买入 **14%⬆**

目标价格: 人民币 13.80

002318.SZ

价格: 人民币 12.18

目标价格基础: 29 倍 12 年市盈率

板块评级: 中立

久立特材

油气输送及开采管道为近期利润亮点

我们最近拜访了上市公司，据了解公司火电超超临界管业务低于预期，目前寄希望于国家反倾销政策获得通过。公司近期利润增长亮点主要集中在油气输送以及开采管道业务方面，这主要包括大口径油气输送焊接管以及镍基合金油井管。核电管今年上半年焊接钛管生产获得突破并获得中国中原对外工程有限公司订单，此前 800U 型管亦获得订单，明后年核电管也会陆续增加放量，其他未来增量包括精密管业务等。由于火电超超临界管低于预期，但同时大口径油气输送管和油井管业务好于我们原来的预期，且在目前核电的存量订单的基础上未来核电和精密管的释放速度也较快。我们相应进行了盈利预测调整，我们小幅下调 12 年盈利预测 4.65%至 0.47 元/股，但分别上调 13-14 年盈利预测 3.7%和 12.3%至 0.59 元/股和 0.70 元/股。基于 2012 年 29 倍市盈率对公司进行估值，我们维持 13.80 元的目标价，并重申对公司的买入评级。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	7	9	3.2	1.6
相对新华富时 A50 指数 (%)	2	12	6.5	17.5

发行股数 (百万)	312
流通股 (%)	51
流通股市值 (人民币 百万)	1,829
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	16
净负债比率 (%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
久立集团	42.3

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2012 年 6 月 26 日收市价为标准

支撑评级的要点

- 火电超超临界管业务低于预期。
- 近期利润增长亮点主要集中在油气输送以及开采管道业务方面，这主要包括大口径油气输送焊接管以及镍基合金油井管。
- 核电管今年上半年焊接钛管生产获得突破并获得中国中原对外工程有限公司订单，此前 800U 型管亦获得订单约，明后年核电管也会陆续增加放量，其他未来增量包括精密管业务等。

评级面临的主要风险

- 同业竞争加剧导致价格下降和毛利率的下滑。
- 高端管材项目进展缓慢和下游行业增长缓慢。

估值

- 基于 2012 年 29 倍的市盈率对公司进行估值，我们维持 13.80 元的目标价并重申对公司的***买入***评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	12-10	12-11	12-12E	12-13E	12-14E
销售收入 (人民币 百万)	1,784.3	2,161.6	2,574.4	3,063.9	3,528.2
变动 (%)		*21.1*	*19.1*	*19.0*	*15.2*
净利润 (人民币 百万)	73.2	112.0	147.0	185.1	218.6
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.235	0.359	0.471	0.593	0.701
变动 (%)		52.9	31.2	26.0	18.1
原先每股收益预测 (人民币)			0.494	0.572	0.624
调整幅度 (%)			*(4.7)*	*3.7*	*12.3*
全面摊薄市盈率(倍)	51.9	33.9	25.9	20.5	17.4
每股现金流量 (人民币)	0.44	0.10	1.14	0.99	1.18
价格/每股现金流量 (倍)	27.5	126.7	10.7	12.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	35.6	24.8	13.6	11.1	9.1
每股股息 (人民币)	0.0513	0.0667	0.1004	0.1252	0.1469
股息率 (%)	0.4	0.5	0.8	1.0	1.2

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 黑色金属

乐宇坤
(8621) 2032 8559
yukun.le@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

*杭一君为本报告重要贡献者

我们近期调研了上市公司，与公司管理层进行了深入交流，要点如下：

关于火电超超临界管：

11年火电管包括超临界管和以HR3C和Super304为代表的超超临界管共生产约4,000吨，但今年超超临界管行业景气下行，订单难获，Super304的市价被严重压低，目前行业寄希望于9月国家反倾销结果出台，对进口钢管征收反倾销税。如果反倾销等政策获得突破，“十二五”期间，超超临界管的需求还是值得期待的，并可短期内可形成实际需求。

