

# 油气核电双轮驱动 业绩增长可期

## 买入首次评级

目标价格：22元

### 投资要点：

我们与市场其他机构看法的核心区别在于：

- 📖 公司产品非市场普遍理解的一般意义上的管材，而是国内外高端装备制造所必需的上游核心合金材料。公司以自身研发能力的提升不断突破国外技术壁垒，实现产品高端化和技术升级。
- 📖 公司目前产品应用已经完成对油气、核电、军工三大下游行业的布局，三大板块实际合计收入占比80%以上，利润占比超过90%，未来将长期受益于国内产业升级和下游行业需求的快速稳定增长。
- 📖 经历了多年的技术积累和产品储备，公司高端产品即将进入集中爆发期，公司业绩高速增长可期。

### 报告摘要：

- **公司主营工业用不锈钢及特种合金管材，定位高端，用于进口替代。**公司所产管材主要运用于石油、化工、天然气、电力（包括核电）设备、航空航天、军工、造船等先进装备制造行业。
- **各细分品种符合行业发展方向，未来市场空间巨大，高端产品全面进入放量增长期。**镍基合金油井管用管受益于油井开采的深度增加和难度提高，2013年销量将有望达到1000吨以上。LNG输送管受益于未来我国油气管道建设的高速增长，预计2013年产销将达到5000吨以上。国内核电新一轮建设高峰将至，公司核电反应堆内构件国内市场占有率90%以上，核电蒸发器管实现进口替代。此外，公司在高端管材方面具备极强的技术优势和客户资源，未来公司有望在军工、海洋装备、异型材等行业和领域，通过重点产品攻关提升市场份额。
- **盈利预测与投资建议：**预计2013-2015年公司收入分别31.9亿、39.9亿、49.8亿，同比增长20%、25%、25%，净利润2.3亿、3.5亿、5.7亿，同比增长50%、54%、59%；对应的EPS分别为0.75、1.15、1.83，PE 20X、13X、8X。给予公司买入评级，未来六个月目标价22元，对应2013年30倍PE。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,162	2,660	3,192	3,990	4,987
YoY	21%	23%	20%	25%	25%
净利润	112	155	233	359	570
YoY	53%	38%	51%	54%	59%
EPS	0.36	0.50	0.75	1.15	1.83
PE	42.1	30.5	20.2	13.1	8.3

### 中小市值上市公司研究组

#### 首席分析师：

**王凤华 (S1180511010001)**

电话：010-88013568

 Email: [wangfenghua@hysec.com](mailto:wangfenghua@hysec.com)

#### 资深分析师：

**李坤阳(S1180511030001)**

电话：010-88013558

 Email: [likunyang@hysec.com](mailto:likunyang@hysec.com)

#### 研究助理：

**史余森**

电话：010-88013570

 Email: [shiyusen@hysec.com](mailto:shiyusen@hysec.com)
**岳苗**

电话：010-88013564

 Email: [yuemiao@hysec.com](mailto:yuemiao@hysec.com)
**邓锐**

电话：010-88085986

 Email: [dengrui@hysec.com](mailto:dengrui@hysec.com)

### 行情数据

当前股价	15.12
总股本(千股)	312,000
总市值(百万)	4,717
流通市值(百万)	4,459
12个月最高价	14.89
12个月最低价	10.00

数据来源：Wind

### 相关研究

宏源证券-中小市值周报-悲观预期释放，期待新行情起点

20130414

## 目录

公司基本情况 .....	4
公司简介：公司是国内高端管材制造的龙头企业 .....	4
公司产能：油气、核电等高端管材产能释放 .....	5
公司主要高端产品：下游需求向好，未来持续放量 .....	5
LNG 输送管：天然气消费快速增长，油气输送管道需求旺盛 .....	5
未来国内天然气消费将呈快速增长态势 .....	5
油气输送管道建设对管道需求旺盛 .....	6
公司产品现状及预测 .....	7
镍基合金油井用管：适应恶劣的油气开采环境 .....	7
石油、天然气消费稳定增长 .....	7
油井深度增加加大油井用管消费 .....	8
公司产品现状及预测 .....	8
核电用管：核电审批预期恢复，进口替代空间巨大 .....	9
公司产品现状及预测 .....	10
超超临界管：火电机组节能环保必备材料 .....	10
火力发电虽然同比增速回落，但仍是发电主力 .....	10
超超临界机组节能环保，是火力发电节能环保的必由之路 .....	11
公司产品现状及预测 .....	11
未来诸多新品值得期待 .....	12
公司财务分析 .....	12
产品结构 .....	12
公司营收状况 .....	13
盈利预测与估值 .....	15
财务报表及附录 .....	17

## 插图

图 1: 公司产品.....	4
图 2: 久立特材股权结构.....	4
图 3: 中国与全球一次性能源消费比例.....	6
图 4: 我国管道输油(气)里程(单位:万公里).....	7
图 5: 2000-2015 年天然气消费量及复合增速.....	7
图 6: 2000-2015 年原油消费量及复合增速.....	7
图 7: 我国核电装机容量与发达国家对比.....	9
图 8: 我国核电发电量与发达国家对比.....	9
图 9: 核反应堆主要结构.....	10
图 10: 核反应堆冷却剂泵.....	10
图 11: 2007-2012 年火电发电量及增长率趋势图.....	11
图 12: 发电量占比示意图.....	11
图 13: 公司产品在多个领域收入构成.....	13
图 14: 2006-2012 年公司收入和增速.....	14
图 15: 2009-2012 年公司净利润和增速.....	14
图 16: 2009-2012 年公司分季度毛利率.....	14
图 17: 焊接管 2009-2012 年单价.....	15
图 18: 无缝管 2009-2012 年单价.....	15
图 19: 2009-2012 年普通焊接管(3*3.75)、无缝管(219*6)现货价格.....	15
图 20: 2009-2012 年公司焊接管、无缝管毛利率.....	15

