久立特材(002318)/钢铁

高股息率的不锈管龙头

评级：买入(上调)

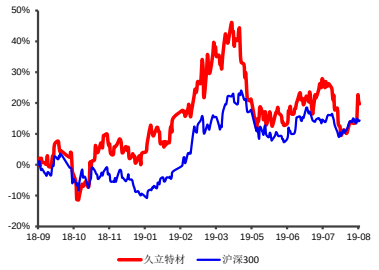
市场价格：7.54

分析师：笃慧
执业证书编号：S0740510120023
Email：duhui@r.qlzq.com.cn
分析师：郭皓
执业证书编号：S1010518050001
电话：021-20315128
Email：guohao@r.qlzq.com.cn
分析师：曹云
执业证书编号：S0740519070006
电话：021-20315766
Email：caoyun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	8.42
流通股本(亿股)	8.18
市价(元)	7.54
市值(亿元)	63.45
流通市值(亿元)	61.66

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 订单饱满支撑盈利环比翻倍
2 油气好转驱动业绩翻倍
3 下游改善，业绩持续向好
4 一季报业绩翻倍

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,833	4,063	4,234	4,475	4,770
增长率 yoy%	5.00%	43.42%	4.20%	5.70%	6.60%
净利润	134	304	455	511	531
增长率 yoy%	-20.23%	126.89%	49.84%	12.25%	3.99%
每股收益（元）	0.16	0.36	0.54	0.61	0.63
每股现金流量	-0.15	0.77	0.63	0.47	0.66
净资产收益率	4.62%	9.57%	13.88%	14.05%	13.25%
P/E	47.41	20.90	13.95	12.42	11.95
PEG	0.70	0.90	0.29	0.18	0.52
P/B	1.84	1.68	1.63	1.47	1.33
备注：					

投资要点

- **油气回暖支撑业绩新高：**公司是国内不锈钢管龙头企业，是国内前两大油企重点供应商，也同时具备全球头部油企的供应资质。受益于近年油气投资回暖与国内非常规油气资源开发提速，公司 2019 年 Q2 业绩创出历史新高,然而公司股价和估值仍处于历史底部区域，这反映了近年市场的低风险偏好和远期的悲观预期，我们认为估值上有修复空间。
- **高股息率、现金流优秀：**如果按照 2019 年 50%的业绩增速和分红比例不变（2017、2018 年平均为 88.7%）估算，当前股价对应 2019 年年报股息率高达约 6%，这一水平对于价值型资金具备较高吸引力。现金流方面，公司经营性现金流净额在绝大多数年份均大于净利润，一方面供需好转后，行业议价能力上升，近年回款能力增强；另一方面作为制造业公司每年计提折旧，创造现金流理论上应高于净利润。
- **公司业绩中期无忧：**由于下游是油气投资，历史上公司业绩滞后油价约 1-2 年，油价上一个阶段性顶部在 2018 年 10 月，即便悲观地预期这个就是未来数年的顶部，那么公司业绩景气也有望能持续至 2020 年上半年。况且我们并不认为油价会走的如此悲观，2020 年油价仍然有希望重新回暖。在油价以外，未来的有利因素是，出于能源安全保障需求，我国有望加大非常规油气资源的开发力度，非常规资源的开发将导致非普钢类钢管需求扩大，公司作为重点供应商自然受益，同时公司业绩的周期性有望熨平。
- **目前在手订单饱满：**一是表现在 2017-2018 每年新增订单维持 9.6-9.7 万吨高位；二是表现在预收款项创上市以来新高，截止 2019 年 6 月 30 日，公司预收款项高达 3.75 亿元，主要源于在手订单增加。由于订单饱满，公司议价能力上升。此外公司着力通过内部挖潜、提高成材率等方式，使得近几年产销量边际连续提升。公司在建工程有 2.69 亿元，处于历史次高水平，后期产能仍有一定拓展空间。预计中期内量价齐升的局面仍有望保持。
- **投资建议：**综上，我们看好公司的理由如下：(1)公司估值处于历史底部区域，并未完全反映此轮盈利景气的回升，仍有修复空间。（2）市场预期尚未切换至明年的高股息率，2018 年以来国债利率已大幅回落至 3%附近，公司有待价值型资金发掘。（3）由于公司业绩相对于油价的滞后性，即便是悲观情景，公司景气度也有望维持至明年上半年，此外国内非常规油气资源开发提速是长期有利因素，将熨平周期属性，有利于估值提升。（4）核电重启、建设提速的潜在利好。我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.55 亿元、5.11 亿元、5.31 亿元，同比增速 49.84%、12.25%和 3.99%，折合 EPS 为 0.54 元、0.61 元及 0.63 元，对应 PE 为 14.0X、12.4X 和 12.0X，上调公司评级至“买入”。
- **风险提示：**油气行业景气度持续时间不及预期；公司产品订单不及预期；宏观经济大幅下滑。

内容目录

油气投资驱动业绩回暖 - 3 -
国内不锈钢管龙头 - 3 -
油气周期决定业绩 - 4 -
下游景气仍将维持 - 5 -
盈利景气至少持续至 2020 年 - 5 -
公司在手订单饱满 - 6 -
投资建议 - 7 -
关注高股息率 - 7 -
上调评级至“买入” - 7 -
风险提示 - 9 -

图表目录

图表 1：公司细分产能一览 - 3 -
图表 2：上市后产量处于不断提升中 - 3 -
图表 3：近几年吨钢研发费用明显提升 - 3 -
图表 4：石化天然气营收占比稳定在 50%左右 - 4 -
图表 5：2019H1 分行业收入占比 - 4 -
图表 6：经营性现金流表现优秀（单位：亿元） - 4 -
图表 7：公司回款能力增强 - 4 -
图表 8：2019Q2 净利润创上市以来季度新高 - 5 -
图表 9：石化天然气行业毛利率始终保持高位 - 5 -
图表 10：原油价格自 2016 年初企稳回升 - 5 -
图表 11：“三桶油”资本性支出与油价正相关 - 5 -
图表 12：石油天然气开采业固定资产投资 - 6 -
图表 13：油价上一轮上行周期自 2008 年底开始 - 6 -
图表 14：公司盈利周期滞后油价上行两年左右 - 6 -
图表 15：近两年新增订单保持高位 - 7 -
图表 16：2019 年上半年末预收款项创上市新高 - 7 -
图表 17：久立特材 PE-Bands（TTM） - 8 -
图表 18：财务预测 - 8 -

油气投资驱动业绩回暖

国内不锈钢管龙头

■ **产能梳理：**公司主营业务是工业用不锈钢管及特种合金管材、管件的研发、生产和销售，产品主要运用于石油、化工、天然气、电力（包括核电）设备制造等行业。目前具备年产 11 万吨工业用不锈钢管的生产能力，按生产工艺流程可分为无缝管和焊接管两大类，具体品种包含核电用管、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；

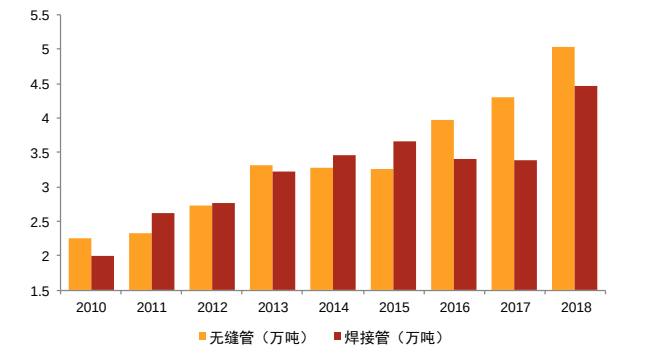
图表 1：公司细分产能一览

产品大类		细分产品	产能（万吨）
无缝管	传统	上市前无缝管	1.85
		超（超）临界电站锅炉用管	2
		换热管	0.3
	高端	镍基合金油井管	0.3
		精密管	0.15
		核电蒸发器用U型传热管	0.05
焊接管	传统	上市前焊管	2.25
		中大口径油气输送不锈钢焊接管	1
		中大口径LNG输送用不锈钢焊接管	2
复合管		特殊钢与钛合金复合管	1
其他		航空航天材料及制品项目	0.1
合计			11

