

# 久立特材 (002318)

证券研究报告  
2019年03月25日

## 2018 量价齐升 后期受益油气投资有望实现再次飞跃

### 主营不锈钢无缝管和不锈钢焊管 2018 年经营数据亮眼

公司目前的产品主要是工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管两大类。产品主要运用于石油、化工、天然气、电力(包括核电)设备制造等行业。公司近年来总产量稳定增长:2013年,公司无缝管+焊接管总产量为65300吨,截至2018年底,公司无缝管+焊接管总产量为94975吨,年均增长率为8.0%。

### 公司受益下游油气订单扩张及供给侧改革 2018 年实现量价齐升

公司产品对应下游需求行业主要为事关国家能源安全和经济命脉的重要基础产业,如油、气、电力等相关行业,公司的营业收入与产品价格走势密切相关。从公司分品种营收占比上来看,历年来,无缝钢管营收占比在54%以上,焊接管营收占比在30%左右,管件及其他营收占比在10%左右。2017年以来,得益于供给侧改革、国内下游石油、化工、天然气及电力设备制造等行业投资增速上升,带动公司产品销量增加,而订单饱满、镍价上涨、产品结构变动等因素又拉高了产品销售单价,因此公司产品销售量价齐升。截至2018年,公司营业收入为40.63亿元,同比增长43.4%,为历年最高值。

### 公司盈利稳定 当前处于估值低位 后期受益油气投资有望实现再次飞跃

由于特钢具有针对性强、下游客户粘性高等特点,因此产品定制化较高,利润率波动相对较小。例如在2015年钢铁行业巨幅亏损的阶段,公司仍然实现1.2亿元归母净利润。因此,我们认为公司在未来仍将保持相对稳定的盈利。国家管网公司预计今年成立,后期管道与储运设施的投资积极性将大幅提高。公司当前产能尚未完全释放,且后期新建项目仍会增产。产品价格2016年触底之后,近两年价格已连续回暖且平稳运行,后期得益于需求增加,钢管价格也将获得一定支撑,且公司具备一定的产品议价能力,公司利润有望得到保持并扩大。截至3月21日,公司PE(TTM)仅为23.40倍,处于历史底部位置。我们预计公司2019-2021年有望实现归母净利润3.27亿元、3.31亿元、4.18亿元,按照3月21日收盘价进行计算,对应EPS分别为0.39元、0.39元、0.50元。我们参照过去一年的PE(TTM)均值28.47进行测算,对应公司股价为10.29元左右,给予“买入”评级。

**风险提示:** 后期油气投资趋势变化,及公司内部管理及自身经营出现变化等。

### 投资评级

行业	钢铁/钢铁
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	8.27元
目标价格	10.29元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	841.52
流通A股本(百万股)	820.77
A股总市值(百万元)	6,959.37
流通A股市值(百万元)	6,787.78
每股净资产(元)	3.77
资产负债率(%)	36.51
一年内最高/最低(元)	9.12/5.20

### 作者

**马金龙** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519030001  
majinlong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,833.00	4,063.06	4,388.10	4,695.27	4,976.98
增长率(%)	5.00	43.42	8.00	7.00	6.00
EBITDA(百万元)	354.79	749.77	452.38	479.37	578.14
净利润(百万元)	133.82	303.64	326.71	330.95	418.19
增长率(%)	(20.23)	126.89	7.60	1.30	26.36
EPS(元/股)	0.16	0.36	0.39	0.39	0.50
市盈率(P/E)	53.20	23.45	21.79	21.51	17.02
市净率(P/B)	2.46	2.24	2.25	2.13	1.95
市销率(P/S)	2.51	1.75	1.62	1.52	1.43
EV/EBITDA	18.21	7.36	15.83	15.16	12.10

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 公司股权结构及发展历程	4
1.2. 公司品种	4
2. 公司经营情况	5
2.1. 主营业务情况	5
2.2. 公司主要财务指标分析	5
2.2.1. 公司历年主要营收情况	5
2.2.2. 公司历年费用及盈利表现	9
3. 下游需求扩张有望继续带动公司主营产品需求	10
4. 公司竞争优势分析	11
5. 盈利预测	12
5.1. 主营分析	12
5.2. 公司有望保持长期稳定盈利 给予“买入”评级	12

## 图表目录

图 1: 公司股本结构	4
图 2: 2018 年公司分品种占比	6
图 3: 2018 年分行业营收占比	6
图 4: 公司历年无缝管+焊接管总产量及增速 (单位: 吨)	6
图 5: 公司历年无缝管、焊接管产量及增速 (单位: 吨)	6
图 6: 公司历年来营业收入与成本 (单位: 亿元)	7
图 7: 不锈钢冷卷与电解镍价格走势 (单位: 元/吨)	7
图 8: 不锈钢焊管价格走势 (单位: 元/吨)	8
图 9: 不锈钢无缝管价格走势 (单位: 元/吨)	8
图 10: 公司历年分品种营收占比 (单位: %)	8
图 11: 公司历年主营业务收入 (单位: 亿元)	8
图 12: 公司于行业研发费用率走势	9
图 13: 公司于行业销售期间费用率走势 (单位: %)	9
图 14: 公司于申万特钢行业资产负债率 (单位: %)	9
图 15: 公司历年销售利润率	10
图 16: 公司历年来归母净利润 (单位: 亿元)	10
图 17: 我国核电基本建设投资完成额及累计增速 (单位: 亿元, %)	10
图 18: 我国石油和天然气投资完成额及累计增速 (单位: 亿元, %)	11
图 19: 2016 年以来公司 PE(TTM)变化情况	12

表 1：公司成立以来新项目投产情况梳理 .....	4
表 2：公司主要产品目录、性能及应用行业 .....	5
表 3：发改委近两年批复油气项目 .....	11
表 4：公司主营业务拆分 .....	13

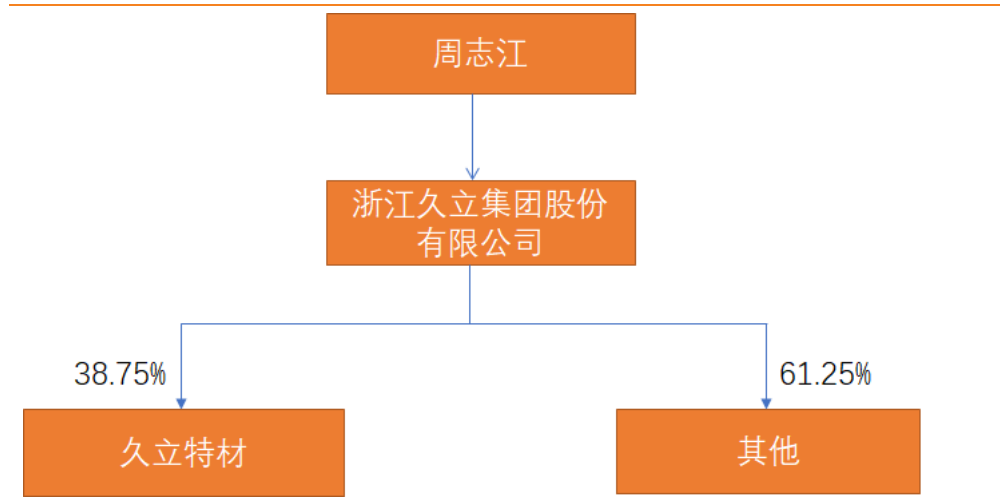
## 1. 公司简介

公司是一家专业生产工业用不锈钢及特种合金管材、双金属复合管材、管件的上市公司。公司建有世界先进水平的不锈钢、耐蚀合金、钛合金、高温合金无缝管(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，始终致力于为油气、电力、核电、LNG 等能源装备及石化、化工、船舶制造等行业装备提供高性能、耐蚀、耐压、耐高温的不锈钢管；不锈钢、镍基合金、碳钢、合金钢等材料法兰、管件等。

### 1.1. 公司股权结构及发展历程

公司全称为“浙江久立特材科技股份有限公司”，成立于 1987 年。成立初期，公司名名称为“湖州金属型材厂”，1990 年更名为“不锈钢管厂”，2007 年，公司再度更名为“浙江久立特材科技股份有限公司”。2009 年 12 月 11 日，公司在深交所上市，发行 4000 万股，股票代码 002318。截至 2018 年 3 季度，公司总股本 8.42 亿股，其中 0.21 亿股为限售 A 股。公司第一大股东为久立集团股份有限公司，持股比例为 38.75%，前十大股东持股比例合计为 47.27%。公司实际控制人为周志江。

图 1: 公司股本结构



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司自成立以来，始终深耕不锈钢管领域，积极研发新品种，扩大品种种类。自上市以来至 2018 年末，公司通过不断的研发及投入，公司两大品种——不锈钢无缝管、不锈钢焊接管产量分别由 2010 年的 2.26 万吨、2.00 万吨上升至 5.03 万吨、4.47 万吨。

表 1: 公司成立以来新项目投产情况梳理

时间	新项目投产情况
1996 年	中、大口径不锈钢焊接管项目投产
1998 年	小口径焊接不锈钢管项目投产
2006 年	3500 吨钢挤压机项目投产
2009 年	630 中大口径连续成型不锈钢焊接管生产线投产；1000 吨钛精密焊接管项目投产
2010 年	超超临界锅炉用不锈钢管项目；大口径无缝不锈钢管项目投产
2011 年	核电蒸汽发生器传热管项目投产
2013 年	大口径厚壁超长不锈钢焊接管项目投产

资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

### 1.2. 公司产品

公司主要产品可根据生产工艺流程或者产品在下游应用领域进行分类。按生产工艺流程分类，公司的主导产品分为无缝管、焊接管两大类。无缝管产品利用热挤压工序或者穿孔工序进行开坯，接着进行后续的冷轧或冷拔工艺；而焊接管产品则利用 FFX 成型、JCO 成型

等先进工艺进行生产。

按照产品下游应用领域分类,公司的主要业务可以分为核电用管、超(超)临界锅炉用管、镍基合金油井管、精密管、双金属复合管、(超级)双相不锈钢管、仪器仪表管等。自2009年公司取得核级产品制造许可证以来,已经广泛开展核级产品的研发和生产制造,诸如核电蒸汽发生器U形传热管、堆内构件驱动机构用管、驱动杆、压力容器贯穿件、三代核电余热排放用管、压力容器718材料O形密封环、堆芯测量导管、凝汽器用钛管等等,该等核电系列用管产品先后为国内外核电站43个机组所选用,从而解决了核电设备关键核心部件材料长期依赖进口的局面。

表 2: 公司主要产品目录、性能及应用行业

产品名称	性能	主要用途
奥氏体不锈钢管	无磁性而且具有高韧性和塑性	工业和家具装饰行业和食品医疗行业
超级奥氏体不锈钢管	耐点蚀、耐缝隙腐蚀性优异;力学性能优良,屈服强度高;良好的可加工性	石油工业,盐工业和造纸行业
(超级)双相不锈钢管	优良的耐全面腐蚀和耐局部腐蚀性能;良好的焊接性、综合力学性能、耐晶间腐蚀性能;性价比高,服役周期长	海水环境、石化行业、化肥工业、炼油工业、石油和天然气工业、轻工和食品工业、纸浆和造纸工业、能源与环保工业
耐蚀、耐高温合金管	常温下良好的耐应力、耐点蚀、耐缝隙腐蚀和抗局部腐蚀性能,具有优异的机械性能;高温环境下具有良好的耐腐蚀性能,较高的机械性能	海水环境、石化行业、化肥工业等行业
铁素体不锈钢管	导热系数大;膨胀系数小;抗氧化性好;抗应力腐蚀优	工业和家具装饰行业
沉淀硬化型不锈钢管	优异的室温强度;有良好的耐全面腐蚀性、抗氧化性、抗硫化性、抗疲劳性;强、韧性配合好,低温韧性好;易冷、热加工和焊接	可作为超高强度的材料在核工业、航空和航天工业
双金属复合管	衬管拥有不锈钢、耐蚀合金优良的耐温、耐腐蚀性能;基管拥有碳钢耐压的优良性能;经济性好	高温、高压、高腐蚀环境(硫化氢、氯离子)的油气输送管线
钛合金管	比强度(抗拉强度/密度)高;中温强度高;耐腐蚀性好;低温性能好;弹性模量低,热导率小,无铁磁性;硬度高;冲压性差,热塑性良好	化工、石油、冶金、轻工机械、仪表、发电、海水淡化、医疗器械、氯碱制盐、电镀、环保、铜业等行业。

资料来源:公司官网,天风证券研究所

## 2. 公司经营情况

### 2.1. 主营业务情况

公司目前的产品主要是工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管两大类。产品主要运用于石油、化工、天然气、电力(包括核电)设备制造等行业。根据公司2018年报,公司在石油、化工、天然气行业方面,营业收入比上年同期增加39.90%;在电力设备制造行业方面,营业收入比上年同期增加42.81%;其他机械制造方面,营业收入比上年同期增加67.41%;其他不可分行业则营业收入比上年同期增加35.79%。公司2018年全年营收40.63亿元,同比增长43.42%。报告期内,国内下游石油、化工、天然气及电力设备制造等行业投资增速上升,带动公司产品销量增加,而订单饱满、镍价上涨、产品结构变动等因素又拉高了产品销售单价,公司整体表现量价齐升,销售收入大幅增加。

### 2.2. 公司主要财务指标分析

#### 2.2.1. 公司历年主要营收情况

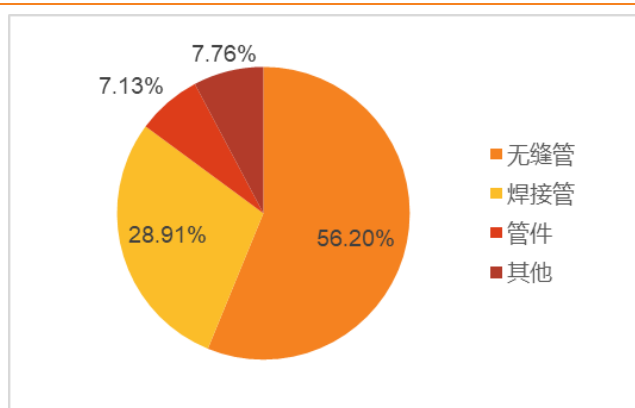
公司主营业务为工业用不锈钢管及特种合金管材、管件的研发、生产和销售,产品主要应用于石油、天然气、电力设备制造、化工、航空航天等事关国家能源安全和先进装备制造

水平的国内外大中型建设项目。

2018 年，公司无缝管产品实现营收 22.83 亿元，同比增长 40.46%，占营收比重为 56.20%；焊接管实现营收 11.75 亿元，同比增长 47.60%，占营收比重为 28.91%。无缝管占公司应收占比同比小幅下滑 1.18%，但仍为公司主要营收品种。

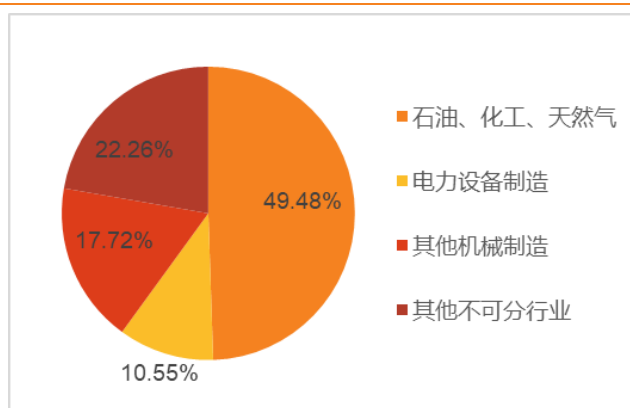
分下游需求来看，公司生产管材近 50%用于石油、化工、天然气领域。其他方面，根据 2018 年公司年报，电力设备制造占公司产品下游需求量的 10.55%，其他机械制造占需求量 17.72%。除此之外，公司产品还应用在造船及其他行业。

图 2：2018 年公司分品种占比



资料来源：wind，天风证券研究所

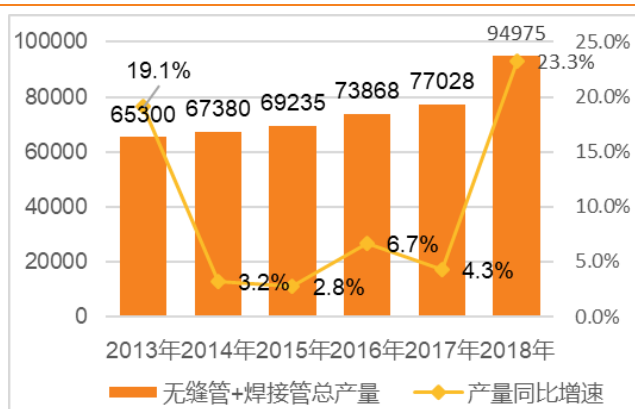
图 3：2018 年分行业营收占比



资料来源：wind，天风证券研究所

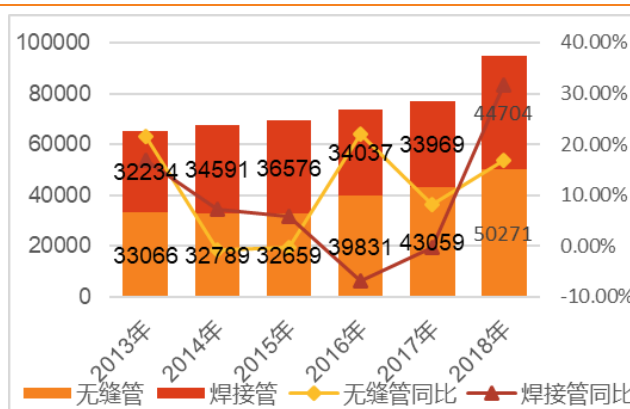
公司近年来总产量稳定增长：2013 年，公司无缝管+焊接管总产量为 65300 吨，截至 2018 年底，公司无缝管+焊接管总产量为 94975 吨，年均增长率为 8.0%。公司总产量虽然稳步增长，但品种间略有分化：2016-2017 年间，受下游需求持续扩大影响，公司无缝管产量大幅增长：2016 年，公司完成年产 3000 万吨石油、天然气开采用耐蚀合金油井管产业化项目；2017 年，公司完成了核电精密管智能化及技术改造项目。该两项目的完成，显著增强了公司的无缝管生产水平。2017 年，公司为恒力石化(大连)有限公司 2000 万吨/年炼化一体化项目提供镍合金无缝钢管，标志着该产品首次实现国产化，替代进口。该项目合同金额 6742.4 万元，截至 2018 年末，该合同已经全部履行完毕。截至 2018 年底，公司无缝管产量为 50271 吨，同比增长 16.75%。而焊接管方面，公司 2017 年焊接管产量为 33969 吨，截至 2018 年底，焊接管产量为 44704 吨，同比增长 31.60%。公司订单饱满，各品种产量均创历史新高。

图 4：公司历年无缝管+焊接管总产量及增速（单位：吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司历年无缝管、焊接管产量及增速（单位：吨）

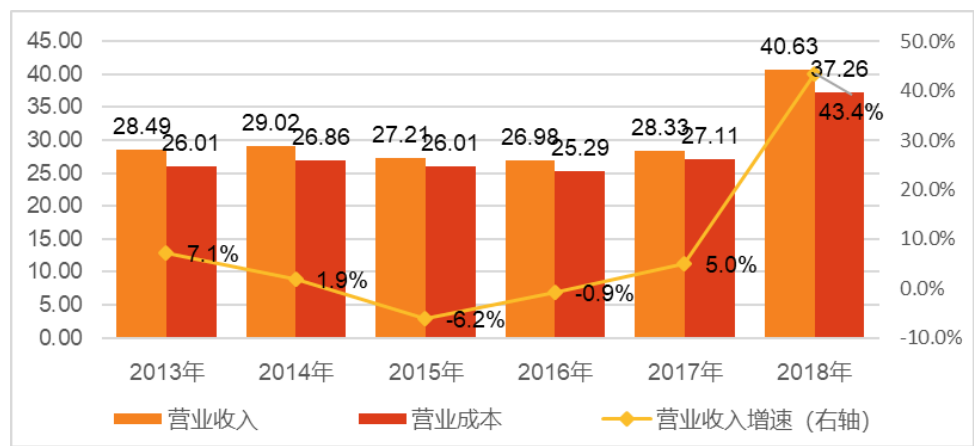


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司产量虽稳步增长，但受制于产品价格及公司经营生产等各方面因素影响，营业成本及营业收入并非单调线性变化。2015-2016 年，营业收入与营业成本下降明显；2017 年以后，行业逐渐回暖，营业收入与营业成本显著增长。值得提出的是，2018 年公司实现营业收入 40.63 亿元，同比增幅达到 43.4%。



