

## 久久为功，屹立潮头，高端产品放量可期

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 2022年公司高端产品营收占比20%，未来随着高端产品持续放量，公司业绩可期；2) 增资合金公司，加强与合金公司的优势互补及协同效应；3) 不断加强新材料研发，22年公司吨钢研发费用0.26万元，远高于同行，盈利水平持续提升。
- **能源装备受国家政策明确支持，市场空间较大。**十四五期间我国油气管道总里程年均复合增速将达13.9%，油气管道市场规模年均复合增速将达38.9%。截至2021年底，中国油气管道市场规模约为4516亿元。到2025年底，我国油气管道市场规模有望达到16835亿元。油气管道总里程将达24万千米。公司油气管道营收占比接近60%，作为龙头将充分受益油气领域需求高景气。**2035年我国核电累计装机容量将大幅提升，核电等高端市场需求持续扩容。**据核电中长期发展规划，到2035年，我国核电累计装机容量有望达到20000万千瓦时，未来15年将新增核电装机容量15000万千瓦时，对应核电用不锈钢需求增量18万吨，市场空间较大。
- **募投产能布局高端产品，核电等产品有望成为公司业绩新的增长极。**2022年公司产能15万吨，高端产品营收占比20%。随着募投项目释放，2023年公司产能将达15.6万吨，其中新增核电等高端用管0.5万吨，高端产品营收占比将进一步提升。2025年公司高端产品预计贡献公司50%的净利润。
- **公司吨钢研发费用高于同行，并形成一体化产业，有助于提高产品附加值和议价能力。**2022年公司吨钢研发费用0.26万元，而同行武进不锈、金洲管道、常宝股份吨钢研发费用分别为0.04、0.02、0.03万元。截止2022年报，公司持有久立永兴合金68.5%的股份和永兴材料8.7%的股权。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.7亿元、13.7亿元、15.2亿元，对应EPS分别为1.30元、1.40元、1.55元，未来三年归母净利润将保持5.7%的复合增长率。考虑到公司未来高附加值产品占比不断提升且产能持续释放，给予公司2023年15倍PE，对应目标价19.50元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险、项目投产或不达预期、下游需求或不及预期。

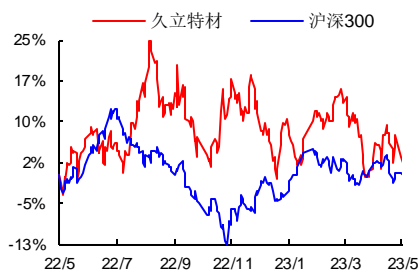
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6537.32	7372.23	8100.05	8700.65
增长率	9.43%	12.77%	9.87%	7.41%
归属母公司净利润(百万元)	1287.85	1267.98	1366.37	1519.39
增长率	62.18%	-1.54%	7.76%	11.20%
每股收益EPS(元)	1.32	1.30	1.40	1.55
净资产收益率ROE	20.19%	17.37%	16.24%	15.72%
PE	12	12	11	10
PB	2.38	2.08	1.80	1.56

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 黄腾飞  
电话: 13651914586  
邮箱: htengf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.77
流通A股(亿股)	9.54
52周内股价区间(元)	15.09-18.99
总市值(亿元)	148.24
总资产(亿元)	81.00
每股净资产(元)	5.41

### 相关研究

1. 久立特材(002318):产品结构不断优化, 高端产能占比持续提升 (2022-10-25)
2. 久立特材(002318):产品结构不断优化, 高端产能加速释放 (2022-08-15)

## 目 录

<b>1 产品为矛，技术为盾，铸就公司龙头地位</b> .....	<b>1</b>
1.1 产品定位高端，技术壁垒形成核心优势.....	2
1.2 营收、盈利持续提升，积极拓展海外市场.....	4
1.3 高产品附加值，营收增速和 ROE 优于同行.....	6
<b>2 打通上游，凝聚下游，形成一体化产业链布局</b> .....	<b>7</b>
2.1 处于中游产业，积极打通上下游.....	7
2.2 涉足众多领域，凝聚核心客户.....	9
<b>3 看齐优秀，拥抱高端，积极培育新的业绩增长极</b> .....	<b>11</b>
3.1 看齐优秀企业，进口替代有空间.....	11
3.2 产品议价和成本管控强，吨加工费稳步提升.....	13
3.3 加码新兴赛道高端项目，持续加大研发投入.....	14
3.4 布局核电和高端制造，拓宽成长赛道.....	16
<b>4 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>23</b>
4.1 盈利预测.....	23
4.2 相对估值.....	23
<b>5 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 按产品规格分不锈钢管品种.....	2
图 3: 按技术工艺分不锈钢管品种.....	3
图 4: 公司细分产品营收占比.....	4
图 5: 公司细分产品毛利率.....	4
图 6: 2012-2022 公司营业收入.....	5
图 7: 2012-2022 公司归母净利润.....	5
图 8: 2012-2022 年公司毛利率和净利率.....	5
图 9: 2012-2022 年公司期间费用率.....	5
图 10: 公司海内外营收占比.....	6
图 11: 公司海内外毛利率.....	6
图 12: 2018-2022 年公司与可比公司营业收入增速对比.....	6
图 13: 2015-2022 年公司与可比公司 ROE 对比.....	6
图 14: 2018-2022 年公司与可比公司净利率对比.....	7
图 15: 2018-2022 年公司与可比公司资产周转率对比 (次).....	7
图 16: 久立特材产业链上下游一览.....	7
图 17: 久立投资涉及领域.....	9
图 18: 久立 2022 年下游领域营收占比.....	10
图 19: 公司前五大客户销售额占比.....	10
图 20: Sandvik 营收、毛利及同比.....	12
图 21: Tubacex 营收、毛利及同比.....	12
图 22: 久立特材营收、毛利及同比.....	12
图 23: 2022 年我国不锈钢管进出口比较.....	13
图 24: 公司无缝管和焊接管吨加工费 (万元).....	13
图 25: 2022 年公司和可比公司吨加工费 (万元).....	14
图 26: 2016-2022 年久立特材吨成本 (万元).....	14
图 27: 公司产品销售收入和吨单价.....	15
图 28: 公司研发费用和同比增速.....	15
图 29: 公司与可比公司研发费用率.....	15
图 30: 2022 年公司与可比公司吨不锈钢研发费用 (万元).....	15
图 31: 2022 年久立分行业销售毛利率.....	17
图 32: 我国十四五期间油气管道里程规划.....	18
图 33: 我国十四五期间油气管道市场规模预测.....	18
图 34: 压水反应堆核电站原理示意图.....	18
图 35: 核电站冷却水用管示意图.....	19
图 36: 核电站控制棒用管示意图.....	19
图 37: 核电不同环节用不锈钢量测算 (吨).....	19
图 38: 2022-2035 年中国核电装机容量及同比增速.....	20

## 表 目 录

表 1: 久立发展历程时间表 .....	1
表 2: 久立特材产品技术壁垒 .....	3
表 3: 2022 久立特材和永兴材料关联交易 .....	8
表 4: 久立特材重要子公司 .....	8
表 5: 久立永兴合金公司已投产项目 .....	8
表 6: 久立投资重点投资公司介绍 .....	9
表 7: 公司下游细分和久立参与项目 .....	10
表 8: 公司相关竞争对手梳理简介 .....	11
表 9: 久立特材募投项目进度 .....	14
表 10: 公司目前进行的部分研发项目 .....	16
表 11: 截止 2022 年底公司专利数目 (个) .....	16
表 12: 国家对相关领域的支持政策及久立相关在建项目进展情况 .....	16
表 13: 100 万千瓦时压水堆核电站用钢、不锈钢及镍合金量测算 (吨) .....	19
表 14: 我国核电版图 .....	20
表 15: 分业务收入及毛利率 .....	23
表 16: 可比公司估值 (截止至 5.5 收盘价) .....	24

## 1 产品为矛，技术为盾，铸就公司龙头地位

久立特材科技股份有限公司位于浙江省湖州市，创建于 1987 年，是国内同行业中第一家上市公司。30 年来，公司专注于工业用不锈钢及特种合金管材、管配件、涂层等管道系列产品的研究、开发与生产，建有世界先进水平的无缝管（热挤压/穿孔+冷轧/冷拔）生产线和 FFX 成型、JCO 成型等焊接管生产线。

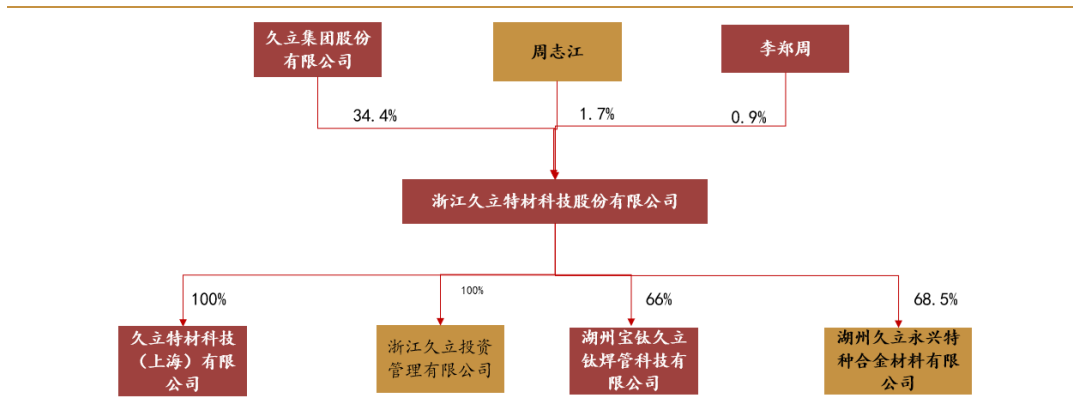
表 1：久立发展历程时间表

时间	事件
1987	企业起航—成立“湖州金属型材厂”
1996	中、大口径不锈钢焊接管项目顺利投产
1998	小口径焊接不锈钢管项目投产取得自营进出口权
2004	“久立不锈钢工业园”建设启动
2006	建厂 20 周年庆典活动暨 3500 吨钢挤压机项目投产
2009	12 月 11 日久立特材在深圳 A 股成功上市，股票代码：002318，630 中大口径连续成型不锈钢焊接管生产线投产，不锈钢无缝管、焊接管取得民用核安全设备制造许可证，年产 1000 吨钛精密焊接管项目投产，第一口镍合金油套管成功下井
2011	久立研发中心大楼落成投入使用，获得阿曼国家石油公司 281 公里油气输送管订单，核电蒸汽发生器传热管项目投产
2012	核电蒸汽发生器用 800 合金 U 型传热管及核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管通过鉴定，国产化首套核电站凝汽器用焊接钛管开工，阿曼国家石油公司 281 公里油气输送管顺利交货，获得壳牌超级双相钢管线管订单，获得沪东中华造船 4 条 LNG 船不锈钢管合同
2013	大口径厚壁超长不锈钢焊接管（JCO）项目顺利投产，行政大楼落成启用暨久立不锈钢工业十周年总结大会，中心被认定为国家级企业技术中心
2014	获中石化“黄金客户”称号，金属复合管项目投产，730-HLS 冷轧管机投产，获得世界最大不锈钢管订单之一 YAMGAZ 订单，信息化一期项目正式上线
2015	超长换热管分厂建成投产
2017	建厂 30 周年，久立与钢铁研究总院、永兴特钢成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心
2019	上市 10 周年，与英国利兹大学合作成立久立腐蚀与完整性中心，久立 18 英寸连续焊接管生产线建成投产

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

截至 2022 年，久立集团直接持有久立特材 34.4% 股份，是上市公司第一大股东。周志江持有久立集团 44.5% 股份，并直接持有久立特材 1.7% 股份，是久立特材的实际控制人。

