



**谨慎
买入**

11%↑

目标价格: 人民币 16.40

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 14.30

002318.CH

价格: 人民币 14.81

目标价格基础: 25倍13年市盈率

板块评级: 中立

久立特材

1 季度业绩同比增长 40%

公司公告 13 年 1 季度实现营业收入 6.66 亿元, 同比增长 4.4%, 实现归属母公司净利润 4,303 万元人民币 (折合每股收益 0.14 元), 同比增加 40%, 报告期内公司综合毛利率为 18.8%, 去年同期毛利率为 17%。我们估计公司 1 季度盈利大幅增长以及毛利率显著提升主要是得益于报告期内高端产品销售占比的提高。随着募投项目的产能释放和公司产品结构的进一步优化, 公司预计 13 年上半年实现归属母公司净利润同比将增长 20%-50%。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, 这主要包括大口径油气输送管以及镍基合金油井管; 随着国家核电项目建设的提速和火电投资的恢复, 公司核电管将陆续增加放量同时火电业务亦可能获得一定的恢复; 其他未来盈利增长点还包括精密管和钛管业务等。随着“十二五”能源、石油天然气和核电的发展, 我们看好公司中长期发展, 我们小幅上调公司 13-15 年的盈利预测, 13-15 年每股收益分别为 0.66 元、0.78 元和 0.89 元, 我们将目标价由 14.30 上调至 16.40 元, 这是基于 25 倍的 2013 年市盈率。我们将对公司的评级调整为谨慎买入。

支撑评级的要点

- 受益于石油石化行业景气度的提高, 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;
- 随着国家核电项目建设的提速和火电投资的恢复, 公司核电管将陆续增加放量同时火电业务亦可能有一定的恢复, 其他未来盈利增长点还包括精密管和钛管业务等;

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。
- 募投项目进展缓慢和相关高端管道钢材下游行业增长缓慢。

估值

- 我们将目标价由 14.30 元上调至 16.40 元, 这是基于 25 倍的 2013 年市盈率。我们将对公司的评级调整为谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	12-11	12-12	12-13E	12-14E	12-15E
销售收入(人民币 百万)	2,161.6	2,660.0	2,707.9	2,856.8	3,091.1
变动(%)		23.1	1.8	5.5	8.2
净利润(人民币 百万)	112.0	154.9	204.6	242.6	278.7
全面摊薄每股收益(人民币)	0.359	0.496	0.656	0.778	0.893
变动(%)		38.3	32.1	18.6	14.9
原先每股收益预测(人民币)			0.621	0.734	0.85
调整幅度(%)			5.6	5.9	5.1
全面摊薄市盈率(倍)	41.3	29.8	22.6	19.0	16.6
每股现金流量(人民币)	0.44	0.10	1.68	1.58	1.64
价格/每股现金流量(倍)	33.5	154.0	8.8	9.4	9.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	21.2	12.5	10.1	7.9
每股股息(人民币)	0.0513	0.0667	0.1352	0.1597	0.1830
股息率(%)	0.3	0.5	0.9	1.1	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24	6	16	28
相对新华富时 A50 指数 (%)	29	12	22	33

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)	47
净负债比率(%) (2013E)	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 2013 年 4 月 26 日收市价为标准

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

杭一君

(8621) 2032 8528

yijun.hang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080003

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

13年1季度净利润同比增加40%，上半年预计增长20-50%

公司公告13年1季度实现营业收入6.66亿元，同比增长4.4%，实现归属母公司净利润4,303万元人民币（折合每股收益0.14元），同比增加40%，报告期内公司综合毛利率为18.8%，去年同期毛利率为17%。我们估计公司1季度盈利大幅增长以及毛利率显著提升主要是由于报告期内高端产品销售占比的提高。随着募投项目的产能释放和公司产品结构的进一步优化，公司预计13年上半年实现归属母公司净利润将同比增长20%-50%，按照12年上半年归属母公司净利润7,356.6万元计算，13年上半年将实现净利8,828万-1.1亿元，折合每股收益0.28-0.35元。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年1季度	2013年1季度	同比变动(%)
销售收入	638	666	4.4
销售成本	(529)	(539)	1.9
营业税	(0)	(2)	340.3
毛利润	108	125	15.4
其他营业收入	0	0	n.a.
销售费用	(27)	(30)	9.5
管理费用	(30)	(31)	3.2
资产减值损失	(7)	(6)	(10.5)
经营利润	44	58	31.3
财务费用	(9)	(7)	(20.9)
投资收入	3	0	(84.6)
其它非经营性收入	0	1	37.4
税前利润	36	52	43.5
税金	(5)	(7)	32.3
少数股东权益	1	2	375.6
净利润	31	43	40.0
全面摊薄每股收益(人民币)	0.100	0.140	40.0
盈利能力 (%)			
毛利率	17.0	18.8	
经营利润率	6.9	8.7	
净利率	4.8	6.5	

资料来源：公司数据

图表 2. 公司募投及超募项目情况

编号	品种	项目	设计产能 (吨)	募集资金	投产时间
1	超超临界用管	募投项目	20,000	33,310.30 万元	2010年年底
2	大口径油气输送管	募投项目	10,000	13,650.50 万元	已投产
3	油井用管	募投项目	3,000	12,683.00 万元	1月5日公告已投产
4	核电蒸发器管	超募项目	500	与精密管合计投资 16,677 万元	1月5日公告已投产
5	航天精密管	超募项目	1,500	与核电管合计投资 16,677 万元	1月5日公告已投产
6	钛管	超募项目	1,000	超募项目	少量生产

资料来源：公司公告

图表 3. 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 (万元)	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		498,000		11,160		0.537

资料来源：公司公告

核电项目建设提速，火电投资有望破冰

自 12 年 10 月份国务院宣布核电项目恢复审批以来，国家重大核电项目建设正在提速。近日山东荣成石岛湾核电 CAP1400 示范工程环评公示将到期，如无异议，项目将于 14 年 4 月正式动工，2018 年年底建成投产；此外，国产先进压水堆 ACP1000 近日也通过专家审查，中广核福建宁德核电站一期首台机组亦于近日正式投运。总体来看，今年核电项目开工数将较 12 年明显增加，核电建设的提速将提振公司核电钢管的需求。从火电项目的建设来看，12 年年底国家加快了火电项目的审批速度，尽管从电力企业的角度，新建项目积极性仍受到一定抑制，但我们认为与疲弱的 12 年相比，13 年国家火电建设仍将可能实现破冰之旅，从而有望带动火电钢管产品市场的环比恢复。

调整盈利预测和目标价

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，这主要包括大口径油气输送管（随着 13 年下半年可转债项目 2 万吨 LNG 等输送用大口径管道及组件项目投产，公司大口径耐腐蚀油气输送管产品规格更加齐全，品种结构更加完善，产能进一步释放）以及镍基合金油井用管；随着国家核电项目建设的提速和火电投资的恢复，公司核电管将陆续增加放量同时火电业务亦将可能有一定的恢复；其他未来盈利增长点还包括精密管和钛管业务等。随着公司募投项目包括大口径油气输送管，油井用管、核电蒸发器用管的产量逐步释放，公司已逐步升级为高端能源管道钢材供应商。随着“十二五”能源、石油天然气和核电的发展，我们看好公司中长期发展。我们小幅上调公司 13-15 年的盈利预测，13-15 年每股收益分别为 0.66 元，0.78 元和 0.89 元，同时我们将目标价由 14.30 元上调至 16.40 元，这是基于 25 倍的 2013 年市盈率。我们将对公司的评级调整为**谨慎买入**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,162	2,660	2,708	2,857	3,091
销售成本	(1,817)	(2,134)	(2,161)	(2,258)	(2,423)
经营费用	(187)	(301)	(307)	(324)	(351)
息税折旧前利润	238	333	342	380	424
折旧及摊销	(80)	(108)	(103)	(105)	(107)
经营利润(息税前利润)	158	225	240	274	317
净利息收入/(费用)	(29)	(43)	0	10	9
其他收益/(损失)	7	5	5	6	6
税前利润	135	187	245	290	332
所得税	(14)	(26)	(34)	(41)	(46)
少数股东权益	(9)	(6)	(6)	(7)	(7)
净利润	112	155	205	243	279
核心净利润	112	155	205	243	279
每股收益(人民币)	0.359	0.496	0.656	0.778	0.893
核心每股收益(人民币)	0.359	0.496	0.656	0.778	0.893
每股股息(人民币)	0.051	0.067	0.135	0.160	0.183
收入增长(%)	21.1	23.1	1.8	5.5	8.2
息税前利润增长(%)	n.a.	40.0	2.9	10.8	11.7
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	42.5	6.6	14.4	15.5
每股收益增长(%)	n.a.	38.3	32.1	18.6	14.9
核心每股收益增长(%)	n.a.	38.3	32.1	18.6	14.9

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	135	187	245	290	332
折旧与摊销	80	108	103	105	107
净利息费用	29	43	(0)	(10)	(9)
运营资本变动	(535)	(518)	(783)	(1,088)	(1,431)
税金	(14)	(26)	(34)	(41)	(46)
其他经营现金流	443	237	992	1,236	1,558
经营活动产生的现金流	138	30	523	493	512
购买固定资产净值	(317)	(285)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	10	46	0	0	0
其他投资现金流	6	(40)	(1)	0	0
投资活动产生的现金流	(301)	(279)	(11)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	25	0	0	0
支付股息	(16)	(21)	(42)	(50)	(57)
其他融资现金流	405	(177)	(442)	38	41
融资活动产生的现金流	357	(213)	(503)	(29)	(31)
现金变动	194	(462)	9	453	470
期初现金	412	388	370	379	832
公司自由现金流	(163)	(246)	512	484	502
权益自由现金流	(196)	(264)	493	466	487

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	388	370	379	832	1,303
应收帐款	232	322	328	346	374
库存	727	709	718	751	806
其他流动资产	109	83	87	100	120
流动资产总计	1,456	1,485	1,512	2,029	2,603
固定资产	782	873	835	783	720
无形资产	146	172	163	154	146
其他长期资产	137	230	185	151	125
长期资产总计	1,064	1,275	1,183	1,088	991
总资产	2,520	2,760	2,696	3,117	3,594
应付帐款	117	138	140	146	157
短期债务	478	464	0	0	0
其他流动负债	327	364	590	795	1,016
流动负债总计	921	966	730	941	1,173
长期借款	25	50	50	50	50
其他长期负债	39	75	78	89	106
股本	312	312	312	312	312
储备	1,264	1,288	1,451	1,643	1,865
股东权益	1,576	1,600	1,763	1,955	2,177
少数股东权益	63	69	75	82	89
总负债及权益	2,520	2,760	2,696	3,117	3,594
每股帐面价值(人民币)	4.72	5.13	5.65	6.27	6.98
每股有形资产(人民币)	4.25	4.58	5.13	5.77	6.51
每股净负债/(现金)(人民币)	0.29	0.38	(0.87)	(0.94)	(0.96)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.0	12.5	12.6	13.3	13.7
息税前利润率(%)	7.3	8.5	8.8	9.6	10.3
税前利润率(%)	6.2	7.0	9.1	10.1	10.7
净利率(%)	5.2	5.8	7.6	8.5	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	2.1	2.2	2.2
利息覆盖率(倍)	5.4	5.2	(2,332.7)	(28.0)	(35.1)
净权益负债率(%)	7.3	9.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	1.1	1.4	1.5
估值					
市盈率(倍)	41.3	29.8	22.6	19.0	16.6
核心业务市盈率(倍)	41.3	29.8	22.6	19.0	16.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	45.7	33.0	25.0	21.1	18.4
市净率(倍)	3.0	2.8	2.5	2.3	2.0
价格/现金流(倍)	33.5	154.0	8.8	9.4	9.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.0	21.2	12.5	10.1	7.9
周转率					
存货周转天数	122.8	97.3	96.8	95.9	95.1
应收帐款周转天数	29.6	33.5	33.5	33.5	33.5
应付帐款周转天数	23.4	23.6	23.6	23.6	23.6
回报率					
股息支付率(%)	13.2	12.9	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	7.9	9.6	11.5	12.2	12.6
资产收益率(%)	4.4	5.6	7.6	7.8	7.8
已运用资本收益率(%)	5.5	7.7	9.5	9.9	10.3

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；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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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士，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。所有本报告期内使用的商标、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及其附属及关联公司版权所有。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

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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