

超超临界管绝地反击

久立特材公司分析及反倾销初裁点评

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:
14.00元

期限: 6个月 上次预测: 14.00元

现价(2012年05月09日): 11.72元

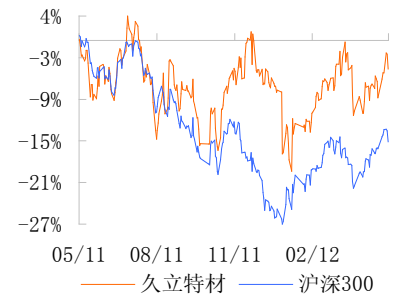
报告日期:
2012-05-10
报告关键点:

- 📖 2012年业绩增长较为确定
- 📖 我们认为超超临界管盈利有望迎来底部复苏
- 📖 随着高端产品的逐步达产, 业绩处于上升的平台

报告摘要:

- 超超临界管反倾销调查取得了实质性进展, 我们认为超超临界管盈利有望迎来底部复苏。国内厂商订单的量和价有望得到明显的提振。(1) 价: 考虑到进口产品成本的提升、竞争的缓和、国外厂商大幅杀价现象的缓解, 我们预计价格将出现明显回升。(2) 量: 我国SUPER 304H的技术已经成熟, HR3C也正努力提升技术水平, 我们猜测进口替代之路将进一步, 国内厂商在SUPER 304H上有望基本实现进口替代, HR3C有望实现部分替代。具体到久立特材, 我们猜测反倾销对公司HR3C的影响力度要大于SUPER 304H, 主要是由于武进、宝钢等公司HR3C仍未通过认证, 因此公司有望取得锅炉厂HR3C的订单。
- 我们认为公司2012年业绩增长较为确定, 来源为: (1) 镍基油井管: 我们预测2012年镍基油井管的产量将达到700吨, 贡献约2000万元的净利润, 净利增量达到949万元。(2) 钛管: 目前钛管的在手订单已达到400吨; 我们预计2012年吨钛管价格达到27万元/吨, 毛利率为17%, 对应吨管毛利约4.6万元/吨, 此订单2012年贡献毛利1836万元, 对应毛利的增量为561万元, 净利增量为238万元。(3) 超长大口径油气输送管: 考虑到阿曼订单盈利的增长及原有焊管生产线的产能利用率的提升, 预计公司油气输送用不锈钢焊接管业务2012年贡献的盈利增量约1414万元。(4) 核电蒸汽发生器管: 预计今年实现销售收入1.1亿元, 毛利约3385万元, 净利约1128万元。这四类产品2012年有望贡献业绩增量3729万元, 净利润增速达到33%。再考虑到反倾销有望带动公司超超临界管下半年出现好转, 我们预测2012年公司总的净利润增速为42%, 增速快于其他钢管公司。
- 考虑到反倾销对超超临界管盈利的提升, 上调公司的盈利预测, 预测2012-2014年的EPS分别为0.51/0.67/0.81元, 对应PE为23, 18, 14倍。随着高端产品的逐步达产, 业绩处于上升的平台, 维持公司“增持-A”的投资评级, 目标价14元。
- 催化剂: 欧日不锈钢无缝钢管反倾销终裁征收高税率, HR3C订单取得突破, 核电项目重启, 核电蒸汽发生器用690合金U形管取得进展。
- 风险提示: 市场开拓、技术壁垒、现金流短缺导致新产品进展低于预期。

总市值(百万元)	3,656.64
流通市值(百万元)	1,857.50
总股本(百万股)	312.00
流通股本(百万股)	158.49
12个月最低/最高	11.20/20.19元
十大流通股东(%)	36.31%
股东户数	17,637

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.80	2.24	10.84
绝对收益	7.31	7.31	(4.25)

衡昆

 010-66581658
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

报告联系人
任志强

 021-68763626
 renzq@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,784.3	2,161.6	2,868.9	3,593.6	3,531.4
Growth(%)	12.7%	21.1%	32.7%	25.3%	-1.7%
净利润	73.2	112.0	159.0	208.0	254.2
Growth(%)	-23.3%	52.9%	42.0%	30.8%	22.2%
毛利率(%)	13.4%	15.9%	16.1%	16.4%	18.4%
净利率(%)	4.1%	5.2%	5.5%	5.8%	7.2%
每股收益(元)	0.23	0.36	0.51	0.67	0.81
每股净资产(元)	4.43	4.72	5.49	6.05	6.74
市盈率	49.9	32.7	23.0	17.6	14.4
市净率	2.6	2.5	2.1	1.9	1.7
净资产收益率(%)	5.8%	7.9%	9.6%	11.4%	12.4%
ROIC(%)	11.6%	12.1%	11.7%	11.5%	11.8%
EV/EBITDA	23.6	16.1	12.1	10.3	8.1
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%

前期研究成果

久立特材: 立足募投项目, 眺望油气输送	2012-03-13
久立特材: 产品结构调整进行时	2011-12-29
久立特材: 新老交接	2011-08-15

1. 高端产品占比不同导致无缝管、焊管盈利分化

公司各项产品的投产进度基本符合 IPO 时的规划，募投项目均已投产，而且募投项目大部分属于进口替代产品，技术难度高，公司能够按计划推进募投项目，也体现了公司的技术、研发实力。

