

高端制造标杆，估值业绩双升

买入（首次）

2020年08月20日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001
13166018765

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,437	4,922	5,439	5,983
同比（%）	9.2	10.9	10.5	10.0
归母净利润（百万元）	500	622	717	814
同比（%）	64.68	24.34	15.36	13.54
每股收益（元/股）	0.59	0.74	0.85	0.97
P/E（倍）	14.46	11.63	10.08	8.88

投资要点

- **深耕高端制造的江浙地区优质民企。**公司是江浙地区具有代表性的民营高端制造企业。主营高端不锈钢及特种合金管道，建有世界先进的不锈钢、耐蚀合金、钛合金、高温合金无缝管生产线，致力于为高端制造（油气、能源、核电、化工）等提供高性能原材料，产销量多年位居国内首位，在超级双相不锈钢、大型换热器用焊管、海水淡化用钢、核电 U690 管等尖端产品上实现进口替代。
- **高端不锈钢管行业：高壁垒、低供给、强需求。**随着经济发展和工业化进程加速，高端制造领域对高端不锈钢管道需求持续增加。但由于较高的技术壁垒、以及高昂的研发投入，国内相关产品产量仍然稳定。目前国内高端管材企业分为三类，其中以久立为代表的民营企业，通过引进、消化国外设备实现工艺快速突破，已经成为主流供应商。下游需求则主要包括油气、核电、火电、机械等，总体受政策扶持，中期前景良好。
- **大炼化业务开花结果，摆脱油价周期波动的影响。**公司近年来大力度涉足大炼化项目，从而全面打通油气——化工产业链，摆脱以往受油价大幅波动带来的需求冲击。目前近两年来已经陆续中标塔里木乙烷制乙烯、中石化镇海基地、神华榆林乙二醇、中科合资广东炼化一体化等多个大炼化项目，打开大炼化市场，并逐渐对业绩产生实质提振。
- **多个新项目投产在即，业绩增量可观。**由于订单饱满，公司自 2018 年开始筹划扩充产能。预期收益 3 亿元的募投项目（年产 5500KM 核电半导体医药仪器仪表等领域用精密管材项目、年产 1000 吨航空航天材料及制品项目、工业自动化与智能制造项目）即将进入投产期；预期利润 6201 万元的年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目已经开始建设；此外今年公司参股兄弟公司永兴材料 10% 股权，相应投资收益预计 4000 万元/年，上述增量将支持公司未来三年业绩持续稳健增长。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 49.22 亿元、54.39 亿元、59.83 亿元，同比增速分别为 10.93%、10.50%、10.00%；实现归属母公司股东净利润分别为 6.22 亿元、7.17 亿元、8.14 亿元，同比增速分别为 24.34%、15.36%、13.54%，对应的 PE 分别为 11.63 倍、10.08 倍、8.88 倍，考虑到公司目前估值水平处于历史的相对低位，且显著低于行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、募投项目不达预期、油价波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.59
一年最低/最高价	6.51/9.72
市净率(倍)	2.07
流通 A 股市值(百万元)	7026.85

基础数据

每股净资产(元)	4.16
资产负债率(%)	39.86
总股本(百万股)	841.54
流通 A 股(百万股)	818.03

相关研究

内容目录

1. 深耕高端制造的优质民企	4
1.1. 高端不锈钢管领先品牌	4
1.2. 研发驱动，走出国门	6
1.3. 业绩良好，财务稳健	7
2. 工业用不锈钢管行业：高壁垒高、低供给、强需求	8
2.1. 稳定的竞争格局	9
2.2. 下游之油气：政策扶持，前景可观	10
2.3. 下游之能源（火电+核电）：需求稳健，增长可期	12
3. 大炼化业务开花结果，摆脱油价周期波动的影响	15
3.1. 中标大炼化项目，对冲油价下滑	15
3.2. 大炼化行业：逆油价波动，需求高速发展	17
4. 多项目投产在即，业绩增量可观	19
4.1. 订单饱满，产能面临瓶颈	19
4.2. 三大募投项目增量可观	19
4.3. 特种合金项目投产在即	21
4.4. 战略投资永兴，稳定上游渠道	22
5. 盈利预测与投资建议	23
5.1. 盈利预测	24
5.2. 估值与投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 8 月 20 日）	4
图 3：海外研发中心所在地——利兹大学 NEXUS 创新中心	6
图 4：公司近五年营业收入和归母净利润情况	7
图 5：公司分行业营业收入占比	7
图 6：近五年公司毛利率情况	7
图 7：近五年公司分行业毛利率情况	7
图 8：工业用不锈钢管产业产业链	8
图 9：2019 年国内各系列不锈钢占比	9
图 10：三类企业并存竞争	10
图 11：近五年我国原油产量与原油进口量	11
图 12：近十年中国石油公司油气管道长度（公里）	12
图 13：2018 年来我国火力发电量占总发电量比例（亿千瓦时）	13
图 14：近十年我国火电基本建设投资完成额（亿元）	13
图 15：近五年我国在运核电装机容量	14
图 16：预计我国未来核电规模	14
图 17：2020 年来 OPEC 一揽子原油价格（美元/桶）	15
图 18：近十年我国对二甲苯（PX）产量（万吨）	17

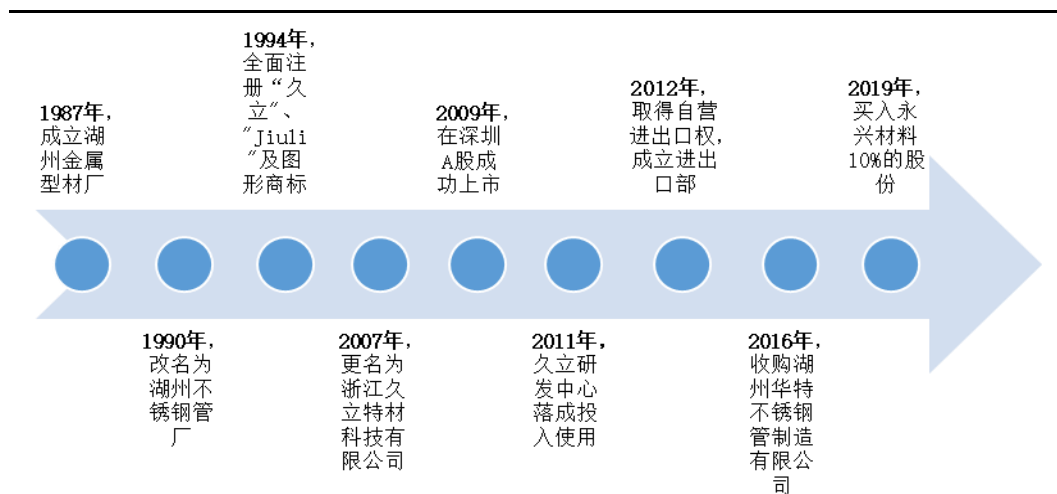
图 19: 2013-2019 年中国乙烯及原油加工年产量 (万吨)	18
图 20: 近五年无缝管、焊接管产能利用率	19
图 21: 近五年无缝管、焊接管产销率	19
图 22: 久立特材高端钛合金管道	20
图 23: 特种合金厂	22
图 24: 公司 PE-Band	25
表 1: 主要产品及用途	5
表 2: 近年有关油气开发的政策文件	11
表 3: 2018、2019 年公司营业收入分行业构成	16
表 4: 近年来公司所中标大炼化项目	16
表 5: 七大石化产业基地基本信息	17
表 6: 可转债募投项目情况	19
表 7: 永兴材料主要产品及应用领域	22
表 8: 公司与永兴材料密切合作关系	23
表 9: 估值比较 (截至 8 月 20 日)	24

