

久立特材 (002318.SZ)

其他可再生能源行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

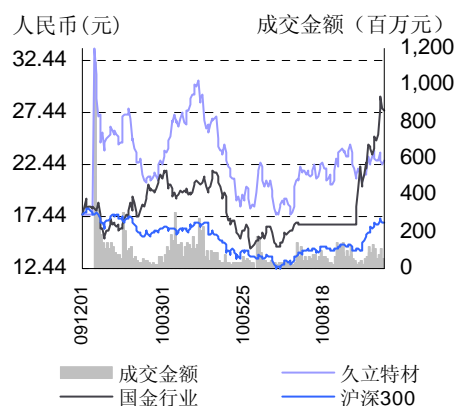
市价(人民币): 22.76元

最坏时候已经到来; 期待明年高端业务表现

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	52.00
总市值(百万元)	4,734.08
年内股价最高最低(元)	33.57/17.60
沪深300指数	3397.69
中小板指数	7244.67



相关报告

1. 《中期业绩下滑预期之内,长期仍看高端产品;》, 2010.7.26
2. 《-看好核级不锈钢管业务增长》, 2010.4.23
3. 《高端不锈钢管产品的领军者》, 2009.12.3

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130210010307
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

邢志刚 联系人
(8621)61038287
xingzg@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.677	0.596	0.432	0.793	1.332
每股净资产(元)	3.04	8.27	8.58	9.35	10.82
每股经营性现金流(元)	1.16	0.94	1.28	1.05	1.62
市盈率(倍)	N/A	55.55	52.74	28.68	17.09
行业优化市盈率(倍)	N/A	61.74	61.74	61.74	61.74
净利润增长率(%)	0.95%	17.47%	-5.94%	83.88%	67.84%
净资产收益率(%)	22.28%	7.21%	6.54%	11.04%	16.00%
总股本(百万股)	120.00	160.00	208.00	208.00	208.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布三季报, 第三季度实现销售收入 4.4 亿元, 同比下降 2.2%; 实现净利润 1729 万, 同比下降 26.9%。前三季度共实现净利润 5549 万, 同比下降 28.4%;

经营分析

- **传统业务竞争加剧成为业绩下滑的源头:** 公司前三季度主要收入贡献仍然来自传统钢管业务。虽然产量继续保持增长, 但是销售收入却仅仅增长 3.9%, 毛利率更是下降了近 5 个百分点。究其原因我们认为价格下跌是主因。根据我们测算, 公司传统产品今年平均价格有超过 15% 以上的同比降幅。而是传统钢管下游需求放缓, 行业竞争加剧是价格下跌的根本原因。我们认为传统业务的暴利局面已经一去不复返, 而公司也正在积极进行产品结构转型, 寻求新的利润增长点;
- **产品结构将趋于高端化:** 公司已经有布局的三大高端产品包括超超灵界管, 油井管和核电相关用管。我们认为高端产品和传统产品的最大区别是高端产品是通过市场定价的而传统产品的定价方式是成本加成, 前者的盈利能力更强。而产品结构的高端化将提升公司整体的毛利率水平。根据目前的产能规划, 我们判断超超灵界, 油井管, 核岛和常规岛一般用管是明年最先开始量产的产品。而最关键的核电蒸发管的量产进度仍然取决于年底的认证;
- **关注年底蒸发管进行认证的事件性机会:** 公司已开始二代核电用蒸发管的试制, 并与上海核工程研究设计院签订协议合作开发 AP1000 三代核电蒸发管。目前市场最关心的是公司蒸发管是否能在年底通过核级认证。我们认为从技术的角度来看, 久立具备了挤压工艺的技术沉淀并承担了出口到巴基斯坦的一代核电蒸发管的制造, 所以公司最终能够通过测试的概率还是较大的。我们建议关注此事件所产生的交易性机会;

盈利调整和投资建议

- 我们调低公司今年在传统业务的产量和单价。同时调整了公司今明两年在超超灵界和核电蒸发管的销售预测及毛利率; **调整后 2010-2012 的 EPS 分别为 0.43, 0.79 和 1.33 元, 对应 P/E 为 53, 27 和 17 倍。**
- 我们认为由于传统业务受压, 今年将是公司经营最困难的时期。而明年在高端业务上的放量将改变公司的产品结构。中长期, 我们继续看好公司在高端领域的增长前景, 暂不调整对公司的评级。