来源：公司公告整理，中泰证券研究所

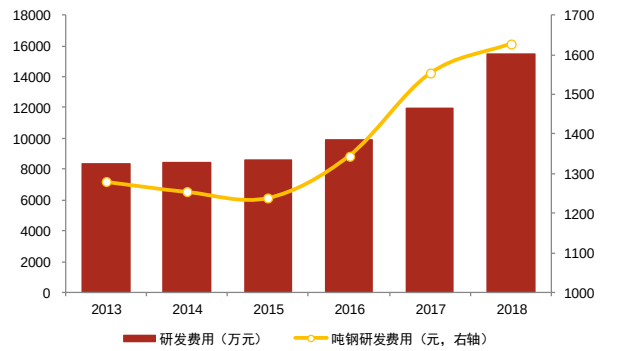
■ **业内龙头：**公司多年深耕不锈钢管中高端市场，已成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，市占率达 8.78%，多年位居业内第一，是国内前两大油企重点供应商，也同时具备全球头部油企的供应资质。龙头地位的形成一方面源于产能扩张，近几年公司通过自筹、募投、超募、可转债等方式进行扩张，年产销量持续处于提升中，2018 年产销量分别为 9.50 万吨和 9.58 万吨，同比分别增长 23.3%和 25.8%，2019 年计划实现工业用成品不锈钢管销量 9.97 万吨，管件销量 0.58 万吨。另一方面源于持续不断的研发投入，即使在行业低迷时期，研发费用/营收占比仍保持在 3%左右，近三年则提升至 4%左右，吨钢研发费用也提升约 300 元，公司始终致力于主导和推动国内工业用不锈钢管行业的发展。

图表 2：上市后产量处于不断提升中



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：近几年吨钢研发费用明显提升

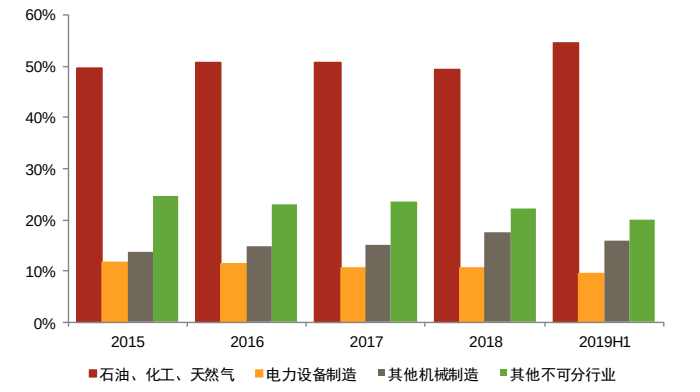


来源：公司年报，中泰证券研究所

油气周期决定业绩

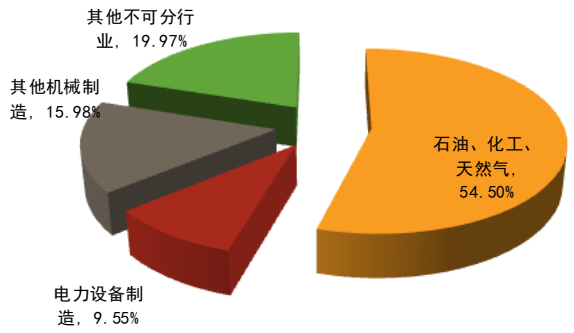
■ **收入结构稳定：**回顾公司过去几年营收结构，石油、化工、天然气行业的营收占比稳定在 50%左右，是公司营收的主要来源和支撑，因此下游油气行业景气度对公司产品产销起决定作用。

图表 4：石化天然气营收占比稳定在 50%左右



来源：公司公告，中泰证券研究所

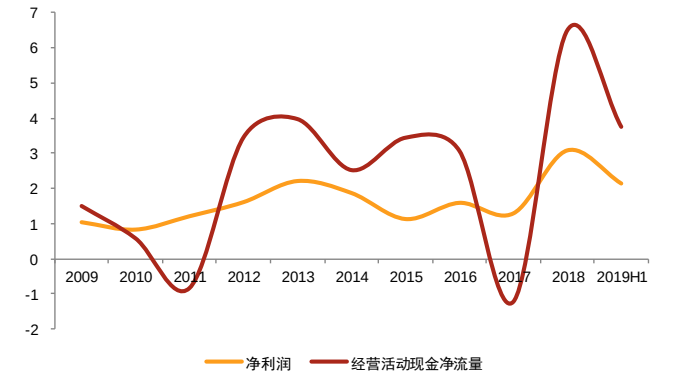
图表 5：2019H1 分行业收入占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

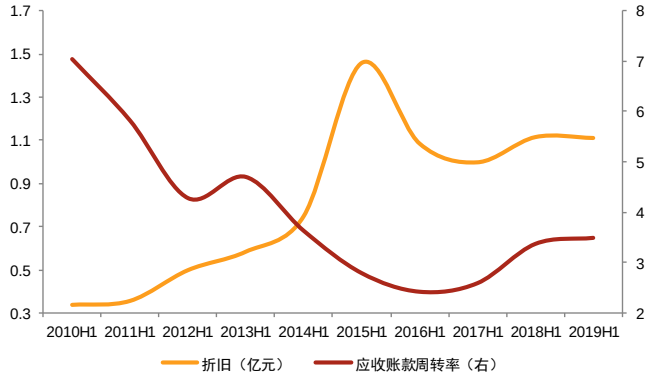
■ **现金流表现优秀：**现金流方面，公司经营性现金流净额在绝大多数年份均大于净利润。一方面供需好转后，行业议价能力上升，回款能力增强。最新中报数据显示，公司应收账款周转率为 3.49，较三年前行业低谷时回升。另一方面作为制造业公司每年计提折旧，创造现金流理论上应高于净利润。

图表 6：经营性现金流表现优秀（单位：亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

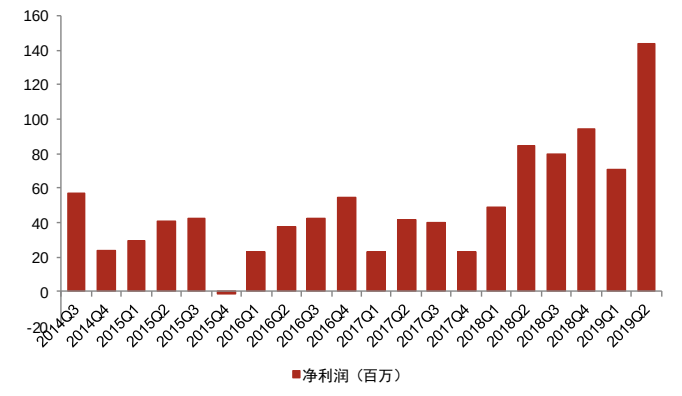
图表 7：公司回款能力增强



来源：公司公告，中泰证券研究所

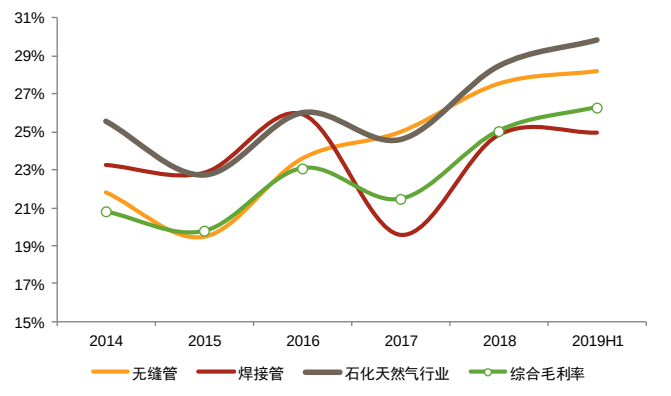
■ **油气回暖支撑业绩：**根据 2019 年半年度报告，公司第二季度实现净利润 1.44 亿元，环比增 103.91%，创上市以来单季最佳，上半年累计净利润同比增 59.32%，环比同比表现均不俗，最核心仍源于下游油气行业持续回暖影响。油气相关订单饱满支撑公司自去年下半年起的良好经营情况得以延续，且在订单相对饱满的状况下，公司可优先选择效益更高的订单，从而提升整体盈利水平。拆分毛利率来看，近两年公司整体毛利率呈现上涨趋势，其中石化天然气行业毛利率逼近 30%，对应无缝管毛利率也增长至 28%的峰值。