## 表格



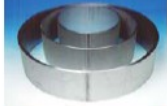


表 1: 公司目前和未来产能投放.....	5
表 2: 2000-2015 年原油及天然气年消费量.....	6
表 3: 油井用管的主要构件及其占全部使用量的比例.....	8
表 4: 公司主要产品收入、增长、毛利率.....	12
表 5: 公司生产焊接管相关数据.....	14
表 6: 公司生产无缝管相关数据.....	15
表 7: 分项盈利预测.....	16

## 公司基本情况

### 公司简介：公司是国内高端管材制造的龙头企业

公司主营业务为工业用不锈钢及特种合金管材、管件的研发、生产和销售，产品主要运用于石油、化工、天然气、电力（包括核电）设备、造船、造纸、其他机械等先进装备制造行业。

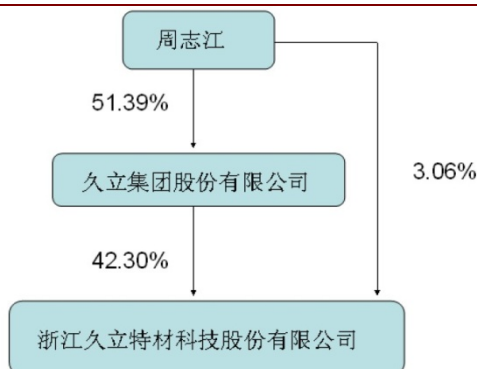
图 1：公司产品

产品大类	产品小类	样图	主要用途
无缝管	无缝管（穿孔工艺生产）		石油、化工、电力设备制造、造船、造纸、航空、航天、机械制造等行业，如石化换热器用管、仪表压力管道、流体输送管道、超（超）临界电站锅炉用管等。
	无缝管（挤压工艺生产）		
焊接管	U 型管		热电厂中的低压加热器、冷凝器以及石化行业使用的 U 型管换热器等。
	中大口径焊接管		石油、化工、天然气、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道等。
	小口径焊接管	直管	
盘管			化工、食品加工、制药等行业中的非标设备，如盘管式加热器、冷却器、反应器等。

资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

公司大股东久立集团持有公司 42.3% 的股权，实际控制人是公司董事长周志江先生。周总历任湖州金属型材厂厂长、浙江久立集团有限公司董事长，曾多次荣获全国优秀乡镇企业家、浙江省优秀共产党员等荣誉称号，现为浙江省第十一届人大代表，浙江省第十二届党代表。

图 2：久立特材股权结构



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 公司产能：油气、核电等高端管材产能释放

公司于2009年12月上市，上市前公司拥有传统无缝管和焊接管产能3.55万吨，IPO募投项目包括中大口径油气输送焊接管、超超临界用管、镍基油井合金管等三个项目，分别于2009至2011年全部投产。此外公司利用超募资金投资的核电蒸发器管和精密管，也于2011年年底达产。未来公司通过发行可转债募集资金投资建设LNG输送用大口径管和管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管，预计将于2013年年底达产。

**表 1：公司目前和未来产能投放**

公司主要产品	项目类型	产能	投产时间
传统无缝管	上市前产品	无缝和焊接合	2009年及以前
传统焊接管	上市前产品	计3.55万吨	
中大口径油气输送焊接管（油气输送）	募投项目	1万吨	2009年11月
超超临界用管	募投项目	2万吨	2010年9月
镍基合金油井管（油气开采）	募投项目	3000吨	2011年12月
核电蒸发器管	超募项目	500吨	2011年12月
精密管	超募项目	1500吨	2011年12月
LNG输送用大口径管	可转债项目	2万吨	2013年Q4
管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管	可转债项目	1万吨	2013年Q4

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 公司主要高端产品：下游需求向好，未来持续放量

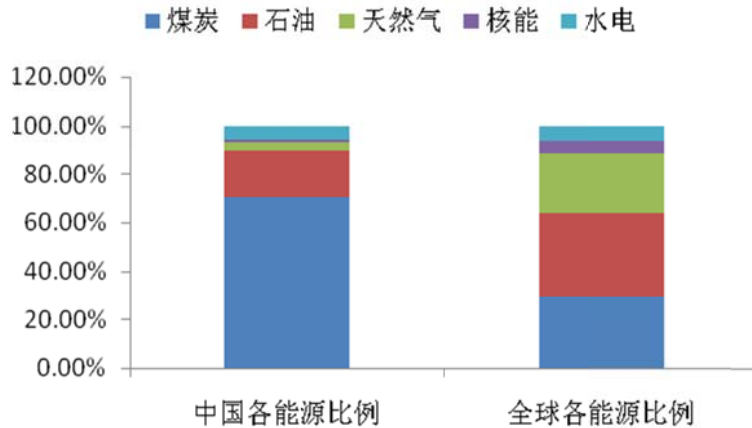
### LNG 输送管：天然气消费快速增长，油气输送管道需求旺盛

#### 未来国内天然气消费将呈快速增长态势

作为高效、洁净、无污染的能源，同等热值的天然气，二氧化碳排放量比煤炭少43%，比石油少28%。天然气已在全球开始逐步取代煤炭和石油成为首选燃料。但是，目前我国天然气占一次能源消费比例仅为4.3%，远低于全球平均比例24.1%，对煤炭依赖度极高的能源消费结构使我国经济发展和环境保护遭遇了巨大挑战，提高天然气消费在我国占比显得尤为紧迫。

“十二五”期间天然气在一次能源消费中的比重有望提高到8%。这意味着我国天然气消费量在2015年将达2660亿立方米，在未来3年中将保持年均增长17%左右。

图 3: 中国与全球一次性能源消费比例



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

表 2: 2000-2015 年原油及天然气年消费量

	2000	2005	2010	2015E
天然气消费量 (亿立方米)	245.05	467.63	1067	2600
年均复合增长率		13.80%	17.90%	19.50%
原油消费量 (亿吨)	2.12	3.01	4.49	5.73
年均复合增长率		7.20%	8.30%	5.00%

