

盈利下滑基本触底，期待 2012 年业绩爆发

谨慎推荐 (首次)

久立特材 (002318) 调研简报

风险评级：一般风险

投资要点：

2011 年 2 月 21 日

- 久立特材是国内不锈钢管龙头企业之一。公司是高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，是国内规模最大、品种最齐全的工业用不锈钢管专业生产企业之一，主要产品是工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管，产品广泛应用于石油化工行业、造船、机械制造、航天航空、核电、电力设备制造等。公司的
- 公司在2009年上市前产能约为4.1万吨不锈钢管，主要为普通不锈钢无缝管和焊接管。随着募投项目1万吨大口径油气输送管和2万吨超（超）临界电站锅炉关键耐温、耐压件不锈钢管项目在2009年底、2010年底的先后投产，2011年产能提升至7.1万吨左右；预计2012年产能继续提升至7.7万吨。
- 盈利下滑在2010年基本实现触底。**传统的不锈钢管行业竞争激烈，盈利能力持续受到挤压而下滑。一方面是国内普通不锈钢管生产企业众多，工艺装备落后、产品低端，竞争力不强；另一方面是国外不锈钢管产品进入中国，引发不锈钢管价格持续走低，进口压制使国内不锈钢管企业的产品盈利能力下滑明显。
- 受此影响，久立特材在2010年产品盈利能力受到削弱，业绩出现了显著下滑。2010H利润下滑29.13%，综合毛利率也由09年的18.36%降至14.39%，其中无缝管的吨毛利下降至2006年以来的最低水平（5308元/吨），焊接管吨毛利降至2007年以来最低水平（6142元/吨）。我们预计公司2010年净利润约为8000万元，同比下降约16.3%。
- 我们判断公司盈利水平基本实现触底，一方面是新产品陆续实现投产，拉升整体盈利水平。大口径油气输送管和超（超）临界管属于技术和需求都相对较好的产品，盈利能力高于普通不锈钢管，两者的产能释放将拉升综合毛利率。另一方面是普通不锈钢管的价格下降幅度已经不大，而“十二五”众多项目的上马对不锈钢管的需求提升将拉动售价的止跌回升，普通不锈钢管的盈利水平下降空间已不大。
- 大口径油气输送管和超（超）临界管的产能释放为公司2011年业绩回升提供保障。**2009年底首发募投项目之一的1万吨大口径油气输送管实现投产，公司具备了生产Φ219~630mm、超长（6、12、18米）的大口径不锈钢焊接管，改变了国内不能生产超长产品的历史。公司大口径油气输送管生产成本略低于普通焊接管，但售价一般高于普通焊接管，因此吨毛利高于普通焊接管。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

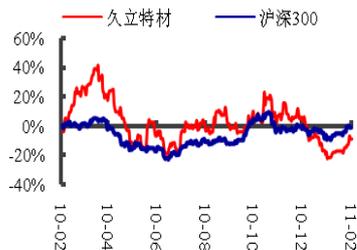
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2011 年 2 月 18 日

收盘价(元)	19.75
总市值(亿元)	41.08
总股本(百万股)	208.00
流通股本(百万股)	105.73
ROE (TTM)	5.38%
12 月最高价(元)	39.89
12 月最低价(元)	16.70

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

我们预计 2011 年大口径油气输送管产量约为 8000 吨，产能利用率在 80%左右；预计吨毛利约有 7000 元/吨，则这部分将贡献 2011 年毛利约 5600 万元。

募投项目之 2 万吨超（超）临界管在 2010 年 12 月底实现投产，该不锈钢无缝管主要应用于 60—100 万 KW 燃煤电站锅炉关键耐温、耐压件，目前国内超（超）临界管主要依靠进口，久立特材超（超）临界管投产后将能替代进口实现关键设备国产化。超（超）临界管需求旺盛，目前超（超）临界管分两个品种，super304 和 HR3C 在电站机组的用量比例是 3：1，前者目前的市场售价约 7-8 万元/吨，而后者市场售价在 15-16 万元/吨之间。我们预计 2011 年超（超）临界管产量为 7000 吨，产能利用率在 35%左右；预计综合吨毛利约为 1.3-1.8 万元/吨之间，则为 2011 年贡献毛利 0.91-1.26 亿元。

2012 年产能集中释放，业绩爆发增长可期

除了已实现投产的大口径油气输送管和超（超）临界管将在 2012 年继续释放产能外（预计 2012 年这两个产品产能利用率有望在 80%以上），公司第三个募投项目 3000 吨镍基合金油井管和超募项目 2000 吨核电用蒸发器管和精密管预计在 2011 年底投产，2012 年产能释放。公司在 2012 年迎来产能产量集中释放期，业绩大幅增长值得期待。

3000 吨镍基合金油井管。该项目产品具有较高的铬和镍含量，具有极好的韧性、耐高温性能、抗氧化性能、抗蠕变性能以及焊接性能，适合高腐蚀、高温高压条件下的深井开采需要，而这部分目前国内尚供应不足，很大程度需要进口。预计 2011 年底该项目将能实现投产，我们预计 3000 吨镍基合金油井管在 2012 年产能利用率有望达到 65%左右，产量约为 2000 吨左右；当前该类管市场售价一般在 30 万元左右，我们预计吨毛利约有 4.5-5 万元，对应贡献 2012 年毛利 0.9-1 亿元。

2000 吨核电用蒸发器管和精密管。公司超募资金项目 2000 吨核电用蒸发器管和精密管预计也在 2011 年底建成投产，其中 500 吨为核电用蒸发器管，1500 吨为航空航天、汽车等精密管。核电用蒸发器管是核岛设备中的关键材料，国内目前仅有宝钢下属公司和久立特材具备生产该类管的能力，该类管当前的市场售价在 100 万元/吨以上，毛利率有望达到 40%。在核电大发展环境下（预计 2020 年我国核电装机容量有望突破 8600 万千瓦以上，10 年复合增长率在 25%以上），核电用蒸发器管的需求高速增长，公司将充分受益。我们预计公司 2012 年核电用管产能利用率约为 50%，产量在 250 吨，贡献 2012 年毛利 1 亿元以上。而且，精密管同样属于高技术含量的不锈钢管，售价在 10—30 万元之间，毛利率水平高于普通不锈钢管。

公司业绩下滑风险基本释放，2012 年进入集中收获期，首次给予谨慎推荐

公司普通不锈钢管面临激烈的竞争环境，毛利率将维持在低水平，但继续下滑的空间也不大；而公司高附加值的大口径油气输送管、超（超）临界管、镍基合金油井管、核电用蒸发器管和精密管陆续投产生效，公司产品结构实现优化，高端产品逐渐成为公司业绩贡献者。

我们预计公司业绩下滑风险在 2010 年基本释放，随着高附加值产品的先后投产生效，2011 年将实现业绩回升，2012 年产能集中释放将推动公司业绩实现快速增长。

我们粗略预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.37 元、0.61 元、1.14 元，当前股价对应 2012 年 PE 为 17.3 倍，作为高端产品占据主导的成长性不锈钢管企业而言估值不高。首次给予谨慎推荐评级，建议持续关注。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn