

久立特材(002318)

瞄准高端市场，不畏远征难

推荐 (首次)

现价: 21.10 元

主要数据

| | |
|---------------|---------------|
| 行业 | 钢铁行业 |
| 公司网址 | www.jiuli.com |
| 大股东/持股 | 久立集团/42.30% |
| 实际控制人/持股 | 周志江/45.36% |
| 总股本(百万股) | 208 |
| 流通 A 股(百万股) | 52 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0/0 |
| 总市值 (亿元) | 44 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 11 |
| 每股净资产(元) | 6.47 |
| 资产负债率(%) | 33.2 |

行情走势图



联系人

吴培文 S1060110070090
021-33830357
wupeiwen643@pingan.com.cn

研究员

聂秀欣 S1060208050096
010-59734912
niexiuxin001@pingan.com.cn

投资要点

■ 公司正处“高风险”的战略转型期:

公司为应对不锈钢制管业低端产能过剩和结构调整的趋势，长期坚持向高端产品发展（“长、特、优、高、精、尖”）。目前高附加值的油气输运用中大口径焊管、超超临界电站锅炉管、镍基合金油井管和核电管等产品已先后起步，但尚未成熟。而通常认为较为稳定的中低端工业管加工费，也因无序竞争受到挤压。公司正处高风险的战略转型期。

■ 转型是一次“远征”，仍有关隘重重:

久立向高端市场进军预计要经历“后工序装备建设、产品试制与认证、市场检验与产品改善、放量并扩大占有率”四个阶段。目前核电管和镍基合金油井管正处于第二阶段，超超临界电站锅炉管处于第三阶段，油气输运用中大口径管处于第四阶段。这些产品分别将面临技术攻关、一贯制质量控制、实绩积累、市场开拓等方面的考验。此外，宝钢、太钢等大企业也纷纷上马类似项目，形成了直接竞争。所以不可低估这场“远征”的难度。

■ 转型打开成长空间，已有较多突破:

公司瞄准的高端市场目前处于寡头垄断的格局，面临全球性的供不应求，吨钢利润几倍于现有产品。对应的核电、超超临界火电、大型炼化项目和油气开采与输运用不锈钢管都是进口替代空间较大的领域。如果久立赢得竞争，项目预期效益兑现，业绩将有数倍的增长空间。目前几大产品皆有突破。

■ 盈利预测与估值:

尽管面临众多挑战，但公司未来发展空间较大。预计估值将受“标志性业务突破”的驱动。预计 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.52、0.86、1.04 元。以 8 月 4 日 21.29 元的收盘价计算，PE 分别为 40.6、24.5 和 20.2 倍，PB 为 3.26 倍。建议持续关注，在触发性因素出现前，给予“推荐”评级（首次）。

| | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 (百万元) | 2083 | 2076 | 1583 | 2346 | 3229 | 3974 |
| YoY(%) | 88.8 | -0.3 | -23.7 | 48.2% | 37.6% | 23.1% |
| 净利润 (百万元) | 80 | 81 | 95 | 108 | 179 | 217 |
| YoY(%) | 70.6 | 1.0 | 17.5 | 13.2 | 66.0 | 21.1 |
| 毛利率(%) | 12.6 | 13.5 | 18.4 | 13.6 | 14.1 | 13.6 |
| 净利率(%) | 3.9 | 3.9 | 6.0 | 4.6 | 5.6 | 5.5 |
| ROE(%) | 28.4 | 22.3 | 7.2 | 7.7 | 11.6 | 12.8 |
| EPS(摊薄/元) | 0.67 | 0.68 | 0.60 | 0.52 | 0.86 | 1.04 |
| P/E(倍) | - | - | 72.0 | 40.6 | 24.5 | 20.2 |
| P/B(倍) | - | - | 4.0 | 3.1 | 2.9 | 2.6 |

一、公司正处于“高风险”的战略转型期

公司为应对不锈钢制管业低端产能过剩和结构调整的趋势，长期坚持向高端产品发展（“长、特、优、高、精、尖”）。目前高附加值的油气输运用中大口径焊管、超超临界电站锅炉管、镍基合金油井管和核电管等产品已先后起步，但产品尚未成熟或市场地位尚不巩固。而通常认为较为稳定的中低档工业管加工费，也因市场的无序竞争受到挤压。上半年净利润预计同比下滑 29%，公司正处高风险的战略转型期。