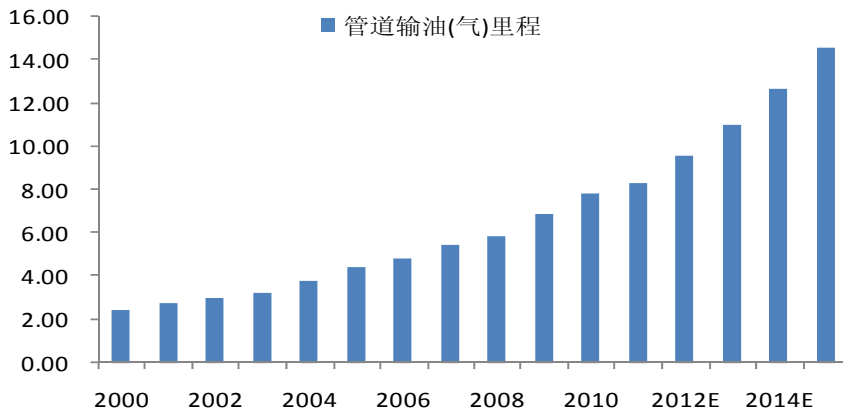
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

### 油气输送管道建设对管道需求旺盛

我国石油和天然气储量地和消费地差异较大,其中已探明的天然气资源主要分布在塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木、松辽、渤海湾、准噶尔等 9 个盆地;而经济发达、人口密集的长三角、东南沿海、中南和环渤海地区则是我国石油和天然气市场需求的主体,占全国总需求量 65%。这决定了我国发展天然气只能应用长距离运输的方式。作为连接油气资源与市场的桥梁和纽带,油气管道运输以高效率、低成本和安全可靠的优势显示出旺盛的生命力。

“十二五”是我国油气管道集中建设的五年,我国将加快西北、东北、西南和海上进口油气战略通道建设。2000 年全国油气管道总里程仅 2.47 万公里,2010 年管道总里程达到 7.85 万公里,到 2015 年我国输油气管道总长度将达到 15 万公里左右,比 2011 年施工长度增加 6.1 万公里,未来 4 年管道年复合增长率约 15%。

图 4: 我国管道输油(气)里程(单位: 万公里)



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

### 公司产品现状及预测

特殊环境(如超低温、腐蚀等)用 LNG 输送管占全球 LNG 输送管总需求量的 10% 左右, 年需求大约 15-20 万吨。公司产品主要为高端特殊环境用管, 适用于 LNG 中央处理站、接气站和 LNG 运输船舶等。

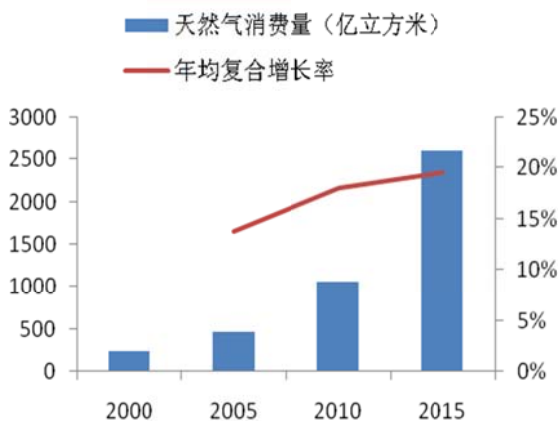
公司年产 10000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目于 2010 年达产, 转债项目 20000 吨大口径油气用管道将进一步提升公司产品市场占有率, 我们预计公司 2013 和 2014 年分别实现销售在 5000 吨和 1 万吨。

### 镍基合金油井用管: 适应恶劣的油气开采环境

#### 石油、天然气消费稳定增长

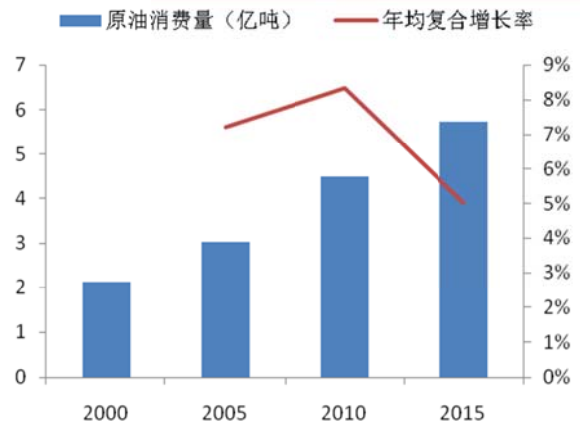
随着中国、印度等新兴国家快速发展, 全球范围内对石油和天然气等能源的消费还将保持稳定增长。我们预计未来几年全球石油消费仍将保持正增长, 而中国则可维持 7-8% 左右的增速; 全球天然气增速将维持在 3% 左右, 而中国增速将在 15% 以上。

图 5: 2000-2015 年天然气消费量及复合增速



资料来源: 港澳资讯, 宏源证券研究所

图 6: 2000-2015 年原油消费量及复合增速



资料来源: 港澳资讯, 宏源证券研究所

## 油井深度增加加大油井用管消费

由于多年来对浅井开采量较大，全球井深呈现出持续增长态势，从而使单井耗管量大幅提升，同时恶劣的开采环境也推动了高端油井管需求增加，这都加大了对管材的需求。

根据我国的地质情况，我国东部地区油田的油井相对较浅，一般为 1000-2000 米，每口油井需要油井用管 55-120 吨；而西部地区油田的油井较深，平均为 4000 米，每口油井需要油井用管 220-250 吨，西部地区每口油井的油井用管量是东部地区的 2-5 倍。

我国油井用管产量伴随需求迅速增长。2010 年我国油井用管需求量为 380 万吨，根据《钢铁工业“十二五”规划》预计到 2015 年我国油井管需求量将达到 470 万吨，相比 2010 年增长 23.68%，年均复合增长率为 4.34%。

**表 3: 油井用管的主要构件及其占全部使用量的比例**

构件	用途	占油井用管比例
钻探管	钻探油气井的无缝钢管，包括钻杆、钻铤	5-10%
套管	支撑油井井壁用钢管，包括表层套管、技术套管和油层套管	60-80%
油管	油气井打好固井后，在油层套管中设置的，让油气从此涌至地面专用无缝钢管	20-30%