表 1 公司募投项目均已投产

产品	项目分类	产能统计（吨）	投产时间
无缝钢管	原有产能	18,500	
超超临界用管	募投项目	20,000	2010 年底
镍基合金油井用管	募投项目	3,000	2011 年底
核电蒸发器管	超募资金投资项目	500	2011 年底
航天精密管	超募资金投资项目	1,500	2011 年底
无缝钢管合计		43,500	
焊管	原有产能	22,500	
钛管	超募资金投资项目	1,000	一期 500 吨，二期 500 吨，最新产能 1000 吨
大口径油气输送管	募投项目	10,000	2009 年底
焊管合计		33,500	
合计产能		77,000	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

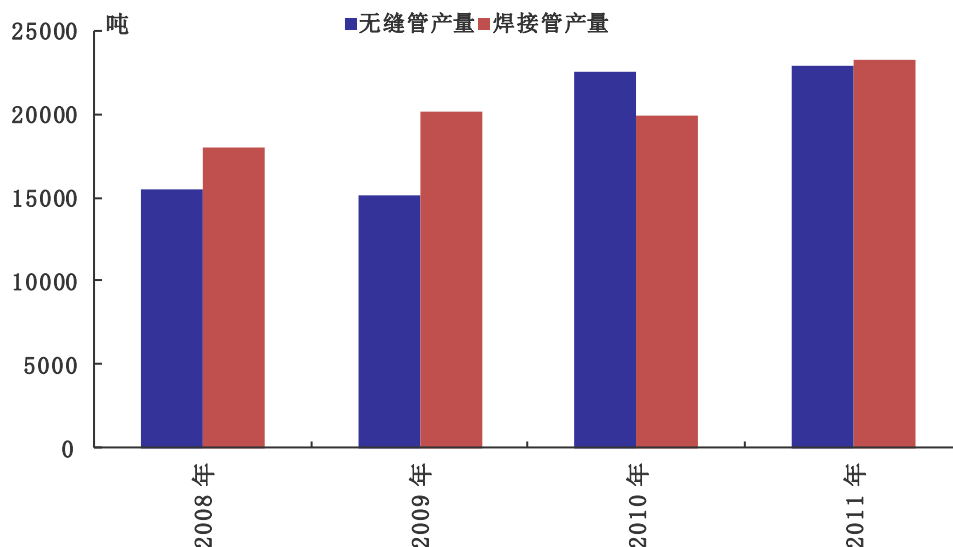
图 1 公司生产、销售流程图



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司产品定位高端，2011 年公司无缝钢管产量持平，由于大口径油气输送管放量，带来焊管产量增长 17%。由于目前产能均已投放完毕，在可转债募投项目投产之前，公司未来两年主要依靠产品结构的调整，及产能利用率的提升。

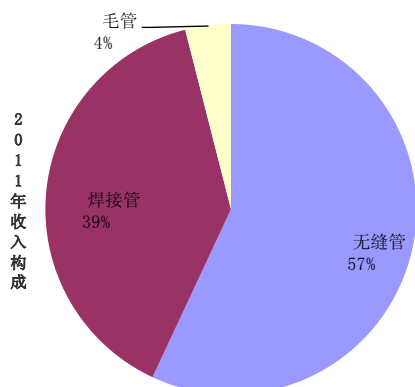
图 2 2011 年公司无缝钢管产量持平，大口径油气输送管放量带动焊管产量增长 17%



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

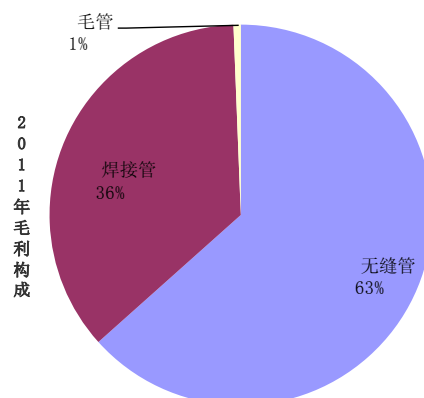
公司是我国高端工业用不锈钢管行业的排头兵，同时拥有不锈钢无缝钢管和不锈钢焊接管的生产能力，无缝管 2011 年贡献了 57% 的收入和 63% 的毛利，盈利能力强于焊接管，主要是高端产品放量带来了无缝管盈利的提升。

