

**特钢**

署名人: 初学良

S0960511020017

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

参与人: 韩小静

S0960111080446

0755-82026710

hanxiaojing@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 15.5元

当前股价: 12.62元

评级调整: 首次评级

**基本资料**

上证综合指数	2127.76
总股本(百万)	312
流通股本(百万)	160
流通市值(亿)	20
EPS(2011)	0.36
每股净资产(元)	7.08
资产负债率	39.08%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
久立特材	8.51	-0.55	13.83
黑色金属	-2.64	-14.72	-18.52
沪深300指数	-2.87	-9.39	-11.59



**相关报告**

**久立特材**

**002318**

**推荐**

**高端能源管材的国产化先锋**

久立特材产品定位高端,核电、超超临界火电机组用管领域是国产化先锋,本报告论述了公司的综合情况及我们的看法,并重点梳理了上述两个关键品种领域的市场状况,便于投资者理解和跟踪公司。

**投资要点:**

- **公司生产情况介绍:** 今年预计实现管材销量5万吨。公司募投项目及超募项目已经基本投产,总产能达7.7万吨。普通无缝管产能1.85万吨,目前产能利用率80%;普通焊管产能2.25万吨,目前产能利用率95%左右;
- **高端管材生产线均已投产。**核电蒸发器管项目产能500吨,800的已经开始试生产,690的处于研发阶段,现场评审已经通过;超超临界用管生产线产能2万吨,目前该生产线主要做换热器管,超级304和HR3C的量不大;大口径油气输送管产能1万吨,公司焊管技术处在世界前列,目前订单情况良好;镍基合金油井管产能3000吨,今年计划做到500吨,产品均价25万元/吨左右;精密管产能1500吨,现在处于满产状态,主要给南车配套。
- **公司定位及战略:** 公司定位为核电、火电、油气等能源行业高端不锈钢管材的龙头,计划能源类产品占公司业务的70%左右。未来发展方向是提高高端产品占比,实现核电用管、超超临界用管等高端领域的进口替代。
- **对公司的综合评价:** 在我国经济结构转型的趋势中,像久立这种真正能够推动相关领域高端产品国产化进程的企业必然受到国家的鼓励支持,生命力强,发展前景广阔。在我国制造业面临大量产能过剩的背景下,久立以其高端的定位避免了过度的行业竞争,能够保证持续稳定的成长长期看好公司的发展前景。
- **投资建议:** 预计2012-2013年,公司EPS分别为0.47元、0.62元、0.82元,目前股价对应2012年27倍PE,给予推荐评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速下滑超预期

**主要财务指标**

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2162	2543	2897	3344
收入同比(%)	21%	18%	14%	15%
归属母公司净利润	112	147	194	256
净利润同比(%)	53%	32%	31%	32%
毛利率(%)	15.9%	18.6%	19.5%	20.5%
ROE(%)	7.6%	9.2%	11.0%	13.0%
每股收益(元)	0.36	0.47	0.62	0.82
P/E	35.16	26.72	20.34	15.38
P/B	2.67	2.46	2.24	1.99
EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源:中投证券研究所

## 公司关键产品市场情况介绍

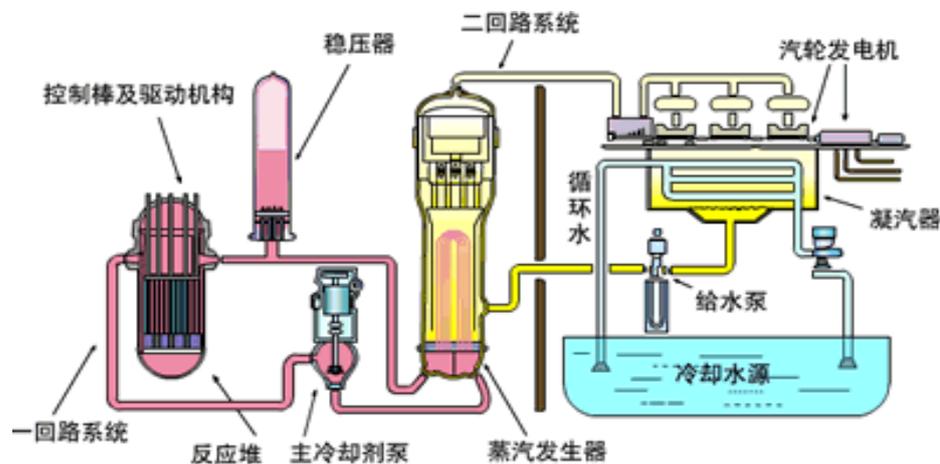
### 1.1 核电蒸发器管

**核电站介绍:** 通常根据反应堆所使用的慢化剂和冷却剂的不同,将核电站分为压水堆、轻水堆、重水堆等不同的堆型。相对于其他核电而言,压水堆核电站(PWR),无论在技术上和安全上均较为成熟,是全球主要最广泛使用的核能发电反应堆类型,中国几乎全部采用这种类型。PWR一般由核岛、常规岛及电厂辅助设施组成。

