

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

分析师 SAC 执业编号：S1130515080001
niwy@gjzq.com.cn

油井管扩产着眼中长期，短期期待核电订单

事件

- 公司公告以自有资金投资建设“年产 3000 吨石油、天然气开采用耐蚀合金油井管产业化项目”，项目总投资额 1.37 亿元。同时，公司收到国家发展改革委工业和信息化部下达的产业转型升级项目（产业振兴和技术改造第二批）中央预算内投资计划，即“石油、天然气开采用耐蚀合金油井管产业化项目”获批 2015 年中央预算内投资计划 1648 万元，且该笔款项已划入公司专用账户。

评论

- **扩产耐蚀合金产能，中长期提升核心竞争力。**此次扩产，公司将新增年产 3000 吨油气开采用高端耐蚀合金油井管产能，产品具有良好的韧性、高温强度、抗腐蚀性以及焊接性能等特点。项目建设周期 2 年，预计建成达产后将实现销售收入 4.1 亿元。我们认为，
 - ✓ 首先，公司传统主业 14 年增速缓慢、15 年继续下滑，至 16 则有望降幅放缓甚至回升。短期来看，受到油价下跌等因素的影响，油气领域投资增速下滑，也导致了公司传统油气领域订单下滑、价格走低并拖累业绩持续下滑，特别是镍基合金油井管作为公司过去几年主要的业绩增量（售价高、盈利能力较强），其订单量的下滑对公司业绩影响较大。
 - ✓ 而中长期看，随着浅层、易开采的油气资源的减少，油气开采对深化勘探并提高采收率的要求越来越高，对高强度、高耐腐蚀的耐蚀合金油井管材需求也将大幅增长，而该领域则长期被国外厂商垄断。考虑到公司是国内仅有的两家具备镍基合金油井管生产能力的厂商之一，且项目建设周期为 2 年，我们认为，项目达产后，有望迎来该类产品的需求高峰，并进一步提高公司产品市场占有率，提高公司核心竞争力。
- **核电产业链核心标的之一。**近期，中美签订四代堆商业化合作协议、中核召开乏燃料后处理大厂推介会、核电“十三五”规划有望出台等，核电板块迎来多重催化剂。公司作为国内核电用管制造领域的领跑者，除已有的 690U 型管、外套管、C 形传热管等拳头产品外，持续加码核电业务并取得新突破。目前，公司已通过法国阿海珐集团的供应商资格审定，获得出口阿海珐安哥拉项目第一个核蒸汽系统核级管道管订单公司；其核电高压加热器用 U 形焊接管已于上半年通过技术评审，实现替代进口；核级不锈钢无缝管产品中标“华龙一号”。我们认为，公司是高端特钢的典型代表，核电用管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，有望充分享受核电盛宴。
- **核电业务突破前夕，中长期前景乐观。**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 型管预计 15 年底左右订单逐步落地，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，核动力装置及四代堆用钢也将陆续释放。因此，我们依然看好公司中长期发展前景。