图 3 2011 年公司收入构成



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

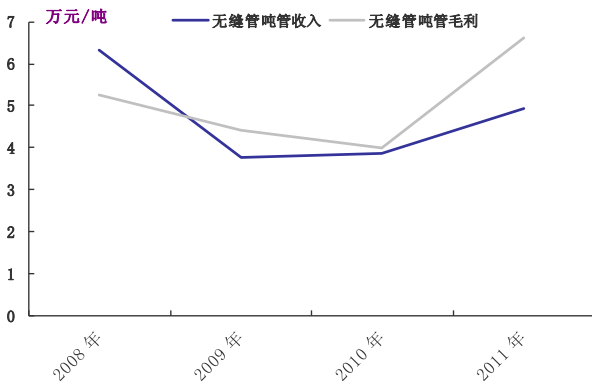
图 4 2011 年公司毛利构成



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

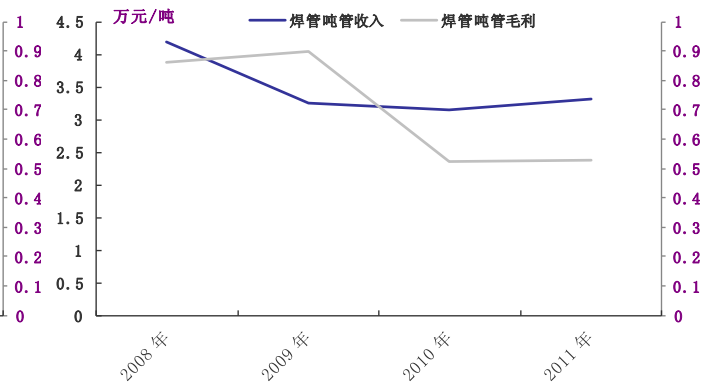
公司 2011 年在无缝钢管方面产品结构的调整取得了明显成效，无缝钢管吨管收入 4.92 万元/吨，同比提升 27%，吨管毛利 0.94 万元/吨，同比提升 66%。相比之下，焊管的表现就要逊色不少，吨管收入和吨管毛利持平，主要是由于高端产品的占比并没有显著的提升。

图 5 2011 年无缝钢管吨管收入和吨管毛利显著提升



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 6 2011 年焊接钢管吨管收入和吨管毛利持平



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 新产品盈利分化严重

2.1. 超超临界管：坎坷的进口替代之路

公司是国内唯一一家同时获得 Super304H 和 HR3C 认证的企业，技术研发实力国内领先，Super304H 产品已向哈锅和东锅供货，HR3C 尚未供货。

表 2 高端超超临界管认证和供货情况

高端超超临界管	认证情况	供货情况
Super304H	久立特材、宝钢、攀长钢、武进、华新等获得认证	久立特材向哈锅和东锅供货，武进和江苏银环向东锅供货，宝钢向上锅供货。 实现部分国产化，大部分依靠进口
HR3C	久立特材获得认证，宝钢、武进也在积极争取认证	完全依靠进口

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

超超临界管在市场开拓上遇到了一些阻碍，这也是大部分产品走进口替代路线时面临的困境：(1) 在国内厂商成材率低、产能利用率低、客户认可度低的情况下，国外厂商大规模杀价，导致国内厂商不赚钱甚至亏本。(2) 公司在这两项产品上也遇到了宝钢和武进的强有力的竞争，尤其是宝钢产能规模大，为了保证产能利用率和收入，压价的情况更为严重。(3) 实现部分国产化的超超临界管品种，即使是高端的 Super 304H，国产较进口的价格优势也已经不是很明显，下游火电厂出于安全性的考虑，仍倾向于使用进口产品，尤其是 HR3C。

超超临界管盈利能力的下滑幅度惊人。以 Super304H 为例，在国内厂商完全无法供给时，售价约高达 24 万元/吨，国内厂商试制成功后，价格跌至约 13 万元/吨，目前国内厂商的市场占有率提升，价格跌至约 6 万元/吨，此价格已基本无利润。而目前 HR3C 的价格约 15 万元/吨，大致处于国内厂商试制成功的阶段，但仍被国外厂商垄断，因此仍能维持不错的盈利水平。从 Super304H 和 HR3C 盈利的对比来看，进口替代之路并不轻松。

由于盈利不佳，2011 年超超临界管和超临界管的产量仅约 1000 吨，而 Super304H 的产量约 100 多吨，相对于 2 万吨的产能，可见下游市场开拓的难度及盈利的低迷。在超超临界管不景气的背景下，公司超超临界管的生产线主要用来生产传热管（2011 年产量约 8000 吨），2011 年超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目的净利润高达 3899 万元，我们猜测主要是传热管贡献的利润。

2.2. 超超临界管有望绝地反击

2011年7月15日，江苏武进不锈钢管厂集团有限公司和常熟华新特殊钢有限公司代表国内相关高性能不锈钢无缝钢管产业正式提交反倾销调查申请，请求对原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管产品进行反倾销调查。2012年5月8日，商务部初步裁定，原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管存在倾销（欧盟和日本的被调查产品进口量占中国总进口量的全部），中国相关高性能不锈钢无缝钢管产业受到了实质损害，而且倾销与实质损害之间存在因果关系。商务部决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。自2012年5月9日起，进口经营者在进口原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管时，应依据本初裁决定所确定的各公司的倾销幅度向中华人民共和国海关提供相应的保证金。

具体描述：碳（C）含量大于等于0.04%、铬（Cr）含量大于16%、镍（Ni）含量大于7%、铌（Nb）含量大于等于0.2%、抗拉强度大于等于550Mpa、屈服强度大于200Mpa的高性能不锈钢无缝钢管，具有持久强度高、组织稳定性好、抗蒸汽氧化、高温耐腐蚀性优良等特点。

主要用途：被调查产品主要用在超临界、超超临界电站锅炉的过热器、再热器上。

表3 对各公司征收的保证金比率

公司名称	保证金比例
住友金属工业株式会社	15.80%
神钢特殊钢管株式会社	14.50%
其他日本公司	39.20%
吐巴塞克斯不锈钢管公司	9.70%
沙斯基达曼内斯曼不锈钢管意大利公司	17.50%
其他欧盟公司	37.50%