**原理介绍:** 核岛主要包括压水堆本体(核反应堆)及一回路冷却系统,其功能是产生核蒸汽,由一回路冷却系统将反应堆所产生的核能转换为热能,热能通过一次冷却剂在蒸发器中经传热管传递给二回路的蒸汽。常规岛包含主蒸汽管道和给水管道两个主要的管道系统,这两个管道系统称之为二回路。其作用是将从蒸汽发生器中带出的热能(蒸汽)通过核汽轮机转换为机械能、电能。

**核电用管分类:** 由于核反应堆使用的是带有放射性的核燃料,一旦发生核泄漏,会严重恶化该区域的生态环境,因此核电站对核岛的安全要求最高。核电站使用的管材,其安全等级分为核级和非核级;核级材料又分为核一级、核二级和核三级。此外,在生产制造过程中也有严格质保要求。通常,核岛一回路管道为核级材料,其中用于一回路冷却系统的所有承压边界设备和管道均属核一级材料,部分蒸汽输送管道为核二级和核三级材料;常规岛的二回路系统管道均为非核级材料。

图 1: 核反应堆原理图(图中粉色为一回路,黄色为二回路)



资料来源: 中投证券研究所

**认证介绍:** 核电站安全的重点在于防止核辐射泄漏,因此世界各国对核岛系统设备的设计、制造、检查等各环节都有很严格的要求。由于核电目前我国的核电站大多为第2代核电技术的压水堆核电站,核岛设计采用RCC系列规范。核级用管生产企业必须持有由国家核安全局颁发的“民用核承压设备制造许可证”,才能进入量产阶段。而从我们与相关企业沟通,基本需要2-3年的时间才能通过核级认证。

### 市场竞争状况

目前该领域的全球市场容量在 2000 吨左右，主要由日本的住友金属工业、瑞典的 Sandvik、法国的 Valinox Nucleaire 公司三分天下，分别占有市场份额 40%、30%、30%。

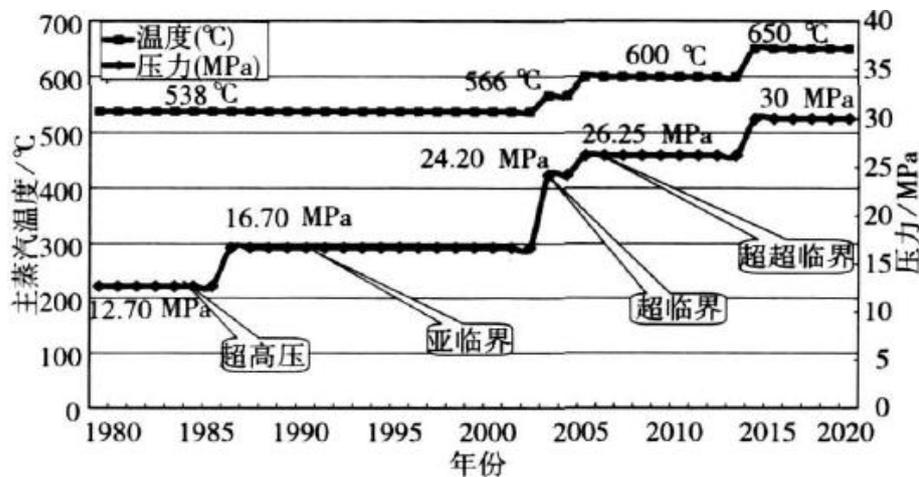
目前国内具备核级用管生产资质的仅有少数几家企业，而且所生产的核岛一回路使用的奥氏体不锈钢管及少量的主冷却管道和蒸发器传热管，长期以来也只作为进口产品的补缺产品，尚不具备成套供应的能力。而核二、三级碳锰钢管因品种规格多，难以形成批量生产且利润远低于不锈钢管，持证企业没有生产积极性。因此，核级用管虽然国内有少数几家企业可以生产，但尚不具备成套供货的能力。