1. 深耕高端制造的优质民企

1.1. 高端不锈钢管领先品牌

浙江久立特材科技股份有限公司作为久立集团股份有限公司的控股子公司，创建于1987年，坐落在“长三角”中心太湖南岸——浙江省湖州市，主营不锈钢及特种合金管材、双金属复合管材、管件的生产。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、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、耐温的不锈钢管；不锈钢、镍基合金、碳钢、合金钢等材料管道产销量多年居国内首位。

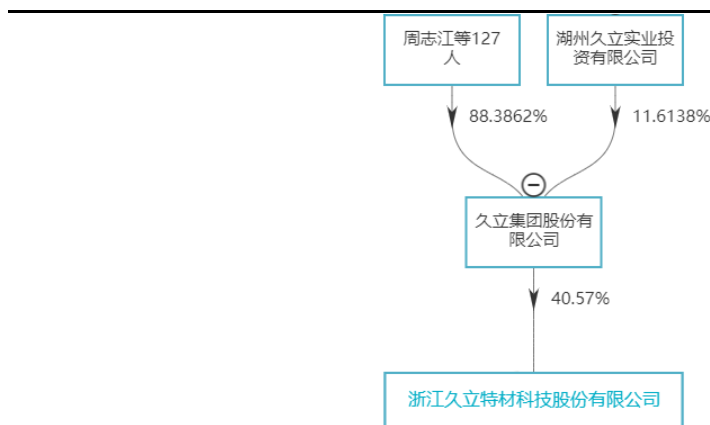
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

公司控股股东为久立集团，实际控制人为周志江。截至2020年8月10日久立集团股份有限公司持有公司股份数占公司总股本的比例为40.57%。

图 2：公司股权结构（截至8月20日）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

目前，公司产品包含了包括奥氏体/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、海水淡化及电站用钛及钛合金焊接管、核电蒸发器用U形传热管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管、ITER装置用TF/PF导管等，覆盖了外径4~711mm、壁厚0.5~60mm的无缝管，以及外径8~3000mm、壁厚0.5~80mm的焊接管等多种工业用特种不锈钢管材，以及其他近百个品种的工业用不锈钢管产品。

表 1：主要产品及用途

产品大类	产品小类	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（由无缝管或焊接管弯曲加工而成）	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	
	小口径焊接管	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
		盘管	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
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、机械、水处理等

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2. 研发驱动，走出国门

公司作为高新技术企业，拥有国家认定企业技术中心。截至 2019 年末，公司拥有研发人员 336 人，其中享受国务院政府特殊津贴专家 3 人，高级工程师 27 人，工程师 144 人。2019 年新申报科研项目 17 项，完成 14 项验收；新申报专利 13 项，专有技术 33 项。自设立以来，公司坚持走自主创新的道路，逐步形成了以“久立特材研究院”为核心，浙江省博士后科研工作站、院士专家工作站、新材料研究室、焊接技术、制管工艺研究室、技术装备研究室、检测技术研究室、标准信息研究室以及 CNAS 国家认可检测实验室等组成的企业研发创新平台，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 32 项国家标准及 6 项行业标准。

2019 年，公司在英国利兹大学设立首个海外研发中心——久立腐蚀与完整性中心，将针对耐蚀合金在油气田、光热、地热、能源和生物医药领域的腐蚀失效行为展开深入研究，进一步为全球工业领域提高特种合金材料性能提供支持。

图 3：海外研发中心所在地——利兹大学 NEXUS 创新中心



数据来源：利兹大学、东吴证券研究所

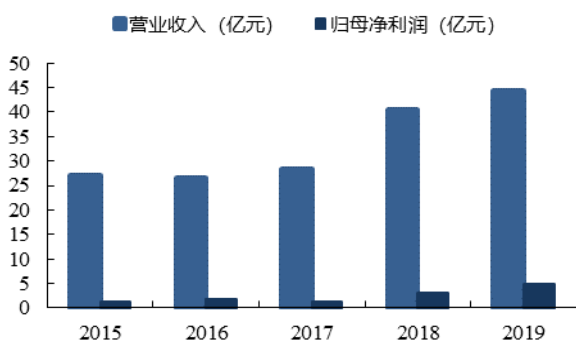
在加速提升研发能力之外，公司还非常重视海外市场的发展。经过多年经营，公司已建立了完整的境外营销网络体系，并设立了负责境外销售的国际贸易部，还成立了境外分公司，出口至印度、美国、意大利、韩国、沙特等 40 多个国家和地区。现在公司已经是英荷壳牌（Shell）、埃克森美孚（ExxonMobil）、英国石油（BP）、道达尔（Total）、

巴西石油(Petrobras)、沙比克(Sabir)、巴斯夫(BASF)、拜耳(Bayer)、杜邦(Dupont)、沙索(Sasol)、福陆(Fluor)、福斯特惠勒(FosterWheeler)、德希尼布(Technip)、塞班(Saipem)、沃利帕森(Worleyparsons)、日晖(JGC)、阿尔斯通(Alstom)等世界级知名企业的合格供应商。2019年,公司积极开拓境外业务,努力提高境外市场占有率,境外销售收入为9.81亿,占营业总收入的22.12%,同比上升30.04%。

1.3. 业绩良好,财务稳健

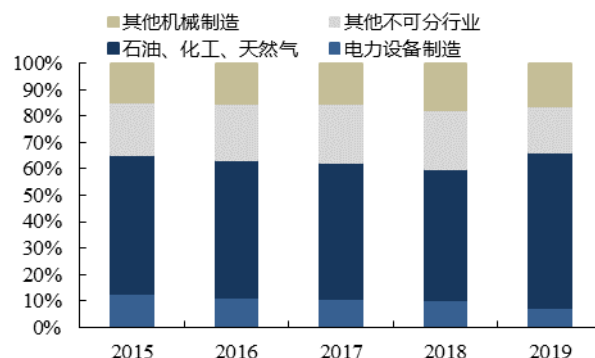
近年来,公司业绩稳定增长,2019年公司实现营业收入44.37亿元,同比增长9.20%,实现归母净利润5.00亿元,同比增长64.7%。分行业来看,公司产品主要用于石油、化工、天然气行业,2019年营收占比为58.84%,同比增长29.86%。

图 4: 公司近五年营业收入和归母净利润情况



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 5: 公司分行业营业收入占比

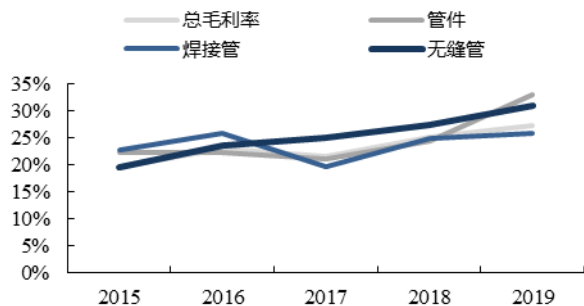


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

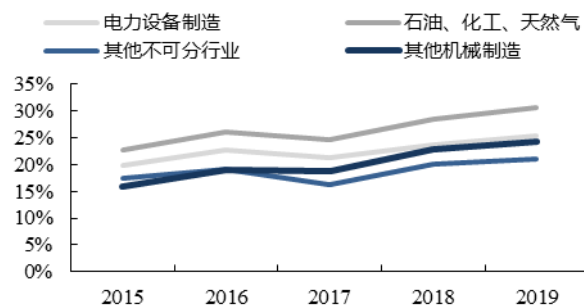
近几年公司毛利率不断提升,从2015年的19.78%到2019年的27.44%。从各产品毛利率来看,2019年管件、焊接管、无缝管毛利率分别为33.16%、25.86%、31.07%,比去年同期增长8.64、1.03、3.54个百分点。分行业来看,石油、化工、天然气行业毛利率最高,其次为电力设备制造行业。