数据来源：商务部 安信证券研究中心

反倾销调查取得了实质性进展，我们认为超超临界管行业盈利有望迎来底部复苏。本次初裁涉及久立特材的高性能不锈钢无缝钢管主要包括 TP347HFG、SUPER 304H 和 HR3C。我们认为 TP347HFG 的初裁影响很小，主要是由于欧盟和日本的 TP347HFG 牌号产品仅在 2008 年有少量销售，占同期国内市场份额为 1.45%，此产品目前已实现全国国产化。但我们看好反倾销对 SUPER 304H 和 HR3C 的影响，SUPER 304H 已实现部分国产化，但欧盟和日本仍占据市场主导地位，HR3C 更是完全被国外垄断。初裁采用保证金形式实施临时反倾销措施，一方面提高了国内锅炉厂进口的成本，另一方面反倾销的裁定非常清晰地表明了国家对国产产品的支持，这也会间接影响到电厂和锅炉厂的采购决策。我们猜测 9 月底前商务部会出台终裁结果，届时将可能对进口产品征收反倾销关税，影响力度也会加强。

一、我们认为国内厂商订单的量和价都将有明显的提振。（1）价：如仅以国内产能进行供需对比，我国高性能不锈钢无缝钢管中的高端产品（如 SUPER 304H 和 HR3C）呈现供不应求的局面，考虑到进口产品成本的提升、竞争的缓和、国外厂商大幅杀价现象的缓解，我们预计价格将出现明显回升，以 SUPER 304H 为例，我们猜测价格有望从目前的 6 万元/吨提升至 2013、2014 年的 8 万元/吨。（2）量：我国 SUPER 304H 的技术已经成熟，HR3C 也正努力提升技术水平，随着进口产品成本的上升，我们猜测进口替代之路将进一步，国内厂商在 SUPER 304H 上有望基本实现进口替代，HR3C 有望实现部分替代。

二、具体到久立特材，我们猜测反倾销对公司 HR3C 的影响力度要大于 SUPER 304H，主要是由于武进、宝钢等公司 HR3C 仍未通过认证，因此公司有望取得锅炉厂 HR3C 的

订单。之前下游电厂要求锅炉厂 HR3C 必须进口，在反倾销政策的影响下，我们猜测这一规定有望取消，锅炉厂出于成本考虑，将愿意使用国内产品。而且，就在 SUPER 304H 不赚钱的时候，HR3C 价格仍维持在 15 万元/吨的相对高位，我们猜测在产品供不应求的背景下 HR3C 仍能维持相对较好的盈利，若公司 HR3C 的订单实现突破，这也将带动公司超超临界管盈利的启动。

三、由于 2011 年锅炉厂主要在消耗锅炉管的库存，导致锅炉管的需求较为低迷，预计目前库存已处于较低的水平，锅炉厂补充锅炉管库存可能有助于提升需求，预计 2012 年超超临界管的订单量会超过 2011 年。

2.3. 核电蒸发器管：出口突围

公司核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管 2012 年 1 月通过了中国核能行业协会的鉴定，“核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管产品系国内首批生产，与进口同类产品相当，填补了我国核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管产品的空白，达到了国际先进水平，部分性能指标优于国外同类产品。产品可替代同类管材的进口。”公司 800 管今年将实现供货，并规划今年实现核电蒸汽发生器用 690 合金 U 形传热管预制批的试制及其生产，核电管作为技术壁垒最高的产品，仅有宝银和公司研制成功，再次体现了公司的技术研发实力。

公司核电蒸汽发生器管也遇到了超超临界管同样的瓶颈，由于核电对安全性的要求，因此前期的市场开拓较难，公司在取得国内厂商的订单上仍未能实现突破。但核电管的竞争格局优于超超临界管，由于国内厂商目前仅有宝银竞争，因此核电管的盈利能力仍维持在较高的水平（毛利率约 30%）。

尽管国内市场的开拓还未取得进展，但公司在开拓海外市场上已取得实质性进展。公司已获得了一个 AP1000 机组的出口订单，约为 110 吨，公司实现了核电管的零突破，根据目前 800 管 120 万元/吨的出口均价，测算核电管今年实现销售收入 1.1 亿元，预计此订单的毛利率约 30%，对应贡献的毛利约 3385 万元。

公司也在积极推进 690 管的进程，预计今年下半年将实现预制批的试制及其生产，并通过技术鉴定，公司和宝银是国内唯一两家有望拿到 CAP1400 机组订单的厂商。公司核电蒸发器管的合格率约 80%，成材率约 50%，这样高的成材率已接近进口厂商的水平，成材率高一方面体现了公司的技术实力，一方面能够显著提高核电管的盈利能力。

2.4. 镍基油井管：成为超预期的重要因素

镍基油井管主要用在硫等杂质含量较高的油气田中，如川东地区的腐蚀田必须使用镍基产品。镍基油井管尽管也走进口替代路线，但目前所处的阶段明显好于超超临界管之前的情况：

（1）镍基油井管国内处于寡头垄断的格局，仅久立特材和宝钢两家可以供货，且久立特材的成材率较宝钢高 10%；（2）下游中石化、中石油、中海油对国内产品的认可度较高，与电厂有鲜明差异；（3）中石化对久立特材镍基油井管的试用自 2007 年就已经开始，而石化公司对产品长期试用的效果非常看重，时间壁垒很大程度上限制了后进入者。

