

# 油气持续高景气，核电有望超预期

## ——久立特材（002318）深度报告

买入（调升）

日期：2014年01月03日

### 报告关键要素：

公司现有不锈钢管产能7.5万吨，今明两年募投项目有望新增3万吨高端LNG不锈钢管及复合管产能。受益于国内石化天然气行业高景气，新增产能将有效转化为业绩增长。环境污染倒逼能源结构转型，核电有望加速，公司核电管业务或成未来超预期看点。

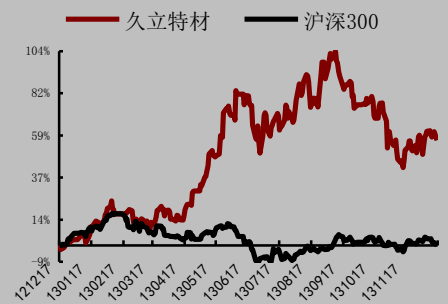
### 投资要点：

- **能源消费结构转变催生公司产品市场扩容：**改变中国以煤炭为主的能源消费结构，加大石油天然气、核电等清洁能源消费占比，催生油气开采、运输以及核电建设等领域投资，能源及高端装备行业投资热潮为公司主要产品提供广阔的市场空间。
- **募投项目产能投放恰当时，今明两年业绩有保障：**可转债募投项目2万吨LNG大口径输送管及配套组件项目2013年投产，1万吨原油输送特殊钢及钛合金复合管2014年中期有望投产，公司在油气输送及LNG低温管领域竞争优势更为明显，两大募投项目奠定公司业绩高速增长产能基础。
- **技术、产品认证构筑行业壁垒，或提升公司整体估值：**公司依托民营企业先进激励机制，通过吸引国企优秀技术人才，确立不锈钢管领域技术优势。在高端不锈钢管领域深耕多年为公司积累众多产品认证，石化、天然气、核电行业供应体系高壁垒保证公司产品高毛利，公司技术优势及产品认证体系构筑的护城河有望提升整体估值。
- **核电业务或成超预期因素：**1、日本核泄漏事故影响淡化、大气污染倒逼能源结构转型，核电将再次受关注；2、国内核电或复制高铁出口模式，成为中国制造输出的另一张名片；公司核电管业务有望充分受益于国内核电建设加速，国产化率提升及核电出口；
- **盈利预测与投资建议：**根据我们的盈利预测，公司2013~2015年每股收益分别为0.78元、1.00元、1.25元，对应当前股价市盈率分别为23倍、18倍、14倍。基于国内核电重启乐观预期，我们认为公司核电业务存在超预期因素，调升公司评级至“买入”。
- **风险因素：**股东减持风险；募投项目低于预期；能源投资低于预期；

### 基础数据

收盘价(元)	17.90
市净率(倍)	3.08
流通市值(亿元)	53.15
每股净资产(元)	5.58
每股经营现金流(元)	0.78
毛利率(%)	9.36
净资产收益率(%)	10.27
资产负债率(%)	40.35
总股本(万股)	31,200
流通股(万股)	29,693

### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

### 相关研究

《久立特材(002318)调研简报—20131209》

### 分析师：李伟峰

执业证书编号：S0270513080001

电话：02160883496

邮箱：liwf@wlzq.com.cn

	2012年	2013年	2014E	2015E
营业收入(亿元)	26.60	26.90	30.84	34.83
增长比率(%)	23.06	1.14%	14.64%	12.95%
净利润(亿元)	1.55	2.43	3.13	3.89
增长比率(%)	38.33	57.07%	28.59%	24.44%
每股收益(元)	0.50	0.78	1.00	1.25
市盈率(倍)	23.80	23	18	14

## 目录

1、推荐逻辑一：能源结构转变催生公司产品市场扩容.....	3
1.1 现有能源消耗结构不可持续.....	3
1.2 能源消费结构转变催生相关行业投资扩容.....	3
2、推荐逻辑二：高端产能释放助推业绩成长.....	4
2.1 镍基合金管：适应恶劣油气开采环境，产品实现进口替代.....	6
2.2 油气输送领域持续高景气.....	7
2.2.1 原油、常规天然气输送.....	7
2.2.2 液化天然气（LNG）输配送.....	8
2.3 核电或成超预期因素.....	9
2.3.1 国内核电建设或加速，公司有望充分受益.....	9
2.3.2 高铁出口带来的启示.....	10
3、推荐逻辑三：技术优势及产品认证提升公司整体估值.....	11
3.1 技术优势确保产品高毛利.....	11
3.2 产品认证体系构筑行业壁垒.....	12
4、盈利预测及投资建议.....	13
4.1 主要假设.....	13
4.2 盈利预测及投资建议.....	13
5、风险提示.....	14
图 1：美国主要发电方式单位成本（1995 年~2012 年）.....	4
图 2：公司分行业收入构成.....	5
图 3：公司分行业产品毛利率.....	5
图 4：公司近年来业绩增速.....	5
图 5：公司无缝管热挤压生产工艺流程图.....	12
图 6：公司无缝管穿孔生产工艺流程图.....	12
图 7：公司近年来业绩增速.....	12
表 1：全球主要国家一次能源消费结构（能源占比）.....	3
表 2：“十二五”时期能源输送通道建设重点.....	4
表 3：历次募投项目明细.....	4
表 4：“十二五”时期常规天然气开发重点项目表.....	6
表 5：国内天然气需求预测.....	7
表 6：我国 2007 年-2015 年石油天然气输送用管道产品市场需求预测表.....	7
表 7：公司油气输送管重大合同.....	8
表 8：我国已建、在建、拟建 LNG 接收站.....	8
表 9：公司核电业务进展.....	10
表 10：在建核电机组明细.....	10
表 11：国内主要第三代核电技术代表.....	11
表 12：公司产能假设.....	13
表 13：财务和估值数据摘要.....	14