图表1: 传统业务销售预测 1

普通无缝管	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)	15,076	17,000	17,850	17,850
	-2%	13%	5%	0%
单位售价(万元/吨)	3.78	3.10	3.10	3.10
	-40%	-18%	0%	0%
单位成本(万元/吨)	3.15	2.76	2.69	2.69
销售额(万元)	56,925	52,636	55,268	55,268
	-42%	-8%	5%	0%
成本(万元)	47,438	46,846	48,083	48,083
毛利(万元)	9,487	5,790	7,185	7,185
yoy	-18%	-39%	24%	0%
毛利率	17%	11%	13%	13%
收入占主营业务比例	45%	39%	29%	21%
毛利占主营业务毛利比例	33%	26%	20%	13%
普通焊接管	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)	20,103	22,500	28,096	28,096
		12%	25%	0%
单位售价(万元/吨)	3.25	3.30	3.20	3.20
		-16%	0%	0%
单位成本(万元/吨)	2.35			
销售额(万元)	65,359	74,250	89,908	89,908
	-13%	14%	21%	0%
成本(万元)	47,282	58,658	69,229	69,229
毛利(万元)	18,077	15,593	20,679	20,679
yoy	16%			
毛利率	28%	21%	23%	23%
收入占主营业务比例	51%	55%	47%	34%
毛利占主营业务毛利比例	63%	69%	57%	36%

来源: 国金证券研究所

图表2: 传统业务销售预测 2

其它业务	2009	2010E	2011E	2012E
销售额(万元)	2,704	1,500	2,000	2,000
成本(万元)	1,732	1,050	1,400	1,400
毛利(万元)	972	450	600	600
yoy	369%	-54%	33%	0%
毛利率	36%	30%	30%	30%
收入占主营业务比例	2%	1%	1%	1%
毛利占主营业务毛利比例	3%	2%	2%	1%
毛管	2009	2010E	2011E	2012E
销售额(万元)	2,185	2,000	1,500	1,500
成本(万元)	1,985	1860	1395	1395
毛利(万元)	200	140	105	105
yoy	-43%	-30%	-25%	0%
毛利率	9%	7%	7%	7%
收入占主营业务比例	2%	1%	1%	1%
毛利占主营业务毛利比例	1%	1%	0%	0%

来源: 国金证券研究所

图表3: 高端业务销售预测

超越临界	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)		100	1,000	3,000
单位售价(万元/吨)		10.4	10.0	9.5
单位成本(万元/吨)		10	8	8
销售额(万元)		1,040	10,000	28,500
成本(万元)		957	8,200	23,940
毛利(万元)		83	1,800	4,560
yoy			2063%	153%
毛利率		8%	18%	16%
收入占主营业务比例		1%	5%	11%
毛利占主营业务毛利比例		0%	5%	8%
核电用管	2009	2010E	2011E	2012E
蒸发器管(吨)				100
单位售价(万元/吨)				120
毛利率				30%
堆内构件控制棒(吨)		0	100	150
单位售价(万元/吨)		23	23	22
毛利率		10%	25%	30%
普通核级(吨)		100	1000	1500
单位售价(万元/吨)		12	12	11
毛利率		15%	20%	25%
非核级(吨)		300	1500	1500
单位售价(万元/吨)		8	8	7
毛利率		10%	15%	19%
总量(吨)		400	2,600	3,250
销售额(万元)		3,600	26,300	42,300
单位价格(万元/吨)		9.0	10.1	13.0
成本(万元)		3,180	21,525	31,590
毛利(万元)		420	4,775	10,710
yoy			1037%	124%
毛利率		12%	18%	25%
收入占主营业务比例		3%	14%	16%
毛利占主营业务毛利比例		2%	13%	19%
镍基合金油井管	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)		50	300	2,000
单位售价(万元/吨)		23	23	22
单位成本(万元/吨)		21	18	15
销售额(万元)		1,150	6,900	44,000
成本(万元)		1,035	5,520	30,800
毛利(万元)		115	1,380	13,200
yoy				857%
毛利率		10%	20%	30%
收入占主营业务比例			4%	17%
毛利占主营业务毛利比例			4%	23%