关于镍基合金油井管：

上半年约实现几百吨订单，产品主要下游客户是中石化、中石油和中海油等石油石化集团。未来客户的投资进度将决定产品的需求。上半年公司举办了产品推介会，向中石化、中石油和中海油重点推荐了公司产品。目前油井管G3类价格约在35万/吨以上，800品种约27-28万/吨；平均下来油井管产品（包括G3、800、600等）均价约在27-28万/吨，毛利大概在20%-30%之间。目前国内镍基油井合金管主要生产厂家包括宝钢（大口径）、久立/天津大无缝（小口径），国有和民营两大阵营齐头并进。公司油井管产品质量高，获得客户一致好评。

关于高端核电管项目：

690材料现场会审阶段已通过，目前正处在核安全专家委员会会审阶段，公司核电管业务眼下正努力实现三方面的突破：1）核安全专家会审阶段获得通过；2）690TT合金U形传热管(用于国产化自主创新CAP1400示范核电站)通过产品鉴定；3）获得首个订货合同。如果顺利，估计3季度可以获得核安全专家会审通过。

关于精密管：

1,500吨的精密管生产线现已建成，生产产品主要用在航空航天方面，包括大飞机起落架部件，航空航天仪表管，高铁刹车管等。目前精密管少量生产。

关于可转债募投项目：

年产2万吨LNG等输送用大口径管道及组件项目如果顺利估计明年3季度可投产，目前厂房建设中，主要用在油气输送（海底管线管、海水处理装置、接收站）上。此项目尚需通过上市环保核查。

图表1.拟发行可转债项目

序号	项目名称	计划投资总额 (万元)	建设期(年)	项目建成后年可实现净利润	项目净利率	对应每股收益 (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	7,212	10%	0.347
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	2	3,948	6%	0.190
合计		49.8		11,160		0.537

资料来源：公司公告

关于 2 季度经营情况以及近期利润增长主要亮点:

2 季度业绩同比增幅估计低于 1 季度（1 季度实现归属母公司净利润 2,978.3 万元人民币（折合每股收益 0.14 元），同比增加 45.3%），我们估计上半年约可实现 30%的同比增长。公司今年总销量目标在 5 万左右。从历史数据来看，公司的生产季节性不太明显，2-4 季度相对较好。目前公司开工率旺盛，订单生产已排到 2 个月-3 个月后。近期公司利润增长亮点主要集中在油气输送及开采管道业务方面，这主要包括焊接管（今年除了阿曼的订单，陆陆续续还有其他订单，我们估计约可实现 1 万吨产能）以及油井管（镍基合金油井用管）。核电管今年主要是目前的一些存量订单（上半年焊接钛管生产获得突破并获得中国中原对外工程有限公司订单，此前 800U 型管亦获得订单），明后年核电管也会陆续增加放量，其他增量包括精密管业务等。