公司 2011 年拿到 3 口高含硫井的订单，产量约 300 吨，镍基合金油井管 2011 年的产量主要是老的生产线贡献的，仅 300 吨的产量就贡献了高达 1051 万元的净利润，吨

管净利润超过 3 万元/吨。公司 3000 吨镍基合金油井用管的生产线 2011 年年底已投产，今年前 3 个月便拿到两口气井的订单，产量约 200 吨，后续镍基油井管预计仍会保持较高的景气度，我们预测 2012 年镍基油井管的产量将达到 700 吨，贡献约 2000 万元的净利润。

2.5. 油气输送管：阿曼大单带来量价齐升

公司年产 1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目 2009 年底投产， $\Phi 630$ 机组是目前国内第一条采用连续成型焊接技术的生产线。与玉龙股份、金洲管道不同，公司的油气输送管主要用在从油气井到净化站的部分，由于含硫量非常高，需要抗腐蚀性能非常好的管道。

公司 2011 年 3 月收到阿曼石油公司的大单，合同金额 5636 万美金（约合 3.67 亿人民币），约对应 8000 吨油气输送用不锈钢焊接管。由于推迟交货，公司在 2012 年 2 月-12 月持续交货，公司此条生产线将实现满产。

公司 1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管在 2011 年实现净利润 2332 万元，我们预计产量约 8600 吨，对应吨管净利润 0.27 万元/吨。预计阿曼大单的盈利水平将高于此水平，毛利率达到 17%，贡献毛利达 6239 万元，净利润预计高达 2936 万元。在油气输送管行业需求逐步启动的背景下，公司也在积极接触洽谈其他订单，而且 2011 年 1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管生产线的产品在原有的焊管生产线也基本可以生产，因此 2012 年原有焊管生产线的产能利用率有望提升，预计新线加老线 2012 年贡献增量 3000 吨，按照 0.27 万元/吨的吨管净利测算，贡献净利增量 810 万元。考虑到阿曼订单盈利的增长，预计公司油气输送用不锈钢焊接管业务 2012 年贡献的盈利增量约 1414 万元。

2.6. 钛管：核电管广告效应催生钛管订单

公司年产 1000 吨海水淡化钛/钛合金焊接管技术改造项目于 2010 年完成，钛管业务在过去几年并不景气，这点也可以从吨焊管的收入和毛利看出：由于钛管属于焊接管，过去几年吨焊管收入和毛利均处于下降通道，在 2011 年吨无缝管收入和毛利大幅提升的背景下，吨焊管收入和毛利也仅持平，而由于钛管的吨管收入约达 25 万元/吨，毛利率也达到约 17%，可见钛管等高端焊管产品过去并未放量。

我们预测 2011 年公司钛管的产量约 300 吨，在拿到核电管订单的广告效应下，公司在钛管订单上又有突破，已获得一个 400 吨钛管的大单，由于钛管的型号不同，我们预计吨钛管价格达到 27 万元/吨，毛利率仍为 17%，对应吨管毛利约 4.6 万元/吨，此订单 2012 年贡献毛利 1836 万元，对应毛利的增量为 561 万元。

3. 2012 年业绩增长较为确定

我们认为公司 2012 年业绩增长较为确定，总结下 2012 年的业绩增长来源为：

(1) 镍基油井管：公司 2011 年镍基油井管产量仅 300 吨，就实现高达 1051 万元的净利润，我们预测 2012 年镍基油井管的产量将达到 700 吨，贡献约 2000 万元的净利润，净利增量达到 949 万元。

(2) 钛管：2011 年公司钛管产量约 300 吨，目前钛管的在手订单已达到 400 吨；我们预计 2012 年吨钛管价格达到 27 万元/吨，毛利率为 17%，对应吨管毛利约 4.6 万元

/吨，此订单 2012 年贡献毛利 1836 万元，对应毛利的增量为 561 万元，净利增量为 238 万元。

(3) 超长大口径油气输送管：阿曼的大单约合 8000 吨油气输送管，使得生产线满负荷生产，由于推迟交货，油气输送管将在今年 2 月-12 月持续交货，油气输送管将实现量价齐升。预计阿曼大单的毛利率达到 17%，贡献毛利达 6239 万元，净利润预计高达 2936 万元。在油气输送管行业需求逐步启动的背景下，公司也在积极接触洽谈其他订单，而且 2011 年 1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管生产线的产品在原有的焊管生产线也基本可以生产，因此 2012 年原有焊管生产线的产能利用率有望提升，预计新线加老线 2012 年贡献增量 3000 吨，按照 0.27 万元/吨，贡献净利增量 810 万元。考虑到阿曼订单盈利的增长，预计公司油气输送用不锈钢焊接管业务 2012 年贡献的盈利增量约 1414 万元。

(4) 核电蒸汽发生器管：公司已获得了一个 AP1000 机组的出口订单，约为 110 吨，公司实现了核电管的零突破，根据目前 800 管 120 万元/吨的出口均价，测算核电管今年实现销售收入 1.1 亿元，预计此订单的毛利率约 30%，对应贡献的毛利约 3385 万元，净利约 1128 万元。

这四类产品 2012 年有望贡献业绩增量 3729 万元，净利润增速达到 33%。再考虑到反倾销有望带动公司超超临界管下半年出现好转，我们预测 2012 年公司总的净利润增速为 42%，增速快于其他钢管公司。

