

钢铁行业

公司研究/深度报告

受益于油气资本开支回升和核电重启，盈利重回快速增长轨道

深度研究报告/钢铁行业

2019年4月22日

报告摘要：

● 受益下游行业景气，盈利重回快速增长轨道

公司主营应用于石油、化工天然气领域的不锈钢管，无缝管和焊接管产能分别为4.35、5.25万吨/年。布局高端品种，具备一定的议价能力，2015年周期底部仍然盈利1.2亿元。2017年受益于下游行业景气，收入迎来拐点，2018年量价齐升，全年实现营收40.63亿（同比+43.4%），创历史最高水平；归母净利3.04亿元（同比+126.9%），盈利重回快速增长轨道。不考虑常宝并购因素，与特钢板块可比钢管企业相比，盈利更稳定，更具成长性。

● 油气改革，资本开支回升，将继续拉动油气管需求

发改委和能源局联合印发《中长期油气管网规划》，预计到2020年，全国油气管网规模将达16.9万公里，原油/成品油/天然气管道分别为3.2/3.3/10.4万公里；到2025年，全国油气管网规模将达24万公里，原油/成品油/天然气管道分别为3.7/4.0/16.3万公里。照此推算，未来3年/8年内，需分别完成3.6/10.7万公里建设任务，年均完成1.2万-1.3万公里管道建设里程。油价上涨，三桶油资本支出资本性支出自2016年以来持续增加，年报显示2019年其资本性支出合计将达10138-10338亿元，同比增长16.25%-18.54%，将继续拉动油气管需求。

● 核电重启，公司是U型管双寡头之一将充分受益

2018年下半年起，核电装机增速快速提升，据《中国核电中长期发展规划》，到2020年，全国在运核电规划装机容量达到5800万千瓦，在建3000万千瓦。目前中国在运和在运核电机组总装机容量离2020年的规划目标还有3000万千瓦的缺口，需要在2019至2020年开工建设30台单机装机容量为100万千瓦的核电机组。按照一台机组管材用量250吨，其中蒸发器在150吨测算，30台机组的管材总需求量为7500吨。2019年核电重启，公司是U型管双寡头之一，技术积累深厚，将充分受益。

● 投资建议

油气改革、资本开支回升，叠加核电重启，看好公司盈利持续性，预计2019-2021年EPS分别0.32/0.36/0.38元，对应PE分为25.4/22.9/21.7X。4月17日，PE(ttm)24处于历史低点，PB(lf)2.5，均处于历史较低水平。首次覆盖，给予推荐评级。

● 风险提示

钢材需求大幅下降，核电重启不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,063	4,384	4,726	4,835
增长率（%）	43.4%	7.9%	7.8%	2.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	304	353	393	414
增长率（%）	126.9%	16.4%	11.2%	5.3%
每股收益（元）	0.36	0.32	0.36	0.38
PE（现价）	22.6	25.4	22.9	21.7
PB	2.2	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

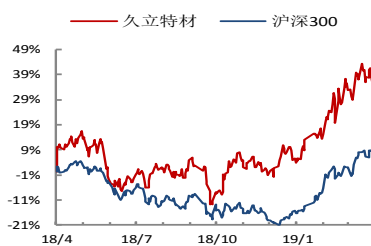
当前价格：8.15

交易数据

2019-4-19

近12个月最高/最低(元)	8.26/5.32
总股本(百万股)	841.53
流通股本(百万股)	817.74
流通股比例(%)	97%
总市值(亿元)	68.58
流通市值(亿元)	66.65

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号：S0100117060026

电话：010-85127433

邮箱：wangjiechao@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号：S0100117110078

电话：010-85127433

邮箱：zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

1. 宝钢股份(600019)深度报告：成长中的行业领军者，稳定分红凸显投资价值
2. 柳钢股份(601003)深度报告：积极调整生产结构，盈利大幅提升

目录

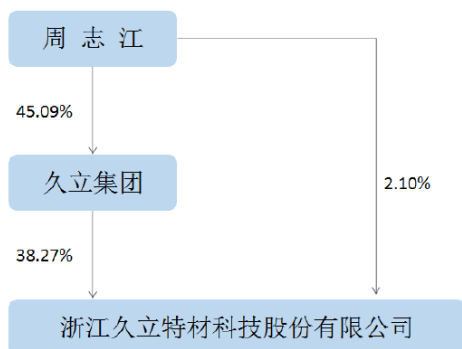
一、深耕高端产品，业绩创历史新高	3
1、股价上行，股权质押风险下降	3
2、不锈钢管优势企业，加速布局高端品种	3
3、受益于下游行业景气，2018 年经营业绩创新高	5
二、油气资本支出回升，下游需求旺盛	9
1、能源结构合理化调整+油气管网改革，有望拉动长期需求	9
2、油价上涨带动三桶油资本支出增加，中短期需求继续增长	11
三、核电重启，公司将充分受益	12
1、核电重启，公司作为 U 型管双寡头之一将充分收益	12
2、火电技术不断创新，高端锅炉管是瓶颈产品	16
四、估值处于历史底部	17
插图目录	19
表格目录	19

一、深耕高端产品，业绩创历史新高

1、股价上行，股权质押风险下降

浙江久立特材科技股份有限公司创建于 1987 年，于 2009 年 12 月 11 日在深交所挂牌上市。久立集团持有公司 38.27% 的股份，是公司的控股股东；周志江先生直接持有公司 2.10% 的股份，并通过久立集团间接持有 38.27% 的股份，为公司实际控制人。

图 1：股权结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 2：股价上行，股权质押风险下降



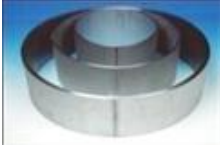
资料来源：东方财富，民生证券研究院

据中登披露，截至 4 月 14 日，大股东久立集团全部质押数为 28572.5 万股，占公司总股本的 33.95%，占久立集团总持股的 86.61%。2017 年以来公司股价下跌，最低到 2018 年 10 月的 5.2 元，之后转折向上，到 4 月 12 日收盘价为 8.46 元，质押日至今股价涨跌幅基本为正。从股价上行的角度来看股权质押风险明显下降。另一方面，2018 年下半年股权质押风险很大，“一行两会”、交易所、证券业协会、地方政府致力化解风险，成立纾困基金。从政策角度来看股权质押风险也有所下降。

2、不锈钢管优势企业，加速布局高端品种

公司主营工业用不锈钢管及特种合金管材、管件的研发、生产和销售，产品广泛应用于石油、天然气、电力设备制造、化工、造船、造纸、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行业。产品主要是无缝管、焊接管和管件三大类。已与中石化，中石油，中海油，中国神华，英国石油公司，拜尔公司，巴西国家石油公司，沙特国家石油公司，东方电气，上海电气，美国通用电气，美国阿尔斯通，韩国斗山重工，日本株式会社，广船国际，江南造船(集团)，玖龙纸业等国内外知名厂商和机构建立了良好的业务合作关系。

