



Research and
Development Center

研发锻造工艺，时间构筑壁垒

— 久立特材（002318）深度报告

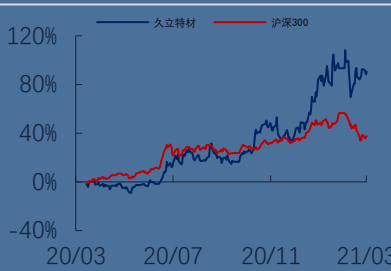
2021年3月18日

S1500519120002

010-83326877

wangfangzhao@cindasc.com

王昉朝 首席研究员

证券研究报告
公司研究
深度报告
久立特材 (002318.SZ)
投资评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	13.92
52 周内股价	6.62-15.5
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	-1.56
总股本 (亿股)	9.77
流通 A 股比例 (%)	97.58%
总市值 (亿元)	136.02

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

研发锻造工艺，时间构筑壁垒

2021 年 3 月 18 日

本期内容提要：

- ◆ **产品差异化发展，高端领域天花板极高。**工业用不锈钢管是技术密集型产品，根据外径、壁厚、长度、材料、性质等可分为几百个品种，吨价从几万跨度到上百万，产品差异化适应下游多样需求。行业具备高技术壁垒、高准入壁垒、高时间成本的特点，参照国际龙头山特维克百年发展历程，一旦突破研发进入市场，将获得极深护城河与极广阔市场空间。
- ◆ **国内龙头，进口替代打开高端市场。**公司深耕工业用不锈钢管设计研发与生产制造 30 余年，是国内最大供应商，龙头地位稳固，主要优势 1) 当前产能 13 万吨，国内第一、全球第二，预计 2022 年可达 15 万吨；吨价、毛利率远高于国内同业。2) 采用“成本加成”定价方式，具备一定转嫁原材料价格波动的能力；入股永兴材料，保障原材料足额供应与质量稳定。3) 研发投入持续，技术实力领先，已有 11 项产品实现进口替代，高端产品进入市场；目前在售高端管材多为 5-10 年前投入研发，考虑技术能力与检测时间，预计短中期国内难以出现有力竞争者。
- ◆ **炼化景气弱化周期影响，3-5 年高确定性增长。**石油、化工、天然气是公司产品主要应用领域，贡献营收近 60%。2020 年油价暴跌、油气投资疲软，公司业绩高增长主要受益于炼化一体化高度景气。公司在炼化项目上具备丰富经验，是三桶油等大型国企合格供应商，于 2017 年首次为恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目提供镍合金无缝钢管，是该类产品首次实现国产化，后续成为多个民营炼化企业主要不锈钢管供应商。短中期看，炼化一体化项目投资高度景气叠加油价回升带动油气投资，公司产品需求无忧。
- ◆ **高端产品打开长期增长空间。**2020 年公司高端管材销售取得突破，上半年高附加值、高技术含量产品占营收比重约为 16%，考虑到高端产品的高毛利，其对利润贡献或超过 20%。此外，公司在建高端产能 1000 吨+5500KM 有望于 2021 年底释放，为核电、海洋工程、医药化工等各领域提供先进的流体系统解决方案。对标国际标杆山特维克，公司产品结构与应用领域仍有较大升级空间，高端不锈钢管行业天花板高，公司发展空间巨大。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**基于以上分析，我们认为公司经营有望长期保持稳健状态，采用 DCF 进行估值。假设 1) 2021-2023 年为高确定性阶段，营收以 10%-15% 的速度增长；2) 2024-2029 年为过渡阶段，营收增速由 12% 下台阶至 6%，毛利率由 28% 提升至 30%。3) 2030-2035 年为稳定增长阶段，FCFF 以 5% 增速稳定增长；4) 2036 年及以后以 1% 的增速永续增长。根据 DCF 模型，公司合理股权价值 302 亿元，对应每股价值 31 元，给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**炼化景气度不及预期、海外订单或不可持续、产能建设进度不及预期

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	4,063	4,437	4,945	5,666	6,272
增长率 YoY %	43.4%	9.2%	11.5%	14.6%	10.7%
归属母公司净利润 (百万元)	304	500	746	852	981
增长率 YoY%	126.9%	64.7%	49.1%	14.3%	15.2%
毛利率%	25.1%	27.4%	27.6%	27.1%	27.2%
净资产收益率ROE%	9.6%	14.6%	15.5%	15.0%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.51	0.76	0.87	1.00
市盈率 P/E(倍)	44.80	27.20	18.24	15.97	13.86
市净率 P/B(倍)	4.29	3.98	2.82	2.40	2.05

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 3 月 17 日收盘价

目录

一、投资聚焦.....	6
1.1 区别于大众的认识.....	6
1.2 核心逻辑.....	6
二、工业用不锈钢管：产品差异化发展，高端领域天花板高.....	6
2.1 技术密集型产品，差异化适应广阔下游应用.....	6
2.2 高技术壁垒、高准入壁垒、高时间成本.....	7
2.3 行业天花板高，高端产品发展空间大.....	9
三、国内龙头：行业地位稳固，进口替代打开高端市场.....	10
3.1 发展历程：专注工业用不锈钢管研发生产 30 余年.....	10
3.2 产品结构：深耕工业用不锈钢管及特种合金.....	11
3.3 业绩回顾：布局“长特优、高精尖”，连续三年高增长.....	12
3.4 龙头稳固：全国最大的工业用不锈钢管供应商.....	13
3.5 成本控制：入股永兴布局上游.....	14
3.6 高端产品：持续投入，国产化标兵.....	15
四、增长动力：走出行业周期，未来 3-5 年增长高确定性.....	17
4.1 民营大炼化崛起弱化周期影响.....	17
4.2 优质订单助力境外业务占比提升，境内境外双管齐下.....	18
4.3 高端产品蓄势待发，有望打开行业天花板.....	19
五、盈利预测.....	19
六、估值与投资评级.....	20
6.1 绝对估值：DCF 模型.....	20
6.2 相对估值：PE.....	21
风险因素.....	21

表目录

表 1：山特维克井下套管材料清单.....	7
表 2：山特维克井下套管环境温度下机械性能.....	7
表 3：压力管道用焊接管、无缝管制造标准文件.....	9
表 4：国内工业用不锈钢管市场竞争格局.....	13
表 5：久立特材已公告尚在建设产能情况.....	14
表 6：新产品于 5-10 年后完成订单转化，近五年研发未来将陆续转化.....	16
表 7：公司分产品营收预测.....	19
表 8：股权资本成本估计：CAPM 模型.....	20
表 9：WACC 测算.....	20
表 10：DCF 估值关键假设.....	20
表 11：FCFF 现值（百万元）.....	20
表 12：FCFF 估值（百万元）.....	21
表 14：可比公司 PE 情况.....	21

图目录

图 1：下游应用广阔，对产品提出差异化需求.....	7
图 2：多项工艺领先国内水平，对标国际水平.....	8
图 3：国内仅公司与宝钢掌握挤压技术.....	8
图 4：工业用不锈钢管检测项目多，执行标准高.....	9
图 5：对标国际水平，航空、汽车、电子、核电等高端管材仍有可作为.....	10
图 6：山特维克 2019 年新产品与创新.....	10
图 7：目前差距仍大，但公司更显增长动力（单位：以各年末汇率调整为亿元）.....	10
图 8：公司产品毛利率尚有较大发展空间.....	10
图 9：公司发展历程.....	11
图 10：无缝管占比 52%，焊接管占比 31%.....	11
图 11：主要应用于石油、化工、天然气领域.....	11
图 12：分产品营收增速.....	12
图 13：分产品毛利率情况.....	12
图 14：营业收入稳定增长.....	12
图 15：连续三年利润高速增长.....	12
图 16：盈利能力稳步提升.....	13
图 17：公司无缝管与武进不锈钢价差扩大.....	13
图 18：2019 年公司焊接管吨价高于武进不锈钢 0.6 万元.....	13

图 19: 公司与同业无缝管销量对比	14
图 20: 公司与同业焊接管销量对比	14
图 21: 公司与同业无缝管毛利率对比	14
图 22: 公司与同业焊接管毛利率对比	14
图 23: 短期存在上涨趋势, 长期处于稳定区间	15
图 24: 2019-20 年镍、铬价格波动较大	15
图 25: 无缝管成本中原材料占比约 71%	15
图 26: 焊接管成本中原材料占比约 86%	15
图 27: 研发投入持续, 2019 年占比 4%	16
图 28: 研发人员规模稳定增长	16
图 29: 多项产品实现行业内首次国产替代	17
图 30: 目前油气化工仍是最重要下游领域 (2020H)	17
图 31: 油气化工领域营收保持高速增长	17
图 32: 公司对油气投资依赖度降低	18
图 33: 油价处于回升通道	18
图 34: 三桶油资本性支出增长维持高位	18
图 35: 民营炼化龙头盈利能力向好	18
图 36: 境外市场高速增长	18
图 37: 境外市场占比不断提升	18
图 38: 优质订单提升境外市场毛利率	19
图 39: 产品远销 70 余个国家和地区	19