表 4 预计四类产品贡献净利润 3729 万元

	预计 2012 年净利润增量 (万元)	预计 EPS 增量(元)
镍基油井管	949	0.05
钛管	238	0.01
超长大口径油气输送管	1414	0.07
核电蒸汽发生器管	1128	0.05
合计	3729	0.18
增速	33%	

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

4. 可转债募投项目是公司未来产品结构调整的方向之一

公司技术实力过硬，因此成为了工业用不锈钢管进口替代领域的排头兵，尽管走进口替代路线面临的竞争环境恶劣，但公司在进口替代上先人一步，仍能在一段时间和某些品种上取得较高的盈利。要使得盈利能够持续，公司需要不断开拓新的领域，此次可转债募投项目便是公司未来产品结构调整的方向之一。

公司拟发行不超过 5.2 亿元可转债，用于“年产 2 万吨 LNG 等输送用大口径管道及组件项目”和“年产 1 万吨原油、天然气、液化天然气管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管项目”，项目建设期两年。

表 5 可转债募投项目

序号	项目名称	计划投资总额 (万元)
1	年产 2 万吨 LNG 等输送用大口径管道及组件项目	34,456
2	年产 1 万吨原油、天然气、液化天然气管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管项目	15,344
合计		49,800

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

其中，年产 2 万吨 LNG 等输送用大口径管道及组件主要应用领域为：天然气开采和处理装置、液化天然气装置、大型炼油石化一体化装置、海上石油平台装置、海底石油管线等。LNG 输送管道的外壁接触海水、土壤或大气等，内壁则接触油气，因此，耐腐蚀是石油、天然气输送管最主要的要求。在输送地含有腐蚀性的土壤、海水，或输送含硫油气时，由于碳钢管道使用寿命偏低，同时产生的腐蚀物容易污染内部油气，因此只能采用特殊钢、镍基合金管。

此项目的建设背景是我国未来天然气的大发展，具体来讲，是对 LNG 的进口需求及由此催生的 LNG 接收站等的建设。我国十一五期间 LNG 进口量的年复合增长率高达 67%，未来仍有望保持高速增长，根据 2011 年全国能源工作会议，2015 年全国天然气消费量初步规划为 2600 亿立方米，其中国产 1700 亿立方米、净进口 900 亿立方米；需求的复合增长率高达 19%，国内的供给也将快速增长，但由于气源相对不足，因此未来将更加依赖进口，预计净进口比重将由 2010 年的 11.2% 提升至 2015 年的 34.6%。LNG 作为进口天然气的一种方式，显著受益于天然气进口量的高速增长，发展前景广阔。

表 6 预计十二五天然气需求高速增长，净进口比重提升

项目	2008	2010	2015 (E)
需求(亿立方米)	807	1090	2600
供给(亿立方米)	763	968	1700
缺口(亿立方米)	44	122	900
净进口比重	5.5%	11.2%	34.6%

数据来源：BP 世界能源统计 2011，2011 年全国能源工作会议，安信证券研究中心

为配合 LNG 进口需求量的增长，LNG 接收站也进入了大规模建设期。目前国内已经建成投运的 LNG 接收站有深圳大鹏、福建莆田和上海洋山港、江苏如东共四座，2011 年我国共计进口液化天然气 (LNG) 1221.26 万吨。中国海油、中国石油和中国石化规划到 2015 年底将有 11 个 LNG 终端（包括已投用和建设中的）建成，总能力超过 4000 万吨/年，另有 7 个终端已认证和认证中，总能力(包括二期)为 3200 万吨/年。如果所有这些终端均建成，中国到 2020 年将拥有 LNG 进口能力超过 7200 万吨/年。

表 7 中国业已投用、建设和认证的 LNG 进口终端

	地点	投用	现状	能力, 万吨		主要股东
		时间, 年		第一期	第二期	
广东 LNG	广东深圳	2006	投用	370	300	中国海油 (33%)、BP (33%)
福建 LNG	福建莆田	2009	投用	260	260	中国海油 (60%)、福建投资发展 (40%)、中国海油天然气和发电 (45%)、申能公司 (55%)
上海 LNG	上海洋山	2009	投用	300	-	中国石油昆仑能源 (75%)、大连港务局 (20%)、大连建筑投资 (5%)
大连 LNG	辽宁大连	2011	建设中	300	300	昆仑能源 (55%)、太不洋石油和天然气 (35%)
江苏 LNG	江苏如东	2011	5.24 投用	350	300	中国海油 (51%) 浙江能源 (29%)、宁波公用事业 (20%)
浙江 LNG	浙江宁波	2013	建设中	300	300	中国海油 (35%)、广东粤电 (25%)、广州城市 (25%)
珠海 LNG	广东珠海	2013	建设中	350	300	中国石化
山东 LNG	山东青岛	2013	建设	300	-	中国石油 (51%)、北京企业 (29%)、湖北投资 (20%)

唐山 LNG	河北唐山	2014. 8	已认证	350	650	中国石油 (65%)、海南发展控股 (35%)
海南 LNG	海南洋浦	2014	已认证	200	100	中国石化、中国石化、中国石化、中国石化、中国石油
广西 LNG	广西北海	-	认证中	300	500	
天津 LNG	天津	-	认证中	-	-	
珠海 LNG	广东珠海	-	认证中	200	300	
温州 LNG	浙江温州	-	认证中	300	-	
镇江 LNG	江苏镇江		认证中	300	-	