图 6: 近五年公司毛利率情况

图 7: 近五年公司分行业毛利率情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

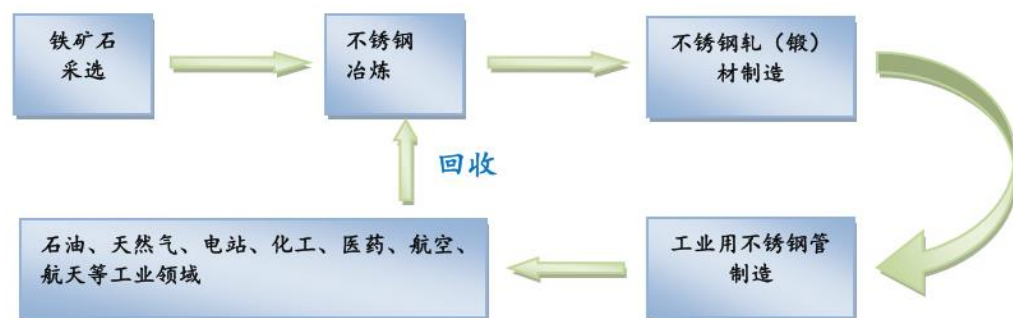


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 工业用不锈钢管行业：高壁垒高、低供给、强需求

不锈钢管是以不锈钢圆钢、板材等为原料制成的一种中空的内条管材。按应用领域的不同，不锈钢管可以分为工业用不锈钢管和民用不锈钢管，其中：工业用不锈钢管主要应用于石油、天然气、电力设备制造、化工、造船、造纸、医药器材、食品加工、机械制造、仪器仪表、航空、航天等行业；民用不锈钢管主要应用于城市景观及装饰、门窗、楼梯、厨具等领域。与民用不锈钢管相比，工业用不锈钢管生产技术要求较高、难度较大，两者在执行技术标准、产品试验、工艺等方面存在较大区别。

图 8：工业用不锈钢管产业产业链

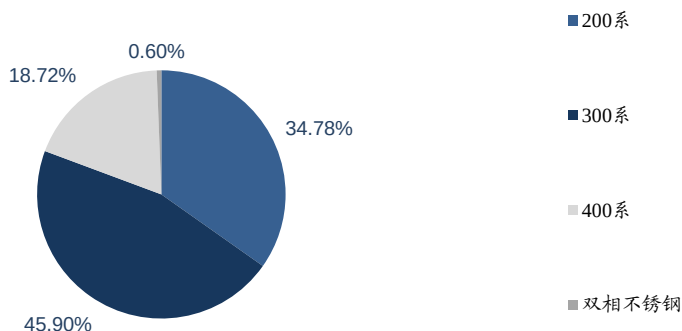


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

随着我国经济的发展和工业化进程的加快，石油、石化、锅炉、核电等企业对于高端不锈钢管的需求增加。据中国特钢企业协会不锈钢分会统计 2019 年在我国不锈钢品种结构中，300 系不锈钢占比为 45.9%，同比降低了 2.11 个百分点；400 系不锈钢占比为 18.72%，同比降低了 1.75 个百分点；200 系不锈钢占比为 34.78%，同比上升了 3.85 个百分点，但由于更高的技术要求以及高昂的科研投入，国内生产不锈钢管高端产品仍然

较少，行业内高端产品生产企业数量较为稳定。与之相对应的是，我国不锈钢管行业及企业向高端管材发展，由数量增长进入结构调整阶段。

图 9：2019 年国内各系列不锈钢占比



数据来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，东吴证券研究所

2.1. 稳定的竞争格局

尽管国内外市场都有着较为稳定的竞争格局，但是具体形式上还是有差别。国外市场是以制造巨头为主的垄断竞争市场，而国内市场则是以三类企业并存的竞争格局。

国外市场主要从两个领域分析，不锈钢无缝管和不锈钢焊接管。在**不锈钢无缝管**领域中，主要有三家主要垄断企业：

- 1、Sandvik: 成立于 1862 年，总部位于瑞典。分支机构遍及 130 多个国家或地区，在全球拥有超过 4 万名雇员，Sandvik 所生产的不锈钢管产品主要用于化学、石油、化肥、医药、造纸等领域。
- 2、新日铁住金: 公司是日本的一家大型钢铁公司，由新日本制铁和住友金属工业于 2012 年合并而成。其粗钢产量为日本第一，产品主要面向石油、化工、航空等行业。
- 3、沙士基达曼内斯曼: 成立于 1886 年，总部位于德国 M ü lheim。沙士基达曼内斯曼在美国、法国和意大利设有分支机构，主营不锈钢无缝管和镍合金管，产品主要应用于石化、石油、化工、油田、建筑、机械、食品、电力等行业。

在**不锈钢焊接管**领域中，也有三家主要垄断企业：

- 1、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、食品和医药、环保、发电、航空和航天等工业领域。

- 2、INOXTECH: 公司是意大利不锈钢、双相钢及镍基合金中厚壁大口径焊接管制造企业, 主要采用 JCO 成型与焊接工艺, 设计生产最大外径 110 英寸, 最大壁厚 70mm, 设计产能 3 万吨, 产品应用于油气、石化、化工、电力等工业领域工。
- 3、SOSTA: 公司是德国不锈钢和双相钢焊接管制造企业, 同时采用卷板连续机组成型焊接和 JCO 成型与焊接工艺, 设计生产最大外径 80 英寸, 最大壁厚 40mm, 设计产能 1.5 万吨, 产品应用于油气、石化、化工、电力等工业领域。

国内市场经过多年的发展, 工业用不锈钢管市场形成了国有企业、民营企业及外资企业并存的竞争格局:

一是以永立特材、江苏武进不锈股份有限公司、中兴能源装备股份有限公司等后发民营企业为代表的工业用不锈钢管主流生产企业。自 20 世纪 90 年代以来, 该类企业通过引进国外先进的生产设备和技术工艺实现了自身的快速发展, 同时推动了我国工业用不锈钢管产量和质量的迅速提高。

二是以常熟华新特殊钢有限公司等为代表的外资企业。该类企业进入国内较晚, 但凭借其雄厚的资金和技术优势, 呈现出较快的发展趋势。

三是以宝钢特钢有限公司、攀钢集团江油长城特殊钢有限公司等老牌国有企业为代表的工业用不锈钢及不锈钢制品制造企业。该类企业在工业用不锈钢及不锈钢制品的生产方面起步较早, 技术储备丰富, 生产设备较为先进。近年来, 该类企业主要定位于特殊钢的生产, 在不锈钢管方面, 主要生产工业用特种不锈钢管, 其产量相对较小。

图 10: 三类企业并存竞争

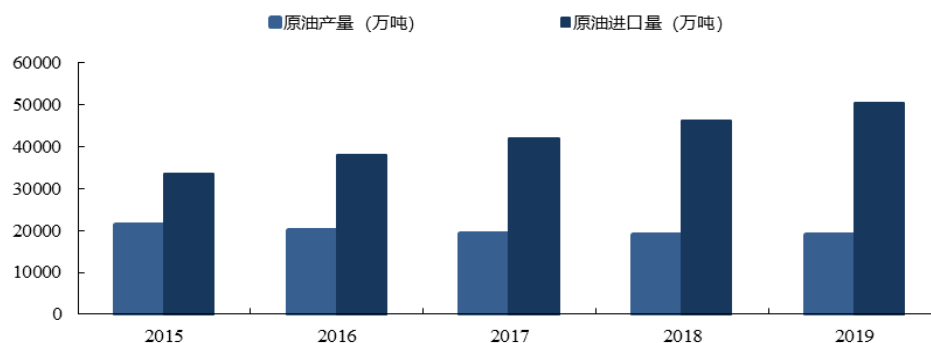


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2. 下游之油气: 政策扶持, 前景可观

随着我国工业化进程的加快，石油需求量也逐步提升，原油的产量及进口量对我国国民经济的发展有着重大影响。近年来我国原油产量稳定在 20000 万吨左右，而原油进口量持续上升，导致中国原油对外依存度大幅上升。而作为能源中的重要种类，石油安全对我国现代化建设有着重大影响。