一、投资聚焦

1.1 区别于大众的认识

高端管材的资质技术壁垒与研发检测时间成本极高，市场对此尚无充分认识。公司持续研发投入，技术实力雄厚，是国内首家掌握挤压工艺的企业（目前仅公司和宝钢掌握），已有 11 项产品实现进口替代。高端产品从研发设计到检测认证、到市场推广、再到转换成订单需 10 年以上时间，其中检测环节需将产品置于实验室严苛温度、压强、酸碱度等环境中，持续考验 10 万小时（近 12 年时间）。公司目前在售高端管材多为 5-10 年前投入研发，考虑到技术能力与检测时间，预计短中期国内难以出现有力竞争者。

市场认为公司订单依赖油气投资，周期特征明显。我们认为，2020 年在油价暴跌、油气投资疲软背景下，公司上半年石油化工天然气领域营收实现 6.2% 增长、全年营收实现 11.5% 增长，下游扩散已初步显现公司走出行业周期的能力。同时公司是炼化一体化项目优质供应商。短中期看，大炼化投资高度景气叠加油价回升带动油气投资，公司 3-5 年高确定性增长。

市场认为工业用不锈钢管行业天花板有限，对公司长期稳健增长能力存疑，我们认为高端产品或打开长期增长空间。对标全球高端不锈钢管龙头山特维克，其自 1921 年涉足不锈钢管领域至今已 100 年，产品广泛应用于能源、工程、电子、汽车、化工、航空等领域，部分高端产品可实现全球垄断。2019 年山特维克营收是公司 2.5 倍，毛利率高出公司 11pct。尽管公司已是国内技术标杆，但同国际水平相差仍大，高端不锈钢管行业天花板高，公司发展空间巨大。

1.2 核心逻辑

我们认为工业用不锈钢管具备高准入资质、高技术壁垒、高时间成本的特点，参照山特维克百年发展历程，一旦打通关键研发节点，突破高端市场，将获得极深护城河与极广阔市场空间。公司是国内工业用不锈钢管行业的绝对龙头，传统产品具备成本优势，吨价、毛利率领先行业；高端产品已有多项实现进口替代，考虑到技术能力与检测时间，预计短中期国内难以出现竞争者。

我们认为公司经营渐入弱周期格局，短中期高确定性增长，长期有望稳健增长，主要基于以下原因：1) 大炼化投资高度景气增强公司平滑周期能力、带动高端产品推广；2) 国内国外市场平衡发展减弱局部市场波动对公司经营的影响；3) 高端产品在国内具备绝对技术时间壁垒，稳步占领市场，筹备进击国外市场；4) 对比国际高端管材龙头山特维克百年历史，公司尚处成长期，发展空间巨大。

二、工业用不锈钢管：产品差异化发展，高端领域天花板高

2.1 技术密集型产品，差异化适应广阔下游应用

工业用不锈钢管是技术密集型产品，根据外径、壁厚、长度、材料、性质等可分为几百个品种，价格跨度大，传统产品吨价 2~3 万元，石化核电领域用高端产品吨价几十万元，另有少部分高端产品吨价可达上百万元。不锈钢管行业的深发展对生产技术与研发能力提出更高要求，一方面，新型材料如超级双相不锈钢、镍基合金、耐蚀耐高温合金等不断应用，另一方面下游应用领域需求多样化，定制化成为趋势。

表 1：山特维克井下套管材料清单

材料清单（其他钢种可按要求提供）	
Sandvik SAF 2205™	Sandvik SAF 2205™/22Cr 是一种双相不锈钢，在 H2S 低分压下耐 CO2 腐蚀和酸腐蚀。
Sandvik SAF 2507®	Sandvik SAF 2507®/25Cr 是一种超级双相不锈钢，类似于 Sandvik SAF 2205™/22Cr，但具有略微改善的耐 H2S 性和显著提高的抗氯化物诱发腐蚀性。
Sandvik SAF 3207 HD™	Sandvik SAF 3207 HD™ 是一种超高级双相不锈钢，具有优异的强度，在含硫化氢 (H2S) 和氯的环境中可提供卓越的抗应力腐蚀开裂 (SCC) 性。
Sanicro® 28	Sanicro® 28 是一种高合金不锈钢，可与合金 825 相媲美，在严苛的井下环境（特别是对于 H2S 高分压和高氯化物含量环境）中具有出色的耐腐蚀性。
Sanicro® 29	适用于超高氯化物含量及 H2S 高分压环境。与 Sanicro® 28 相比，Sanicro® 29 对局部腐蚀和硫化物应力腐蚀开裂具有更好的抵抗力。

资料来源：山特维克官网，信达证券研发中心

表 2：山特维克井下套管环境温度下机械性能

山特维克牌号	抗屈服强度	抗拉强度	延伸率	硬度
Sandvik SAF 2205™/22Cr	75-100	95	25	28
	130-160	140	10	36
Sandvik SAF 2507®/25Cr	≥ 80	116	25	32
Sandvik SAF 3207 HD™	≥ 112	≥ 138	15	36
Sanicro® 28	110-140	115	12	32
	125-145	130	10	35
Sanicro® 29	110-140	115	12	35
	125-145	130	10	37

资料来源：山特维克官网，信达证券研发中心

图 1：下游应用广阔，对产品提出差异化需求


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

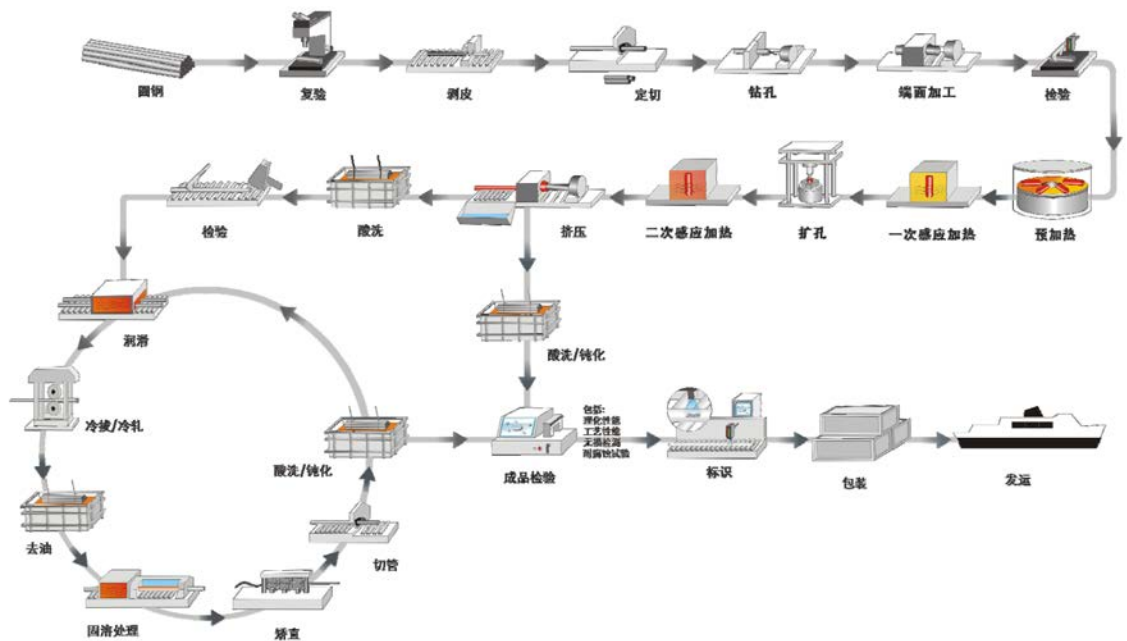
2.2 高技术壁垒、高准入壁垒、高时间成本

无缝管生产工艺包括挤压工艺和穿孔工艺，对于塑性较低的材料，使用挤压工艺可获得更好的金相组织和内外管面质量，国外已广泛采用。挤压工艺流程复杂，定切长度、钻孔技术、加热温度、酸洗强度等各环节细微差别均会对成品管规格质量产生较大影响，目前国内仅公司与宝钢两家掌握挤压技术。公司拥有国内挤压能力最大的钢挤压机组，设备可直接挤压出成品管，特别是变形抗力大的材料支撑的厚壁、超长无缝管。