数据来源: 中国天然气网 安信证券研究中心

此外, 另有中国海油在汕头、揭阳等终端正在规划中, 中国石油正在计划在钦州、深圳和镇江建设 3 个终端, 以及中国石化也计划在连云港和茂名建设 2 个终端。如这些终端也可望在 2020 年前建成, 则又会增加约 2000 万吨/年。如此测算, 到 2020 年后我国 LNG 进口终端总能力将会超过 9000 万吨/年。综合考虑已投用、建设、认证和规划的 LNG 接收能力, 我们认为 LNG 接收站进入了大规模建设期。

表 8 LNG 接收站进入了大规模建设期

	LNG 接收能力 (万吨)
2011 年进口 LNG 量	1221. 26
已投用+建设的 LNG 接收能力 (约 2015 年底)	4000
已投用+建设+认证的 LNG 接收能力 (约 2020 年)	7200
已投用+建设+认证+规划的 LNG 接收能力(约 2020 年)	9000

数据来源: 中国天然气网 安信证券研究中心

LNG 接收站的建设将显著拉动 LNG 等输送用大口径管道的需求。目前世界上主要有德国和韩国的两家企业生产 LNG 等输送用大口径管道, 公司也期望抓住油气输送管行业大发展的机会, 拟涉足这一领域, 并在技术上已经有了积淀: 公司开发的直径 219-630mm 大口径超长不锈钢焊接管已取代进口、且 LNG 项目用中大口径厚壁不锈钢焊接管项目省级工业新产品鉴定。公司 LNG 输送用管已供货宁波 LNG 项目约 200 吨, 约占宁波项目 LNG 输送用管量的 30%。

相对老线, 募投项目 LNG 等输送用大口径管道主要是在口径、长度、壁厚、强度等方面有提升, 公司拟依托超长大口径特殊钢焊接管研发生产优势, 建设 Φ 325 ~ 1, 620mm LNG 等输送用大口径管道及组件生产线, 扩大产品规格和生产规模, 提高产品档次。

公司预计 LNG 等输送用大口径管道达产后的净利率达到 9. 7%, 显著高于公司目前 5. 6% 的净利率, 有助于提升公司的盈利能力。

公司预计另一募投项目“年产 1 万吨原油、天然气、液化天然气管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管项目”达产后的净利润率 6. 1%, 尽管与公司目前的净利率相近, 但由于预计吨管均价超过 65 万元/吨, 吨管净利约 4 万元/吨, 对公司总体效益 (尤其是盈利能力较弱的焊管) 的提升也是值得期待的。

表 9 公司对募投项目效益的预估

达产后预计	LNG 等输送用大口径管道	特殊钢与钛合金复合管
营业收入 (万元)	74, 690	65, 000
利润总额 (万元)	9, 616	5, 264
净利润 (万元)	7, 212	3, 948
净利润率	9. 7%	6. 1%

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

公司预计两个募投项目达产后贡献的净利润合计达 1.12 亿元，与公司 2011 年的净利润持平，相当于再造了一个久立特材。我们猜测该盈利预测主要是基于进口产品目前的盈利能力做出的，但由于进口替代之路可能并不平坦，价格和盈利能力的下滑可能在所难免，我们认为达到这一利润指标的难度较大。

镍基油井管和超超临界管在进口替代时的盈利能力截然不同，我们认为募投项目与镍基油井管无论在下游需求的景气度、行业竞争格局，还是公司的技术储备、市场开拓能力上都更为相近，因此我们猜测募投项目投产后不会陷入超超临界管微利的困境，而会像镍基油井管一样，在进口替代时仍能维持不错的盈利水平。

5. 盈利预测与投资评级

考虑到反倾销对超超临界管盈利的提升，上调公司的盈利预测，预测 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.51/0.67/0.81 元，对应 PE 为 23, 18, 14 倍。公司技术实力过硬，随着高端产品的逐步达产，业绩处于上升的平台，维持公司“增持-A”的投资评级，目标价 21 元。