图 11：近五年我国原油产量与原油进口量



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

基于当前全球政治、经济格局不稳，中美贸易战时断时续的情况，在可再生能源、非常规油气和深海油气资源开发潜力大的情形下，我国坚持立足国内，将国内供应作为保障能源安全的主渠道，牢牢掌握能源安全主动权，为此，国家出台诸多政策推进国内能源资源勘探开发。2019 年初，根据国家相关部委组织的国内油气企业共同研究，“三桶油”启动了未来七年的战略行动计划，即“七年行动计划”，大幅提高上游勘探开发投资。

表 2：近年有关油气开发的政策文件

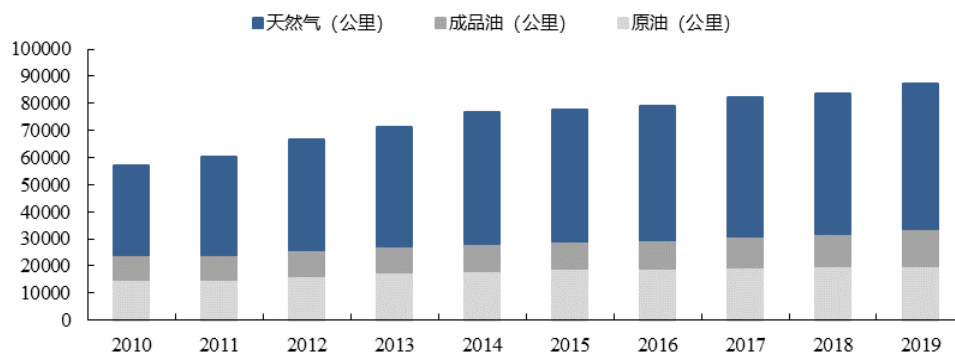
文件	发布方	时间	内容
《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》	国务院	2014	要发挥国内资源、技术、装备和人才优势，加强国内能源资源勘探开发，完善能源替代和储备应急体系，着力增强能源供应能力。要稳步提升国内石油产量、大力发展天然气
《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	国务院	2017	提出要完善并有序放开油气勘查开采体制，提升资源接续保障能力，要改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力
《关于中国海油强化国内勘探开发未来“七年行动计划”》	中国海油	2019	到 2025 年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番
《2019-2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》	中国石油	2019	坚持稳健发展方针，按照“深化东部、发展西部、拓展海上，油气并重、立足常规、加强非常规”的战略布局，从投资规划、资源发现、油气生产、改革创新、服务保障等各个层面进行详细部

《关于做好 2020 年能源安全保障工作的指导意见》	国家发改委	2020	署，全方位激活增储上产新动力 坚持大力提升国内油气勘探开发力度，要立足“全国一张网”，提升石油天然气管输能力和供应保障水平。加快天然气管道互联互通重大工程建设，优化管输效率，加强区域间、企业间、气源间互供互保。推进重点油品管道建设，保障炼厂原油供应和消费地成品油需求，逐步解决油品资源不平衡和运输瓶颈问题
《2020 年能源工作指导意见》	国家能源局	2020	在加大油气勘探开发力度的同时，加快天然气产供储销体系建设。加快管网和储气设施建设，补强天然气互联互通和重点地区输送能力短板，加快形成“全国一张网”。

数据来源：国家发改委，东吴证券研究所

在众多运输方式中，管道运输是大运量液态和气态货物的最佳运输方式。与铁路、公路运输相比，管道运输具有投资少、建设快、占地少、高效安全、环境污染小等优点，因而在全球范围内得到了广泛的应用。在石油天然气需求增加的带动下，我国加快推进输油输气管网布局，现已初步建成覆盖全国的输油输气骨干管网。根据中国石油年报显示，我国原油、成品油及天然气的输送管道长度逐年增长，截止 2019 年，管道长度已达 7.7 万公里。随着勘测力度的进一步加大，以及我国输油输气管网得到进一步完善，我国油气输送领域的工业用不锈钢管行业也将得到快速发展，市场前景良好。

图 12：近十年中国石油公司油气管道长度（公里）



数据来源：中国石油公司年报、东吴证券研究所

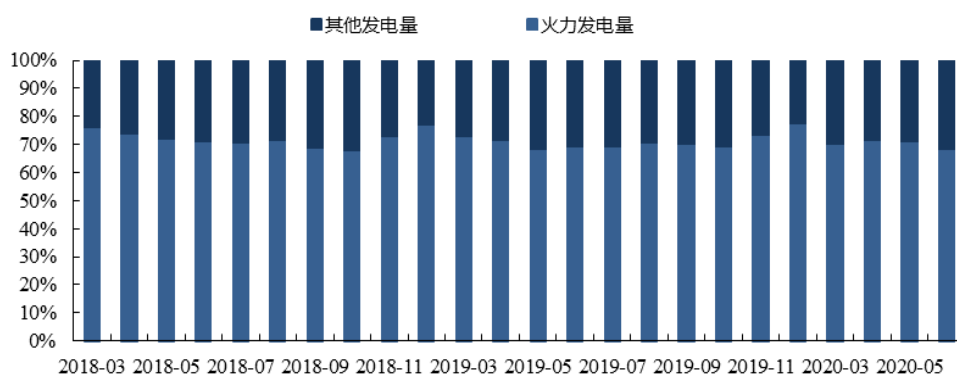
2.3. 下游之能源（火电+核电）：需求稳健，增长可期

1) 火电行业：市场稳定，逐步淘汰落后产能

作为传统的一种发电方式，火电行业在我国电力行业中占有主要地位，对于国民经济有着重大影响。在 2018 年 3 月至 2020 年 6 月间，火电发电量在总发电量中占比稳定

在 70%左右, 比重较大——火电行业依然是一个庞大的市场。同时, 我国也是煤炭大国, 煤炭存储量及可采储量都居于世界前列。根据 WIND 数据显示, 2019 年我国全年煤炭开采量达 38.46 亿吨, 较 2018 年的 36.83 亿吨实现了小幅增长, 对于稳定火力发电量有着重要意义。

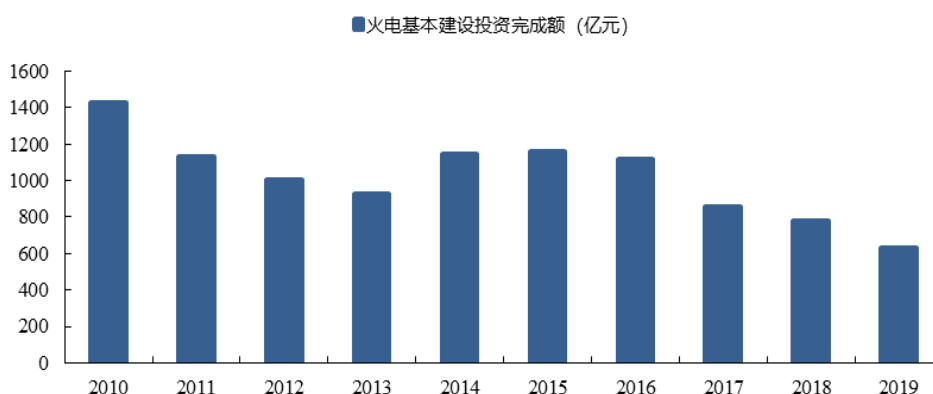
图 13: 2018 年来我国火力发电量占总发电量比例 (亿千瓦时)



数据来源: 国家统计局、东吴证券研究所

在行业稳定发展的同时, 国家有关部门颁布一系列的措施以推动我国相关行业发展, 提升火电环保水平并淘汰落后产能。《电力发展“十三五”规划(2016-2020年)》中提到: “以 2020 年非化石能源消费比重达到 15% 为硬指标, 提出全国煤电装机规模力争控制在 11 亿千瓦以内, 大力发展新能源, 弃风、弃光率控制在合理水平”。根据国家能源局发布的《2019 年煤电行业淘汰落后产能目标任务的通知》, 2019 年煤电行业需要淘汰落后产能 866.4 万千瓦, 并对部分机组施行供热改造。因此, 整个行业趋于稳定, 每年的基本建设投资完成额也在逐年下降。