图表 8：2019Q2 净利润创上市以来季度新高



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 9：石化天然气行业毛利率始终保持高位



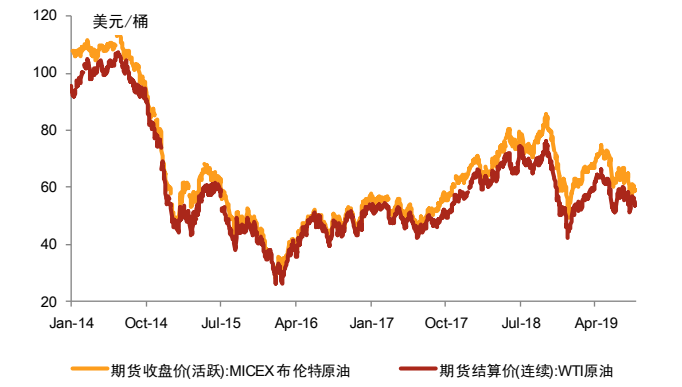
来源：Wind，中泰证券研究所

下游景气仍将维持

盈利景气至少持续至 2020 年

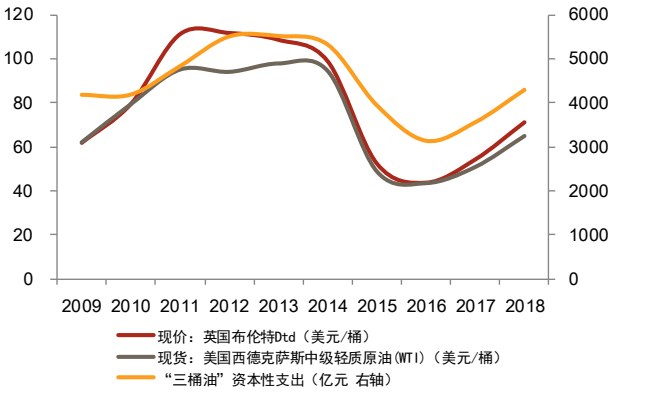
- **油气管道位于油气产业链末端：**原油价格自 2014 年 6 月开始急速下滑，直至 2016 年初企稳回升，不到两年时间下滑幅度高达 75%，2017-2018 年油价趋势性上涨主要受益于全球经济回暖，布伦特原油期货价格在 2018 年 10 月最高飙升至 86.27 美元/桶，随后受美联储加息导致市场担忧需求下滑以及 OPEC 减产执行程度不确定影响，油价在 12 月末最低跌破 50 美元/桶，但随着 OPEC 如期减产，油价自 2019 年年初重新反弹至 70 美元/桶以上，目前维持震荡状态。油价上涨将提升石油行业的景气度以及石油开采和生产投资的活跃程度，通常相关资本开支滞后油价变化半年到一年时间，以年化口径，“三桶油”资本性支出与油价几乎同步，而公司产品处于油价回升的产业链末端，通常滞后一年半至两年。展望 2019 年，1-7 月石油和天然气开采业的固定资产投资增速仍高达 45%，将带动油气管道等设施需求量的稳步增长；

图表 10：原油价格自 2016 年初企稳回升



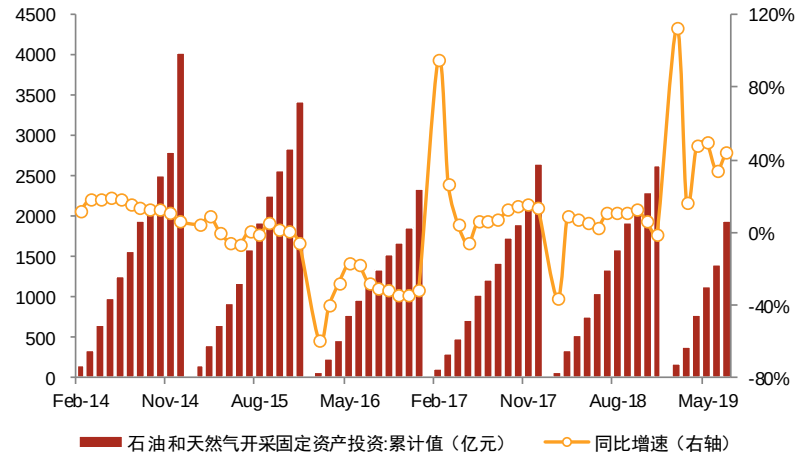
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11：“三桶油”资本性支出与油价正相关