公司对行业中长期趋势的判断：自 2008 年下半年起，受全球金融危机的影响，下游产业对不锈钢管产品的需求进入理性期，不锈钢管制造行业将步入新一轮优化产业结构的调整期，一些生产中低档产品的企业将被洗牌出局，同时国家各项重点工程建设却会增速，核电站、火电站和石化工业等行业的市场需求空间继续增大，质量、品牌成为行业竞争的重要武器，不锈钢管行业的产业集中度将增强。

1.1 向高端产品市场发展的“心路历程”

久立特材向高端产品发展的路径可以沿“无缝管：挤压机→品种钢后工序加工”和“焊管：中大口径+钛合金精密管”两条线索进行梳理（图表 1）。

图表1 久立特材向高端产品发展的两条线索

| 时间 | 无缝管： 挤压机→品种钢后工序加工 | 焊管： 中大口径+钛合金精密 |
|-------------------|--|---------------------------|
| 2004 | 启动了代表国内不锈钢制管领先工艺的热挤压项目 | |
| 2006 | 热挤压项目投产，为高附加值不锈钢无缝管制造奠定了前工序基础 | |
| 2007 | 启动了超超临界电站和大型换热器耐温耐压项目 | |
| 2008 | 超超临界电站锅炉用 ASME CODE CASE 2328-1 不锈钢无缝管分别通过中国工业联合会技术鉴定及全国锅容标委技术评 | 1000吨钛合金精密焊管项目投产 |
| 2009 | 超超临界电站锅炉用 TP310HCbN 不锈钢耐热钢无缝管通过技术成果鉴定；TDJ-G3 镍基耐蚀合金油井管通过专家鉴定 获得《民用核安全机械设备制造许可证》，标志着久立不锈钢管批量进入核电领域 | 国内首条超长、连续成型的大口径不锈钢焊管生产线投产 |
| “IPO” 2009年12月 | 实际募集资金8.76亿元，投向已启动的超超临界电站锅炉耐温耐压件制造项目、油气输运用大口径不锈钢焊管项目和镍基合金油井管项目。部分超募资金投向核电管和精密管项目。 | |
| 2010 | 超超临界电站和大型换热器耐温耐压项目将全面投产 | |
| 2011 | 镍基合金油井管项目、核电管和精密管项目将全面投产 | |

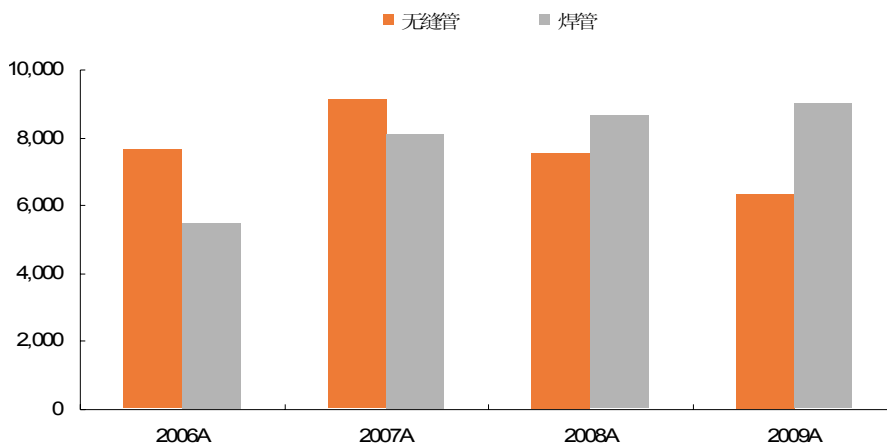
资料来源：公司公告

1.2 未来主要增长点在于无缝管高附加值产品，但目前盈利能力较弱

久立在于无缝管投入的资源最多，但从吨钢毛利来看，无缝管还弱于焊管（图表 2）。原因是，在现有的产品结构下，两者加工费相近，但无缝管的加工成本要明显高于焊管。

久立的无缝管有两大系列，一个是穿孔工艺系列，另一个是热挤压工艺系列。久立无缝管三大高端产品（超超临界电站锅炉用管、镍基合金油井管、核电管和精密管）全部在热挤压系列中。而这三大高端产品项目都尚未全面投产。目前虽然已有一些量在做前期市场，但不成规模。同样的，由于加工成本较高，缺少高端产品支持的热挤压系列，其吨钢毛利还不如穿孔工艺系列。

图表2 无缝管与焊管两种主要产品的吨钢毛利对比



资料来源：公司公告

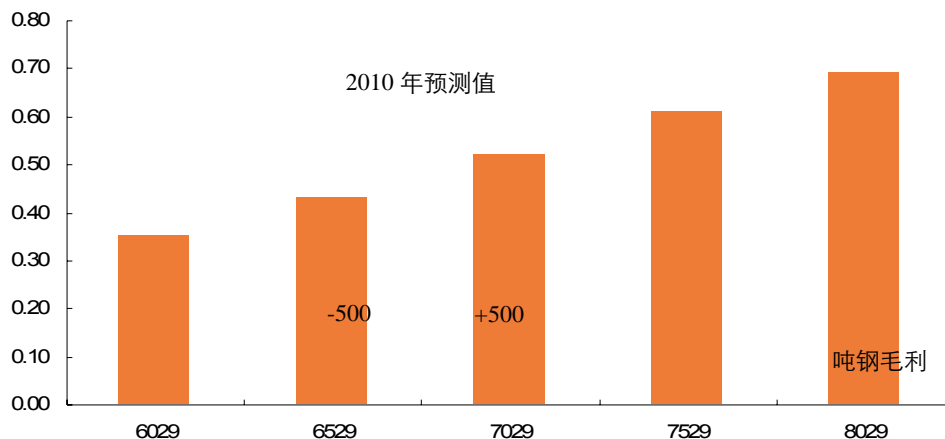
1.3 常规产品的加工费受到挤压

通常认为公司遵循“原材料×成材率+加工费”的定价模式，所以其常规产品的盈利能力是比较稳定的。但是这种模式可以基本屏蔽原材料波动对利润的侵蚀，却无法屏蔽不锈钢制管业低端产能过剩和同质竞争对加工费造成的压力。

尤其是中低档的焊管，投资和技术门槛相对较低，预计未来加工费受到的压力较大。在整个焊管业务上，久立原本可通过 2009 年下半年投产的高端产品——油气输运用中大口径焊管来对冲中低端产品的加工费下滑。但是上半年大口径焊管销量环比下降，所以整个焊管业务预计有明显下滑。

EPS 对加工费的敏感性分析 (图表 3): 假设未来其他吨钢成本和费用情况与 09 年不变, 加工费平均每下降 500 元/吨, 造成吨钢毛利下降 500 元/吨, 净利润下降 1800 万元, EPS 下降 0.09 元。(2006~2009 年久立的平均加工费为 10000~12000 元/吨, 吨钢毛利为 6000~8000 元/吨。)

图表3 久立特材EPS对吨钢毛利（加工费）的敏感性分析



资料来源：平安证券研究所

二、转型是一次“远征”，仍有关隘重重

与国内同行相比，久立已处高端。但久立瞄准的是高附加值的进口替代市场。相对 Vallourec、Sumitomo、Sandvik、DMV 等国外竞争对手而言，久立仍处于由常规产品向高端产品转型的过程中。转型会给企业的研发能力、生产组织、质量控制、营销能力、服务体系等各方面带来挑战，就象一次“远征”，很难一蹴而就。

从 2006 年久立的热挤压机组投产算起，久立已经经过了 4 年多的努力。接下去还要经历“后工序装备建设、产品试制与认证、市场检验与产品改善、放量并扩大占有率”四个阶段。判断目前久立的核电管和镍基合金油井管正处于第二阶段，超超临界电站锅炉管处于第三阶段，油气输运用中大口径管处于第四阶段。要走完这四个阶段，让项目完全达产、达标、达效可能还要 4~5 年的时间。此外，宝钢、太钢等大企业也纷纷上马类似项目，形成了直接竞争。所以不可低估这场“远征”的难度。

2.1 难以回避的四大挑战

技术攻关：市场热切关注的核电蒸发器用管目前全球只有三家企业能够稳定生产，久立能否实现技术突破。

全工序掌控能力：用于大型装备核心部件的元器件会特别强调全面的质量控制。久立目前不具备钢坯以前的工序，在前工序采用合作的方式进行生产。这种模式下，整体质量是否稳定受控。另一方面，久立原先所需的圆钢、板材等原材料可在公开市场采购。生产高端产品时，特殊的钢坯只能向少数大企业订购，原材料的获取是否稳定。