图 1：公司股权结构



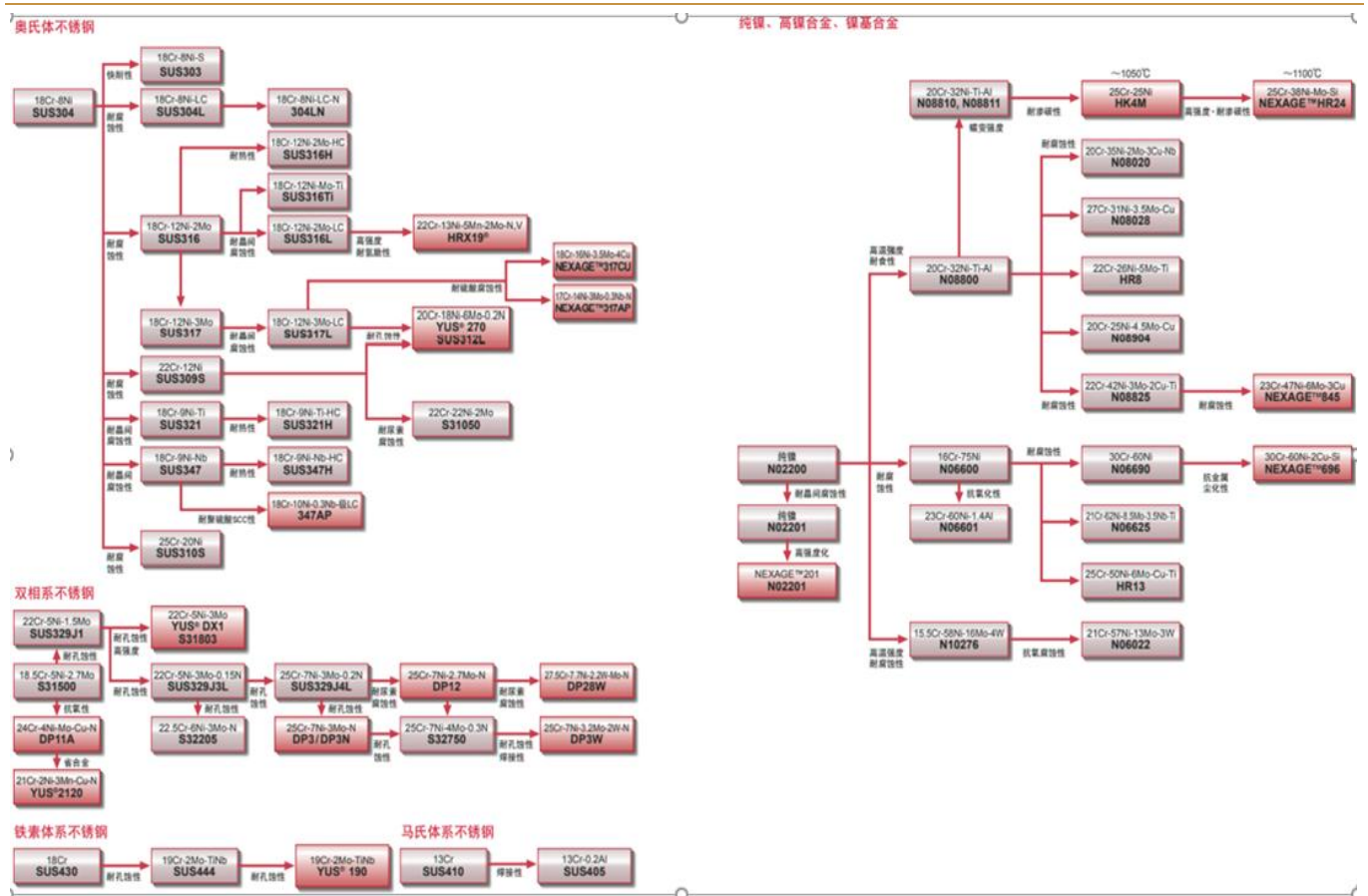
数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

## 1.1 产品定位高端，技术壁垒形成核心优势

久立是国内高端用无缝管和焊接管领域的龙头企业之一，具有显著的技术优势。公司先后开发出超临界电站锅炉不锈钢无缝管、镍基油井管、核级不锈钢无缝管等高端产品。借此，公司也顺利进入火电、核电、油气领域，为公司后续的发展打开了广阔空间。

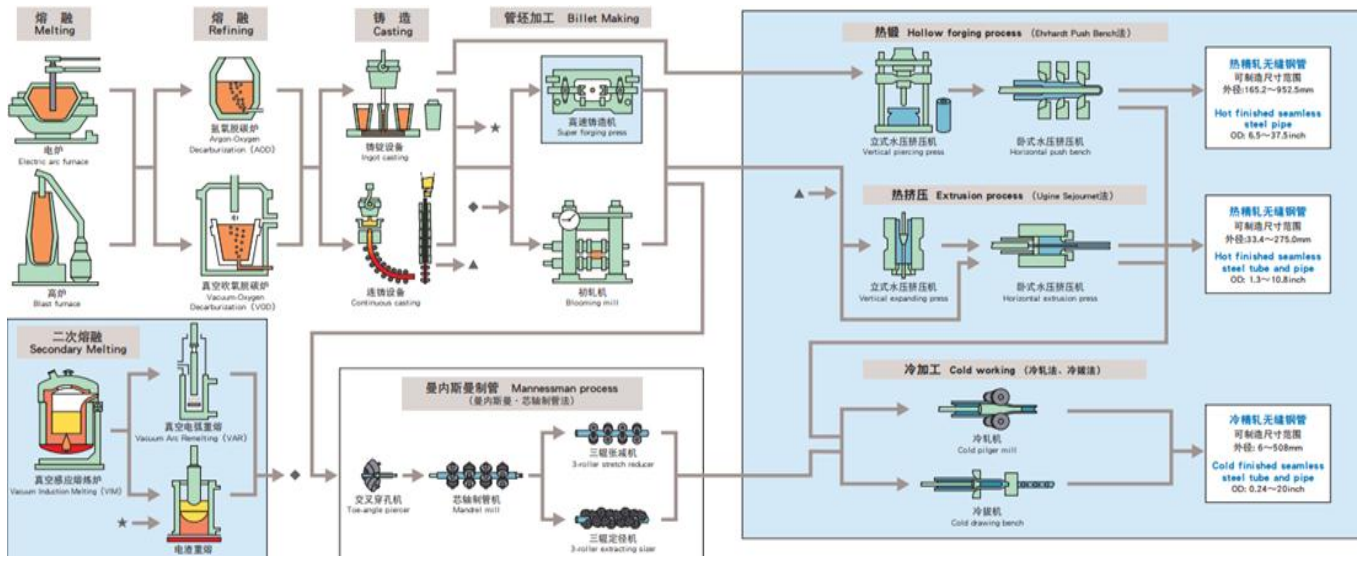
公司产品定位为高端工业用不锈钢。按照工艺流程分，高端工业用不锈钢可以分为奥氏体、双相系、镍基合金等；按照产品分，可以分为无缝管、焊接管、管件等，生产工艺极其复杂，一项技术的突破和掌握需要很多次试验和大量经验积累。但是久立却攻破多项核心技术，在特种不锈钢管高科技方面，实现了国内国际上的领先，填补了多项国内空白，打破了国外企业垄断，创下了九个第一：第一个开发生产出低温乙烯大口径焊接管；第一个开发生产出国产化电站用 U 型小口径焊接管；第一个开发生产出天然气净化处理用双相不锈钢无缝管；第一个开发生产出火力发电用超超临界高压锅炉无缝管；第一个开发生产出镍基合金油井管；第一个开发生产出液化天然气 (LNG) 用不锈钢焊接管；第一个开发生产出超长、中大口径油气输送直缝焊接管；第一个开发生产出核电蒸汽发生器用 800 合金 U 型传热管；第一个开发生产出国际热核聚变 (ITER) 项目装置用 PF/TF 导管。强大的核心技术使久立产品更高端，为公司布局下游高端领域打下坚实基础。

图 2：按产品规格分不锈钢管品种



数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

图 3：按技术工艺分不锈钢管品种


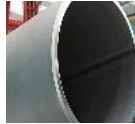


数据来源：我的钢铁网，西南证券整理

公司是国内唯二两家（另一家宝钢股份，年产能 750 吨）核电蒸汽发生器 U 型管供应商。690 合金 U 形传热管被称为核电第一管，是百万千瓦级核电机组蒸汽发生器需使用的核一级关键部件。制造过程要求苛刻、制造工艺复杂，代表了当今国际核电用管制造的顶尖水平。此前，世界上仅有法国、日本、瑞典三个国家能够生产。目前公司 690 合金 U 型管已经通过认证，具备向二代改进堆型 CRP1000 以及三代堆型 AP1000、CAP1400、华龙一号的供货能力。

表 2：久立特材产品技术壁垒

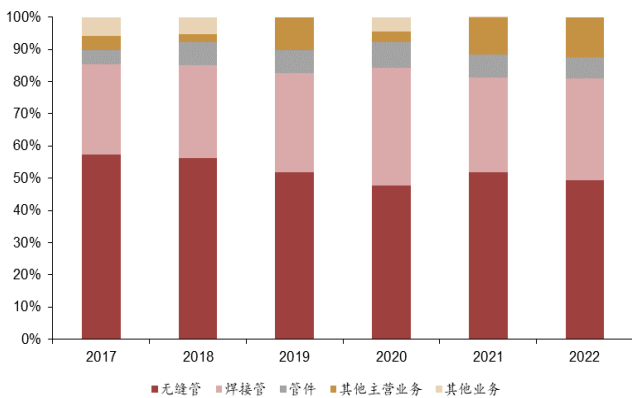
产品/技术	产品、技术壁垒	图片	已完成项目
液化天然气 (LNG) 用不锈钢焊接管	2013 年石油唐山 LNG 项目中，久立大口径不锈钢 1067mm*12.7mm 双倍尺 12 米单纵缝焊接管，是当时 LNG 接收站用国内最大不锈钢管，成功改变了依赖进口的现状。		2012 年获得沪东中华造船 4 条 LNG 船不锈钢管合同
热挤压机	2004 年，久立引进单台挤压能力国内最大的 3500t 热挤压机生产线，成为国内不锈钢管行业“第一个吃螃蟹的人”。2006 年 3500t 热挤压机生产线投产。久立热挤压项目推进了高品质、高精度不锈钢管国产化进程，彻底改写了这些产品一直依赖进口的历史，2015 年 10 月，久立对引进的挤压机进行升级改造，成功将挤压机热挤压力由 3500t 扩大至 4200t，单支产品重量由 400 多公斤增加到 650 多公斤。		2006 年 3500 吨钢挤压机项目投产
超（超）临界火电站锅炉用不锈钢无缝管	超超临界电站锅炉用不锈钢管是火电锅炉的核心部件材料。2008 年，久立集团的“超超临界电站锅炉用超级奥氏体不锈钢 UNS S30432 无缝管”通过国家级技术鉴定，填补了国内生产该类无缝钢管的空白，标志着我国不锈钢管生产达到一个新的水平。		
核电精密管生产线：蒸发器用 U 形传热管	久立已经具备生产核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管、第三代核电 API000/CAP1400 蒸汽发生器用 690TT 合金 U 形传热管和 ACP1000 用 NC30Fe 合金 U 形传热管的能力。2014-2015 年，由久立供货的核电蒸汽发生器用 690 合金 U 形传热管顺利制造完工。该批 U 形传热管产品应用		2011 年核电蒸汽发生器传热管项目投产

产品/技术	产品、技术壁垒	图片	已完成项目
	在我国自主知识产权的第三代大型压水堆核电站 CAP1400 示范工程项目和“华龙一号” ACP1000 示范工程的重要援外项目中。		
国际热核聚变 (ITER) 项目装置用 PF/TF 导管	第一个开发生产出国际热核聚变 (ITER) 项目装置用 PF/TF 导管		
油气输送用大口径厚壁不锈钢 (JCO) 焊接管生产线	国内第一条用于生产中大口径焊接不锈钢管的自动生产设备, 在国际上也属于一流的直缝焊接生产线。产品具有大口径、厚壁、超长、耐低温、耐腐蚀、耐高压等特点, 实现了填补国内空白、替代进口的预期目标。		2011 年获得阿曼国家石油公司 281 公里油气输送管订单, 12 年顺利交货

数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

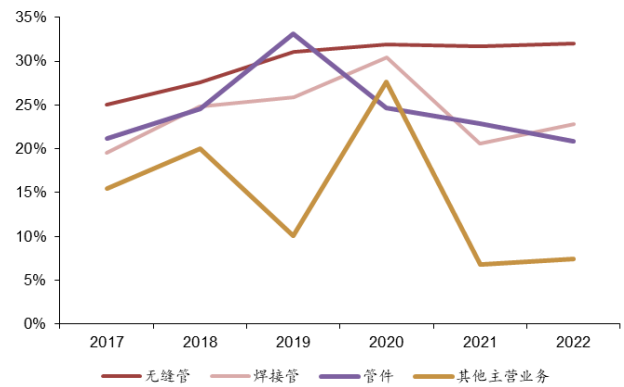
公司产品定位高端, 产品综合毛利率逐年提升。公司无缝管收入占比基本稳定在 50% 附近, 焊接管占比在 30% 附近。从结构上看, 无缝管毛利率水平始终高于焊接管, 并逐年攀升, 主要因为无缝管技术含量更高, 且公司不断研发新型无缝管技术, 产品应用领域更高端。公司无缝管毛利率从 2012 年 22.4% 升至 2022 年 32%, 且未来仍有上升空间。焊接管毛利率水平也从 2012 年 19.4% 升至 2022 年 22.3%。

图 4: 公司细分产品营收占比



数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

图 5: 公司细分产品毛利率

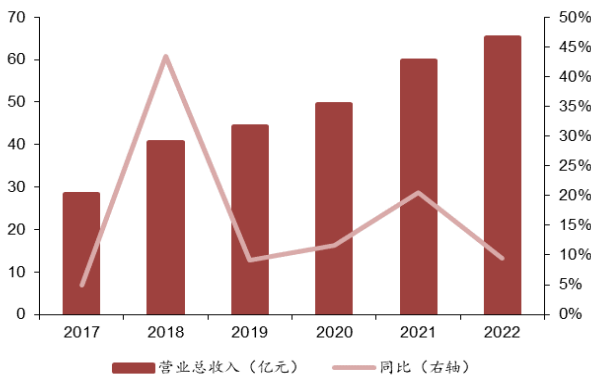


数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

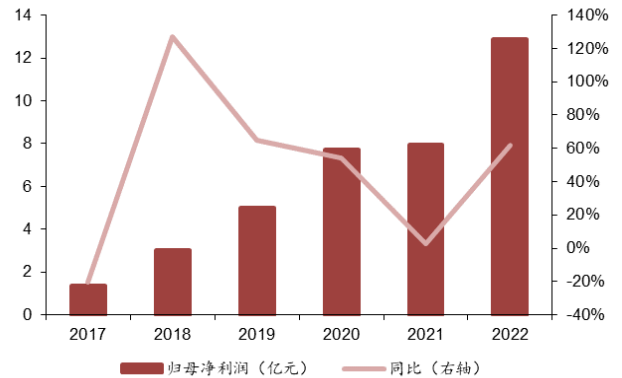
## 1.2 营收、盈利持续提升, 积极拓展海外市场

不锈钢行业作为钢铁行业的细分子行业, 具有明显的周期性特征。2015 年-2016 年, 全球石油行业投资景气度大幅下滑, 久立油气订单受到较大影响, 营收和归母净利增速均为负, 2017 年久立营收同比+5%, 但 2017 年环保限产和供给侧改革推升了原料价格, 公司成本同比增加更多, 归母净利仍然同比-20.2%。2018 年以来, 由于久立新投产能和产品价格不断提高, 营收连创新高。2022 年营收 65.4 亿元, 同比+9.4%; 归母净利润 12.9 亿元, 同比+62.2%。



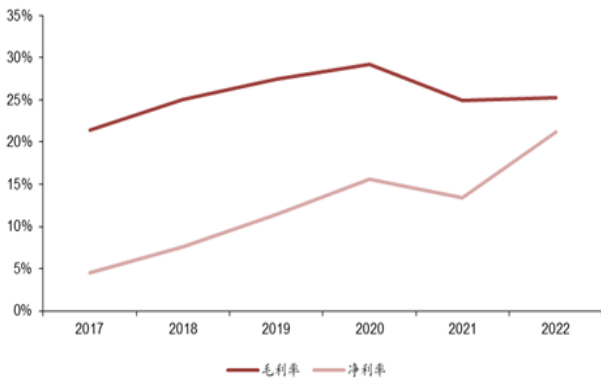
**图 6：2012-2022 公司营业收入**


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

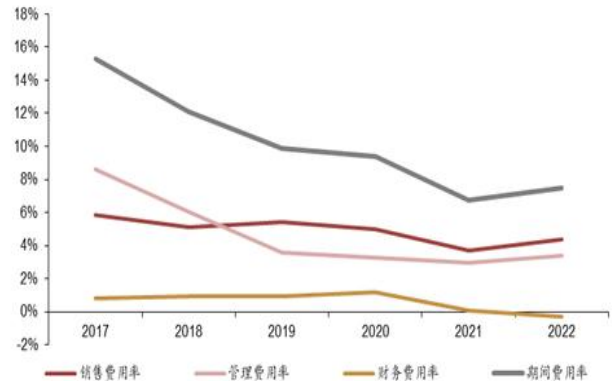
**图 7：2012-2022 公司归母净利润**


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

2017 年以来，公司盈利指标一路攀升，期间费用率不断下降。2022 年公司净利率 21.2%，ROE 为 20.7%。毛利率即使在 2015-2017 年油气行业不景气的背景下，仍然保持在 20% 左右，2020 年公司毛利率水平创历史新高达到 29.2%，2022 年为 25.3%。公司期间费用率从 2018 年 15.9% 降至 2022 年 7.5%。

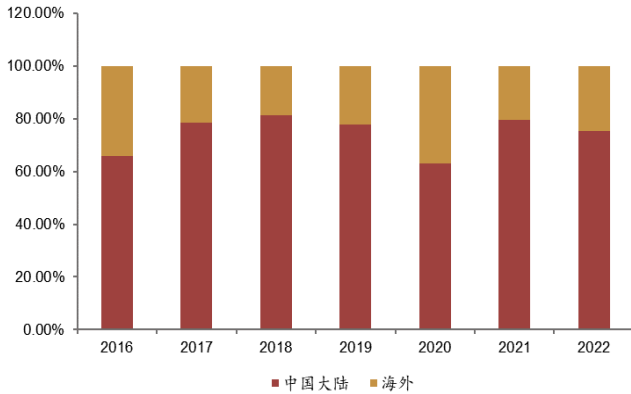
**图 8：2012-2022 年公司毛利率和净利率**


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

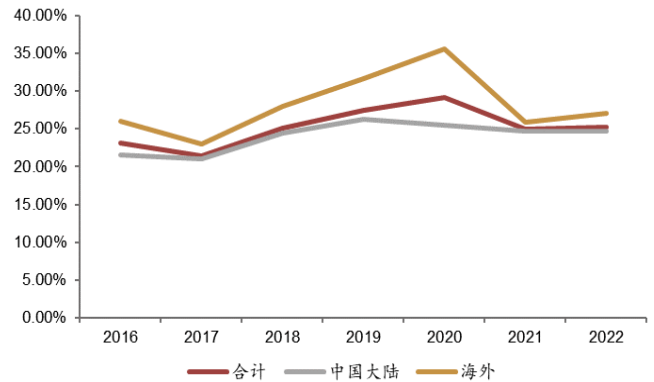
**图 9：2012-2022 公司期间费用率**


数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

2020-2022 年，公司海外业务毛利率较国内业务毛利率分别高出 10.0、1.1、2.3 个百分点，2022 年公司海外业务营收占比 24.5%，同比提高 4.2pp。原因有两方面：1) 相较海外较高的不锈钢管价格，公司同类产品价格具有明显竞争优势，公司积极开拓海外市场，海外业务营收占比和毛利率进一步提高。2) 近几年由于新冠疫情影响，海外供应链中断，国内供应正常，公司集中交付境外订单，带来海外营收占比的提高。

**图 10: 公司海内外营收占比**


数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

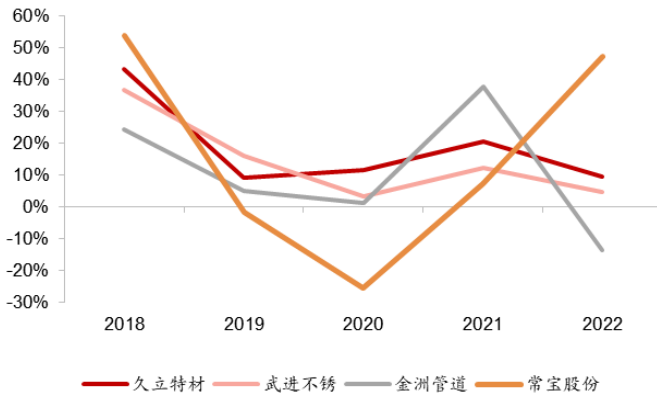
**图 11: 公司海内外毛利率**


数据来源: wind, 公司公告, 西南证券整理

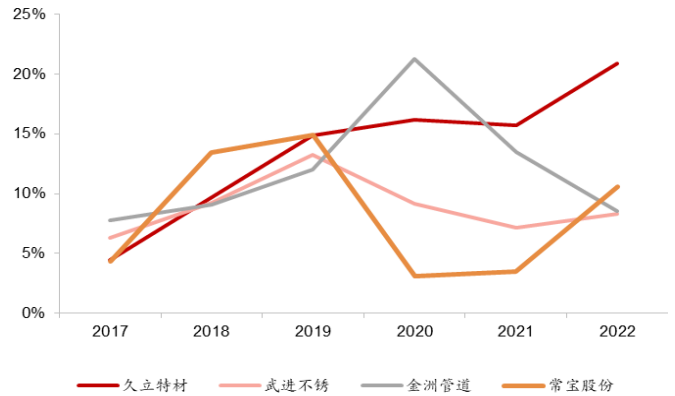
### 1.3 高产品附加值, 营收增速和 ROE 优于同行

公司产能持续扩张, 产品附加值和议价能力不断增强, 使得公司营收增速明显好于同行。2020/2021/2022 年, 公司营收同比增速分别为 +11.7%/+20.6%/+9.4%, 而武进不锈营收同比增速分别为 +3.3%/+12.4%/+4.9%。

公司 ROE 明显好于同行。2020/2021/2022 年, 公司 ROE (摊薄) 分别为 16%/16%/21%, 而武进不锈 ROE 分别为 9%/7%/8%。其中 2020/2021 年公司资产周转率高于同行, 2022 年公司净利率高于同行是公司 ROE 明显好于同行的主要原因。

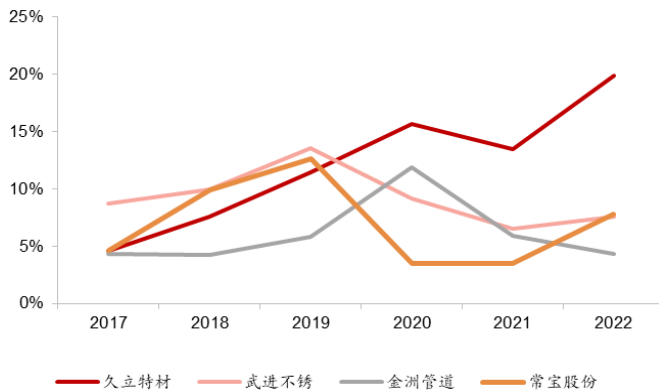
**图 12: 2018-2022 年公司可与可比公司营业收入增速对比**


数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

**图 13: 2015-2022 年公司可与可比公司 ROE 对比**


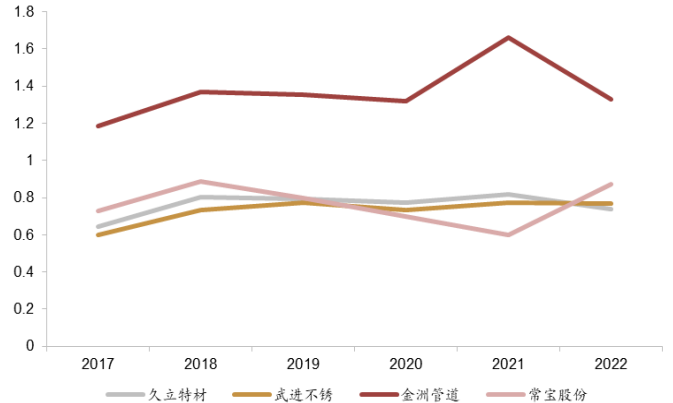
数据来源: Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 14：2018-2022 年公司与可比公司净利率对比



数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

图 15：2018-2022 年公司与可比公司资产周转率对比 (次)



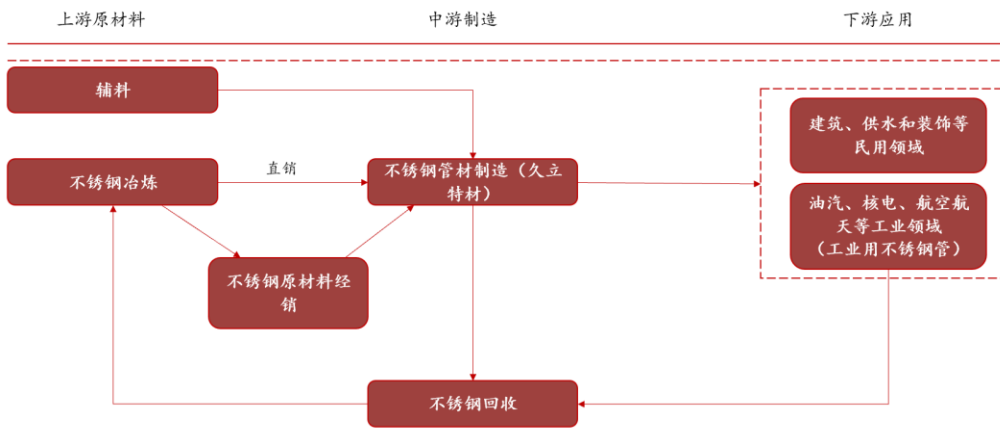
数据来源：Wind, 公司公告, 西南证券整理

## 2 打通上游，凝聚下游，形成一体化产业链布局

### 2.1 处于中游产业，积极打通上下游

久立特材处在产业链中游位置，对原料成本管控要求比较高，公司高端原材料大部分来自永兴材料、宝钢、太钢、抚顺特钢等国内大中型知名钢企，在一定程度上保障公司原料供应的稳定性。

图 16：久立特材产业链上下游一览



数据来源：wind, 公司公告, 西南证券整理

**与永兴材料关联交易：**久立积极向产业链上游布局，以保障原料供应稳定。2019 年 12 月之前久立特材连续增持永兴材料股份，目前持有永兴材料 8.7% 股权。2022 年全年永兴材料关联交易金额 5.9 亿元，占同类交易金额的 12.5%。

**表 3：2022 久立特材和永兴材料关联交易**

关联交易方	关联关系	关联交易类型	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易金额 (万元)	占同类交易金额的比例
永兴材料	本公司的联营企业	采购商品和接受劳务	采购货物、加工费、水电、公辅设施分摊	市场价	58904.19	12.47%
合计				--	58904.19	--

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

**控股多家企业，拓展产业链下游。**①子公司久立永兴合金，是久立特材和永兴材料合资设立的一家专门研发高品质特种合金新材料的公司，借助永兴材料的售货渠道，公司产品销售能力进一步加强。②子公司宝钛久立致力于生产高品质钛焊管，借助宝钛股份在钛金属方面的加工和技术优势，公司产品技术含量提高，应用领域进一步拓宽。③子公司久立投资，是久立特材完全控股子公司，其投资涉及半导体（晶湛半导体）、环保（中核鑫诺环保）、安防（安点科技）、新能源科技（中光新能源）等诸多新兴领域和高科技板块。