表 1：主管工业用不锈钢无缝管、焊接管和管件三大类产品

产品大类	产品小类	样图	主要用途
无缝管	无缝管（穿孔工艺生产）		石油、化工、电力、造船、造纸、航空、航天、机械制造等行业，如石化换热器用管、仪表压力管道、流体输送管道、超（超）临界电站锅炉用管等。
	无缝管（挤压工艺生产）		
	U 型管		电厂中的低压加热器、冷凝器以及石化行业使用的 U 型管换热器等。
焊接管	中大口径焊接管		石油、天然气、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道等。
	直管		电力、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如电站冷凝器、换热器用管等。
	小口径焊接管		化工、食品加工、制药等行业中的非标设备，如盘管式加热器、冷却器、反应器等。
	盘管		
管件	焊接管件、无缝管件		将钢管连接成管路的一类零部件，在管路系统中起连接、控制、变向、分流、密封、支撑等作，应用于石油、化工、电力、造船、医药、食品、军工、机械、水处理等。

资料来源：《久立特材可转换公司债券募集说明书》，民生证券研究院

10 万吨工业用不锈钢管产能，加速布局高端品种。公司具备 10 万吨的工业用不锈钢管的生产能力，其中无缝管和焊接管产能分别为 4.35、5.25 万吨/年。公司紧跟国家发展步伐，加速布局高端装备制造及新材料领域，不断开发新产品应用于高端领域市场，产品已由上市前普通无缝管、焊接管扩大到核电用管、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、仪器仪表管等中高端品种。在已释放的产能中，2012 年投产的镍基合金油井管、超超临界锅炉管和核电蒸发器 U 型管以及 2017 年所投产的耐蚀合金油井管均属于无缝管，这些均属单位盈利水平较高的高端产品。

表 2：11.5 万吨的工业用不锈钢管和管件的生产能力

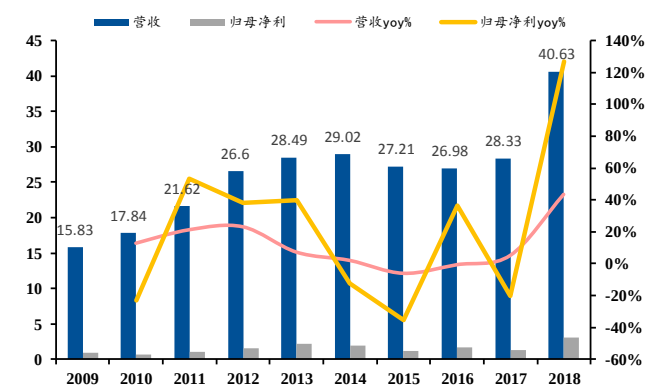
项目及产品	产能	项目类型	投产时间
无缝管	1.85 万吨	原有产能	2009 年上市以前
焊接管	2.25 万吨		
大口径油气输送管	1 万吨	IPO 募投项目	2009.12
超超临界锅炉管	2 万吨		2010.12
镍基合金油井管	3000 吨		2012.01
核电蒸发器用管	500 吨	超募项目	2012.01
精密管	1500 吨		2012.01
LNG 大口径输送管	2 万吨	可转债项目	2013.11
双金属复合管（油气管道输送用）	1 万吨		2014.06
冷冻装备及空气化工行业等行业（无缝管）	3000 吨	收购华特钢管	2016
耐蚀合金油井管	3000 吨	自有资金	2017
5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材	-	可转债项目+自有资金	预计部分 2019 年底
航空航天材料及制品	1000 吨		
工业自动化与智能制造项目（原有产线自动化改造）	-		
核电加热器和冷凝器用耐蚀精密焊接管建设项目	-		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3、受益于下游行业景气，2018 年经营业绩创新高

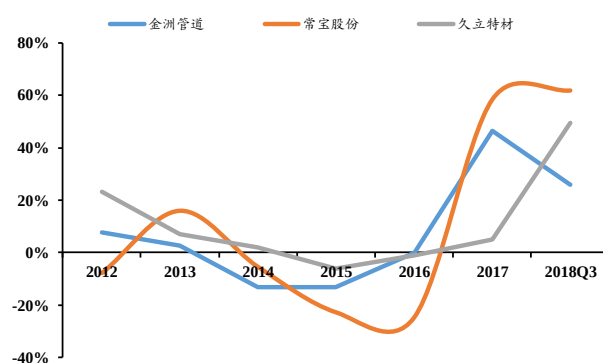
受益于下游油气、电力设备制造行业景气上行，2017 年迎来收入拐点；归母净利润下降 20.2%，主要是由于毛利率下降 1.6%（焊接管售价下降）叠加人民币升值产生汇兑损失（同比增加 0.26 亿）。2018 年公司产品量价齐升，营收逐季提升，全年实现营收 40.63 亿，同比上升 43.4%，创历史最高水平；归母净利润 3.04 亿元，同比上升 126.9%，业绩重回快速增长轨道。若不考虑常宝 2017-2018 年的并购，久立特材业绩表现更稳定，更具备成长性。

图 3：2018 年归母净利润 3.04 亿元，同比增长 126.9%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：久立特材收入增速高具有成长性



资料来源：公司公告，民生证券研究院

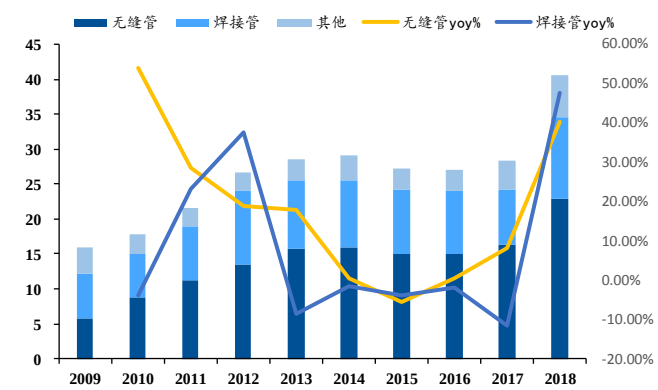
表 3: 可比公司盈利能力

	净利率			ROE		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
金洲管道	4%	2%	4%	4.88	3.17	7.90
常宝股份	7%	5%	4%	7.08	3.68	4.27
久立特材	5%	6%	5%	5.05	6.61	4.86

资料来源: wind, 民生证券研究院

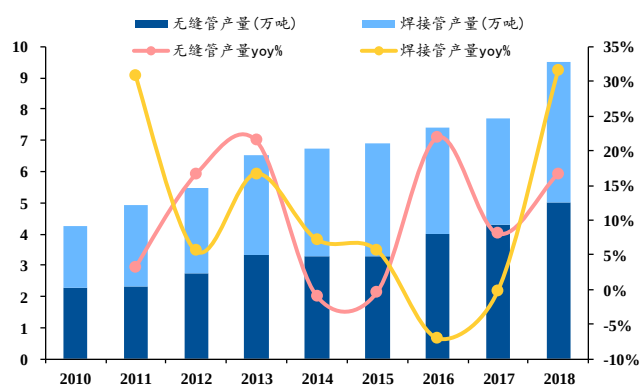
产量方面, 公司“以销定产”, 产销基本一致。2010-2018 年公司不锈钢管产销量总体呈现不断上升的趋势, 2018 年无缝管和焊接管产量分别为 5 万吨、4.5 万吨, 同比分别增长 16.7%、31.6%。吨钢平均售价分别上升了 18.3%、9.4%; 收入分别同比增长 40.4%/47.6%。受限于产能, 2019 年产销量增速或边际放缓, 计划实现不锈钢管销量 9.97 万吨 (同比增加 0.39 万吨), 管件销量 0.58 万吨。