催化剂：欧日不锈钢无缝钢管反倾销终裁征收高税率，HR3C 订单取得突破，核电项目重启，核电蒸汽发生器用 690 合金 U 形管取得进展。

风险提示：市场开拓、技术壁垒、现金流短缺导致新产品进展低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,784.3	2,161.6	2,868.9	3,593.6	3,531.4	成长性					
减: 营业成本	1,545.3	1,816.8	2,405.8	3,002.5	2,881.3	营业收入增长率	12.7%	21.1%	32.7%	25.3%	-1.7%
营业税费	1.5	5.7	6.0	6.7	7.8	营业利润增长率	-24.2%	44.4%	39.1%	33.1%	23.4%
销售费用	82.7	100.4	133.3	167.0	164.1	净利润增长率	-23.3%	52.9%	42.0%	30.8%	22.2%
管理费用	56.9	85.2	113.1	141.7	139.3	EBITDA 增长率	-13.2%	39.1%	46.6%	24.5%	19.8%
财务费用	11.8	29.4	35.2	42.3	50.7	EBIT 增长率	-29.6%	56.6%	35.5%	30.9%	22.9%
资产减值损失	1.4	4.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	-26.7%	58.1%	35.3%	29.2%	21.9%
加: 公允价值变动收益	2.6	0.8	-	-	-	投资资本增长率	51.0%	40.9%	30.7%	18.5%	-1.5%
投资和汇兑收益	1.7	7.9	3.2	4.3	5.1	净资产增长率	4.0%	7.0%	16.4%	10.8%	12.0%
营业利润	88.9	128.4	178.6	237.7	293.4	利润率					
加: 营业外净收支	2.8	6.6	13.1	13.1	13.1	毛利率	13.4%	15.9%	16.1%	16.4%	18.4%
利润总额	91.7	135.0	191.6	250.8	306.4	营业利润率	5.0%	5.9%	6.2%	6.6%	8.3%
减: 所得税	8.3	13.8	19.6	25.6	31.3	净利润率	4.1%	5.2%	5.5%	5.8%	7.2%
净利润	73.2	112.0	159.0	208.0	254.2	EBITDA/营业收入	9.6%	11.0%	12.1%	12.1%	14.7%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	5.6%	7.3%	7.5%	7.8%	9.7%
货币资金	411.8	387.6	551.2	546.0	951.8	运营效率					
交易性金融资产	2.6	3.3	-	-	-	固定资产周转天数	108	111	105	91	98
应收帐款	130.8	182.3	225.6	283.0	284.5	流动营业资本周转天数	65	97	121	141	159
应收票据	61.6	56.8	71.9	102.9	94.1	流动资产周转天数	251	215	213	213	255
预付帐款	105.2	94.4	121.5	166.7	186.2	应收帐款周转天数	25	25	25	24	28
存货	403.8	727.4	963.4	1,202.3	1,153.8	存货周转天数	74	94	106	108	120
其他流动资产	4.8	4.3	9.6	16.9	16.6	总资产周转天数	400	372	349	326	374
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	208	249	253	250	274
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	20.0	20.0	ROE	5.8%	7.9%	9.6%	11.4%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.3%	4.8%	5.6%	6.5%	7.1%
固定资产	556.3	781.9	884.1	937.6	992.5	ROIC	11.6%	12.1%	11.7%	11.5%	11.8%
在建工程	181.3	131.8	58.0	49.6	55.5	费用率					
无形资产	87.8	145.8	136.1	127.0	118.5	销售费用率	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
其他非流动资产	1.7	4.7	7.0	7.0	7.0	管理费用率	3.2%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
资产总额	1,947.9	2,520.4	3,048.4	3,458.9	3,880.5	财务费用率	0.7%	1.4%	1.2%	1.2%	1.4%
短期债务	167.5	478.0	573.6	688.3	826.0	三费/营业收入	8.5%	9.9%	9.8%	9.8%	10.0%
应付帐款	71.7	130.1	130.5	172.4	176.1	偿债能力					
应付票据	101.0	110.2	235.7	224.2	224.0	资产负债率	26.3%	39.1%	41.4%	42.7%	42.8%
其他流动负债	86.1	80.0	210.0	259.3	305.0	负债权益比	35.7%	64.2%	70.5%	74.5%	74.9%
长期借款	28.0	25.0	25.0	25.0	25.0	流动比率	2.48	1.58	1.61	1.64	1.68
其他非流动负债	33.5	39.0	31.0	35.4	35.2	速动比率	1.59	0.79	0.81	0.79	0.96
负债总额	512.8	985.1	1,260.6	1,477.2	1,661.8	利息保障倍数	8.51	5.37	6.07	6.62	6.78
少数股东权益	54.1	63.3	76.4	93.5	114.5	分红指标					
股本	208.0	208.0	312.0	312.0	312.0	DPS(元)	0.05	0.07	0.08	0.10	0.12
留存收益	1,173.1	1,264.2	1,399.4	1,576.2	1,792.3	分红比率	21.9%	18.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	1,435.1	1,535.3	1,787.8	1,981.7	2,218.7	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	83.4	121.2	159.0	208.0	254.2	EPS(元)	0.23	0.36	0.51	0.67	0.81
加: 折旧和摊销	70.1	80.0	134.6	153.8	175.4	BVPS(元)	4.43	4.72	5.49	6.05	6.74
资产减值准备	1.4	4.3	-	-	-	PE(X)	49.9	32.7	23.0	17.6	14.4
公允价值变动损失	-2.6	-0.8	-	-	-	PB(X)	2.6	2.5	2.1	1.9	1.7
财务费用	9.0	25.2	35.2	42.3	50.7	P/FCF	-8.8	-312.0	-10.1	-36.6	8.5
投资收益	-1.7	-7.9	-3.2	-4.3	-5.1	P/S	2.0	1.7	1.3	1.0	1.0
少数股东损益	10.2	9.2	13.1	17.1	20.9	EV/EBITDA	23.6	16.1	12.1	10.3	8.1
营运资金的变动	-104.2	-278.8	-288.5	-266.3	83.6	CAGR(%)	39.2%	31.4%	17.4%	11.2%	1.2%
经营活动产生现金流量	57.7	-82.9	50.2	150.6	579.7	PEG	1.3	1.0	1.3	1.6	12.1
投资活动产生现金流量	-278.3	-301.5	-171.7	-185.6	-222.7	ROIC/WACC	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
融资活动产生现金流量	-184.3	357.1	59.5	41.2	48.8	REP	2.6	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034