

久立特材 (002318.SZ) 其他可再生能源行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

不断加强运营和质量控制; 关注核管“竞赛”

事件

- 公司发布公告: 董事会审议通过了有关受让控股子公司久立穿孔部分股权的议案。根据约定, 以穿孔公司截至 2010 年 10 月 31 日的每股净资产 8.56 元为转让价格, 公司决定受让 20 名自然人所持的穿孔公司 11.74% 股权, 累计受让价格为 1156.456 万元; 受让完成后, 公司持有控股子公司 97% 的股权。
- 媒体报道: 2010 年 11 月 25 日, 核电蒸汽发生器用 690U 型管成品管在宝银特种钢管有限公司成功下线, 首批产品将交付东方电气(广州)重型机器有限公司, 用于防城港核电 1 号机组。

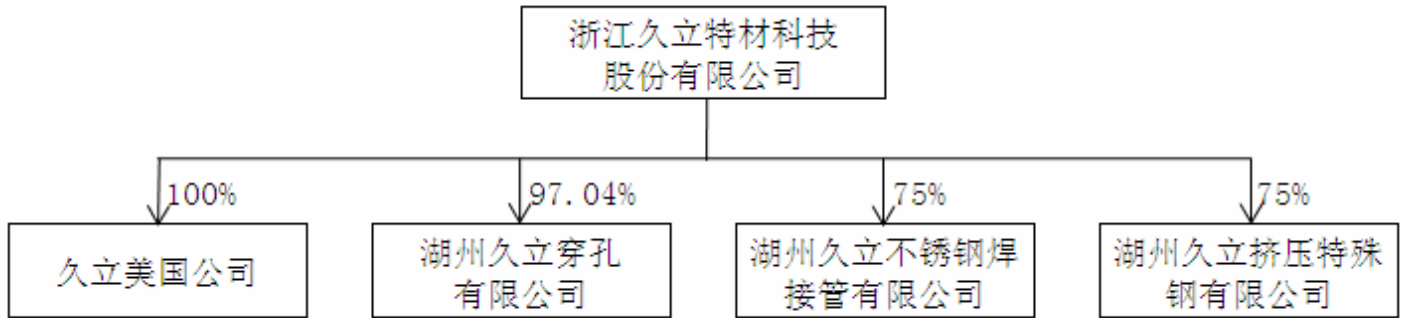
评论

- 收购股权对公司盈利贡献有限: 收购前公司持有穿孔子公司 85.3% 的股权, 收购后公司股权比例增加了至 97%。穿孔子公司 2010 年 1-10 月实现净利润 649.2 万元, 预计全年实现净利润将接近 800 万元。我们测算公司通过本次收购将增厚净利润 94 万元, 对 2010 年净利润贡献约为 0.6%;
- 收购子公司股权目的是为了加强内部运营控制能力, 把握产品结构高端化后原料管的质量: 穿孔公司主要负责不锈钢无缝管生产的前道工序, 即生产毛管。目前传统钢管下游需求已经逐步放缓, 同时行业供给处于过剩状态, 价格竞争激烈, 这使得行业的盈利能力受到挤压。我们认为公司进行子公司股权收购的主要目的之一是加强对企业的控制和管理, 减少关联交易, 更好地促进公司上下游工序之间的协调提升盈利能力。同时毛管是公司主要产品的原材料, 在公司产品高端化的大背景下对上游材料质量控制要求日趋严格。公司加强控股地位也是处于对产品原料质量控制的目的;
- 对后续子公司股权收购的判断: 目前除了穿孔公司外, 公司主要控股的生产型子公司还包括久立不锈钢焊接管有限公司和久立挤压特殊钢有限公司, 公司对这两家子公司的控股比例各为 75%。我们认为为了追求集中管理并进一步提升盈利能力, 公司将很有可能会在未来对焊管子公司和挤压管子公司的股权进行收购。特别是挤压工艺是高端管材的核心工艺流程, 公司更希望获得产业链中盈利能力最为丰富的这块“肥肉”;
- 宝银 VS 久立: 目前市场最为关心的便是公司核电蒸发管的研发进程, 但是公司在这个产品上的主要竞争对手宝银率先研制出了核电 690U 型管, 并获得了东方电气防城港(二代核电)的订单。我们认为宝银在二代产品最先研发成功并不意味着占据先发优势, 需要全面的看待这个问题: 首先技术上来看, 久立在宝银之前已经能够生产一代核电 800U 管, 并且获得了中国出口巴基斯坦的订单。800 管是 690 管的基础, 工艺流程差别不大, 只是材料差异, 所以我们认为公司在年底产出 690 样品的概率是比较大的。同时公司在挤压工艺的技术沉淀是在业内最长的, 而挤压工艺是核电蒸发管的关键工艺流程。其次从市场开拓上来看, 久立核电蒸发管的客户主要为三大动力公司是和其火电超超临界管的客户相重合, 我们认为久立市场开拓准备上并不弱于宝银; 另外在市场最关心的核电蒸发管产能问题上, 虽然宝银规划 2 年 1500 吨产能远超过久立规划的 500 吨, 但是我们认为诸如核电蒸发管等高端产品不能光看产能, 而要看订单。核电蒸发管具有较高的技术壁垒, 同时具有高度的安全敏感性, 具备制造能力未必能够被下游客户认可。产能在此的意义远小于订单的意义。所以后续获取订单才是判断企业优势的标准;

投资建议

- 我们对公司业绩的判断是今年受制于传统业务, 处于最困难的时期; 明年高端产品将放量, 从而改变公司的产品结构和盈利能力。我们预计 2010-2012 的 EPS 分别为 0.43, 0.79 和 1.33 元, 对应 P/E 为 55, 30 和 18 倍。建议继续关注公司在核电产品的最后认证进程和未来的订单突破, 维持“买入”评级。

图表1: 当前久立主要控股子公司股权结构



子公司	控股比例	业务
久立美国公司	100%	金属制品的销售和贸易
湖州久立穿孔有限公司	97%	不锈圆钢热轧穿孔、金属材料（除稀贵金属及加工材）、不锈钢棒、丝、管、带、板材加工、销售、仪器仪表、通讯设备、自动化设备及配件、建筑用小五金、日用百货销售
湖州久立不锈钢焊接管有限公司	75%	不锈钢焊接管、水暖器材及其他产品制造；销售本公司生产产品
湖州久立挤压特殊钢有限公司	75%	生产不锈钢、合金钢的管材、伸缩门、异型材等水暖器材产品，普通机械配件制造、加工，销售本公司生产产品

来源：国金证券研究所

图表2: 传统业务销售预测1

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: 传统业务销售预测 2

	2009	2010E	2011E	2012E
普通无缝管				
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				
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 4: 高端业务销售预测

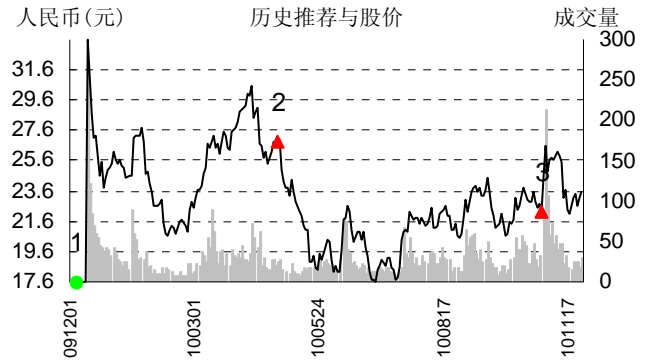
超越临界	2009	2010E	2011E	2012E
销售量(吨)		100	1,000	3,000
单位售价(万元/吨)		10.4	10.0	9.5
单位成本(万元/吨)		10	8	8
销售额(万元)		1,040	10,000	28,500
成本(万元)		957	8,200	23,940
毛利(万元)		83	1,800	4,560
yoy			2063%	153%
毛利率		8%	18%	16%
收入占主营业务比例		1%	5%	11%
毛利占主营业务毛利比例		0%	5%	8%
核电用管	2009	2010E	2011E	2012E
蒸发器管(吨)				100
单位售价(万元/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

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
3	2010-10-29	买入	22.25	N/A

来源：国金证券研究所



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