图 6：公司历年来营业收入与成本（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 营业成本

公司不锈钢产品的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢卷板和不锈钢平板，材料主要钢号为 304、304L 和 316L 等。在公司的生产经营中，不锈钢原材料成本占公司产品成本的 80% 左右。其中，镍价走势为不锈钢和特种合金价格走势的风向标，特别是生产耐高腐蚀、耐高（低）温、耐高压等高性能、高品质的不锈钢管和特种合金管材，需要含镍量较高的原材料。

图 7：不锈钢冷卷与电解镍价格走势（单位：元/吨）



资料来源：钢联数据，天风证券研究所

因此，制约公司生产成本的最大因素还在于不锈钢的价格走势，而不锈钢的价格走势又与镍价走势相关系数较高。以不锈钢冷卷 304\*2B 价格走势为例，2013-2018 年，不锈钢冷卷均价分别为 16490 元/吨、16752 元/吨、13521 元/吨、13208 元/吨、15697 元/吨、15612 元/吨。其中，2015-2016 年，受原材料价格大幅回落影响，公司营业成本也明显下降。2016 年，公司营业成本为 25.29 亿元，较 2014 年下降 1.57 亿元，降幅 5.95%。2017 年，原材料价格大幅上涨，营业成本同样快速上升。截至 2018 年，不锈钢冷卷 304\*2B 均价为 15612 元/吨，同比基本持平。

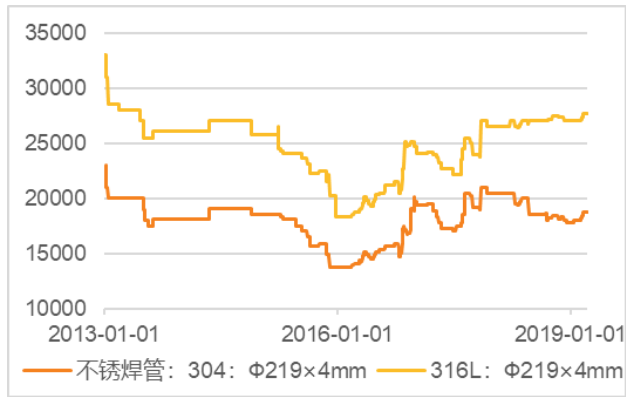
## 2. 营业收入

公司所生产的无缝管、焊接管，对应下游需求行业主要为事关国家能源安全和经济命脉的重要基础产业，如油、气、电力等相关行业，公司的营业收入与产品价格走势密切相关。

从公司产品不锈钢焊管及不锈钢无缝管市场价格走势上看，以不锈钢焊管 304：Φ219×4mm 为例，2013-2018 年，市场均价分别为 19080 元/吨、18690 元/吨、16943 元/吨、15260 元/吨、19008 元/吨、19199 元/吨；不锈钢无缝管 304：Φ76×4mm 的市场均价分别为 20032 元/吨、19878 元/吨、17257 元/吨、16260 元/吨、19547 元/吨、20418 元/吨。从历史价

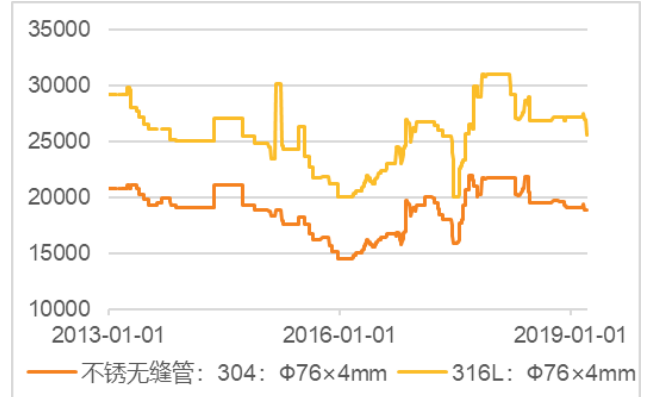
格整体表现上来看, 2013-2016 年, 行业下行带动管材市场价格滑落; 2017 年以来行业逐渐回暖后, 不锈钢管及不锈钢无缝管价格也震荡上行。截至 2019 年 3 月 19 日, 不锈钢管 304:  $\Phi 219 \times 4\text{mm}$  及 316L:  $\Phi 219 \times 4\text{mm}$  价格分别为 18700 元/吨、27700 元/吨, 较 2016 年初分别上涨 5000 元/吨、9400 元/吨; 不锈钢无缝管 304:  $\Phi 76 \times 4\text{mm}$  及 316L:  $\Phi 76 \times 4\text{mm}$  价格分别为 18900 元/吨、25600 元/吨, 较 2016 年初价格分别上涨 4400 元/吨、5500 元/吨。

图 8: 不锈钢管价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

图 9: 不锈钢无缝管价格走势 (单位: 元/吨)

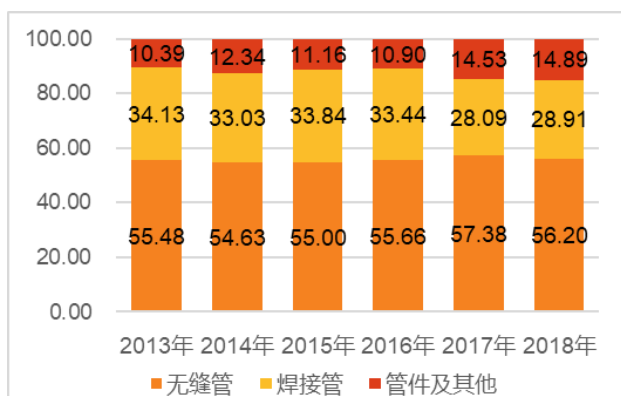


资料来源: 钢联数据, 天风证券研究所

受制于产品价格与营业收入的联动性, 公司经营数据同样受此波动影响。从公司分品种营收占比上来看, 历年来, 无缝钢管营收占比在 54%以上, 焊接管营收占比在 30%左右, 管件及其他营收占比在 10%左右。近年来, 由于公司新建项目投产及下游行业油气投资增速拉动, 公司订单较为饱满, 无缝管营收占比有增加趋势, 而焊接管营收占比在逐渐缩小。截至到 2018 年, 无缝管营收占比为 56.20%, 焊接管营收占比为 28.91%, 管件及其他营收占比为 14.89%。

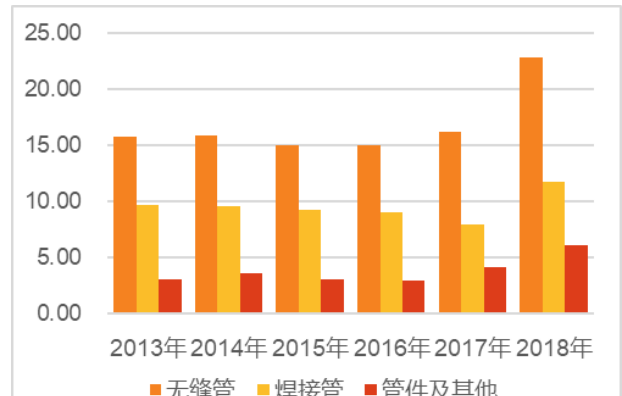
从分品种营收金额上来看, 根据上文所述, 2015-2016 年, 无缝管在产量增加的背景下, 营收金额仍有小幅下降, 主要是受到产品价格下行因素所导致; 2017-2018 年, 无缝管量价齐升, 营业收入显著增加。焊接管方面, 受到下游订单需求减缓及产量下降因素, 近年来焊接管营收金额在 2018 年之前一直处于下降趋势。截至到 2018 年, 公司实现无缝管营收金额 22.83 亿元, 同比增长 40.46%; 焊接管营收金额 11.75 亿元, 同比增长 47.60%; 管件及其他营收金额 6.05 亿元, 同比增长 47.01%。

图 10: 公司历年分品种营收占比 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 公司历年主营业务收入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

综上所述, 从总营业收入上来看, 2015-2016 年, 公司营业收入大幅下降, 2016 年, 公司营业收入为 26.98 亿元, 较 2014 年下降 2.04 亿元, 为近年来较低水平; 2017 年以来, 得益于供给侧改革、国内下游石油、化工、天然气及电力设备制造等行业投资增速上升, 带动公司产品销量增加, 而订单饱满、镍价上涨、产品结构变动等因素又拉高了产品销售单价, 因此公司产品销售量价齐升。截至 2018 年, 公司营业收入为 40.63 亿元, 同比增长



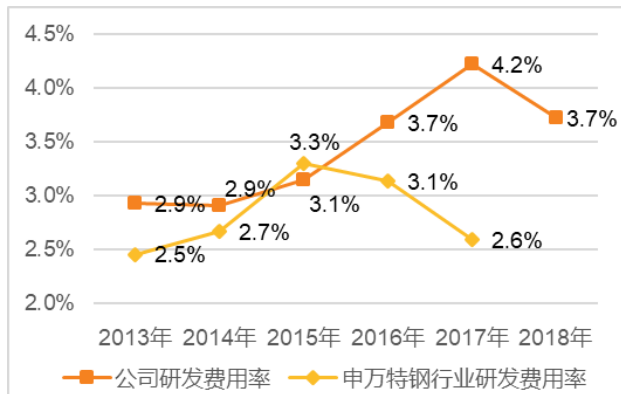
43.4%，为历年最高值。

### 2.2.2. 公司历年费用及盈利表现

公司作为高新技术企业，研发费用一直处于行业领先地位。2013-2017 年，公司研发费用率稳步攀升，根据 wind 统计数据显示，2017 年公司研发费用率为 4.2%，申万特钢行业研发费用率 2.6%。公司研发费用占比明显高于行业平均水平。

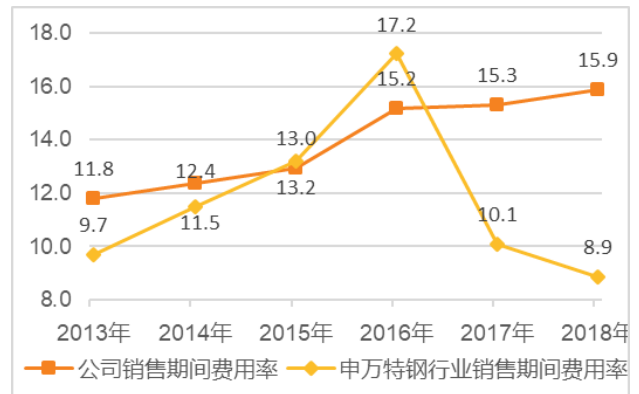
从公司销售期间费用率上来看，2016 年，公司销售期间费用率有较为明显增长，主要由于科研投入费用加大所导致。2016 年，公司科研投入费用为 0.99 亿元，2015 年为 0.86 亿元，同比增长 15.85%。2016 年公司期间费用率为 15.2%，仍低于行业平均值 17.2%；2017 年，行业销售费用率明显下降，但公司仍加大力度投入研发，销售期间费用率基本维持不变；截至 2018 年，公司销售期间费用率为 15.9%，略高于行业平均值 8.9%。

图 12：公司于行业研发费用率走势



资料来源：wind，天风证券研究所

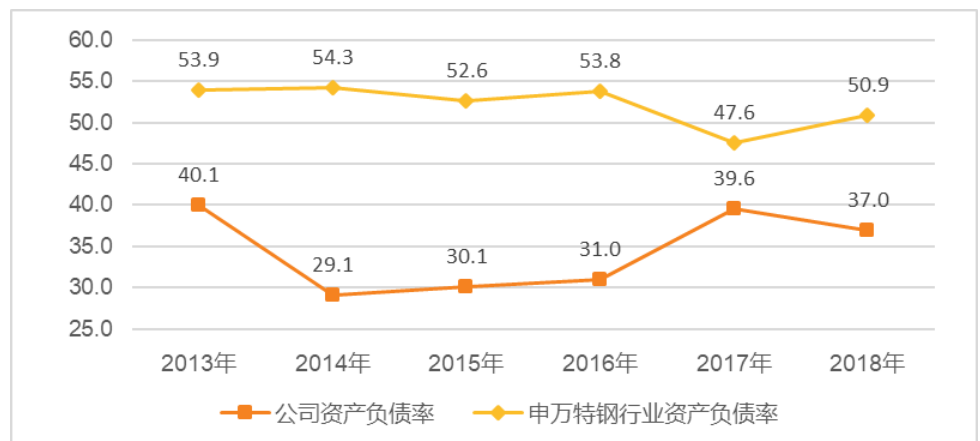
图 13：公司于行业销售期间费用率走势（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从公司的资产负债率上来看，虽然 2014-2017 年间，公司的资产负债率有小幅上升，但仍低于行业的平均水平。截至 2018 年，公司资产负债率为 37%，较 2017 年下降 2.6%，明显低于行业平均值 50.9%。公司资产负债结构优良，有利于降低公司的财务成本，提高企业竞争力。

图 14：公司于申万特钢行业资产负债率（单位：%）



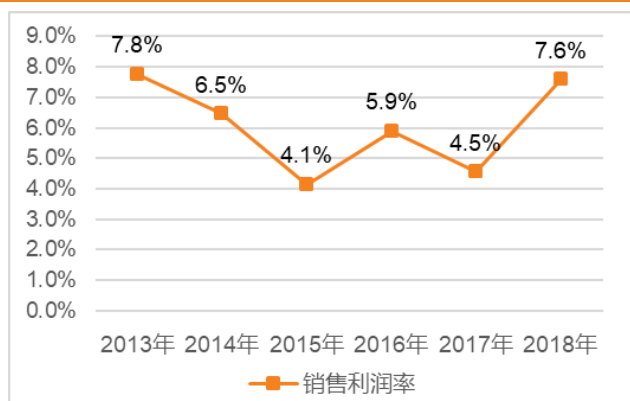
资料来源：wind，天风证券研究所

公司作为特钢企业，销售利润率近年来维持在 4%-8% 之间波动，即便在行业整体表现低迷的 2015 年，公司销售利润率仍保持 4.1%。2016 年，受原材料价格下跌影响，公司营业成本有所下降，销售利润率有小幅增加。截至到 2018 年，公司销售利润率为 7.6%，为近年来较高水平。

公司近年来实现归母净利润走势与销售利润率走势较为一致：在 2013-2016 行业整体回调阶段，公司仍能保持一定盈利水平。2016 年，受原材料价格下跌影响，归母净利润增幅明

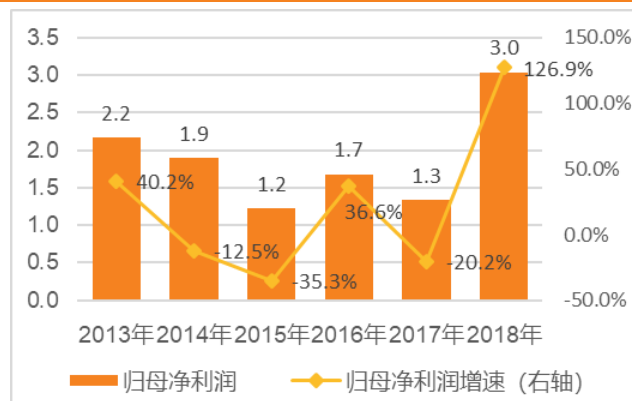
显；2017年，归母净利润有所回落，截至到2018年，公司实现归母净利润3.0亿元，同比增长126.9%，归母净利润同样达到近年来最高值。

图 15：公司历年销售利润率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：公司历年归母净利润（单位：亿元）

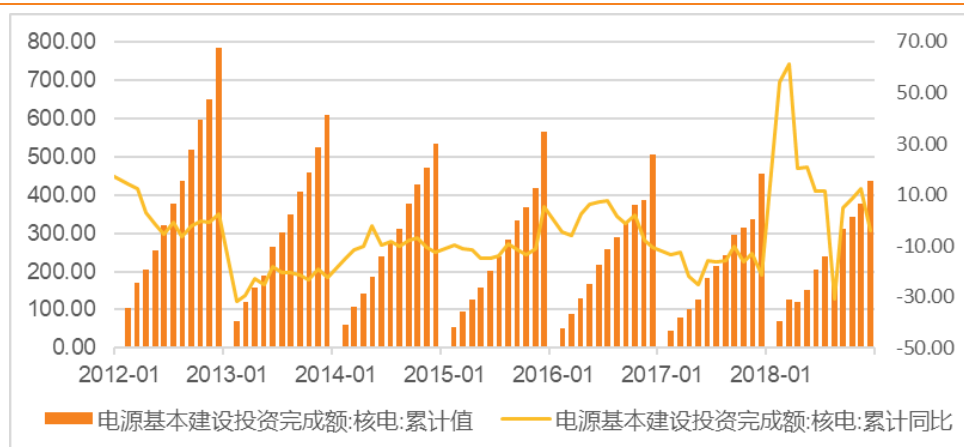


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 下游需求扩张有望继续带动公司主营产品需求

从核电投资数据来看，2017年之前，受国家宏观经济下行因素影响，我国核电投资一直处于下降趋势中。2018年以来，我国核电投资显著加快。截至2018年11月，我国核电基本建设投资额为378亿元，同比增长12.30%；12月份，核电投资同比放缓，导致全年同比小幅下降3.80%。核电投资额在前11个月中保持较高速增长，对公司产品具有良好需求。

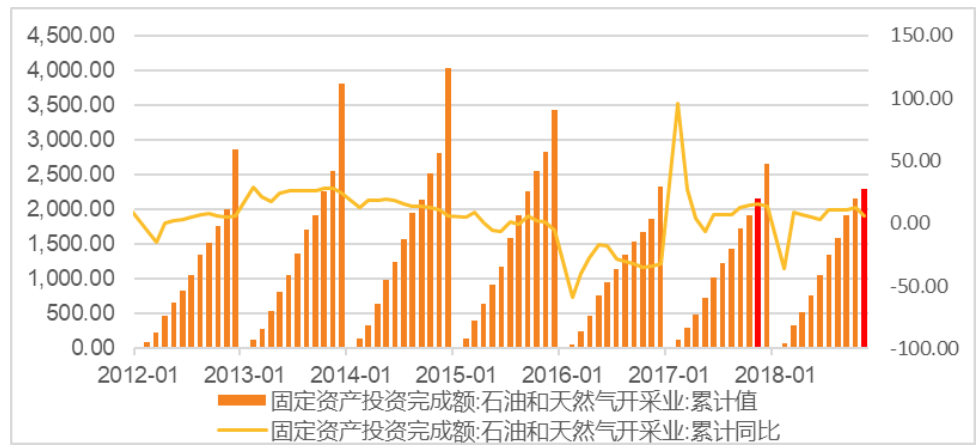
图 17：我国核电基本建设投资完成额及累计增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

从油气投资数据来看，2015-2016年，受整体经济形势下滑影响，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额呈下行趋势；2017年以来，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额保持较快增长速度。2017年，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额为2648.93亿元，同比增长13.90%；截至到2018年11月，我国石油和天然气行业固定资产投资完成额为2287.42亿元，同比增长5.9%。

图 18：我国石油和天然气投资完成额及累计增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，天风证券研究所

2017 年 4 月 19 日，发改委批复北京新机场场外供油项目，该项目总投资 24.8 亿，项目起止路线为自天津南疆油库引出，途径天津市滨海新区、津南区、东丽区、北辰区、宁河区、武清区，以及河北省廊坊市安次区、广阳区、永清县后进入北京新机场。工程管道管径按 2040 年输油量 1200 万吨进行设计。除此之外，2018 年 9 月 19 日，发改委还批复了山西沁水盆地马必区块南区煤层气对外合作项目、鄂尔多斯盆地东缘柳林煤层气对外合作项目以及沁水盆地成庄区块煤层气总体开发项目，该三项目为煤层气开发类项目，总投资额达到 77.9 亿元。油气行业投资稳步增长，后期有望继续带动公司产品需求。

表 3：发改委近两年批复油气项目

项目名称	项目类型	所属省份	批复时间	总投资金额（单位：亿元）
北京新机场场外供油项目	输油管道	天津	2017/4/19	24.83
山西沁水盆地马必区块南区煤层气对外合作项目	煤层气开发	山西	2018/9/19	46.4
鄂尔多斯盆地东缘柳林煤层气对外合作项目	煤层气开发	内蒙古	2018/9/19	25.6
沁水盆地成庄区块煤层气总体开发	煤层气开发	山西	2018/9/19	5.9

资料来源：发改委官方网站，天风证券研究所

2018 年以来，核电及油气项目投资数据回暖，国家批复多项重要项目，后期公司主营产品（不锈无缝管、不锈焊接管）需求仍然可期。

#### 4. 公司竞争优势分析

公司为高新技术企业，拥有国家认定企业技术中心。截至 2018 年末，公司拥有研发人员 307 人，其中享受国务院政府特殊津贴专家 3 人，高级工程师 29 人，工程师 115 人，覆盖不锈钢及特殊合金管道制造全程的完整的技术研发体系，并先后参与制定了 18 项国家标准及 5 项行业标准。公司的研发体系完善，行业影响力较大。

从公司的生产品种及行业竞争力上来分析，目前公司已拥有年产 10 万吨工业用不锈钢管的生产能力，能够生产包括奥氏体/铁素体双相不锈钢无缝管、超级双相不锈钢无缝管、超（超）临界电站锅炉用不锈钢无缝管、镍基耐蚀合金油井管、油气输送用大口径厚壁不锈钢焊接管、大型换热器用超长不锈钢焊接 U 型管、海水腐蚀铁素体不锈钢焊接 U 型管等高科技含量产品。同时，公司是国内少数几家能同时采用国际先进的挤压工艺和穿孔工艺进行生产的企业，先进的装备和工艺提高了原材料成材率和产品品质。根据中国特钢企业协会不锈钢分会统计，公司市场占有率多年位居国内同行业第一位，行业龙头地位和规模优势明显，具备一定的产品议价能力。

另一方面，公司已成为中石化的重点供应单位，也是中石油的一级网络成员单位（中油能源一号网）、中海油、哈尔滨电气、上海电气等国内主要大型企业的合格供应商。国际上看，公司也是英荷壳牌（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）

等世界知名企业的合格供应商。

公司深耕行业，无论是在软实力还是在产品质量上，都处于行业领先地位。公司全方位竞争优势体现较为明显，伴随后期新产线的投入及下游行业的回暖，优势竞争优势有望得到继续加强。

## 5. 盈利预测

### 5.1. 主营分析

由于特钢具有针对性强、下游客户粘性高等特点，因此产品定制化较高，利润率波动相对较小。在行业不景气阶段，特钢产品仍然可以凭借产品自身附加值高，个性化的产品性能保证价格在相对较小的区间内波动，进而为公司提供长期、稳定的盈利。

相较于普钢企业，在行业市场下行期间，企业可以凭借自身产品的特性稳定企业盈利，例如在 2015 年钢铁行业巨幅亏损的阶段，公司仍然实现 1.2 亿元归母净利润。因此，我们认为公司在未来仍将保持相对稳定的盈利。未来随着中国高端制造业计划的推动及油气、核电项目的投入，公司产品需求有望继续提升。

### 5.2. 公司有望保持长期稳定盈利 给予“买入”评级

自供给侧结构性改革开始推进以来，钢铁行业整体景气度上升。产品价格持续回归，企业盈利同时逐步攀升。2016 年-2017 年 Q3，公司 PE(TTM)维持在 30 倍-90 倍之间。自 2016 年四季度后公司市盈率开始持续下行。截至 2019 年 3 月 21 日，公司 PE(TTM)仅为 23.40 倍，处于历史底部位置。

图 19：2016 年以来公司 PE(TTM)变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

据新华社报道，中央全面深化改革委员会第七次会议强调，把稳方向突出实效全力攻坚，坚定不移推动落实重大改革举措。会议强调，推动石油天然气管网运营机制改革，要坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司。作为油气领域的重要环节，中国油气管网设施的建设、运营主要集中于少数大型央企。根据天风证券石化团队的测算，截至 2017 年底，我国长输天然气管道总里程达到 7.7 万公里，其中，中国石油天然气股份有限公司所属管道占比约 69%、中国石油化工股份有限公司占比约 8%、中国海洋石油总公司占比约 7%、其他公司占比约 16%。中国石油 2018 年天然气管道板块资本开支预计在 200 亿左右，同比 2017 年下降 18.46%，预计管网公司成立后，多元股权的市场化运作有利于提高整体的投资效率，并且管道与储运设施的投资积极性将大幅提高。根据公司公告，公司目前已拥有年产 10 万吨工业用不锈钢管的生产能力，而 2018 年公司生产无缝管+焊接管 9.5 万吨，后期尚有提升空间；除此之外，当前公司在建年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目及核电加热器和冷凝器用耐蚀精密焊接管建设项目，未来也将提升公司产量。同时，不锈钢管价格在 2016 年触底之后，近两年价格已连续回暖且平稳运行，后期得益于需求增加，钢管价格也

将获得一定支撑；内在因素方面，公司市场占有率多年位居国内同行业第一位，具备一定的产品议价能力，公司利润有望得到保持并扩大。我们参照过去一年的 PE (TTM) 均值 28.47 进行测算，对应公司股价为 10.29 元左右，给予“买入”评级。

表 4：公司主营业务拆分

项目	2017 年报	2018 年报	2019E	2020E	2021E
<b>无缝管</b>					
收入 (百万元)	1,625.65	2,283.40	2,508.06	2,711.38	2,901.80
增长率 (%)		40.46	9.84	8.11	7.02
毛利 (百万元)	406.32	628.65	611.11	637.04	681.93
毛利率 (%)	24.99	27.53	24.37	23.50	23.50
<b>焊接管</b>					
收入 (百万元)	795.80	1,174.62	1,233.35	1,295.02	1,346.82
增长率 (%)		47.60	5.00	5.00	4.00
毛利 (百万元)	155.74	291.63	308.34	323.75	336.70
毛利率 (%)	19.57	24.83	25.00	25.00	25.00
<b>管件</b>					
收入 (百万元)	123.93	289.69	318.66	344.15	368.24
增长率 (%)		133.75	10.00	8.00	7.00
毛利 (百万元)	26.29	71.05	79.66	86.04	92.06
毛利率 (%)	21.22	24.52	25.00	25.00	25.00
<b>其他主营业务</b>					
收入 (百万元)	123.69	212.79	223.43	239.07	253.41
增长率 (%)		72.03	5.00	7.00	6.00
毛利 (百万元)	19.10	6.48	11.17	11.95	12.67
毛利率 (%)	15.45	3.05	5.00	5.00	5.00
<b>其他业务</b>					
收入 (百万元)	163.93	102.55	104.60	105.65	106.70
增长率 (%)		(37.44)	2.00	1.00	1.00
毛利 (百万元)	0.76	20.47	20.92	21.13	21.34
毛利率 (%)	0.46	19.97	20.00	20.00	20.00
<b>合计</b>					
	2017 年	2018 年	2019E	2020E	2021E
收入 (百万元)	2,833.00	4,063.05	4,388.10	4,695.27	4,976.98
增长率 (%)		43.42	8.00	7.00	6.00
毛利 (百万元)	608.21	1,018.28	1,031.20	1,079.91	1,144.71
毛利率 (%)	21.47	25.06	23.50	23.00	23.00