国内生产核电蒸发器管的主要企业是宝钢银环（宝钢股份与江苏银环合资，宝钢股份控股 65%），主要生产 690-U 型专用管，直径 12 至 25.4 毫米 U 型管设计产能 500 吨。其次是久立特材，目前该公司产能 500 吨的核电蒸发器管生产线已经投产，800 已经进入试生产阶段，用于 30 万千瓦的核电机组；690 的处于研发阶段，现场评审已经通过，还需要客户的使用评定，公司目前正积极申请国家核电站的认证。

## 1.2 超超临界用管

**超(超)临界机组是发展趋势:** 火力发电一般是利用煤炭燃烧时产生的热能来加热水，使水变成高压水蒸气，然后再由水蒸气推动发电机继而发电的一种发电方式。火力发电的重要问题是提高热效率，办法是提高锅炉的参数（蒸汽的压强和温度）。压力每提高 1MPa，机组热效率上升 0.18%~0.29%，蒸汽温度每提高 10℃，机组的热效率提高 0.25%~0.3%。因此超（超）临界机组是未来火电机组中的主要候选机组。国外超（超）临界机组发展已经相当成熟，以俄罗斯为例，50%以上的电力装机容量来自超（超）临界机组，国内尚处于起步阶段。目前，10 万 kW 及以下的机组已被国家明文规定限期淘汰，20 万 kW 的机组也已列入准备淘汰的行列。2010 年以后新增发电机组 80%将是超（超）临界机组。随着火力发电向高参数的发展，锅炉的温度和压力越来越高、管道工作环境越来越苛刻、管道尺寸不断增加，高级级高压锅炉管需求越来越大。

图 2：中国火电机组蒸汽参数发展趋势



资料来源：钢管期刊 中投证券研究所

**表 1: 发电机组装机容量 (万 KW)**

高压机组	超高压机组	亚临界机组	超临界机组	超超临界机组
2.5-5	12.5-20	20-30	30-60	60-100

资料来源: 中投证券研究所

**表 2: 超(超)临界锅炉建造中不同温度的选材品种**

温度上限	620°C		650°C	>650°C	
高压锅炉管类型	铁素体型		铁素体型	奥氏体型	
	2Cr 系列	9Cr 系列	12Cr 系列	18Cr 系列	20-25Cr 系列
高压锅炉管牌号	T/P23、T24	T/P91、T/P92	T/P122	TP304H、TP347H、TP347HFG、Super304H	TP310CbN、HR3C

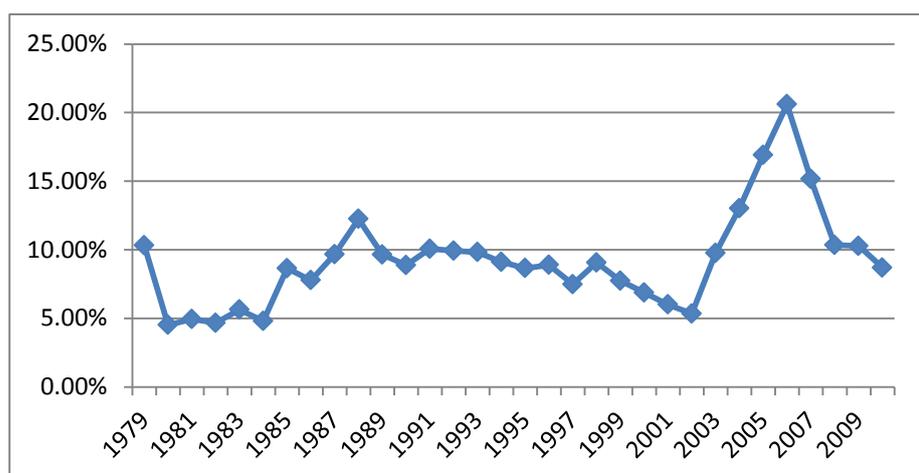
资料来源: 钢铁期刊 中投证券研究所

**供给现状:** 近年来, 随着我国无缝钢管行业的迅速发展, 高压锅炉管生产不论是厂家数量还是产品质量都有较大的飞跃。1998 年以前, 我国只有少数无缝钢管厂能够生产高压锅炉管, 到 2007 年, 我国取得高压锅炉管生产资质的企业达到 40 余家, 其中列入锅炉企业合格供方的达 39 家, 总产能超过 115 万吨。

