

久立特材 (002318)

2013年8月2日

高端管材发力，新产品再造久立

推荐 (维持)

现价: 19.81 元

主要数据

行业	平安电力设备与新能源
公司网址	www.jiuli.com
大股东/持股	久立集团/42.42%
实际控制人/持股	周志江/21.79%
总股本(百万股)	312
流通 A 股(百万股)	295
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	58.62
流通 A 股市值(亿元)	55.41
每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	44.4

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告-核电上调上网电价，政策回暖建设加速 (强烈推荐)》

《核电行业研究报告-后福岛时代：速度放缓，深度国产化 (强烈推荐)》

证券分析师

乔敏
投资咨询资格编号S1060513030001
021-38632683
qiaomin157@pingan.com.cn

张海
投资咨询资格编号S1060511100001
0755-22621123
zhanghai376@pingan.com.cn

投资要点

■ 新产品布局高端管材，产品结构改善

公司传统产品为不锈钢无缝钢管和焊管，单价约为每吨 4 万元。目前即将投入市场的新产品单价及单吨毛利高于传统产品。液化天然气 (LNG) 输送管、核电管、镍基油井管、大口径油气输送管以及钛焊管等新产品下游需求旺盛，满产后贡献利润将超过原有传统产品，业绩有翻倍空间。

■ 市场开拓初见成效，成长空间可以期待

公司产品布局合理，定位在国内外价差较大高端管材，市场需求旺盛，目前新产品中，大口径油气输送管、LNG 输送管以及核电管均有小批量订单，预计交货后，市场份额会加速提升。

■ LNG 输送管道进口替代前景可观，市场竞争较小

我国 LNG 接收能力升级带来了配套设备需求的爆发。十二五期间，我国沿海布局的 LNG 接收点超过 20 个，LNG 接收能力增长 7 倍，LNG 配套设备将经历从无到有的高增速。公司战略布局包括接收、开采、集输以及液化在内的 LNG 全产业链的高端管材，市场开拓顺利，产品结构进一步升级。

■ 大口径油气输送管及镍基油井管受益于海内外油气开发

油气输送管工作环境恶劣，需要耐腐蚀和冲蚀等，产品质量要求较高，市场多为国外公司占据。公司不仅实现对国内三大石油供应商供货，还实现了对壳牌海上油气装置的供货，连续两年拿到了阿曼石油公司订单，国内外市场开展顺利。预计 2013 年随着海内外新客户的开拓，以及原有客户供货比例的提升，订单将保持增长。

■ 核电管蓄势待发，公司资质取证领先

目前核电建设已经重启，核电设备国产化是国家能源安全的战略要求，主设备已基本实现国产化，核材料、配件将成为进一步国产化的重点。随着大气治理对煤炭使用的限制逐渐加强，核电装机目标有可能进一步提升，行业将趋势性上升。核电蒸汽发生器 U 形管技术难度大，取证时间长，质量要求高，是高端管材中盈利性最高产品。公司 800U 形管相继通过出厂验证，690 管完成预制批，市场启动在即。

■ 投资建议

上调公司 2013、2014 年收入预测为 33.4、39.1 亿，原预测为 32.5、38.6 亿元；上调 2013、2014 年 EPS 预测为 0.68、0.88 元，原预测为 0.62、0.75 元；对估值日股价动态 PE 分别为 29.2、22.5 倍，维持“推荐”评级。

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,250	2,660	3,343	3,912
YoY(%)	26.1	18.2	25.7	17.0
净利润(百万元)	114	155	211	275
YoY(%)	56.3	35.4	36.5	29.9
毛利率(%)	16.4	19.8	19.2	20.1
净利率(%)	5.1	5.8	6.3	7.0
ROE(%)	7.6	9.7	11.9	13.7
EPS(摊薄/元)	0.37	0.50	0.68	0.88
P/E(倍)	54.0	39.9	29.2	22.5
P/B(倍)	4.1	3.9	3.5	3.1

正文目录

一、	投资要点	4
二、	公司是全系列高端管材龙头企业	4
三、	LNG 低温管：受益于 LNG 接收站和接收船建设高峰	6
3.1	LNG 接收站：年均 2 万吨，十二五是建设高峰	6
3.2	LNG 接收船：年均 4000 吨，与 LNG 接收能力成正比	8
四、	油气管道发展加速，油气输送管打开海内外市场	10
五、	镍基油井管：定位高腐蚀油气开采进口替代	11
六、	核电管：受益于核电重启后的深度国产化	11
6.1	核电装机超过规划是大概率事件	12
6.2	深度国产化重点：核心配件	13
6.3	核电资质已取得，驶入蓝海	16
七、	公司分析：新产品放量将再造久立	16
八、	投资建议	18
九、	风险提示	20

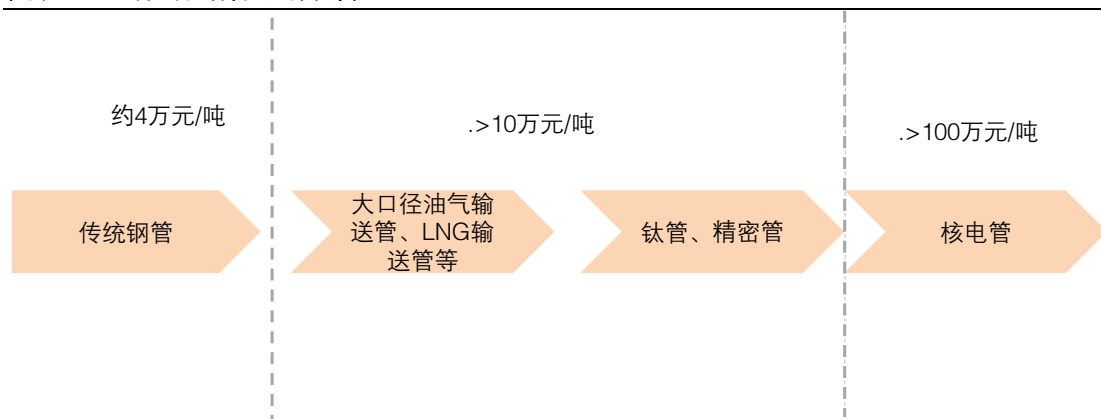
图表目录

图表 1	公司产品结构逐渐改善.....	4
图表 2	公司产品种类.....	5
图表 3	公司产品细分品类.....	5
图表 4	2012 年主营业务收入组成.....	6
图表 5	2012 年利润组成.....	6
图表 6	公司 2009-2012 年收入增速.....	6
图表 7	中国 LNG 接收站布局.....	7
图表 8	LNG 接收站达产促使 LNG 进口量增加.....	7
图表 9	LNG 接收能力增速测算.....	8
图表 10	我国制造的第一艘 LNG 船“大鹏昊”.....	9
图表 11	LNG 接收站规模趋势.....	9
图表 12	世界进出口 LNG 数量及 LNG 船队数量.....	10
图表 13	中国油气管道里程数.....	10
图表 14	核电是基荷电源最佳选择.....	12
图表 15	中国在役核电机组共有 17 个.....	12
图表 16	中国在建核电机组已有 27 个.....	13
图表 17	核电站蒸汽发生器.....	14
图表 18	蒸汽发生器主要构件.....	14
图表 19	中广核核电项目国产化率逐步提高.....	14
图表 20	AP1000 核电设备国产化时序.....	15
图表 21	SG 及 RPV 材料国产化进程.....	15
图表 22	后续材料国产化方向.....	15
图表 23	AP1000 与 CPR1000 蒸汽发蒸汽 U 形管设备用量比较.....	15
图表 24	核电蒸汽发生器 U 形管市场预测.....	16
图表 25	主要产品产能.....	16
图表 26	新产品吨钢毛利高于传统产品（元/吨）.....	17
图表 27	科研费用持续投入.....	17
图表 28	分业务盈利预测.....	18
图表 29	预测 2013 年分产品毛利占比.....	20

