

久立特材 (002318.SZ) 金属制品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

杨件

分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎

联系人
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

核电订单逐步落地，高增长可期

事件

- 公司公告于近日收到中国中原对外工程有限公司（中核工业集团全资子公司）的中标通知书，公司已经被确定为某项目核级不锈钢无缝管道设备及相关服务采购的中标单位，中标价为 2705 万元，该项目中标金额约占公司 2014 年度营收的 0.93%。

评论

- **实现第三代核电用管产品全覆盖。**此次公司提供的核级不锈钢无缝管道产品将应用于我国自主研发的三代核电技术“华龙一号”核电站，也是公司首次向第三代核电站配套提供核级的管道管。此次中标意味着公司实现了第三代核电管产品包括核 1、2、3 级无缝管以及核 2、3 级焊接管产品的全覆盖，进一步夯实了公司在国内核电用管领域的市场领先地位。
- **核电用管持续催化，迎来爆发期。**近期，辽宁红沿河核电站 5、6 号机组正式获得核准开工，意味着中国核电正式重启。此外，四代高温气冷堆获得建造许可、核电出海捷报频传等对核电板块持续催化。我们认为核电用管受益核电重启有望迎来需求爆发期。公司作为国内核电用管制造领域的领跑者，是高端特钢的典型代表。目前已拥有诸如 690U 型管、外套管、C 形传热管等拳头产品，在国内核电各代技术路线上均有所布局且技术实力领先，有望充分享受核电管需求蓝海。
- **永兴合金正常推进，冶炼环节有望贡献利润增量。**此前，公司与永兴特钢共同投资设立有限公司，将共同研发生产包括 U690 型核电蒸发器管用合金材料在内的高温合金、耐蚀合金产品，总产能近 1 万吨。目前，项目正常推进中，预计 16 年投产并有望实现核电管产品毛利率的大幅提升，提升公司整体竞争力及盈利能力。
- **持续看好公司中长期发展。**我们认为，公司核电产业链上的最理想投资标的，在管理、核心技术、产品壁垒和创新实力上都具备极强竞争优势。如我们前期观点，从公司自身层面看，16 年开始公司将进入接单高峰和业绩释放期。首先，传统主业 14 年增速缓慢，15 年即使恢复增幅也仍受限，至 16 年大幅改善的确定性则较高；其次，拳头产品 690 U 型管在手订单预计 15 年下半年开始拿单，16 年才真正进入业绩兑现期，预计 16-18 年将是 U 型管实质上贡献业绩增量的关键年份；再次，高温合金冶炼业务考虑 2-3 年的产能建设及爬坡期，其贡献利润增量的时间段正好也是 16-18 年；最后，核动力装置用钢接单也有望在 16 年下半年实现，而四代堆产品需求爆发也更偏长期，微观迹象来看 16-18 年业绩加速的概率较高。因此，我们更看好公司中长期发展前景。

投资建议

- 预计 15-17 年 EPS 分别为 0.80、1.12、1.57 元，给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	2,660	2,849	2,902	2,885	3,693	5,285
增长率		7.1%	1.9%	-0.6%	28.0%	43.1%
主营业务成本	-2,134	-2,207	-2,298	-2,231	-2,828	-4,055
%销售收入	80.2%	77.5%	79.2%	77.3%	76.6%	76.7%
毛利	526	642	604	653	865	1,230
%销售收入	19.8%	22.5%	20.8%	22.7%	23.4%	23.3%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-8	-10	-15
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-133	-137	-142	-144	-185	-264
%销售收入	5.0%	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-129	-173	-189	-190	-244	-349
%销售收入	4.9%	6.1%	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	257	324	265	311	426	602
%销售收入	9.7%	11.4%	9.1%	10.8%	11.5%	11.4%
财务费用	-43	-27	-28	-3	6	10
%销售收入	1.6%	0.9%	1.0%	0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-36	-50	-21	-4	-1	-2
公允价值变动收益	-1	7	-11	0	0	0
投资收益	4	4	2	2	2	2
%税前利润	2.0%	1.6%	0.9%	0.6%	0.4%	0.3%
营业利润	182	259	207	306	433	612
营业利润率	6.8%	9.1%	7.1%	10.6%	11.7%	11.6%
营业外收支	5	3	17	15	15	15
税前利润	187	262	224	321	448	627
利润率	7.0%	9.2%	7.7%	11.1%	12.1%	11.9%
所得税	-26	-42	-37	-48	-67	-94
所得税率	14.1%	15.8%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	161	221	187	273	381	533
少数股东损益	6	4	-3	5	5	5
归属于母公司的净利润	155	217	190	268	376	528
净利率	5.8%	7.6%	6.5%	9.3%	10.2%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	161	221	187	273	381	533
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	144	175	174	122	123	127
非经营收益	31	22	37	5	-10	-10
营运资金变动	10	-21	-146	176	-159	-323
经营活动现金净流	345	397	252	575	336	327
资本开支	-284	-370	-442	-168	-124	-75
投资	-38	0	1	-1	0	0
其他	43	14	5	2	2	2
投资活动现金净流	-279	-356	-436	-167	-122	-73
股权募资	0	0	42	0	0	0
债权募资	-110	64	145	-142	0	1
其他	-103	-26	-94	-12	-41	-41
筹资活动现金净流	-213	38	93	-154	-41	-40
现金净流量	-147	78	-90	255	173	214