投资建议

- 预计 15-17 年 EPS 分别为 0.47、0.88、1.40 元，维持“买入”评级。

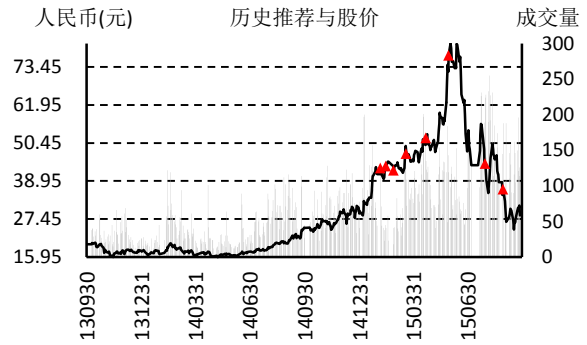
附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	2,660	2,849	2,902	1,687	2,997	4,561	货币资金	370	384	296	682	671	821
增长率		7.1%	1.9%	-41.9%	77.7%	52.2%	应收款项	334	425	497	263	466	710
主营业务成本	-2,134	-2,207	-2,298	-1,308	-2,308	-3,501	存货	709	698	913	459	809	1,228
%销售收入	80.2%	77.5%	79.2%	77.6%	77.0%	76.8%	其他流动资产	71	55	54	26	44	65
毛利	526	642	604	379	689	1,060	流动资产	1,485	1,562	1,760	1,429	1,990	2,823
%销售收入	19.8%	22.5%	20.8%	22.4%	23.0%	23.2%	%总资产	53.8%	50.4%	50.0%	44.0%	52.1%	61.1%
营业税金及附加	-6	-8	-8	-5	-8	-13	长期投资	1	1	0	1	0	0
%销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,081	1,362	1,585	1,673	1,704	1,680
营业费用	-133	-137	-142	-84	-150	-228	%总资产	39.2%	43.9%	45.0%	51.6%	44.6%	36.4%
%销售收入	5.0%	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	172	153	155	139	126	115
管理费用	-129	-173	-189	-111	-198	-301	非流动资产	1,275	1,538	1,761	1,815	1,832	1,797
%销售收入	4.9%	6.1%	6.5%	6.6%	6.6%	6.6%	%总资产	46.2%	49.6%	50.0%	56.0%	47.9%	38.9%
息税前利润 (EBIT)	257	324	265	178	333	518	资产总计	2,760	3,100	3,521	3,244	3,822	4,620
%销售收入	9.7%	11.4%	9.1%	10.6%	11.1%	11.4%	短期借款	464	272	141	0	0	0
财务费用	-43	-27	-28	-2	7	8	应付款项	461	523	631	362	640	972
%销售收入	1.6%	0.9%	1.0%	0.1%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	41	266	71	75	107	146
资产减值损失	-36	-50	-21	-2	-2	-2	流动负债	966	1,062	843	437	747	1,118
公允价值变动收益	-1	7	-11	0	0	0	长期贷款	50	106	106	106	106	107
投资收益	4	4	2	2	2	2	其他长期负债	75	75	0	0	0	0
%税前利润	2.0%	1.6%	0.9%	1.0%	0.6%	0.4%	负债	1,091	1,242	949	543	853	1,225
营业利润	182	259	207	177	340	527	普通股股东权益	1,600	1,786	2,482	2,606	2,869	3,290
%营业收入	6.8%	9.1%	7.1%	10.5%	11.3%	11.5%	少数股东权益	69	72	90	95	100	105
营业外收支	5	3	17	15	15	15	负债股东权益合计	2,760	3,100	3,521	3,244	3,822	4,620
税前利润	187	262	224	192	355	542	比率分析						
利润率	7.0%	9.2%	7.7%	11.4%	11.8%	11.9%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-26	-42	-37	-29	-53	-81	每股指标						
所得税率	14.1%	15.8%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.496	0.696	0.564	0.469	0.881	1.353
净利润	161	221	187	163	302	460	每股净资产	5.128	5.724	7.373	7.741	8.523	9.776
少数股东损益	6	4	-3	5	5	5	每股经营现金净流	1.106	1.272	0.748	2.099	0.453	0.781
归属于母公司的净利润	155	217	190	158	297	455	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
净利率	5.8%	7.6%	6.5%	9.4%	9.9%	10.0%	回报率						
							净资产收益率	9.68%	12.16%	7.65%	6.06%	10.34%	13.84%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.61%	7.01%	5.39%	4.87%	7.76%	9.85%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	10.13%	12.18%	7.86%	5.40%	9.20%	12.58%
净利润	161	221	187	163	302	460	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	23.06%	7.09%	1.87%	-41.86%	77.65%	52.19%
非现金支出	144	175	174	121	124	127	EBIT 增长率	67.90%	25.77%	-18.09%	-32.80%	86.81%	55.71%
非经营收益	31	22	37	5	-10	-10	净利润增长率	38.33%	40.22%	-12.55%	-16.91%	88.00%	53.45%
营运资金变动	10	-21	-146	418	-264	-315	总资产增长率	9.50%	12.34%	13.57%	-7.87%	17.83%	20.88%
经营活动现金净流	345	397	252	707	152	263	资产管理能力						
资本开支	-284	-370	-442	-168	-124	-75	应收账款周转天数	28.8	36.4	46.0	46.0	46.0	46.0
投资	-38	0	1	-1	0	0	存货周转天数	122.9	116.4	127.9	128.0	128.0	128.0
其他	43	14	5	2	2	2	应付账款周转天数	21.8	32.8	42.3	42.5	42.5	42.5
投资活动现金净流	-279	-356	-436	-167	-122	-73	固定资产周转天数	119.8	159.6	160.8	278.1	154.2	97.0
股权募资	0	0	42	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-110	64	145	-142	0	1	净负债/股东权益	8.48%	-0.87%	-1.89%	-21.32%	-19.04%	-21.03%
其他	-103	-26	-94	-12	-41	-41	EBIT 利息保障倍数	6.0	12.2	9.4	115.7	-50.0	-64.3
筹资活动现金净流	-213	38	93	-154	-41	-40	资产负债率	39.53%	40.06%	26.96%	16.74%	22.33%	26.51%
现金净流量	-147	78	-90	386	-11	150							

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-02-04	增持	41.18	N/A
2	2015-02-13	增持	43.40	N/A
3	2015-02-26	增持	43.55	N/A
4	2015-03-19	增持	49.70	N/A
5	2015-04-21	增持	50.00	N/A
6	2015-05-29	买入	72.00	N/A
7	2015-07-29	买入	43.75	N/A
8	2015-08-28	买入	34.74	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