一、 投资要点

公司主要看点在于新产品布局高端管材，产品结构改善。公司传统产品为不锈钢无缝管和焊管，单价约为每吨 4 万元。目前即将投入市场的新产品单价以及单吨毛利均超过传统产品，液化天然气（LNG）输送管、核电管、镍基油井管、大口径油气输送管以及钛焊管等新产品下游需求旺盛，满产后贡献利润将超过原有传统产品，业绩有翻倍空间。

图表1 公司产品结构逐渐改善



资料来源：公司公告，平安证券研究所



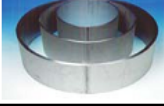


市场开拓初见成效，成长空间可以期待。公司产品布局合理，定位在国内外价差较大高端管材，市场需求旺盛，目前新产品中，大口径油气输送管、LNG 输送管以及核电管均有小批量订单，预计交货后，市场份额会加速提升。

产品下游应用子行业处于高速增长期，市场容量扩张，发展加速。新募投产品中，LNG 输送管受益于下游 LNG 接收船、LNG 接收站的大规模建设，LNG 设备及材料需求加速。核电管受益于核电行业重启以及核电高端装备的深度国产化，行业发展有望超预期，估值有提升空间。

二、 公司是全系列高端管材龙头企业

公司是国内不锈钢焊接管品种最全、规格组距最大的制造企业，主要生产工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管，应用于石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造、航空等。

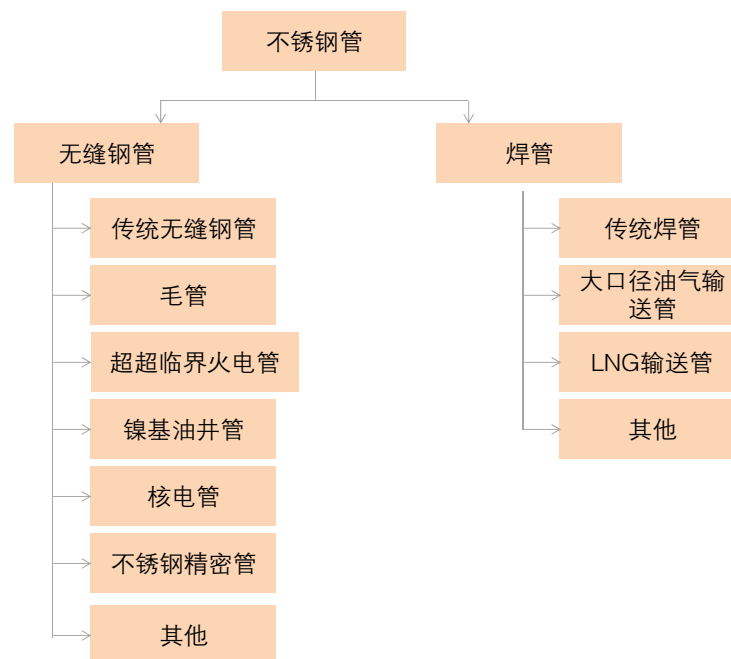
图表2 公司产品种类

产品大类	产品小类	样图	主要用途	
无缝管 【注1】	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 【注2】	U型管【注3】		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		电力、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如电站冷凝器、换热器用管等。
		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：公司公告，平安证券研究所

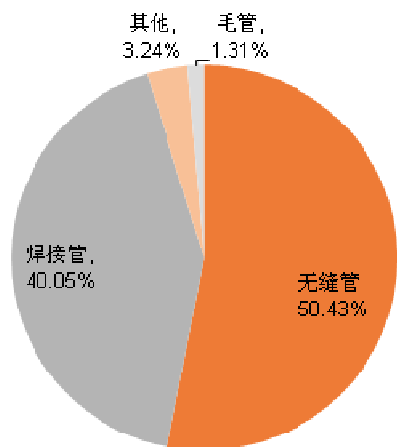
公司相继成功研发镍基耐蚀合金油管、核电蒸汽发生器用800合金U形传热管、核电站凝汽器用焊接钛管、国际热核聚变（ITER）项目用PF/TF导体铠甲、低温液化天然气（LNG）用不锈钢管道、天然气净化处理用双相不锈钢管道、超长中大口径油气输送直缝焊接管道等新材料新产品，产品多次打破了国外垄断，实现产品替代进口，布局能源行业、高端装备制造行业。

图表3 公司产品细分品类



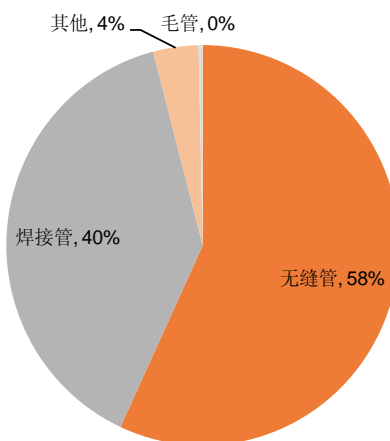
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2012年主营业务收入组成



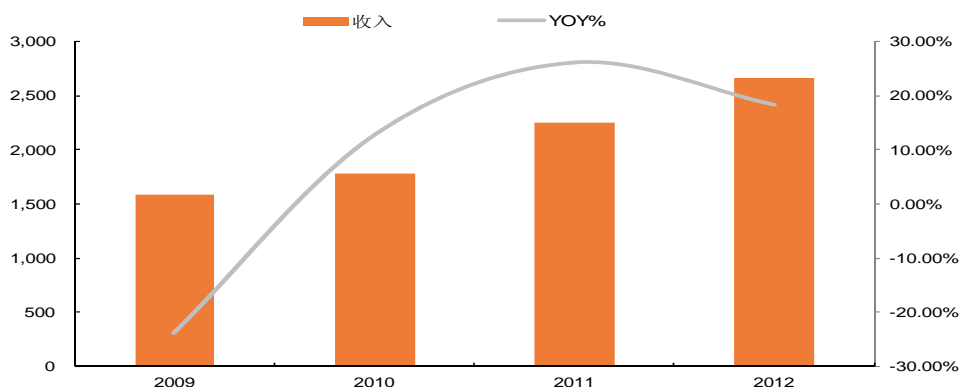
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 2012年利润组成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 公司2009-2012年收入增速