品种上, 目前, 我国高压锅炉管生产企业以常规钢级产品为主, 且形成出口, 高钢级产品的生产能力不足。以 1000MW 超超临界机组所需高压锅炉管为例, 其中高钢级产品如 T23、T91、T92、S30432、TP310HNBn 的需求占比达到 59%, 国内只有少数几家企业如宝钢股份、常宝股份、久立特材能够批量生产。

**需求预测:** 高压锅炉管的需求驱动源于火力发电装机容量持续增长带来的火电站建设需求。电力行业是周期性行业, 从过去数十年的电力装机容量增速数据看, 周期大约是十年, 预计“十二五”期间将处于底部回升阶段。总电力装机容量构成中, 火电的比例近年来较为稳定, 大致为 75%, 假定十二五期间依然保持该比例。我们认为每万 kW 火电装机容量对高压锅炉管的需求带动系数应该大致稳定。然而, 以过去几年的表观消费量数据计算发现, 该需求带动比例呈现较大波动。我们分析, 主要原因有: 一、锅炉建造与电站建设完成存在一定的时间差; 二、高压锅炉管企业上年的库存导致当年的表观消费量不能准确代表实际的消耗量。为尽量减少这种波动带来的影响, 我们以 2003-2008 年的平均值作为预测基础。

图 3: 1979 年至今国内电力装机容量增速呈现周期性波动



资料来源: 电力期刊 中投证券研究所

表 3: 2003-2009 年我国火电比重

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
火电比重	74.03%	74.48%	75.68%	77.57%	77.42%	75.87%	74.61%

资料来源: 电力期刊 中投证券研究所

表 4: 2003-2008 年高压锅炉管表观消费量/火电装机容量增量 (吨/万千瓦)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	平均
需求带动系数	153	149	125	91	130	198	141

资料来源: 电力期刊 中投证券研究所

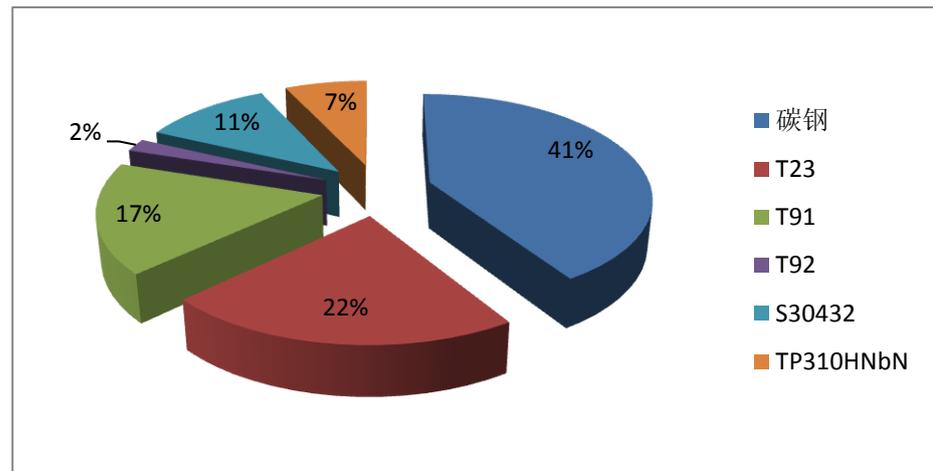
表 5: “十二五”期间国内高压锅炉管需求预测

	预测基础			预测结果
	装机容量增长率 (%)	火电比重 (%)	需求带动系数 (吨/万千瓦)	高压锅炉管年需求 (万吨)
2011	8	75	141	80
2012	8.5	75	141	92
2013	8.5	75	141	100
2014	9	75	141	115
2015	9	75	141	125

资料来源: 中投证券研究所

**高钢级高压锅炉管需求巨大, 预计 2012 年国内供需缺口 20 万吨左右:** 高钢级高压锅炉管的需求目前仍然需要依赖进口方能满足, 虽然近年来我国该类产品的供给能力不断提升, 但每年仍有近 20 万吨左右的进口量。因此, 高钢级产品需求的进口替代量是国内上市公司未来面临的主要市场空间。为此, 我们对该类产品的未来需求做了大致预测。以 1000MW 的超超临界机组为例, 高压锅炉管用钢情况如图 7 所示。T23、T91 等高钢级产品的比例达到 59%。结合前文高压锅炉管总需求预测, 我们预计“十二五”期间超(超)临界机组使用的高钢级高压锅炉管需求如表 10 所示。

图 4: 1000MW 超超临界机组用钢比例



资料来源：钢管期刊、中投证券研究所

表 6: “十二五”期间高钢级高压锅炉管需求预测

	预测基础			预测结果
	高压锅炉管年需求 (万吨)	超(超)临界 机组比例	高钢级品种比例	高钢级需求 (万吨)
2011	80	80%	60%	38
2012	92	80%	60%	44
2013	100	85%	60%	51
2014	115	85%	60%	59
2015	125	90%	60%	68

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1456	1759	2324	2666
现金	388	456	853	985
应收账款	176	241	275	317
其他应收款	7	8	9	10
预付账款	94	145	163	186
存货	727	828	933	1063
其他流动资产	64	81	91	105
<b>非流动资产</b>	1064	1120	1162	1190
长期投资	0	0	0	0
固定资产	782	855	880	875
无形资产	146	195	245	296
其他非流动资产	137	70	37	20
<b>资产总计</b>	2520	2878	3486	3857
<b>流动负债</b>	921	1145	1582	1728
短期借款	478	781	1179	1267
应付账款	117	104	117	133
其他流动负债	327	261	287	328
<b>非流动负债</b>	64	62	63	63
长期借款	25	25	25	25
其他非流动负债	39	37	38	38
<b>负债合计</b>	985	1207	1645	1791
少数股东权益	63	72	81	90
股本	208	312	312	312
资本公积	818	714	714	714
留存收益	446	573	734	950
归属母公司股东权益	1472	1599	1760	1976
<b>负债和股东权益</b>	2520	2878	3486	3857

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-83	61	229	293
净利润	121	156	203	265
折旧摊销	80	95	111	124
财务费用	29	34	49	56
投资损失	-8	-4	-5	-5
营运资金变动	-303	-224	-131	-149
其他经营现金流	-2	3	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-301	-144	-148	-148
资本支出	317	100	100	100
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	14	-44	-48	-48
<b>筹资活动现金流</b>	357	152	316	-13
短期借款	311	303	398	89
长期借款	-3	0	0	0
普通股增加	0	104	0	0
资本公积增加	0	-104	0	0
其他筹资现金流	50	-151	-82	-102
<b>现金净增加额</b>	-29	68	397	132

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	2162	2543	2897	3344
营业成本	1817	2071	2331	2658
营业税金及附加	6	4	6	7
营业费用	100	137	145	167
管理费用	85	127	145	167
财务费用	29	34	49	56
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	8	4	5	5
<b>营业利润</b>	128	173	225	294
营业外收入	13	1	0	0
营业外支出	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	135	174	225	294
所得税	14	17	23	29
<b>净利润</b>	121	156	203	265
少数股东损益	9	9	9	9
<b>归属母公司净利润</b>	112	147	194	256
<b>EBITDA</b>	238	302	385	474
<b>EPS (元)</b>	0.54	0.47	0.62	0.82

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	21.1%	17.6%	13.9%	15.5%
营业利润	44.4%	34.7%	30.1%	30.8%
归属于母公司净利润	52.9%	31.6%	31.3%	32.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.9%	18.6%	19.5%	20.5%
净利率	5.2%	5.8%	6.7%	7.7%
ROE	7.6%	9.2%	11.0%	13.0%
ROIC	7.9%	9.1%	11.1%	13.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.1%	41.9%	47.2%	46.4%
净负债比率	61.31	66.74%	73.19	72.17%
流动比率	1.58	1.54	1.47	1.54
速动比率	0.79	0.81	0.88	0.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.97	0.94	0.91	0.91
应收账款周转率	14	12	11	11
应付账款周转率	20.02	18.82	21.18	21.31
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.47	0.62	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.27	0.19	0.73	0.94
每股净资产(最新摊薄)	4.72	5.12	5.64	6.33
<b>估值比率</b>				
P/E	35.16	26.72	20.34	15.38
P/B	2.67	2.46	2.24	1.99
EV/EBITDA	18	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

韩小静, 中投证券研究所钢铁行业研究助理, 复旦大学材料学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 宝钢股份、新兴铸管、河北钢铁、新钢股份、鄂尔多斯、方大炭素、攀钢钒钛、常宝股份、大成股份、新莱应材、四方达、黄河旋风、豫金刚石、大冶特钢、抚顺特钢、西宁特钢

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434