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

油井用管成本约占油井开发生产成本的 20-30%，同时油田开采难度的增加对油井用管的强度、韧性、抗腐蚀性、抗挤压能力提出了更高的要求，推动了国内油井用管的技术研发，我国油井用管的生产能力不断增强。

石油天然气的开发过程中，CO<sub>2</sub>、H<sub>2</sub>S、Cl<sup>-</sup>等气体和介质对油井用管的腐蚀已成为油田的主要腐蚀问题，不仅给油田造成了巨大的经济损失，而且往往带来一些灾难性的后果，如人员伤亡、停工停产以及环境污染等。目前我国塔里木、大庆、四川、华北、江汉等主力油田均存在程度不同的 CO<sub>2</sub> 腐蚀，而四川、大庆等油田还存在较为严重和复杂的 CO<sub>2</sub> + H<sub>2</sub>S + Cl<sup>-</sup> 的综合腐蚀。CO<sub>2</sub>、H<sub>2</sub>S、Cl<sup>-</sup> 等气体和介质对油井用管的腐蚀现已成为国内外石油、天然气开采过程中的难题，也是困扰我国油气开采行业发展的一个突出问题。

镍基合金是指以镍为基 (Ni>50%) 并含有合金元素，能在特定介质中耐腐蚀的合金。因传统材料难以解决高 H<sub>2</sub>S、CO<sub>2</sub> 天然气田的开发带来的严重腐蚀问题，Ni、Cr、Mo 等合金元素含量较高的镍基合金则可有效抵抗 CO<sub>2</sub> 等介质腐蚀。镍基合金油井用管可适用于高温、高压、特殊介质腐蚀的条件下，具有很好的韧性、高温持久强度、抗氧化性、抗蠕变性、抗腐蚀性以及焊接性能。因此，镍基合金油井管是涉及国家能源安全的重要产品，可以用于地质结构复杂、高温高压高腐蚀性的天然气田、油田的开发。

## 公司产品现状及预测

公司 3000 吨镍基合金产能已于 2011 年底建成，理论最大产能可以达到 5000 吨以上。由于镍基合金油井用管的镍含量较高，因此产品单价和毛利率也较高，目前我国对镍基合金油井管年需求量大约 10000 吨，几乎全部依赖进口，未来替代的市场空间巨大。

受益于国内市场的增长和进口替代步伐的加快，公司项目投产后年产量持续翻倍增长，2011 年公司镍基合金油井管销量 300 吨，2012 年销量 600 吨，预计 2013 和 2014 年销量



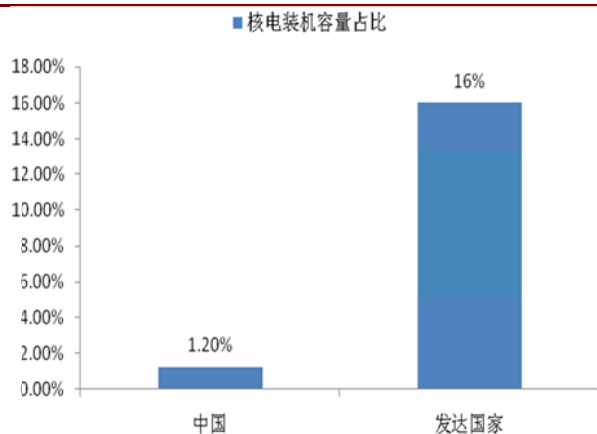
将达到 1200 吨和 2000 吨以上。

## 核电用管：核电审批预期恢复，进口替代空间巨大

我国以火电为主的能源消费结构非常明显，要实现 2020 年比 2005 年 GDP 二氧化碳排放强度下降 40%-45% 的目标和最新提出的 2015 年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2010 年下降 17% 的目标，能源消费格局必须改变。

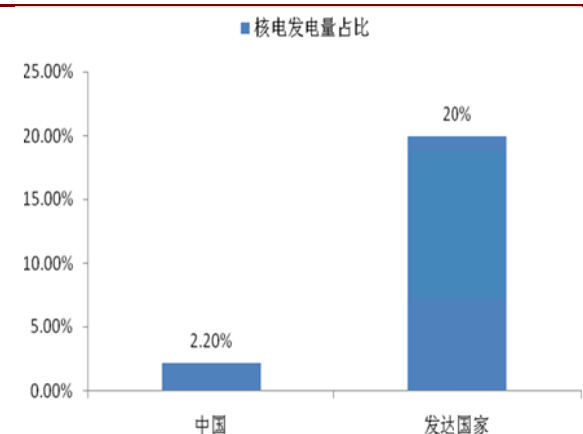
因光伏、水电和风能的自身的局限性，难以在能源结构中占据较大份额，发展核电成为必然趋势之一。截止 2010 年，我国核电装机容量仅占所有电源装机容量的 1.2%，远低于发达国家的 16%；核电发电量占总发电量的 2.2%，远低于发达国家的 20%。由于日本地震导致的核电危机暂时停止了新建核电项目审批，但长期来看国内核电的发展空间依然巨大。

图 7：我国核电装机容量与发达国家对比



资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 8：我国核电发电量与发达国家对比



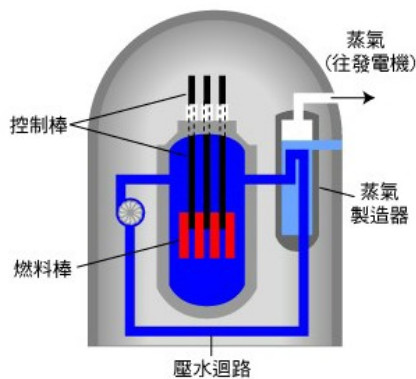
资料来源：Wind、宏源证券研究所

根据 2013 年 1 月《能源发展“十二五”规划》，截止 2010 年，我国核电装机容量 1082 万千瓦，到 2015 年核电总装机容量将达到 4000 万千瓦，年均增速 29.9%。