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

三、 LNG 低温管: 受益于 LNG 接收站和接收船建设高峰

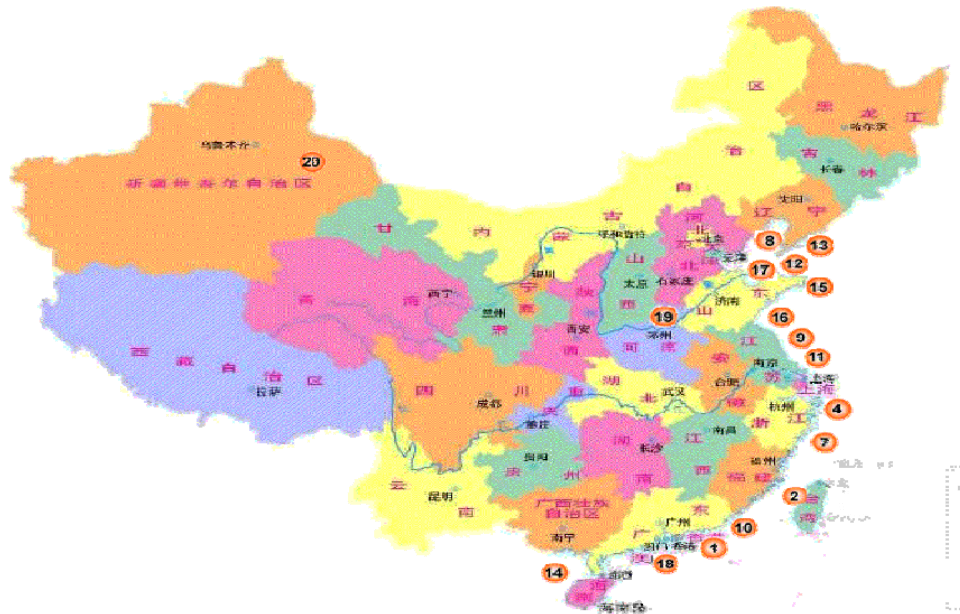
液化天然气 (LNG) 是指天然气在超低温状态下 (一般冷却至 -163°C), 以液体形式存在, 从而便于存储和运输。目前, 液化天然气是天然气远距离运输的一种方式, 相比管道运输来说, 更具成本优势。LNG 在远距离运输中, 需要保持 -200°C 的低温, 以保持液体形态。LNG 在开采、收集、净化、存储、输运以及再气化过程中, 需要有专用设备配套使用。

3.1 LNG 接收站: 年均 2 万吨, 十二五是建设高峰

LNG 接收站在建 21 个, 规模 5 年翻 7 倍。LNG 是沿海城市主要天然气气源, 为弥补国内天然气资源的不足, 国家在沿海地区布局了 LNG 接收站, 大量引进 LNG 资源。这些 LNG 接收站布局在经济发达的东南沿海地区和长江沿线城市。中国 LNG 建设起步较晚, 但发展迅速, 目前中国沿海地区已投产和规划建设的 LNG 项目共有 21 个。国内已经建成投产 3 个, 分别是广东 LNG、福建 LNG 和

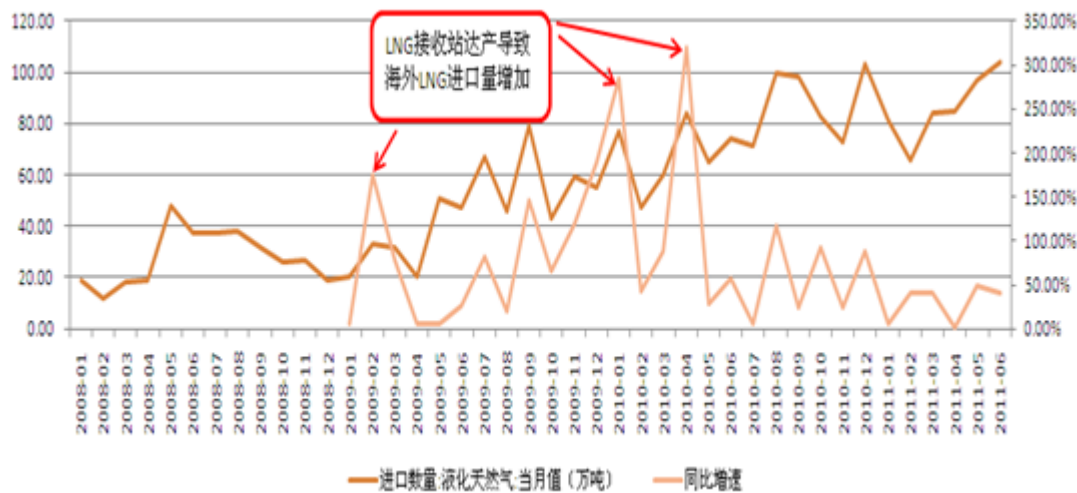
上海 LNG 项目;正在建设的有 7 个,分别是江苏 LNG、浙江 LNG、大连 LNG、海南 LNG、珠海 LNG、深圳 LNG1 和唐山 LNG 项目,计划在 2015 年前陆续建成;处于前期研究中的有 6 个,分别是粤东 LNG、粤西 LNG、深圳 LNG2、山东 LNG、天津 LNG 和广西 LNG 项目,计划在 2020 年前相继建成投产。

图表7 中国LNG接收站布局



资料来源:平安证券研究所整理

图表8 LNG接收站达产促使LNG进口量增加



资料来源:平安证券研究所整理

LNG 接收站进入建设高峰期。十一五期间, LNG 接收站有三个项目达产,而十二五期间在建项目高达 21 个。按照 LNG 达产规模推算,十二五期间 LNG 规模年复合增长率高达 31%,增速最高是在 2011 年, LNG 接收站达产规模增速高达 67%,海外 LNG 接收能力随之大幅增长,较 2009 年增加 1.5 倍。

图表9 LNG接收能力增速测算

	项目	规模 (万吨/年)	所属公司	投产或拟投产时间
已建项目	广东 LNG 项目	370	中海油	2006
	——二期	470		
	福建 LNG 项目	260	中海油	2008
	——二期	240		2012
在建项目	上海 LNG 项目	300	中海油	2009
	——二期	300		
	珠海 LNG 项目	300	中海油	2010
	——二期	400		2015
	——三期	300		2020
	浙江宁波 LNG 项目	300	中海油	2013
	——二期	300		
	深圳 LNG 项目	200	中海油	2013
	——二期	200		2020
	海南 LNG 项目	200	中海油	2012
	——二期	100		
	粤东 LNG 项目	200	中海油	2012
	——二期	200		2020
	粤西 LNG 项目	200	中海油	2014
	江苏 LNG 项目	350	中石油	2011
	——二期	300		
	大连 LNG 项目	300	中石油	2011
	——二期	300		
	唐山 LNG 项目	350	中石油	2013
	——二期	300		
山东 LNG 项目	300	中石油	2012	
——二期	200			
	总计	7240		

资料来源：平安证券研究所整理

国内 LNG 接收站用低温不锈钢输送管需求年均约为 2 万吨。LNG 接收站内不锈钢输送管用量约为 5000 吨,按照十二五期间 21 个项目全部招标计算,共需要低温不锈钢输送管 10 万吨,年均 2 万吨。

3.2 LNG 接收船：年均 4000 吨，与 LNG 接收能力成正比

LNG 接收船是国际上公认的高技术、高附加值、高可靠性的船舶，国内从 1997 年就开始液化天然气船的研究和开发工作，历经多年研发，取得了多艘该型船舶的承造权。国内第一艘自行建造的 LNG 接收船于 2008 年由沪东中华造船厂建成，打破了该船型建造被国外垄断的局面。

图表10我国制造的第一艘LNG船“大鹏昊”



资料来源：沪东中华，平安证券研究所整理

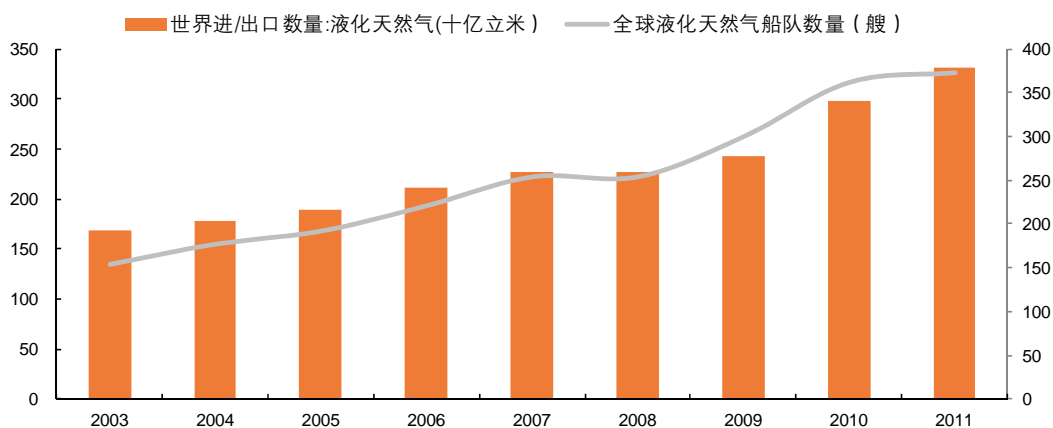
图表11LNG接收站规模趋势



资料来源：平安证券研究所整理

国内 LNG 接收船用低温不锈钢管年均需求约为 4000 吨。因为 LNG 输运要求保持低温，需要有专用设备，长距离输运主要靠 LNG 接收船。截至 2011 年，全球共有 LNG 接收船 373 艘，单艘船运量约为 10 亿立方米。按此测算，国内 2015 年 LNG 接收能力达到 3770 吨，需要配备 LNG 接收船约为 52 艘。根据公司订单估计，每艘船低温输送管用量约为 250 吨，国内船用低温管需求接近 1.3 万吨，年均约 4000 吨。

图表12世界进出口LNG数量及LNG船队数量



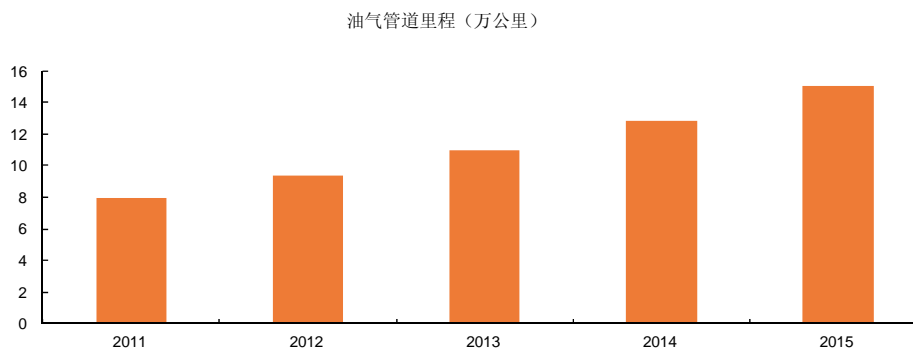
资料来源: CEIC, 平安证券研究所整理

公司已接到订单，实现进口取代。LNG 输送管需要在超低温下工作，对加工工艺技术要求较高，之前全部由国外厂商供给。目前国内仅有三家生产，公司和江苏武进实现市场突破。公司 2012 年接到沪东中华造船厂 4 艘 LNG 接收船低温不锈钢管订单，预计沪东中华会进一步全船使用久立特材的低温不锈钢管。公司产品全系列覆盖，以前开发生产的 $\phi 219\sim 630\text{mm}$ 大口径超长不锈钢焊接管已完成进口替代，募投新产线将能够生产口径为 $\phi 325\sim 1620\text{mm}$ LNG 的大口径 LNG 输送管道，完整产品系列提升公司整体拿标的能力。我们认为公司在 LNG 接收站和接收船低温不锈钢管市场份额会不断提升，进口取代空间广阔。

四、油气管道发展加速，油气输送管打开海内外市场

管道运输是油气综合运输体系的重要组成方式。在“十一五”期间，我国相继建成了西气东输、川气东送、中哈原油管道、兰郑长成品油管道等工程，油气管道建设和管道运输发展，为解决我国能源运输紧张、保障能源供应安全发挥了重要作用。今后随着我国能源消费量的增加和能源消费结构的改善，油气供应量和运输量必将大幅度增加，由此也将会带动管道运输的大发展。截止到 2010 年，我国油气管道总计约 8 万公里，根据中海油、中石油等公司规划，预计 2015 年底，国内油气管道长度将接近 15 万公里，年均复合增速 17%。

图表13中国油气管道里程数



资料来源: 平安证券研究所整理

公司连续获得阿曼石油公司（PDO）采购合同，预计出口订单将保持增长。公司于 2011、2012 年连续获得 PDO 采购双向钢管线管的订单，两批订单总计约 4.5 亿元人民币。PDO 是阿曼主要的石油和天然气生产企业，在全球最大 50 家石油公司中综合排名 34 位，且每年油气勘探和开发活动的新增投资巨大。PDO 对连续对公司采购是对公司产品的认可，也说明公司产品在国际上具有一定竞争力，全球油气开发的发展会拉动不锈钢管需求，其他石油和天然气开采企业也会扩展供货商范围，预计公司海外订单将保持增长。

五、 镍基油井管：定位高腐蚀油气开采进口替代

镍基油井管主要用在硫等杂质含量较高的油气田中。随着我国天然气和石油的开发，在川东、新疆等西部地区发现了高储量的气田、油田，这些油气田的开采，遇到了 CO₂、H₂S、CL 离子共存的难题，因此必须使用高合金钢和不锈钢来确保油气井的安全。

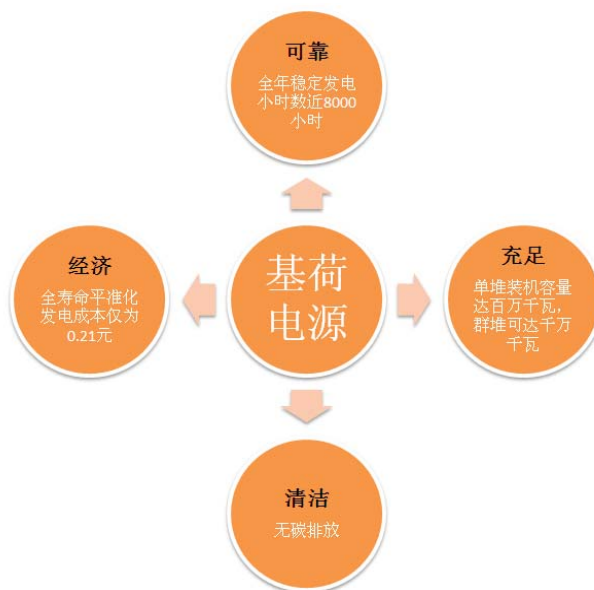
镍基油井管市场主要是由国外厂商占据，国内供应厂商较少。国内外价差较大。产品研发成功后，下游中石化从 2007 年就开始试用产品，长期效果得到认可，预计产品在中石油、中海油供货体系中会进一步推广。公司镍基油井管从 2011 年开始贡献业绩，3000 吨产能于 2012 年开始达产，我们预计今年销量可以超过 1000 吨。

六、 核电管：受益于核电重启后的深度国产化

中国经济发展仍处于工业化时期，高耗能的经济结构不可能在短时间之内改变，电力需求在与日俱增。在通胀高企的大背景下，电力是国民经济的最前端输入，电价的不断攀升加大了通胀调控的难度，也降低了国际贸易中中国企业的价格优势，是发展中的中国“不能承受之重”。大力发展经济性更高的替代电源的是中国能源战略的大势所趋。

核电具有高能、稳定、经济、清洁等优势，是能够替代火电的基荷电源的最佳选择。基荷能源必需满足可靠、经济、充足、清洁四大特性，中国未来能源发展的选择可以用排斥法来考虑：火电在经济性与清洁性上不及核电，当煤价高于 420 元/吨时，发电成本就要高于核电，随着煤炭价格上扬，火电经济性与核电差距拉大；水电虽然成本低廉，但成本将趋势性上涨，且为随机能源，年内与年际间来水量的变化导致出力不可控；风电的随机性、高成本导致电量难以大规模利用；而光伏成本过高，且单位装机容量较小，很难解决集中用电需求。核电单堆即能做到百万千瓦，一个核电厂最高可达千万千瓦，能够支持周围地区经济发展大量用电需求；核电全年稳定发电 8000 小时，无碳排放，是发展中国家基荷电源的最佳选择。

图表14核电是基荷电源最佳选择



资料来源: 平安证券研究所整理

低碳经济、能源结构调整与能源安全策略成为核电行业增长的驱动因素。中国能源发展需要权衡几个问题，作为世界第一大碳排放国家，中国碳减排承诺压力依然很大，GDP 增长对电力的需求与日俱增，双重约束限制中国必须发展核能；我国承诺 2020 年单位 GDP 碳排放较 2005 年下降 45%，同时非化石能源占比达到 15%。从这些条件推测，中国 2020 年一次能源消费总量约为 47 亿吨标煤，非化石能源贡献 7 亿吨标煤，其中：风电目标装机容量为 1.5 亿千瓦，贡献电量 3000 亿千瓦时；水电目标装机容量为 3.3 亿千瓦，贡献电量约 1 万亿千瓦时；其余部分由核电填补，预期核电装机容量将接近 6000 万千瓦。

6.1 核电装机超过规划是大概率事件

核电中长期规划中为 2020 年装机目标设定了弹性空间。规划 2020 年装机会达到 5800 万千瓦左右，同时约有 3000 万千瓦在建。根据现有核电项目建设情况，已经有 17 台机组运行，28 台机组在建（具有大路条），总计装机容量达到 4550 万千瓦。按照 2020 年 5800 万千瓦保守估计，2015 年之前仍需开工 1250 万千瓦，约合 10 台 AP1000 机组，每年 5 台。从 2012 年核电恢复建设以来，已经有 5 台机组相继开工。核事故阴霾逐渐散去，行业回暖。从中国能源结构上来看，2020 年 5800 万千瓦极可能是装机容量下限，装机再次超出规划的可能性较大。

图表15中国在役核电机组共有17个

机组	地点	装机容量 (MWe)	总装机容量 (MWe)	堆型	业主	商运时间
大亚湾 1&2	广东	944	1888	PWR	CGN (中广核)	1994
秦山一期	浙江	279	279	PWR (CNP-300)	CNNC (中核)	Apr-94
秦山二期, 1-4	浙江	610	2440	PWR (CNP-600)	CNNC	2002, 2004, 2010
秦山三期, 1&2	浙江	665	1330	PHWR (Candu 6)	CNNC	2002, 2003
岭澳一期, 1&2	广东	935	1870	PWR	CGN	2002, 2003

田湾 1&2	江苏	1000	2000	PWR (VVER-1000)	CNNC	2007, 2007
岭澳二期,1-2	广东	1037	2074	PWR (CPR-1000)	CGN	10-Sep
宁德-1	福建	1080	1080	CPR-1000	CGN	1-Apr
红沿河-1	辽宁	1080	1080	CPR-1001	CGN	1-Jun
总计: 17	14,041					

资料来源：平安证券研究所整理

核电实质性重启开始，新建机组已经启动。福岛核事故后，除全部在建机组停工外，有四台即将开工机组也被暂停核准。2012 年行业回暖，这四台机组重新开工建设，是核电重启的信号。我们预计十二五期间，核电会以每年开工 5 台套的速度进行。从 2013 年开始，将拉动新增设备订单。

图表16中国在建核电机组已有27个

机组	地点	装机容量(MWe)	总装机容量 (MWe)	堆型	商运时间
红沿河 2-4	辽宁	1080	3240	CPR-1000	10/12, 2013, 2014
宁德 2-4	福建	1080	3240	CPR-1000	12/12, 2013, 2014, 2015
福清 1&2	福建	1080	2160	CPR-1000	10/13, 8/14
阳江 1-4	广东	1080	4320	CPR-1000	8/13, 2014, 2015, 2016
方家山 1&2	浙江	1080	2160	CPR-1000	12/13, 10/14
三门 1&2	浙江	1250	2500	AP1000	11/13, 9/14
海阳 1&2	山东	1250	2500	AP1000	5/14, 3/15
台山 1&2	广东	1770	3540	EPR	12/13, 11/14
昌江 1&2	海南	650	1300	CNP-600	4/10, 11/10
防城港 1	广西	1080	1080	CPR-1000	Jul-10
福清 3	福建	1080	1080	CPR-1000	Jul-10
田湾 3	江苏	1060	1060	VVER	Dec-13
阳江 4	广东	1080	1080	CPR-1000	Nov-13
石岛湾	山东	210	210	HTR-PM	Jan-13
总计:27	29470 ¹				
注 1：每台机组额定功率会略有不同，总装机容量为估计数					