图 14: 近十年我国火电基本建设投资完成额 (亿元)

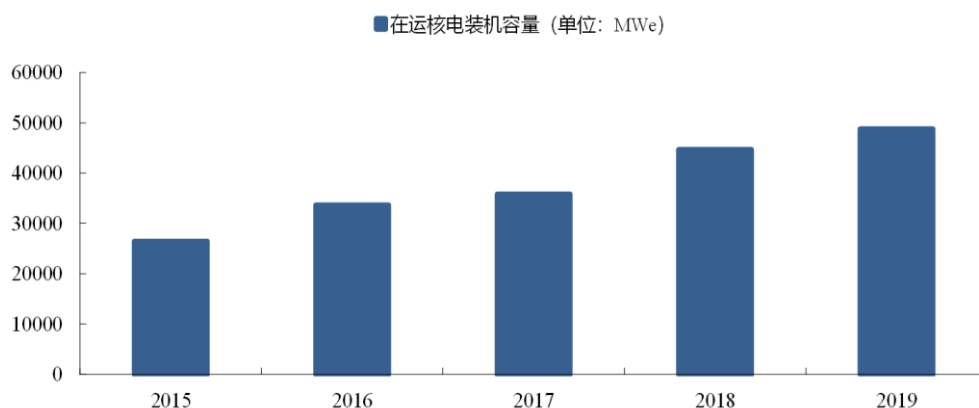


数据来源: Wind、东吴证券研究所

2) 核电管道：核电重启加速，市场潜力巨大

作为一种技术成熟、可大规模生产的清洁能源，核电在我国电力发展中占据重要地位。2017 年，国家发布《“十三五”核工业发展规划》、《“十三五”核能开发科研规划》、《“十三五”国家核应急规划》，指出要安全高效发展核电，优化核电产能布局。到 2020 年，我国核电运行和在建装机将达到 8800 万千瓦。然而，继 2015 年核准 8 台新建核电机组后，2016、2018 年均未核准新的核电项目，2017 年内唯一开工的项目，是中核集团位于福建省霞浦县的示范快堆工程。以上核准开工节奏远低于规划，给我国核电行业带来一定冲击。根据中国电力网数据，截至 2019 年年底，我国运行核电机组达 47 台（不含台湾地区），总装机容量 4875 万千瓦，位列全球第三，占全国电力装机总量的 2.42%；在建核电机组 13 台，总装机容量 1387 万千瓦，装机容量继续保持全球第一，离十三五核能发展规划中的目标还有较大一定距离。

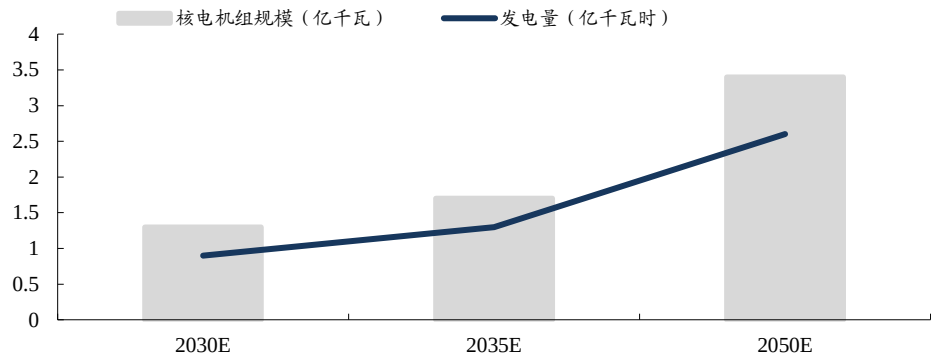
图 15：近五年我国在运核电装机容量



数据来源：中国核能行业协会、东吴证券研究所

2019 年，由中核集团建设的漳州核电厂项目、由中广核集团建设的广东太平岭核电厂、由国家电投建设的山东荣成核电项目得到核准，这是核电新机组审批停滞 3 年后再次重启，意味着核电管道市场迎来新发展。2019 年中国核电发展中心和国网能源研究院发布的《我国核电发展规划研究》指出，基准方案下，到 2030 年、2035 年和 2050 年我国核电机组规模达到 1.3 亿千瓦、1.7 亿千瓦和 3.4 亿千瓦，占全国电力总装机的 4.5%、5.1%、6.7%，发电量分别达到 0.9 万亿千瓦时、1.3 万亿千瓦时、2.6 万亿千瓦时，占全国总发电量 10%、13.5%、22.1%，预计未来核电管道市场仍有较大发展空间。

图 16：预计我国未来核电规模



数据来源：中国核电发展中心和国网能源研究院、东吴证券研究所

3. 大炼化业务开花结果，摆脱油价周期波动的影响

3.1. 中标大炼化项目，对冲油价下滑

2020 年来，由于新冠疫情所导致的全球经济下行，原油需求也随之萎缩，总体价格也在 2020 年 1 月至 4 月之间大幅下跌，从 70 美元/桶滑坡至 12.4 美元/桶。尽管近期随着中、欧、日、韩等主要经济体逐步复工复产，原油价格迎来了小幅上涨，但鉴于 OPEC 宣布将从 2020 年 8 月开始逐步放宽减产计划，以及美国疫情的反复，油价在 7 月中旬又有了一定下跌，市场也开始评估油价再次暴跌的可能。

图 17：2020 年来 OPEC 一揽子原油价格（美元/桶）



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

作为公司重要收入来源，石油、化工和天然气行业带来的收入占到了公司 2019 年收入的 58.84%，公司产品主要用于油气前端的开采和集输，油价的下跌对油气开采及运输产业不利，部分下游客户可能会缩减生产运输规模，减少管道订单。为了保障油气行

业收入稳定增长，对冲油价下行风险，公司开始将目光转向大炼化项目，积极参与炼化行业的产品生产和项目投标。

表 3：2018、2019 年公司营业收入分行业构成

行业	2019 年		2018 年	
	金额 (百万元)	占营业收入比重 (%)	金额 (百万元)	占营业收入比重 (%)
石油、化工、天然气	2,610.46	58.84	2,010.2	49.47
电力设备制造	321.5	7.25	428.5	10.55
其他机械制造	713.3	16.08	719.8	17.72
其他不可分行业	791.6	17.83	904.6	22.26

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

对于钻井及油气运输产业而言，油价的下跌极有可能导致收入减少，利润下滑，对产业发展造成不利影响；但对于炼化产业则是较大利好，产业受到油价波动的直接影响更小，相关企业可以通过更低的成本购买原材料，因此，大炼化行业是典型的逆油价波动。近年来，公司已多次成功中标大炼化项目相关的管道框架协议。2019 年 9 月，中海炼化公告将由公司提供价值 1600 万元的通用不锈钢无缝管；在 2020 年 5 月和 7 月，公司又分别中标中石化镇海炼化基地项目的管件框架协议和镍合金钢管框架协议，为大炼化项目供应管件。可以预见公司未来将持续参与到大炼化项目之中，通过对石油、化工、天然气行业产业链的全覆盖实现公司利润的稳定增长。

表 4：近年来公司所中标大炼化项目

项目名称	招标编号	中标时间
镇海基地镍合金钢管框架协议	WZ20200704-0139-6093-B1	2020 年 7 月 7 日
镇海基地项目管件框架协议	WZ20200528A/B/C/D-4709-3956-B1	2020 年 5 月 28 日
塔里木乙烷制乙烯项目高温用途不锈钢无缝钢管		2020 年 2 月 13 日
中国石油化工股份有限公司物资装备部镇海基地项目不锈钢无缝管		2020 年 1 月 10 日
神华榆林能源化工有限公司 40 万吨/年合成气制乙二醇项目	CEZB190105490001	2019 年 9 月 20 日
中海炼化 DN≤300Sch≤80 通用不锈钢无缝管框架协议	LHSCC00558/01	2019 年 9 月 3 日
古雷炼化一体化项目不锈钢直缝焊管框架协议	WZ20190618-0155-7305-B1	2019 年 7 月 22 日
中科合资广东炼化一体化项目复合焊管	WZ20190115-0159-18031-B1	2019 年 1 月 17 日

数据来源：中国电力招标网、东吴证券研究所

3.2. 大炼化行业：逆油价波动，需求高速发展

作为国民经济的支柱和基础产业之一，炼化产业资源资金技术密集、产业关联度高、经济总量大，产品广泛应用于国民经济、人民生活、国防科技等各个领域，对促进相关产业升级和拉动经济增长具有举足轻重的作用。“大炼化”，则指的是大规模一体化炼化项目。“炼化一体化”是指炼油和石脑油裂解生产化学品相结合的一体化生产模式。这一生产模式可以充分利用石油资源，降低能耗和生产成本，多种产成品可以丰富产品结构。

2015 年，国家发改委《石化产业规划布局方案》对石化产业基地的设立条件提出指导意见的同时，也提出了发展七大石化产业基地的规划。在工业和信息化部所发布的“十三五”规划中也提到：在 2016 年-2020 年间，要重点建设七大石化产业基地，推动炼化一体化，推动绿色和石化产业的高效发展。

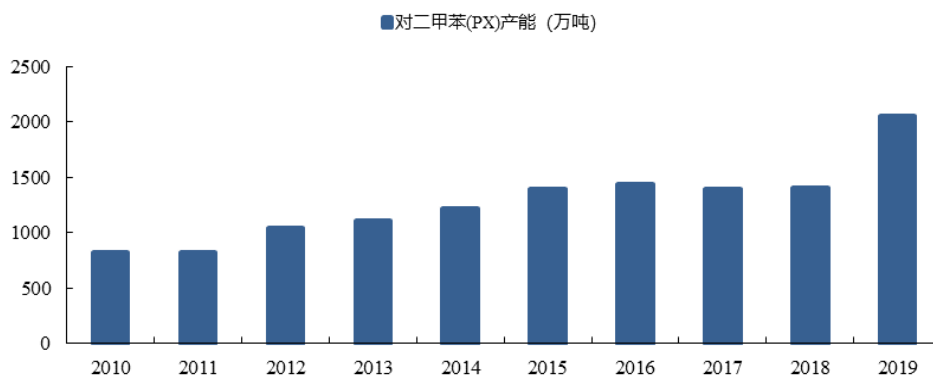
表 5：七大石化产业基地基本信息

所属炼化基地	已建成或拟建项目
大连长兴岛	660 万吨 PTA 工厂、恒力 2000 万吨炼化一体化项目、150 万吨乙烯项目、200 万吨乙烯项目、丙烷综合利用项目等
河北曹妃甸	阳石化 1500 万吨项目等
上海漕泾	中石化高桥石化漕泾炼油化工一体化项目等
浙江宁波	荣盛控股等企业合资石化 4000 万吨/年炼化一体化项目、浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼化一体化项目等
江苏连云港	盛虹集团年加工原油能力 1600 万吨项目、中化芳烃衍生系列产品及电子化学品项目、江苏赛科特种化学品项目等
广东惠州	中海油惠炼 1000 万吨炼油项目、中海壳牌化工项目等
福建古雷	古雷炼化一体化项目等

数据来源：石化资源网、PROCESS 化工网、东吴证券研究所

随着七大重点基地的逐步投产，我国的大炼化项目也走上了一个高峰期。以对二甲苯（PX）为例，在 2019 年，由于部分大炼化项目投产，我国对二甲苯产能由 1400 万吨跃升至 2053 万吨，增长率达 31.8%。

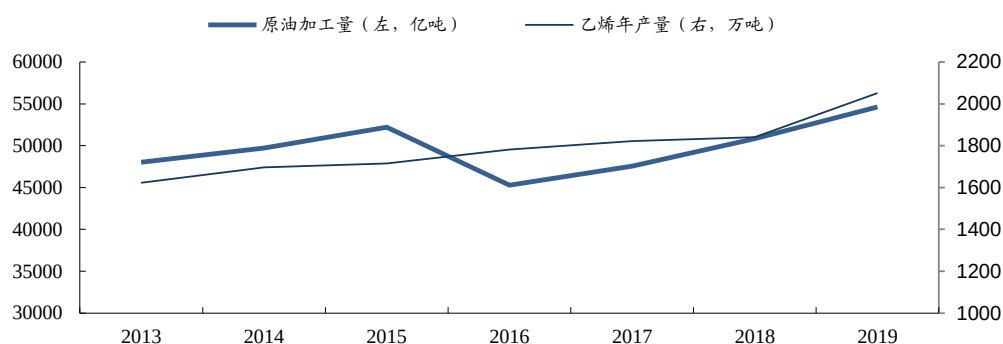
图 18：近十年我国对二甲苯（PX）产量（万吨）



数据来源：WIND、东吴证券研究所

而在石化产业中具有重要的地位的原油加工与乙烯行业，近年来也有了较大发展。在2013年至2019年间，原油加工产量由4.8亿吨上升至5.4亿吨，总体增长率达13.7%，而乙烯产量由1634万吨增长至2052万吨，总体增长率为26.5%。

图 19：2013-2019 年中国乙烯及原油加工年产量



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

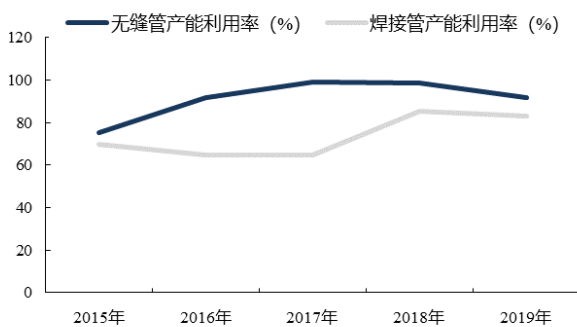
中国石油和化工行业联合会副会长傅向升在2020年石油和化工行业经济运行发布会上指出，年内编制完成《石油和化学工业“十四五”发展规划》将继续关注科技创新、绿色发展、石油化工、化工新材料、现代煤化工、石化园区等内容，推动我国向石化强国这一目标迈进。据中证网报道，自2020年起，国务院将严格审批《石油产业规划布局方案》之外的对二甲苯(PX)、乙烯等炼化项目，在淘汰落后产能、减轻产能过剩局面的同时，推动行业发展由高速转变为高质，提升产业的集中化程度。我们预计我国石油化工大炼化市场将继续保持增长，产业链需求将持续扩大。

4. 多项目投产在即，业绩增量可观

4.1. 订单饱满，产能面临瓶颈

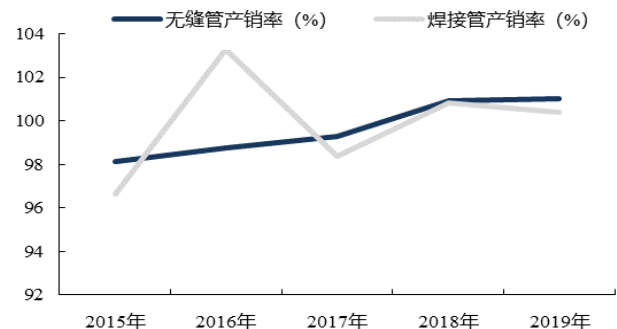
公司作为国内工业用不锈钢及特种合金管材、管件研发、生产和销售龙头企业之一，在产能规模、产品规格等方面长期保持优势。公司一直采取“以销定产、适度库存”的生产组织方式，自 2015 年以来焊接管及无缝管产能都较为稳定，产能利用率逐步提升。同时，由于公司采用以销定产的模式进行生产，公司产品的产销率均保持在较高水平，其中 2018 年、2019 年均超过 100%。为了进一步提升收入，公司采取了一系列的措施扩大产能。

图 20：近五年无缝管、焊接管产能利用率



数据来源：公司可转债评级报告、东吴证券研究所

图 21：近五年无缝管、焊接管产销率率



数据来源：公司可转债评级报告、东吴证券研究所

4.2. 三大募投项目增量可观

在 2017 年，公司根据现有业务良好的发展态势和充分的市场调查公开发行 A 股可转换公司债券募集资金人民币 104000 万元。募集资金扣除发行费用后用于“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目”、“年产 1000 吨航空航天材料及制品项目”、“工业自动化与智能制造项目”。

表 6：可转债募投项目情况

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金使用 金额 (万元)	预计净利润 (万 元, 税率 15%)	产能情况
年产 5500KM 核电、 半导体、医药、仪器 仪表等领域用精密 管材项目	57425	38000	12843	实现年产 5500KM 核电、半导体、医药、 仪器仪表等领域用精密管材生产线， 其中核电、半导体、医药、仪器仪表 等领域用管 3500KM 年产能，海底脐带 缆用管 2000KM 年产能

年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	48998	33000	17968	形成 1000 吨航空航天用管及异型管的生产能力
工业自动化与智能制造项目	33480	33000	5843	—

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1) 年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目

随着我国核电、半导体、医药、仪器仪表等工业的发展，精密用管的需求也在日益增加，《中国制造 2025》明确提出核电、半导体等领域高端装备的自主化的要求。目前我国仪器仪表、新型核电用管、医药等领域用的高端管材大部分依赖于进口，这制约了我国此类高端领域的发展。

该项目系新建技术改造项目，对公司原核电精密管进行技术升级，新增各种高端生产设备和检测设备，加强成品的后续检测与精整要求，最终实现年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材生产线。本项目的实施有助于解决高端领域用管材的自主化问题，进一步调整与优化公司产业结构，加大公司高端产品在销售的占比，巩固公司在高端精密管材领域的领先地位，提升公司在高端精密管材领域的竞争力。

2) 年产 1000 吨航空航天材料及制品项目

本项目主要采用高端轧机、矫直机、探伤机等进口和国产设备，凭借公司前期在航空航天市场积累的先进经验，积极开发高温合金、钛合金、不锈钢等材质的航空用管和异型管，产品定位以高质量管坯锻材为主，兼顾生产模具钢。

当前国外已经形成了完备的航空供应商体系，航空管材供应商作为航空产业供应商体系的一支重要力量，为飞机及飞机发动机制造提供整体管路设计及材料的技术解决方案。本项目主要是为航空产业配套各种航空用管，包括飞机发动机用管、飞机主机用管等，材质可以包括不锈钢、钛合金、高温合金等各种材质。项目配合我国日益增长航空产业发展的需求，有助于公司产品结构调整和优化，提升航空产业用管材在公司业务中的占比，优化产品结构，提升公司在航空产业高端管材应用的行业地位。

图 22：久立特材高端钛合金管道



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3) 工业自动化与智能制造项目

机器人是“制造业皇冠顶端的明珠”，其研发、制造、应用是衡量一个国家科技创新和高端制造业水平的重要标志。为加快浙江省整体产业的转型升级，提高过去依靠劳动力的低端制造，充分利用全球最先进的制造理念，浙江省政府先后出台了各项“机器换人”的政策举措。此外，随着劳动力价格的上涨，中国制造业的“人口红利”正在不断消失，而发达国家推进“再工业化”和“制造业回归”，全球制造业高端化竞争趋势日益明显和激烈。以现代化、自动化的装备提升传统产业，推动技术红利替代人口红利，成为中国制造产业优化升级和经济持续增长的必然之选。

工业自动化与智能制造项目通过对公司原有生产单位进行自动化改造，未来能够实现自动化稳定生产，在符合浙江省政策举措要求的同时，也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。

4.3. 特种合金项目投产在即

经过近 30 年发展，我国的金属管配件行业得到大幅度的进步与提高，但是相对国外管配件行业的制造水平，国内金属管配件的制造工艺、制造能力、产品的品种及质量都存在一定的差距。虽然我国特种合金产业的部分产品类别在规模上已跻身世界前列，但高端品种依然无法满足下游行业对高质量的要求，大量高端产品仍然依赖国外进口。为了进一步提升管配件生产、管道预制和服务的能力，并满足核电建设、石油化工等重点下游行业的需求，公司投资建设了年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目。

项目主要用先进的冷热塑性成型、高压胀型、自动焊接技术或工艺，购置激光管材切割机、六轴五联动数控管子相贯线切割机、四柱液压机、电液伺服数控折弯机、自动焊接机组等先进生产设备，以满足各个行业对管配件及预制的要求。

该项目位于湖州市吴兴区八里店镇久立不锈钢工业园区内现有的空余场地，占地面积为 11104 平方米。公司对项目的投资总额为 1.9976 亿元，其中固定资产及无形资产投资为 1.469 亿元，流动资金为 5286 万元。项目建成之后，将形成年产管配件和管道预制 5000 吨的生产能力，预计项目达产后正常年份可实现销售收入 32,500 万元（不含税），实现利润总额 6,201 万元。

图 23：特种合金厂



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.4. 战略投资永兴，稳定上游渠道

以优化上游原材料供应链管理体系、促使资源有效配置为目的，公司战略性地引入永兴特种材料科技股份有限公司（以下简称“永兴材料”）作为长期稳定的供应链合作伙伴。目前，公司已通过大宗交易和协议转让的方式合计持有股数占永兴材料总股本的 10%。

永兴材料成立于 2000 年 7 月，坐落于太湖南岸的湖州市南太湖新区，专业从事高品质不锈钢棒线材、特种合金材料和锂电材料的研发和生产。在不锈钢领域，永兴材料是中国不锈钢棒线材龙头企业，棒线产品市场占有率已连续多年位居全国前三。

表 7：永兴材料主要产品及应用领域

产品大类	产品小类	应用领域
不锈钢棒材（管坯）	高压锅炉用不锈钢棒材（管坯）	经下游加工成无缝钢管，主要用于制造超（超）临界机组管道与管件，并应用于火力发电
	双相不锈钢棒材（管坯）	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应用于 LNG 液化天然气、化学品、海洋工业、石油化工等高端工业领域
	奥氏体不锈钢棒材	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应

不锈钢线材	(管坯)	用于石油炼化、精细化工、煤化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域
	切削用不锈钢线材、	
	焊接用不锈钢线材、	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品，广泛
	冷镦用不锈钢线材、	应用于工业领域及部分民用领域
特殊合金	拉丝用不锈钢线材	
	铁镍基合金、镍基合金、精密合金、不锈钢	经下游深加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等成品后，广泛应用于石油化工、LNG 液化天然气、高压锅炉、核电、海洋工业、船舶制造、节能环保、航天、健康医疗等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司与永兴材料在多年发展经营过程中保持密切合作关系，永兴材料作为公司不锈钢无缝管管坯主要供应商，一方面能满足公司对永兴材料生产管坯的原材料个性化定制的需求，借助永兴材料打通上游原材料的供应渠道，实现产业链向上游的延伸；另一方面通过本次投资，公司可充分发挥下游行业自身转型升级需求与市场优势，加强与永兴材料进一步开发特种不锈钢及双相不锈钢等多种类型产品，为公司下游客户提供更广泛更全面的服务，真正实现上下游产业链一条龙服务。

根据 2019 年年报，永兴材料目前净利润体量在 3.5 亿元左右，且随着其锂原料业务投产达产，未来业绩有望继续增长。因此，预计本次投资将在未来几年，给久立特材带来 3500 万元/年以上的投资收益，利润增厚较为可观。