**表 4：久立特材重要子公司**

子公司名称	主要业务	营收(亿元)	净利润(万元)
久立穿孔	不锈钢热轧穿孔、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。	11.04	1096.33
华特钢管	不锈钢管材的制造、加工，金属材料及制品（除稀贵金属）的批发、零售。	1.94	932.75
久立永兴合金	高品质特种合金新材料的研发、生产和销售。	6.43	1255.85
久立投资	非证券业务的投资管理咨询。	0	-16.97
宝钛久立	钛及钛合金焊接管、锆及锆合金焊接管、钛钢复合管的研发、生产、加工、销售。	0.82	227.01

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

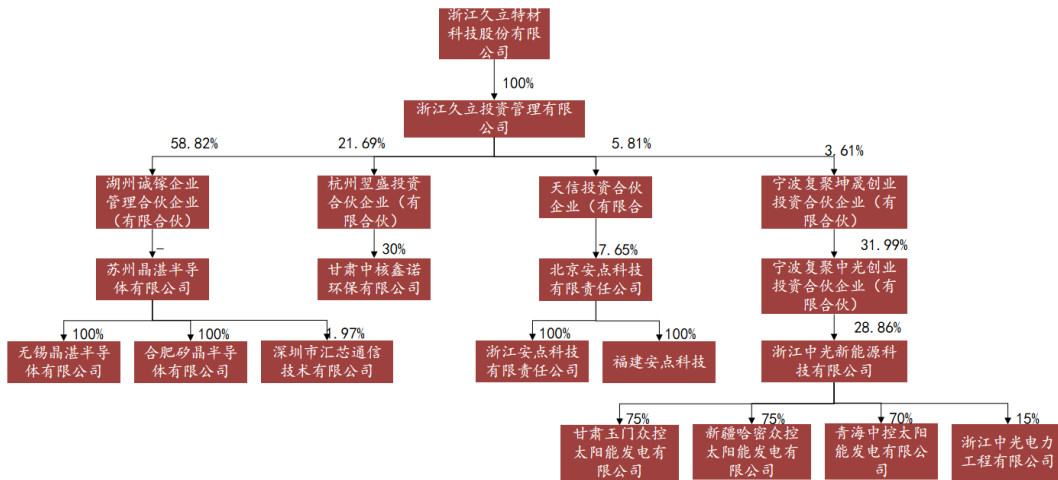
**久立永兴合金：**目前合金公司拥有特种合金材料约 1.6 万吨，锻造产品约 5 万吨，共计 6.6 万吨的年生产能力。久立特材直接控股合金公司 68.5% 的股份，2022 年合金公司营业收入 6.4 亿元，净利润 1255.9 万元，对久立特材 2022 年营收和净利的直接贡献分别为 4.4 亿元和 860 万元。未来随着合金公司规划项目产能逐步爬坡，其对久立特材营收和净利的贡献将得到逐步提升。

**表 5：久立永兴合金公司已投产项目**

领域	相关项目	投产时间
高温合金	年产 5000 吨高端领域变形高温合金材料产业化项目	2022 年 12 月
航空航天	年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	2021 年 12 月

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

**久立投资：**久立投资所投公司有安点科技、苏州晶湛半导体、中核鑫诺环保、中光新能源等。安点科技致力于挖掘企业生产过程数据的内在价值，赋能企业转型升级，并全面排查工业生产环境，最大化降低企业生产成本。苏州晶湛半导体是氮化镓领域的领军企业，拥有 20 多项独家专利技术。并且久立投资间接控股 6.6% 的中核鑫诺环保主营业务和久立特材产品下游高度重合，有利于久立特材进一步渗透到产业链下游。另外，久立投资也在新能源领域有所涉足。不管是涉足安防领域，还是半导体、环保、新能源领域，公司在往非周期、新兴板块布局的思路和战略是非常清晰的，放长远来看，这些板块有望提升久立特材业绩增长空间和估值水平。

**图 17：久立投资涉及领域**


数据来源：各子公司官网整理，wind，西南证券整理

**表 6：久立投资重点投资公司介绍**

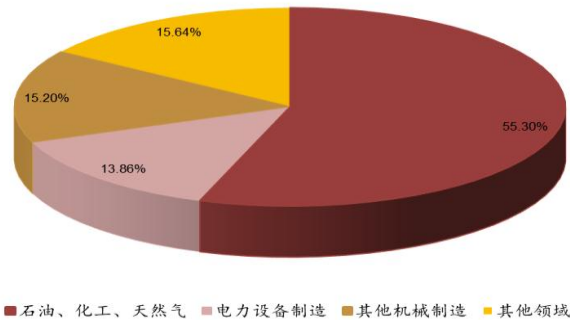
子公司名称	主要业务
北京安点科技	安点科技专注于工业互联网的设备互联互通、平台融合、通信和数据安全的技术研究。挖掘生产过程数据的内在价值，赋能企业转型升级，为企业的工业互联网建设及转型升级保驾护航。
苏州晶湛半导体	专业的氮化镓外延材料制造商，公司致力于为微波射频和电力电子器件应用领域提供高品质氮化镓外延材料，2016年底在国内外申请了80多项发明专利，并已获得20多项授权。
中核鑫诺环保	公司主营核设施放射性废物处理处置，核设施退役治理，工程项目涉及核军用产品，核工业产品，仪器仪表产品，化工产品。
浙江中光新能源	公司致力于打造成拥有“光热+”、“熔盐储能”、多能互补、智慧能源管理等技术的新能源科技企业

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

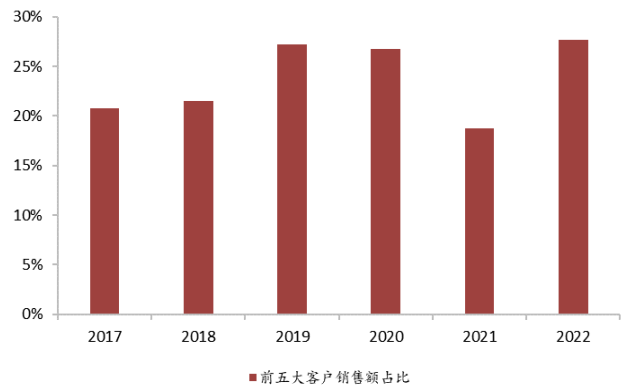
## 2.2 涉足众多领域，凝聚核心客户

公司产品下游涉足六大板块，油气能源是公司传统下游，高端制造是公司积极布局的新兴下游。公司涉足领域总体可分为6大板块：传统能源、化学工程、海洋工程、新兴能源、生物科技、高端制造。2022年，公司产品销量投向石油、化工、天然气的比例为55.3%；投向电力设备制造和机械制造的比例分别为13.9%和15.2%，公司近年来一直致力于获得更多高端制造领域市场份额，募投项目均偏向高端，未来公司产品销往高端领域的比例将不断提高。

公司下游客户信誉高，资质好，2022年前五大客户销售额占比27.6%。久立特材的国内下游客户包括中石化、中石油、中海油、哈尔滨电气、上海电气、东方电气、国电投等。海外客户主要包括英荷壳牌（Shell）、埃克森美孚（ExxonMobil）、英国石油（BP）、道达尔（Total）、巴西石油（Petrobras）、沙比克（Sabic）、巴斯夫（BASF）、拜耳（Bayer）、杜邦（Dupont）等国外知名石油化工企业。

**图 18：久立 2022 年下游领域营收占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**图 19：公司前五大客户销售额占比**


数据来源：Wind, 西南证券整理

**表 7：公司下游细分和久立参与项目**

下游细类	细分	久立参与的项目
传统能源	石油、LNG 天然气	久立与中石油等大型国企深度合作，开发了高耐腐蚀的镍基合金油管。久立在天然气管方面广泛应用于 LNG 船，LNG 接收站，地面集输，净化厂，液化厂，城市管网等天然气供应链。
	火电	超超临界电站锅炉用不锈钢管是火电锅炉的核心部件材料，非常重要。2018 年与国际先进不锈钢品牌山特维克通力合作，久立获得亚洲区域内中小口径锅炉管 Sanicro25 独家销售权，为下一代先进超超临界电站建设做好的充足的准备。
化学工程	石油化工	久立是中石化、中石油，中海油，英荷壳牌（Shell），埃克森美孚（ExxonMobil），英国石油（BP），巴西石油（Petrobras）等世界 500 强的合格供应商。产品广泛运用于乙烯裂解炉、热交换器、加氢脱硫等装置中。久立参与中石油揭阳石化，云南石化，兰州石化，中石化镇海炼化，中科炼化，天津石化，中海油惠州炼化等大型炼化项目。
	煤化工	久立参与并供应了神华宁煤，神华榆林，延能化等项目的不锈钢及镍基合金管。
	精细化工	久立参与了巴斯夫，拜耳等国际企业的催化剂装置项目；久立参与了万华化学 TDI 项目等。
海洋环境	船舶	船舶用管目前应用于国内外多个海洋工程项目，包括：由壳牌、德希尼布、三星重工集团联合打造的世界第一艘浮式液化天然气（FLNG）船 Prelude 号，参与了沪东中华造船厂 17.2 万立方米 LNG 船不锈钢管的国产化等等。
	海水淡化	久立产品应用于国内外海水淡化及水处理的众多项目，包括中石化北海炼化水处理项目，西门子技术有限公司海水淡化项目，印度海水淡化项目。
新兴能源	光伏	多晶硅是光伏电池的主要组件。冷氢化是多晶硅工业中一种新兴的技术，其反应温度大致在 500-600 度，压力在 20 公斤左右，对材料要求比较高。800H 作为耐高温合金，在 500-600 度下有非常好的强度和一定的耐腐蚀性能，
	太阳能	光热电站常见的介质为熔盐介质，且环境富含 Cl <sup>-</sup> 等卤素离子。熔盐的腐蚀性会对管路等部件造成一定的化学腐蚀或者应力腐蚀，久立特材多年来不断深入研究使得久立的不锈钢集热管有效的克服了熔盐介质的腐蚀问题，产品目前成功应用于国内多个光热项目，均得到客户认可和良好的反馈。
	风能	风能多建于海上，管材考虑耐海水腐蚀，高强度，大直径等方向。
	核电	2014-2015 年，由久立供货的核电蒸汽发生器用 690 合金 U 形传热管顺利制造完工并发货。
生物科技	生物医药	久立产品已成功应用于国内多个大型药厂，包括苏氨酸、叶酸、生物发酵等制备工厂。久立的双相钢不锈钢成功服役于国内盐酸环境下某维生素 B 生产工厂。
	食品安全	久立为国际碳酸饮料龙头提供安全可靠的食品级卫生不锈钢。

下游细类	细分	久立参与的项目
高端制造	交通制造	久立已为国内和谐号、复兴号高铁项目及国内外多个城市地铁项目，提供了高性能的不锈钢管。
	仪器仪表	久立为浙江石化炼化一体化项目提供了精密仪表管，气压试验极限更是超过进口产品。
	航空航天	项目在建
	工业自动化	项目在建
	军工	目前在建海底电缆

数据来源：公司官网，西南证券整理

### 3 看齐优秀，拥抱高端，积极培育新的业绩增长极

#### 3.1 看齐优秀企业，进口替代有空间

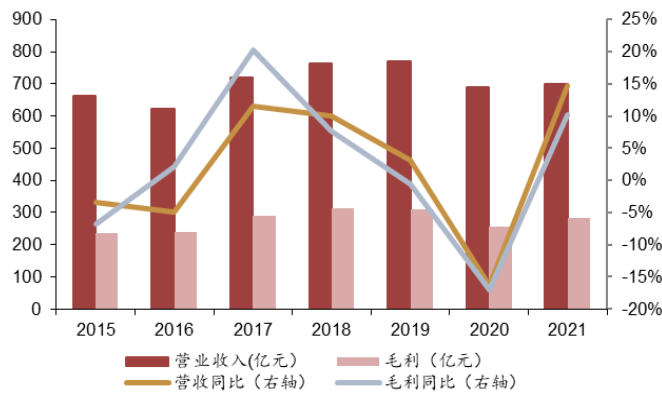
公司海外竞争对手主要为瑞典百年企业 Sandvik、日本大型钢铁公司新日铁住金、德国 vallorec 以及 Tubacex 集团。国内竞争对手主要为武进不锈、太钢不锈、常熟华新等。Sandvik 作为全球高端领域不锈钢管生产龙头，技术世界一流，在 Sandvik 2020 年年报中，明确将久立特材做为其全球竞争对手，足见久立在全球高端不锈钢管领域的地位和影响力。

表 8：公司相关竞争对手梳理简介

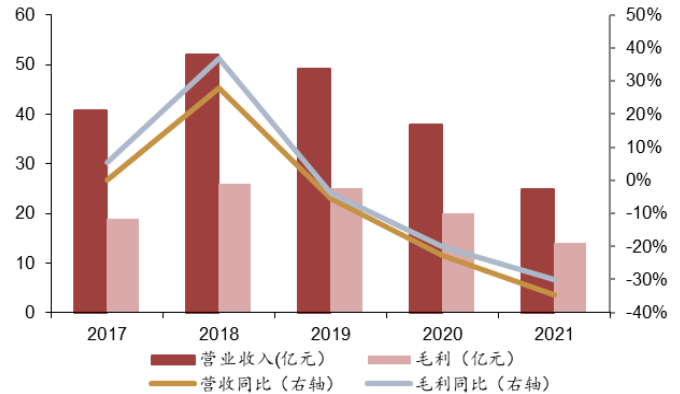
主要竞争对手	对手介绍
Sandvik	Sandvik 成立于 1862 年，总部位于瑞典。Sandvik 的分支机构遍及 130 多个国家或地区，在全球拥有超过 5 万名雇员，Sandvik 所生产的不锈钢管产品主要用于汽车、航空工业、采矿建筑行业、化工、石油和燃气、动力、纸张浆纸、居家用品、电子、医学技术以及医疗行业的众多领域。
新日铁住金	新日铁住金是日本一家大型钢铁公司，前身分别为新日本制铁与住友金属工业，为提升在全球市场的竞争力，两家公司 2012 年 10 月 1 日合并并改为现名。其粗钢产量为日本第一，产品涉及厚板、薄板、线棒材、建材、钢管、铁路、汽车和机械部件、钛和特种不锈钢等领域，其中管材主要集中在管线管、OCTG、特种管材领域。
Vallourec 瓦卢瑞克沙士基达曼内斯曼	沙士基达曼内斯曼成立于 1890 年，总部位于德国 Mü lheim。沙士基达曼内斯曼在美国、法国和意大利设有分支机构，主营业务为生产和加工钢、铁、管材、管道及其他管制品、机械设备、塑料产品，设计并建造精炼厂、钢铁厂等工程，产品主要应用于石化、石油、化工、油田、建筑、机械、汽车、食品、电力等行业。
吐巴塞克斯 Tubacex	吐巴塞克斯(TUBACEX)集团成立于 1963 年，专业从事高品质特殊不锈钢无缝管的生产和销售，产品出口遍及世界各地的 60 多个国家。
Butting	Butting 成立于 1777 年，位于德国的 Kenesebeck，主要产品是不锈钢直缝焊管及与之配套的管件、容器和预制件。Butting 的产品主要用于化工、石油、天然气、造船、环保、发电、航空和航天等工业领域。
江苏武进不锈股份有限公司	江苏武进不锈股份有限公司创建于 1970 年 12 月，自 20 世纪 70 年代起生产不锈钢管产品，90 年代跻身全国不锈钢管主要生产企业行列，公司产品广泛用于石油、化工、天然气、电力设备以及机械设备制造等行业。
常熟华新特殊钢有限公司	常熟华新特殊钢有限公司成立于 1998 年，是一家专业生产无缝管的企业，主要产品有精密仪表管、换热管用不锈钢无缝管、锅炉用无缝管、流体输送用不锈钢无缝管、U 型无缝管、核一、二、三级核电用管、耐腐蚀耐高温合金管等。

数据来源：公司官网，西南证券整理

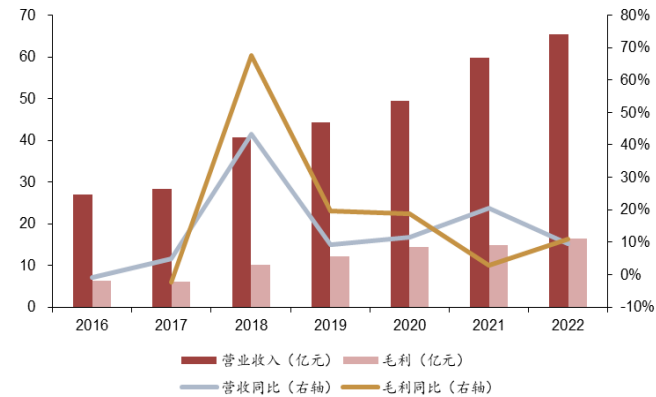
久立总体业务周期属性较海外同行偏弱，有助于提升公司业绩稳定性和估值水平。我们将 Sandvik、Tubacex 和久立特材营收和毛利进行对比：2020 年在新冠疫情的影响下，全球经济下滑。Sandvik 2020 年营收和毛利分别同比下滑 16.3% 和 17.1%；Tubacex 2020 年营收和毛利分别同比下滑 22.7% 和 20%；而久立 2020 年营收和毛利分别同比增长 11.7% 和 18.9%，除去我国疫情管控较好、经济受影响较小的因素外，也和久立加大布局新兴成长赛道、抵御周期波动密切相关。

**图 20: Sandvik 营收、毛利及同比**


数据来源: wind, 西南证券整理, 数据均已按期末汇率折算成人民币

**图 21: Tubacex 营收、毛利及同比**


数据来源: wind, 西南证券整理, 数据均已按期末汇率折算成人民币

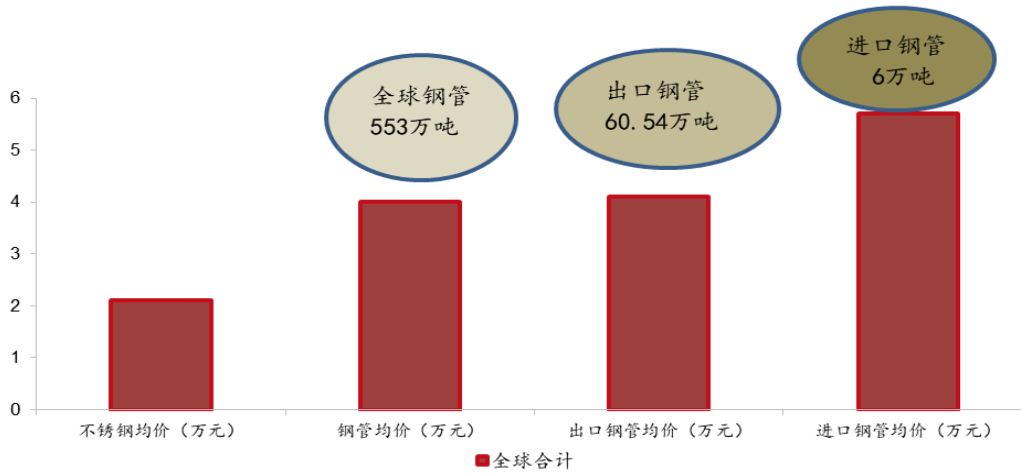
**图 22: 久立特材营收、毛利及同比**


数据来源: wind, 西南证券整理

国内出口和进口产品价格差较大，进口钢管价格远高于出口价格，进出口产品结构有待优化。2022 年，我国生产不锈钢 3198 万吨，均价 1.9 万元/吨。其中不锈钢无缝管均价 6 万元/吨，焊接管均价 3.4 万元/吨。2022 年我国进口不锈钢管约 6 万吨，进口单价 5.7 万元/吨，出口不锈钢管 60.54 万吨，出口单价为 4.1 万元/吨，进口单价是出口单价的 1.4 倍。原因在于我国出口的不锈钢管产品附加值相较海外还比较低，很多关键核心技术尚未取得突破，一部分高技术产品仍需依赖进口。



图 23：2022 年我国不锈钢管进出口比较



数据来源：公司公告，西南证券整理

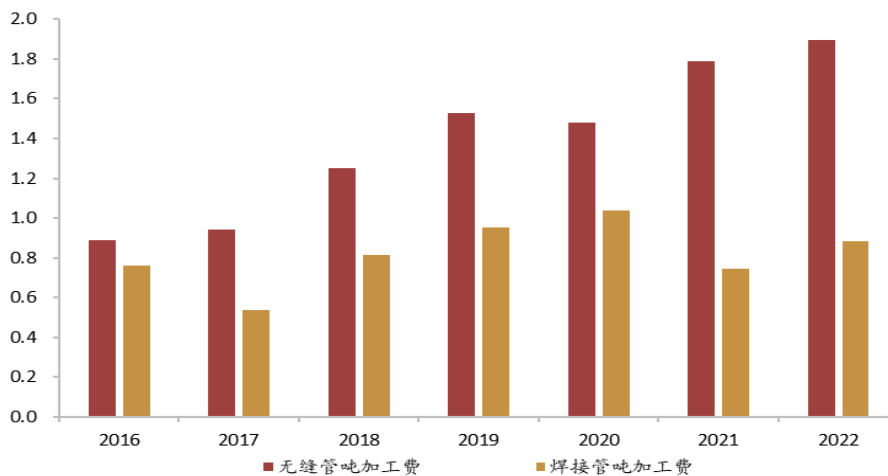
### 3.2 产品议价和成本管控强，吨加工费稳步提升

得益于公司优秀的产品议价、成本管控能力，公司吨加工费从 2017 年稳步提升。2022 年公司无缝管吨加工费 1.9 万元/吨，同比提高 6.1%；焊接管吨加工费 0.9 万元/吨，同比提高 18.5%。

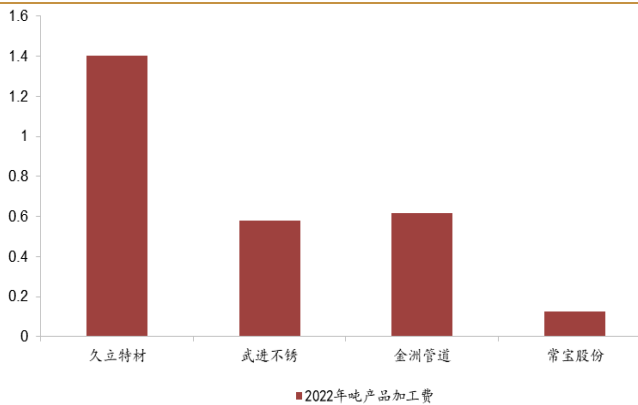
公司吨产品加工费远高于同行。2022 年，公司吨产品加工费 1.4 万元/吨，远高于同行武进不锈、金洲管道、常宝股份。

背后原因：1) 价格端：公司加大研发投入，产品技术含量更高，显著提升产品议价能力。2) 成本端：公司积极打通上下游，保障原料采购稳定的同时，也进一步增强公司成本管控能力。2020/2021/2022 年公司吨成本分别为 2.9/3.6/3.8 万元/吨。

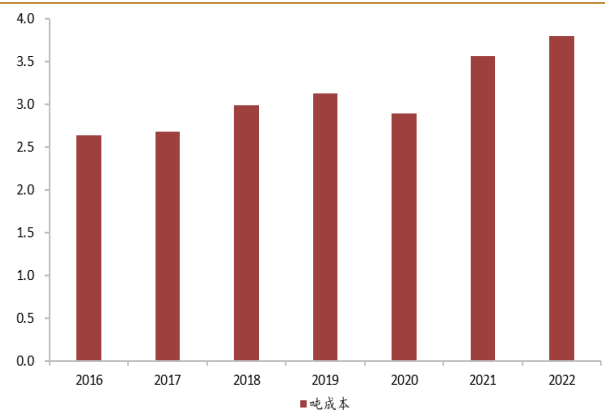
图 24：公司无缝管和焊接管吨加工费（万元）



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

**图 25：2022 年公司和可比公司吨加工费（万元）**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

**图 26：2016-2022 年久立特材吨成本（万元）**


数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

### 3.3 加码新兴赛道高端项目，持续加大研发投入

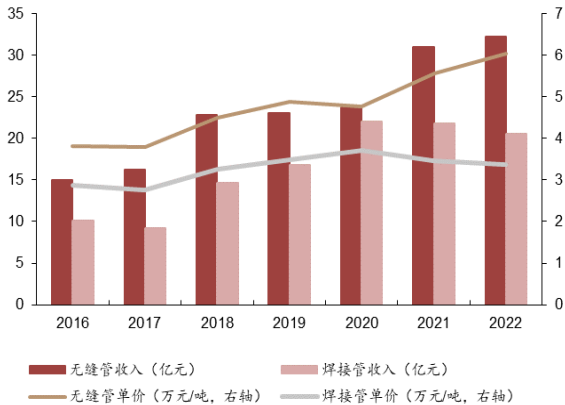
公司加码新兴赛道，募投项目偏高端。公司先后布局年产 5500KM 精密管材项目、年产 1000 吨航空航天材料及制品项目、年产 15000 吨的油气输送特种合金焊接管材项目，目前均已建设完成，后续将陆续进行产能爬坡，高端产品占比将进一步提高，提升公司的核心竞争力和盈利水平。工业自动化与智能制造项目已完成 95%，达产后有利于降低企业生产成本，提升生产效率。

**表 9：久立特材募投项目进度**

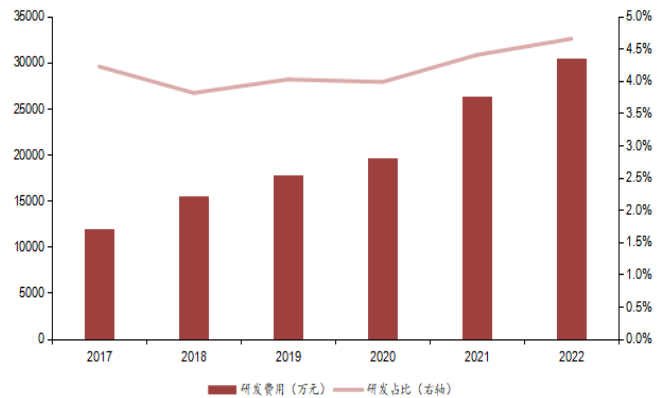
项目名称	投资方式	行业	本报告期投入金额 (万元)	截至报告期末累计实际投入金额 (万元)	项目进度	截止报告期末累计实现的收益 (万元)
年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	自建	不锈钢管制造业	882	44656	100%	17583.51
工业自动化与智能制造项目	自建	不锈钢管制造业	1205.21	30000	95%	4368.86
年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	自建	不锈钢管制造业	660	21598	100%	3277.03
年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务	自建	不锈钢管制造业	3497	8596	50%	0
年产 15000 吨的油气输送特种合金焊接管材	自建	不锈钢管制造业	6709	15483	100%	0
合金公司二期项目	自建	不锈钢管制造业	3861	9275	100%	0
金属材料研究院项目	自建	不锈钢管制造业	5922	8672	90%	0
预制管建设项目	自建	不锈钢管制造业	2215	3211	60%	0
特冶二期	自建	不锈钢管制造业	2093	2093	10%	0
合计	--	--	32035.91	159879.14	--	25229.40

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理，披露截止至 2022 年报

公司通过提高研发投入，不断优化产品结构，提高高端产品产量占比，实现量价齐升。公司 2022 年无缝管均价 6.0 万元/吨，焊接管单价 3.4 万元/吨，处在上升通道，这与公司每年递增的研发投入密不可分，2022 年公司研发投入 3.0 亿元，同比增长 15.8%。

**图 27：公司产品销售收入和吨单价**


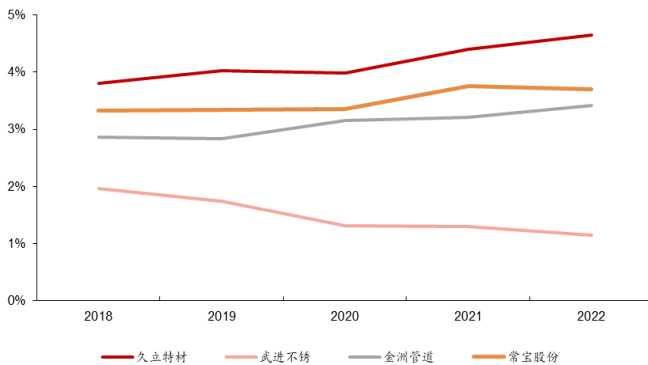
数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

**图 28：公司研发费用和同比增速**


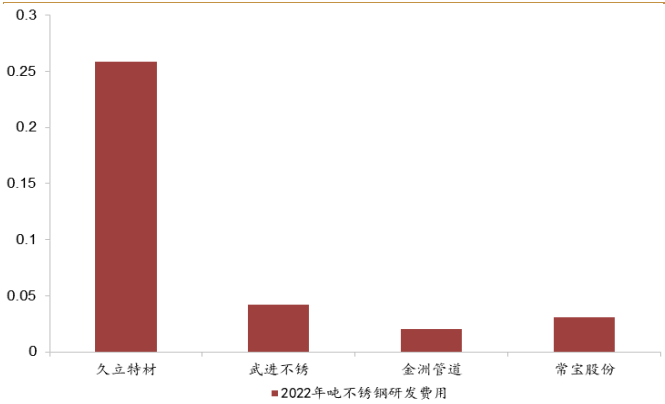
数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

2018 年以来，久立研发费率明显高于同行武进不锈、金洲管道、常宝股份。2020-2022 年，公司研发费率分别为 4.0%/4.4%/4.7%，而同期武进不锈研发费率分别为 1.3%/1.3%/1.2%，常宝股份研发费率分别为 3.4%/3.8%/3.7%。

久立特材一直致力于高端特钢的研发与国产替代，吨钢研发费用远高于同行。2022 年公司吨钢研发费用 0.26 万元，而武进不锈吨钢研发费用 0.04 万元，金洲管道吨钢研发费用 0.02 万元，常宝股份吨钢研发费用 0.03 万元。

**图 29：公司与可比公司研发费用率**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 30：2022 年公司与可比公司吨不锈钢研发费用（万元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

公司继续加强新材料新技术研发，开发生产更多高附加值产品，提升公司的核心竞争力和盈利水平。公司目前研发方向包括耐蚀合金、高温合金及镍基合金等高端产品开发、工艺技术改进、产品应用性能研究、科研平台信息化建设等方面。公司通过不断地自主研发，提升公司自主创新能力，实现国产化并替代进口，从而促进公司可持续发展。

**表 10：公司目前进行的部分研发项目**

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
水下生产系统用脐带缆材料研制及部件国产化	采用材料-部件-应用全链条攻关，实现高强度高耐蚀超长脐带缆管材的制备	项目试制中	建成脐带缆材料生产线，并具备批量稳定化生产制造能力	形成自主知识产权，实现脐带缆管材国产化生产及供货，实现替代进口
光热发电吸热器用管材的研发	满足耐高温熔盐腐蚀及热疲劳极端环境下的材料应用需求，替代进口	市场推广应用阶段	新材料产品的研制，并使产品各项性能符合应用要求	形成自主知识产权，突破高端热端部件材料全流程制造关键工艺技术，保障国家清洁能源领域产业的高质量发展

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司研发实力雄厚，目前已逐步形成金属材料、机械等多个研究领域，并向智能制造领域拓展。截止 2022 年 12 月，公司拥有研发人员 422 人，其中享受国务院政府特殊津贴专家 3 人，博士 8 名，高级工程师 33 人。2022 年公司主持/参与制修订标准 4 项，有效授权专利 13 项，专有技术 20 项，新申报科研项目 27 项。

**表 11：截止 2022 年底公司专利数目（个）**

项目	已申请	已获得	截至报告期末累计获得
发明专利	16	0	47
实用新型	5	6	103
外观设计	0	0	1

数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.4 布局核电和高端制造，拓宽成长赛道

核电和高端装备受国家政策明确支持，属长坡赛道。我们在前文提到，久立拥有 U690 传热管生产技术，U690 传热管被称为“核电第一管”，技术和工艺极其复杂，造价高达百万元每吨。核电作为新兴清洁能源，受到国家政策支持，并且《中国制造 2025》重点领域技术路线图已将航空产业列入十大重点发展领域。

**表 12：国家对相关领域的支持政策及久立相关在建项目进展情况**

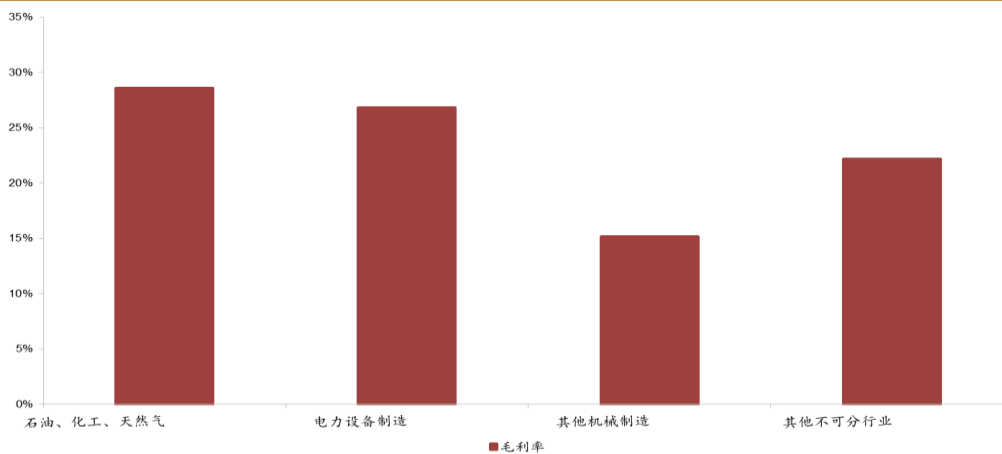
下游领域	国家支持政策和久立参与布局项目
传统能源	2009 年国务院公布实施的《装备制造业调整和振兴规划》中提到实施装备自主化，其中化工产业要“以千万吨级炼油、百万吨级大型乙烯、对苯二甲酸（PTA）、油气输送、海水淡化、海洋工程、石油化工及煤化工”等项目为重点。2011 年国家发展和改革委员会发布的国家《产业结构调整指导目录》中提到鼓励原油、天然气、液化天然气、成品油的储运和管道输送设施及网络建设。 <u>目前久立布局年产 15000 吨的油气输送特种合金焊接管材项目已经完成 100%，预计 2023 年达产。</u>
海洋装备	2012 年 3 月在正式公布的《海洋工程装备制造业中长期发展规划》中明确提出，2015 年，海工装备年销售收入达到 2000 亿元以上，其中海洋油气开发装备国际市场份额达到 20%；2020 年，年销售收入达 4000 亿元以上，工业增加值率提高 3 个百分点，其中海洋油气开发装备国际市场份额达 35%以上。 <u>久立年产 5000 吨海洋工程用高耐蚀合金油套管及特殊气密封扣项目目前正在建设中，达产时间未知（投向军工）。</u>
新兴能源	新兴能源：2011 年国家发展和改革委员会发布的国家《产业结构调整指导目录》中提到鼓励单机 60 万千瓦及以上超临界、超超临界机组电站建设；鼓励先进压水堆核电站、百万千瓦火电锅炉管、耐腐蚀耐湿油井管、耐腐蚀航空管、高耐腐蚀化工管及管配件生产。2012 年 10 月 24 日，国务院常务会议审议通过《核电安全规划（2011-2020 年）》、《核电中长期发展规划

下游领域	国家支持政策和久立参与布局项目
	(2011-2020年)》，到2020年核电装机达到5800万千瓦，在建实现3000万千瓦。 <u>久立年产5500KM核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目已完成</u> ，较高的新能源领域毛利率，上升的市场份额将会提升久立毛利率水平。 <u>3000米海底用脐带缆超级双相钢技术改造项目还在建造中，达产时间未知。</u>
高端制造	高端制造：1、航空航天产业体量规模较大，带动效应明显，是世界技术、人才、资本集聚化程度较高的产业，能够有效促进社会经济的快速发展。《中国制造2025》重点领域技术路线图已将航空产业列入十大重点发展领域，并对大飞机制造、航空发动机制造两大领域的未来发展做出部署。相关政策要求进一步扩大航权开放，有序开放低空领域，为通用航空业未来发展创造良好环境。2、在“机器换人”、“工业4.0”的政策号召下，公司提出了对原有工厂进行工业自动化及智能化的改造项目。项目的实施有助于公司提高生产效率和整体运营效率，优化生产流程，降低生产成本，提高产品的成材率和质量，进一步提高公司核心竞争力。 <u>久立年产1000吨航空航天材料及制品（主要用于航空发动机）已完成。工业自动化与智能制造项目完成95%</u> ，达产后有利于降低企业生产成本，提升生产效率。

数据来源：公司官网，工信部网站，西南证券整理

公司核电和高端装备领域产品价格、毛利率较高，随着募投项目达产，高端产品产量占比有望进一步抬升。公司2022年高端产品销售收入占比约20%。未来随着高端募投项目不断释放，我们预计到2025年公司高端产品产量占比会升至15%，贡献公司2025年50%的净利润。

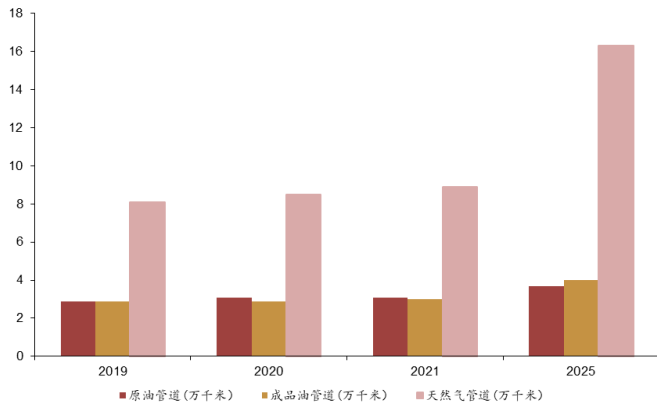
图 31：2022 年久立分行业销售毛利率



数据来源：wind，公司公告，西南证券整理

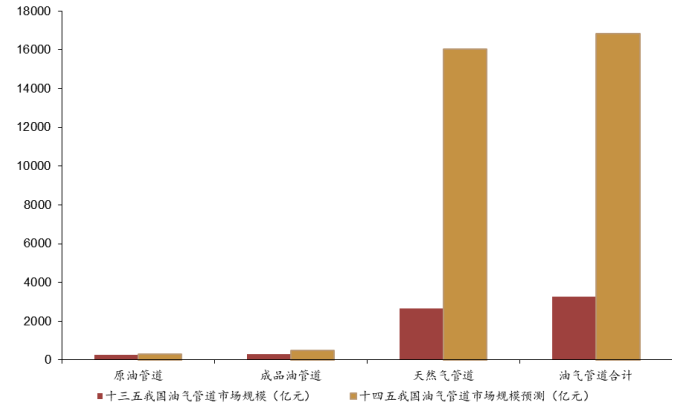
“十四五”，中国油气管道总里程年均复合增速将达 13.9%，市场容量年均复合增速将达 38.9%。2013-2020 年，我国油气管道里程数逐年增长，截至 2021 年底，中国累计建成原油、成品油和天然气管道里程分别为 3.1 万千米、3 万千米和 8.9 万千米，总里程合计 15 万千米。在建成的油气管道中，天然气管道里程数占比最高，约为 59.3%。根据国家《石油发展“十四五”规划》、《天然气发展“十四五”规划》和《中长期油气管网规划》等文件，“十四五”期间，中国将累计建成原油、成品油和天然气管道里程分别为 3.7 万千米、4 万千米和 16.3 万千米，总里程合计 24 万千米。截至 2021 年底，油气管道市场规模约为 4516 亿元，预计到 2025 年底，油气管道工程建设行业市场规模有望达 16835 亿元。