资料来源：平安证券研究所整理

6.2 深度国产化重点：核心配件

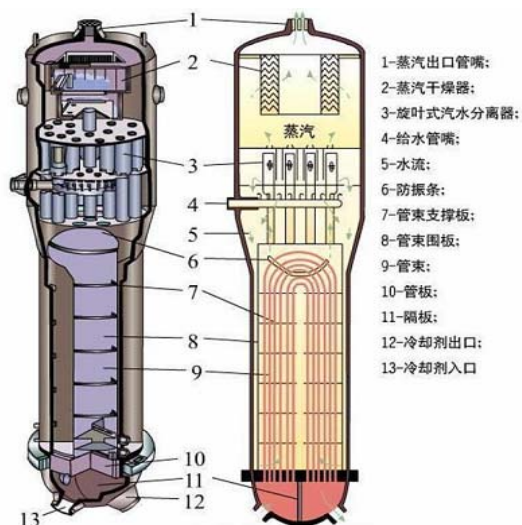
蒸汽发生器 U 形管是核电核心设备，技术含量较高，是最后一批国产化的设备之一。U 形管是系统一回路与二回路交换热量的地方，对材料以及加工工艺的要求都很高，之前全部是国外进口，价格高昂且交货周期无法保障。

图表17核电站蒸汽发生器



资料来源: Wind, 平安证券研究所

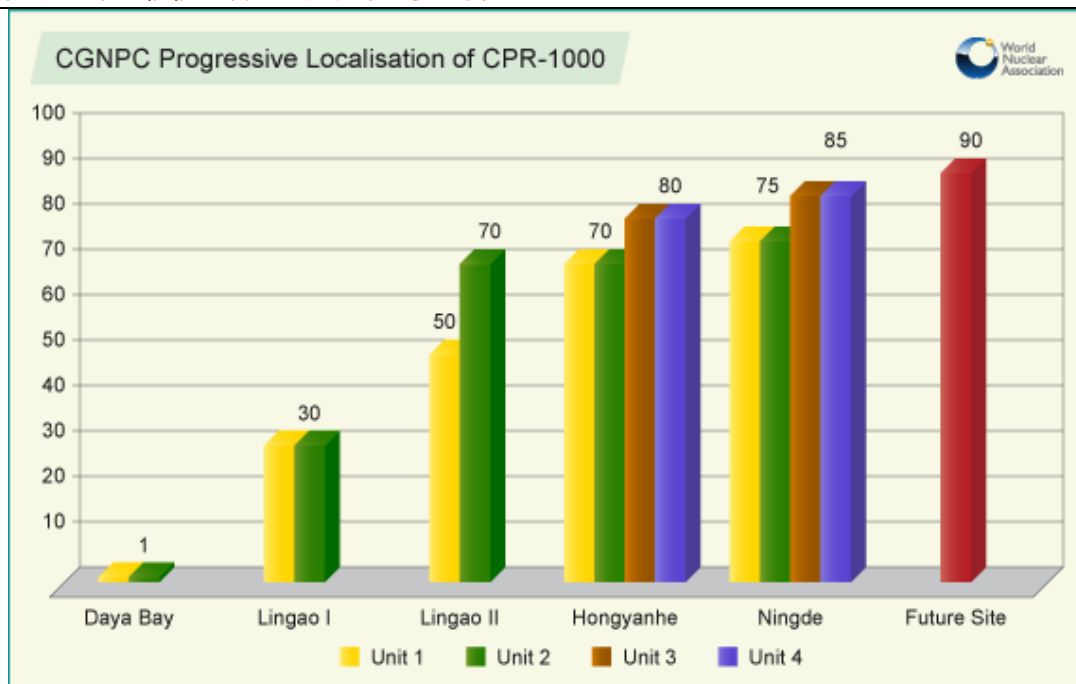
图表18蒸汽发生器主要构件



资料来源: Wind, 平安证券研究所

核电设备国产化比例会不断提升。核电事关国家能源安全策略，且核电设备多数是高端装备，国家在设备供应方面会避免受制于人，设备国产化是必经之路。宁德项目核电设备国产化率已达到 80%，后续新建电厂国产化率会提高到 90%。

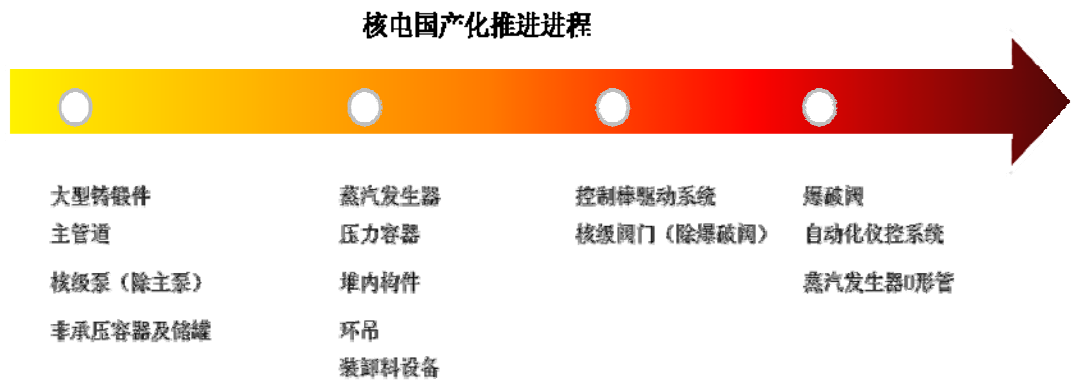
图表19中广核核电项目国产化率逐步提高



资料来源: WNA, 平安证券整理

核电设备进一步国产化重点：电子类产品和配件。以宁德项目为例，机械制造类设备基本已经国产化，尚未实现国产化的主要是 DCS（分散控制系统）和其他一些电子产品。另外，核电国产化程度主要是指最终设备的国产化比例，但并未考虑这些设备的材料及配件的国产化程度。目前主要设备供应商增加了供应链国产化的考虑，力争在国内寻找主要材料和配件的合格供应商，降低国外采购成本及供应风险。

图表20 AP1000核电设备国产化时序



资料来源：平安证券研究所整理

图表21 SG及RPV材料国产化进程

国产化率	RPV	SG
秦山二期	0	0
秦山二期扩建工程	—	5%
昌江1号	—	70%
宁德二号	80%	—
最新	100%	80%

资料来源：上海电气，平安证券整理

图表22 后续材料国产化方向

序号	材料	主要生产厂家
1	U形管	宝银、久立特材
2	管子支撑板	宝钢、太原钢厂、舞阳钢厂等
3	水室隔板	沈阳科金、贵州新力等
4	焊接材料	大西洋、京群等
5	干燥器	—
6	RPV保温层	—

资料来源：上海电气，平安证券整理

堆型升级后蒸汽发生器U形管用量增加。尽管AP1000蒸汽发生器为两个，但单体中U形管数量高达10025，且高度有所增加，综合测算下来，U形管总计用量较CPR1000增加了49%。而且AP1000的U形管所用材料较贵，市场规模增加幅度超过49%。

图表23 AP1000与CPR1000蒸汽发蒸汽U形管设备用量比较

蒸汽发生器 U 形管	CPR1000 设备用量	AP1000 设备用量	增幅
数量	4474	10025	124%
蒸汽发生器数目	3	2	-33%
总数	13422	20050	49%