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12：石油天然气开采业固定资产投资



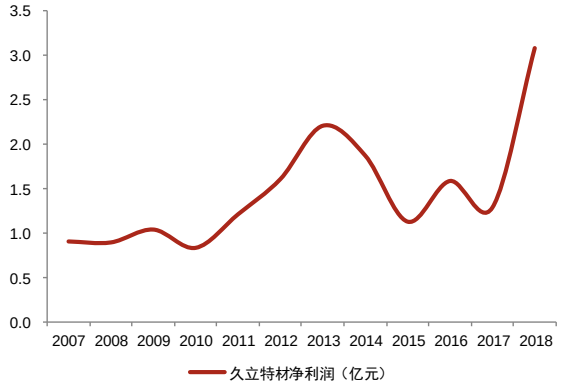
来源：Wind，中泰证券研究所

- **历史证明公司盈利好转滞后油价上行周期两年：**上一轮油价上行周期自 2008 年 12 月开始，布伦特现货价格由最低 33.66 美元/桶上升至 2011 年初的 126.64 美元/桶，随后油价高位震荡持续，整个上行周期持续三年时间，而公司净利润自 2011 年才有明显提升，并于 2013 年到达这轮周期的最高点，滞后油价上行周期两年。而本轮油价上行周期自 2016 年初开启，油价上一个阶段性顶部在 2018 年 10 月，即便悲观地预期这个就是未来数年的顶部，那么公司业绩景气也有望能持续至 2020 年上半年。况且我们并不认为油价会走的如此悲观，2020 年油价仍然有希望重新回暖。在油价以外，未来的有利因素是，出于能源安全保障需求，我国有望加大非常规油气资源的开发力度，非常规资源的开发将导致非普钢类钢管需求扩大，公司作为重点供应商自然受益，同时公司业绩的周期性有望熨平。

图表 13：油价上一轮上行周期自 2008 年底开始

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：公司盈利周期滞后油价上行两年左右



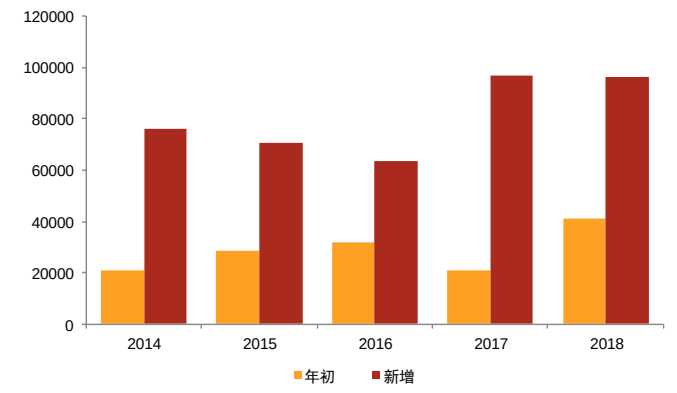
来源：Wind，中泰证券研究所

公司在手订单饱满

- **预收款历史新高：**目前公司在手订单饱满，一是表现在 2017-2018 每年新增订单维持 9.6-9.7 万吨高位，且在 2017 年新增恒力石化重大订单；

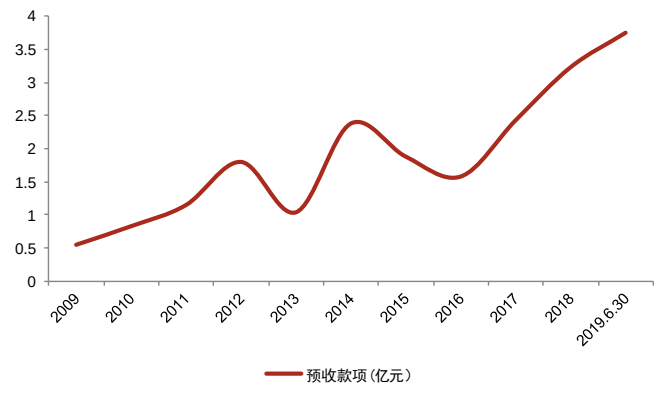
二是表现在预收款项，截止 2019 年 6 月 30 日，公司预收款项高达 3.75 亿元，创上市以来新高，主要源于在手订单增加；

图表 15：近两年新增订单保持高位



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：2019 年上半年末预收款项创上市新高



来源：公告公告，中泰证券研究所

- **产量仍有提升空间：**若订单不断攀升，产能是否会成为瓶颈？公司目前产能 11 万吨，2018 年产能利用率 86%。近几年产销边际均有增量，一方面通过内部挖潜增效，提高成材率等方式使得产销量得以实质提升；另一方面 2019 上半年末，公司在建工程高达 2.69 亿元，处于历史次高水平，主要集中于年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目、核电加热器和冷凝器用耐蚀精密焊接管建设项目及大口径直缝焊管生产线等其他项目，预计后期产能仍有一定空间。此外，即使后期需求仍超过实际产能，考虑到公司技术和质量优势，议价能力或助力公司毛利率突破新高。