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	370	384	296	551	723	938
应收款项	334	425	497	449	575	822
存货	709	698	913	782	992	1,422
其他流动资产	71	55	54	42	53	75
流动资产	1,485	1,562	1,760	1,824	2,343	3,257
%总资产	53.8%	50.4%	50.0%	50.1%	56.1%	64.4%
长期投资	1	1	0	1	0	0
固定资产	1,081	1,362	1,585	1,673	1,704	1,680
%总资产	39.2%	43.9%	45.0%	46.0%	40.8%	33.2%
无形资产	172	153	155	139	126	115
非流动资产	1,275	1,538	1,761	1,815	1,832	1,797
%总资产	46.2%	49.6%	50.0%	49.9%	43.9%	35.6%
资产总计	2,760	3,100	3,521	3,639	4,174	5,054
短期借款	464	272	141	0	0	0
应付款项	461	523	631	618	786	1,127
其他流动负债	41	266	71	104	124	163
流动负债	966	1,062	843	722	910	1,290
长期贷款	50	106	106	106	106	107
其他长期负债	75	75	0	0	0	0
负债	1,091	1,242	949	828	1,016	1,397
普通股股东权益	1,600	1,786	2,482	2,716	3,058	3,552
少数股东权益	69	72	90	95	100	105
负债股东权益合计	2,760	3,100	3,521	3,639	4,174	5,054

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.496	0.696	0.564	0.796	1.116	1.568
每股净资产	5.128	5.724	7.373	8.069	9.085	10.553
每股经营现金净流	1.106	1.272	0.748	1.710	0.998	0.972
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	9.68%	12.16%	7.65%	9.87%	12.29%	14.86%
总资产收益率	5.61%	7.01%	5.39%	7.36%	9.00%	10.45%
投入资本收益率	10.13%	12.18%	7.86%	9.05%	11.10%	13.60%
增长率						
主营业务收入增长率	23.06%	7.09%	1.87%	-0.60%	28.01%	43.13%
EBIT 增长率	67.90%	25.77%	-18.09%	17.13%	37.17%	41.32%
净利润增长率	38.33%	40.22%	-12.55%	41.07%	40.23%	40.50%
总资产增长率	9.50%	12.34%	13.57%	3.36%	14.71%	21.07%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.8	36.4	46.0	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	122.9	116.4	127.9	128.0	128.0	128.0
应付账款周转天数	21.8	32.8	42.3	42.5	42.5	42.5
固定资产周转天数	119.8	159.6	160.8	162.6	125.2	83.7
偿债能力						
净负债/股东权益	8.48%	-0.87%	-1.89%	-15.82%	-19.55%	-22.71%
EBIT 利息保障倍数	6.0	12.2	9.4	107.2	-73.0	-61.4
资产负债率	39.53%	40.06%	26.96%	22.76%	24.35%	27.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-26	增持	20.81	N/A
2	2014-10-28	增持	25.94	N/A
3	2015-02-04	增持	41.18	N/A
4	2015-02-13	增持	43.40	N/A
5	2015-02-26	增持	43.55	N/A
6	2015-03-19	增持	49.70	N/A
7	2015-04-21	增持	50.00	N/A
8	2015-05-29	买入	72.00	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD