



2012-5-9

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **维持**
**久立特材 (002318)**
**受益反倾销, 公司 S304H 或放量增长**


分析师: 刘元瑞

 (8621)68751760

 liuyr@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490510120022

联系人: 王鹤涛

 (8621)68751760

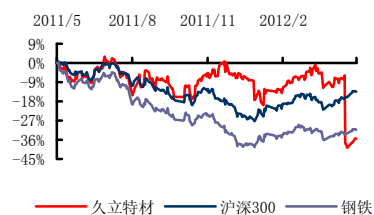
 wanght1@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《阿曼订单结算与结构继续优化调整 1 季度收入大增毛利率改善》2012-4-24

《收入下降费用增加致 4 季度下滑, 继续期待结构调整》2012-3-13

《厚积而薄发, 期待进口替代打开成长空间》2012-2-10

**报告要点**
**■ 事件描述**

商务部今日公布了对原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管反倾销调查初裁决定: 对原产于欧盟和日本、主要用在超临界、超超临界电站锅炉的过热器、再热器上进口相关高性能不锈钢无缝钢管, 采用保证金形式实施临时反倾销措施。

**■ 事件评论**

**反倾销初裁有利于改善 S304H 国产化的外部环境:** 根据商务部的公告, S304H、HR3C、347HFG、310N 型号产品和 VdTÜV 证书钢管、喷丸 (Shot -Peened ) 钢管均在本次被调查产品的范围内。不过, 从各品种占比上来看, 国产 S304H 高压锅炉管将主要受益此次的反倾销调查。由于但被调查产品占据国内相关产品市场的绝对份额, 反倾销的初步裁定无疑将有利于改善国内相关产业的生存和发展环境, 进而推动高端产品的国产化进程。

**反倾销或助力公司 S304H 产品放量增长:** 由于技术和用户服务积累较为薄弱, 公司目前超超临界项目实现进口替代所面临最大问题是市场推广较难。如果反倾销裁定最终通过, 这将有利于公司 S304H 项目的市场拓展和推动产销的提升, 已投产的超超临界项目的进一步放量成为 2012 年增长的重要增量之一。经过简单假设, 测算得 2012、2013 年超超临界用管项目对业绩的贡献分别为 0.15 元与 0.26 元。

**立足传统主业, 2012 年增量来自油井管、核电管、航天精密管的投产与超超临界用管的进一步投放:** 在立足于传统主业的同时, 公司油井管、核电蒸发器管与航天精密管项目的顺利投产使得公司在“特、尖、优”的战略之路上更进一步, 至此所有在规划产能已基本全部投产。未来一段时间内, 不断追求产品结构的调整与优化升级成为了公司经营战略的主线。

我们预计公司 2012、2013 年 EPS 分别为 0.49 和 0.62 元, 维持“谨慎推荐”评级。

## 反倾销推动 S304H 国产化进程，公司或将受益

商务部发布对原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管反倾销调查初裁公告。初步裁定，在本案调查期内，原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管存在倾销，中国相关高性能不锈钢无缝钢管产业受到了实质损害，而且倾销与实质损害之间存在因果关系：

- ✓ 本案征收保证金的产品归在《中华人民共和国进出口税则》：73044110 和 73044910；
- ✓ 调查范围：原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管；
- ✓ 被调查产品名称：相关高性能不锈钢无缝钢管；
- ✓ 具体描述：碳（C）含量大于等于 0.04%、铬（Cr）含量大于 16%、镍（Ni）含量大于 7%、铌（Nb）含量大于等于 0.2%、抗拉强度大于等于 550Mpa、屈服强度大于 200Mpa 的高性能不锈钢无缝钢管，具有持久强度高、组织稳定性好、抗蒸汽氧化、高温耐蚀性优良等特点；
- ✓ 主要用途：被调查产品主要用在超临界、超超临界电站锅炉的过热器、再热器上；
- ✓ 自 2012 年 5 月 9 日起，进口经营者在进口原产于欧盟和日本的进口相关高性能不锈钢无缝钢管时，应依据本初裁决定所确定的各公司的倾销幅度向中华人民共和国海关提供相应的保证金。

表 1：商务部对各公司征收的保证金比例

公司名称	保证金比例
住友金属工业株式会社	15.80%
神钢特殊钢管株式会社	14.50%
其他日本公司	39.20%
吐巴塞克斯不锈钢管公司	9.70%
沙士基达曼内斯曼不锈钢管意大利公司	17.50%
其他欧盟公司	37.50%

资料来源：商务部，长江证券研究部

## 反倾销初裁有利于改善 S304H 国产化的外部环境

虽然本次征收保证金的产品归在《中华人民共和国进出口税则》：73044110 和 73044910，但是商务部明确表示反倾销被调查产品范围的确定应以产品的具体描述为准，税则号是对被调查产品范围所确定的进口产品数量和金额进行统计的工具，并为将来海关执行临时和最终反倾销措施提供参考，因此调整立案公告中涉及的税则号并不是调整被调查产品的范围。

因此，依据产品的具体描述，S304H、HR3C、347HFG、310N 型号产品和 VdTÜV 证书钢管、喷丸（Shot -Peened）钢管均在被调查产品的范围内。

表 2：超超临界机组 S304H、HR3C、347HFG 型号锅炉管均在反倾销调查之内

钢种	化学成分（质量分数）/%						力学性能	金相组织	标准
	C	Cr	Mo	Nb	Ni	N	Rm/Mpa		

T23/P23	0.04~0.10	1.90~2.60	0.05~0.30	0.08~ 0.20		0.03	620	回火贝氏体	
T24/P24	0.05~0.10	2.20~2.60	0.90~1.10			0.012	580	回火贝氏体	
T91/P91	0.08~0.12	8.00~9.50	0.85~1.05	0.06~ 0.10	0.4	0.03~0.07	585	回火马氏体	
T92/P92	0.07~0.13	8.50~9.50	0.30~0.60	0.04~ 0.09	0.4	0.03~0.07	620	回火马氏体	ASME
TP304H	0.04~0.10	18.0~20.0				8.00~11.00	515	奥氏体	ASME
TP347H	0.04~0.10	17.0~20.0		0.8~ 1.0		9.00~13.00	515	奥氏体	
T122/P122	0.07~0.14	10.0~12.0	0.25~0.60	0.04~ 0.10	0.5	0.04~0.10	620	回火马氏体	
TP347HFG	0.04~0.10	17.0~20.0				9.00~13.00	550	奥氏体	
Super304H	0.07~0.13	17.0~19.0		0.30~ 0.60		7.50~10.50	550	奥氏体	ASME
HR3C	0.04~0.10	24.0~26.0		0.20~ 0.60		17.0~23.0	655	奥氏体	ASME
NF709	0.04~0.12	18.0~22.0	1.00~2.00	0.10~ 0.40		22.0~28.0	637	奥氏体	新日铁

资料来源：长江证券研究部

由于 S304H 高压锅炉管进口量占被调查产品的比重较大,在此次反倾销调查中, S304H 的进口影响最大。

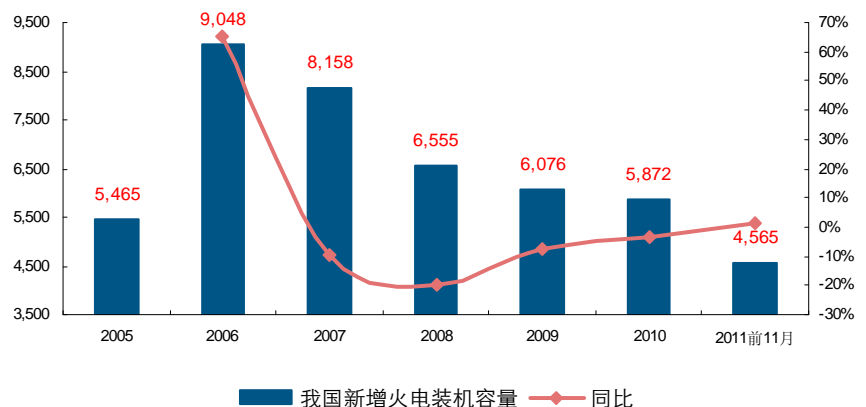
表 3: 此次反倾销调查对 S304H 高压锅炉管影响较大

反倾销调查产品的进口量统计	被调查产品从欧盟和日本进口量	S30432 进口量占被调查产品比例	S30432 牌号产品进口量
2008	2.01	73.09%	1.47
2009	1.64	77.12%	1.26
2010	0.45	77.12%	0.35
2011H1	0.26	93.54%	0.24

资料来源：商务部，长江证券研究部

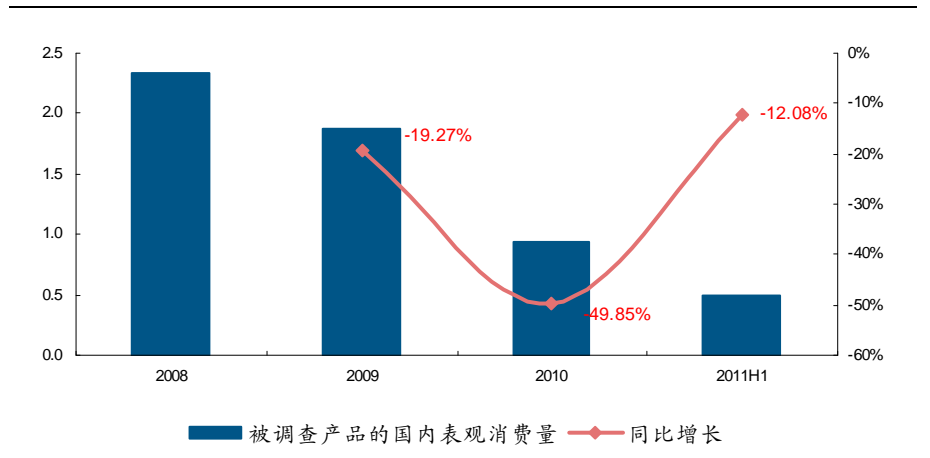
受国内新增火电装机容量下降影响,超超临界高压锅炉管的表观需求出现较为明显的下滑。但被调查产品占据国内相关产品市场的绝对份额,反倾销的初步裁定无疑将有利于改善国内相关产业的生存和发展环境,进而推动高端产品的国产化进程,这符合钢管行业“十二五”发展规划纲要和国家能源科技“十二五”规划的总体要求。

图 1: 我国火电新增装机容量同比持续下滑



资料来源：商务部，长江证券研究部

图 2: 国内相关产品的表现消费量持续下降



资料来源: 商务部, 长江证券研究部

表 4: 被调查产品进口量占据国内大量市场份额

进口市场份额统计	被调查产品国内市场份额	S30432 牌号被调查产品占国内份额	TP310HnBn 牌号被调查产品占国内份额
2008	86.20%	89.48%	100.00%
2009	87.04%	96.65%	99.94%
2010	47.22%	90.49%	99.10%
2011H1	51.43%	97.63%	90.69%

