

钢铁行业

**久立特材 (002318.SZ) / 36 元**

## 产能逐步释放，估值体系将重构

### 投资要点

#### 1. 产能达到 10.7 万吨，未来产能结构以新能源和特殊进口替代为主

目前产能已达 10.7 万吨，其中涉及传统无缝管和传统焊管的产能仅约 4.1 万吨左右。而未来公司产能结构主要向下游新能源行业和特殊进口替代为主，我们认为随着新能源和特殊进口业务产能逐步释放，公司的业绩和估值将会双升。

#### 2. 预计公司产能利用率将由 2014 年 60% 左右提升至 2016 年约 80%

公司 2013-2014 年由于募投项目在达产初期产能利用率较低，导致总体产能利用率维持在 62% 左右的低位水平。随着募投项目逐步达产，产能利用率预计每年将增长 10%，2016 年预计可达约 80%。产能利用率提升主要以高附加值的新能源业务和特殊进口替代业务的相关产能释放为主。未来预计产量和公司整体毛利率将双升，业绩改善空间大。

#### 3. 新能源和特殊进口替代预计 2016 年可贡献净利 3.8 亿，估值体系重构

2013 年公司特殊进口替代和新能源业务产品贡献净利润约 1.6 亿，占比约 73%。预计 2016 年其将贡献净利润约 3.8 亿元，较 2013 年增长达 130%，占比预计提升至约 84%。新能源和特殊进口替代业务净利占比提升将使公司估值体系重构。

#### 4. 核电业务弹性空间大，满产预计可贡献 EPS 0.21 元

公司于 2013 年底研发成功并签订全球首台 140 万千瓦第三代大型先进压水堆核电站用 CAP1400 核电蒸汽发生器 690 合金 U 形管合同。目前国内仅久立和宝银具备 690U 管生产资质，国内 7-10 亿市场空间。公司目前具备产能 500 吨左右，若全部达产，预计可贡献 EPS 约 0.21 元。

#### 5. 预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.77、1.12 和 1.38 元，合理估值 36 元

预计传统业务 2015 年可贡献 EPS 0.2 元，对应 PE 20X，合理估值 4 元。新能源和特殊进口替代业务预计 2015 年 EPS 0.92 元，涉及核电、LNG 运输和超超临界等行业，对应 PE 35X，合理估值 32 元。公司的合理估值为 36 元。

#### 6. 风险提示

镍价巨幅波动对公司原材料成本端影响；核电、LNG 等业务交付延期。

#### 主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	2848.58	3029.00	4008.00	4748.00
同比增速(%)	6.3%	32.3%	18.5%	15.0%
净利润(百万)	220.80	261.03	378.05	466.69
同比增速(%)	5.8%	18.2%	44.8%	23.4%
每股盈利(元)	0.65	0.76	1.11	1.37
市盈率(倍)	46	39	27	22
	46	39	27	22

证券分析师: 李斌  
 执业编号: S0100513070008  
 Tel: 010-66500819  
 Email: libin@hcqz.com  
 联系人: 滕越, 蔡秋实  
 Email: tengyue@hcqz.com  
 caiqiushi@hcqz.com

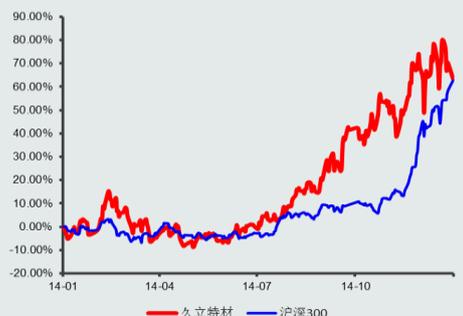
#### 投资评级

投资评级: 推荐  
 评级变动: 首次

#### 公司基本数据

总股本(万股)	33660
流通 A 股/B 股(万股)	322.39/0
资产负债率(%)	27.0
每股净资产(元)	6.37
市盈率(倍)	39
市净率(倍)	4.7
12 个月内最高/最低价	32.17/15.86

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

#### 相关研究报告

## 目 录

一、公司 10 万吨总产能规划清晰，高端化产能结构调整战略已现.....	4
(一) 公司产品种类丰富，下游新业务开拓布局积极 .....	4
(二) 总产能已达约 10.7 万吨，新能源及特殊进口替代业务产能占比将有望超 60% ..	5
(三) 产能释放和结构调整并行， 2014-2016 营收增长 50%，毛利率从 21%到 24% ..	5
1、未来三年募投项目逐渐达产，公司产能利用率预计将由目前约 60%提升至 80% ..	5
2、新能源及进口替代业务占比预计将由 2013 年的营收占比 59%提升至 75% .....	6
3、高毛利业务占比提升明显，新能源业务利润占比将由 28%提升至 48%，毛利率提	
升至 24% .....	7
二、核电布局已久，已进入核电蒸发器用管广阔市场.....	9
(一) 核电重启在即，核电蒸汽发生器 690U 型管国产化比例不低于 85% .....	9
(二) 核电业务始于 2009 年获国核认证资质，核电蒸发管已敲定 CAP1400 供货合同 ..	9
(三) 核电业务有望打开公司业绩及估值弹性空间 .....	10
1、目前核电蒸发器市场份额主要被国外厂商垄断 .....	10
2、公司是国内仅有两具备 690U 生产资质的企业，10 亿元国内市场空间 .....	10
核电重启- 内外开花，景气刚刚启动 .....	10
3、公司具备 500 吨核电蒸发器管产能，满产预计可贡献 EPS 0.21 元 .....	11
三、盈利预测.....	12
(一) 传统无缝管和焊管基本趋于稳定，预计 2015 年可贡献 EPS 0.20 元 .....	12
(二) 新能源业务和特殊进口替代业务占比提升，预计 2015 年可贡献 EPS 0.92 元 ..	12
(三) 对应公司 2015 年业绩，公司合理估值 36 元 .....	12
四、风险提示.....	12

## 图表目录

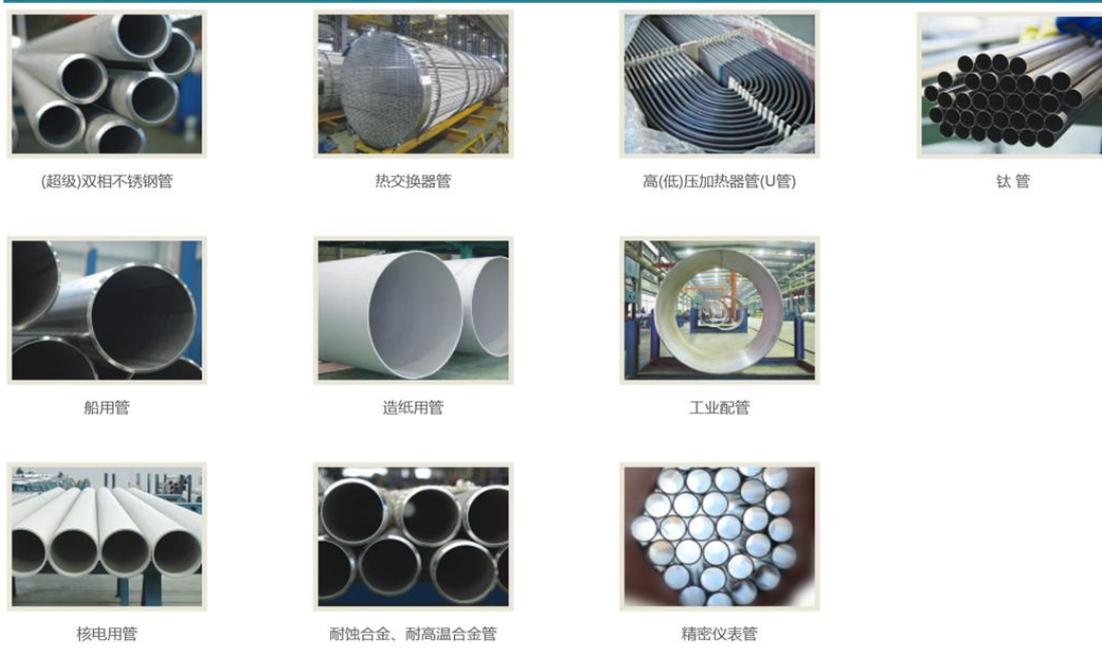
图表 1 公司不锈钢及相关管材产品种类丰富 .....	4
图表 2 公司业务分为原有业务、特殊进口替代和新能源行业 .....	4
图表 3 公司未来产能将达 10.7 万吨 .....	5
图表 4 产能利用率预计将由 2014 年的 62% 提升至 2016 年的 81% .....	6
图表 5 新能源及进口替代业务占比预计将由 2013 年的营收占比 59% 提升至 75% .....	6
图表 6 新能源业务及特殊进口替代业务营收增长超过 60% .....	7
图表 7 公司镍基油井管、核电管及 LNG 传输用管毛利率预计超过 26% .....	7
图表 8 公司镍基油井管、核电管及 LNG 传输用管营收占比预计将由 24% 提升至 41% .....	7
图表 9 新能源和特殊进口替代净利占比有望达到 87% .....	8
图表 10 新能源和特殊进口替代业务预计 2016 年有望贡献净利润 3.8 亿元 .....	8
图表 11 公司核电业务进程 .....	9
图表 12 目前核电蒸发器市场份额主要被国外三大企业垄断 .....	10

## 一、公司 10 万吨总产能规划清晰，高端化产能结构调整战略已现

### （一）公司产品种类丰富，下游新业务开拓布局积极

公司目前主要产品涉及众多下游行业，不但包括造纸、船用、工业配管等传统管材应用，还积极布局核电、超超临界、内腐蚀合金、钛管和精密仪表管等高附加值高壁垒业务。

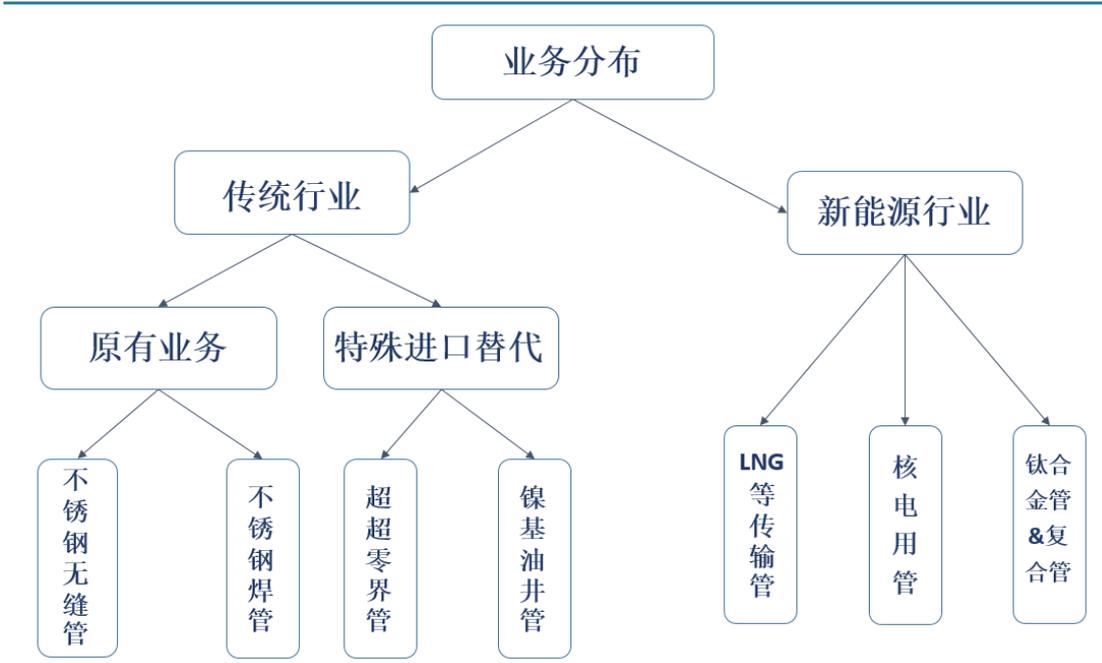
图表 1 公司不锈钢及相关管材产品种类丰富



资料来源：公司资料，华创证券

公司业务可按下游应用可分为传统行业和新能源行业。其中，传统行业包括原有传统业务和特殊进口替代业务。

图表 2 公司业务分为原有业务、特殊进口替代和新能源行业



资料来源：华创证券

## （二）总产能已达约 10.7 万吨，新能源及特殊进口替代业务产能占比将有望超 60%

公司目前总产能已达 10.7 万吨左右，其中原有产能包括不锈钢无缝管等；不锈钢焊管和钛/钛合金焊管，总计产能约 4.1 万吨左右，目前产能已完全释放。

传统焊管和无缝管产能下游主要对接部分传统行业，已经比较成熟，未来行业增速有限。因此公司将主要精力投放在一些涉及核电、超超临界技术下的火电、酸性油气以及 LNG 和油气传输等新能源以及传统能源升级等行业。据统计，除传统行业外，涉及新业务的产能预计达到 6.6 万吨，占比高达约 62%。

**图表 3 公司未来产能将达 10.7 万吨**

序号	产品品种	项目分类	产能统计（吨）	预计投产时间	状态
1	不锈钢无缝钢管	原有产能	18,500	原有	投产
2	不锈钢焊管	原有产能	22,500	原有	投产
3	钛/钛合金焊管	原有产能	1,000	原有	投产
4	超超临界用管	募投资项目	20,000	2010 年 12 月	投产未达产
5	中大口径油气输送管	募投资项目	10,000	2009 年 12 月	投产
6	镍基合金油井管	募投资项目	3,000	2012 年 1 月	投产未达产
7	核蒸发器传热管	超募资金投资项目	500	2012 年 1 月	投产未达产
8	精密管	超募资金投资项目	1,500	2012 年 1 月	投产未达产
9	大口径 LNG 等输送管	拟发行可转债募投资项目	20,000	2013 年 7 月	投产
<b>已投产产能合计</b>			97,000	已投产	
1	特殊钢/钛合金复合管	拟发行可转债募投资项目	10,000	2014	未投产
<b>预计 2014 年末产能合计</b>			107,000	部分投产	未投产

资料来源：华创证券

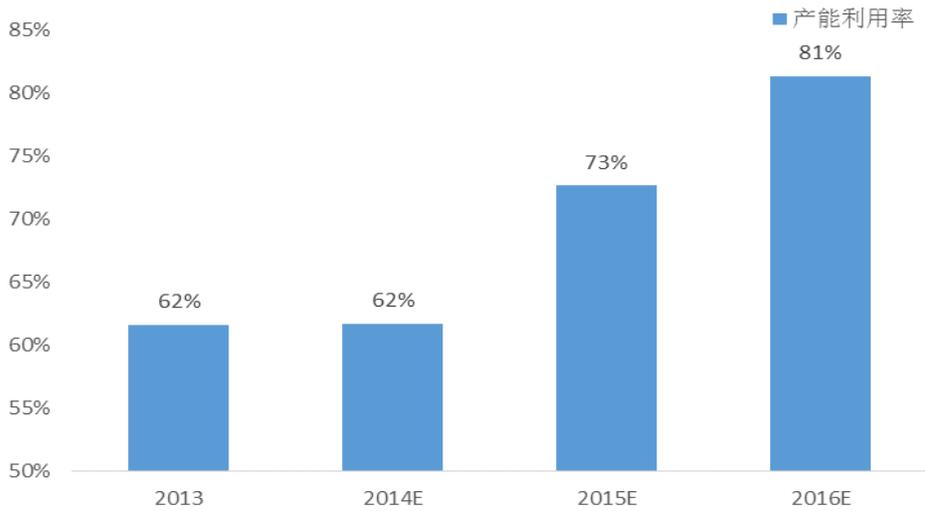
## （三）产能释放和结构调整并行，2014-2016 营收增长 50%，毛利率从 21%到 24%

### 1、未来三年募投资项目逐渐达产，公司产能利用率预计将由目前约 60%提升至 80%

公司 2013-2014 年由于募投资项目在达产初期产能利用率较低，导致公司总体产能利用率维持在 62%左右的低位水平。我们预计未来随着募投资项目逐步达产，公司产能利用率预计每年将有 10%左右的增长，2016 年预计将可达到约 80%左右。