资料来源：平安证券研究所整理

图表24核电蒸汽发生器U形管市场预测

	蒸发器用管	核岛堆内构件管	其他核岛用管	核岛用钢总计
单个机组用量(吨)	225	22	528	
单价(万/吨)	120	30	15	
预计未来每年新增装机容量(万千瓦)			600	
预计年均投资额(亿元)	16.20	0.40	4.75	21.35

资料来源：平安证券研究所整理

6.3 核电资质已取得，驶入蓝海

已取得核电设备制造资质，能供货二代加及三代核电管。核电设备安全级别要求较高，供货商需取得核安全局颁发的核电设备制造资质，资质认证时间长、门槛高。目前国内仅有宝钢银环及久立特材两家公司具有核电U形管制造资质，均实现小批量供货。久立特材与AP1000总设计院签订了合作协议，共同研制开发核电蒸汽发生器管，目前800管通过出厂验收，690管完成预制，通过验收后，具备向二代加CPR1000堆型、三代AP1000堆型以及后续开发的CAP1400堆型供应U形管的能力，产品应用不受核电技术路线限制，市场空间广阔。

盈利性远高于传统产品，且成材率提高空间较大。核电管下游用户对价格不敏感，但对质量及交货周期要求严格，核电产品价格高于一般常规电力设备。公司传统产品毛利率一般在14%左右，而核电U形管毛利率预计超过30%，盈利性远高于其他品种。另外，由于核电U形管现在仍然在小批量生产阶段，成材率仍有提升空间，盈利性会进一步提高。

七、 公司分析：新产品放量将再造久立

产能扩展方向是高端管材，吨钢毛利远高于传统产品。主要产品均实现小批量生产，订单放量后，贡献利润规模足以再造久立。

图表25主要产品产能

主要产品产能	类型	产能	投产时间
传统无缝管和毛管		2.35万吨	上市前原有产能
传统焊接管		2.25万吨	上市前原有产能
大口径油气输送管	募投项目	10000吨	2009年
镍基油井管	募投项目	3000吨	2011年
核电蒸发器U形管	超募项目	500吨	2012年
精密管	超募项目	1500吨	2011年
超超临界用管	募投项目	20000吨	2010年
LNG等输送用大口径管道及组件项目	可转债募投	20000吨	
年产1万吨原油、天然气、液化天然气管道	可转债募投	10000吨	

资料来源：平安证券研究所整理

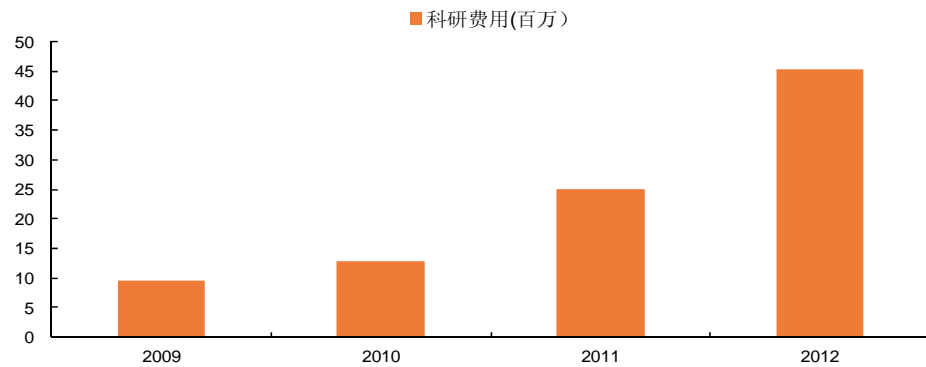
图表26 新产品吨钢毛利高于传统产品 (元/吨)



资料来源: 平安证券研究所整理

新产品储备充裕, 公司不断加大高附加值产品的研发。新产品梯队中还有国际热核聚变 (ITER) 项目用 PF/TF 导体铠甲、海水淡化用钛管等高端产品, 产品结构具有进一步改善的可能性。

图表27 科研费用持续投入



资料来源: 平安证券研究所整理

八、投资建议

图表28分业务盈利预测

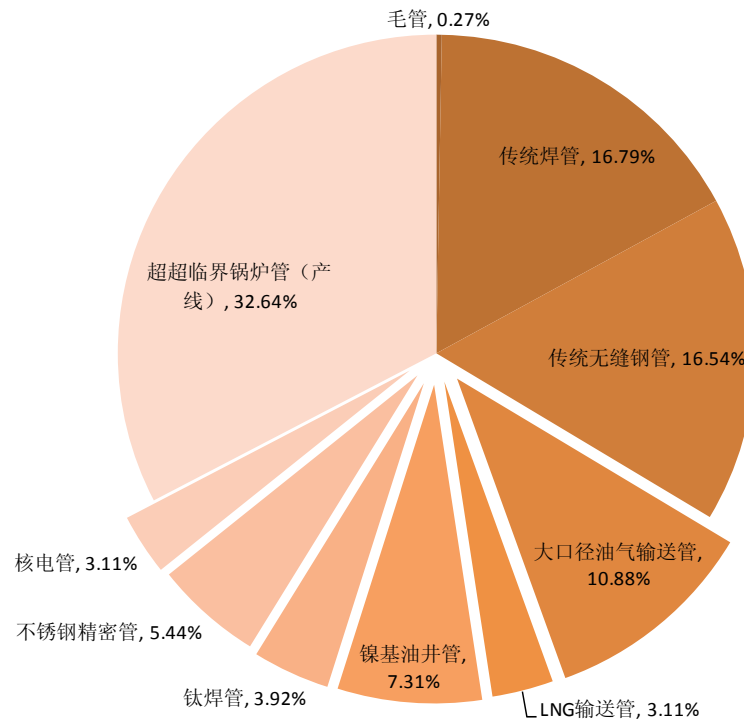
(万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	255380	334330	391150	451400
YOY%		30.91%	17.00%	15.40%
毛利率	19.59%	19.24%	20.11%	20.91%
毛利	50040	64337	78670	94375
无缝管				
收入	148380	216730	248650	284400
毛利率	19.94%	19.39%	20.40%	21.48%
毛利	29580	42017	50735	61095
传统无缝钢管				
产能	18500	18500	18500	18500
销量(吨)	14000	14000	14000	15000
价格	4.1	4.0	4.0	4.0
收入	57400	56000	56000	60000
吨钢毛利	0.8	0.8	0.8	0.8
毛利率	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利	10906	10640	10640	11400
毛管				
产能	5000	5000	5000	5000
销量(吨)	1200	1200	1000	1000
价格	2.9	2.9	2.9	2.9
收入	3480	3480	2900	2900
吨钢毛利	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	174	174	145	145
超超临界管产线				
产能	20000	20000	20000	20000
销量(吨)	10000	15000	15500	16000
价格	6.0	7.0	7.0	7.0
收入	60000	105000	108500	112000
毛利率	22.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	13200	21000	21700	22400
镍基油井管				
产能	3000	3000	3000	3000
销量(吨)	1000	1500	2500	3000
价格	20.0	16.5	16.5	16.5
收入	20000	24750	41250	49500
吨钢毛利	3.8	3.1	3.3	3.3
毛利率	19.00%	19.00%	20.00%	20.00%
毛利	3800	4703	8250	9900
核电管				
产能	500	500	500	500
销量(吨)	0	100	200	350
价格	100	100	100	100
收入	0	10000	20000	35000
毛利率	10.00%	20.00%	30.00%	35.00%
毛利	0	2000	6000	12250

(万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
不锈钢精密管				
产能	1500	1500	1500	1500
销量(吨)	300	700	800	1000
价格	25.0	25.0	25.0	25.0
收入	7500	17500	20000	25000
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	1500	3500	4000	5000
焊管				
收入	107000	117600	142500	167000
毛利率	19.12%	18.98%	19.60%	19.93%
毛利	20460	22320	27935	33280
传统焊管				
产能	22500	22500	22500	22500
销量(吨)	20000	20000	20000	20000
价格	3.2	3.0	3.1	3.2
收入	64000	60000	62000	64000
吨钢毛利	0.6	0.5	0.6	0.5
毛利率	18.00%	18.00%	18.00%	17.00%
毛利	11520	10800	11160	10880
大口径油气输送管				
产能	10000	10000	10000	10000
销量(吨)	8500	10000	10000	10000
价格	4.0	3.5	4.0	4.0
收入	34000	35000	40000	40000
吨钢毛利	0.8	0.7	0.8	0.8
毛利率	21.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	7140	7000	8000	8000
钛焊管				
产能	1000	1000	1000	1000
销量(吨)	500	700	1000	1000
价格	18.0	18.0	18.0	18.0
收入	9000	12600	18000	18000
吨钢毛利	3.6	3.6	3.6	3.6
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利	1800	2520	3600	3600
LNG 输送管				
产能		10000	20000	20000
销量(吨)		2000	5000	10000
价格		5.0	4.5	4.5
收入		10000	22500	45000
吨钢毛利		1.0	1.0	1.1
毛利率		20.00%	23.00%	24.00%
毛利		2000	5175	10800

资料来源：平安证券研究所整理

产品结构优化，预计 2013 年新产品 LNG 输送管、镍基油井管等将贡献约 30%毛利，是业绩增长主要来源。其他产品如传统无缝管、焊管等已接近满产，预计将保持原有水平。

图表29 预测2013年分产品毛利占比



资料来源：平安证券研究所整理

由于钢价持续下降，而公司产品定价方式与钢价挂钩，所以收入增速会低于利润增速，而毛利率会有所上升。上调公司 2013、2014 年收入预测为 33.4、39.1 亿，原预测为 32.5、38.6 亿元；上调 2013、2014 年 EPS 预测为 0.68、0.88 元，原预测为 0.62、0.75 元；对应估值日股价动态 PE 分别为 29.2、22.5 倍。公司新产品布局高端管材，产品结构升级，新产品即将放量，行业及市场占有率在上升通道，且成材率具有提高空间，盈利超预期可能性较大，维持“推荐”评级。

九、 风险提示

- 1、国内外油气开发速度如果达不到预期，会制约油气输送管产品的市场开拓。
- 2、LNG 接收者或接收船建造速度或数量低于预期，会影响新产品 LNG 输送管的市场空间。
- 3、下游为油气开采、电力设备等，多为垄断或寡头垄断性行业，议价能力较强，可能会打压价格。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
流动资产	1529	1485	1994	2338	
现金	399	370	559	624	
应收账款	192	244	303	362	
其他应收款	7	12	14	17	
预付账款	95	31	96	97	
存货	771	709	926	1127	
其他流动资产	65	118	97	112	
非流动资产	1087	1275	1477	1462	
长期投资	0	1	0	0	
固定资产	800	873	1110	1138	
无形资产	150	172	206	240	
其他非流动资产	137	229	160	84	
资产总计	2616	2760	3471	3800	
流动负债	980	966	1557	1638	
短期借款	478	464	947	927	
应付账款	140	138	173	206	
其他流动负债	362	364	436	505	
非流动负债	64	125	50	50	
长期借款	25	50	50	50	
其他非流动负债	39	75	0	0	
负债合计	1044	1091	1607	1688	
少数股东权益	68	69	84	101	
股本	208	312	312	312	
资本公积	849	708	708	708	
留存收益	446	580	761	991	
归属母公司股东权益	1503	1600	1780	2011	
负债和股东权益	2616	2760	3471	3800	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
经营活动现金流	-68	345	71	317	
净利润	124	161	227	292	
折旧摊销	82	108	122	152	
财务费用	30	43	37	49	
投资损失	-8	-4	0	0	
营运资金变动	-294	10	-236	-147	
其他经营现金流	-2	27	-79	-29	
投资活动现金流	-305	-279	-334	-136	
资本支出	321	285	300	100	
长期投资	-2	-1	-1	0	
其他投资现金流	14	5	-35	-36	
筹资活动现金流	352	-213	452	-115	
短期借款	311	-14	483	-20	
长期借款	-3	25	0	0	
普通股增加	0	104	0	0	
资本公积增加	31	-141	0	0	
其他筹资现金流	13	-187	-31	-95	
现金净增加额	-23	-147	189	65	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
营业收入	2250	2660	3343	3912	
营业成本	1882	2134	2700	3125	
营业税金及附加	6	6	8	10	
营业费用	111	133	167	196	
管理费用	94	129	167	196	
财务费用	30	43	37	49	
资产减值损失	5	36	0	0	
公允价值变动收益	1	-1	0	0	
投资净收益	8	4	0	0	
营业利润	132	182	263	336	
营业外收入	13	12	7	10	
营业外支出	7	7	6	7	
利润总额	138	187	263	339	
所得税	14	26	37	48	
净利润	124	161	227	292	
少数股东损益	10	6	15	17	
归属母公司净利润	114	155	211	275	
EBITDA	244	333	422	538	
EPS (元)	0.55	0.50	0.68	0.88	

主要财务比率					
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入(%)	26.1	18.2	25.7	17.0	
营业利润(%)	48.3	38.0	44.7	27.8	
归属于母公司净利润(%)	56.3	35.4	36.5	29.9	
获利能力					
毛利率(%)	16.4	19.8	19.2	20.1	
净利率(%)	5.1	5.8	6.3	7.0	
ROE(%)	7.6	9.7	11.9	13.7	
ROIC(%)	7.2	9.1	9.3	11.1	
偿债能力					
资产负债率(%)	39.9	39.5	46.3	44.4	
净负债比率(%)	57.9	47.1	64.4	60.0	
流动比率	1.56	1.54	1.28	1.43	
速动比率	0.77	0.77	0.67	0.74	
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.99	1.07	1.08	
应收账款周转率	13	12	12	12	
应付账款周转率	18.38	15.35	17.34	16.47	
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.50	0.68	0.88	
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.22	1.11	0.23	1.02	
每股净资产(最新摊薄)	4.82	5.13	5.71	6.44	
估值比率					
P/E	54.0	39.9	29.2	22.5	
P/B	4.1	3.9	3.5	3.1	
EV/EBITDA	26	19	15	12	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257