



东兴证券
DONGXING SECURITIES

下游行业景气提升业绩 产品高端化抬升利润率中枢

——久立特材（002318）中报点评

2018年08月14日

推荐/首次

久立特材

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	
贺朝晖	研究助理		
	hezh@dxzq.net.cn	010-66554024	

事件：

公司发布中期业绩报告称，2018年上半年归属于母公司所有者的净利润为1.32亿元，较上年同期增98.44%；营业收入为19.49亿元，较上年同期增41.81%；基本每股收益为0.16元，较上年同期增100%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	667.72	653.56	720.82	621.62	836.99	892.79	1056.2
增长率（%）	-12.76%	8.86%	0.73%	-12.98%	25.35%	36.60%	46.53%
毛利率（%）	25.91%	22.84%	18.94%	23.44%	21.11%	23.11%	21.89%
期间费用率（%）	20.10%	16.79%	10.24%	18.39%	16.22%	14.57%	12.39%
营业利润率（%）	9.32%	4.45%	6.60%	3.33%	6.04%	6.54%	9.60%
净利润（百万元）	54.75	23.35	42.04	40.50	22.81	49.37	84.83
增长率（%）	-6359.86%	00.14%	11.60%	-05.58%	-58.35%	111.45%	101.77%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.03	0.05	0.05	0.03	0.06	0.10
资产负债率（%）	30.96%	28.90%	30.31%	30.12%	39.59%	38.99%	39.30%
净资产收益率（%）	2.05%	0.86%	1.54%	1.47%	0.76%	1.62%	2.82%
总资产收益率（%）	1.41%	0.61%	1.08%	1.02%	0.46%	0.99%	1.71%

观点：

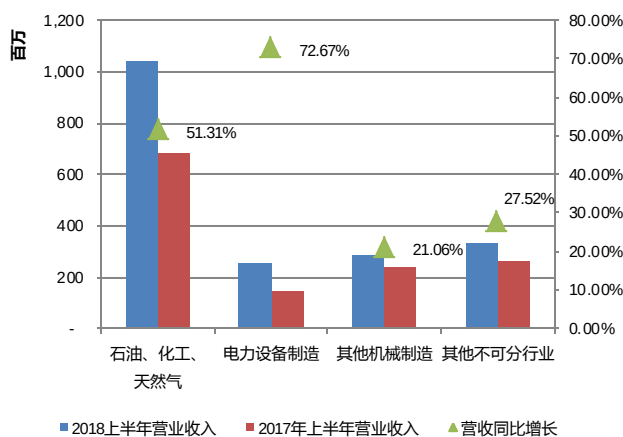
1. 主营业务下游行业景气度提升助推公司业绩

2018年上半年，合计占公司主营业务66%的石油天然气及电力设备制造重回景气通道，营收同比分别增长51%、72%，是公司业绩提升的最大驱动力。

石油天然气业务主要包括生产油气输送用管、化工用管等制造，营收增长主要得益于油气价格上涨带来的油气投资增加，上半年OPEC原油价格从60美元/桶上升至76美元/桶，增幅达26%，油气价格上行使得油气企业投资意愿更加强烈。而且根据规划，我国“十三五”期间预计建成原油管道5,000公里，新建天然气主干及配套管道4万公里，计划实现管材100%国产化，公司石油天然气业务在此背景下得到了长足发展。

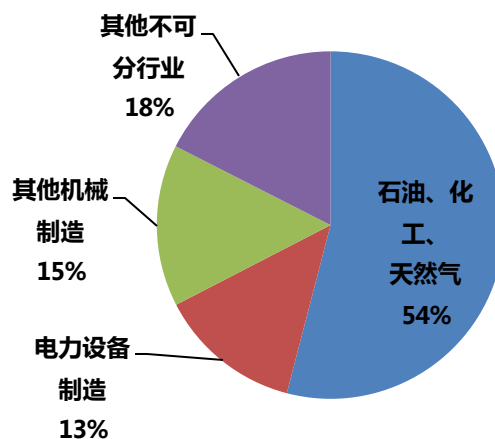
电力设备制造业务主要包括高品质超（超）临界电站锅炉用管、核电蒸发器用U形传热管、超长换热管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管、海水淡化用管等制造，受益于电力投资稳步推进以及公司在该领域形成的制造能力，该板块业务实现了高速增长。

图 1：公司上半年营收及同比增长



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 2：公司上半年营收占比



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

2. 公司已形成制造产能及资质是未来发展保障

公司通过不断发展，目前已具备10万吨工业用不锈钢管的生产能力，产能位于不锈钢制造行业前列。已通过美国ASME认证，并获得中国船级社（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。制造产能及已获资质为公司发展提供了坚实基础。

3. 核电设备制造能力突出

公司核电产品包括核电蒸发器用U形传热管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管、ITER装置用TF/PF导管等，这些产品的共同特点是制造难度大、单价高。尤其是蒸汽发生器用U形管，目前国内仅久立特材和宝银特钢实现国产化，U形管价格在100万/吨左右，单台机组仅U形管价值可达1亿以上。公司已获得核安全局颁发的核1、2、3级无缝管制造许可证，并且中标福建漳州、广西白龙核电项目的蒸汽发生器690U形管项目，公司制造能力和产品均已获得市场认可。

4. 产品结构向高端化推进促量价齐升

公司高端产品如镍基耐蚀合金油井管、核电蒸发器用U形传热管均属于无缝管，其制造难度、销售价格均高于焊接管，24.9%的毛利率也高于焊接管21.8%的毛利率。公司不断拓展高端领域市场，高端产品产能在不断扩大，相比去年同期，无缝管占营收比重从55.2%提升至58.8%，而焊接管占营收比重从29.3%降至27.6%，无缝管占比不断提升也使公司利润率中枢持续上移。高端产品比重增长叠加下游行业景气度提升，使得公司销售端出现量价齐升的局面，显著增厚公司业绩。

结论：

公司是国内不锈钢管制造领域的龙头企业，下游石油天然气、电力设备制造业务进入景气通道显著提升公司业绩，产品高端化结构调整将进一步抬升利润率中枢。我们预计公司2018年-2020年的营业收入分别为40.3亿元、51.1亿元和62亿元，归属于上市公司股东净利润分别为2.51亿元、2.8亿元和3.25亿元，每股收益分别为0.3元、0.33元和0.39元，对应PE分别为21、19、16。首次关注给予“推荐”评级。

风险提示：

钢材等原材料价格大幅上涨、油气价格出现大幅下跌

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1964	3037	5646	7025	8449	营业收入	2698	2833	4030	5106	6197
货币资金	448	710	1007	1277	1549	营业成本	2075	2225	3082	3902	4741
应收账款	470	548	740	937	1138	营业税金及附加	22	16	40	51	62
其他应收款	21	13	18	23	28	营业费用	167	165	201	255	325
预付款项	42	128	220	337	480	管理费用	240	244	322	409	496
存货	853	1073	1376	1743	2117	财务费用	2	24	55	127	159
其他流动资产	27	328	1788	2078	2373	资产减值损失	23	37	38	38	38
非流动资产合计	1914	1914	1915	1829	1744	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-1	-2	-1	-1	-1
固定资产	1654	1630	1614	1534	1453	营业利润	168	148	290	323	376
无形资产	171	182	287	281	276	营业外收入	29	1	1	1	1
其他非流动资产	10	0	0	0	0	营业外支出	6	2	4	4	4
资产总计	3877	4951	7562	8854	10192	利润总额	191	147	287	320	373
流动负债合计	1030	1020	4389	5616	6883	所得税	33	19	36	41	47
短期借款	150	314	3115	4011	4920	净利润	159	129	251	280	325
应付账款	282	281	397	502	610	少数股东损益	-9	-5	0	0	0
预收款项	158	243	323	426	550	归属母公司净利润	168	134	251	280	325
一年内到期的非流	26	0	0	0	0	EBITDA	521	559	443	560	643
非流动负债合计	171	941	32	-71	-195	EPS (元)	0.20	0.16	0.30	0.33	0.39
长期借款	61	4	-77	-179	-304	主要财务比率					
应付债券	0	827	0	0	0						
负债合计	1201	1960	4421	5545	6688	成长能力					
少数股东权益	63	93	93	93	93	营业收入增长	-0.85%	5.00%	42.24%	26.72%	21.37%
实收资本(或股本)	842	842	842	842	842	营业利润增长	40.51%	-12.09	96.04%	11.48%	16.20%
资本公积	672	670	670	670	670	归属于母公司净利润	87.26%	11.60%	87.26%	11.60%	16.35%
未分配利润	973	1047	946	835	704	获利能力					
归属母公司股东权	2614	2897	2846	3013	3209	毛利率(%)	23.09%	21.47%	23.52%	23.59%	23.50%
负债和所有者权	3877	4951	7562	8854	10192	净利率(%)	5.88%	4.54%	6.22%	5.48%	5.25%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	4.33%	2.70%	3.31%	3.16%	3.19%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	6.42%	4.62%	8.81%	9.28%	10.14%
经营活动现金流	307	-122	-1299	-223	-161	偿债能力					
净利润	159	129	251	280	325	资产负债率(%)	31%	40%	58%	63%	66%
折旧摊销	350	387	0	81	81	流动比率	1.91	2.98	1.29	1.25	1.23
财务费用	2	24	55	127	159	速动比率	1.08	1.93	0.97	0.94	0.92
应收账款减少	0	0	-192	-198	-200	营运能力					
预收帐款增加	0	0	81	102	124	总资产周转率	0.72	0.64	0.64	0.62	0.65
投资活动现金流	-258	-401	-139	-62	-62	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.72	10.06	11.89	11.36	11.14
长期股权投资减少	0	0	23	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-1	-2	-1	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.16	0.30	0.33	0.39
筹资活动现金流	-84	933	1736	554	496	每股净现金流(最新)	-0.04	0.49	0.35	0.32	0.32
应付债券增加	0	0	-827	0	0	每股净资产(最新摊)	3.11	3.44	3.38	3.58	3.81
长期借款增加	0	0	-81	-103	-125	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	31.75	39.69	21.32	19.11	16.42
资本公积增加	2	-2	0	0	0	P/B	2.04	1.84	1.88	1.77	1.67
现金净增加额	-35	409	297	269	273	EV/EBITDA	9.86	10.35	16.63	14.11	13.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺朝晖

清华大学机械工程学士，核科学与技术专业硕士，4 年核电行业工作经验，3 年国际能源工程企业工作经验，2018 年加入东兴证券从事电力设备与新能源研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。