我们分析认为公司产能利用率提升过程主要是公司高附加值的新能源业务和特殊进口替代业务的相关产能释放；公司传统业务产能利用率预计长期维持稳定。因此产能利用率的提升除了提升产量，还将带动公司整体的毛利率提升，预计对公司业绩形成明显影响。

图表 4 产能利用率预计将由 2014 年的 62% 提升至 2016 年的 81%

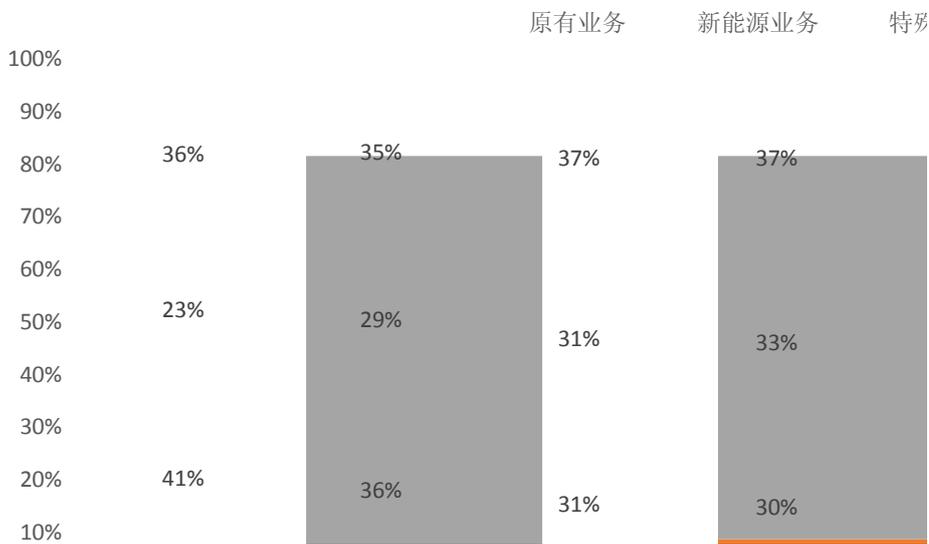


资料来源：华创证券

## 2、新能源及进口替代业务占比预计将由 2013 年的营收占比 59% 提升至 75%

2013 年公司涉及新能源和特殊进口替代业务的营收约 16 亿元，占公司营业总收入的 59% 左右，预计至 2016 年，该部分营业收入将可能达到约 32 亿元，届时营收占比可达 70%。经测算，该部分业务未来营收占比将可能达到 75% 左右。

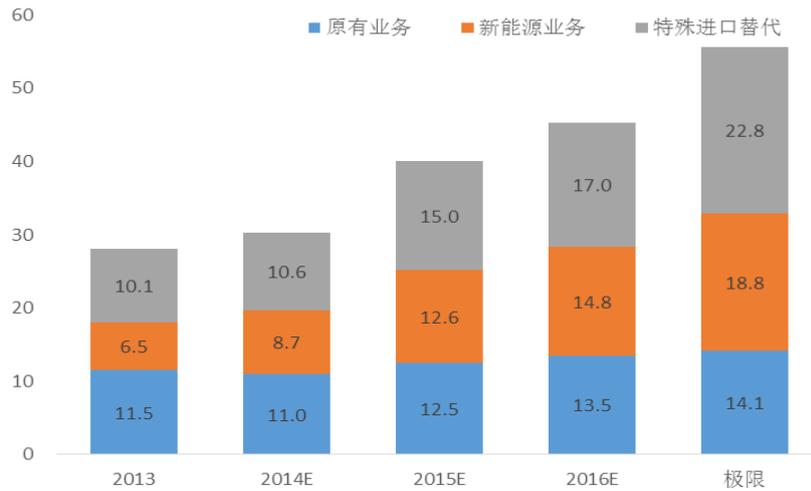
图表 5 新能源及进口替代业务占比预计将由 2013 年的营收占比 59% 提升至 75%



资料来源：华创证券

根据预测，虽然从营收占比提升幅度跨度并不巨大，但是涉及新能源和特殊进口替代业务的营收规模增长幅度明显，其中特殊进口替代业务营收预计从 2014 年的 11 亿提升至 17 亿左右，增长幅度达到 60%；而新能源相关业务营收预计从 2014 年的 8.7 亿元增加至 14.8 亿元左右，增长幅度预计可达约 70%。

图表 6 新能源业务及特殊进口替代业务营收增长超过 60%



资料来源：华创证券

3、高毛利业务占比提升明显，新能源业务利润占比将由 28%提升至 48%，毛利率提升至 24%

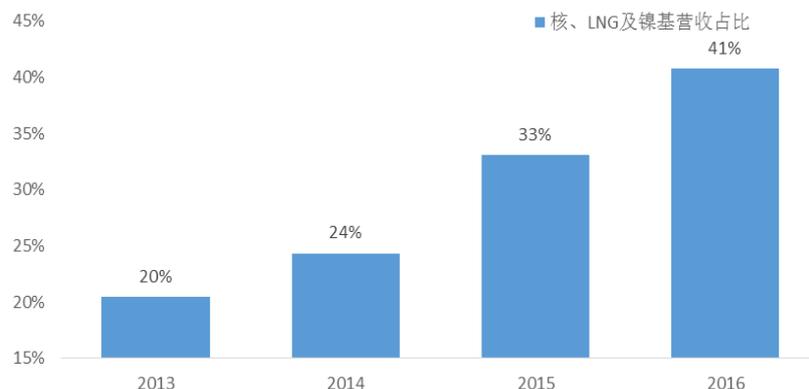
公司目前所有产品中，镍基油井管、核电管以及 LNG 传输用管毛利率最高，分别达到 30%、30%和 26%，远高于其他产品 18%左右的毛利率水平。而以上三项产品预计营业收入占比将从 2014 年 24%提升至 2016 年的 41%左右。高毛利业务的占比提升将对公司整体毛利率和净利润增长贡献明显。

图表 7 公司镍基油井管、核电管及 LNG 传输用管毛利率预计超过 26%

	产品	毛利率预测
传统行业	传统无缝管	18%
	传统焊管	18%
特殊进口替代	超超临界管	15%
	镍基油井管	30%
新能源行业	核电管	30%
	LNG 传输用管	26%
	钛合金&复合管	18%

资料来源：华创证券

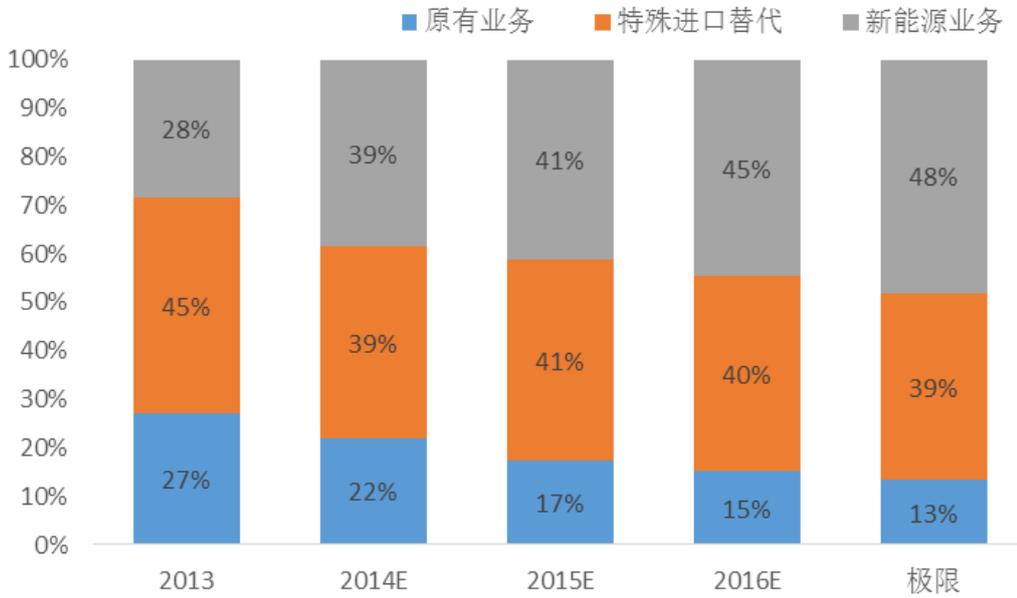
图表 8 公司镍基油井管、核电管及 LNG 传输用管营收占比预计将由 24%提升至 41%



资料来源：华创证券

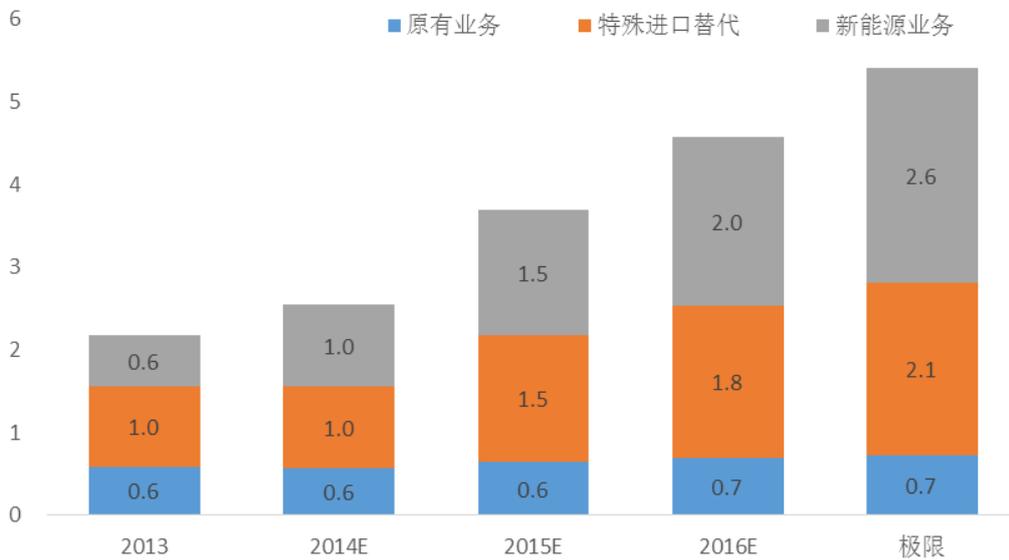
2013年，公司特殊进口替代和新能源业务产品贡献净利润约1.6亿元，占比约73%。我们预计2016年公司该部分业务将贡献净利润约3.8亿元，较2013年预计增长达130%，占比将提升至约84%。我们认为新能源和特殊进口替代业务净利润占比提升将促使公司估值体系重构。