调整盈利预测及目标价

由于今年火电超超临界管低于预期，但大口径油气输送管和油井管业务好于我们原来的预期，同时在目前核电的存量订单的基础上未来核电和精密管的释放速度也较快。我们相应进行了盈利预测调整，我们小幅下调 12 年盈利预测 4.65%至 0.47 元/股，但分别上调 13-14 年盈利预测 3.7%和 12.3%至 0.59 元/股和 0.70 元/股。基于 2012 年 29 倍市盈率对公司进行估值，我们维持 13.80 元的目标价，同时重申对公司的***买入***评级。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,784	2,162	2,574	3,064	3,528
销售成本	(1,545)	(1,817)	(2,152)	(2,549)	(2,928)
经营费用	(138)	(187)	(246)	(306)	(360)
息税折旧前利润	171	238	266	300	333
折旧及摊销	(70)	(80)	(90)	(92)	(93)
经营利润 (息税前利润)	101	158	176	209	240
净利息收入/(费用)	(12)	(29)	(10)	(1)	5
其他收益/(损失)	3	7	8	9	11
税前利润	92	135	174	217	255
所得税	(8)	(14)	(18)	(22)	(26)
少数股东权益	(10)	(9)	(10)	(10)	(11)
净利润	73	112	147	185	219
核心净利润	73	112	147	185	219
每股收益(人民币)	0.235	0.359	0.471	0.593	0.701
核心每股收益(人民币)	0.235	0.359	0.471	0.593	0.701
每股股息(人民币)	0.051	0.067	0.100	0.125	0.147
收入增长(%)	12.7	21.1	19.1	19.0	15.2
息税前利润增长(%)	n.a.	39.1	12.0	12.9	10.7
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	56.6	11.8	18.4	14.7
每股收益增长(%)	n.a.	52.9	31.2	26.0	18.1
核心每股收益增长(%)	n.a.	52.9	31.2	26.0	18.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	92	135	174	217	255
折旧与摊销	70	80	90	92	93
净利息费用	12	29	10	1	(5)
运营资本变动	(669)	(535)	(744)	(988)	(1,261)
税金	(8)	(14)	(18)	(22)	(26)
其他经营现金流	642	335	844	1,009	1,311
经营活动产生的现金流	138	30	356	308	368
购买固定资产净值	(274)	(317)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	(1)	9	0	0	0
其他投资现金流	(4)	7	0	0	0
投资活动产生的现金流	(278)	(301)	(10)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(35)	(3)	0	0	0
支付股息	(16)	(21)	(31)	(39)	(46)
其他融资现金流	(122)	407	(220)	(154)	(45)
融资活动产生的现金流	(184)	357	(270)	(210)	(106)
现金变动	(325)	86	76	88	252
期初现金	845	412	388	463	551
公司自由现金流	(140)	(268)	346	299	358
权益自由现金流	(187)	(301)	327	281	343

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	412	388	463	551	803
应收帐款	187	232	273	325	374
库存	404	727	861	1,020	1,171
其他流动资产	118	109	128	150	171
流动资产总计	1,121	1,456	1,725	2,046	2,520
固定资产	556	782	736	682	622
无形资产	88	146	138	131	124
其他长期资产	183	137	110	89	74
长期资产总计	827	1,064	984	903	820
总资产	1,948	2,520	2,709	2,949	3,340
应付帐款	65	117	138	163	187
短期债务	167	478	245	70	0
其他流动负债	219	327	598	825	1,072
流动负债总计	451	921	981	1,058	1,259
长期借款	28	25	25	25	25
其他长期负债	33	39	43	48	53
股本	208	208	312	312	312
储备	1,173	1,264	1,276	1,422	1,595
股东权益	1,381	1,472	1,588	1,734	1,907
少数股东权益	54	63	73	83	94
总负债及权益	1,948	2,520	2,709	2,949	3,340
每股帐面价值(人民币)	6.64	7.08	5.09	5.56	6.12
每股有形资产(人民币)	6.22	6.38	4.64	5.14	5.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.53)	0.29	(0.42)	(0.83)	(0.97)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	9.6	11.0	10.3	9.8	9.4
息税前利润率(%)	5.6	7.3	6.9	6.8	6.8
税前利润率(%)	5.1	6.2	6.8	7.1	7.2
净利率(%)	4.1	5.2	5.7	6.0	6.2
流动性					
流动比率(倍)	2.5	1.6	1.8	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	8.5	5.4	18.0	271.8	(50.0)
净权益负债率(%)	净现金	7.3	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	0.8	0.9	1.0	1.1
估值					
市盈率 (倍)	51.9	33.9	25.9	20.5	17.4
核心业务市盈率 (倍)	51.9	33.9	25.9	20.5	17.4
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	58.8	38.5	29.3	23.3	19.7
市净率 (倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9
价格/现金流 (倍)	27.5	126.7	10.7	12.3	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.6	24.8	13.6	11.1	9.1
周转率					
存货周转天数	82.6	122.8	122.1	121.5	121.2
应收帐款周转天数	25.6	29.6	29.2	29.2	29.2
应付帐款周转天数	15.3	23.4	23.4	23.4	23.4
回报率					
股息支付率(%)	19.2	17.2	20.0	20.0	20.0
净资产收益率 (%)	5.8	7.9	9.4	10.7	11.4
资产收益率 (%)	3.8	4.4	5.4	6.3	6.5
已运用资本收益率(%)	4.6	5.5	6.5	7.8	8.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371