图 5: 2018 年无缝管/焊接管收入同比上升 40.4%/47.6%



资料来源: wind, 民生证券研究院

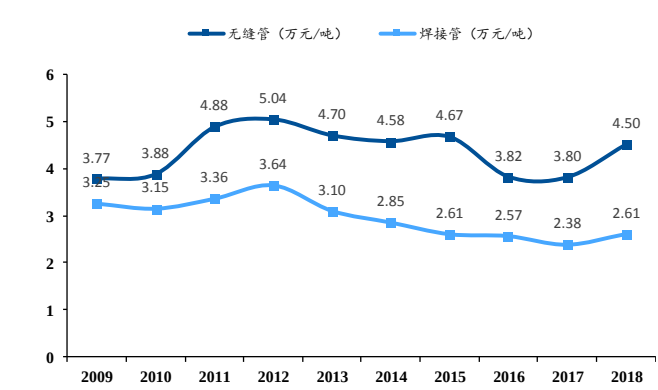
图 6: 2018 年无缝管和焊接管产量同比+16.7%/31.6%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

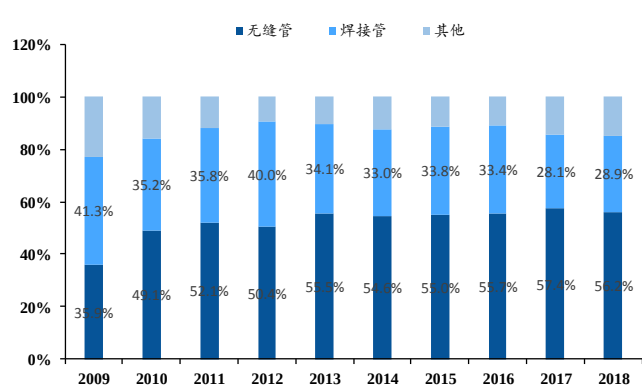
分产品来看, 2011 年以来无缝管营收占比都在一半以上, 主要是由于无缝管产量和价格均高于焊接管。2018 年无缝管/焊接管的营收占比 56.2%/28.9%。

图 7: 2018 年公司主要产品价格上升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 8: 无缝管收入贡献比重呈现上升趋势

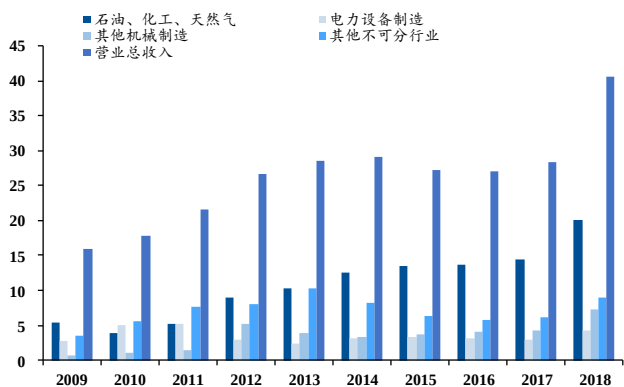


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

按产品所应用下游领域看, 自 2010 年以来, 用于石油、化工、天然气领域的产品收

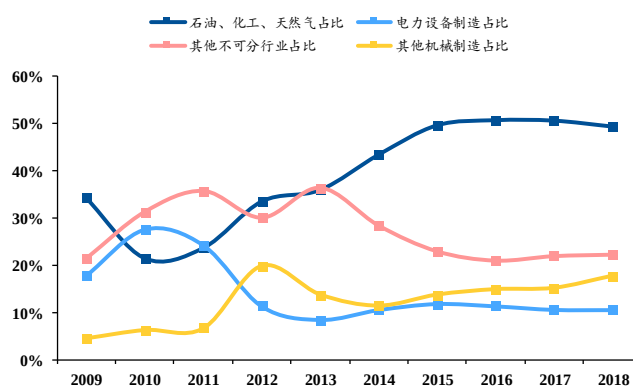
入不断上升，营收占比也逐年提升，2017、2018 年收入占比达 51%、49%。电力设备制造收入占比自 2012 年以来较为稳定，维持在 11%左右。自 2013 年以来，其他类的收入占比逐年下降到 2018 年的 22%，公司产品的下游应用领域不断集中，逐步向“长、特、优、高、精、尖”发展。

图 9：2015 年以来各下游应用领域营收均不断提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

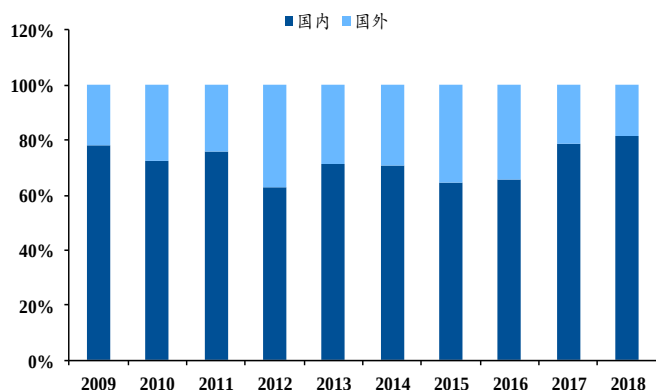
图 10：2018 年石油、化工、天然气行业营收占比近一半



资料来源：公司公告，民生证券研究院

分地区来看，国外营业收入占比从 2016 年的 34% 下降到 2018 年的 19%，主要是由于是部分销往国外客户的产品通过客户设在国内的公司实现销售，公司海外市场逐渐缩小，产品销售主要集中在国内。

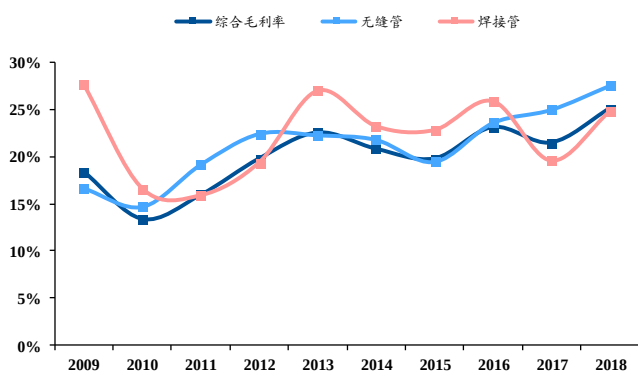
图 11：2018 年国内营收占比上升至 71%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

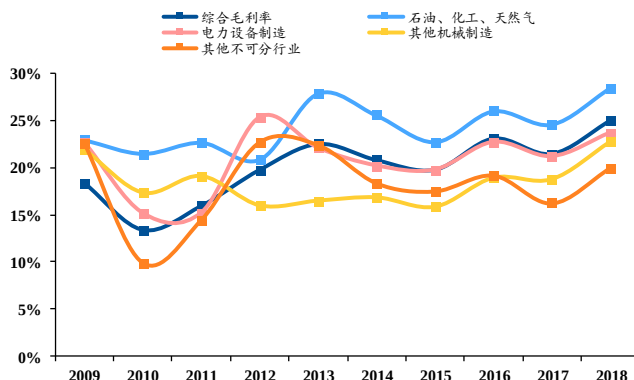
公司不锈钢成本中原材料占比 80% 左右，公司产品定价一直采用“原材料×成材率+加工费”定价模式。2010 年以来公司毛利率总体呈稳步上升趋势。一方面，据中国特钢企业协会不锈钢分会统计，公司市占率多年位居国内同行第一位，且聚焦高端管材，具备一定议价能力。另一方面，与钢厂签订战略合作协议，降低原材料采购成本；接单后根据生产周期和市场情况，全部或部分锁定原材料价格以降低价格波动风险；精细管理，降低辅料成本；实施员工持股计划、发放效益奖等方式提高员工积极性自发降本。分行业来看，应用于石油、化工、天然气的产品的毛利率最高，2018 年达到 28.5%。

图 12: 毛利率呈上升趋势



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13: 应用于石油、化工、天然气领域的产品毛利率最高

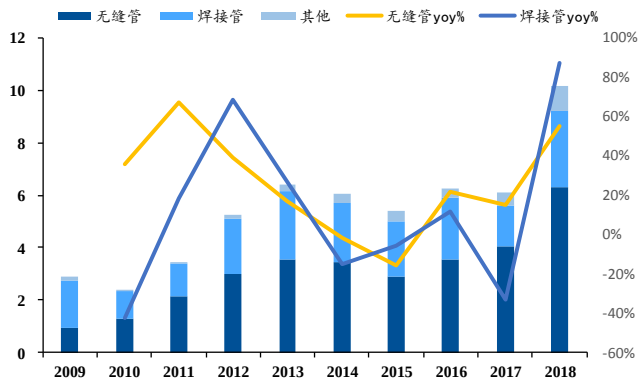


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分产品来看，2010-2018 年，无缝管毛利占比从 54% 上升到 62%。无缝管的毛利占比一直大于焊接管，一方面是由于无缝管营收占比大于焊接管，另一方面，由于无缝管单位毛利较高的高端产品的产能不断释放，毛利率从 2009 年的 16.7% 上涨到 2018 年的 27.5%。

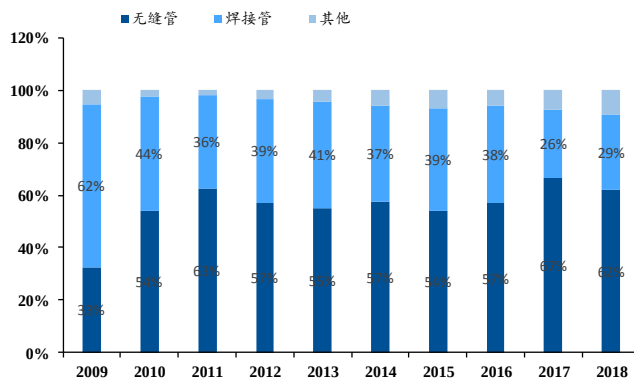
分下游应用领域来看，2010-2015 年，应用于石油、化工、天然气的产品毛利占比从 34% 上升至 57%，之后基本维持稳定；而其他下游领域的毛利占比则从 2010 年开始先下降，之后也在 43% 的水平上保持稳定。

图 14: 2018 年毛利同比大增 67.4%



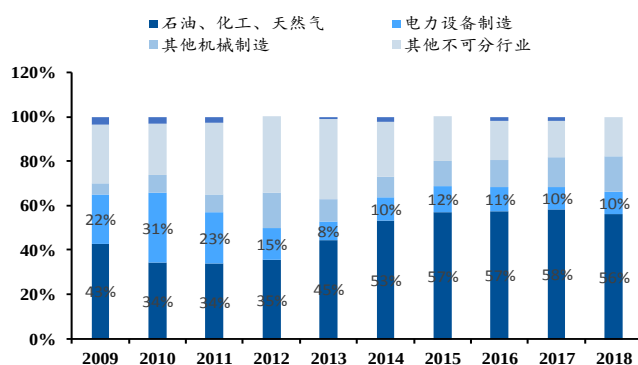
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15: 无缝管毛利占比约 62%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16: 应用于石油、化工、天然气的毛利占比超 56%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

技术创新和管理创新, 将进一步降低成本。公司不锈钢产品的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢平板和不锈钢卷板, 成分包括受各种因素的影响, 若镍价和不锈钢价格剧烈波动, 则会造成原材料价格波动并导致库存风险。为此, 公司通过技术改造创新和内部管理创新, 提高成材率, 控制生产成本; 同时不断提高公司原材料采购管理以及控制库存的能力, 提升产品毛利率。2018 年 12 月 26 日, 公司发布公告与钢研总院、永兴特钢以及久立永兴特种合金在湖州签署了《关于联合成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心的框架协议》, 开展耐蚀合金、高温合金、特种不锈钢及高强钢材材料的研发, 进一步实现关键材料、核心技术自主化。

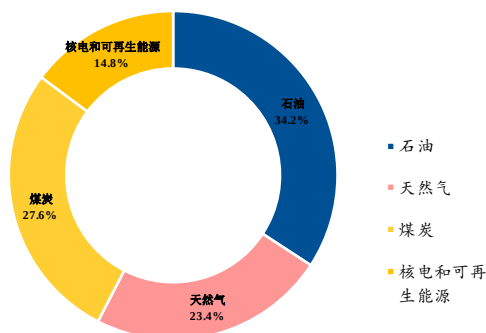
二、油气资本支出回升, 下游需求旺盛

据前文所述, 2018 年公司不锈钢管产品在石油、化工、天然气领域的营收占比为 49%, 毛利占比为 56%, 是公司产品最重要的下游应用领域, 因此石油、化工、天然气领域需求的变化对公司营收和毛利的影响较大。下面从长期和短期两个维度, 分析石油、化工、天然气领域行业基本面变化。

1、能源结构合理化调整+油气管网改革, 有望拉动长期需求

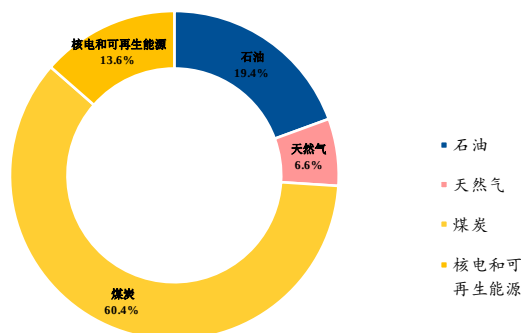
我国能源消费结构及相关配套设施较国际水平存在较大差距。2017 年, 我国一次能源消费结构中石油、天然气占比分别仅为世界平均水平的 1/2、1/4, 分别占比 19.4% 和 6.6%; 煤炭占比 60.4%, 仍是我国的主体能源。根据国务院发布的能源发展“十三五”规划, 将逐步降低煤炭消费比重, 提高天然气和非化石能源消费比重, 引导能源消费结构领域更合理的变化。其中, 天然气有望成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一。根据国务院办公厅印发的《能源发展战略行动计划 2014—2020》, 预计到 2020 年, 累计新增常规天然气探明地质储量 5.5 万亿立方米, 年产常规天然气 1850 亿立方米; 天然气消费量达到 3952.90 亿立方米, 在一次能源消费中的比重达到 10% 以上。

图 17: 2017 年全球一次能源消费结构



资料来源: BP, 民生证券研究院

图 18: 2017 年中国一次能源消费结构

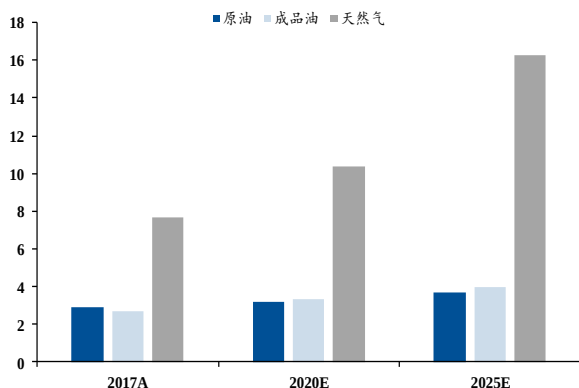


资料来源: BP, 民生证券研究院

目前天然气管线互联互通程度仍然较低，基础设施落后。我国天然气干线管道里程约 7.4 万公里，其中干线管道密度只有 7.3 米/平方公里，只有美国的 1/8、法国的 1/9、德国的 1/10。主干管道之间、主干管道与省级管网之间、沿海 LNG 接收站与主干管道之间互联互通程度较低，区域气源“孤岛”或 LNG 孤站多处存在，具备互联互通功能的枢纽站和双向输气功能的管道较少，管网压力不匹配，富余气源和 LNG 接收站不能有效利用。

2017 年，我国油气管道工程建设平稳推进，油气长输管道总里程累计约为 13.3 万千米，其中原油管道约 2.9 万公里，成品油管道约 2.7 万公里，天然气管道约 7.7 万公里。按照十三五规划，2020 年我国天然气综合保供能力应达到 3600 亿立方米以上，2019-2020 年每年至少增加 400 亿立方米，而新增的天然气必须与管道配套。发改委和能源局联合印发《中长期油气管网规划》，预计到 2020 年，全国油气管网规模将达 16.9 万公里，原油/成品油/天然气管道分别为 3.2/ 3.3/10.4 万公里；到 2025 年，全国油气管网规模将达 24 万公里，原油/成品油/天然气管道分别为 3.7/4.0/16.3 万公里。照此推算，未来 3 年/8 年内，需分别完成 3.6/10.7 万公里建设任务，年均完成 1.2 万-1.3 万公里管道建设里程。

图 19: 预计 2020/2025 年全国油气管网规模将达 16.9/24 万公里



资料来源:《中长期油气管网规划》，民生证券研究院

油气管网设施的建设、运营主要集中于少数大型央企。截至 2017 年末，国内油气长

输管道总里程累计约为 13.31 万公里，其中中石油国内运营的约占总里程 65%，中石化占比 15%，中海油的管道里程最短且主要集中在天然气领域。三桶油明确部署 2019 年重点工作任务，一方面高质量发展和加大国内勘探开发力度；另一方面即为深化改革，目前中石油中石化很多跨省大管道都已经实现了混合所有制，资产剥离收购也正在加速进行，成立油气管道公司是其中关键一步。据《经济参考报》，发改委通过国家油气管网公司组建方案，已上报至国家层面等待批复，有望上半年面世。

表 4：油气改革相关政策/规划文件

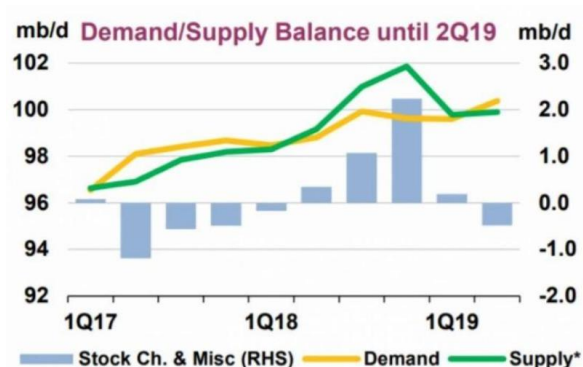
时间	相关政策规划/文件
2010 年	发改委提出“管道独立”的设想
2014 年 2 月	国家能源局印发《油气管网设施公平开放监管办法(试行)》，明确提出将加强监管，促进油气管网设施公平开放
2015 年 9 月	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》指出，对自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，促进公共资源配置市场化
2016 年	关于深化石油天然气改革的若干意见》在征求意见过程中提出：“抓紧研究制定实施方案，分步推进国有大型油气企业的干线管道独立，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管道公司，实现管输和销售分开以保障公平接入
2017 年 5 月	国务院印发《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》：分步推进国有大型油气企业干线管道独立，实现管输和销售分开。完善油气管网公平接入机制，油气干线管道、省内和省际管网均向第三方市场主体公平开放
2019 年 3 月	《石油天然气管网运营机制改革实施意见》：要推动石油天然气管网运营机制改革，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，推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系，提高油气资源配置效率，保障油气安全稳定供应

资料来源：国务院、发改委，民生证券研究院

2、油价上涨带动三桶油资本支出增加，中短期需求继续增长

自 2017 年 6 月以来，布伦特原油现货价格不断上涨，2018 年 10 月达到 86.72 美元/桶；自 2017 年 7 月以来，WTI 原油现货价格不断上涨，2018 年 10 月达到 71.87 美元/桶。2018 年 12 月，欧佩克与非欧佩克产油国达成协议，自 2019 年 1 月开始日均减产原油 120 万桶，初步设定期限为 6 个月。年初至今，欧佩克减产效果日益明显，最新月度报告显示，欧佩克 3 月的日均原油产量环比减少了 53.4 万桶，降至每日 3002 万桶，为近 4 年最低水平；非 OPEC 成员国中俄罗斯当前接近完成减产 40 万桶/日的指标。利比亚局势恶化，或将对原油产量形成打压。5 月制裁伊朗豁免到期，美国打算将伊朗的原油出口进一步降至 100 万桶/日以内，伊朗或封锁霍尔木兹海峡，加剧原油供应的紧张情绪。委内瑞拉的原油产量也在进一步减少，3 月委内瑞拉产量仅 89 万桶/日，大规模停电期间，石油产量平均不到 60 万桶/日。