实绩积累：销售常规产品可以以性能指标为依据。销售高端产品除了看指标，还要关注实绩。积累实绩的阶段，产品盈利能力可能相对正常水平大幅缩水。久立的这个阶段会有多长。

市场开拓：常规产品的市场是广阔而分散的。高端产品的市场是集中并有限的，很可能就受控于几家特大型的国企。民营背景的久立能否全面打开局面。

2.2 国有巨头杀入市场，久立能否与之分天下

除了面临自身以及与上下游企业的合作问题，久立还面临着强大的国内竞争者。最主要的是，宝钢和太钢也在落实相关的投资计划（图表 4）。这两家大型国企在资本、信用和工序能力上占有明显的优势。面临国外竞争者，久立站在“推进核心部件国产化”的高点。面临国内竞争对手，久立能否与之分天下。

图表4 宝钢、太钢的相关投资计划

| 项目 | 宝钢计划 | 太钢计划 |
|----------------------|---|---|
| 热挤压无缝管装备 | 2009年10月已在宝钢股份特钢分公司投产，产能2.3万吨 | 2009年12月已在太钢股份无缝管厂投产，产能5万吨，轧制力在钢挤压机组中全球最大 |
| 超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目 | 2008年在国内率先掌握了超超临界锅炉用不锈钢管的全流程制造技术 | 2008年太钢的超超临界电站锅炉用不锈钢坯通过鉴定（热挤压机组投产后已具备了轧制能力） |
| 镍基合金油井管用管项目 | 2009年宝钢镍基合金油井管具备批量生产能力，并且成功运用于普光气田。 | 在新投产的热挤压机组生产能力范围内 |
| 核电管和精密管项目 | 2009年年底由宝钢股份与江苏银环精密钢管股份有限公司、中国广东核电集团公司合资组建的宝银特种钢管有限公司核电蒸汽发生器用690u型管国产化一期项目已投产，产能750吨。另有二期规划，产能最高到2000吨。 | 在新投产的热挤压机组生产能力范围内 |
| 油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目 | / | / |

资料来源：宝钢日报、我的钢铁、兰格钢铁网

三、转型打开成长空间，且行且进，已有较多突破

虽然面临重重挑战，公司瞄准的高端市场目前处于寡头垄断的格局，面临全球性的供不应求，吨钢利润几倍于现有产品（图表5）。对应的核电、超超临界火电、大型炼化项目和油气开采与输运用不锈钢管都是进口替代空间较大的领域。如果久立在竞争中胜出，项目预期效益兑现，业绩将有数倍的增长空间（图表6）。

目前公司生产的镍基油井管已在少量中石化试用；超超临界电站锅炉管制成的发电装备已运行半年；油气输运用中大口径管今年在中石化继续得到推广。各高端产品都有显著推进。然而预计主要项目最终实现全部预定效益需要4~5年。

图表5 久立特材高端产品盈利空间预测

| 项目 | 产能/投产时间 | 营业收入/净利润 | 吨钢营业收入/净利润 |
|----------------------|--------------|--------------|------------------|
| 超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目 | 20000吨/2010年 | 1267/83 百万元 | 63360/4140 元/吨 |
| 油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目 | 10000吨/2009年 | 413/51 百万元 | 41325/5082 元/吨 |
| 镍基合金油井管用管项目 | 3000吨/2011年 | 1293/75 百万元 | 430900/25137 元/吨 |
| 核电管和精密管项目 | 2000吨/2011年 | 705/74 百万元 | 352500/37245 元/吨 |
| 总计 | 35000吨 | 3678/284 百万元 | |

资料来源：公司公告

图表6 久立特材未来的业绩空间（高端产品项目预期效益兑现的前提下）

| 时间 | 营业收入 | 净利润 | EPS |
|---------|-----------|-----------|-----------|
| 2009年 | 15.8亿 | 1.04亿 | 0.6元 |
| 项目效益实现时 | 40~60亿 | 3~5亿 | 1.4~2.4元 |
| 增幅 | +150~300% | +200~400% | +130~300% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：2010年5月每10股转增3股，所以EPS与净利润的增幅不一致。