## 1、推荐逻辑一：能源结构转变催生公司产品市场扩容

### 1.1 现有能源消耗结构不可持续

根据BP《2013年世界能源消费统计数据》报告，一次能源消费结构中，中国煤炭消耗占比高达68.49%，远高于煤炭占世界一次能源消费结构29.90%平均水平，中国的煤炭消费占到全球煤炭总消费量50%以上。同时，石油、天然气以及核电消费远低于世界平均水平。

表 1：全球主要国家一次能源消费结构（能源占比）

国别	石油	天然气	煤炭	核电	水电	可再生能源
中国	17.68	4.73	68.49	0.80	7.12	1.17
美国	37.12	29.61	19.82	8.29	2.86	2.30
日本	45.63	21.98	26.01	0.86	3.83	1.71
OECD	37.76	26.12	19.19	8.10	5.75	3.08
欧盟	36.53	23.87	17.55	11.94	4.42	5.68
全球	33.11	23.94	29.90	4.49	6.66	1.90

数据来源：BP《statistical review of world energy 2013》、万联证券研究所；

根据中电联公布的《电力工业“十二五”规划研究报告》，在我国煤炭消费结构中，电煤消费量约占煤炭消费总量的46%，煤电装机容量占全国发电装机容量68%。电力行业二氧化碳排放占到全国排放总量的42.8%，温室气体排放接近全国总量的50%。以煤炭为主的能源供应是近年来国内大气污染的主要源头，煤炭为国家经济提供动力的同时，也带来了极大的生态和环保成本。

### 1.2 能源消费结构转变催生相关行业投资扩容

根据国务院2013年发布的能源发展“十二五”规划。十二五期间，将引导能源消费结构领域更合理的变化：（一）煤炭。煤炭消费比重降低到65%左右。

（二）天然气。天然气占一次能源消费比重将提高到7.5%，国内天然气生产能力从2010年948亿立方米提升至2015年1565亿立方米，年均增速10.5%；天然气发电装机容量从2010年2642亿千瓦提升至2015年5600亿千瓦，年均增速16.2%；（三）核电。到2015年，运行核电装机达到4000万千瓦，在建规模1800万千瓦。核电装机容量从2010年1082亿千瓦提升至2015年4000万千瓦，年均增速29.9%。

在能源设施建设方面：（一）石油。加快西北（中哈）、东北（中俄）和西南（中缅）三大陆路原油进口通道建设，加强配套干线管道建设。十二五时期，新增原油管道8400公里，新增成品油管道2.1万公里，成品油年输送能力新增1.9亿吨。

（二）天然气。加快建设西北（中国-中亚）、东北（中俄）、西南（中缅）和海上四大进口通道，形成以西气东输、川气东送、陕京输气管道为大动脉，连接主要生产区、消费区和储气库的骨干管网。统筹沿海液化天然气（LNG）接收站、跨省联络线、配气管网及地下储气库建设，完善长三角、环渤海、川渝地区天然气管网，基本建成东北、珠三角、中南地区等区域管网。推动液化天然气（LNG）造船业和运输业发展。十二五时期，新增天然气管道4.4万公里，沿海液化天然气年接收能力新增5000吨以上。

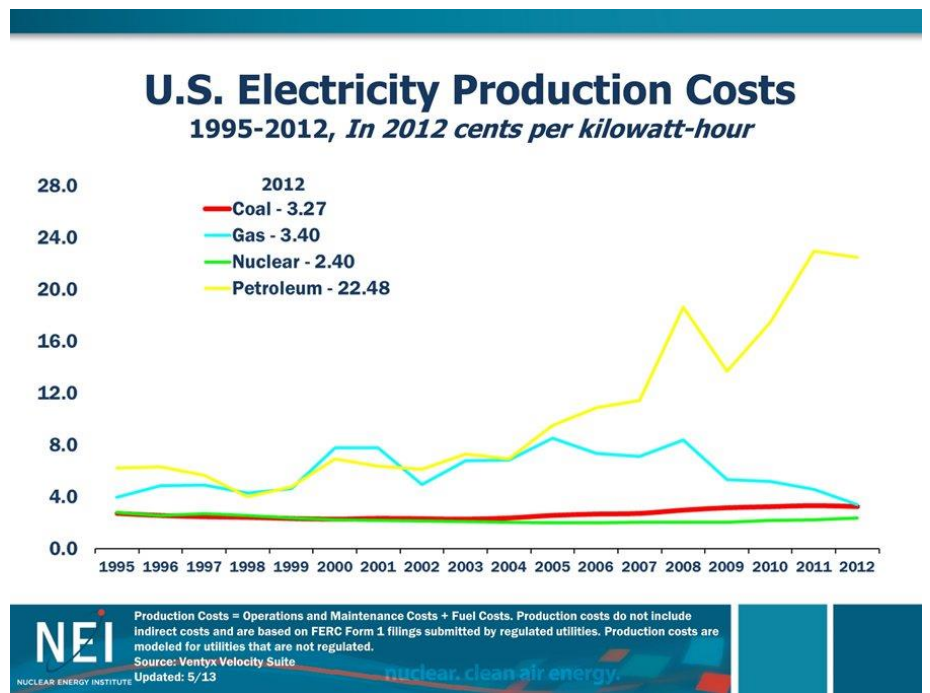
表 2：“十二五”时期能源输送通道建设重点

行业	重点项目
原油	中哈原油管道二期、中缅原油管道、独山子-乌鲁木齐、兰州-成都、大庆-铁岭、瑞丽-昆明等干线管道
天然气	中亚天然气管道 C 线和 D 线，西气东输二线东段及香港支线，西气东输三线、四线、五线，中缅天然气管道；陕京四线、鄂尔多斯-安平输气管道、东北天然气管网、中卫-贵阳天然气管道、青藏天然气管道（适时建设）、冀宁联络线复线、宁鲁联络线；南疆天然气利民工程；适时启动新疆煤制气输管线、中俄东线天然气管道、萨哈林天然气管道；

数据来源：能源发展“十二五”规划、万联证券研究所；

（三）核电，根据《中国的能源政策（2012）》报告，2011年，已投运核电机组15台、装机容量1254万千瓦，在建机组26台、装机容量2924万千瓦，在建规模居世界首位。

图 1：美国主要发电方式单位成本（1995 年~2012 年）



数据来源：NEI；万联证券研究所

## 2、推荐逻辑二：高端产能释放助推业绩成长

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募投项目包括大口径油气输送焊接管、超超临界用管、镍基油井合金管项目，分别于2009年、2011年投产，此外公司利用超募资金投资的核电蒸发器和航空航天精密管，也与2011年年底达产。截止2012年，公司不锈钢管产能达7.5万吨，配套管件产能3500吨。其中，无缝管产能约4.2万吨，焊接管产能约3.3万吨。随着今、明两年可转债项目投产，公司不锈钢管总产能有望达到10.5万吨。

表 3：历次募投项目明细

募资名称	项目名称	产品类型	投产日期
IPO 募资建设	20000 吨超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目	无缝管	2010.12
	10000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目	焊接管	2009.11
	3000 吨镍基合金油井用管项目	无缝管	2012.1
超募资金建设	2000 吨核电蒸发器管和航天精密管项目	无缝管	2012.1
	1000 吨海水淡化钛管	焊接管	2012.1
转债募建设	2 万吨 LNG 等输送用大口径管道及组件项目	焊接管	2013.11
	1 万吨原油、天然气、液化天然气管道用复合管项目	焊接管	2014. 中期

数据来源：公司公告；万联证券研究所

公司产品应用于包括火电站、海上及陆地油气开采、LNG 输送、LNG 船建造、原油、天然气输送、核电等能源及高端装备领域。

图 2：公司分行业收入构成

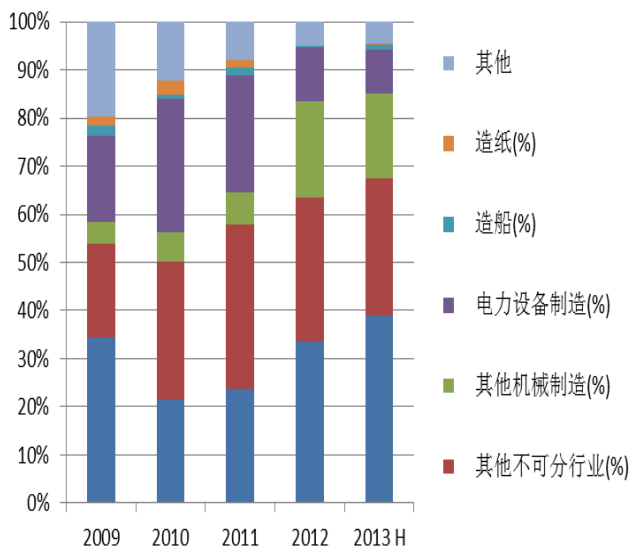
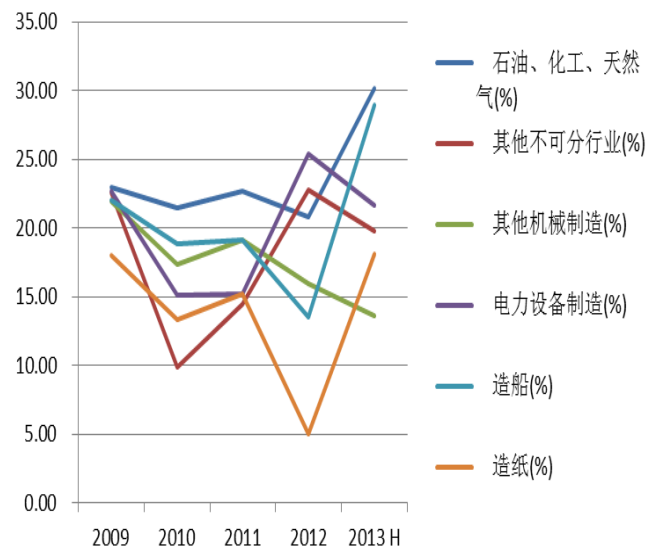


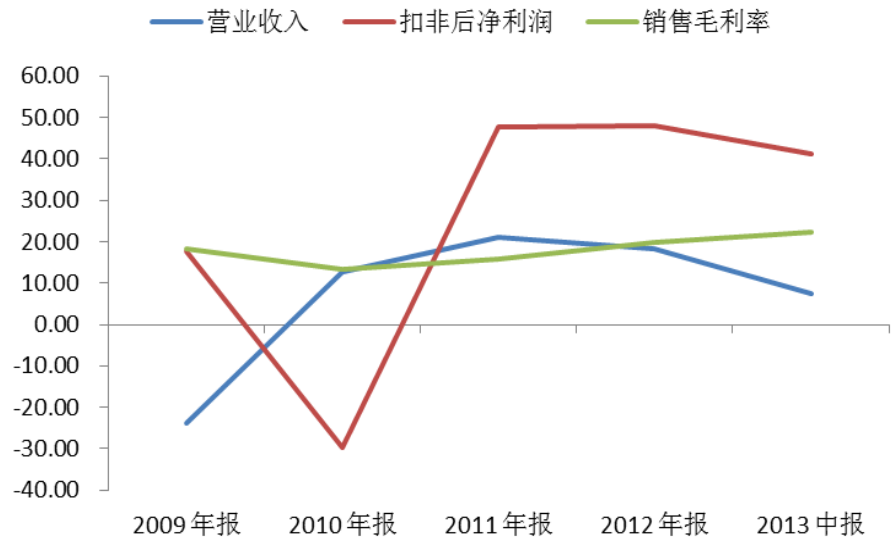
图 3：公司分行业产品毛利率



数据来源：WIND；万联证券研究所

受国内石油、天然气开采高景气，以及油气输送特别是液化天然气输送设施建设高潮，公司在油气开采、输送用不锈钢管产能投放，产品结构改善，公司业绩呈现快速成长势头。

图 4：公司近年来业绩增速



数据来源：WIND；万联证券研究所

## 2.1 镍基合金管：适应恶劣油气开采环境，产品实现进口替代

石油天然气的开发过程中，CO<sub>2</sub>、H<sub>2</sub>S、Cl 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 的综合腐蚀。CO<sub>2</sub>、H<sub>2</sub>S、Cl 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。

国内外的研究表明，Cr、Ni、Mo 等合金元素含量较高的镍基合金是抗 CO<sub>2</sub> 等介质腐蚀的理想材料，镍基合金油井用管可使用于高温、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，国内对于该产品的需求主要依靠进口。公司 IPO 募资建设“3000 吨镍基合金油井用管项目”生产的产品适用于复杂恶劣的油气开采环境，产品实现进口替代。

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，按照每钻进一米需用油井管 62Kg，每口油井用管 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。

十二五期间，国家重点建设的四大气田除南海海上气田外，其他三个油气田均位于四川、新疆等西部地区，地质复杂条件较东部更为复杂，油井深度也比较深。

表 4：“十二五”时期常规天然气开发重点项目表

气区	新建产能 (亿立方米/年)	2015 年产量 (亿立方米/年)
鄂尔多斯盆地	261	390
四川盆地	195	410

塔里木盆地	147	320
南海海域	100	150

数据来源：天然气发展“十二五”规划、万联证券研究所；

公司 IPO 首发募投建设“3000 吨镍基合金油井用管项目”于 2012 年 1 月公告正式投产，目前该产品已经广泛应用于川东、新疆油气田开发以及中海油海上钻井平台。

2011 年该项目实现销量 300 吨，2012 年销量突破 600 吨，2013 年上半年销量已超去年全年，贡献净利润 2700 万元，我们预测 2013 年全年产销量超过 1000 吨，2014 年有望实现 1500 吨产销量。

## 2.2 油气输送领域持续高景气

根据天然气发展“十二五”规划，十二五时期，预计我国年均新增天然气消费量超过 200 亿立方米，到 2015 年达到 2300 亿立方米。供应方面，2015 年国产天然气供应能力达到 1760 亿立方米，其中，常规天然气约 1385 亿立方米；煤制天然气约 150~180 亿立方米；煤层气地面开发生产约 160 亿立方米。到 2015 年，我国年进口天然气量约 935 亿立方米，对外依存度超过 35%。目前我国进口天然气主要通过两个方面途径：一方面，通过建设陆路主干网；另一方面通过海上运输，通过 LNG 船从沿海天然气管道输送。

表 5：国内天然气需求预测

	2010 年	2015 年
天然气产量 (亿立方米)	948	1760
天然气需求 (亿立方米)	1075	2300
进口量 (亿立方米)	127	540

数据来源：天然气“十二五”规划，万联证券研究所

### 2.2.1 原油、常规天然气输送

根据中石油、中石化、中海油相关规划，到 2015 年三家油企拟新建原油管道 9900 公里，成品油管道 7000 公里，天然气管道 3.04 万公里，合计需要不锈钢管量约 1186 万吨，年均需要 131.78 万吨。

表 6：我国 2007 年-2015 年石油天然气输送用管道产品市场需求预测表

消费群体	原油		成品油		天然气		合计钢管 (万吨)
	管道长度 (km)	钢管用量 (万吨)	管道长度 (km)	钢管用量 (万吨)	管道长度 (km)	钢管用量 (万吨)	
中石油	5300	119	6000	60	18000	730	909
中石化	4500	68	1000	9	9500	155	232
中海油	-	-	-	-	2900	45	45
小计	9900	187	7000	69	30400	930	1186
城市管网	-	-	-	-	-	3720	3720
合计	9900	187	7000	69	-	4650	4906

注：根据行业经验数据，城市天然气管网用量约为干线用量 3-5 倍，本表按 4 倍计算；

数据来源：金洲管道招股说明书；万联证券研究所整理

公司 IPO 募投项目 1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目于 2009 年 11

月投产，该产品连续多年接到阿曼石油发展公司（PDO）订单。此外公司与壳牌签订全球合作框架协议，并成功完成文莱壳牌石油公司超级双相钢焊接管线管订单的交付，产品应用于壳牌在文莱海上油气开采装置。

表 7：公司油气输送管重大合同

公告时间	合同方	采购内容	采购金额	采购区间
2011. 3. 23	阿曼石油发展有限公司	双相钢管线管	约 281 公里，共计 5695 万美元 (约合人民币 3. 67 亿元)	截止 2012-3-31
2013. 1. 4	阿曼石油公司勘探开发公司	双相钢管线管	约 80 公里，共计 1389. 51 万美元	2013 年相应月份

数据来源：公司公告；万联证券研究所整理

### 2.2.2 液化天然气（LNG）输配送

根据天然气发展“十二五”规划，按照现有的合同数据计算，“十二五”期间，我国年进口天然气量约在 935 亿立方米，除了陆路油气管道输送外，大量的天然气进口需要通过海运途径进口，海运进口的天然气主要以液化天然气形式为主，涉及到液化天然气船（LNG）以及港口接收站相关装备。

#### 液化天然气船

LNG 运输船是国际上公认的高技术、高附加值、高可靠性的船舶，被誉为造船业“皇冠上的明珠”。国内从 1997 年开始液化天然气船的研究和开发工作，2008 年国内第一艘自行建造的 LNG 船“大鹏昊”由沪东中华造船厂建成，打破该船型建造被国外垄断的局面。2012 年 9 月公司公告与沪东中华造船厂签订 4 艘 17.2 万立方米 LNG 船配套低温不锈钢套管，合同金额共计 4579. 99 万元。我们估算单船用低温不锈钢管量约 250 吨。此次采购不仅标志着公司产品正式应用于 LNG 船建造，同时也是沪东中华造船厂首次采用国内低温不锈钢管，以替代国外进口同类产品。

根据船运界网站公开信息，2020 年，随着上海、珠海、宁波、深圳、大连等多地大型 LNG 接收站先后建成，我国每年将形成 7000 多万吨 LNG 接收能力，按一艘船的年运输能力 79 万吨计算，需要 90 艘船才能够完成相应的运输任务，加上现有船队老龄船报废因素，2020 年前 LNG 船的追加订造将达到 104 艘，预计 2015~2020 年的 6 年时间，市场每年的需求量大致在 20 艘左右，折合低温不锈钢管每年需求量约在 5000 吨左右。

#### LNG 接收站

LNG 接收站是接收海运 LNG 的大型终端设施，分为卸船系统和存储系统。卸船系统由卸料臂、蒸发器回流臂、LNG 取样器、LNG 卸船管线等组成，通过卸料臂将运输船上的 LNG 出口管线与岸上的 LNG 卸船管线连接起来，由于 LNG 低温特性，需要使用特殊钢管。存储系统由低温储罐或地下储气库、进出口管线、阀门及控制仪表组成，其中进出口管线因为低温介质，需要使用特殊钢管。

我国 LNG 产业起步晚，但发展迅速，目前已公开可查的沿海地区已投产和规划中 LNG 项目共 18 个，项目投产时间不定，我们以 2020 年前作为投产时间测算，按每万吨接收能力消耗特殊钢管 2 千吨估算，2020 年前国内 LNG 接收站建设需要不锈钢管约 13. 78 万吨，年均需求量 2 万吨。

表 8：我国已建、在建、拟建 LNG 接收站

项目名称	接收能力（万吨/年）	一期投产年份	运营商	项目地址
------	------------	--------	-----	------



	一期	二期			
广东 LNG 站线项目	370	700	2006.6	中海油	深圳大鹏湾
福建 LNG 站线项目	260	340	2007.1	中海油	莆田湄洲湾
上海 LNG 项目	300	300	2008.6	中海油	上海洋山港
浙江 LNG 项目	300	300	2008	中海油	宁波北仑港
秦皇岛 LNG 项目	200	300	2010	中海油	秦皇岛港
海南 LNG 项目	200	300	2009.6	中海油	海南洋浦
广东珠海 LNG 项目	300	700		中海油	珠海高栏
江苏 LNG 项目	350	250		中石油	江苏洋口港
曹妃甸 LNG 项目	600	400		中石油	河北曹妃甸
大连 LNG 项目	200	200		中石油	大连新港
青岛 LNG 项目	300	200		中石化	山东青岛
辽宁 LNG 项目	300			中海油	辽宁营口
江苏滨海 LNG 项目	300			中海油	江苏盐城
广东汕头 LNG 项目	250			中石油	广东汕头
广西 LNG 项目	300			中石油	广西防城港(待定)
温州 LNG 项目				中海油	浙江温州
连云港 LNG 项目	--	--		中石化	江苏连云港
天津 LNG 项目	--	--			
合计	1630	6890			

数据来源：万联证券研究所整理

公司在 LNG 项目用管方面已经拥有完整的生产体系和生产能力，不锈钢管已经全面进入清洁能源 LNG 领域，产品广泛应用于高含氯、含硫等高腐蚀环境下的、从井下开采、地面集输管线、净化厂到 LNG 运输船、LNG 接收站等全流程。产品在众多项目上为首次国产化。公司已拥有供给多个 LNG 项目不锈钢管的经验，比如中石油唐山 LNG 接收站、中海油广东大鹏 LNG 槽车、韩国三星重工 FLNG(壳牌)以及沪东中华船厂 LNG 船等国内外大中型项目。

国内外 LNG 船订单以及接收站建设高峰为公司 LNG 业务提供广阔的市场空间。公司可转债募投项目 2 万吨 LNG 输送用大口径管道及组件项目于 2013 年 11 月公告投产，我们预计 2013 年产销量 3 千吨，2013 年产销量 1 万吨以上。

## 2.3 核电或成超预期因素

### 2.3.1 国内核电建设或加速，公司有望充分受益

2010 年公司与国核技术下属的上海核工程研究设计院签署合作协议，由上海核工院提供技术支持，共同致力于第三代核电技术 AP1000 相关设备的国产化。通过与上海核工院合作，公司介入核电 U 型蒸发器用不锈钢管领域生产。公司 500 吨核电 U 型管生产线已于 2012 年 1 月正式投产，800 合金 U 型管以及核电站配套海水淡化钛管已成功批量供货，690TT 合金 U 型管进入预制批阶段。随着国内 CAP1400 示范电站建设，公司 690TT 合金 U 型管也有望斩获订单。根据公开信息，690TT 合金 U 型管单吨售价在 90 万元左右，且技术门槛高，全球仅有法国的 Valinox、日本的 Sumitomo 和瑞典的 Sandrik 三家公司能够生产，国内仅公司及宝钢旗下的宝银有色两家公司具有生产能力，我们预计核

电传热管业务有望接力公司石油天然气管道业务，为公司高速增长提供保障。

表 9：公司核电业务进展

时间	事件	备注
2010.6.8	与上海核工程研究设计院签订合作协议	AP1000 国产化
2012.1.9	核电蒸发器用 800 合金 U 型传热管产品鉴定会	800 合金 U 型管产品鉴定
2012.5.29	核电站凝汽器用焊接钛管通过厂家质保评审	海水淡化钛管出厂认证
2012.5.29	690TT 合金 U 型传热管研发	CAP1400 关键材料，已完成预批制
2012.8.14	国家核安全局核准 AP1000 镍基合金管材许可证	镍基合金管材生产许可证
2012.12.5	民用核安全设备制造许可证（扩）信息公示	环保部核安全管理司
2013.2.19	取得核安全镍基合金热交换器传热管许可证	镍基合金 U 型传热管第二家企业
2013.7.2	800 合金 U 型传热管出厂验收	世界第三家 800U 形传热管生产的企业

数据来源：公司公告；万联证券研究所整理

国核 CAP1400 示范电站——山东荣成石岛湾核电站 2 台机组有望明年开工，目前国内仅公司与宝银有色具有生产资质，基于公司与国核下属的核工院合作协议，我们认为公司具有较大可能性获得该项目订单。短期订单需求在 200 吨左右。

远期看，国内在建核电机组供 27 台，单台机组 U 型蒸发器管用量在 200 吨左右，共计 5400 吨，假设全部机组投产时间为 2015 年，年均需求量 2700 吨。超募资金另一项目 1000 吨海水淡化钛管主要为配套核电站项目，据了解目前每年产销量稳定在 700~800 吨。

表 10：在建核电机组明细

核电站名称	堆型	技术	来源	额定功率	机组数量	综合国产化率
宁德核电站一期	压水堆	CPR1000	中国	100 万千瓦	规划 6 台，一期 4 台	达到 75%以上
福清核电站	压水堆	M310 改进型	法国	100 万千瓦	规划 6 台，一期在建 2 台	达到 75%以上
阳江核电站	压水堆	CPR1000	中国	100 万千瓦	规划 8 台，一期 6 台	约 83%
方家山核电站	压水堆	CNP1000	中国	110 万千瓦	2 台	达到 80%以上
中国实验快堆	快堆		俄罗斯	25 万千瓦	1 台	
三门核电站	压水堆	AP1000	美国	125 万千瓦	规划 6 台，一期 2 台	达到 70%以上
台山核电站一期	压水堆	EPR	法国	175 万千瓦	规划 6 台，在建 2 台	达到 50%
海阳核电站	压水堆	AP1000	美国	125 万千瓦	规划 6 台，一期在建 2 台	约为 60%
石岛湾核电站	气冷堆	HTGR	中国	20 万千瓦	一期 1 台高温气冷堆	达到 70%以上
昌江核电站一期	压水堆	CNP650	中国	65 万千瓦	规划 4 台，一期 2 台	达到 70%
防城港核电站	压水堆	CPR1000	中国	100 万千瓦	规划 6 台，一期 2 台	达到 70%
徐大堡核电站	压水堆	待定	待定	100 万千瓦	规划 6 台，一期 2 台	
国核示范电站	压水堆	CAP1400	中国	140 万千瓦	规划 6 台，一期 2 台	

数据来源：中国核电信息网；万联证券研究所整理；

### 2.3.2 高铁出口带来的启示

2011 年受日本核事故影响，国内主要核电建设项目进入停滞阶段，规划的核电装机容量也一再向下调整，核电行业面临较大的行政和舆论压制。随着日本核泄漏事件影响淡化，以及国内对清洁能源日益重视，国内核电建

设重启势在必行。国内新建的核电站主要以第三代核电技术 AP1000、EPR 为主，随着第三代核电技术示范电站建成运营，中国核电行业不仅有望在运营电站数量方面跻身世界前列，同时更重要的是中国的核电技术跨进世界核电强国行列。

长期以来国内核电技术发展主要以引进国外成熟的二代核电技术为基础吸收、再改进二代半技术，长期以来中国核电技术在全球核电发展中属于后来者梯队，在全球核电建设竞标中较少参与。以国核技术引进第三代 AP1000 技术为契机，中国核电技术有望在第三代核电技术领域占据先发优势，国核技术在 AP1000 技术上，开发出拥有自主知识产权的 CAP1400，有望成为中国核电输出主要技术。

表 11：国内主要第三代核电技术代表

核电企业	第三代技术	技术特点
中广核	ACP1000	以法国技术为基础，中广核自主研发的第三代核电技术，单堆布置，电功率约 115 万千瓦，设计寿命 60 年，换料周期 18 个月；
中核集团	ACP1000	中核自主研发第三代核电技术，单堆布置，电功率约 110 万千瓦，设计寿命 60 年，换料周期 18 个月
国核技术	CAP1400	国核技术在 AP1000 技术基础上自主研发，双堆布置，电功率约 140 万千瓦，设计寿命 60 年，换料周期 18 个月；

数据来源：万联证券研究所整理

### 3、推荐逻辑三：技术优势及产品认证提升公司整体估值

公司自设立以来，依托民营企业先进激励机制，通过吸引国企优秀技术人才，构筑技术团队，现以形成三代技术核心团队。在高端不锈钢管领域深耕多年为公司积累众多产品认证，石化、天然气、核电行业供应体系高壁垒保证公司产品高毛利，公司技术优势及产品认证体系构筑的护城河有望提升整体估值。

#### 3.1 技术优势确保产品高毛利

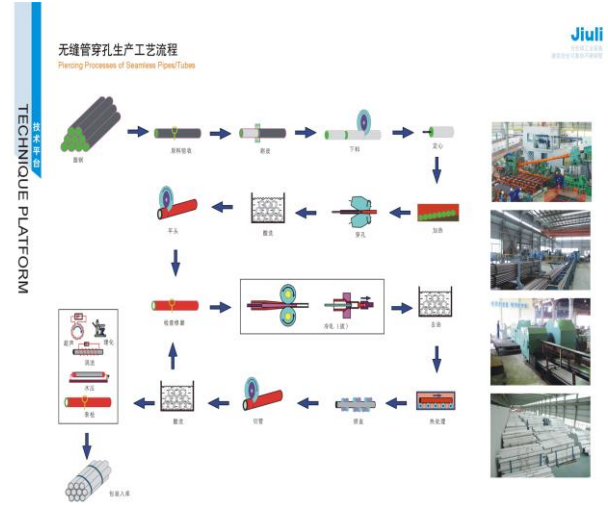
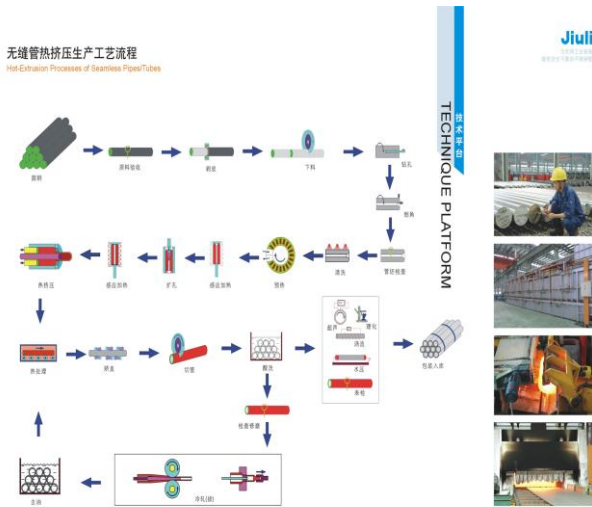
公司自设立以来，坚持走自主创新的道路，创业之初，依托民营企业先进激励机制，通过吸引国企优秀技术人才，构筑技术团队，现以形成三代技术核心团队。通过设立“久立特研究院”，浙江省博士后科研工作站、新材料研究室、焊接技术、制管工艺研究室、技术装备研究室、检测技术研究室、标准信息研究室以及 CNAS 国家认可检测实验室等组成的企业研发创新平台，覆盖不锈钢及特殊合金管道制造全程的完整的技术研发体系。在自主培养和外部引进各种技术人才的基础上，公司也十分注重加强与国内优秀高等院校、科研单位的技术合作，先后与中国工程物理研究院、中国科学院金属研究所、北京钢铁研究总院、浙江大学、上海交通大学、西安摩尔石油工程实验室等单位建立了良好的科研合作关系。

在无缝管方面：公司是国内少数几家能同时采用国际先进的挤压工艺和国内先进的穿孔工艺进行生产的企业，创业之初，公司顶住压力上马 3,500 吨钢挤压机组，实现了热挤压生产设备全程自动控制和全流程清洁生产。依靠先进装备和工艺手段，公司具备了生产油气输送用管、高品质超（超）临界电站锅炉用管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管、海水淡化用管、化工、

化肥和化纤用管等众多产品的能力。

图 5：公司无缝管热挤压生产工艺流程图

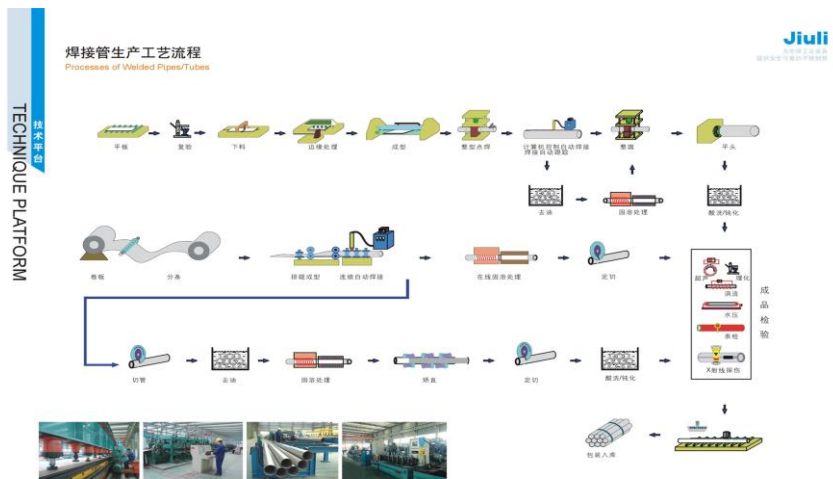
图 6：公司无缝管穿孔生产工艺流程图



数据来源：公司网站；万联证券研究所

在焊接管方面：公司引进日本先进的FFX 柔性成型工艺连续焊接机组，大大提高了焊接精度和速度；采用国内先进的X 射线探伤和水压试验等检测方法保证焊缝质量，产品质量始终居于较高水平；“年产1 万吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目”中的Φ630 机组是国内第一条采用连续成型焊接技术的生产线，该生产线使大口径焊接管的焊缝质量更加稳定，同时可以生产超长（6、12、18 米）的大口径不锈钢焊接管，使用户在安装过程中的现场环缝对接大大减少，降低成本，管道系统安全性得到进一步提高。

图 7：公司近年来业绩增速



数据来源：WIND；万联证券研究所

### 3.2 产品认证体系构筑行业壁垒

目前公司产品主要应用于石油开采、天然气输送、LNG 船、核电、军工等能源及高端装备领域，这些领域均存在较强的产品认证及客户认证壁垒，众多产品生产许可证及厂商认证为公司产品筑起强大的护城河，保证产品高

毛利及竞争优势。

**LNG造船领域：**公司是国内不锈钢管制造厂商中取得船级社认证最多、最全厂商之一，相继取得中国船级社（CCS）、德国劳氏船级社（GL）、挪威船级社（DNV）、英国劳氏船级社（LR）、美国船级社（ABS）、法国船级社（BV）等多国船级社工厂认可证书；

**石化天然气领域：**已通过中石油、中石化、中海油等国内大型能源企业的供应商审查，获准进入其物资供应体系，并多次被评为优秀供应商。此外，公司还通过了Shell（美国壳牌公司）、ALSTOM（法国阿尔斯通公司）、阿曼国家石油公司、印度BHEL公司、等一系列世界主要石油、电力公司的认证，由此获得了参与上述公司全球项目的资质。

**核电领域：**公司先后获得国家核安全局颁布的不锈钢、镍基合金等核电管材生产许可证以及美国ASME核电认证，通过上海电气电站设备有限公司、哈电集团、中原对外工程等核电建设厂商供应体系；

**武器装备领域：**2012年8月，公司获得注册号为“12QJ20139ROM”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管的生产和服务。

## 4、盈利预测及投资建议

### 4.1 主要假设

由于国内核电业务重启招标存在较大不确定性，出于谨慎预测的原则，我们不考虑潜在核电订单对公司未来业绩提振作用，仅以公司两大可转债募投项目作为未来新增产能及销售增量预测。

无缝管业务由于加工工艺原因，成材率一般低于焊接管，导致产能利用率也比焊接管业务低，公司无缝管成材率一般在70%~80%左右。焊接管业务工艺成熟，成材率维持在90%~95%左右。

表 12：公司产能假设

产品名称		2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
无缝管	产能	42000	42000	42000	42000
	产能利用率	64.78	71.71	75	75
	销量	26583	30118.2	31500	31500
焊接管	产能	32500	52500	62500	62500
2 万吨 LNG 项目	新增产能	0	20000	0	0
1 万吨复合管项目	新增产能	0	0	10000	0
	产能利用率	89.97	61.60	63.02	79.02
	销量	29241	32338	39388	49388

数据来源：万联证券研究所

### 4.2 盈利预测及投资建议

根据我们的盈利预测，公司2013~2015年每股收益分别为0.78元、1.00元、1.25元，对应当前股价市盈率分别为23倍、18倍、14倍。基于国内核电重启

乐观预期,我们认为公司核电业务存在超预期因素,调升公司评级至“买入”。

## 5、风险提示

- 1、截止2013年三季度,公司第二大股东美欣达集团持有公司股份共计5226万股,存在较大的减持风险。
- 2、转债募投项目建设进度低于预期;
- 3、国内油气建设项目低于预期;

表 13: 财务和估值表

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1784.30	2161.58	2659.98	2690.24	3084.07	3483.41
增长率(%)	12.71%	21.14%	23.06%	1.14%	14.64%	12.95%
归属母公司股东净利润	73.22	111.98	154.90	243.29	312.85	389.32
增长率(%)	-23.27%	52.94%	38.33%	57.07%	28.59%	24.44%
每股收益(EPS)	0.235	0.359	0.496	0.780	1.003	1.248
每股股利(DPS)	0.051	0.067	0.067	0.140	0.180	0.224
每股经营现金流	0.191	-0.251	1.117	1.855	0.992	2.332
销售毛利率	13.40%	15.95%	19.78%	22.95%	23.70%	24.59%
销售净利率	4.67%	5.61%	6.05%	9.39%	10.53%	11.61%
净资产收益率(ROE)	5.30%	7.61%	9.68%	13.52%	15.21%	16.39%
投入资本回报率(ROIC)	10.71%	10.99%	11.69%	13.96%	18.16%	20.27%
市盈率(P/E)	76.36	49.93	36.10	22.98	17.87	14.36
市净率(P/B)	4.05	3.80	3.49	3.11	2.72	2.35
股息率(分红/股价)	0.003	0.004	0.004	0.008	0.010	0.013

报表预测

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润表						
营业收入	1784.30	2161.58	2659.98	2690.24	3084.07	3483.41
减: 营业成本	1545.28	1816.83	2133.82	2072.82	2353.01	2626.77
营业税金及附加	1.54	5.70	6.37	6.44	7.38	8.34
营业费用	82.68	100.44	133.16	134.67	154.39	174.38
管理费用	56.93	85.25	129.17	130.64	149.76	169.15
财务费用	11.84	29.36	42.93	12.76	1.65	-6.53
资产减值损失	1.41	4.29	35.70	35.70	35.70	35.70
加: 投资收益	1.72	7.91	3.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.56	0.76	-0.75	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	88.91	128.37	181.88	297.21	382.18	475.61
加: 其他非经营损益	2.82	6.61	5.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	91.72	134.98	187.20	297.21	382.18	475.61
减: 所得税	8.31	13.78	26.35	44.58	57.33	71.34

净利润	83.41	121.20	160.84	252.63	324.86	404.27
减：少数股东损益	10.20	9.22	5.95	9.34	12.01	14.95
归属母公司股东净利润	73.22	111.98	154.90	243.29	312.85	389.32
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	409.96	424.86	340.14	173.81	276.27	944.83
应收和预付款项	297.62	333.49	365.07	348.40	467.60	451.52
存货	403.84	727.41	709.35	488.19	871.23	646.35
其他流动资产	7.38	7.63	40.05	40.05	40.05	40.05
长期股权投资	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	737.66	913.76	1081.43	1102.79	1034.15	812.32
无形资产和开发支出	87.84	145.78	171.66	153.31	134.95	116.59
其他非流动资产	0.00	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00
资产总计	1944.31	2552.93	2718.70	2317.55	2835.24	3022.66
短期借款	167.47	477.98	464.18	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	256.03	355.10	461.15	315.23	564.23	417.27
长期借款	28.00	25.00	49.98	49.98	49.98	49.98
其他负债	57.72	159.50	74.56	74.56	74.56	74.56
负债合计	509.21	1017.59	1049.87	439.77	688.77	541.81
股本	208.00	208.00	312.00	312.00	312.00	312.00
资本公积	818.14	818.14	707.85	707.85	707.85	707.85
留存收益	354.85	445.91	580.16	779.77	1036.46	1355.89
归属母公司股东权益	1380.99	1472.05	1600.01	1799.62	2056.30	2375.73
少数股东权益	54.11	63.30	68.82	78.16	90.17	105.12
股东权益合计	1435.10	1535.34	1668.83	1877.78	2146.47	2480.85
负债和股东权益合计	1944.31	2552.93	2718.70	2317.55	2835.24	3022.66
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	59.54	-78.30	348.39	578.82	309.61	727.59
投资性现金净流量	-278.31	-301.46	-279.01	-227.87	-153.18	0.00
筹资性现金净流量	-184.26	357.06	-212.92	-517.28	-53.98	-59.03
现金流量净额	-403.24	-24.53	-143.33	-166.33	102.46	668.56

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 证券分析师承诺

姓名：李伟峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

### 免责条款

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

### 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484