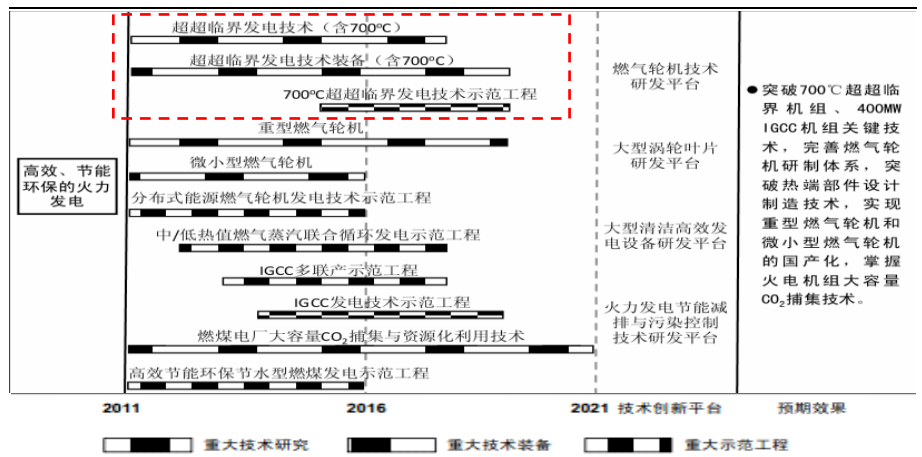
资料来源: 商务部, 长江证券研究部

表 5: 钢管行业“十二五”规划要求加强超超临界机组不锈钢高压锅炉管的研发

重点任务	具体要求		
加强工艺和新材料的研究	1、要进一步开展超低 S、P 纯净钢冶炼工艺的研究; 2、控轧控冷工艺和超快冷技术的研究; 3、高合金材料热处理工艺的研究; 4、特殊螺纹加工工艺的研究; 5、连续油管、管线管件工艺的研究以及汽车用管、钢结构用管、 <u>锅炉管等各类高端产品的新材料的研究</u> ;		
加快新产品开发	油井管产品	进一步扩大高抗挤毁、抗腐蚀、特殊扣、13Cr 不锈钢等油井管产品的开发;	
	在电站用管	<u>要重点对 600MW、1000MW 以上超临界、超超临界发电机组所需的 T22/P22、T23/P23、T91/P91、T92/P92、P122 钢管和不锈钢管的开发</u> ;	
	无缝管	核电站用管	重点开发代表核电站用管技术水平的蒸汽发生器用的镍基合金 U 型管和第三代核电站用的锻轧大直径厚壁主管道钢管;
	管线管	国内已批量生产出了 X70 海底管线管, 进一步加强此类产品的材料研究, 争取在更高钢级、更大规格上有所突破;	
	螺旋焊管	积极开发 X90 钢级油气输送管线管;	
	焊接管	大口径直缝埋弧焊管	积极开发 X100 以上钢级抗大变形、海底管线、耐腐蚀及耐磨等管线管;
	高频电阻焊接钢	积极开发海底管线管、耐腐蚀和耐磨管线管, 使其在质量上有重大突破;	

资料来源: 中联钢, 钢管协会, 长江证券研究部

图 3: 能源“十二五”规划要求超超临界机组发电技术与装备要实现重大突破



资料来源：工信部，能源局，长江证券研究部

## 反倾销或助力公司 S304H 产品放量增长

除了公司以外，目前国内高性能不锈钢无缝管产品的主要生产商还包括江苏武进不锈钢管厂集团有限公司、常熟华新特殊钢有限公司、江苏银环精密钢管股份有限公司、宝山钢铁股份有限公司。近三年，5家公司的相关产品产量之和占同期中国大陆同类产品总产量的50%以上。

如果反倾销裁定最终通过，将有利于公司 S304H 项目的市场拓展和推动产销的提升。因而，已投产的超超临界项目的进一步放量成为 2012 年增长的重要增量之一。

中期业绩的增长点主要来自超超临界用管项目的产能释放，主要的假设条件如下：

- ✓ 2011 年公司超超临界项目盈利低于之前预期的主要原因为进口替代打破当前格局所面临的市场推广难度，不过随着市场认可度的逐步提升，产能利用率的提升应该是较为确定的事。由于公司产品已经通过了挂样与试用阶段，客户信心的逐步建立与认可随着时间的推移有望加强，虽然超超临界用管 SUPER304 与 HR3C 两个品种推广仍面临较大困难，但一方面是公司内在技术实力的支撑，另一方面“十二五”规划明确提出要提高高端锅炉管的国产化比例，这使得公司 2 万吨超超临界项目有可能在未来某个时刻得到爆发式增长，成为公司业绩弹性的主要来源。不过出于谨慎角度考虑，对 2012、2013 年产量简单假设为 1.1 万吨与 1.5 万吨；
- ✓ 今年公司 SUPER304 与 HR3C 两个品种产量释放较少，产品结构主要以超临界等其他等级的锅炉管为主，单价要偏低，约 6-7 万元/吨，明年随着市场需求的增长与公司市场推广力度的进一步开展，HR3C 与超级 304 等单价盈利偏高的超超临界用管预计可逐步释放部分产能。国产化后，超级 304 价格基本在 8-9 万，HR3C 在 12-13 万左右。综合考虑之下，由于超超临界锅炉管的推广仍存在一定不确定性，简单对 2012、2013 年超超临界用管项目的产品销售综合均价假定为 7 万、8 万；
- ✓ 由于上半年公司电力设备制造业产品毛利率为 15.88%，我们推测其中超超临界用管应该贡献大部分收入，故据此推测超超临界项目毛利率应该维持在 16%以上。由于高端超超临界用管毛利率可达到 20%以上，综合考虑，随着后期品种结构的调整，对超超临界用管项目毛利率 2012、2013 年简单谨慎假定为 17%、18%；

经过简单假设，测算得 2012、2013 年超超临界用管项目对业绩的贡献分别为 0.15 元与 0.26 元。

表 6: 2 万吨超超临界用管业绩测算，预计 2012 年可贡献 EPS 为 0.15 元

超超临界用管业绩预测	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	极限假设
项目产能 (万吨)	2	2	2	2	2	2
年产量 (万吨)	0.02	0.10	0.70	1.10	1.50	2.00
产能利用率	1.00%	5.00%	35.00%	55.00%	75.00%	100.00%
价格 (万元)	6	6	7	7	8	10
收入 (亿元)	0.12	0.60	4.90	7.70	12.00	20.00
毛利率	5%	10%	15%	17%	18%	20%
毛利 (亿元)	0.01	0.06	0.74	1.31	2.16	4.00
费用率	10.45%	8.50%	9.95%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利 (亿元)	-0.01	0.01	0.25	0.54	0.96	2.00
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利 (亿元)	-0.01	0.01	0.21	0.46	0.82	1.70
目前股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
转增后股本	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
EPS (元)	0.00	0.00	0.10	0.22	0.39	0.82
转增后 EPS (元)	0.00	0.00	0.07	0.15	0.26	0.54

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

## 立足传统主业, 2012 年增量来自油井管、核电管、航天精密管的投产与超超临界用管的进一步投放

作为一家民营钢管企业, 久立特材区别于其他国内钢管上市公司的地方主要有两点: 1 所有产品均以不锈钢为原料; 2 拥有明显的高端化战略发展方向。

- ✓ 公司原有产能: 1.85 万吨的无缝钢管、2.25 万吨的焊接管;
- ✓ 募投项目: 1 万吨大口径油气输送管、2 万吨超超临界用管、3000 吨油井管;
- ✓ 超募项目: 1000 吨钛管、1500 吨精密管、500 吨核电蒸发器管。

表 7: 公司产能情况的详细统计

序号	产品品种	项目分类	产能统计	预计投产时间
1	无缝钢管	原有产能	18,500	现有
2	焊管	原有产能	22,500	现有
3	钛管	超募资金投资项目	1,000	一期 500 吨, 二期 500 吨, 最新产能 1000 吨
4	超超临界用管	募投项目	20,000	2010 年底
5	大口径油气输送管	募投项目	10,000	现已投产
6	油井用管	募投项目	3,000	现已投产
7	核电蒸发器管	超募资金投资项目	500	现已投产
8	航天精密管	超募资金投资项目	1,500	现已投产

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

在立足于传统主业的同时，公司油井管、核电蒸发器管与航天精密管项目的顺利投产使得公司在“特、尖、优”的战略之路上更进一步，至此所有在规划产能已基本全部投产。未来一段时间内，不断追求产品结构的调整与优化升级成为了公司经营战略的主线。虽然我国高端的钢管品种面临着进口商品的竞争，但我们相信，在公司多年专业钢管行业经验积累的支撑下，这一过程虽然较为曲折但依然充满希望。

公司与壳牌全球解决方案公司签订为期 5 年的《全球框架协议》，正是客户对公司技术实力、产品质量以及综合素质最直接的肯定，虽然该协议并未详细规定具体条款，但作为目前国内第一家也是唯一一家具备供货资格的公司，框架协议将利于公司长期高端品种的市场推广。

图 4：公司产品结构逐步调整，特尖优成为长期经营理念



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

我们对公司主要产品进行简单分析与盈利预测，主要的过程与框架假设如下

- **短期依赖传统业务产能释放与需求复苏：焊接管原有产能 2.25 万吨，1 万吨油气输送管投产后，总产能达到 3.25 万吨，统一汇总测算，主要的假设如下：**
  - ✓ 产量的假设：2011 年产量为 2.33 万吨，预计随着产能都进一步释放产量实现自然增长，对 2012、2013 年产量保守假设为 2.7 万吨、2.8 万吨；
  - ✓ 销售价格的假设：由于焊管市场竞争激烈，对价格的假设在参考历史数据的基础上，以相对谨慎的原则，假定 2012、2013 年价格分别为 3.3 万元、3.4 万元、3.4 万元；
  - ✓ 毛利率的假设：2011 年毛利率约为 15.88%，虽然“十二五”需求的启动将对钢管需求有所拉动，但考虑到焊管市场进入壁垒较低、竞争格局激烈，谨慎假定 2012、2013 年毛利率维持在 15%、15%；

经过简单假设，考虑转增后股本增厚，测算得 2012、2013 年焊接管对业绩的贡献分别为 0.13 元与 0.13 元。

表 8：传统焊管业务未来几年的业绩假设预测

传统焊管业绩预测	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	极限假设
焊管产能(万吨)	2.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
年产量(万吨)	2.01	2.00	2.33	2.70	2.80	3.20

产能利用率	89.35%	61.39%	71.59%	83.08%	86.15%	98.46%
价格(万元)	3.25	3.15	3.32	3.40	3.40	3.40
成本(亿元)	2.35	2.62	6.51	7.80	8.09	9.25
收入(亿元)	6.53	6.29	7.74	9.18	9.52	10.88
毛利率	27.69%	16.83%	15.88%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利(亿元)	1.81	1.06	1.23	1.38	1.43	1.63
费用率	10.45%	8.50%	9.95%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利(亿元)	1.13	0.52	0.46	0.46	0.48	0.54
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利(亿元)	0.96	0.44	0.39	0.39	0.40	0.46
目前股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
转增后股本	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
EPS(元)	0.46	0.21	0.19	0.19	0.19	0.22
转增后EPS(元)	0.31	0.14	0.12	0.13	0.13	0.15

资料来源：公司资料，长江证券研究部

- 由于公司后期高端品种的产量均计入无缝管统计口径，无缝管的测算相对较为困难，主要假设如下：
  - ✓ 产量的假设：原有产能为 1.85 万吨，由于公司存在 5000 吨左右的毛管加工能力，故传统无缝管统计口径合计产能约 2.35 万吨。仅考虑传统的无缝管业务，剔除其他高端管材的产量后，我们对 2012、2013 年传统无缝管产量大致保守假定为 2 万吨左右；
  - ✓ 价格的假设：2011 年价格水平约 4 万，随着“十二五”需求的启动，我们对 2012、2013 年传统业务的无缝管价格假设为 4.1 万、4.2 万；
  - ✓ 毛利率的假设：我们参考历史数据的基础上，对 2012、2013 年毛利率数据假定为 16%、16%；

经过简单假设，考虑转增后股本增厚，测算得 2012、2013 年无缝管对业绩的贡献分别为 0.13 元、0.14 元。

表 9：传统无缝管盈利能力测算

无缝管业绩预测	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	极限假设
传统无缝管产能(万吨)	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85	1.85
毛管产能(万吨)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
合计传统无缝管产能(万吨)	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35	2.35
年产量(万吨)	1.51	2.26	2.00	2.00	2.00	2.00
产能利用率	64.15%	96.20%	85.11%	85.11%	85.11%	85.11%
价格(万元)	3.78	3.87	4.00	4.10	4.20	4.20
成本(亿元)	3.15	3.30	6.72	6.89	7.06	7.06
收入(亿元)	5.70	8.75	8.00	8.20	8.40	8.40
毛利率	16.67%	14.73%	16%	16%	16%	16%
毛利(亿元)	0.95	1.29	1.28	1.31	1.34	1.34



费用率	10.45%	8.50%	9.95%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利 (亿元)	0.35	0.54	0.48	0.49	0.50	0.50
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利 (亿元)	0.30	0.46	0.41	0.42	0.43	0.43
目前股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
转增后股本	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
EPS (元)	0.14	0.22	0.20	0.20	0.21	0.21
转增后 EPS (元)	0.10	0.15	0.13	0.13	0.14	0.14

资料来源：公司资料，长江证券研究部

镍基金油井管与核电管和精密管项目的顺利投产，成为 2012 年公司成长的另一大重要增量。

● 油井管、核电蒸发器管和精密管项目顺利投产成为 2012 年重要增量；

中长期来看，在超超临界用管项目产能进一步释放的同时，3000 吨油井管与 500 吨核电蒸发器管项目成为了重要的增量。油井管项目与核电蒸发器管项目已于去年年底顺利投产。

- ✓ 产量的假设：3000 吨油井管项目于去年年底顺利投产，2011 年已经进行了部分前期的试生产准备工作，预计释放产量约 300 吨，2012 年作为项目投产后产能释放的第一年，假定产能释放 60%，产量达到 1800 吨，同似乎对 2013 年产量进一步假定为 2500 吨；
- ✓ 价格的假设：油井管各类不同的品种规格间价格差异较大，目前市场均价约为 25 万元/吨，综合考虑对 2012、2013 年的价格谨慎假定为 20 万元/吨、17 万元/吨；
- ✓ 毛利率的假设：项目投产初期，我们对毛利率的假设采取谨慎原则，简单假定 2012、2013 年毛利率分别为 18%、17%；

经过简单估算，预计油井管项目在 2012、2013 年可分别释放业绩为 0.08 元和 0.08 元。

表 10: 3000 吨油井管业绩测算，预计 2012 年达产可贡献 EPS 为 0.12 元

油井管业绩预测	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	极限假设
项目产能 (万吨)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
年产量 (万吨)	0.01	0.01	0.03	0.18	0.25	0.30
产能利用率	3.33%	3.33%	10.00%	60.00%	83.33%	100.00%
价格 (万元)	30.00	25.00	25.00	20.00	17.00	17.00
收入 (亿元)	0.30	0.25	0.75	3.60	4.25	5.10
毛利率	10.00%	10.00%	20.00%	18.00%	17.00%	17.00%
毛利 (亿元)	0.03	0.03	0.15	0.65	0.72	0.87
费用率	10.45%	9.00%	9.95%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利 (亿元)	0.00	0.00	0.08	0.29	0.30	0.36
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利 (亿元)	0.00	0.00	0.06	0.24	0.25	0.30
目前股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
转增后股本	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12

EPS (元)	0.00	0.00	0.03	0.12	0.12	0.15
转增后 EPS (元)	0.00	0.00	0.02	0.08	0.08	0.10

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

超募资金所投的 500 吨核电蒸发器管项目无疑是当前公司技术壁垒最高的产品。据了解, 蒸发器管的主要原材料镍基合金目前市场价格在 15 万元/吨左右, 每吨蒸发器管通常需要 3 吨左右原材料, 由此估算每吨蒸发器管原材料成本大约需要 45 万元/吨左右。折旧方面, 该项目投资额预计在 1.7 亿元左右, 假设按照 10 年的折旧期计算, 每年折旧额为 1700 万元, 在年产 500 吨达产后吨钢折旧为 3 万元左右, 较吨钢售价来讲较低。我们预计产品最终的综合成本可能在 70-80 万元/吨左右。

为保障生产工艺和产品质量和项目早日投产, 公司公告决定收购子公司湖州久立挤压特殊钢有限公司部分设备资产, 以完善核电蒸发器管的前道(即挤压开坯)生产能力。公司收购的部分设备资产与生产核一、二、三及电管产品相关, 主要包括进口穿孔机、感应加热炉、环形炉等设备。

- ✓ 产量的假设: 500 吨核电蒸发器管按计划已于去年年底顺利投产, 公司 690U 型管认证仍在稳步推进之中, 但核一核二等相关认证均已顺利通过, 我们保守估计 2012-2013 年产量释放分别为 100 吨、250 吨;
- ✓ 价格的假设: 当前核电蒸发器管价格约为 120 万元/吨, 不过由于公司可能也会适当生产部分略低规格的核级产品, 因此对 2012-2013 年综合均价的假设我们简单假定为 100 万元/吨、70 万元/吨;
- ✓ 毛利率的假设: 虽然目前核电蒸发器管毛利率在 50%左右, 但与其他替代进口产品一样, 一旦蒸发器管国产化率提高, 价格与盈利下滑的可能是难以避免的大概率事件。同时, 投产初期无法全部达产也使得折旧费用会出现一定幅度的上升。预计蒸发器管毛利率将会逐步下滑至 30%左右。

表 11: 公司核电蒸发器管业绩预测, 预计 2012 年可贡献 EPS 为 0.01 元

蒸发器管业绩预测	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	极限假设
项目产能(吨)	500	500	500	500	500	500
年产量(吨)	0	0	0	100	250	500
产能利用率	0.00%	0.00%	0.00%	20.00%	50.00%	100.00%
价格(万元)			120	100	70	100
收入(亿元)			0.00	1.00	1.75	5.00
毛利率			10.00%	15.00%	25.00%	30.00%
毛利(亿元)			0.00	0.15	0.44	1.50
费用率	10.45%	9.00%	9.95%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利			0.00	0.05	0.26	1.00
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
税后净利			0.00	0.04	0.22	0.85
目前股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
转增后股本	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
EPS (元)	0.00	0.00	0.00	0.02	0.11	0.41

转增后 EPS (元)	0.00	0.00	0.00	0.01	0.07	0.27
-------------	------	------	------	------	------	------

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

精密管广泛用于航空航天、液压和气压控制系统等多个行业的设备。产品高端且种类繁多, 均价 20-30 万元/吨, 最高端品种可达几百万元每吨。虽然目前公司尚未制定明确的生产计划, 但在国家扩大内需、产业结构优化升级以及鼓励国产设备出口的形势下, 正处于高速成长期的航天钢精密管的需求不断加大, 该项目的顺利投产也为公司成长提供了良好的契机。

此外, 公司还具备 1000 吨钛管的生产能力, 不过受需求下滑订单不足的影响, 产能并未完全释放, 这一状况有望在 2012 年有所改观。

表 12: 钛管业绩预测, 预计 2012、2013 年可贡献 EPS 为 0.03 元、0.01 元

海水淡化管业绩预测	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	极限假设
项目产能 (吨)	500	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
年产量 (吨)	100	150	200	500	500	1,000
产能利用率	20%	15%	20%	50%	50%	100%
价格 (万元)	25	25	25	22	20	25
收入 (亿元)	0.25	0.38	0.50	1.10	1.00	2.50
毛利率	25%	25%	20%	20%	15%	25%
毛利 (亿元)	0.06	0.09	0.10	0.22	0.15	0.63
费用率	10.45%	8.50%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
税前净利	0.04	0.06	0.05	0.11	0.05	0.38
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
税后净利	0.03	0.05	0.04	0.09	0.04	0.32
最新股本	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08	2.08
转增后股本	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
EPS (元)	0.01	0.03	0.02	0.04	0.02	0.15
转增后 EPS (元)	0.01	0.02	0.01	0.03	0.01	0.10

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

值得注意的是, 我们的测算仅仅根据所能统计到的公开数据简单进行, 未必一定能够将每一个品种的实际盈利能力测算的非常精细, 更多是体现了公司盈利能力随着其产能释放与品种结构的调整而逐步增强的趋势。

当然, 由于测算的困难, 我们在此并未考虑 1500 吨精密管项目的业绩贡献, 而拟募投资项目由于需要有 2 年的建设期, 我们的盈利测算中也暂时并未予以考虑。

## 维持“谨慎推荐”评级

预计公司 2012、2013 年 EPS 分别为 0.49 和 0.62 元, 维持“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>2162</b>	<b>3040</b>	<b>3647</b>	<b>4193</b>	货币资金	388	304	365	419
营业成本	1817	2545	3030	3481	交易性金融资产	3	3	3	3
<b>毛利</b>	<b>345</b>	<b>495</b>	<b>617</b>	<b>713</b>	应收账款	182	259	311	357
%营业收入	15.9%	16.3%	16.9%	17.0%	存货	727	1022	1216	1397
营业税金及附加	6	8	10	11	预付账款	94	132	157	180
%营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	4	6	7	8
销售费用	100	140	168	193	<b>流动资产合计</b>	<b>1456</b>	<b>1805</b>	<b>2154</b>	<b>2475</b>
%营业收入	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	85	119	142	164	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	29	34	50	63	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.4%	1.1%	1.4%	1.5%	固定资产合计	914	1254	1571	1765
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	146	138	132	125
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	8	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>128</b>	<b>195</b>	<b>247</b>	<b>283</b>	其他非流动资产	0	0	0	0
%营业收入	5.9%	6.4%	6.8%	6.7%	<b>资产总计</b>	<b>2520</b>	<b>3197</b>	<b>3856</b>	<b>4364</b>
营业外收支	7	0	0	0	短期贷款	579	919	1293	1499
<b>利润总额</b>	<b>135</b>	<b>195</b>	<b>247</b>	<b>283</b>	应付款项	227	318	379	435
%营业收入	6.2%	6.4%	6.8%	6.7%	预收账款	115	161	193	222
所得税费用	14	29	37	42	应付职工薪酬	4	5	6	7
净利润	121	166	210	240	应交税费	-39	1	2	2
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>112.0</b>	<b>152.6</b>	<b>193.2</b>	<b>221.0</b>	其他流动负债	35	50	60	69
少数股东损益	9	13	17	19	<b>流动负债合计</b>	<b>921</b>	<b>1455</b>	<b>1933</b>	<b>2234</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.49</b>	<b>0.62</b>	<b>0.71</b>	长期借款	25	25	25	25
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	39	39	39	39
					<b>负债合计</b>	<b>985</b>	<b>1518</b>	<b>1996</b>	<b>2298</b>
					归属于母公司	1472	1602	1766	1954
					少数股东权益	63	77	93	113
					<b>股东权益</b>	<b>1535</b>	<b>1678</b>	<b>1859</b>	<b>2066</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>2520</b>	<b>3197</b>	<b>3856</b>	<b>4364</b>
					<b>基本指标</b>				
						2011A	2012E	2013E	2014E
					EPS	0.359	0.489	0.619	0.708
					BVPS	7.08	7.70	8.49	9.39
					PE	33.41	24.51	19.37	16.93
					PEG	1.31	0.96	0.76	0.67
					PB	1.69	1.56	1.41	1.28
					EV/EBITDA	16.65	13.40	11.08	9.70
					ROE	7.6%	9.5%	10.9%	11.3%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。