图表 9 新能源和特殊进口替代净利占比有望达到 87%



资料来源：华创证券

图表 10 新能源和特殊进口替代业务预计 2016 年有望贡献净利润 3.8 亿元



资料来源：华创证券

## 二、核电布局已久，已进入核电蒸发器用管广阔市场

### （一）核电重启在即，核电蒸汽发生器 690U 型管国产化比例不低于 85%

据媒体于 2014 年 12 月报道，在 2014 年中国国际核能峰会上获悉，发改委已将红沿河二期、福清三期、和石岛湾 CAP1400 相关项目上报国务院，项目年底或明年 1 月初有较大可能获批。另外，发改委近期在新闻发布会上宣布，将沿海核电工作列入国家重大工程建设包，国家能源局核电司司长在会上说“重启核电项目正在进行最后的研究准备”。

另据媒体报道，国家能源局复函同意防城港核电二期工程 2 台机组采用“华龙一号”技术方案时明确要求，包括 690U 型管等关键材料的国产化比例不能低于 85%。

### （二）核电业务始于 2009 年获国核认证资质，核电蒸发管已敲定 CAP1400 供货合同

公司自 2009 年取得国家核安全局颁发的核安全制造许可证，历经三年研发并批量生产出核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管，填补了国内空白，达到国际先进水平。于 2013 年初取得国家核安全局批准的核 1 级镍基合金传热管制造许可，并于 2013 年底研发成功并签订全球首台 140 万千瓦第三代大型先进压水堆核电站用 CAP1400 核电蒸汽发生器 690 合金 U 形管合同。

图表 11 公司核电业务进程

时间	公司核电业务进程
2009 年 8 月	公司取得了国家核安全局颁发的《中华人民共和国民用核安全设备制造许可证》
2009 年 10 月	自主投资近 4 亿元筹建核电管厂；成立项目组、自主开始了具有国际先进水平的专业产线设计和建设。产品标准参照上海核工程研究设计院专门久立提供的 AP/CAP1000 系列技术条件
2009 年 12 月	与中国中原对外工程公司签订了“核电蒸汽发生器 800U 形管”订货合同，标志着久立核电蒸汽发生器传热管国产化正式启动。
2010 年 6 月	久立特材和国家核电上海核工程研究设计院共同签署《AP1000 系列核电蒸汽发生器用 U 形管国产化合作开发协议》。
2011 年 1 月	在研发基础上，在新建生产线上先后开展了 10 余个批次的试制工作，对各个关键工序的主要参数和细节进行试验和探索，固化了工艺参数，编制了产品制造大纲、质量计划以及 40 余份工艺技术文件。采用军品与民品相结合，同步开展 800、690 和 DJ631 合金的 U 形传热管的研制工作，加快产品研制进度，保证产品的高质量。
2012 年 1 月	中国核能行业协会在湖州组织召开了“核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管产品鉴定会”，与会专家一致同意通过 800 合金 U 形传热管的产品鉴定。填补了我国核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管产品的空白，达到了国际先进水平，部分性能指标优于国外同类产品。
2012 年 7 月	公司顺利完成了 800 项目第一台机组传热管制造，成为世界第三个、国内唯一的 800 合金 U 形传热管的供应商。
2013 年 1 月	国家核安全局批准了公司核 1 级镍基合金传热管制造许可（扩）
2013 年 6 月	公司顺利完成了援外项目核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管的全部生产任务，这意味着公司已成为世界上第三家能批量生产核电蒸汽发生器用 800U 形传热管生产的企业
2013 年 8 月	690 合金 U 形管产品通过了长达一年半的，由国家核电组织上海核工程研究设计院、国核工程公司、国核电站运行服务公司、上海发电设备成套设计研究院等单位对该产品预判批各项指标的严格复验、审查、评定。国家核电技术有限公司在上海召开会议，认为久立产品满足采购技术规范要求，决定可启动 CAP1400 项目采购工作。
2013 年 10 月	产品供货合同签订生效。全球首台 140 万千瓦第三代大型先进压水堆核电站用 CAP1400 核电蒸汽发生器 690 合金 U 形管合同生产的帷幕正式在久立特材徐徐拉开。

资料来源：公司网站，华创证券

### （三）核电业务有望打开公司业绩及估值弹性空间

#### 1、目前核电蒸发器市场份额主要被国外厂商垄断

目前核电蒸发器用管基本被住友金属、山特维克和瓦卢雷克垄断，其中住友金属的市场份额约 40%、山特维克和瓦卢雷克分别占 30% 左右，并在国内获取大量订单，根据公开资料，山特维克在 2010 年 2 月，与哈尔滨电气集团签订 2.1 亿美元订单，时间仅从 2012-2014 年末。

图表 12 目前核电蒸发器市场份额主要被国外三大企业垄断

公司	市场份额	订单情况	主要中国用户
住友金属	40%	至 2012 年订单都已饱和，还有来自中国、韩国及美国的 2013 年后的订单，大部分订单是第三代核电站用蒸发器管。其中有两个引进美国西屋电气公司的 AP1000 技术格鲁吉亚 vogle 核电站的订单。	中核工业集团、中国电力投资集团等
山特维克	30%	与法国 Areva S. A. 公司签订长期订单，合同总额 2.8 亿美元，从 2013 年开始执行。2010 年 2 月，与哈尔滨电气集团签订 2.1 亿美元订单，时间 2012~2014 年末。公司目前订单总额超过 11 亿美元。	哈尔滨电气集团
瓦卢雷克	30%	向在建的 Flamaville 反应堆（法国第一个压水反应堆）供应蒸发器管以及向位于中国泰山的第一个 EPR 供应镍合金蒸发器管。2008 年收到中国 9 个订单，超过 880km。2008.12~2009.1 收到中国 11 个订单，超过 3000km。	东方电气、上海电气、哈尔滨电气、阿海珐、ENSA、斗山重工、三菱重工