图 2：多项工艺领先国内水平，对标国际水平

工艺	国内水平	国外先进水平	发行人水平
无缝管母（毛）管制造	主要采用穿孔工艺，难以满足高档产品苛刻的品质要求。仅有少数厂商具备挤压生产能力。	广泛采用挤压工艺，对于变形抗力大的不锈钢管可以获得较好的金相组织和内外管面质量。	能够同时采用挤压工艺和穿孔工艺生产母（毛）管，并已建成目前国内最大，单台挤压能力全球第六的钢挤压机组。
无缝管成品管制造	仅有少数厂商拥有挤压设备，能利用挤压设备生产成品管的厂商则更少。	广泛采用挤压工艺，并且既能利用挤压设备挤压出母管，也可挤压出成品管。	既能利用挤压设备生产母管，也可以直接挤压出成品管，特别是难变形的材料制成的厚壁、超长无缝管。
焊接管成型	采用辊式成型法，当规格改变时，需要更换轧辊，存在换辊时间长、成材率低的问题。	普遍采用连续成型法或 JCOE 成型，部分采用 FFX 柔性成型法、FCF 成型法，变换产品规格时无需换辊，可节省时间。	采用国际先进的 FFX 柔性成型技术，提高了成型效率。
焊接	采用单阴极钨极氩弧焊接法、等离子电弧焊接法、高频焊接法等焊接方法。	采用多阴极钨极氩弧焊接法，组合焊接法、激光焊接法等焊接方法。	采用带有焊缝自动跟踪和恒电压控制系统的多阴极钨极氩弧焊接法和等离子电弧焊接法，提高了焊接效率。

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

图 3：国内仅公司与宝钢掌握挤压技术


资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

工业用不锈钢管对油气、化工、核电等行业的安全生产和运行起至关重要作用，根据《特种设备安全监察条例》、《压力管道元件制造许可规则》、《民用核安全设备监督管理条例》等规定，从事压力管道元件制造的单位必须取得国务院特种设备安全监督管理部门许可。公司资质齐全，通过了 API、ASME、壳牌等认证，先后取得中国、美国等多国船级社工厂认可证书，PED97/23/EC 欧盟承压设备指令认证、AD/W0 德国莱茵公司承压设备认证、ISO9001:2008 质量管理体系认证和 ISO10012 计量检测体系合格证书。

表 3: 压力管道用焊接管、无缝管制造标准文件

压力管道用焊接钢管（包括石油天然气工业用焊接钢管）制造标准	GB/T9711《石油天然气工业输送钢管交货技术条件》
	GB/T3091《低压流体输送用焊接钢管》
	GB/T12771《流体输送用不锈钢焊接钢管》
	SY/T5037《低压流体输送管道用螺旋缝埋弧焊钢管》
	SY/T5038《普通流体输送管道用螺旋高频焊钢管》
压力管道用无缝钢管（包括锅炉压力容器用钢管）制造标准	SY/T6194《石油天然气工业油气井套管或油管用钢管》
	GB3087《低中压锅炉用无缝钢管》
	GB5310《高压锅炉用无缝钢管》
	GB6479《高压化肥设备用无缝钢管》
	GB/T8163《输送流体用无缝钢管》
	GB9948《石油裂化用无缝钢管》
	GB13296《锅炉、热交换器用不锈钢无缝钢管》
	GB/T14976《流体输送用不锈钢无缝钢管》
	GB18248《气瓶用无缝钢管》
	GB/T18984《低温管道用无缝钢管》
	SY/T6194《石油天然气工业油气井套管或油管用钢管》

资料来源：国家质量监督检验检疫总局，信达证券研发中心

高端产品从研发设计到检测认证、到市场推广、再到转换成订单需 10 年以上时间，其中检测环节需将产品置于实验室严苛温度、压强、酸碱度等环境中，持续考验 10 万小时（近 12 年时间）。公司目前在售高端管材多为 5-10 年前投入研发，预计短中期国内难以出现有力竞争者，公司或稳步占领高端产品市场。

图 4: 工业用不锈钢管检测项目多，执行标准高

项目	化学成分	拉伸试验	耐腐蚀试验	压扁试验	扩口试验	展平试验	弯曲试验	卷边试验
工业用不锈钢管	√	√	√	√	√	√	√	√
民用不锈钢管	√	√	无	√	√	无	√	无
项目	奥氏体晶粒度	液压试验	涡流探伤	射线探伤	超声波探伤	外观表面	尺寸	粗糙度
工业用不锈钢管	√	√	√	√	√	√	√	√
民用不锈钢管	无	无	无	无	无	√	√	√

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

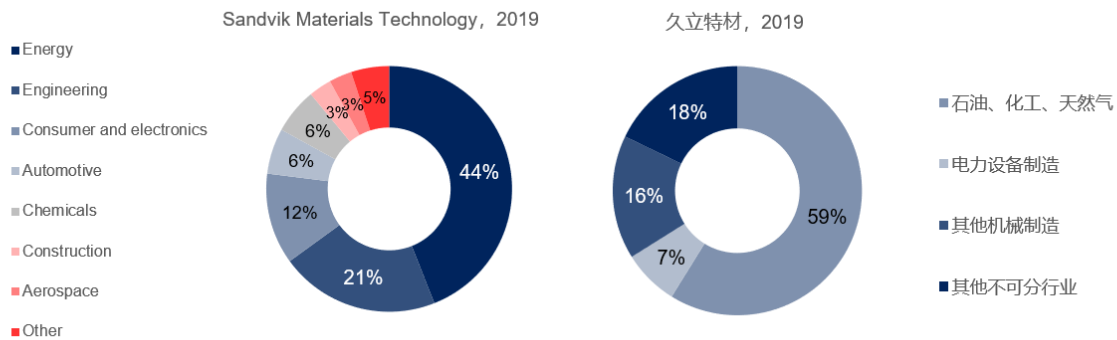
2.3 行业天花板高，高端产品发展空间大

对标全球领先的高端不锈钢管供应商山特维克，其产品广泛应用于能源、工程、电子、汽车、化工、航空等领域，自 1921 年涉足不锈钢管领域至今已 100 年，产品先进，部分高端产品长期全球垄断，产能仅 4 万吨，但其产品吨价是公司的 3 倍。2019 年山特维克营业收入 153 亿瑞典克朗（折合人民币约 114 亿元，2020 年受疫情影响较大不做参考），是公司营收的 2.5 倍；毛利率近 40%，高出公司 11pct。尽管公司已是国内技术标杆，但同国际水

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 9

平相差仍大，高端不锈钢管行业天花板高，公司发展空间巨大。

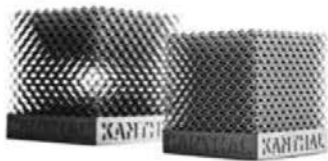
图 5：对标国际水平，航空、汽车、电子、核电等高端管材仍有可作为



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 6：山特维克 2019 年新产品与创新

KANTHAL® additive manufacturing, to 3D print heating elements and components in our FeCrAl alloy Kanthal® AM100



Sanicro 35, the newest austenitic grade with lower cost

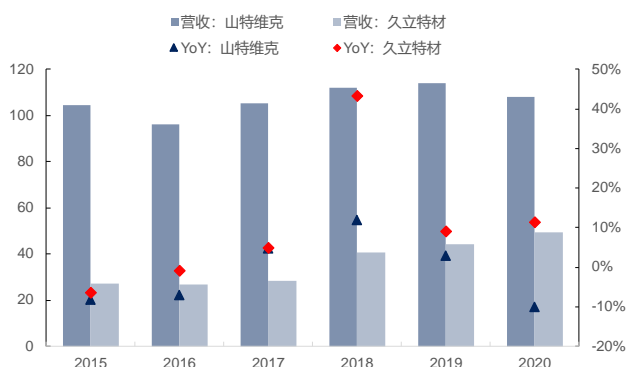


EXERA® PRECISION MEDICAL WIRE



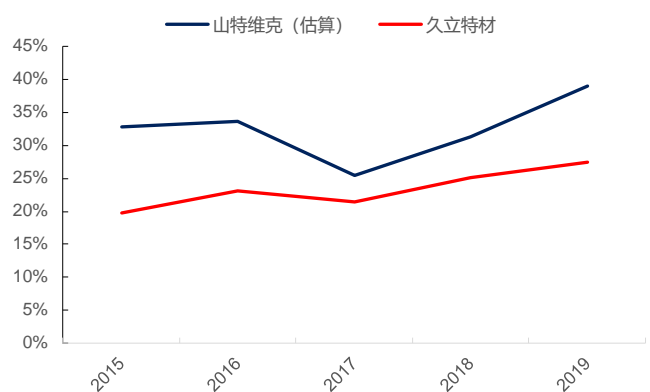
资料来源：山特维克年报，信达证券研发中心

图 7：目前差距仍大，但公司更显增长动力（单位：以各年末汇率调整为亿元）



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图 8：公司产品毛利率尚有较大发展空间



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

三、国内龙头：行业地位稳固，进口替代打开高端市场

3.1 发展历程：专注工业用不锈钢管研发生产 30 余年

1987 年湖州金属型材厂成立，标志着公司的起航；2004 年湖州久立不锈钢大焊管有限

公司成立，2005 年变更设立股份有限公司，更名为浙江久立不锈钢管股份有限公司，2009 年成功在深交所上市。

成立至今 30 余年，公司始终深耕工业用不锈钢管的设计研发与生产制造，传统产品具备成本规模优势，高端产品国内领先，进击国际市场，2019 年山特维克在年报中将公司列为管材领域主要竞争对手之一。目前公司拥有近 13 万吨不锈钢管产能与 0.6 万吨管件产能，是国内产能最大、全球第二的工业用不锈钢管供应商，与中石油、中石化、中海油等大型石油公司、中国化工集团、国家能源集团等大型化工企业、哈尔滨电气、上海电气、东方电气等大型电力公司长期保持友好合作关系。放眼全球，公司产品远销 70 余个国家地区，与英荷壳牌、埃克森美孚、英国石油、沙特阿美、阿曼石油开发公司等世界级知名企业签订长期框架协议。