来源: 国金证券研究所

图表4: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,083	2,076	1,583	1,362	1,919	2,635
增长率		-0.3%	-23.7%	-14.0%	40.9%	37.3%
主营业务成本	-1,820	-1,796	-1,292	-1,136	-1,554	-2,064
%销售收入	87.4%	86.5%	81.6%	83.4%	81.0%	78.4%
毛利	263	280	291	226	365	570
%销售收入	12.6%	13.5%	18.4%	16.6%	19.0%	21.6%
营业税金及附加	-3	-5	-4	-1	-3	-7
%销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
营业费用	-55	-76	-82	-68	-96	-132
%销售收入	2.6%	3.7%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-41	-54	-58	-50	-71	-97
%销售收入	2.0%	2.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	164	145	147	107	195	334
%销售收入	7.9%	7.0%	9.3%	7.8%	10.2%	12.7%
财务费用	-35	-41	-26	5	12	13
%销售收入	1.7%	2.0%	1.6%	-0.4%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-5	-12	-3	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	125	92	117	111	207	347
营业利润率	6.0%	4.4%	7.4%	8.2%	10.8%	13.2%
营业外收支	1	1	3	0	0	0
税前利润	126	93	120	111	207	347
利润率	6.0%	4.5%	7.6%	8.2%	10.8%	13.2%
所得税	-35	-3	-16	-17	-31	-52
所得税率	28.0%	3.4%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	91	89	104	94	176	295
少数股东损益	10	8	9	5	11	18
归属于母公司的净利润	80	81	95	90	165	277
净利率	3.9%	3.9%	6.0%	6.6%	8.6%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	91	89	104	94	176	295
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	60	57	72	83	94
非经营收益	27	38	23	12	4	4
营运资金变动	-86	-48	-34	88	-44	-55
经营活动现金净流	77	140	150	267	219	338
资本开支	-142	-115	-175	-142	-140	-140
投资	-1	-2	0	-1	0	0
其他	25	4	36	0	0	0
投资活动现金净流	-118	-113	-139	-143	-140	-140
股权募资	0	0	883	0	0	0
债权募资	101	17	-230	-208	0	1
其他	13	2	-88	-11	-46	-46
筹资活动现金净流	114	19	565	-219	-46	-45
现金净流量	73	46	577	-96	33	153

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	183	280	845	750	783	936
应收款项	115	124	147	117	164	226
存货	382	300	331	233	319	424
其他流动资产	59	44	44	40	54	71
流动资产	739	748	1,367	1,139	1,320	1,657
%总资产	62.6%	59.0%	67.7%	61.2%	62.8%	66.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	399	467	600	669	726	772
%总资产	33.8%	36.8%	29.7%	35.9%	34.6%	31.1%
无形资产	40	52	51	52	53	53
非流动资产	442	521	653	723	781	827
%总资产	37.4%	41.0%	32.3%	38.8%	37.2%	33.3%
资产总计	1,182	1,269	2,020	1,862	2,101	2,484
短期借款	323	344	225	17	17	17
应付款项	329	321	329	275	378	505
其他流动负债	27	17	-7	45	47	48
流动负债	679	682	548	337	442	571
长期贷款	176	173	63	63	63	64
其他长期负债	0	0	30	30	30	30
负债	854	856	641	430	534	664
普通股股东权益	283	365	1,324	1,372	1,496	1,731
少数股东权益	44	49	56	60	71	89
负债股东权益合计	1,182	1,269	2,020	1,862	2,101	2,484

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.671	0.677	0.596	0.432	0.793	1.332
每股净资产	2.362	3.039	8.275	8.576	9.347	10.818
每股经营现金净流	0.644	1.165	0.937	1.282	1.053	1.624
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	28.39%	22.28%	7.21%	6.54%	11.04%	16.00%
总资产收益率	6.81%	6.40%	4.72%	4.82%	7.86%	11.15%
投入资本收益率	14.33%	15.04%	7.61%	6.00%	10.09%	14.93%
增长率						
主营业务收入增长率	88.76%	-0.32%	-23.75%	-13.98%	40.90%	37.32%
EBIT增长率	81.12%	-11.82%	1.17%	-27.22%	83.06%	70.80%
净利润增长率	70.59%	0.95%	17.47%	-5.94%	83.88%	67.84%
总资产增长率	32.39%	7.41%	59.19%	-7.82%	12.80%	18.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.1	19.8	27.3	25.0	25.0	25.0
存货周转天数	61.8	69.4	89.2	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	12.9	12.2	13.0	13.0	13.0	13.0
固定资产周转天数	58.9	62.6	118.9	148.3	110.4	82.6
偿债能力						
净负债/股东权益	96.41%	57.40%	-40.42%	-46.78%	-44.89%	-46.99%
EBIT利息保障倍数	4.7	3.5	5.7	-20.0	-17.0	-24.9
资产负债率	72.31%	67.43%	31.71%	23.08%	25.43%	26.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	2	4
买入	1	2	9	11	14
持有	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.86	1.89	1.92

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-12-03	减持	17.63	N/A
2 2010-04-23	买入	26.90	40.00 ~ 40.00

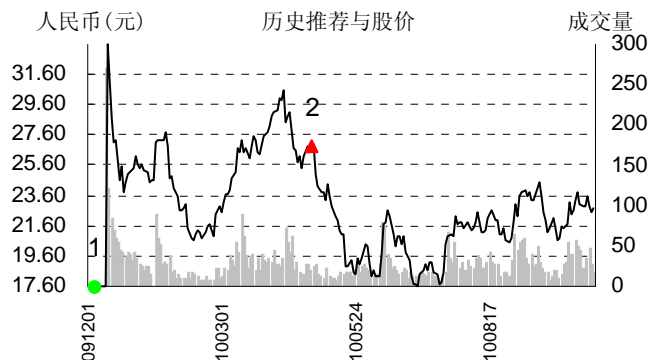
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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、复印件或复制品，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惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室