表 8：公司与永兴材料密切合作关系

时间	事件
2014 年	联合成立湖州久立永兴特种合金材料有限公司
2016 年	收购湖州久立挤压特殊钢有限公司持有的湖州永兴特种合金材料有限公司 51% 股权
2018 年	与钢铁研究总院、永兴特种不锈钢股份有限公司以及湖州久立永兴特种合金材料有限公司签署联合成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心
2019 年	向永兴特种不锈钢股份有限公司购买“不锈钢锻造车间快锻机组”项目
2019 年	战略投资购买永兴材料 10% 股权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 49.22 亿元、54.39 亿元、59.83 亿元，同比增速分别为 10.93%、10.50%、10.00%；实现归属母公司股东净利润分别为 6.22 亿元、7.17 亿元、8.14 亿元，同比增速分别为 24.34%、15.36%、13.54%，目前业绩对应 2020-2022 年的 PE 分别为 11.63 倍、10.08 倍、8.88 倍。

盈利预测对应的假设条件：

- 1) 假设油价在 40 美元/吨的基础上运行，公司传统业务（油气和大炼化），上半年 20%的增速基本维持到全年，且在 2021 年仍维持至少不下降的趋势；
- 2) 假设公司募投项目正常达产，预计精密管募投项目自 2020 年底开始逐步投产；
- 3) 假设特种合金项目正常达产，即 20 年上半年投产后，下半年开始逐步释放产量，21 年基本达产。

5.2. 估值与投资建议

估值横向比较。公司属于高端不锈钢管领先企业，因此估值中选取太钢不锈、永兴材料、抚顺特钢等 4 家具有代表性公司进行比较，另外一家竞争对手武进不锈，由于产品档次明显低于公司，不作为比较对象。根据计算，可比公司 2020-2022 年的 PE 均值分别是 35.31、27.58、22.80，公司目前股价对应的 2020-2022 年 PE 分别仅为 11.63、10.08、8.88，不仅远远低于 PE 估值最高的标的钢研高纳，也远远落后于行业平均水平。

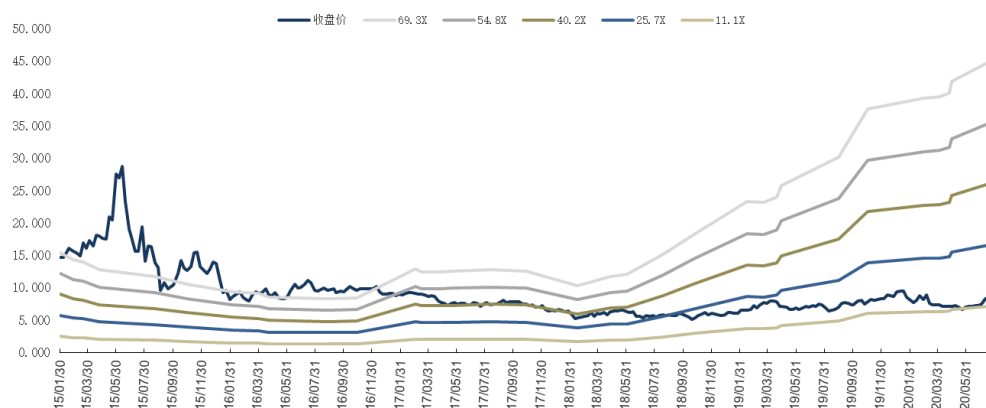
表 9：估值比较（截至 8 月 20 日）

证券简称	股价（元）	P/E			PB
		2020E	2021E	2022E	
久立特材	8.59	11.63	10.08	8.88	2.07
太钢不锈	3.92	24.04	17.84	12.92	0.70
永兴材料	18.11	15.46	12.54	11.53	1.88
ST 抚钢	6.87	37.30	28.90	23.89	2.91
钢研高纳	25.88	64.43	51.04	42.85	5.78
可比公司均值		35.31	27.58	22.80	2.82

数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值纵向比较。回顾公司历史 PE 走势，公司自 2015 年达到 PE 历史高点，之后开始下滑，并于 2018 年达到历史低点。2020 年上半年虽然有所回升，但总体仍处于历史上非常低的水平，明显低于公司历史均值，未来有较大的潜在修复空间。

图 24: 公司 PE-Band



数据来源：wind、东吴证券研究所

综上，公司目前估值明显低于可比公司水平，也处于公司历史估值的低位。因此，首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

1、原材料价格波动风险

公司的主要原材料为各类不锈钢管坯、合金管坯，上游供应商为管坯冶炼企业，而冶炼企业的成本随原材料价格波动，如镍、不锈钢、合金元素等等，因此公司成本面临一定的价格波动风险

2、募投项目达产风险

公司未来业绩增长很大程度上依赖于募投项目投产、达产，募投项目上马后产能扩张幅度较大，可能面临短时间内订单不足的问题，制约业绩的同比扩张。

3、油价波动风险

公司部分产品直供三桶油企业（中石化、中石油、中海油），油价大幅下跌可能会影响上述企业的资本开支，不过公司近年来大力拓展大炼化市场，且已中标多个项目，由于大炼化行业发展受益于油价下跌，因此可以从很大程度上对冲油价下跌的影响，故该风险整体可控。

久立特材三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,322	3,718	4,310	4,591	营业收入	4,437	4,922	5,439	5,983
现金	584	765	914	1,197	减:营业成本	3,219	3,490	3,807	4,140
应收账款	917	992	1,326	1,170	营业税金及附加	26	33	34	39
存货	1,138	1,269	1,357	1,499	营业费用	240	278	299	324
其他流动资产	682	692	714	725	管理费用	337	430	473	522
非流动资产	2,657	3,352	4,022	4,661	财务费用	40	34	59	74
长期股权投资	561	1,131	1,707	2,291	资产减值损失	-21	0	0	0
固定资产	1,418	1,578	1,703	1,784	加:投资净收益	6	33	38	46
在建工程	404	365	329	299	其他收益	45	28	35	37
无形资产	213	217	222	227	营业利润	591	719	840	969
其他非流动资产	61	61	61	61	加:营业外净收支	1	6	1	2
资产总计	5,979	7,071	8,332	9,251	利润总额	593	725	841	971
流动负债	1,369	2,255	3,094	3,502	减:所得税费用	85	114	129	155
短期借款	60	1,029	1,441	2,077	少数股东损益	7	-10	-5	1
应付账款	698	398	776	512	归属母公司净利润	500	622	717	814
其他流动负债	611	829	877	914	EBIT	639	765	913	1,062
非流动负债	1,047	893	729	551	EBITDA	856	939	1,122	1,305
长期借款	909	756	592	414					
其他非流动负债	138	138	138	138					
负债合计	2,415	3,148	3,823	4,054	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	143	133	128	129	每股收益(元)	0.59	0.74	0.85	0.97
归属母公司股东权益	3,420	3,789	4,380	5,069	每股净资产(元)	3.82	4.26	4.97	5.78
负债和股东权益	5,979	7,071	8,332	9,251	发行在外股份(百万股)	842	842	842	842
					ROIC(%)	18.0%	17.7%	20.5%	22.0%
					ROE(%)	14.2%	15.6%	15.8%	15.7%
					毛利率(%)	27.4%	29.1%	30.0%	30.8%
					销售净利率(%)	11.3%	12.6%	13.2%	13.6%
					资产负债率(%)	40.4%	44.5%	45.9%	43.8%
					收入增长率(%)	9.2%	10.9%	10.5%	10.0%
					净利润增长率(%)	64.7%	20.5%	16.5%	14.5%
					P/E	14.46	11.63	10.08	8.88
					P/B	2.25	2.02	1.73	1.49
					EV/EBITDA	8.87	8.95	7.58	6.66
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	607	299	919	855					
投资活动现金流	-938	-836	-839	-834					
筹资活动现金流	87	718	69	262					
现金净增加额	-239	181	148	283					
折旧和摊销	217	174	209	243					
资本开支	368	126	94	55					
营运资本变动	-185	-487	-23	-230					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>