图 9：公司发展历程



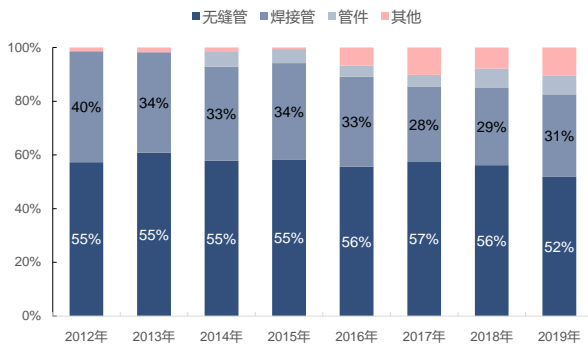
资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

3.2 产品结构：深耕工业用不锈钢管及特种合金

公司自成立以来专注于工业用不锈钢管业务，按照工艺流程，产品可分为无缝管、焊接管、复合管及管件、法兰。其中，无缝管在营收中占比 52%，使用具有世界先进水平的热挤压工艺或穿孔工艺进行开坯，后续进行冷轧冷拔、弯管等工艺；焊接管占比 31%，其生产工艺包括 FFX 成型、JCO 成型等先进工艺。

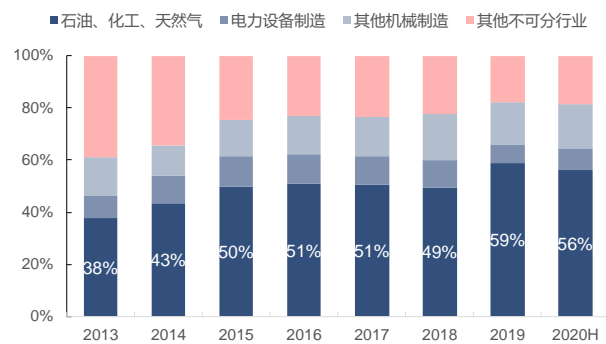
公司产品广泛应用于能源、高端制造、化学工程、海洋环境、生物科技等领域，目前超过 50% 的产品供应到石油、化工、天然气领域。2020 年油价下跌、油气投资放缓，公司仍能实现高速增长，主要受益于民营大炼化的崛起，预计未来 3-5 年公司将持续受益于炼化一体化领域对工业不锈钢管的需求。

图 10：无缝管占比 52%，焊接管占比 31%

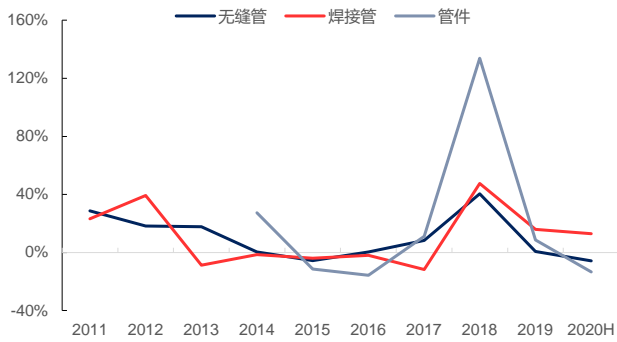


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

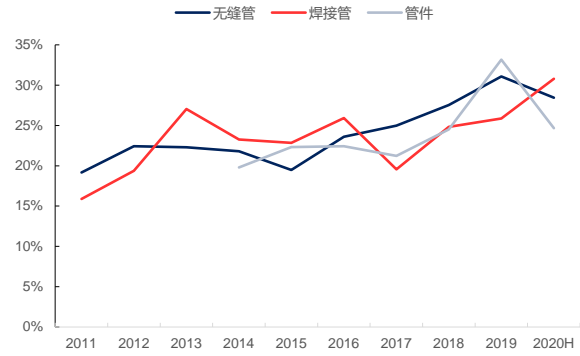
图 11：主要应用于石油、化工、天然气领域



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12: 分产品营收增速


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

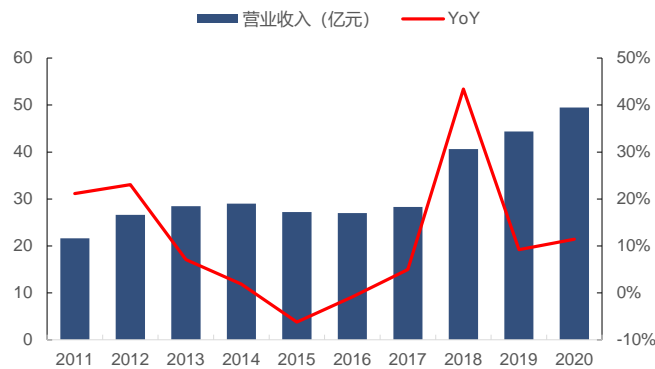
图 13: 分产品毛利率情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

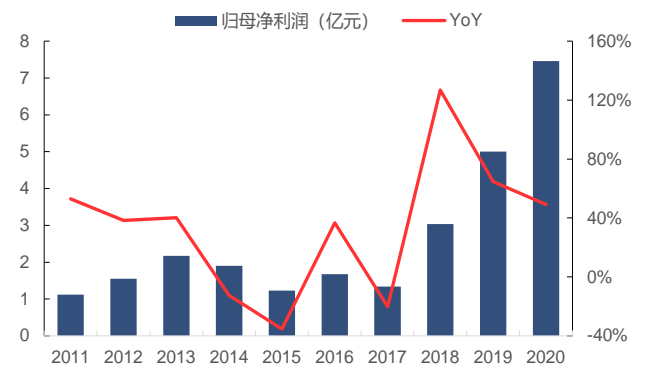
3.3 业绩回顾: 布局“长特优、高精尖”, 连续三年高增长

2015-17 年间, 全球经济处于深度调整期, 油价低位徘徊; 国内产能过剩, 油气、化工投资增速放缓, 整体需求疲软。在国内产业结构升级的关键时期, 公司坚持“长特优、高精尖”产品发展战略, 加速布局高端装备制造及新材料领域, 抓住国家淘汰低下产能、扶持先进产能的机会, 不断开发新产品应用于高端领域市场。2018-19 年随下游石油化工行业逐渐向民企、外资开放, 投资增速明显回升, 公司持续稳固能源领域市场, 营收同比分别+43%、+9.2%, 归母净利润同比分别+127%、+65%, 毛利率分别+3.6pct、+2.4pct。

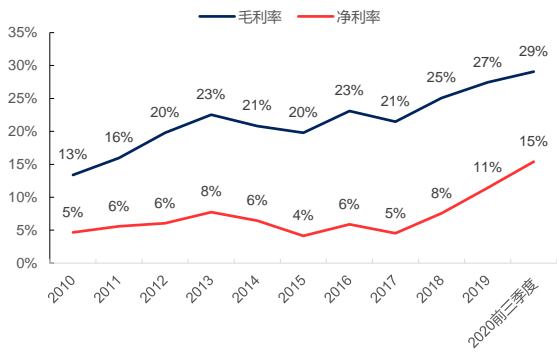
2020 年是公司转型元年, 多项产品实现进口替代, 是行业内首个完成相关产品国产化的企业。疫情背景下, 公司实现营收 49 亿元, 同比+11%, 归母净利润 7.5 亿元, 同比+49%; 其中用于高端装备制造及新材料领域的高附加值、高技术含量的产品收入占营业收入的比重约为 16%, 考虑到高端产品的高价格与高毛利, 其对公司利润的贡献或超过 20%。

图 14: 营业收入稳定增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 连续三年利润高速增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 盈利能力稳步提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

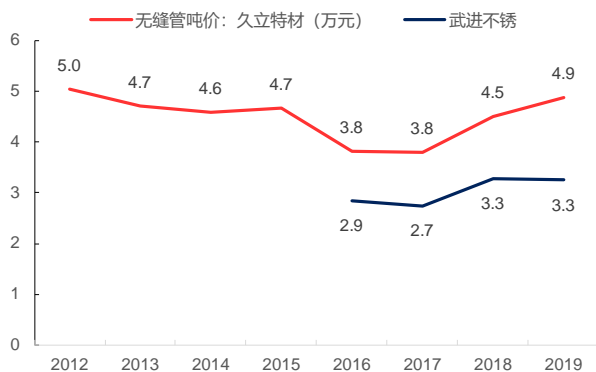
3.4 龙头稳固: 全国最大的工业用不锈钢管供应商

低端产能不断淘汰, 高端市场稳定发展。国内工业用不锈钢管市场呈现民营、外资、国有企业并存的竞争格局, 在行业供给侧改革的推进下, 低端产品竞争激烈, 缺乏创新能力与规模优势的小型不锈钢管企业不断被淘汰。公司自 2001 年确立并坚持贯彻“长特优、高精尖”产品战略, 持续进行研发投入, 目前已有 11 项研发成果实现进口替代, 是行业内首个实现国产化的企业。公司产品吨价优势相比同业愈加明显, 2019 年公司与武进不锈钢无缝管吨价分别为 4.9 万元、3.3 万元, 价差 1.6 万元; 焊接管吨价分别为 2.8 万元、2.2 万元, 价差 0.6 万元。

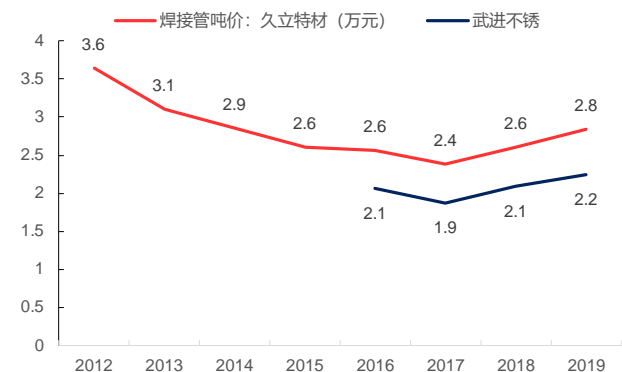
表 4: 国内工业用不锈钢管市场竞争格局

公司类型	主要公司	特点
民营企业	江苏武进不锈钢股份有限公司、中兴能源装备股份有限公司等	通过引进国外先进生产设备和技术工艺实现快速发展, 目前是工业用不锈钢管的主流生产企业。
外资企业	常熟华新特殊钢有限公司等	较晚进入国内, 但资金、技术方面具备优势, 发展较快。
国有企业	宝钢特钢有限公司、攀钢集团江油长城特殊钢有限公司等	起步早, 技术丰富, 设备先进, 主要生产特殊钢; 在不锈钢管方面, 主要生产工业用特种不锈钢管, 产量较小。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 公司无缝管与武进不锈钢价差扩大


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

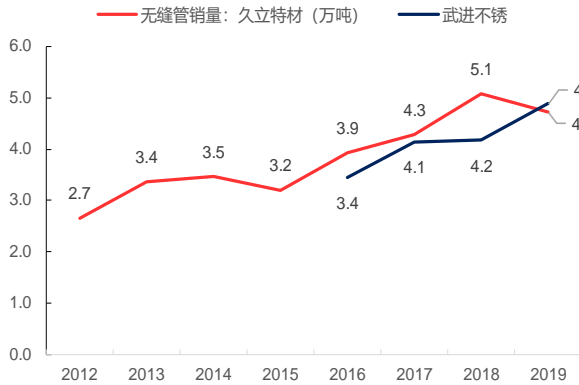
图 18: 2019 年公司焊接管吨价高于武进不锈钢 0.6 万元


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

销量长期领先, 高端产能正在储备。武进不锈钢是国内第二大工业用不锈钢管生产企业, 公司无缝管与焊接管销量长期领先武进不锈钢。我们认为 2019 年武进不锈钢无缝管销量略超公

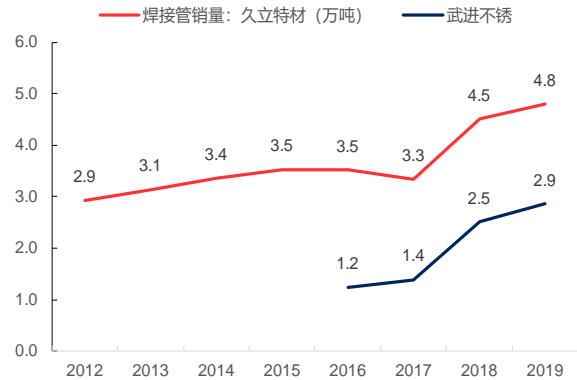
司不会对公司龙头地位产生威胁，主要基于以下原因，1) 公司目前产能 13 万吨，已公告在建产能合计 1.6 万吨+5500KM，预计 2022 年公司产能或超过 15 万吨。武进不锈目前已公告在建产能仅 6000 吨，结合其销量情况与产能建设周期，预计 2022 年产能不及 10 万吨。2) 公司产品毛利率较高，2019 年公司无缝管产品毛利率较武进不锈高 6pct，焊接管产品毛利率高 5.3pct。目前公司在建产能中高端产品占比较大，随应用于核电、半导体、医药、航空航天等领域的精密管材产能投产，公司产品毛利率仍有向上空间。

图 19: 公司与同业无缝管销量对比



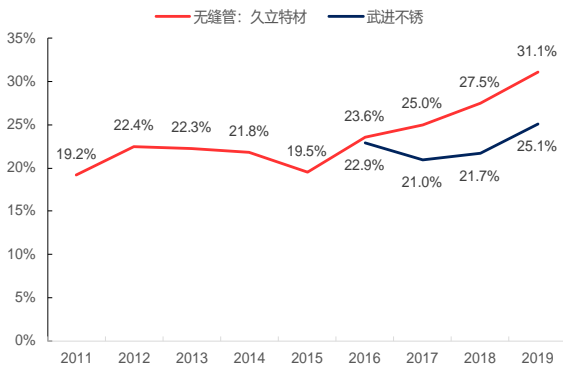
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 公司与同业焊接管销量对比



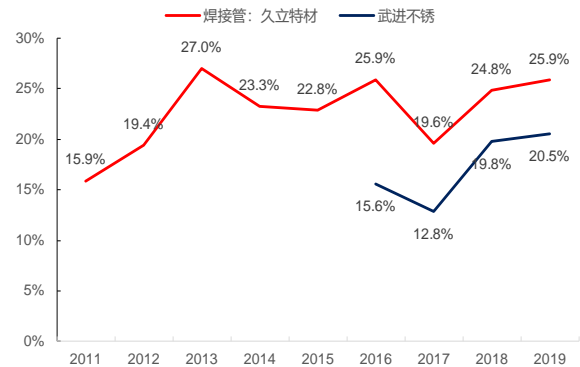
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 21: 公司与同业无缝管毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 公司与同业焊接管毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

表 5: 久立特材已公告尚在建设产能情况

公告日期	项目内容	预计投产时间	说明
2017/11/6	年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	2021/9/30	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。
2017/11/6	工业自动化与智能制造项目	2021/12/31	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。
2017/11/6	年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	2021/12/31	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，材质包括不锈钢、钛合金、高温合金等各种材质。
2020/10/27	年产 10000 吨的油气输送特种合金焊接管材项目	2022/1	预计项目达产后正常年份可实现年产值约 24000 万元，利润总额约 3700 万元。
2020/1/23	年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目	2022/1	有利于公司构建从高端的管配件产品到整个管道预制件为一体的模式，打破国外先进企业在此方面的垄断，为核电、海洋工程、医药化工等各领域提供先进的流体系统解决方案。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

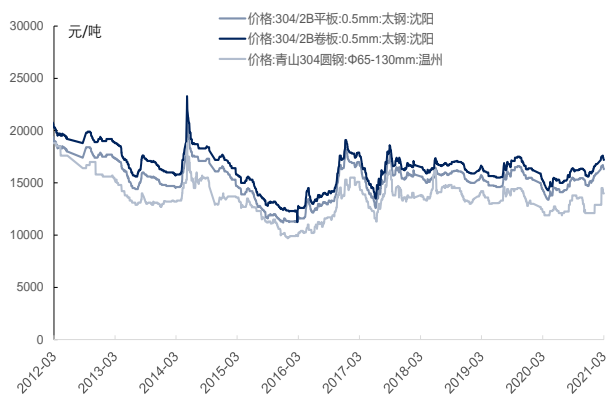
3.5 成本控制: 入股永兴布局上游

成本加成定价, 原材料价格波动影响可控。工业用不锈钢管主要原材料为不锈钢圆钢,

卷板和平板，原材料在公司产品成本中占比近 80%。高端产品需要合金元素量较高的原材料，镍、铬等金属价格走势是不锈钢和特种合金价格走势的风向标。2019-20 年原材料价格波动较大，对资金周转与库存管理产生一定影响，但整体可控。公司采用“以销定产”的经营方式和“成本加成”的定价模式，于订单确认后锁定原材料价格，具备一定的转嫁原材料价格波动的能力。

入股永兴材料，保障原材料足额供应与质量稳定。为优化上游原材料供应链管理体系，2019 年公司战略投资永兴材料，先后通过大宗交易与协议转让方式取得永兴材料共计 10% 的股权，永兴材料承诺满足公司对管坯原材料的个性化定制需求并确保产品质量与交期。目前公司高端原材料除部分向国外采购外，大部分均来自永兴材料、宝钢、太钢、抚顺特钢等国内大中型钢企。

图 23：短期存在上涨趋势，长期处于稳定区间



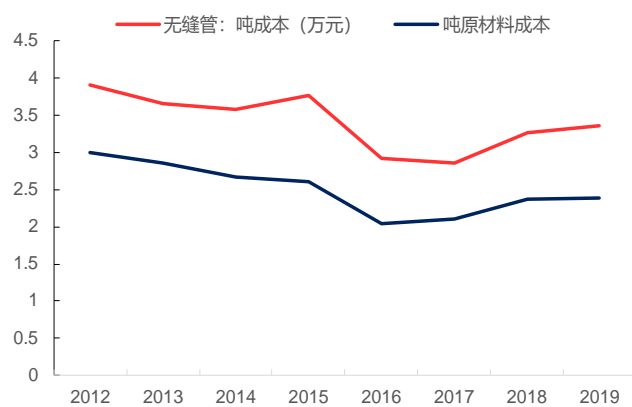
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：2019-20 年镍、铬价格波动较大



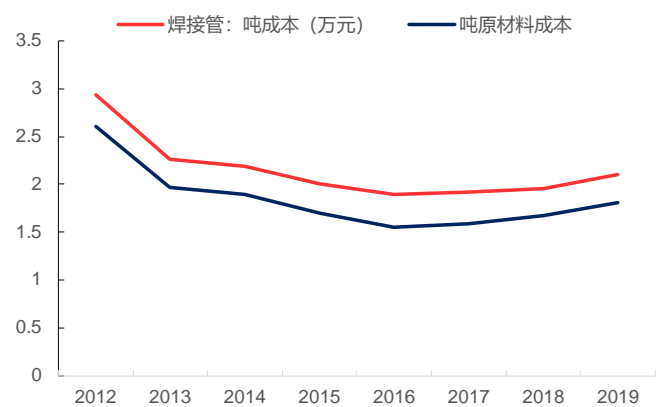
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25：无缝管成本中原材料占比约 71%



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

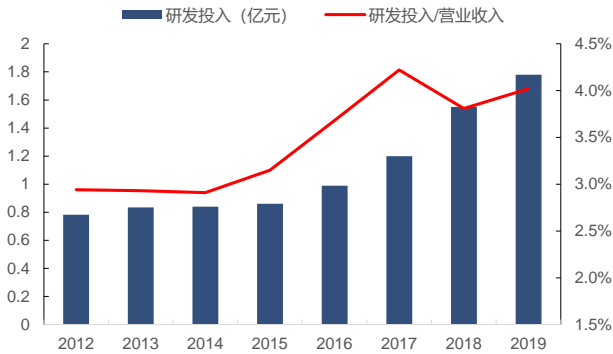
图 26：焊接管成本中原材料占比约 86%



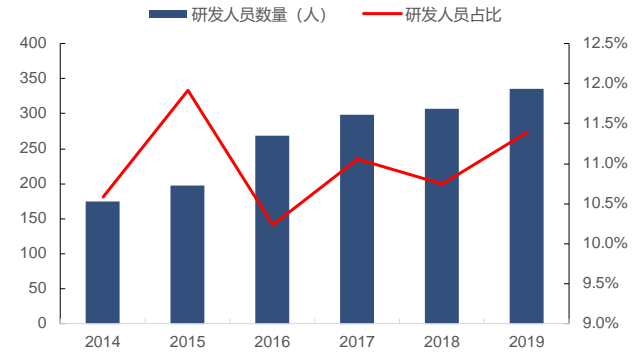
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.6 高端产品：持续投入，国产化标兵

研发投入持续，队伍规模稳定增长。2019 年公司研发投入 1.78 亿元，占营收比重 4%，研发人员 336 名，队伍规模以 11% 的增速逐年扩张。公司技术实力雄厚，联合科研院所和高校建立产学研用机制，上百台大型精密试验研究仪器设备可模拟高温、高压、高腐蚀环境下的材料应用，专有技术 200 余项，开发新产品、新技术 100 余项。

图 27: 研发投入持续, 2019 年占比 4%


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 研发人员规模稳定增长


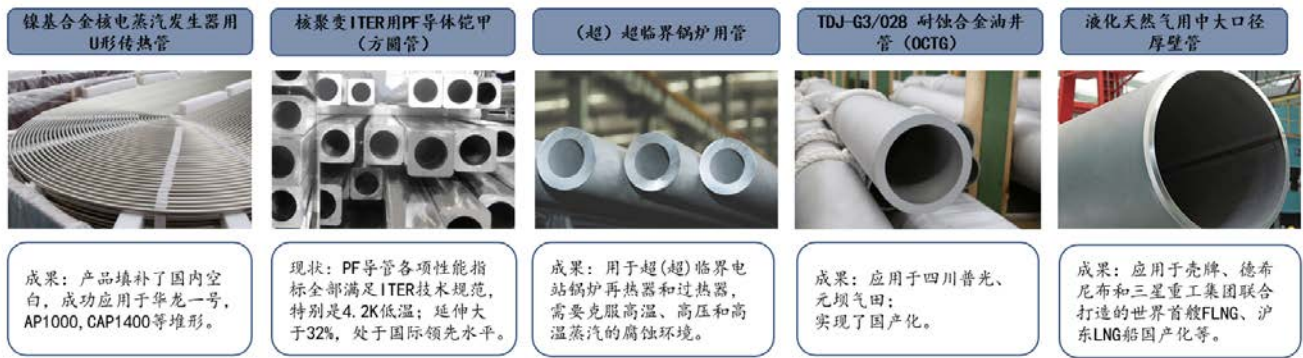
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

高端产品取得突破, 国内尚无竞争对手。目前公司已有 11 项产品实现进口替代, 多数为行业内首次国产化。随下游高端装备制造制造业及新材料领域稳健发展, 公司高端管材销售取得突破, 2020 上半年高附加值、高技术含量产品占营收比重约为 16%, 考虑到高端产品的高毛利, 其对利润贡献或超过 20%。高端产品检验认证时间长, 目前公司在售高端产品多为 5-10 年前研发, 近 5 年研发成果未来将陆续转化。考虑到 1) 高端产品采用挤压工艺, 国内同业尚未掌握技术 2) 研发成功后尚需 10 余年时间检验认证, 我们认为短中期国内同业难以突破, 公司或稳步占领国内高端产品市场。

表 6: 新产品于 5-10 年后完成订单转化, 近五年研发未来将陆续转化

时间	科研项目立项	科研项目完成验收	专利申报	研发项目情况&新产品情况
2011				新产品: 镍基油井管、800 材料以上的无缝管、核电站使用的控制棒、热交换器用镍基合金材料、长距离油气输送管等
2012	28	8		新产品: 核电蒸汽发生器用 800 合金 U 形传热管、TGJ-2535 油井管、特厚大口径奥氏体不锈钢无缝管、耐蚀合金换热管、超级双相不锈钢焊接管、核电站凝汽器用焊接钛管等
2013	76	48	23	新产品: 高温合金 GH3535、镍基合金 6025、用于核电的包壳管及六角管、第三代核电站用超级奥氏体 8367 焊接管、化工用超级奥氏体 31254 焊管、化工装置用 8020 焊管、LNG 用大口径焊管、热交换器用 SUS445 小焊管等
2014	71	42	18	正在进行的科研项目: 高腐蚀深井油气开采用耐蚀合金钻采组件国产化研制及产业化、油气输送用双金属复合钢管、石油开采热交换用超长耐蚀合金焊接管等
2015	55	35	21	正在进行的科研项目: 涉及高硅不锈钢无缝管研制开发、超长薄壁直管自动化生产线升级扩能、超超临界锅炉管材高温持久性能研究、G13 合金传热管的研制、复合管件的堆焊工艺开发、海洋深水脐带缆超级双相不锈钢管关键技术研究及产品开发等
2016	41	38	13	正在进行的科研项目: 组件结构材料制造工艺研究、非能动余热排出热交换器用 690 合金 C 形管的研制、复合管件的堆焊工艺开发等
2017	48	22	14	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、工艺改进、产品应用性能研究、科研平台信息化建设等方面
2018	31	16	12	与钢研总院、永兴特钢及合金公司联合成立了特种不锈钢及合金材料技术创新中心
2019	17	14	13	在英利兹大学设立首个海外研发中心——久立腐蚀与完整性中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 多项产品实现行业内的首次国产替代


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

激励计划快速推进中, 后续发展更添动力。2021 年 1 月 9 日, 公司公告股份回购方案, 基于对公司未来发展的信心与建立健全长效激励机制, 决定以自有资金 1.5-3 亿元回购公司股份, 用于后期员工激励计划。截止 2020/3/13, 公司已回购 1336 万股, 占总股本比例 1.37%, 成交总金额 1.76 亿元。

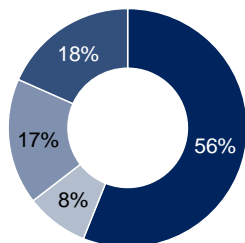
四、增长动力: 走出行业周期, 未来 3-5 年增长高确定性

4.1 民营大炼化崛起弱化周期影响

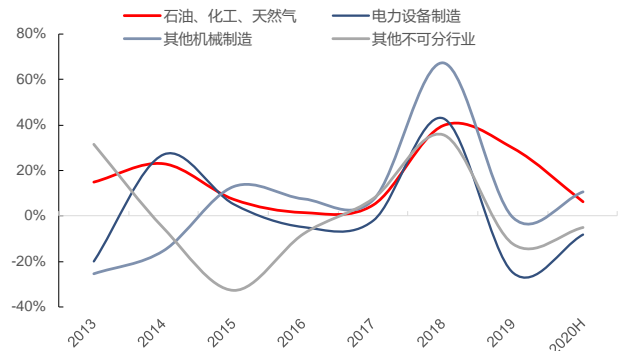
炼化一体化项目投资高度景气叠加油价回升带动油气投资, 公司产品短中期需求无忧。目前公司主要下游行业仍为石油、化工、天然气, 2020H 营收占比 56%。在油价暴跌、油气投资疲软背景下, 公司石油、化工、天然气领域营收仍实现 6.15% 增长, 主要受益于大炼化高度景气。公司在炼化项目上具备丰富经验, 是中石油、中石化、中海油等大型国企合格供应商, 于 2017 年首次为恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目提供镍合金无缝钢管, 是该类产品首次实现国产化, 后续成为多个民营炼化企业主要不锈钢管供应商。目前炼化项目使用的高端管材仍以进口为主, 以恒力石化为例, 其工业不锈钢管 40% 由公司供应, 50% 来自进口。随公司高端产品检测时间达满, 进口替代能力将进一步提升。油气方面, 高端产品耐蚀合金油井管有望于年底取得国外第三方检测机构认证, 届时或打开万吨全球市场。

图 30: 目前油气化工仍是最重要下游领域 (2020H)

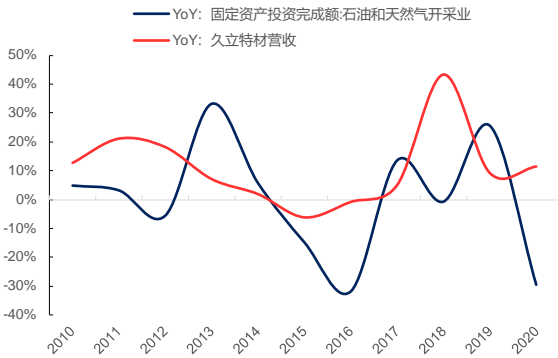
■ 石油、化工、天然气 ■ 电力设备制造 ■ 其他机械制造 ■ 其他不可分行业



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 油气化工领域营收保持高速增长


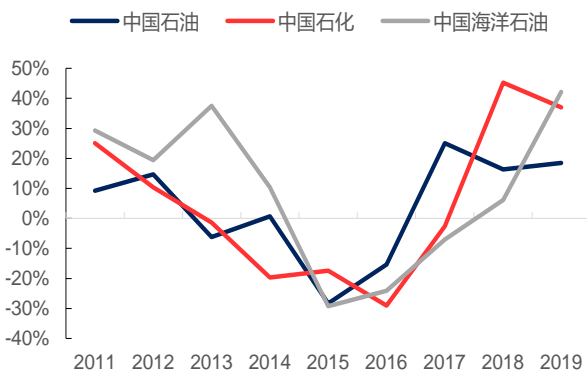
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 32: 公司对油气投资依赖度降低


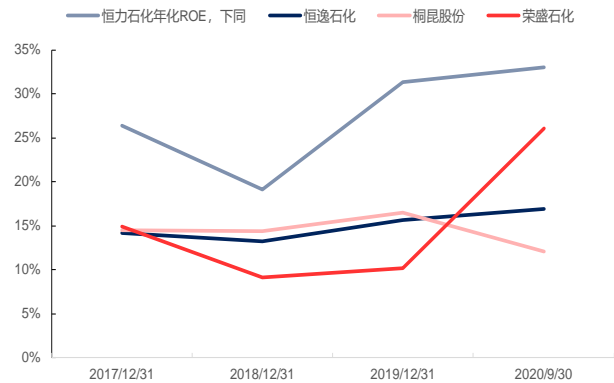
资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

图 33: 油价处于回升通道


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 34: 三桶油资本性支出增长维持高位


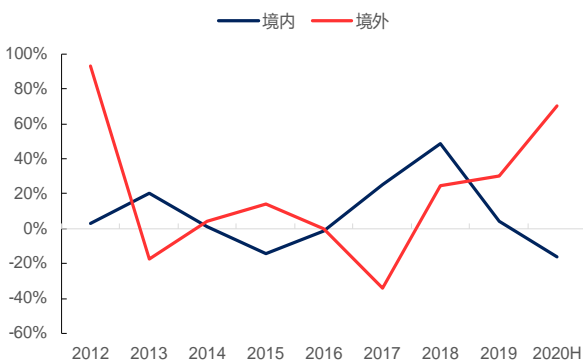
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 民营炼化龙头盈利能力向好


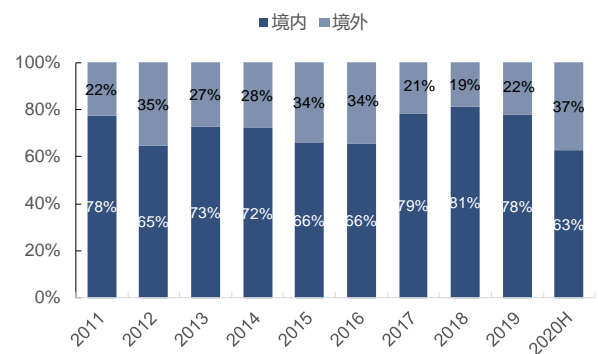
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 优质订单助力境外业务占比提升, 境内境外双管齐下

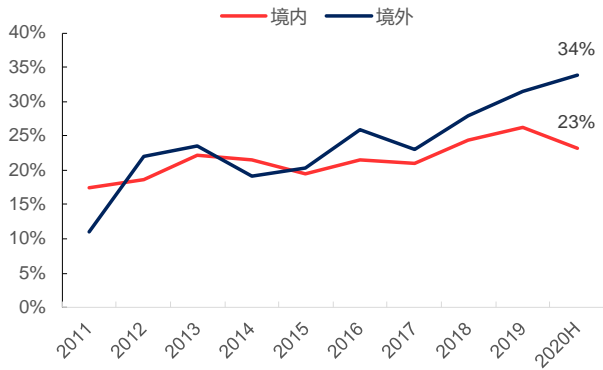
2020 上半年公司境外业务实现营收 8.1 亿元, 同比+70.5%, 业务占比激增 15pct 至 37%, 带动公司业绩恢复。境外销售收入大幅增长, 主要原因 1) 疫情背景下国内率先实现复工复产; 2) 前期公司积极开拓境外业务, 项目于本期集中发货。目前公司产品远销 70 余个国家地区, 是英荷壳牌、埃克森美孚、英国石油、道达尔、沙特阿美、阿曼石油开发公司等世界级知名企业的合格供应商, 并与多家企业签订长期框架协议。境外业务成为公司抵御波动的另一屏障。

图 36: 境外市场高速增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 37: 境外市场占比不断提升


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 38: 优质订单提升境外市场毛利率


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 39: 产品远销 70 余个国家和地区


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

4.3 高端产品蓄势待发, 有望打开行业天花板

目前公司已实现 11 项产品的进口替代, 多数为行业内首次国产化。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等高端产能有望于 2021 年底释放, 为核电、海洋工程、医药化工等各领域提供先进的流体系统解决方案。对标国际标杆山特维克, 公司产品结构与应用领域仍有较大升级空间, 高端不锈钢管行业天花板高, 公司发展空间巨大。

五、盈利预测

公司经营工业用不锈钢钢管业务, 2019 年来自石油、化工、天然气领域的营业收入占比近 60%, 考虑到 1) 炼化一体化成为趋势, 民营炼厂投资高度景气 2) 油价回升, 油气投资回暖 3) 高端产品检测时间陆续达标进入市场, 公司未来 3 年业绩高增长具备确定性。

假设 2020-22 年无缝管销量分别同比增长 0%、8%、5%, 吨价分别同比增长 7%、5%、3%; 焊接管销量分别同比增长 10%、8%、5%, 吨价分别同比增长 7%、5%、4%。

我们预计 2020-22 年公司营业收入分别为亿元 49.5 亿元、56.7 亿元、62.7 亿元, 同比分别+49%、+14%、+15%。

表 7: 公司分产品营收预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
无缝管	营业收入: 百万元	2283	2300	2459	2789	3016	3262
	YoY	40%	1%	7%	13%	8%	8%
焊接管	营业收入: 百万元	1175	1362	1604	1819	1986	2148
	YoY	48%	16%	18%	13%	9%	8%
其他	营业收入: 百万元	605	774	882	1058	1270	1524
	YoY	47%	28%	14%	20%	20%	20%
合计	营业收入: 百万元	4063	4437	4945	5666	6272	6934
	YoY	43%	9%	11%	15%	11%	11%
	归母净利润: 百万元	304	500	746	852	981	1156
	YoY	127%	65%	49%	14%	15%	18%

资料来源: 信达证券研发中心预测

六、估值与投资评级

6.1 绝对估值：DCF 模型

考虑到 1) 大炼化投资高度景气增强公司抵御油气投资波动影响的能力、2) 国内国外市场平衡发展减弱局部市场波动对公司经营的影响、3) 高端产品在国内具备绝对领先优势，稳步占领市场、4) 对比国际高端管材龙头山特维克百年历史，公司尚处成长期，发展空间仍足。我们认为公司经营有望长期保持稳健状态，采用 DCF 进行估值。

关键假设：1) 2021-2023 年为高确定性阶段，营收以 10%-15% 的速度增长；2) 2024-2029 年为过渡阶段，营收增速由 12% 下台阶至 6%，毛利率由 28% 提升至 30%。3) 2030-2035 年为稳定增长阶段，FCFF 以 5% 增速稳定增长；4) 2036 年及以后为永续增长阶段，参考山特维克管材业务 1999-2019 年净利润 20 年 CAGR 为 5.3%，2002-2019 年 17 年 CAGR 为 2.5%，保守估计，对久立特材使用 1% 的永续增长率。根据 DCF 模型，公司合理股权价值 302 亿元，对应每股价值 31 元，给予“买入”评级。

表 8：股权资本成本估计：CAPM 模型

参数	无风险利率	股票市场溢价	BETA	股权资本成本
假设	3.26%	5%	1.01	8.3%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 9：WACC 测算

参数	股权资本成本	债务成本	资产负债率	所得税率	WACC
假设	8.3%	3%	30%	15%	6.6%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 10：DCF 估值关键假设

阶段	年份	营收增速	毛利率
高确定性阶段	2021-2023 年	10%~15% (逐年具体预测)	27%~28% (逐年具体预测)
过渡阶段	2024-2029 年	12%→6%	28%→30%
稳定增长阶段	2030-2035		FCFF 增速 5%
永续增长阶段	2036 年及以后		FCFF 增速 1%

资料来源：信达证券研发中心预测

表 11：FCFF 现值 (百万元)

	高确定性阶段			过渡阶段						稳定增长阶段	永续增长阶段
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030-2035	
EBIT	814	916	1065	1192	1378	1550	1741	1900	2072		
T	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%		
EBIT*(1-T)	692	778	905	1013	1171	1317	1480	1615	1761	FCFF 以	FCFF 以
折旧摊销	192	191	191	191	191	191	191	191	191	5%增速	1%增速
营运资本变动	132	137	131	176	191	163	176	128	135	稳定增长	永续增长
新增资本开支	123	110	117	114	116	115	115	115	115		
FCFF	629	722	849	914	1056	1231	1380	1563	1702		
现值系数	1	0.94	0.88	0.83	0.77	0.73	0.68	0.64	0.60		
现值 (2021/12/31)	629	678	747	754	818	894	941	1000	1022	5817	16862

资料来源：信达证券研发中心预测

表 12: FCFF 估值 (百万元)

公司价值	30162
加: 非核心资产价值	318
减: 少数股东权益	12
减: 净负债	234
股权价值	30234
总股本 (百万股)	977
每股价值 (元)	31

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

6.2 相对估值: PE

我们预计公司 2020-22 年归母净利润分别为 7.46 亿元、8.52 亿元、9.81 亿元, 同比 +49%、+14%、+15%, 对应 EPS 分别为 0.76 元、0.87 元、1.00 元, 当前股价对应 21 年 PE 为 15.8x, 可比公司平均水平为 24.6x, 从相对估值角度尚有较高安全边际。

表 13: 可比公司 PE 情况

证券代码	证券简称	股价 (元)	EPS (元)					PE (倍)				
			2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
002756.SZ	永兴材料	43.5	1.08	0.95	0.90	1.46	2.03	40.3	45.8	48.3	29.8	21.4
000708.SZ	中信特钢	27.2	1.14	1.81	1.19	1.40	1.55	23.9	15.0	22.9	19.4	17.6
002318.SZ	久立特材	13.9	0.36	0.59	0.76	0.87	1.00	38.3	23.4	18.1	15.8	13.7
平均								40.3	45.8	35.6	24.6	19.5

资料来源: wind 一致预测, 信达证券研发中心预测 (注: 股价为 2021 年 3 月 17 日收盘价)

风险因素

炼化景气度不及预期、海外订单或不可持续、产能建设进度不及预期

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265	3,322	4,216	5,356	6,618
货币资金	798	584	1,129	1,929	2,867
应收票据	389	208	352	334	409
应收账款	574	710	745	880	959
预付账款	99	113	121	142	155
存货	1,083	1,138	1,268	1,463	1,617
其他	323	570	602	608	611
非流动资产	1,917	2,657	2,574	2,507	2,427
长期股权投资	18	561	570	570	570
固定资产(合计)	1,465	1,418	1,312	1,235	1,144
无形资产	210	213	228	237	249
其他	224	465	465	465	465
资产总计	5,182	5,979	6,791	7,863	9,045
流动负债	885	1,369	1,487	1,695	1,883
短期借款	44	60	0	0	0
应付票据	3	461	512	592	654
应付账款	274	237	293	321	364
其他	563	611	682	782	865
非流动负债	1,007	1,047	332	332	332
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1,007	1,047	332	332	332
负债合计	1,892	2,415	1,820	2,027	2,215
少数股东权益	118	143	155	167	181
归属母公司股东权益	3,172	3,420	4,817	5,669	6,650
负债和股东权益	5,182	5,979	6,791	7,863	9,045

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,063	4,437	4,945	5,666	6,272
同比(%)	43.4%	9.2%	11.5%	14.6%	10.7%
归属母公司净利润	304	500	746	852	981
同比(%)	126.9%	64.7%	49.1%	14.3%	15.2%
毛利率(%)	25.1%	27.4%	27.6%	27.1%	27.2%
ROE%	9.6%	14.6%	15.5%	15.0%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.51	0.76	0.87	1.00
P/E	44.80	27.20	18.24	15.97	13.86
P/B	4.29	3.98	2.82	2.40	2.05
EV/EBITDA	19.75	14.54	12.80	11.13	9.26

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,063	4,437	4,945	5,666	6,272
营业成本	3,045	3,219	3,578	4,133	4,564
营业税金及附加	29	26	25	28	31
销售费用	208	240	247	283	314
管理费用	246	158	161	186	206
研发费用	155	178	188	221	242
财务费用	38	40	-17	-31	-52
减值损失合计	7	-21	12	0	0
投资净收益	6	6	49	74	94
其他	22	31	65	85	95
营业利润	379	591	890	1,004	1,156
营业外收支	-1	1	1	1	1
利润总额	378	593	891	1,005	1,157
所得税	70	85	134	141	162
净利润	308	507	757	864	995
少数股东损益	5	7	11	12	14
归属母公司净利润	304	500	746	852	981
EBITDA	599	832	937	1,005	1,107
EPS(当年)(元)	0.31	0.51	0.76	0.87	1.00

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	649	607	730	849	954
净利润	308	507	757	864	995
折旧摊销	217	217	191	192	191
财务费用	40	45	1	0	0
投资损失	-6	-8	-49	-74	-94
营运资金变动	75	-185	-156	-132	-137
其它	15	31	-13	-1	-1
投资活动现金流	-168	-938	-73	-49	-16
资本支出	-184	-365	-99	-123	-110
长期投资	5	-589	-24	0	0
其他	11	16	49	74	94
筹资活动现金流	-405	87	-112	0	0
吸收投资	12	18	87	0	0
借款	-274	15	-60	0	0
支付利息或股息	-139	-259	-1	0	0
现金流净增加额	85	-239	545	800	938

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。