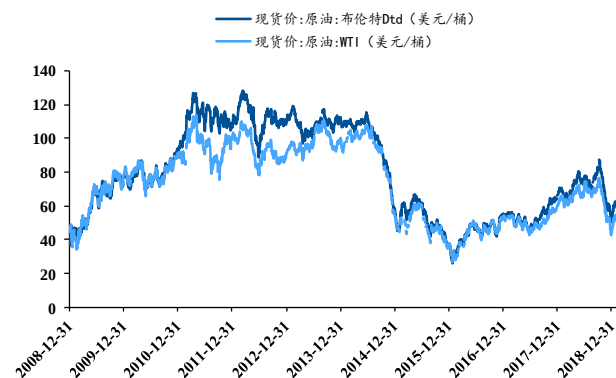
图 20: OPEC 石油紧平衡



资料来源: IEA, 民生证券研究院

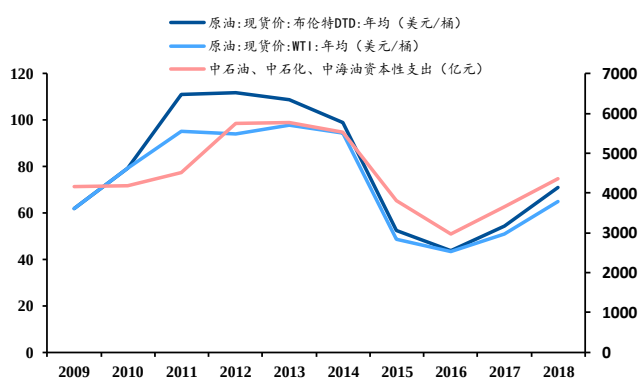
从历史数据看, 国内“三桶油”石油、天然气资本性支出与油价具有很强的相关性。受益于油价上行, 国内主要能源企业中石油、中石化、中海油资本性支出自 2016 年以来已进入恢复性增长轨道。公司年报显示, 2019 年中石油、中石化、中海油资本性支出合计达 10138-10338 亿元, 同比增长 16.25%-18.54%。

图 21: 2017 年油价开始上涨



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: 国内“三桶油”资本开支与油价有较强相关性



资料来源: wind, 民生证券研究院

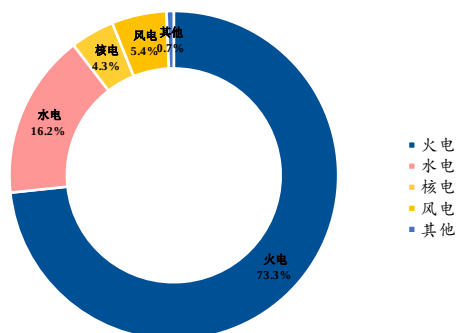
综合来看, 长期以煤炭为主的能源结构面临调整, 中短期油气企业的资本性开支进入恢复性增长通道, 均会拉动公司油气管需求。

三、核电重启, 公司将充分受益

1、核电重启, 公司作为 U 型管双寡头之一将充分收益

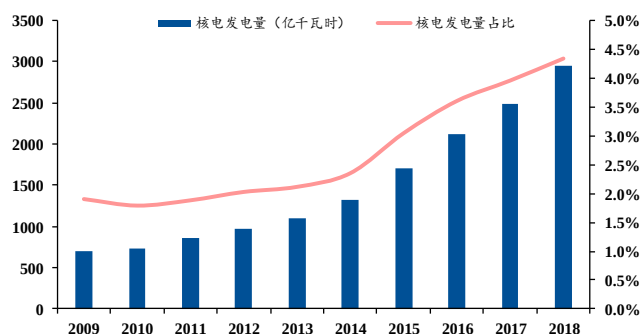
2014 年之前我国核能发电量占全部发电量的比例为 1.8%至 2.1%; 2014 年起核电发展加速, 核能发电量占比从 2013 年的 2.1%增至 2018 年的 4.3%, 仅为 2018 年全球平均水平的 1/3, 低于火电占比 73.3%、水电 16.2%和风电 5.4%, 是我国第四大电力来源。

图 23：2018 年我国核能发电量占比 4.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

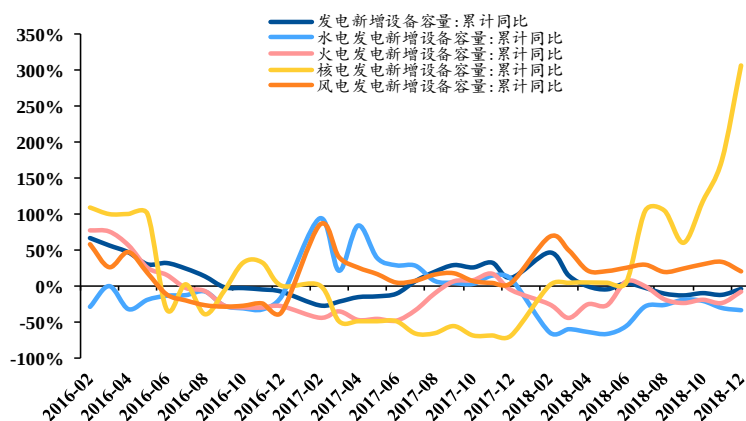
图 24：我国核能发电量自 2010 年以来逐渐提高



资料来源：wind，民生证券研究院

电力行业中，核电新增装机大幅上升。2018 年，全国电源新增生产能力 12439 万千瓦，较上年同期少投产 933 万千瓦，同比下降 4.6%。其中火电 4119 万千瓦，同比少投产 458 万千瓦，同比下降 7.5%；核电 884 万千瓦，同比多投产 667 万千瓦；水电 854 万千瓦，同比少投产 433 万千瓦，同比下降 33.7%；风电 2100 万千瓦，同比多投产 143 万千瓦，同比增长 20.3%。

图 25：2018 年全国新增装机累计同比减少 4.6%，核电同比增加 306.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

2019 年核电重启。自 2015 年 12 月以来，核电行业经历了三年多“零审批”状态正式重启。3 月 18 日，生态环境部公示《福建漳州核电厂 1、2 号机组环境影响报告书(建造阶段)》、《中广核广东太平岭核电厂一期工程环境影响报告书(建造阶段)》，两份环境影响评价文件显示，漳州核电 1 号机组和太平岭核电 1 号机组计划于 2019 年 6 月开工。4 月 1 日，中国核能可持续发展论坛 2019 年春季国际高峰会议上，生态环境部副部长、国家核安全局局长刘华表示，今年会有核电项目陆续开工建设。此外，原子能法有望年内出台，国家发改委发布关于三代核电首批项目试行上网电价的通知。

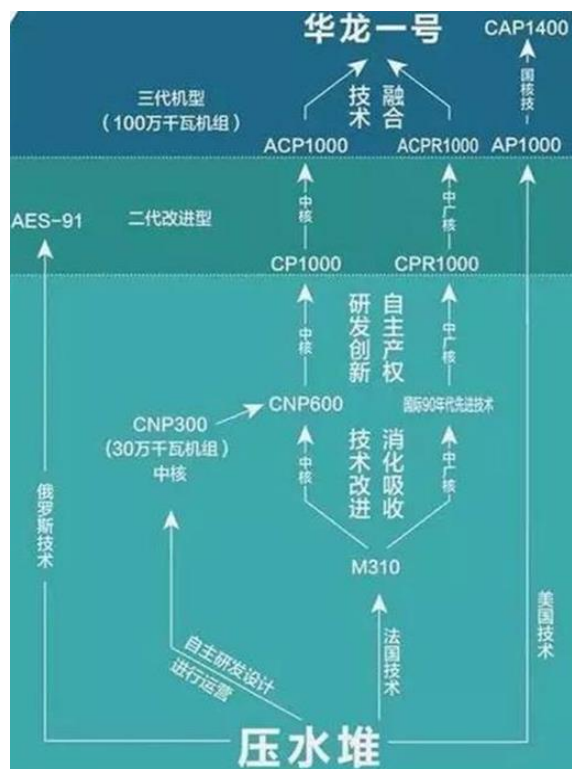
核电蒸发器用管材缺口巨大。截至 2019 年 1 月，我国在运核电机组达到 45 台，装机容量 4590 万千瓦；在建机组 11 台，装机容量 1218 万千瓦。2013-2017 年我国投产核电装

机年均增速超过 25%。根据《中国核电中长期发展规划》，到 2020 年，全国在运核电规划装机容量达到 5800 万千瓦，在建 3000 万千瓦。目前中国在运和在建核电机组总装机容量离 2020 年的规划目标还有 3000 万千瓦的缺口，需要在 2019 至 2020 年开工建设 30 台单机装机容量为 100 万千瓦的核电机组。按照一台机组管材用量 250 吨，其中蒸发器材在 150 吨测算，30 台机组的管材总需求量为 7500 吨。

“走出去”空间广阔。“一带一路”沿线国家电力消费水平低，有巨大的市场空间，沿线国家 64 个，有核电的国家 19 个，计划发展核电的国家 25 个。近年来，我国核电出口方面已经与国外相继签署，谈判，合作开发或投竞标多个项目：其中中核集团已与阿根廷、英国、埃及等近 20 个国家达成了合作意向。“一带一路”高峰论坛期间，中核集团与阿根廷核电公司签署了阿查图 3 号、4 号两台机组的总合同，至此中核集团出口核电机组数量增加至 8 台。中广核集团与捷克能源集团签订协议，将在核能领域展开合作；与罗马尼亚国家核电公司签署了切尔纳诺德核电三、四号机组全寿命期框架协议；和法国电力集团将共同投资兴建的英国欣克利角核电项目。此外，中广核集团还与合作伙伴一起开拓欧洲、中亚、东南亚核能市场。

我国具备三代核电自主制造能力。2018 年，我国共 7 台核电机完成组建并成功实现商运，包括田湾核电 3、4 号机组，阳江核电 5 号机组，三门核电 1、2 号机组，海阳核电 1 号机组，台山核电 1 号机组。三门核电、海阳核电所采用的是美国 AP1000 技术，台山核电所采用的是法国 EPR 技术，均属三代核电技术，且两种技术均在中国首堆投产。目前，我国三代核电设备国产化率已达 90% 左右，AP1000 核电机组的引进消化吸收目标已全面实现，并在国际高水平上起步，形成具有完全自主知识产权的核电机组型号——CAP1400，安全指标优于 AP1000 约 15% 以上，综合性能特别是经济性好于 AP1000，我国已具备了 CAP1400 蒸汽发生器的自主制造能力。自主三代核电“华龙一号”正在顺利推进，已经有 4 台机组落户福建漳州项目和广东太平岭项目。

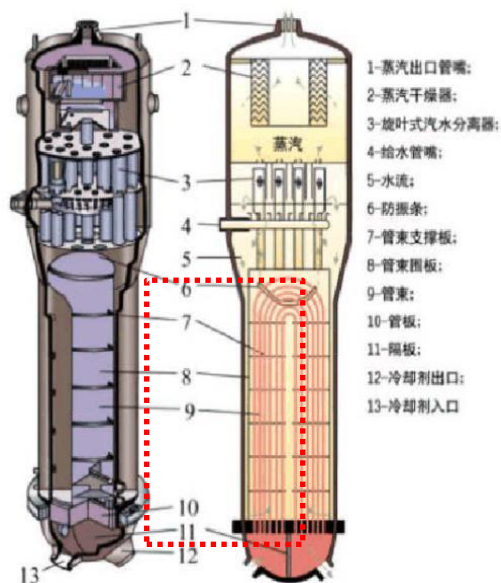
图 26：我国核电技术发展历程



资料来源：广西防城港核电有限公司官网，民生证券研究院

公司是 U 型管双寡头之一，技术积累深厚。蒸汽发生器是核电站最为关键的主要设备之一，具有较强的技术壁垒，它是压水堆核电厂一回路、二回路的边界，它将反应堆产生的热量传递给蒸汽发生器二次侧，产生的蒸汽经一、二级汽水分离器干燥后推动汽轮发电机发电。U 形管作为蒸汽发生器的核心部件，在我国核电站建设过程中长期依赖进口。2013 年 9 月，久立特材成为除瑞典 SANDVIK 和英国 Profins 以外世界上第三家能生产核电蒸汽发生器用 800U 形传热管生产的企业，标志着该核心产品已真正实现了国产化；2014 年 7 月，公司继宝钢集团宝银特种钢管有限公司，成为国内第二家能够批量生产 690 合金 U 形传热管的厂商。核电产品的国产化能够节约大量的采购时间和成本，有利于我国核电建设进程的提速。在蒸发器用 U 形传热管订单方面，2017 年公司分别中标广西白龙核电项目和福建漳州核电项目，预计 2019 年可实现部分交货。

图 27: 蒸汽发生器内部构造



资料来源: 公开资料, 民生证券研究院

2、火电技术创新, 高端锅炉管是瓶颈产品

根据国家发改委、国家能源局于 2016 年 12 月 22 日发布的《电力发展“十三五”规划(2016~2020 年)》, “十二五”期间我国燃煤发电技术不断创新, 达到世界领先水平, 百万千瓦级超超临界机组、超低排放燃煤发电技术广泛应用; “十三五”期间, 应全面掌握拥有自主知识产权的超超临界机组设计, 制造技术以高温材料为重点, 加快攻关 700°C 超超临界发电技术。由此可见, 高温材料是超超临界发电的关键技术之一。

超超临界燃煤发电技术是一种先进、高效的发电技术, 它比超临界机组的热效率高约 4%, 与常规燃煤发电机组相比优势就更加明显。超超临界燃煤电站主要由锅炉、汽轮机等组成, 其中高端锅炉管和汽轮机耐热部件是瓶颈部件。关键问题是开发热强性高、抗高温烟气氧化腐蚀和高温蒸汽介质腐蚀、可焊性与工艺性良好以及价格低廉的材料。

根据久立特材招股说明书, 超超临界机组每万 KW 约需要 4 吨 TP347H、6 吨 Super304H 和 3 吨 TP310HNB 不锈钢管, 合计 13 吨/万 KW。截止 2019 年 1 月, 全国拟在建超超临界机组装机容量达 796 万千瓦, 对高性能不锈钢管的需求量达 10348 吨。

表 5: 截止 2019 年 1 月中国拟在建项目网收录拟在建超超临界机组规模总计达 7960MW

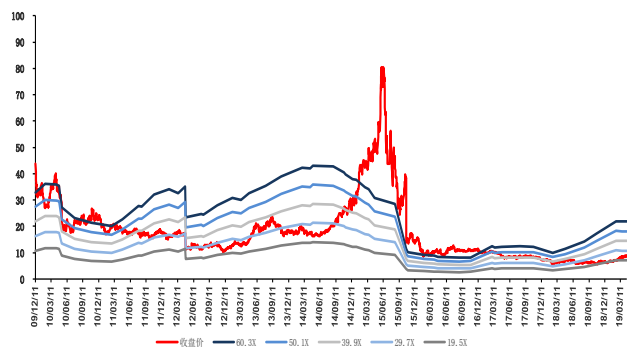
项目名称	规模
华东机组项目	2×660MW
华北高效超超临界燃煤发电机组项目	2×1000MW
华东超超临界燃煤机组三期扩建项目 (EPC)	2×1000MW
西北机组三期项目 (EPC)	2×660MW
华东煤炭地下气化发电建设项目 (EPC)	2×600MW

资料来源: 中项网, 民生证券研究院

四、估值处于历史底部

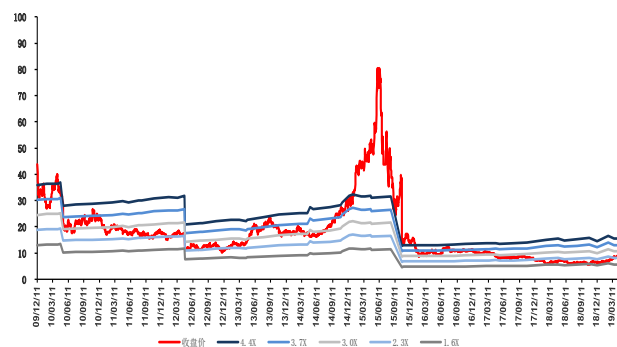
截至 4 月 17 日，公司 PE (ttm) 24，PB (lf) 2.5 均处于历史较低位置。

图 28: PE-band



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 29: PB-band



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,063	4,384	4,726	4,835
营业成本	3,045	3,363	3,606	3,616
营业税金及附加	29	28	32	31
销售费用	208	210	220	230
管理费用	246	322	316	339
EBIT	382	462	552	618
财务费用	38	37	78	115
资产减值损失	7	10	13	12
投资收益	6	2	4	3
营业利润	379	418	466	495
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
利润总额	378	417	465	494
所得税	70	75	80	85
净利润	308	342	385	409
归属于母公司净利润	304	353	393	414
EBITDA	599	656	731	779

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	798	4023	11651	13331
应收账款及票据	962	1239	1129	1230
预付款项	99	137	137	141
存货	1083	1330	1369	1424
其他流动资产	297	297	297	297
流动资产合计	3265	7040	14585	16413
长期股权投资	18	18	18	18
固定资产	1465	1347	1213	1085
无形资产	210	222	238	251
非流动资产合计	1917	1680	1475	1275
资产合计	5182	8721	16059	17688
短期借款	44	1794	8694	9894
应付账款及票据	277	395	393	404
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	885	2767	9721	10941
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1007	782	782	782
非流动负债合计	1007	782	782	782
负债合计	1892	3549	10503	11723
股本	842	1102	1102	1102
少数股东权益	118	106	98	93
股东权益合计	3290	5171	5556	5965
负债和股东权益合计	5182	8721	16059	17688

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	43.4%	7.9%	7.8%	2.3%
EBIT 增长率	109.1%	21.1%	19.5%	11.9%
净利润增长率	126.9%	16.4%	11.2%	5.3%
盈利能力				
毛利率	25.1%	23.3%	23.7%	25.2%
净利率	7.5%	8.1%	8.3%	8.6%
总资产收益率 ROA	5.9%	4.1%	2.4%	2.3%
净资产收益率 ROE	9.6%	7.0%	7.2%	7.0%
偿债能力				
流动比率	3.69	2.54	1.50	1.50
速动比率	2.47	2.07	1.36	1.37
现金比率	0.90	1.45	1.20	1.22
资产负债率	36.51%	40.70%	65.40%	66.28%

经营效率				
应收账款周转天数	50.37	55.44	53.75	54.32
存货周转天数	129.2	143.6	136.4	140.0
总资产周转率	0.80	0.63	0.38	0.29

每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.32	0.36	0.38
每股净资产	3.77	4.59	4.95	5.33
每股经营现金流	0.77	0.15	0.72	0.56
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	22.6	25.4	22.9	21.7
PB	2.16	1.77	1.65	1.53
EV/EBITDA	9.26	8.04	6.22	5.22
股息收益率	3.68%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	308	342	385	409
折旧和摊销	217	193	179	161
营运资金变动	75	(427)	124	(140)
经营活动现金流	649	161	796	612
资本开支	184	(42)	(26)	(37)
投资	5	0	0	0
投资活动现金流	(168)	45	30	40
股权募资	12	1,539	0	0
债务募资	(274)	(225)	0	0
筹资活动现金流	(405)	3,019	6,801	1,027
现金净流量	76	3,226	7,628	1,680

插图目录

图 1: 股权结构	3
图 2: 股价上行, 股权质押风险下降	3
图 3: 2018 年归母净利润 3.04 亿元, 同比增长 126.9%	5
图 4: 久立特材收入增速高具有高成长性	5
图 5: 2018 年无缝管/焊接管收入同比上升 40.4%/47.6%	6
图 6: 2018 年无缝管和焊接管产量同比+16.7%/31.6%	6
图 7: 2018 年公司主要产品价格上升	6
图 8: 无缝管收入贡献比重呈现上升趋势	6
图 9: 2015 年以来各下游应用领域营收均不断提升	7
图 10: 2018 年石油、化工、天然气行业营收占比近一半	7
图 11: 2018 年国内营收占比上升至 71%	7
图 12: 毛利率呈上升趋势	8
图 13: 应用于石油、化工、天然气领域的产品毛利率最高	8
图 14: 2018 年毛利同比大增 67.4%	8
图 15: 无缝管毛利占比约 62%	8
图 16: 应用于石油、化工、天然气的毛利占比超 56%	9
图 17: 2017 年全球一次能源消费结构	10
图 18: 2017 年中国一次能源消费结构	10
图 19: 预计 2020/2025 年全国油气管网规模将达 16.9/24 万公里	10
图 20: OPEC 石油紧平衡	12
图 21: 2017 年油价开始上涨	12
图 22: 国内“三桶油”资本开支与油价有较强相关性	12
图 23: 2018 年我国核能发电量占比 4.3%	13
图 24: 我国核能发电量自 2010 年以来逐渐提高	13
图 25: 2018 年全国新增装机累计同比减少 4.6%, 核电同比增加 306.3%	13
图 26: 我国核电技术发展历程	15
图 27: 蒸汽发生器内部构造	16
图 28: PE-band	17
图 29: PB-band	17

表格目录

表 1: 主营工业用不锈钢无缝管、焊接管和管件三大类产品	4
表 2: 11.5 万吨的工业用不锈钢管和管件的生产能力	5
表 3: 可比公司盈利能力	6
表 4: 油气改革相关政策/规划文件	11
表 5: 截止 2019 年 1 月中国拟在建项目网收录拟在建超超临界机组规模总计达 7960MW	16

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，咨询师（投资），高级工程师，一级建造师。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、煤炭方向的研究工作。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计事务所能源地产审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。