资料来源：公开资料，华创证券

#### 2、公司是国内仅有两具备 690U 生产资质的企业，10 亿元国内市场空间

久立和宝钢是国内仅有的两具备 690U 生产资质的企业。目前国外均采用 690U 合金管作为传热管，其一直以来都是科技强国在核能领域的核心技术重点。我国目前引进和在建的核电站蒸汽发生器传热管用材大多为 690U 合金管。

据报道，2013 年宝银特钢以单价 100 万元/吨的价格，与东方重机签署核电蒸发器 690U 型管 2 亿供货合同。公司与宝银是目前国内仅有的两具备 690U 生产资质的企业。

目前一个核电机组约需要 U 型管 250 吨，对应价值约为 2.5 亿元。近日，国产三代核电技术获得审批、核电重启预期增强。我们认为今年有望批复 1-2 台机组，根据核电装机规划，未来 6 年年均新批机组为 6-7 台，对应核电管每年的市场约为 15-17.5 亿元。

#### 核电重启- 内外开花，景气刚刚启动

##### -核电出口已提升至国家战略，国产三代技术已成熟；预期国际市场年均需求 10 台以上

国家核电、美国西屋和土耳其国有发电公司签署合作备忘录，启动在土耳其开发建设 4 台核电站（采用先进非能动压水堆 CAP1400 技术和 AP1000 技术）的排他性协商。

AP1000 三代技术与自主开发的 CAP1400 技术已通过安全认证，具备出口能力。具有完全自主知识产权的“华龙一号”落地福清 5、6 号机组获批，标志三代国产核电技术获得认可。此次与土耳其签订合作备忘录表明我国核电“走出去”战略取得实质进展。

出口打开市场空间：全球运行核电机组 436 台、在建核电机组 71 台。核电站需求分为增量 and 存量需求，英国、俄国等拥有投运核电站的国家以及阿联酋、沙特等完全新增核电的国家带来核电增量需求，预计全球年均新增需求 10 台以上，已有机组的技术更新换代、材料消

耗等带来存量市场的扩大，2015 年以后进入核电更换市场爆发的时期。

-国内核电重启，年均需求预计 5-10 台；力争 100% 国产，国内企业必然受益

核电未来每年新批机组约 5-8 台，目前国内产能供应为 6-8 台/年，2020 年将达到 10 台/年。未来技术以三代 AP1000 技术为主，随着 AP1000 技术成熟度提高，我国核电审批有望加速。内陆核电十三五大概率重启，湖南对桃花江项目专门提出议案，未来河北可能优先获批内陆核电项目。

### 3、公司具备 500 吨核电蒸发器管产能，满产预计可贡献 EPS 0.21 元

我们假设公司核电蒸发器管单价约 90 万/吨，具备产能 500 吨左右，若全部达产，预计可贡献营收 4.5 亿左右，净利润约 7000 万元，EPS 约 0.21 元。弹性空间非常大。

### 三、盈利预测

#### （一）传统无缝管和焊管基本趋于稳定，预计 2015 年可贡献 EPS 0.20 元

公司目前传统无缝管和焊管产能预计为 4.1 万吨左右，预计 2014-2016 年产量分别达到 3.4、3.7 和 3.9 万吨，对应 2014-2016 年可分别贡献营收 9.2、10.7 和 11.7 亿元，贡献净利润分别为 4700 万元、5500 万元和 6000 万元。另外，公司还有部分其他业务，毛利率与传统业务相当，每年预计可贡献净利润 900 万元。

2014-2016 年传统无缝管和焊管以及部分其他业务可贡献 EPS 预计分别为 0.17、0.20 和 0.21 元。

#### （二）新能源业务和特殊进口替代业务占比提升，预计 2015 年可贡献 EPS 0.92 元

我们预计公司新能源业务和特殊进口替代业务 2014-2016 年营收可达 19.3、27.6 和 34 亿元，预计可贡献净利润 1.98、3.0 和 3.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.60、0.92 和 1.17 元。

#### （三）对应公司 2015 年业绩，公司合理估值 36 元

我们预计公司传统业务 2015 年可贡献 EPS 0.2 元，结合山德维克 2013 年对应 PE 20X，公司原有传统业务对应合理估值 4 元。

公司新能源和特殊进口替代业务预计 2015 年可贡献 EPS 0.92 元，涉及核电、LNG 运输和超超临界等行业，具备国家战略发展规划，并巨大的进口替代市场空间，我们认为可对应 PE 35X，合理估值 32 元。

结合以上判断，我们认为公司的合理估值为 36 元。

### 四、风险提示

镍价巨幅波动对公司原材料成本端影响；核电、LNG 等业务交付延期。

## 附录：财务预测表

## 资产负债表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1562	1438	2017	2647
现金	384	191	379	713
应收账款	324	333	441	522
其它应收款	20	21	28	33
预付账款	36	36	48	57
存货	698	759	995	1172
其他	9	9	10	11
<b>非流动资产</b>	1538	1496	1463	1428
长期投资	1	28	28	28
固定资产	1245	1231	1213	1194
无形资产	153	138	123	107
其他	10	10	10	10
资产总计	3100	2934	3480	4075
<b>流动负债</b>	1062	561	729	857
短期借款	272	-16	-11	-6
应付账款	259	261	342	403
其他	506	316	398	460
<b>非流动负债</b>	179	229	229	229
长期借款	106	0	0	0
其他	73	1	2	2
<b>负债合计</b>	1242	789	958	1086
少数股东权益	72	76	82	89
股本	312	337	337	337
资本公积金	708	708	708	708
留存收益	766	1023	1396	1856
归属母公司股东权益	1786	2068	2440	2900
<b>负债和股东权益</b>	3100	2934	3480	4075

## 现金流量表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	397	91	243	389
净利润	221	261	378	467
折旧摊销	113	80	83	85
财务费用	27	15	9	8
投资损失	-4	-3	-3	-3
营运资金变动	-210	206	-8	-5
其它	251	-468	-215	-162
<b>投资活动现金流</b>	-356	-47	-47	-47
资本支出	280	50	50	50
长期投资	0	0	0	0
其他	-636	-97	-97	-97
<b>筹资活动现金流</b>	41	-437	-709	-708
短期借款	-192	-288	5	5
长期借款	56	50	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	177	-223	-714	-713
<b>现金净增加额</b>	78	-393	-512	-365

## 利润表

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2848.58	3029.00	4008.00	4748.00
营业成本	2206.95	2372.00	3110.00	3664.00
营业税金及附加	7.60	8.18	10.82	12.82
营业费用	137.17	145.39	192.38	227.90
管理费用	173.05	184.77	244.49	289.63
财务费用	26.57	14.57	8.54	7.60
资产减值损失	49.77	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	7.42	5.00	5.00	5.00
投资净收益	4.12	3.00	3.00	3.00
<b>营业利润</b>	259.02	302.09	439.77	544.05
营业外收入	15.87	15.00	15.00	15.00
营业外支出	12.54	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	262.34	307.09	444.77	549.05
所得税	41.54	46.06	66.72	82.36
<b>净利润</b>	220.80	261.03	378.05	466.69
少数股东损益	3.61	3.92	5.67	7.00
<b>归属母公司净利润</b>	217.19	257.11	372.38	459.69
EBITDA	402.09	401.78	535.92	641.76
EPS (元)	0.65	0.76	1.11	1.37

## 主要财务比率

	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.1%	6.3%	32.3%	18.5%
营业利润	42.4%	16.6%	45.6%	23.7%
归属母公司净利润	37.3%	18.2%	44.8%	23.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.5%	21.7%	22.4%	22.8%
净利率	7.6%	8.5%	9.3%	9.7%
ROE	7.5%	8.7%	11.8%	12.4%
ROIC	10.5%	11.6%	14.1%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.1%	26.9%	27.5%	26.7%
净负债比率	30.4%	17.7%	15.1%	13.8%
流动比率	1.47	2.56	2.77	3.09
速动比率	0.81	1.09	1.28	1.60
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	97.2%	100.4%	125.0%	125.7%
应收帐款周转率	10.0%	9.2%	10.4%	9.9%
应付帐款周转率	32.4%	8.6%	8.5%	8.5%
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.65	0.76	1.11	1.37
每股经营现金	1.27	0.27	0.72	1.16
每股净资产	5.96	6.37	7.49	8.88
<b>估值比率</b>				
P/E	46	39	27	22
P/B	/	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	/	27.1	20.1	16.5

资料来源：公司报表、华创证券

## 钢铁和有色组分析师介绍

**李斌**，有色与钢铁行业分析师，荷兰莱顿大学工科硕士，曾就职首钢和国际知名大宗商品研究咨询机构CRU（英国商品研究所），拥有8年金属行业从业和咨询经验。作为核心成员参与了多个钢铁项目规划、并购和IPO，在行业内拥有广泛人脉。

**滕越**，有色与钢铁行业分析师，中央财经大学金融学硕士，北京理工大学工学学士，2009年加盟民生证券研究院，从事证券公司行业研究5年。曾获2010-2011年度新财富第五名；2010-2011年度金牛奖第二名；2011-2012年金手指奖第四名，2012-2013年度天眼最佳分析师第三名。

**蔡秋实**，有色与钢铁行业分析师，澳大利亚国立大学商学硕士，索具行业一年从业经验，2012年12月加入民生证券，目前主要从事有色与钢铁行业分析。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	王韦华	机构销售副总监	010-66280827	wangweihua@hczq.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hczq.com
	张春会	机构销售经理	010-66500838	zhangchunhui@hczq.com
	张弋	机构销售助理	010-66500809	zhangyi@hczq.com
	王勇	机构销售经理	010-66500810	wangy@hczq.com
广深	张娟	机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	郭佳	机构销售经理	0755-82871425	guojia@hczq.com
	张昱洁	机构销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hczq.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-83715429	wangliyan@hczq.com
	林芷豌	机构销售助理		lingzhiwan@hczq.com
上海	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	熊俊	机构销售经理	021-50329316	xiongjun@hczq.com
	沈晓瑜	机构销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hczq.com
	张佳妮	机构销售助理	021-58450029	zhangjian@hczq.com

# 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

## 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

## 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

### 北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号  
恒奥中心 C 座 3A  
邮编:100033  
传真:010-66500801

### 深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融大厦 6 楼 A 单元  
邮编:518038  
传真:0755-82027731

### 上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号  
新天国际大厦 22 楼 A 座  
邮编:200122  
传真:021-50583558