资料来源：wind，天风证券研究所



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	710.12	797.71	658.22	704.29	909.00
应收账款	560.53	599.37	872.38	680.20	898.40
预付账款	127.84	99.08	105.21	150.06	113.08
存货	1,073.26	1,082.50	1,585.68	1,268.58	1,659.71
其他	565.57	686.26	319.63	783.56	417.79
<b>流动资产合计</b>	<b>3,037.32</b>	<b>3,264.93</b>	<b>3,541.12</b>	<b>3,586.70</b>	<b>3,997.99</b>
长期股权投资	0.00	18.00	18.00	18.00	18.00
固定资产	1,630.04	1,464.96	1,430.96	1,394.46	1,355.45
在建工程	64.74	175.53	155.53	135.53	115.53
无形资产	182.38	210.39	219.28	229.47	241.47
其他	36.50	48.31	52.49	50.27	50.35
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,913.67</b>	<b>1,917.18</b>	<b>1,876.26</b>	<b>1,827.72</b>	<b>1,780.81</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,950.98</b>	<b>5,182.11</b>	<b>5,417.38</b>	<b>5,414.42</b>	<b>5,778.79</b>
短期借款	314.04	44.30	68.01	39.02	0.00
应付账款	297.04	295.82	539.39	317.93	551.55
其他	408.63	544.74	855.30	728.29	625.06
<b>流动负债合计</b>	<b>1,019.71</b>	<b>884.86</b>	<b>1,462.70</b>	<b>1,085.24</b>	<b>1,176.61</b>
长期借款	4.29	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	827.48	867.56	565.01	753.35	728.64
其他	108.79	139.72	119.42	122.64	127.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>940.55</b>	<b>1,007.28</b>	<b>684.44</b>	<b>875.99</b>	<b>855.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,960.26</b>	<b>1,892.14</b>	<b>2,147.14</b>	<b>1,961.23</b>	<b>2,032.51</b>
少数股东权益	93.29	117.95	109.20	103.49	99.30
股本	841.51	841.52	841.52	841.52	841.52
资本公积	670.17	767.25	767.25	774.76	774.76
留存收益	1,853.82	2,128.31	2,319.53	2,508.18	2,805.46
其他	(468.07)	(565.06)	(767.25)	(774.76)	(774.76)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,990.72</b>	<b>3,289.97</b>	<b>3,270.24</b>	<b>3,453.19</b>	<b>3,746.28</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,950.98</b>	<b>5,182.11</b>	<b>5,417.38</b>	<b>5,414.42</b>	<b>5,778.79</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	128.71	308.16	326.71	330.95	418.19
折旧摊销	210.97	217.29	91.69	94.82	98.03
财务费用	21.47	40.31	3.81	3.76	(4.32)
投资损失	1.53	(6.48)	(1.39)	(1.39)	(1.39)
营运资金变动	(824.08)	182.35	107.23	(337.07)	(73.06)
其它	339.15	(92.42)	(10.68)	(5.38)	(3.76)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(122.24)</b>	<b>649.22</b>	<b>517.38</b>	<b>85.69</b>	<b>433.71</b>
资本支出	198.68	178.07	66.88	45.29	46.41
长期投资	0.00	18.00	0.00	0.00	0.00
其他	(600.17)	(364.32)	(112.09)	(92.41)	(96.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(401.49)</b>	<b>(168.25)</b>	<b>(45.21)</b>	<b>(47.12)</b>	<b>(49.65)</b>
债权融资	1,145.80	911.87	641.69	795.26	732.49
股权融资	176.26	59.62	(206.01)	3.74	4.32
其他	(389.04)	(1,376.81)	(1,047.36)	(791.50)	(916.17)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>933.02</b>	<b>(405.32)</b>	<b>(611.67)</b>	<b>7.51</b>	<b>(179.36)</b>
汇率变动影响	(0.18)	0.00	(0.06)	(0.08)	(0.05)
<b>现金净增加额</b>	<b>409.11</b>	<b>75.65</b>	<b>(139.56)</b>	<b>46.00</b>	<b>204.66</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,833.00</b>	<b>4,063.06</b>	<b>4,388.10</b>	<b>4,695.27</b>	<b>4,976.98</b>
营业成本	2,224.78	3,044.77	3,356.90	3,615.36	3,832.28
营业税金及附加	15.71	28.74	30.18	30.51	33.93
营业费用	165.36	207.69	272.41	291.48	259.80
管理费用	244.48	245.56	344.86	352.65	355.25
财务费用	23.72	37.56	3.81	3.76	(4.32)
资产减值损失	37.18	7.39	22.47	22.35	17.40
公允价值变动收益	0.01	(2.90)	(1.93)	0.32	0.43
投资净收益	(1.70)	6.48	1.33	1.31	1.34
其他	(24.41)	108.27	1.21	(3.25)	(3.54)
<b>营业利润</b>	<b>147.89</b>	<b>379.49</b>	<b>356.87</b>	<b>380.79</b>	<b>484.42</b>
营业外收入	1.35	1.84	10.75	4.64	5.74
营业外支出	1.87	2.95	3.56	2.79	3.10
<b>利润总额</b>	<b>147.37</b>	<b>378.38</b>	<b>364.06</b>	<b>382.64</b>	<b>487.06</b>
所得税	18.66	70.22	46.10	57.40	73.06
<b>净利润</b>	<b>128.71</b>	<b>308.16</b>	<b>317.96</b>	<b>325.24</b>	<b>414.00</b>
少数股东损益	(5.12)	4.53	(8.75)	(5.70)	(4.19)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>133.82</b>	<b>303.64</b>	<b>326.71</b>	<b>330.95</b>	<b>418.19</b>
每股收益(元)	0.16	0.36	0.39	0.39	0.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.00%	43.42%	8.00%	7.00%	6.00%
营业利润	-12.09%	156.60%	-5.96%	6.70%	27.22%
归属于母公司净利润	-20.23%	126.89%	7.60%	1.30%	26.36%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.47%	25.06%	23.50%	23.00%	23.00%
净利率	4.72%	7.47%	7.45%	7.05%	8.40%
ROE	4.62%	9.57%	10.34%	9.88%	11.47%
ROIC	6.13%	10.01%	9.38%	10.20%	11.67%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.59%	36.51%	39.63%	36.22%	35.17%
净负债率	17.24%	3.17%	5.58%	24.53%	12.32%
流动比率	2.98	3.69	2.42	3.30	3.40
速动比率	1.93	2.47	1.34	2.14	1.99
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.39	7.01	5.96	6.05	6.31
存货周转率	2.94	3.77	3.29	3.29	3.40
总资产周转率	0.64	0.80	0.83	0.87	0.89
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.36	0.39	0.39	0.50
每股经营现金流	-0.15	0.77	0.61	0.10	0.52
每股净资产	3.44	3.77	3.76	3.98	4.33
<b>估值比率</b>					
市盈率	53.20	23.45	21.79	21.51	17.02
市净率	2.46	2.24	2.25	2.13	1.95
EV/EBITDA	18.21	7.36	15.83	15.16	12.10
EV/EBIT	44.92	10.37	19.86	18.89	14.57

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com