核电站需要核电蒸发器管 150 吨/百万千瓦，按照 2015 年 4000 万千瓦的装机容量，2013-2015 年国内核电装机容量有望增长 2500 万千瓦，对应新增核电蒸发器管 3750 吨，年均 1250 吨。

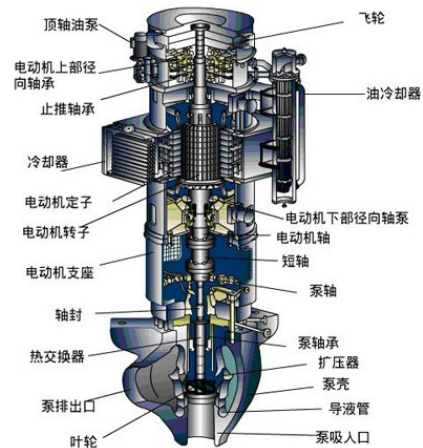
全球范围来看，目前该领域的全球市场容量大约 2000 吨，主要被外国厂商占据，日本的住友金属工业、瑞典 Sandvik、法国 Valinox Nucleaire 分别占有 40%、30%、30% 的市场份额，国内仅久立特材和宝钢通过了国家核安全传热管制造许可，并小批量供货，未来存在巨大的市场替代空间。

图 9: 核反应堆主要结构



资料来源: 网络资料, 宏源证券研究所

图 10: 核反应堆冷却剂泵



资料来源: 网络资料, 宏源证券研究所

## 公司产品现状及预测

公司现有产品主要包括核电站反应堆内控制棒驱动构件、燃料棒槽道、蒸发器 U 型管 (800U 不锈钢管和 690U 镍基合金管) 和凝汽器用焊接钛管等, 这些材料全部是核电站的关键材料并长期依赖于进口。公司是国内目前仅有的两家获得国家核安全局生产许可的生产企业之一(目前国内通过国家民用核安全设备核电蒸发器管制造许可的厂商仅久立特材和宝钢银环两家), 公司在反应堆内构件的市场占有率 90% 以上, 未来市场空间广阔。

久立特材目前核电用管产能 500 吨, 主要满足国内外民用核反应堆和国内军工需求。随着国内核电建设的新一轮周期的加速到来和军工需求的释放, 公司相关产品也将随之快速放量, 我们保守预计 2013 和 2014 年公司核电用管销量为 250 吨和 350 吨, 由于产品的高技术壁垒和高盈利能力, 核电板块将成为 2013 年以后公司业绩增长的主要推动力量之一。

## 超超临界管: 火电机组节能环保必备材料

超超临界电站锅炉用不锈钢无缝管主要用于火力发电的超临界和超超临界机组。

### 火力发电虽然同比增速回落, 但仍是发电主力

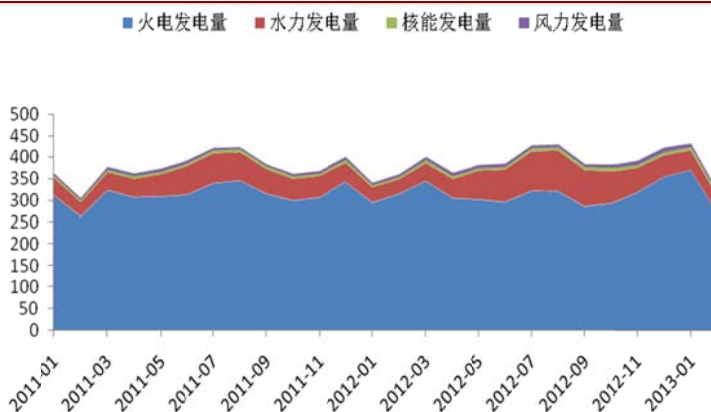
2012 年发电量 49377 亿千瓦时, 同比增长 4.8%; 其中, 火电发电量 38554 亿千瓦时, 同比增长 0.6%, 增幅较 2011 年下降 14.2 个百分点。火力发电虽然同比增速回落, 慢于行业增速, 但仍是发电主力, 占全部发电量的比例为 78%。

图 11: 2007-2012 年火电发电量及增长率趋势图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 12: 发电量占比示意图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

### 超超临界机组节能环保，是火力发电节能环保的必由之路

超超临界机组采用国际上先进的燃煤锅炉发电技术,是燃煤发电技术未来的主要发展方向。超超临界机组火电机组是指燃煤发电机组的蒸汽轮机炉内的蒸汽温度不低于 593℃,或蒸汽压力不低于 31Mpa。

超超临界机组是一种先进的火电技术,具有煤耗低、环保性能好、技术含量高的特点,最大优势在于节煤,其能源转化效率在 48%以上,比国内最先进的亚临界机组高出近 10 个百分点,每度电标准煤耗比全国平均标准低 20.27%。同时采用低氧化氮技术,在燃烧过程中减少 65%的氮氧化物及其它有害物质的形成,且脱硫率可超 98%,可实现节能降耗、环保的目的。

60-100 万 kw 超超临界发电技术作为国际上先进的燃煤锅炉发电技术,被欧美、日本等发达国家广泛采用。特别是 100 万 kw 超超临界机组参数高、容量大,它的研制成功标志着一个国家的工业水平。

### 公司产品现状及预测

超超临界机组的关键部件是高温高压蒸汽管道、集箱、过热器、再热器和水冷壁等。

超超临界电站锅炉由于温度及压力的提高，对关键部件的抗腐蚀、抗蠕变、抗疲劳、抗氧化、耐高温、耐高压等性能提出了严格的要求。

公司年产 2 万吨的超超临界管项目已经全部投产，预计 2013-2015 年销量分别 16000 吨、18000 吨和 20000 吨。

## 未来诸多新品值得期待

公司在高端管材方面具备极强的技术优势和客户资源，未来公司有望在军工、海洋装备、异型材等行业和领域，继续通过重点产品攻关提升市场份额。

公司通过发行可转债募集资金投资建设的管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管，预计将于 2013 年底达产。特殊钢与钛合金双金属复合管由两种不同金属材料构成，钢管内壁和外壁由不同金属组成的钢管，管层之间通过各种变形和连接技术形成紧密结合，从而使两种材料结合成一体新型金属复合管材，相关产品应用于油井管、核电反应堆、军工、工程锚杆等行业。

公司 2012 年 8 月获得注册号为“12 QJ2 0139 R0M”的《武器装备质量管理体系认证证书》，获准从事武器装备专用耐蚀合金钢管的设计开发、生产和服务，以及武器装备专用高温合金钢管和武器装备专用特殊钢钢管的生产和服务，未来公司产品将有望拓展至军工领域。

2012 年 3 月，公司承担的浙江省省级工业新产品开发项目“核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管”通过鉴定，久立特材是目前国内唯一一家能满足国际热核聚变实验堆（ITER）项目要求的 PF 导体铠甲供应商，该产品的部分性能处国际先进水平，所测指标符合 ITER 项目导体采购方《PF 导体 316L 不锈钢异型管技术条件》标准要求，2013 年起向 ITER 批量供货。

## 公司财务分析

### 产品结构

按照产品划分，公司主要产品包括无缝管和焊接管，两者收入合计占公司总收入的 95%。2012 年无缝管收入 13.4 亿，同比增长 19%，毛利率 22.4%；焊接管收入 10.6 亿，同比增长 38%，毛利率 19.4%。

表 4: 公司主要产品收入、增长、毛利率

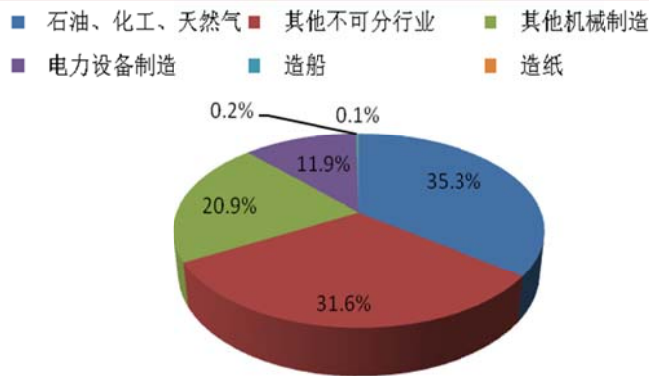
	2009A	2010A	2011A	2012A
<b>营业收入</b>				
无缝管(百万元 人民币)	569	876	1,127	1,341
焊接管(百万元 人民币)	654	628	774	1,065
毛管(百万元 人民币)	22	38	79	35

	2009A	2010A	2011A	2012A
其他(百万元 人民币)	27	24	12	86
<b>合计</b>	<b>1,272</b>	<b>1,565</b>	<b>1,991</b>	<b>2,528</b>
<b>收入构成</b>				
无缝管 (%)	44.76	55.98	56.61	53.06
焊接管 (%)	51.39	40.11	38.85	42.14
毛管 (%)	1.72	2.41	3.95	1.38
其他 (%)	2.13	1.51	0.59	3.41
<b>YoY</b>				
无缝管 (%)		54	29	19
焊接管 (%)		-4	23	38
毛管 (%)		72	109	-56
其他 (%)		-13	-50	636
<b>合计</b>		<b>23</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
<b>毛利率</b>				
无缝管 (%)	16.7	14.7	19.2	22.4
焊接管 (%)	27.7	16.6	15.9	19.4
毛管 (%)	9.2	3.6	2.7	5.2
其他 (%)	35.9	9.6	11.8	22.9
<b>合计</b>	<b>22.6</b>	<b>15.1</b>	<b>17.2</b>	<b>20.9</b>

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

公司同时拥有不锈钢无缝管和不锈钢焊接管的生产能力，产品囊括了奥氏体/铁素体双相不锈钢无缝管、超超临界电站锅炉用不锈钢无缝管、油气输送用大口径厚壁不锈钢焊接管、薄壁不锈钢焊接管、大型换热器用超长 U 型不锈钢焊接管、海水腐蚀铁素体不锈钢焊接 U 型管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管等高端钢种，产品多用于石油、天然气、电力设备等能源领域，以及化工、造船、造纸、航空等其他工业制造领域。

