况下能实现1.891元的EPS，而2012年和2013年我们仅假设这块业务分别实现0.289元和0.385元的EPS。

图表 9: 久立特材 (002318) 顶尖高端业务 2011-2013 年以及合理情况下的 EPS 测算

超越临界+核电蒸发器+镍基油井管						
	2010	2011E	2012E	2013E	合理情景	极端情景
产能 (吨)	20000	23000	23500	23500	23500	23500
产量 (吨)	300	1600	5100	6550	8100	23500
销售收入 (百万元)	22.2	86.9	665	860	1150	3070
毛利率	20.50%	18.53%	18.75%	19.17%	19.26%	23.26%
费用率	8.49%	8.18%	8.49%	8.60%	8.70%	8.70%
所得税率	9%	12%	12%	12%	12%	12%
净利润 (百万元)	2.42	7.92	60.06	79.99	106.88	393.28
总股本 (百万股)	208	208	208	208	208	208
贡献EPS (元/股)	0.012	0.038	0.289	0.385	0.514	1.891

来源:《钢管新材料专题报告》、国金证券研究所

盈利预测和投资建议

我们预计 2012 年和 2013 年, 公司分别实现 0.802 元和 1.020 元的 EPS, 同比分别增长 41.73% 和 27.38%。以最新的收盘价计算, 对应着 2012 年 20.54 倍 PE 和 2013 年 16.15 倍 PE, 考虑到公司未来的业绩弹性以及在新材料领域的地位, 我们维持公司的“买入”评级。

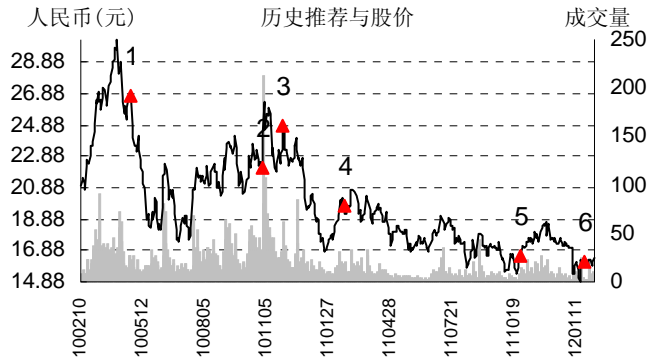
风险提示

(1) 传统不锈钢管业务主要用于石化、电力、环保、供水、造纸等领域, 如果需求萎靡或供给继续扩张, 将导致公司的普通业务盈利受损; (2) 公司的高端产品出现质量问题或所处的行业出现类似福岛核电的突发事件。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-23	买入	26.72	40.00 ~ 40.00
2	2010-10-29	买入	22.10	N/A
3	2010-11-26	买入	24.86	N/A
4	2011-02-23	买入	19.75	N/A
5	2011-10-26	买入	16.58	N/A
6	2012-01-20	买入	16.19	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B