四、盈利预测与估值

4.1 盈利预测的核心假设

久立特材的盈利预测与高端产品的投放速度以及常规产品的加工费用密切相关。以下为构建盈利预测的核心假设（图表 7、8）：

图表7 久立特材热挤压无缝管细分的销量和毛利预测

| 时间 | 超超临界电站 锅炉用管 | | 镍基油井管 | | 核电管与精密管 | | 其他常规无缝管 | |
|-------|----------------|---------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 销量（吨） | 吨钢毛利（元） | 销量（吨） | 吨钢毛利（元） | 销量（吨） | 吨钢毛利（元） | 销量（吨） | 吨钢毛利（元） |
| 2010E | 2000 | 8000 | 1000 | 23000 | 0 | 35000 | 4000 | 7000 |
| 2011E | 7500 | 8500 | 1500 | 30000 | 500 | 40000 | 4000 | 7000 |
| 2012E | 10000 | 9100 | 2000 | 32000 | 1000 | 44000 | 4000 | 7000 |

资料来源：平安证券研究所

图表8 久立特材主要产品大类的销量、毛利的实绩与预测

| 时间 | 无缝管 | | 焊管 | |
|-------|-------|---------|-------|---------|
| | 销量（吨） | 吨钢毛利（元） | 销量（吨） | 吨钢毛利（元） |
| 2006A | 9708 | 7638 | 13373 | 5475 |
| 2007A | 12247 | 9110 | 17417 | 8071 |
| 2008A | 15438 | 7521 | 18005 | 8627 |
| 2009A | 15076 | 6292 | 20103 | 8991 |
| 2010E | 19000 | 8263 | 26000 | 6092 |
| 2011E | 25500 | 9535 | 28000 | 7400 |
| 2012E | 29000 | 10724 | 30000 | 7400 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

4.2 盈利预测与估值

尽管面临众多挑战，但公司未来发展空间较大。预计估值将受“标志性的业务突破”驱动。

预计 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.52、0.86、1.04 元（图表 9）。以 8 月 3 日 21.54 元的收盘价计算，PE 分别为 40.6、24.5 和 20.2 倍，PB 为 3.26 倍。建议持续关注，在触发性因素出现前，给予“推荐”评级（首次）。

图表9 久立特材盈利预测表

| 利润表(百万元) | 2007A | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2083 | 2076 | 1583 | 2346 | 3229 | 3974 |
| 增长率 | 88.8% | -0.3% | -23.7% | 48.2% | 37.6% | 23.1% |
| 营业成本 | 1820 | 1796 | 1292 | 2026 | 2773 | 3435 |
| 营业成本/营业收入 | 87.4% | 86.5% | 81.6% | 86.4% | 85.9% | 86.4% |
| 营业税金及附加 | 3 | 5 | 4 | 5 | 6 | 8 |
| 销售费用 | 55 | 76 | 82 | 103 | 128 | 147 |
| 销售费用/营业收入 | 2.6% | 3.7% | 5.2% | 4.4% | 4.0% | 3.7% |
| 管理费用 | 41 | 54 | 58 | 72 | 91 | 106 |
| 管理费用/营业收入 | 2.0% | 2.6% | 3.7% | 3.1% | 2.8% | 2.7% |
| 财务费用 | 35 | 41 | 26 | 10 | 10 | 10 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值及公允价值变动 | 5 | 12 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 其他收入 | (9) | (24) | (7) | (0) | 0 | 0 |
| 营业利润 | 125 | 92 | 117 | 135 | 225 | 273 |
| 增长率 | 96.25% | -26.6% | 28.2% | 15.4% | 66.4% | 21.2% |
| 营业外净收支 | 1 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 126 | 93 | 120 | 136 | 226 | 274 |
| 增长率 | 94.0% | -26.4% | 29.8% | 13.4% | 66.0% | 21.1% |
| 所得税费用 | 35 | 3 | 16 | 27 | 45 | 55 |
| 少数股东损益 | 10 | 8 | 9 | 1 | 2 | 2 |
| 归属于母公司净利润 | 80 | 81 | 95 | 108 | 179 | 217 |
| 增长率 | 70.6% | 1.0% | 17.5% | 13.2% | 66.0% | 21.1% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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）

风险提示：

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。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

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 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257