图 13: 公司产品在多个领域收入构成

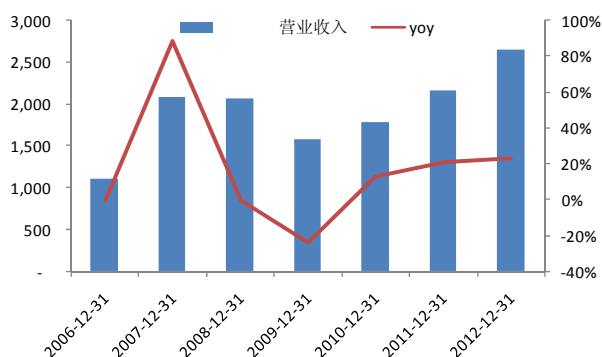


资料来源：Wind，宏源证券研究所

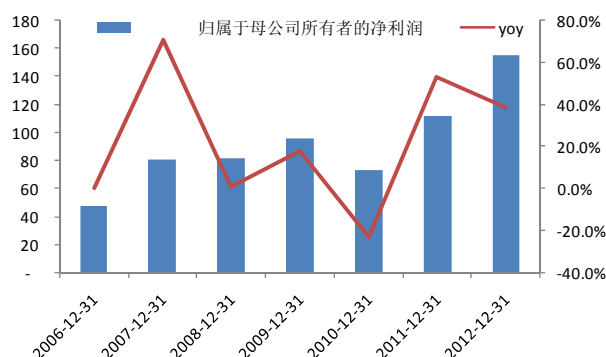
## 公司营收状况

2010-2012 年公司收入和净利润稳步增长，最近三年收入分别 17.8 亿、21.6 亿、26.6

亿, 同比增长 13%、21%、23%。归属母公司的净利润分别 7300 万、1.12 亿、1.55 亿, 同比增长-23%、52%、38%。

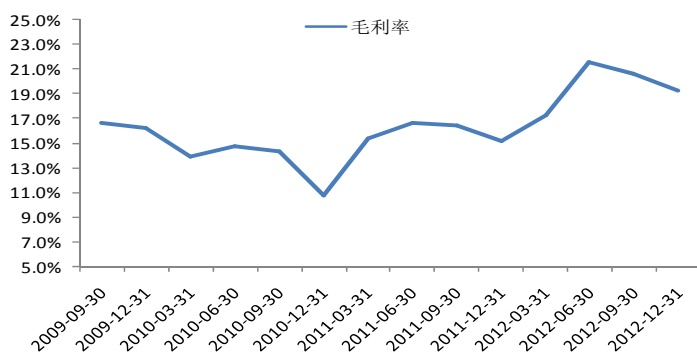
**图 14: 2006-2012 年公司收入和增速**


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**图 15: 2009-2012 年公司净利润和增速**


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

公司通过不断研发生产高端产品, 保持整体毛利率稳中有升, 2010-2012 年毛利率分别 13.4%、15.9%、19.8%。

**图 16: 2009-2012 年公司分季度毛利率**


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

公司 2010-2012 年主要产品的价格均不断上涨, 2010-2012 年焊接管均价分别为 3.15 万、3.32 万、3.64 万元, 同比增长-3%、6%、10%。无缝管均价 2010-2012 年分别为 3.87 万、4.92 万、5.05 万元, 同比增长 3%、27%、3%。

公司产品均价上涨幅度远高于同期国内普通用焊接管、无缝管的价格涨幅, 这也反映了公司的产品在不断升级。

**表 5: 公司生产焊接管相关数据**

焊接管	2009A	2010A	2011A	2012A
单价 (万元/吨)	3.25	3.15	3.32	3.64
YoY		-3%	6%	10%
销售数量 (吨)	20,103	19,953	23,047	29,241
YoY		-1%	16%	27%
单位成本 (万元/吨)	2.35	2.62	2.79	2.94
单位毛利 (万元/吨)	0.90	0.52	0.53	0.71
毛利率	27.66%	16.59%	16.01%	19.39%

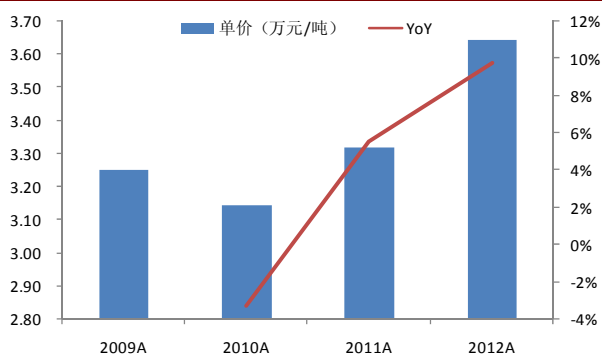
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

表 6: 公司生产无缝管相关数据

无缝管	2009A	2010A	2011A	2012A
单价 (万元/吨)	3.78	3.87	4.92	5.05
YoY		3%	27%	3%
销售数量 (吨)	15,076	22,606	23,071	26,583
YoY		50%	2%	15%
单位成本 (万元/吨)	3.15	3.30	3.97	3.91
单位毛利 (万元/吨)	0.63	0.57	0.95	1.13
毛利率	16.7%	14.7%	19.2%	22.4%

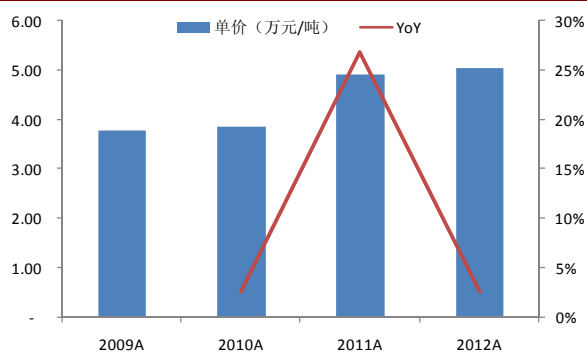
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 17: 焊接管 2009-2012 年单价



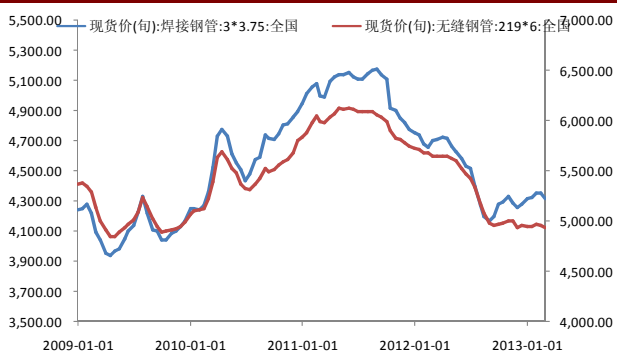
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 18: 无缝管 2009-2012 年单价



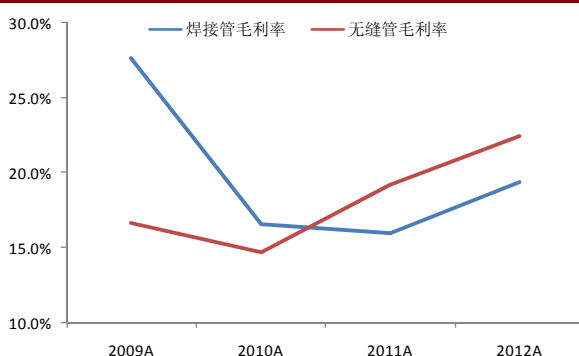
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 19: 2009-2012 年普通焊接管 (3\*3.75)、无缝管 (219\*6) 现货价格



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

图 20: 2009-2012 年公司焊接管、无缝管毛利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

## 盈利预测与估值

假设 2013-2015 年公司传统产品保持原有的生产销售规模和盈利能力, 油气、核电和军工高端产品分别实现 3000 吨、6000 吨、12000 吨, 2014 年起转债项目 2 万吨大口径 LNG 输送用管产能投放 30% 和 60%, 即对应增量 6000 吨和 1.2 万吨。

预计 2013-2015 年公司收入分别 31.9 亿、39.9 亿、49.8 亿, 同比增长 20%、25%、25%, 净利润 2.3 亿、3.5 亿、5.7 亿, 同比增长 50%、54%、59%; 对应的 EPS 分别为 0.75、1.15、1.83, PE 20X、13X、8X。

给予公司买入评级, 未来六个月目标价 22 元, 对应 2013 年 30 倍 PE。

**表 7: 分项盈利预测**

	2013E	2014E	2015E
<b>LNG 输送管</b>			
售价 (万/吨)	5	5	5
销量 (吨)	5000	10000	15000
销售额 (万元)	25,000	50,000	75,000
毛利额 (万元)	7,500	15,000	22,500
<b>镍基合金油管</b>			
售价 (万/吨)	30	30	30
销量 (吨)	1200	1500	1800
销售额 (万元)	36,000	45,000	54,000
毛利额 (万元)	14,400	18,000	21,600
<b>核电用管</b>			
售价 (万/吨)	75	75	75
销量 (吨)	250	350	450
销售额 (万元)	18,750	26,250	33,750
毛利额 (万元)	6,563	9,188	11,813
<b>超超临界管</b>			
售价 (万/吨)	4	4	4
销量 (吨)	16000	18000	20000
销售额 (万元)	64,000	72,000	80,000
毛利额 (万元)	12,800	14,400	16,000
<b>其他高端管材</b>			
销售额 (万元)	-	-	50,000
毛利额 (万元)	-	-	20,000
<b>其他焊接管和无缝管</b>			
销售额 (万元)	175,448	205,748	205,997
毛利率	14%	15%	16%
毛利额 (万元)	24,173	31,192	32,774
<b>总收入 (万元)</b>	<b>319,198</b>	<b>398,998</b>	<b>498,747</b>
<b>毛利率 (万元)</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>25%</b>
<b>毛利额 (万元)</b>	<b>65,436</b>	<b>87,779</b>	<b>124,687</b>

资料来源: 宏源证券研究所



## 财务报表及附录

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,660	3,192	3,990	4,987	成长性				
减:营业成本	2,134	2,538	3,112	3,741	营业收入增长率	23.1%	20.0%	25.0%	25.0%
营业税费	6.4	6.3	7.8	9.8	营业利润增长率	41.7%	52.0%	57.1%	61.7%
销售费用	133.2	172.4	207.5	259.3	净利润增长率	38.3%	50.6%	54.1%	58.5%
管理费用	129.2	166.0	203.5	254.4	EBITDA 增长率	40.1%	19.6%	41.5%	48.5%
财务费用	42.9	25.9	25.5	23.5	EBIT 增长率	42.5%	34.5%	52.0%	57.9%
资产减值损失	35.7	7.3	-0.7	-2.3	NOPLAT 增长率	37.9%	21.9%	52.0%	57.9%
加:公允价值变动收益	-0.8	-	-	-	投资资本增长率	10.0%	27.8%	11.1%	11.9%
投资和汇兑收益	3.8	-	-	-	净资产增长率	8.7%	11.2%	15.5%	21.3%
营业利润	182	277	434	702	利润率				
加:营业外净收支	5	15	15	10	毛利率	19.8%	20.5%	22.0%	25.0%
利润总额	187	292	449	712	营业利润率	6.8%	8.7%	10.9%	14.1%
减:所得税	26	58	90	142	净利润率	5.8%	7.3%	9.0%	11.4%
净利润	155	233	359	570	EBITDA/营业收入	12.4%	12.3%	14.0%	16.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	EBIT/营业收入	8.5%	9.5%	11.5%	14.6%
货币资金	370	460	617	944	运营效率				
应收帐款	256	324	404	506	固定资产周转天数	112	105	89	70
应收票据	78	79	98	123	流动营业资本周转天数	83	100	118	119
预付帐款	31	56	87	125	流动资产周转天数	199	191	195	201
存货	709	934	1,156	1,399	应收帐款周转天数	28	31	31	31
其他流动资产	40	45	53	63	存货周转天数	99	97	98	95
固定资产	873	994	984	944	总资产周转天数	357	333	305	287
在建工程	208	52	20	14	投资资本周转天数	233	231	219	196
无形资产	172	167	162	158	投资回报率				
其他非流动资产	22	30	40	54	ROE	9.6%	12.6%	16.8%	21.9%
资产总额	2,760	3,141	3,623	4,329	ROA	5.8%	7.4%	9.9%	13.2%
短期债务	464	556	609	696	ROIC	12.1%	13.4%	16.0%	22.7%
应付帐款	155	181	222	266	<b>费用率</b>				
应付票据	126	153	188	225	销售费用率	5.0%	5.4%	5.2%	5.2%
其他流动负债	219	259	308	369	管理费用率	4.9%	5.2%	5.1%	5.1%
长期借款	50	50	50	50	财务费用率	1.6%	0.8%	0.6%	0.5%
其他非流动负债	75	80	88	98	三费/营业收入	11.5%	11.4%	10.9%	10.8%
负债总额	1,091	1,285	1,479	1,730	<b>偿债能力</b>				
少数股东权益	69	69	69	69	资产负债率	40%	41%	41%	40%
股本	312	312	312	312	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
留存收益	1,288	1,475	1,762	2,218	EPS (元)	0.50	0.75	1.15	1.83
股东权益	1,669	1,856	2,143	2,599	BVPS (元)	5.35	5.95	6.87	8.33
<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	PE (X)	30.46	20.23	13.13	8.28
经营活动产生现金流量	345	122	252	429	PB (X)	2.83	2.54	2.20	1.82
投资活动产生现金流量	-279	-51	-51	-51	P/S	1.77	1.48	1.18	0.95
融资活动产生现金流量	-213	19	-44	-50	EV/EBITDA	14.94	13.29	9.33	6.10

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 久立特材、金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。