图 32：我国十四五期间油气管道里程规划



数据来源：油气储运网，wind，西南证券整理

图 33：我国十四五期间油气管道市场规模预测



数据来源：油气储运网，wind，西南证券整理

但是，油气管道领域周期性特征明显，受经济景气度和油气投资周期影响较大，核电属新兴能源，未来行业空间和弹性较大。

当前世界核电技术发展大体可以分为五代：

第一代技术，主要是 1950-1960 年间开发的原型堆核电站。

第二代技术，主要是在 1960-1990 年间开发建设的大型商用核电站。

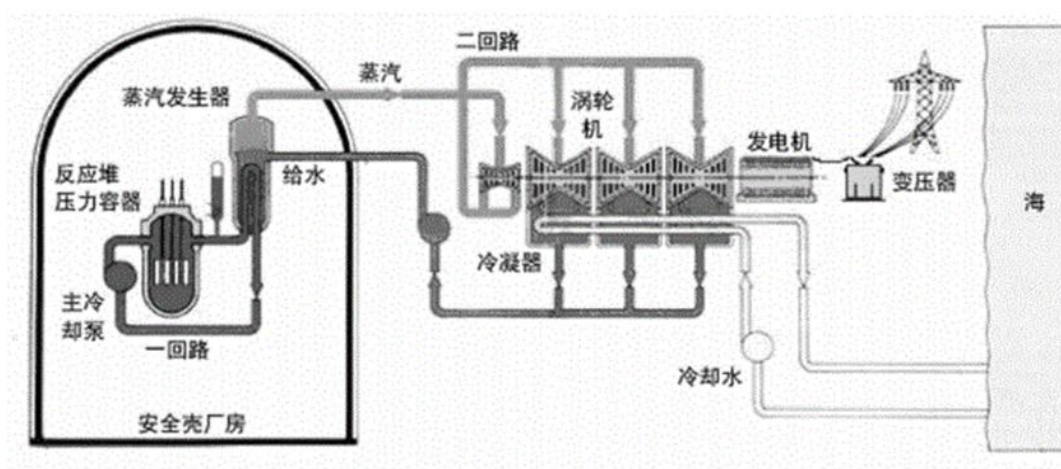
第三代技术，主要是 1990-2010 年以来发展的 AP1000、EPR、CAP1400 和华龙一号，其中 AP1000、EPR 机组于 2018 年 6 月首次并网成功，已经满功率并网发电。

第四代技术，如气冷快堆、钠冷快堆、铅冷快堆、超高温气冷堆、超临界水堆和熔盐堆。

第五代技术，如核聚变反应堆，在各国联合下，也在积极研发过程中。

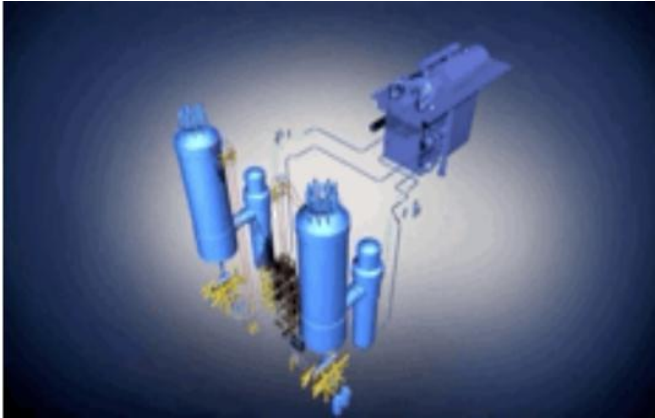
在这些先进核电技术中，特别是国产传统压水堆核电技术，需要大量高性能钢管、锻件、管件等材料，涉及到的材料种类非常多，如合金钢、不锈钢、钛合金、镍基合金等。

图 34：压水反应堆核电站原理示意图



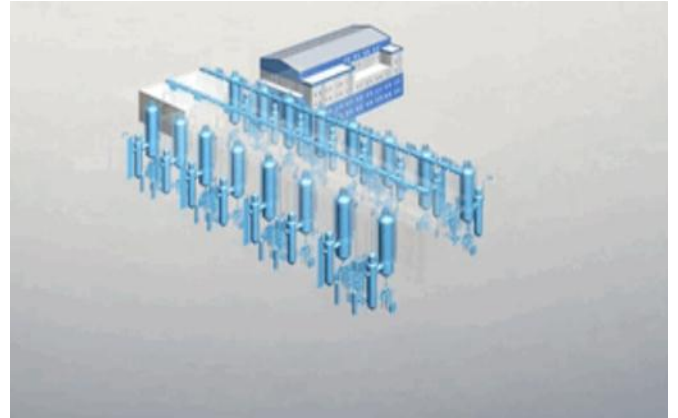
数据来源：中广核电网，西南证券整理

图 35: 核电站冷却水管示意图



数据来源: 中广核电网, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

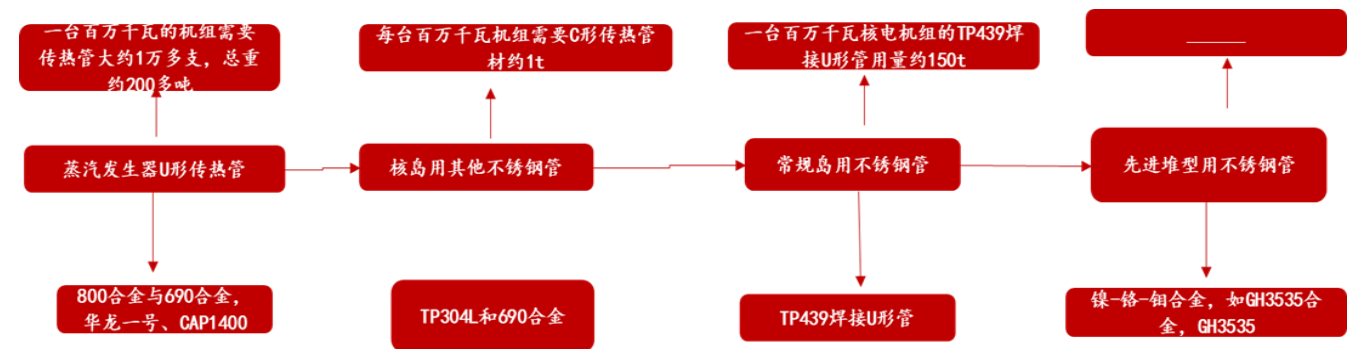
图 36: 核电站控制棒用管示意图



数据来源: 中广核电网, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

中广核电网的相关资料显示, 发电能力 100 万千瓦的核电站消耗钢材 5 万吨以上, 反应堆本体的压力壳、堆内构件、控制棒驱动机构、一回路系统的设备、构件、部件等关键部位用的钢和镍合金, 其数量多达数 1205 吨, 就压水堆和沸水堆而言, 与一回路冷却剂接触的设备 and 构件, 90% 以上是用钢和镍合金制造, 在钢和镍合金中不锈钢占 80-90%, 以下为核电站用不锈钢的具体情况。

图 37: 核电不同环节用不锈钢量测算 (吨)



数据来源: 中广核电网, 前瞻产业研究院, 西南证券整理

表 13: 100 万千瓦时压水堆核电站用钢、不锈钢及镍合金量测算 (吨)

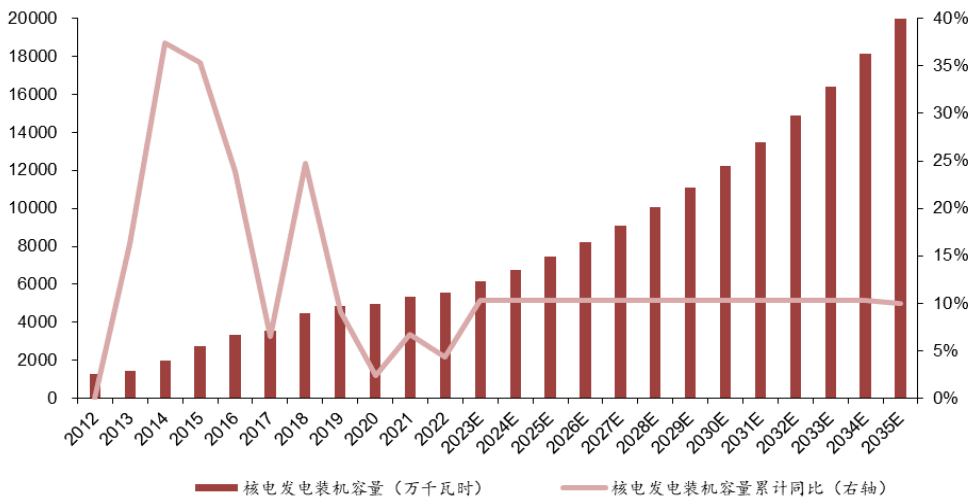
用途	材料	规格/mm	数量/t
钢筋			45000
型钢及地脚板材			5000
一回路压力壳用钢			1200
堆芯组件用钢			115
安全壳用钢			2500
合计			51315
堆内结构管	不锈钢	101.6-203.2	9
控制棒用管	不锈钢	50.8-203.2	10
蒸发器用管	镍合金、不锈钢	22.2	200
主管道用管	不锈钢	457.2	86

用途	材料	规格/mm	数量/t
冷却水用管	冷却水用管	3.2-406.4	320
冷却水用管	不锈钢	6.3-457.2	350
冷却水加热器用管	不锈钢	12.7-22	230
辅助热交换器用管	不锈钢	12.7-19.1	50
合计			1205

数据来源：中广核电网，前瞻产业研究院，西南证券整理

**2035年我国核电累计装机容量将大幅提升，核电等高端市场需求持续扩容。**截止2022年底，我国核电累计装机容量5560万千瓦时，核电用不锈钢管约为6万吨。未来15年将是我国核电发展的重要战略机遇期，根据我国十四五期间核电装机远期规划以及前瞻产业研究院预测，到2035年底，我国核电累计装机容量有望达到20000万千瓦时，十四五期间将新增核电装机容量15000万千瓦时，对应核电用不锈钢需求增量18万吨，市场空间较大。

图 38：2022-2035 年中国核电装机容量及同比增速



数据来源：中广核电网，前瞻产业研究院，西南证券整理，注：2023-2035 年是年均复合增速

根据中国核能行业协会最新发布的《中国核能发展报告 2023》蓝皮书显示，我国核电机组建设稳步推进。2022 年以来，我国新核准核电机组 10 台，新投入商运核电机组 3 台，新开工核电机组 6 台。截至目前，我国在建核电机组 24 台，总装机 2555 万千瓦，继续保持全球第一；商运核电机组 54 台，总装机 5682 万千瓦，位列全球第三。

随着“华龙一号”示范项目陆续投运、批量化项目陆续开建，我国实现由二代向自主三代核电技术的全面跨越，同时高温气冷堆、小型堆等一批代表目前先进水平的核能工程取得重大进展。装备制造能力方面，我国已形成每年 10 台左右的百万千瓦级压水堆主设备制造能力，自主三代核电综合国产化率达 90% 以上，具备同时建造 40 余台核电机组的工程施工能力。我们保守预计十四五期间，我国将每年核准 6-8 台机组，核电用钢需求将大幅增加。

表 14：我国核电版图

电厂名称	机组规模	机组编号	开工	商运	技术路线	地点	业主
徐大堡核电厂	2 台百万千瓦级压水堆机组	3#	2021/5/19		VVER-1200	辽宁省	中核集团
		4#	2021/5/19		VVER-1200		