投资建议

关注高股息率

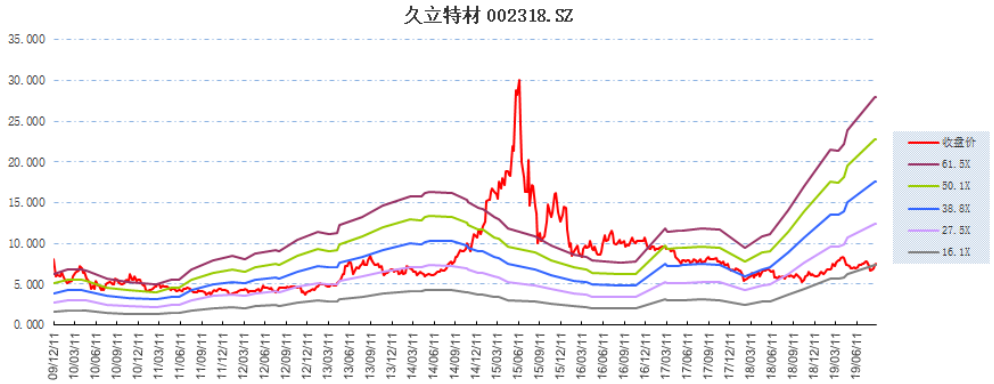
- **高股息率：**2018 年每股派发现金股利 0.3 元，以 2019 年 9 月 2 日收盘价计算股息率为 4%，而考虑 2019 年业绩同比大幅提升，股息率将进一步提升。按财务预测，2019 年实现归母净利 4.55 亿元，取 2017 年分红率 94.32%和 2018 年分红率 83.14%的平均值 88.73%，测算 2019 年股息率将提升至 6%以上，这一水平对于价值型资金具备较高吸引力。

上调评级至“买入”

- 我们看好公司的理由如下：（1）公司估值处于历史底部区域，并未完全反映此轮盈利景气的回升，仍有修复空间。（2）市场预期尚未切换至明年的高股息率，2018 年以来国债利率已大幅回落至 3%附近，公司有待价值型资金发掘。（3）由于公司业绩相对于油价的滞后性，即便是悲观情景，公司业绩景气也有望维持至明年上半年，此外国内非常规油气资源开发提速是长期有利因素，将熨平周期属性，有利于估值提升。（4）核电重启、建设提速的潜在利好。我们预计 2019-2021 年归母净利润分别为 4.55 亿元、5.11 亿元、5.31 亿元，同比增速 49.84%、12.25%和

3.99%，折合 EPS 为 0.54 元、0.61 元及 0.63 元，对应 PE 为 14.0X、12.4X 和 12.0X，上调公司评级至“买入”。

图表 17：久立特材PE-Bands（TTM）



来源：中泰证券研究所

图表 18：财务预测

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**2,833**	**4,063**	**4,234**	**4,475**	**4,770**
增长率	5.0%	43.4%	4.2%	5.7%	6.6%
营业成本	-2,225	-3,045	-3,112	-3,267	-3,492
% 销售收入	78.5%	74.9%	73.5%	73.0%	73.2%
毛利	608	1,018	1,122	1,208	1,278
% 销售收入	21.5%	25.1%	26.5%	27.0%	26.8%
营业税金及附加	-16	-29	-32	-32	-34
% 销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	-165	-208	-233	-251	-262
% 销售收入	5.8%	5.1%	5.5%	5.6%	5.5%
管理费用	-244	-246	-284	-291	-310
% 销售收入	8.6%	6.0%	6.7%	6.5%	6.5%
息税前利润（EBIT）	183	536	574	635	672
% 销售收入	6.4%	13.2%	13.6%	14.2%	14.1%
财务费用	-24	-38	-20	-21	-26
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	37	7	11	13	17
公允价值变动收益	0	-3	-2	0	0
投资收益	-2	6	7	11	12
% 税前利润	—	1.3%	1.2%	1.7%	1.8%
营业利润	194	510	569	638	676
营业利润率	6.9%	12.5%	13.4%	14.3%	14.2%
营业外收支	-1	-1	-1	0	0
税前利润	**194**	**509**	**568**	**638**	**675**
利润率	6.8%	12.5%	13.4%	14.3%	14.2%
所得税	-19	-70	-104	-110	-115
所得税率	9.6%	13.8%	18.3%	17.3%	17.1%
净利润	129	308	443	502	526
少数股东损益	-5	5	-12	-9	-5
归属于母公司的净利润	**134**	**304**	**455**	**511**	**531**
净利率	4.7%	7.5%	10.7%	11.4%	11.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	129	308	443	502	526
加:折旧和摊销	211	217	136	137	171
资产减值准备	37	7	0	0	0
公允价值变动损失	0	3	-2	0	0
财务费用	21	40	20	21	26
投资收益	2	-6	-7	-11	-12
少数股东损益	-5	5	-12	-9	-5
营运资金的变动	-824	182	-58	-252	-157
经营活动现金净流	**-122**	**649**	**532**	**397**	**554**
固定资本投资	24	54	-134	-19	-84
投资活动现金净流	**-401**	**-168**	**-133**	**-27**	**-94**
股利分配	-126	-126	-136	-153	-159
其他	1,059	-279	-145	-220	-225
筹资活动现金净流	**933**	**-405**	**-282**	**-373**	**-384**
现金净流量	**409**	**76**	**117**	**-3**	**76**

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	710	798	915	912	988
应收款项	798	988	917	1,196	1,162
存货	1,073	1,083	1,146	1,275	1,344
其他流动资产	456	397	472	447	459
流动资产	3,037	3,265	3,450	3,830	3,953
%总资产	61.3%	63.0%	64.2%	67.7%	69.2%
长期投资	23	54	43	44	45
固定资产	1,630	1,465	1,353	1,232	1,291
%总资产	32.9%	28.3%	25.2%	21.8%	22.6%
无形资产	182	210	219	229	241
非流动资产	1,914	1,917	1,926	1,824	1,759
%总资产	38.7%	37.0%	35.8%	32.3%	30.8%
资产总计	**4,951**	**5,182**	**5,376**	**5,654**	**5,712**
短期借款	314	44	0	0	0
应付款项	631	621	727	868	742
其他流动负债	74	219	146	131	143
流动负债	1,020	885	873	999	885
长期贷款	4	0	0	0	0
其他长期负债	936	1,007	1,119	923	727
负债	**1,960**	**1,892**	**1,993**	**1,921**	**1,612**
普通股股东权益	2,897	3,172	3,277	3,636	4,009
少数股东权益	93	118	106	97	92
负债股东权益合计	**4,951**	**5,182**	**5,376**	**5,654**	**5,712**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	0.16	0.36	0.54	0.61	0.63
每股净资产(元)	3.44	3.77	3.89	4.32	4.76
每股经营现金净流(元)	-0.15	0.77	0.63	0.47	0.66
每股股利(元)	0.15	0.15	0.16	0.18	0.19
回报率					
净资产收益率	4.62%	9.57%	13.88%	14.05%	13.25%
总资产收益率	2.60%	5.95%	8.24%	8.88%	9.20%
投入资本收益率	6.13%	10.01%	13.70%	15.13%	15.27%
增长率					
营业总收入增长率	5.00%	43.42%	4.20%	5.70%	6.60%
EBIT增长率	-15.43%	270.24%	6.64%	11.43%	5.41%
净利润增长率	-20.23%	126.89%	49.84%	12.25%	3.99%
总资产增长率	27.69%	4.67%	3.73%	5.18%	1.03%
资产管理能力					
应收账款周转天数	66.8	51.4	53.0	55.0	57.0
存货周转天数	122.4	95.5	94.7	97.4	98.8
应付账款周转天数	45.6	32.8	32.0	35.0	36.0
固定资产周转天数	208.7	137.1	119.8	104.0	95.2
偿债能力					
净负债/股东权益	11.64%	-0.10%	2.59%	-5.03%	-44.29%
EBIT利息保障倍数	6.1	14.2	28.1	30.4	26.1
资产负债率	39.59%	36.51%	37.07%	33.98%	28.22%

来源：中泰证券研究所

风险提示

- 油气行业景气度持续时间不及预期；公司产品订单不及预期；宏观经济大幅下滑。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。