电厂名称	机组规模	机组编号	开工	商运	技术路线	地点	业主
红沿河核电厂	6台百万千瓦级压水堆机组	1#	2007/8/1	商运	CPR1000	辽宁省	中广核 /国家电投
		2#	2008/3/28	商运	CPR1000		
		3#		商运	CPR1000		
		4#	2009/8/15	商运	CPR1000		
		5#	2015/3/29	2021/7/31	CPR1000		
		6#	2015/7/24	2022/6/23	CPR1000		
石岛湾核电厂	20万千瓦高温气冷堆机组	1#	2012/12/9		高温气冷堆	山东省	华能集团
国家一号示范工程	2台150千瓦压水堆机组		2019/2/1		CAP1400	山东省	国家电投
海阳核电厂	一期2台百万千瓦级压水堆机组	1#	2009/9/24	2018/10/22	AP1000	山东省	国家电投
		2#	2010/6/20	2019/1/9	AP1000		
	二期2台125.3万千瓦压水堆机组	3#	<b>2022/4/20, 获核准;</b>		CAP1000		
		4#	<b>2022/7/14, 正式开工。</b>		CAP1000		
田湾核电站	8台百万千瓦级压水堆机组	1#	1999/10/20	2007/5/17	VVER-1000	江苏省	中核集团
		2#	2000/9/20	2007/8/16	VVER-1000		
		3#	2012/12/27	2018/2/15	VVER-1000		
		4#	2013/9/27	2018/12/22	VVER-1000		
		5#	2015/12/17	2020/9/8	M310+		
		6#	2016/10/29	2021/6/2	M310+		
		7#	2021/5/19		VVER-1200		
		8#	2021/5/19		VVER-1200		
泰山核电厂	30万千瓦压水堆机组	1#	1985/3/1	1994/4/1	CNP300	浙江省	中核集团
泰山第二核电厂	4台60万千瓦压水堆机组	1#		商运	CNP600	浙江省	中核集团
		2#		商运	CNP600		
		3#		商运	CNP600		
		4#		商运	CNP600		
泰山第三核电厂	2台70万千瓦重水堆机组	1#		商运	CANDU6	浙江省	中核集团
		2#		商运	CANDU7		
方家山核电厂	2台百万千瓦级压水堆机组	1#	2008/12/26	2014/12/15	CNP1000	浙江省	中核集团
		2#	2009/7/17	2015/2/12	CNP1000		
三门核电厂	一期2台125万千瓦级压水堆机组	1#	2009/4/19	2018/9/21	AP1000	浙江省	中广核
		2#	2009/12/17	2018/11/5	AP1000		
	二期2台125.1万千瓦压水堆机组	3#	<b>2022/4/20, 获核准;</b>		CAP1000		
		4#	<b>2022/6/28, 正式开工。</b>				
三澳核电厂	2台120万千瓦压水堆机组	1#	2020/12/31		华龙一号	浙江省	中广核
		2#	2021/12/30		华龙一号		
宁德核电厂	4台百万千瓦级压水堆机组	1#	2008/2/18	2013/4/18	CPR1000	福建省	中广核
		2#	2008/11/12	2014/5/5	CPR1000		
		3#	2010/1/8	2015/6/10	CPR1000		
		4#	2010/9/29	2016/7/21	CPR1000		

电厂名称	机组规模	机组编号	开工	商运	技术路线	地点	业主
福清核电站	6台百万千瓦级压水堆机组	1#	2008/11/21	2014/11/22	M310	福建省	中核集团
		2#	2009/6/17	2015/10/16	M310		
		3#	2010/12/31	2016/10/24	M310		
		4#	2012/11/17	2017/9/17	M310		
		5#	2015/5/7	2021/1/30	华龙一号		
		6#	2015/12/22	2022/3/25	华龙一号		
漳州核电站	一期 2台 125万千瓦级压水堆机组	1#	2019/10/16		华龙一号	福建省	中核集团
	二期 2台 125.1万千瓦压水堆机组	2#	2020/9/4		华龙一号		
		3#	<b>2022/9/13, 获核准。</b>		华龙一号		
		4#			华龙一号		
太平岭核电站	2台百万千瓦级压水堆机组	1#	2019/6/1		华龙一号	广东省	中广核
		2#	2020/10/15		华龙一号		
岭澳核电站	一期 2台 99万千瓦级压水堆机组	1#	1997/5/15	2003/1/8	M310	广东省	中广核
		2#			M310		
	二期 2台百万千瓦级压水堆机组	1#	2005/12/15	2010/9/15	CPR1000		
		2#		2011/8/7	CPR1000		
大亚湾核电站	2台 98.4万千瓦压水堆机组	1#	1987/8/7	1994/2/1	M310	广东省	中广核
		2#	1988/4/7	1994/5/6	M310		
台山核电站	2台 175万千瓦压水堆机组	1#	2009/11/18	2018/12/13	EPR	广东省	中广核
		2#	2010/4/15	2019/9/7	EPR		
阳江核电站	6台百万千瓦级压水堆机组	1#	2008/12/16	2014/3/25	CPR1000	广东省	中广核
		2#	2009/6/4	2015/6/5	CPR1000		
		3#	2010/11/15	2016/1/1	CPR1000+		
		4#	2012/11/17	2017/3/15	CPR1000+		
		5#	2013/9/18	2018/7/12	ACPR1000		
		6#	2013/12/23	2019/7/24	ACPR1000		
陆丰核电站	2台百万千瓦级压水堆机组	5#	<b>2022/4/20, 获核准;</b>		华龙一号	广东省	中广核
		6#	<b>2022/9/8, 5号机组开工。</b>		华龙一号		
防城港核电站	4台百万千瓦级压水堆机组	1#	2010/7/30	2016/1/1	CPR1000	广西	中广核
		2#	2010/12/23	2016/10/1	CPR1001		
		3#	2015/12/23		华龙一号		
		4#	2016/12/23		华龙一号		
昌江核电站	4台 65万千瓦压水堆机组	1#	2010/4/25	2015/12/25	CNP650	海南省	中核集团
		2#	2010/11/21	2016/8/12	CNP651		
		3#	2021/3/31		华龙一号		华能集团
		4#	2021/3/31		华龙一号		
昌江小堆示范工程	1台 12.5万千瓦压水堆机组		2021/7/13		玲龙一号	海南省	中核集团
广东廉江一期	2台百万千瓦级压水堆机组		<b>2022/9/13, 获核准。</b>		CAP1000	广东省	国家电投

数据来源：中广核电网，北极星电力网，西南证券整理

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

**无缝管业务：**根据公司无缝钢管募投项目投产节奏，考虑到公司投产项目较多且存货周转率较高，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 80%/85%/90%，对应销量分别为 6.4/6.8/7.2 万吨。根据公司产品高端议价能力较强，预计 2023-2025 年单位售价均提高 3%，对应毛利率分别为 32.3%/32.6%/32.9%。

**焊接管业务：**根据公司焊接管募投项目投产节奏，考虑到公司投产项目较多且存货周转率较高，预计 2023-2025 年公司产能利用率分别为 90%/92%/95%，对应销量分别为 6.9/7.5/7.7 万吨。根据公司产品高端议价能力较强，预计 2023-2025 年单位售价均提高 3%，对应毛利率分别为 23.1%/23.4%/23.7%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 15：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
无缝管	收入	32.3	39.7	43.5	47.4
	增速	4.0%	23.1%	9.4%	9.1%
	毛利率	32.0%	32.3%	32.6%	32.9%
焊接管（含管件）	收入	24.9	29.0	32.5	34.6
	增速	14.2%	16.5%	12.2%	6.4%
	毛利率	22.8%	23.1%	23.4%	23.7%
其他主营业务	收入	8.2	4.0	4.0	4.0
	增速	18.8%	-51.2%	0.0%	0.0%
	毛利率	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
其他业务	收入	0.0	1.0	1.0	1.0
	增速	-100.0%	-	0.0%	0.0%
	毛利率	3%	3%	3%	3%
合计	收入	65.4	73.7	81.0	87.0
	增速	9.4%	12.8%	9.9%	7.4%
	毛利率	25.3%	27.0%	27.3%	27.8%

数据来源：wind, 西南证券

### 4.2 相对估值

我们选取了行业中与久立特材业务最为相近的四家公司中信特钢、常宝股份、抚顺特钢，2023-2025 年平均 PE 为 15/12/10 倍。久立特材未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内不锈钢管龙头，未来高附加值产品占比将持续提升；2) 公司募投项目产能持续释放，加速拓展海外市场，盈利能力较为稳定。结合对标公司的估值和目前久立特材产能释放节奏，给予公司 2023 年 15 倍 PE，对应目标价 19.50 元，维持“买入”评级。

**表 16：可比公司估值（截止至 5.5 收盘价）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000708.SZ	中信特钢	16.17	1.41	1.67	1.90	2.15	12.30	9.67	8.50	7.53
600399.SH	抚顺特钢	10.65	0.10	0.39	0.54	0.65	122.59	27.11	19.60	16.46
603878.SH	武进不锈	11.97	0.54	0.94	1.40	1.60	18.78	12.74	8.57	7.46
002478.SZ	常宝股份	6.80	0.53	0.60	0.68	0.78	9.60	11.27	9.99	8.71
平均值							40.82	15.20	11.67	10.04
002318.SZ	久立特材	15.17	1.32	1.30	1.40	1.55	11.51	11.69	10.85	9.76

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

原材料价格波动风险、项目投产或不达预期、下游需求或不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6537.32	7372.23	8100.05	8700.65	净利润	1297.70	1277.68	1376.82	1531.01
营业成本	4884.52	5384.43	5886.85	6286.09	折旧与摊销	279.90	261.41	273.19	282.22
营业税金及附加	32.13	37.70	40.44	43.17	财务费用	-19.29	15.86	8.17	8.30
销售费用	286.08	368.61	405.00	435.03	资产减值损失	-22.94	-20.00	-20.00	-20.00
管理费用	221.16	294.89	324.00	348.03	经营营运资本变动	-183.91	-299.10	-339.09	-146.97
财务费用	-19.29	15.86	8.17	8.30	其他	-357.89	-183.12	-162.23	-167.52
资产减值损失	-22.94	-20.00	-20.00	-20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	993.57	1052.74	1136.86	1487.05
投资收益	526.39	222.06	177.65	213.18	资本支出	-234.55	-255.00	-249.50	-144.55
公允价值变动损益	-8.38	-7.27	-10.67	-9.15	其他	-166.56	197.50	172.74	202.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-401.11	-57.50	-76.76	57.55
<b>营业利润</b>	1389.77	1505.53	1622.56	1804.05	短期借款	218.56	-373.62	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.99	-2.38	-2.77	-2.86	长期借款	160.14	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	1384.77	1503.15	1619.79	1801.19	股权融资	31.59	-100.00	0.00	0.00
所得税	87.08	225.47	242.97	270.18	支付股利	-384.15	-257.57	-253.60	-273.27
净利润	1297.70	1277.68	1376.82	1531.01	其他	130.61	57.90	4.76	20.71
少数股东损益	9.85	9.70	10.45	11.62	<b>筹资活动现金流净额</b>	156.74	-623.28	-198.84	-202.57
归属母公司股东净利润	1287.85	1267.98	1366.37	1519.39	<b>现金流量净额</b>	758.75	371.95	861.26	1342.03
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1980.79	2352.74	3214.00	4556.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1314.87	1460.97	1607.68	1725.96	销售收入增长率	9.43%	12.77%	9.87%	7.41%
存货	1999.24	2205.51	2435.13	2589.72	营业利润增长率	53.50%	8.33%	7.77%	11.19%
其他流动资产	144.64	195.49	183.22	192.04	净利润增长率	61.80%	-1.54%	7.76%	11.20%
长期股权投资	1278.70	1278.70	1278.70	1278.70	EBITDA 增长率	43.51%	8.02%	6.79%	10.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2699.05	2687.13	2668.83	2545.81	毛利率	25.28%	26.96%	27.32%	27.75%
无形资产和开发支出	374.89	380.40	375.01	360.37	三费率	7.46%	9.22%	9.10%	9.10%
其他非流动资产	78.41	78.41	78.41	78.41	净利率	19.85%	17.33%	17.00%	17.60%
<b>资产总计</b>	9870.59	10639.34	11840.99	13327.03	ROE	20.19%	17.37%	16.24%	15.72%
短期借款	393.62	20.00	20.00	20.00	ROA	13.15%	12.01%	11.63%	11.49%
应付和预收款项	1481.92	1811.01	1927.75	2029.13	ROIC	30.51%	28.65%	28.47%	30.41%
长期借款	200.19	250.19	300.19	350.19	EBITDA/销售收入	25.25%	24.18%	23.50%	24.07%
其他负债	1366.00	1202.53	1114.21	1191.13	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3441.72	3283.73	3362.15	3590.45	总资产周转率	0.74	0.72	0.72	0.69
股本	977.17	977.17	977.17	977.17	固定资产周转率	2.81	2.97	3.36	3.79
资本公积	1820.07	1720.07	1720.07	1720.07	应收账款周转率	6.87	6.86	6.81	6.73
留存收益	3460.97	4471.38	5584.15	6830.27	存货周转率	2.76	2.53	2.52	2.49
归属母公司股东权益	6218.11	7135.16	8247.94	9494.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.86%	—	—	—
少数股东权益	210.75	220.45	230.91	242.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	6428.87	7355.62	8478.85	9736.59	资产负债率	34.87%	30.86%	28.39%	26.94%
负债和股东权益合计	9870.59	10639.34	11840.99	13327.03	带息债务/总负债	17.25%	8.23%	9.52%	10.31%
					流动比率	1.86	2.31	2.77	3.20
					速动比率	1.18	1.49	1.86	2.29
					股利支付率	29.83%	20.31%	18.56%	17.99%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.32	1.30	1.40	1.55
					每股净资产	6.36	7.30	8.44	9.72
					每股经营现金	1.02	1.08	1.16	1.52
					每股股利	0.39	0.26	0.26	0.28
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1650.38	1782.80	1903.92	2094.57					
PE	11.51	11.69	10.85	9.76					
PB	2.38	2.08	1.80	1.56					
PS	2.27	2.01	1.83	1.70					
EV/EBITDA	8.10	7.12	6.23	5.05					
股息率	2.59%	1.74%	1.71%	1.84%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn