

三十而立，何以久立

——久立特材首次覆盖报告

核心观点

- 久立特材是具有全球竞争力的高端材料技术企业，目前是全球最大的不锈钢无缝管制造商，成长力十足。纵向来看，公司过去十年净利润复合增速 26%，规模和吨盈利也均双双提升。横向来看，以全球主要不锈钢无缝管企业营收为基，三家海外竞争对手占比逐年下降，而公司营收占比不断提升。
- 何以久立：1) 高度重视研发：研发团队实力雄厚，团队由 1 位院士和 10 位分布在不同专业领域的博士领衔；2) 产品匠心沉淀：高端特材进入壁垒极高，庞大试验的数据是打开市场的敲门砖，国外最长的需要近 10.6 年指标记录，公司上市至今十余年，高端产品开始放量；3) 设备工艺国际先进：高端装备是生产高端产品的基础，但“好鞍”也需“好马”，公司能实现更高的投资回报率；4) 产业链完整：向上与永兴材料成立合金公司，保证高端原料供应。向下转型服务型制造，加强客户黏性，不断巩固护城河。
- 静态来看，公司仍有较大的成长空间。三个维度对比，1)：对比其他行业龙头市占率，公司 20 年在不锈钢无缝管产量市占率约 7.6%，仍处较低水平；2)：对比海外龙头山特维克材料科技，其产能小于公司，但 20 年营收约为公司的两倍；3)：20 年不锈钢无缝管和焊接管进口替代规模约 100 亿元，约为公司 20 年营收的两倍。
- 动态来看，公司产品需求仍在不断扩容。1) 能源用管不悲观：油气在“双碳”目标下将替代煤炭仍有增量市场，随着开采向高硫高温高压产区转移，高端产品如镍基合金油井管需求将提升。核电用管在政策审批常态化下也将重拾成长通道，其中在高端的 U 型核蒸发器管领域，公司是国内唯二具备供应资质的企业；2) 化工用管有增量：我国化工产业转型升级背景下，“十四五”期间化工新增产能强度或不亚于“十三五”，尤其是化工型炼厂占比的提升，将拉动高钢级材料的市场需求；3) 高端材料是“长坡赛道”：在我国制造转型升级和工业企业在节能减排压力下对设备用材更新换代的趋势下，高端材料有望迎来历史性发展机遇。

财务预测与投资建议

- 预测公司 21-23 年 EPS 为 0.84、0.92、1.06 元，我们以 DCF 法进行估值，给予公司目标价 17.46 元，首次覆盖给予公司买入评级，对应 21 年 21X 的 PE 估值，参考国内和国外可比公司，该估值处于合理水平。

风险提示

募投项目进度不及预期风险、产品升级不及预期风险、宏观经济增速放缓、全球疫情反复风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,437	4,955	6,143	6,871	7,193
同比增长(%)	9.2%	11.7%	24.0%	11.8%	4.7%
营业利润(百万元)	591	904	972	1,062	1,222
同比增长(%)	55.8%	52.8%	7.5%	9.3%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	500	772	823	900	1,035
同比增长(%)	64.7%	54.3%	6.7%	9.3%	15.0%
每股收益(元)	0.51	0.79	0.84	0.92	1.06
毛利率(%)	27.4%	29.2%	26.7%	25.7%	26.3%
净利率(%)	11.3%	15.6%	13.4%	13.1%	14.4%
净资产收益率(%)	15.2%	18.8%	16.2%	15.7%	15.8%
市盈率	21.7	14.0	13.2	12.0	10.5
市净率	3.2	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司数据。东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

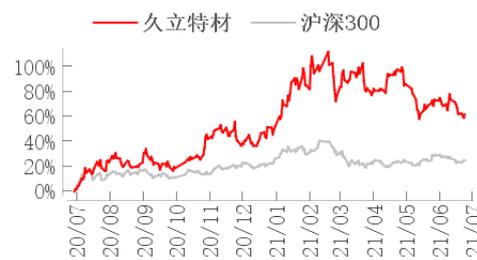


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月24日)	11.27元
目标价格	17.46元
52周最高价/最低价	15.03/6.88元
总股本/流通A股(万股)	97,717/95,350
A股市值(百万元)	11,013
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2021年06月25日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.18	-6.41	-10.37	61.46
相对表现	-0.46	-6.31	-13.89	44.91
沪深300	0.28	-0.1	3.52	16.55



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘洋
021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002

联系人 李一冉
021-63325888*6117
liyiran@orientsec.com.cn

目 录

1. 公司概况：具有国际竞争力的高端材料科技企业.....	5
1.1 纵向看久立：规模稳步扩张、吨毛利中枢抬升、盈利趋势性向上	5
1.2 横向看久立：抢占海外老牌企业份额，对内进口替代，对外出口扩张.....	7
2. 何以久立：研发实力强、产品积淀久、装备工艺优、纵向发展深	12
2.1 研发：高度重视研发，院士带队实力雄厚.....	12
2.2 壁垒：时间筑起护城河，高端产品加速放量	12
2.3 装备：设备工艺国际先进，护航高端产品开发.....	13
2.4 全产业链：一体化纵深发展，利润率有望持续提升.....	15
3. 成长空间：能源用管不悲观，化工市场有增长，高端需求不断扩容.....	16
3.1 基本盘能源用管：石油天然气需求仍向上、高等级材料应用强度提升，核电有序发展	16
3.2 快速增长的化工用管：化工品需求增速稳、油转化趋势明，高等级材料需求升.....	21
3.3 极具潜力的高端市场：中国制造转型升级，高端材料是“长坡赛道”.....	24
盈利预测与投资建议	26
盈利预测	26
投资建议	27
风险提示.....	32

图表目录

图 1: 公司所处产业链环节	5
图 2: 公司产能和产量十年复合增速分别为 8.9%、10.3%	6
图 3: 公司归母净利润十年复合增速达 26%	6
图 4: 公司自上市以来投资建设项目情况	6
图 5: 吨毛利中枢不断抬升	7
图 6: 公司所处领域较为小众，但附加值巨大	8
图 7: 公司在不锈钢无缝管的行业地位变化	8
图 8: 营收规模变化（百万美元）	9
图 9: 营收占比变化	9
图 10: EBITDA 规模变化（百万美元）	9
图 11: EBITDA 占比变化	9
图 12: 久立特材 EBITDA 利润率呈上升趋势，竞争对手周期性较强	10
图 13: 久立特材与国内竞争对手出口营收对比（百万元）	10
图 14: 久立特材与国内竞争对手出口毛利率对比	10
图 15: 2020 年进口替代空间约 104 亿，进口单价约 8.3 万元/吨	11
图 16: 研发金额与研发费用率	12
图 17: 不锈钢管挤压管生产工艺流程	13
图 18: 单吨产量折旧额（单位：吨/元）	14
图 19: 久立特材纵深一体化发展	15
图 20: 强化政策情景下中国能源消费构成	16
图 21: 既定政策情形下全球能源消费构成	16
图 22: 活跃油气钻井平台数量的预测（单位：口）	17
图 23: 全球存量原油资源供应成本曲线：中东陆地、深海油田在待开采资源中成本最低	17
图 24: 中东陆地、海上大陆架和深海油田产量占比将提升：成本位于行业曲线 50% 以下分位 ..	17
图 25: 深水油田高温高压	18
图 26: 中东、拉美石油硫化物含量高	18
图 27: 油气开采用管选择及适用环境	18
图 28: 镍基合金油井管市场空间或超 130 亿元，公司市占提升空间潜力较大	19
图 29: 国内乙烯消费当量（单位：万吨）	21
图 30: 全球化工品需求预计不断增长（百万吨）	21
图 31: 我国炼油产能过剩，开工率偏低	22
图 32: 化工行业上市公司资本开支同比增速	22
图 33: 19-20 年化工型产能增速大于炼油产能	22

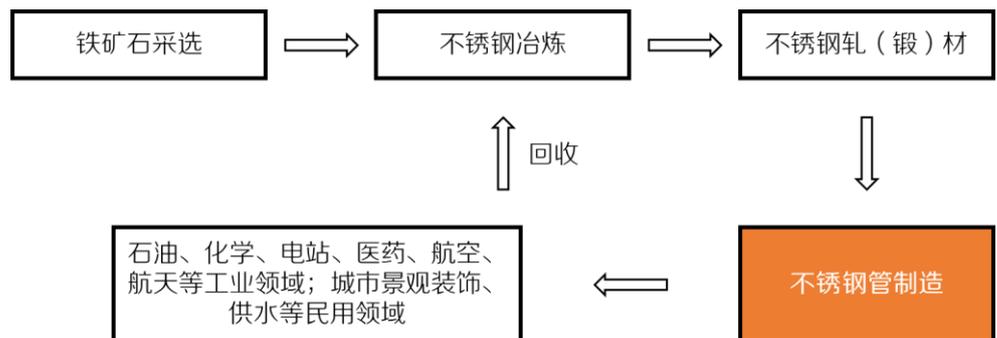
图 34: “十四五”期间乙烯、PX、炼油产能仍有较大增幅.....	23
图 35: PTA 装置化学反应复杂, 酸性介质多, 主要用到不锈钢、镍基合金和钛材	23
图 36: “十四五”高端新材料发展重点包括特钢、高性能合金、高温合金等.....	24
图 37: Tubacex2010 年以来 PE(TTM).....	30
图 38: Tubacex 调整后 PE(TTM).....	31
表 1: 国内主要不锈钢管挤压机装备	14
表 2: 历年政府工作报告对发展核电的表述.....	19
表 3: 核电不锈钢及其以上管材用量	20
表 4: 核电设备数量配备	21
表 5: DCF 估值模型假设	28
表 6: 相关 DCF 计算数据	28
表 7: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析	29
表 8: 可比公司 EPS、PE 情况 (截止到 2021 年 6 月 23 日)	29

1. 公司概况：具有国际竞争力的高端材料科技企业

1.1 纵向看久立：规模稳步扩张、吨毛利中枢抬升、盈利趋势性向上

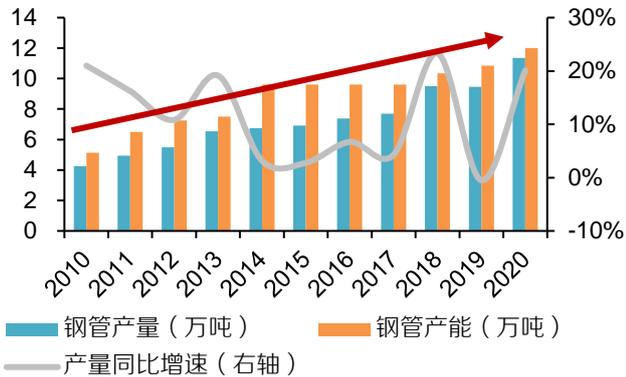
久立特材为全球规模最大的不锈钢无缝管企业。久立特材创始于 1987 年，成立至今已有 30 余年，公司上游为永兴材料、太钢不锈等不锈钢轧（锻）材生产商，下游为石油、化工、天然气和电力设备制造等企业。公司目前产品主要分为不锈钢管无缝管、不锈钢焊接管和管件。根据公司公告，截至 2020 年末，公司不锈钢管产能约 12 万吨，其中不锈钢无缝管产能逾 5 万吨，已超越西班牙 Tubacex、日本住友和瑞典山特维克成为第一大不锈钢无缝管制造企业。公司还拥有近 7 万吨不锈钢焊接管产能、逾 6000 吨不锈钢管件产能和 1 万吨复合管产能。

图 1：公司所处产业链环节



数据来源：东方证券研究所

公司在规模和盈利水平上均展现了高质量、高速度的成长力，产量、营收、净利润十年复合增速分别达 10%、11%、26%。产能上，截止到 2020 年末，公司不锈钢管产能约 12 万吨，为 2010 年（5.1 万吨）的 2.4 倍，十年复合增长率为 8.9%。期间产能利用率在本身较高水平之上进一步有所提升，2020 年不锈钢管产量为 11.4 万吨，为 2010 年的 2.65 倍，十年复合增长率达 10.3%。公司营收和净利润随产量提升也实现了快速增长，2020 年营收规模近 50 亿元，约为 2010 年 17.8 亿元营收的 2.8 倍，十年复合增长率达 10.8%。净利润方面，公司 2020 年归母净利润达 6.6 亿元，十年增长十倍，十年复合增长率达 26%。

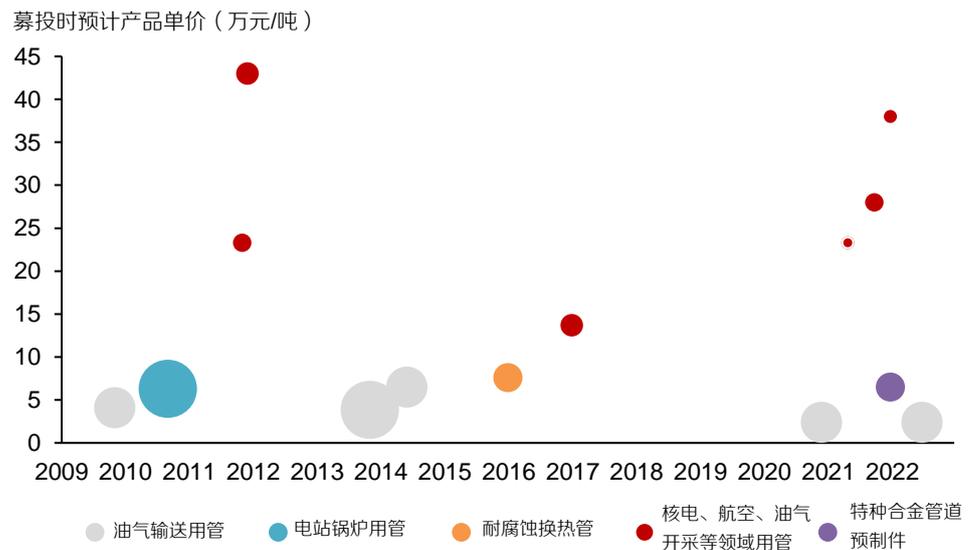
图 2：公司产能和产量十年复合增速分别为 8.9%、10.3%


数据来源：Wind、东方证券研究所

图 3：公司归母净利润十年复合增速达 26%


数据来源：Wind、东方证券研究所

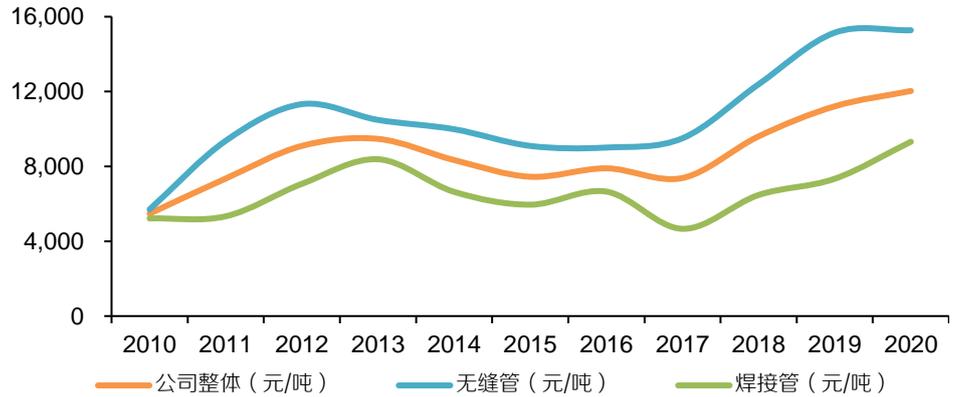
不止是规模扩张，产品结构不断优化，募投项目逐步向高端发展。久立特材过去十年快速成长的背后绝不仅是简单的产能扩张，从过去十年历次募投项目可以看出，公司不仅在传统业务上实现产品实现，同时还实现了新应用领域的开拓，公司即将在 2021-2022 年迎来新一轮产能释放。

图 4：公司自上市以来投资建设项目情况


注：①圆圈大小代表产能大小；②募投时可行性分析预期价格或与实际销售时有区别；

数据来源：公司公告、东方证券研究所

在吨毛利上，从 2010 年到 2020 年，公司不锈钢管的吨毛利由 5473 元/吨增长到 2020 年的 12 万元/吨，十年复合增长率达 8.2%。其中，无缝管吨毛利增长更为领先，2020 年吨毛利高达 1.53 万元/吨，十年复合增速 10.4%；焊接管 2020 年吨毛利为 0.93 万元/吨，十年复合增速 6%。

图 5：吨毛利中枢不断抬升


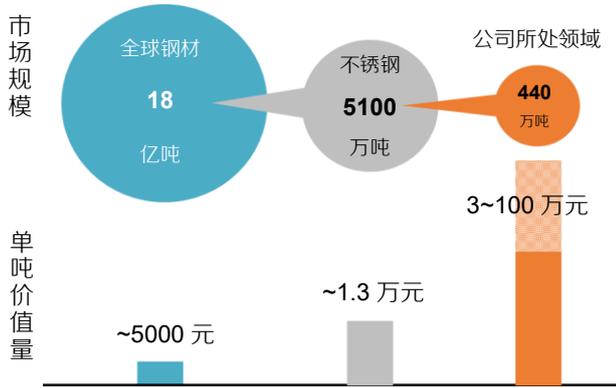
数据来源：Wind、东方证券研究所

1.2 横向看久立：抢占海外老牌企业份额，对内进口替代，对外出口扩张

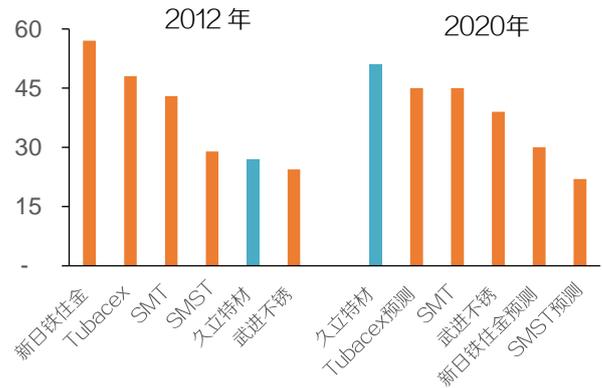
1.2.1 全球市占率不断提升，但与其他行业龙头的市占率相比，仍有较大提升空间

公司所处的高端特材和特殊合金领域小众，但附加值极高。根据 SMR 可获得的最近年份的数据显示，2013 年不锈钢焊接管、不锈钢无缝管市场规模在 370、67 万吨，我们假设 2020 年受疫情影响，不锈钢焊接管、不锈钢无缝管市场规模或与 2013 年持平。相较全球粗钢市场 18.6 亿吨的规模，不锈钢无缝管、焊接管属于非常小众的细分领域，但产品附加值非常高，如久立特材产品的不锈钢管销售均价在 2020 年达 3.8 万元/吨，其中无缝管为 4.8 万元/吨，沙士基达曼内斯曼不锈钢无缝管均价在 2020 年达 9.3 万元/吨，山特维克材料科技作为该领域技术龙头产品单价更高，预计约为久立特材的 3-4 倍，远高于普通钢材价格。

2008 年以来久立特材在不锈钢无缝管和不锈钢焊接管市占率均明显提升，更高端的不锈钢无缝管产能已位列全球第一，市占率或达 7.6%，但与其他行业龙头的市占率相比，仍有较大提升空间。公司不锈钢无缝管产量排名由 2008 年的全球第 6 名上升至 2020 年第 1 名，产量市占率从 2008 年的 2.5% 提升至 7.6%。根据 SMR 数据显示，Tubacex、山特维克的材料科技分部（简称“SMT”）2013 年产量约为 4.8、4.3 万吨，Tubacex 和 SMT 2020 年收入规模相较于 2013 年分别增长了 -10% 和 4%，因此我们预计其 2020 年产量或均在 4-4.5 万吨。根据新日铁今年 3 月公布的最新五年计划，其计划将无缝钢管产线由 3 万吨削减到 2 万吨，我们预计其 2020 年产量不到 3 万吨。武进不锈和沙士基达曼内斯曼（以下简称“SMST”）公告其 2020 年产量分别为 3.9、2.2 万吨，相当于 CR3、CR6 分别约为 15% 和 26%。

图 6：公司所处领域较为小众，但附加值巨大


数据来源：SMR、Wind、东方证券研究所

图 7：公司在不锈钢无缝管的行业地位变化


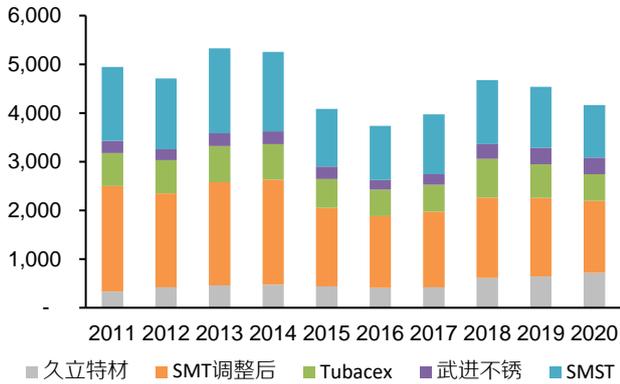
数据来源：SMR、各公司公告、东方证券研究所

1.2.2 不断抢占海外老牌企业市场份额，出口金额逆势扩张

公司主要海外竞争对手包括以不锈钢无缝管为主打产品的瑞典山特维克、日本新日铁住金、德国沙士基达曼内斯曼、以不锈钢焊接管为主打产品的德国 Butting、SOSTA、意大利的 INOXTECH 等。国内竞争对手包括武进不锈钢、常熟华新、宝钢银环等。考虑数据的可得性和以及与公司业务的重合度，我们选取以下企业来观察久立特材在行业的进化过程：

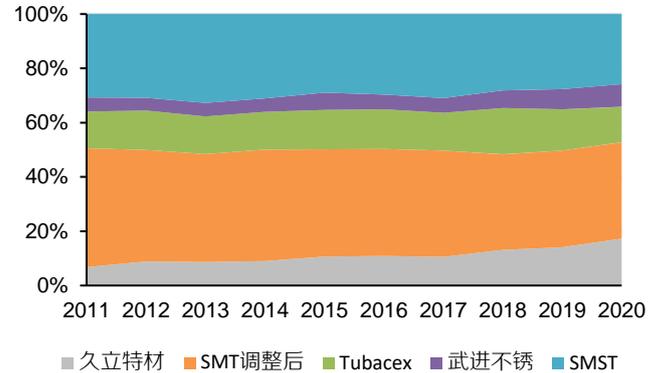
- 瑞典山特维克公司的材料科技业务部门（SMT）：山特维克成立于 1868 年，材料科技部门为其五个业务部门之一，由于集团资源难以向该业务部门集中，集团 2019 年计划将其分拆上市以寻求更广阔的发展空间，正式分拆前有两年的独立运营考核期，受疫情影响分拆计划或后延。材料科技业务部门产品包括的高级钢材、特种合金、金属和陶瓷电阻材等高附加产品，产品技术引领行业，核心竞争力在于产品创新。
- 西班牙 Tubacex：成立于 1963 年，主要从事不锈钢坯、不锈钢无缝管、高镍合金、U 型管、焊接管、石油开采用管（OCTG）增值服务等业务；
- 德国沙士基达曼内斯曼（SMST）：成立于 1885 年，产品包括不锈钢和碳钢无缝管、焊接管、精密管、镍基合金。
- 武进不锈钢：国内第二大工业用不锈钢管制造商，产品主要为不锈钢无缝管、焊接管。

2020 年久立特材营收规模仍小于 SMT 和 SMST，但绝对值和占比均在不断提升。如下图所示，公司收入规模和占比均不断提升，由 2011 年的 7% 提升至 2020 年的 17%。武进不锈钢也有小幅提升，而海外三家企业收入规模较为稳定，但占比在不断下降。

图 8：营收规模变化（百万美元）


注：山特维克材料科技过去十年拆分了带材、粉末、贸易等业务，历史收入规模剔除了已分拆业务，调整为可比口径

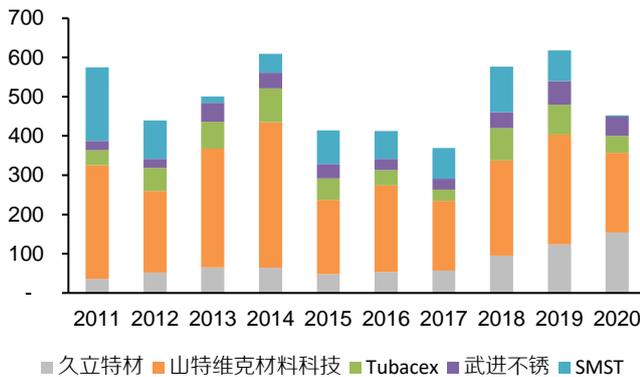
数据来源：各公司公告、东方证券研究所

图 9：营收占比变化


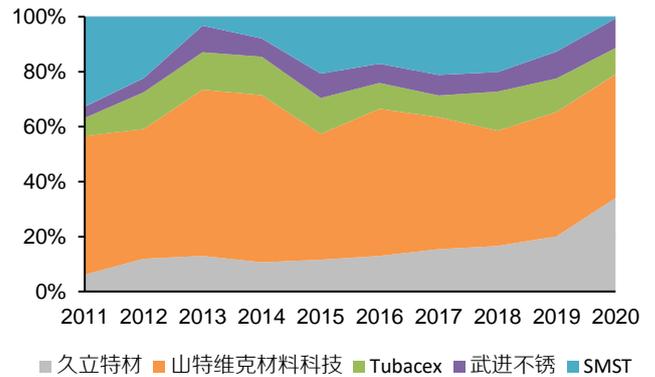
注：山特维克材料科技过去十年拆分了带材、粉末、贸易等业务，历史收入规模剔除了已分拆业务，调整为可比口径

数据来源：各公司公告、东方证券研究所

EBITDA 规模呈现更为显著的趋势，在 2020 年久立特材 EBITDA 规模仅次于山特维克。如下图所示，久立特材的 EBITDA 规模和占比均不断提升，并且成长性和稳定性远好于其他竞争对手，2020 年久立特材 EBITDA 达 1.54 亿美元，11-20 期间年复合增速达 17.7%，在五家公司 EBITDA 总额的占比也由 2011 年的 6% 提升至 2020 年的 34%。

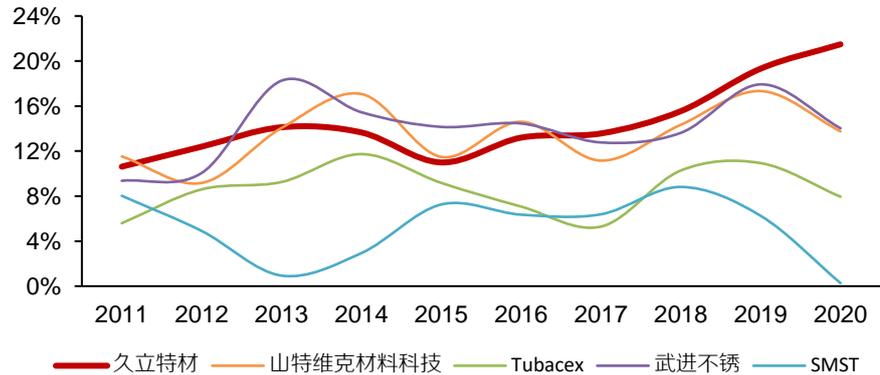
图 10：EBITDA 规模变化（百万美元）


数据来源：各公司公告、东方证券研究所

图 11：EBITDA 占比变化


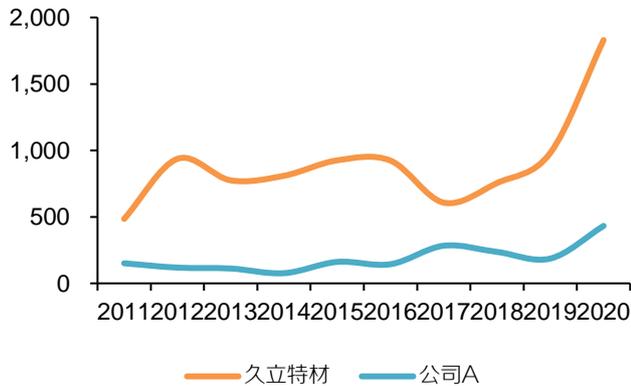
数据来源：各公司公告、东方证券研究所

尽管各公司 EBITDA 统计口径或有差别，但从趋势上看，久立特材 EBITDA 利润率已全面超越主要竞争对手，成长力最为明显且相较于竞争对手周期性更弱。

图 12：久立特材 EBITDA 利润率呈上升趋势，竞争对手周期性较强


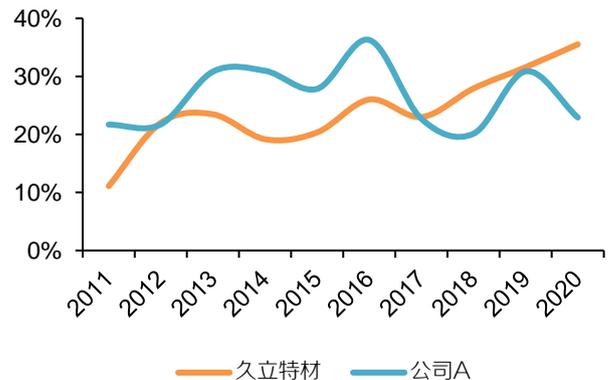
数据来源：各公司公告、东方证券研究所

20 年公司出口金额逆势大幅增长，出口毛利率趋势性提升，不断向海外企业的高端市场迈进。从出口绝对金额来，凭借公司较强的产品质量和交货管理能力，20 年疫情反而成为公司打开海外市场的重要契机。另外，公司出口毛利率自 2011 年起呈不断上升的趋势，表明公司的出口产品在不断高端化，抢占着海外老牌企业原有的高端市场。

图 13：久立特材与国内竞争对手出口营收对比（百万元）


注：公司 A 为久立特材国内主要竞争对手

数据来源：各公司公告、东方证券研究所

图 14：久立特材与国内竞争对手出口毛利率对比


注：公司 A 为久立特材国内主要竞争对手

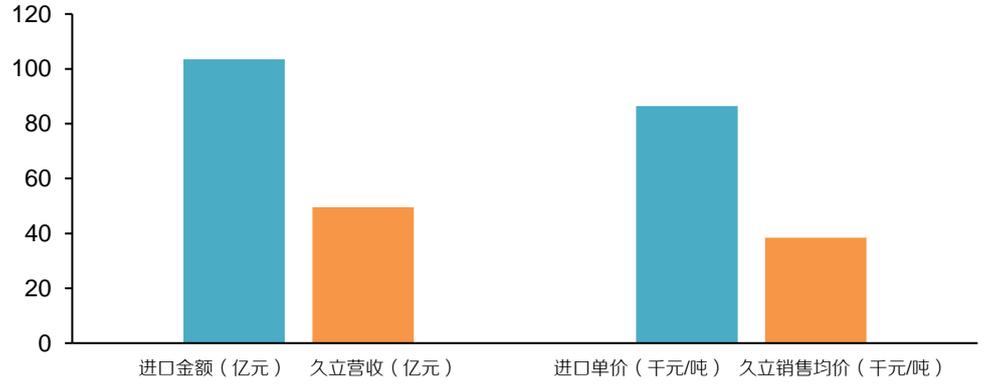
数据来源：各公司公告、东方证券研究所

12.3 多项产品实现进口替代，不锈钢无缝管和焊接管进口替代规模达 104 亿元

国产替代创下“九个第一”骄人成绩。在低温乙烯大口径焊接管、国产化电站用 U 型小口径焊接管、天然气净化处理用双相不锈钢无缝管、镍基合金油井管、国际热核聚变（ITER）项目装置用 PF/TF 导管、LNG 用不锈钢焊接管、超长中大口径油气输送直缝焊接管、核电蒸汽发生器用 800 合金 U 型传热管、超（超）临界高压锅炉无缝管，久立特材均为国内首家开发生产企业。

根据海关总署数据显示，2020 年国内不锈钢无缝管和不锈钢焊接管进口单价约 8.6 万元/吨，表明进口产品较为高端，总进口金额达 104 亿元，仍有较大进口替代市场空间。

图 15: 2020 年进口替代空间约 104 亿，进口单价约 8.3 万元/吨



数据来源：海关总署、Wind、东方证券研究所

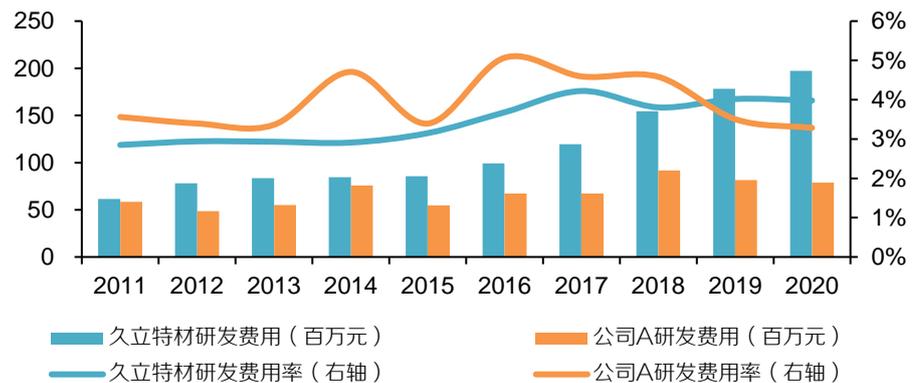
2. 何以久立：研发实力强、产品积淀久、装备工艺优、纵向发展深

2.1 研发：高度重视研发，院士带队实力雄厚

研发团队由 1 位院士、10 位博士领衔，人才体系配套雄厚。截至 2020 年底，公司拥有研发人员 375 人，博士 10 名，分布在材料、工艺、链接、热处理、机械等专业领域。在今年 4 月份，久立特材聘请某中国工程院院士作为公司首席科学家，该院士是我国超超临界火电站、核电站等工程用钢的主要学术带头人之一，将带领公司重点发展核电、火电、油气、海洋、航空、氢能等行业的特种合金产品。作为湖州首位常驻院士，该院士的加入既是对公司科研创新平台的认可，也体现了公司对产品研发的重视。

研发费用长期保持着业内较高的水平。从绝对金额来看，公司研发费用在 2020 年达 2 亿元，为 2011 年的 3.2 倍，年复合增速高达 13.8%，而国内另一家主要竞争对手（以下简称公司“A”）该指标仅为 3.4%。对于研发的重视也推动了营收的快速发展，在营收规模快速提升的同时，研发费用率始终保持在 3-4% 的水平。

图 16：研发金额与研发费用率



数据来源：Wind、东方证券研究所

研发以市场转化为导向，多项产品创国内钢管新材料的先河。较强的研发实力一方面体现在公司多项产品创国内国产化第一，另一方面是体现在代表钢管领域“皇冠上的明珠”——核电蒸汽发生器 U 型管上，公司是国内唯二具备核电高端管材生产资质的企业，国外也仅有法国瓦卢瑞克、日本住友金属和瑞典山特维克三家厂商具备供应能力。

2.2 壁垒：时间筑起护城河，高端产品加速放量

公司产品为高等级的特种不锈钢，不仅工艺难度大，时间壁垒也极高。高端产品一般用在使用寿命长达 10-30 年的大型工程上，运行工况也比较特殊，主要在高压或高温、低温或在有腐蚀介质的条件下运行，对性能要求极高。油气、核电、国防相关产品在应用之前不仅需要国家级的准入资质，还要通过下游企业的认证，两项认证可能就至少需要 2-3 年时间。并且在认证之前需要有庞大的

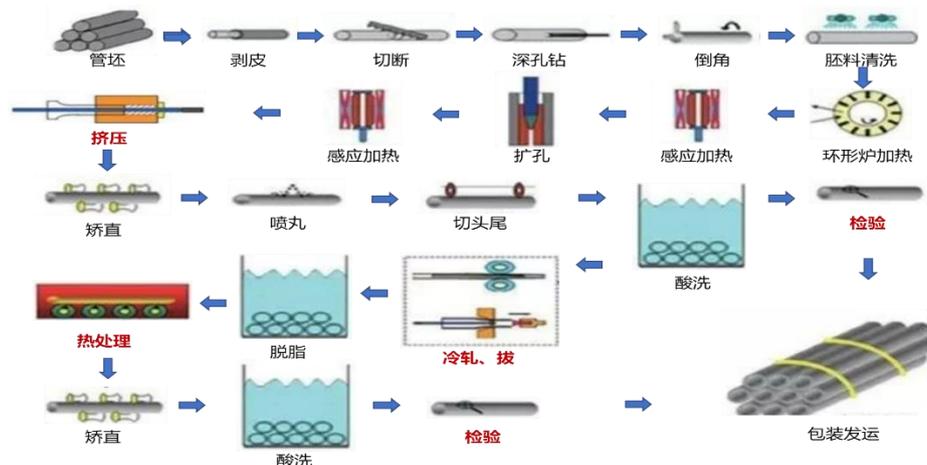
试验数据做支撑，一般需在模拟工况下连续运行 10000 小时（416 天），国外最长的需要 10 万小时（相当于 10.6 年）指标记录。所以高端产品从产品研发、到通过认证、到试用、再到订单收获的整个周期需要投入极高的时间成本。

前瞻性布局高端产品，上市至今 10 余年，高端产品开始放量。在高端产品领域，过去主要是国外老牌企业引领技术创新，国内企业很长时间都是亦步亦趋，产品即使研发成功，由于在试验时间和应用记录上不及海外老牌企业，在产品推广上面临更大的阻力。公司开发的高端产品随着时间沉淀，与海外企业的差距在不断缩小，我们认为，公司对高端产品的前瞻性布局和持续性投入将在近几年加速转化成经济效益。2020 年公司高端产品营收规模占整体的比重约为 16%，海外营收实现 86.5% 的同比增速，达 18.3 亿元。未来高端产品销售占比有望进一步提升，进口替代和海外出口进程也将加快脚步，不断抢占海外老牌企业更高端市场份额。

2.3 装备：设备工艺国际先进，护航高端产品开发

公司是国内最早一批引进国际先进水平生产装备的企业之一，是国内少数几家既拥有品种最全、规格组距最大的不锈钢焊接管生产线，又拥有国际先进的挤压工艺为主的不锈钢无缝管生产线。以无缝管生产线为例，公司于 2004 年投入 3 亿元引进 3500 吨钢挤压生产线，单台挤压能力在当时居全国第 1、全球第 9，被列为当年度中国不锈钢行业 10 件大事之一。挤压生产线之所以如此重要，是因为它是生产高合金难变形合金管材的最佳方法，如核电用 690 蒸发器管、G3 油井管等，在斜轧穿孔法上是难以生产的，可以说挤压工艺的引进是尖端钢管生产的设备基础。2015 年，久立特材成功将挤压机热挤压力由 3500 吨扩大至 4200 吨，为产品升级进一步奠定了基础。除挤压机外，无缝管产线配套的冷轧机、拉拔机、热处理和检测设备也均属于国际领先水平。

图 17：不锈钢管挤压管生产工艺流程



数据来源：东方证券研究所

表 1: 国内主要不锈钢管挤压机装备

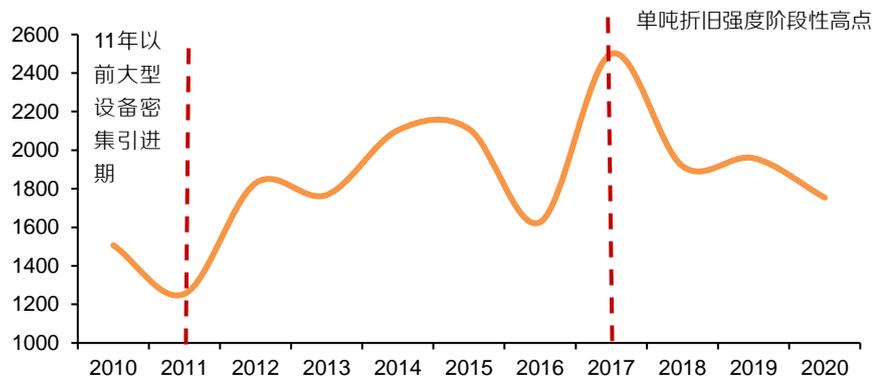
企业	吨位 (吨)	制造国家	投产时间
久立特材	4200	意大利	2006 年底
太钢不锈	6000	德国	2009 年
宝钢钢管	6000	德国	2009 年
新兴铸管	6300	意大利	2012 年
常熟华新	3600	中国	2009 年

数据来源: 各公司官网、东方证券研究所

装备升级投资额巨大，需高端产品消化折旧摊销压力。根据太钢不锈年报显示，其 2009 年投产的 5 万吨无缝不锈钢管总投资约为 21.3 亿元，若按 10 年折旧年限和 100% 满产的假设，相当于单吨无缝不锈钢管投资额约 4260 元/吨，而久立特材无缝管单吨售价一般在 3-4 万元/吨，相当于单吨售价的 10.7%-14.2%，投资密度较大。因此，若无法对无缝管高端生产线充分挖潜，开发出高端产品并实现市场拓展，将面临很大的投资回收风险，太钢不锈也因无缝管产品产销不达预期，在 17 年对该生产线减值 3.8 亿元。

“好鞍”也需“好马”，走高端化路线的久立特材能够充分利用高端装备。先进工艺设备技术的创新与改造，目的都是为了生产出有市场竞争力的产品。公司在 06-12 年完成了大规模的设备引进、工艺技术改造后，发展的重点转移到新产品研发，充分释放了高端先进设备的潜力，这也是久立特材作为民营企业敢于在同行中率先在设备工艺上投入巨额资金的底气。

投资进入收获期，单吨折旧开始下滑，吨毛利有望进一步提升。公司单吨产量折旧金额在 2017 年达到高点后开始下滑，这与公司 06 年底建成投产挤压机和 10 年设备折旧期相吻合，20 年单吨折旧额较 17 年顶峰下降了 746 元/吨。考虑公司在 08-11 年也陆续投入了大量资金对焊接管生产设备进行升级，包括用于生产大口径连续焊接不锈钢管的生产线和 JCO 成型全流程自动化生产线等，预计在近两三年将折旧完毕，折旧强度的下降有望进一步提升公司盈利水平。

图 18: 单吨产量折旧额 (单位: 吨/元)


数据来源: Wind、东方证券研究所

2.4 全产业链：一体化纵深发展，利润率有望持续提升

2.4.1 向上游延伸，成立久立-永兴合金子公司，入股永兴材料共赢发展

海外主要特材龙头企业均是全产业链一体化企业。高端特材对上游钢坯质量稳定性以及交货期管理要求非常高，并且高端特钢和特殊合金材料的多样化和迭代创新也主要是从原料开始。山特维克、Tubacex、SMST、日本住友等海外高端特材企业也均是上中下游全产业链一体化企业，上游原材料的质量和供应管理对这一行业的重要性可见一斑。

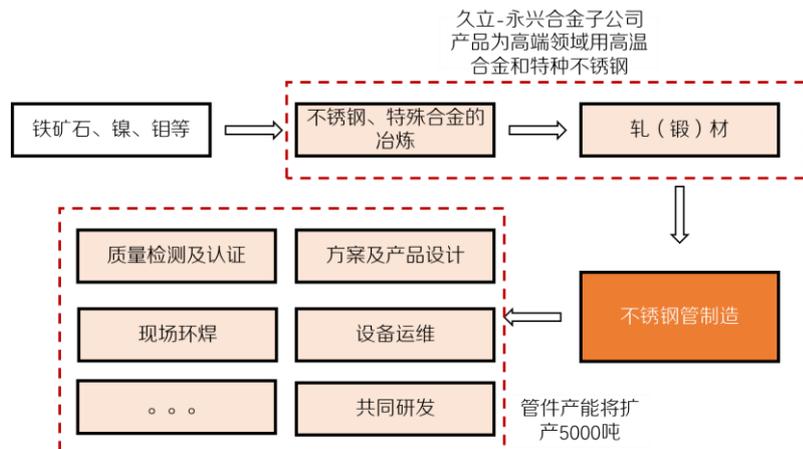
久立特材与永兴材料成立合金子公司，保障高端原料供应和新产品研发。2014 年公司与永兴材料成立合资公司，持股 51%，主要从事高端领域用高温合金和特种不锈钢研发及生产。根据中国特钢企业协会不锈钢分会新闻显示，合资公司年产 5000 吨高端领域变形高温合金材料已于 2020 年 7 月开工，预计 2021 年底投产，投产后有望进一步提升产品附加值和利润率。同时，久立特材于 2019 年斥资 5.4 亿元取得永兴材料 10% 的股权，既有助于保障现有产品原料供应，也有望助推耐蚀合金、高温合金等高端原料产业化进程。

2.4.2 向下转型综合服务商，扩大管件产能提高一站式服务能力

特材具有非标的特征，对客户需求深度挖潜有望进一步拓宽公司成长空间。特钢和高温合金不同于普钢这类无差别产品，产品具有定制化特征，市占率的提升除了靠扩大规模外，还可以通过对客户需求精准捕捉，提高客单利润来实现，我们也观察到公司在 2018 年年报中也首次提出对客户服务的重视和业务发展模式的转变。

管件项目投产后产能将翻倍，客户粘性有望进一步增强。公司于 2020 年以自有资金投资建设“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务”项目，项目投产后，公司管件产能将扩大至逾 1 万吨，这将进一步丰富、完善公司产业链，也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，进而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。

图 19：久立特材纵深一体化发展



数据来源：公司公告、东方证券研究所

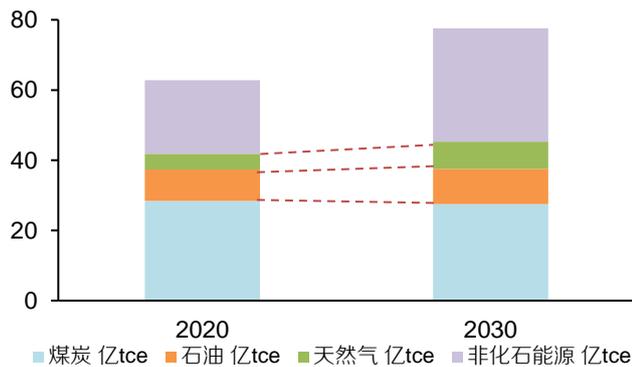
3. 成长空间：能源用管不悲观，化工市场有增长，高端需求不断扩容

3.1 基本盘能源用管：石油天然气需求仍向上、高等级材料应用强度提升，核电有序发展

3.1.1 石油天然气：“双碳”目标下，高端用管将迎来春天

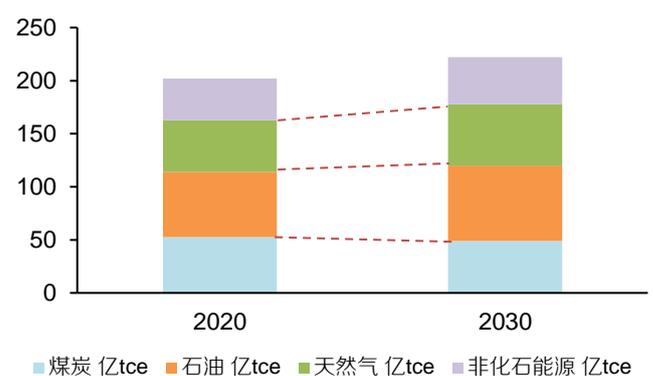
“双碳”目标下化石能源面临下行压力，但存在结构性机会，天然气需求有望逆势增长，石油或将小幅增长。2020 年公司产品应用在石油天然气开采、输送领域占比约 20%，为公司产品第一大应用领域，所以“双碳”目标提出后，市场上也不乏对公司产品需求市场或萎缩的担忧。我们认为“双碳目标”毫无疑问将压缩化石能源在能源结构中的占比，但也需认识到，从“达峰”到“中和”是循序渐进的过程，结合我国设定的目标，20-30 年碳排放或处于峰值平台期，化石能源在一次能源消费占比将从 85% 下降至 76%，但仍承担着基荷作用，结构上石油、天然气将替代煤，在化石能源中占据主导，仍有较大增长空间。

图 20：强化政策情景下中国能源消费构成



数据来源：清华大学课题组发布的《中国长期低碳发展战略与转型路径研究》、
东方证券研究所

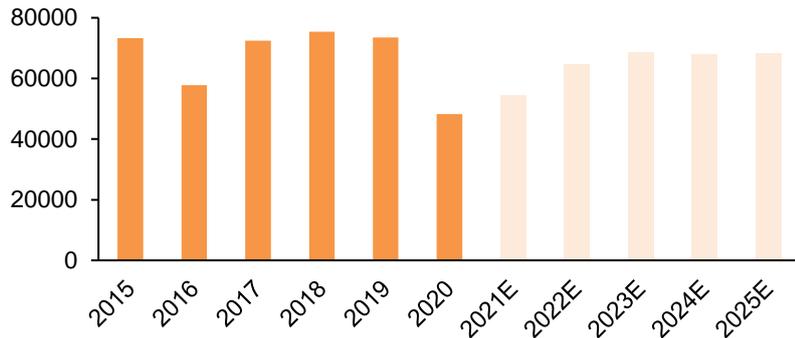
图 21：既定政策情形下全球能源消费构成



数据来源：IEA《Net Zero by 2050》、东方证券研究所

油气开采活动将从疫情中逐渐恢复，预计 23-25 年钻井数恢复至 17 年水平。根据 Rystad Energy 于 20 年 7 月发布的《Oil and gas drilling set for at least a 20-year low in 2020, unlikely to recover to 2019 levels soon》，预计 23-25 年钻井平台数量或达约 6.8 万口的水平，与 17 年水平较为接近。根据其 21 年 3 月发布的《Drilling activity is set for two consecutive years of growth but will lag pre-pandemic levels》，结构上海上钻井平台占比或逐渐提升，海上钻井在 22 年有望超过 19 年水平达 2700 口，陆上钻井或在 22 年达 6.2 万口，仍低于 19 年 7.1 万口的水平。

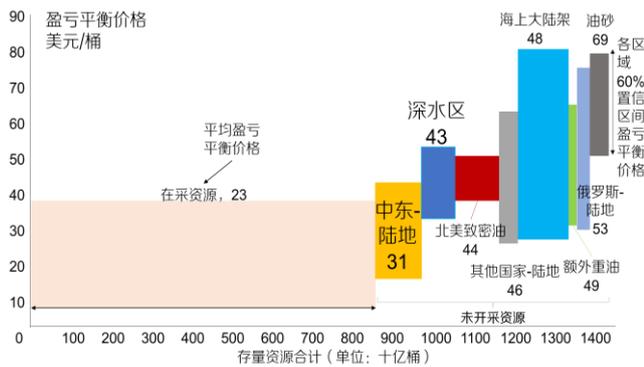
图 22: 活跃油气钻井平台数量的预测 (单位: 口)



数据来源: Rystad Energy、东方证券研究所

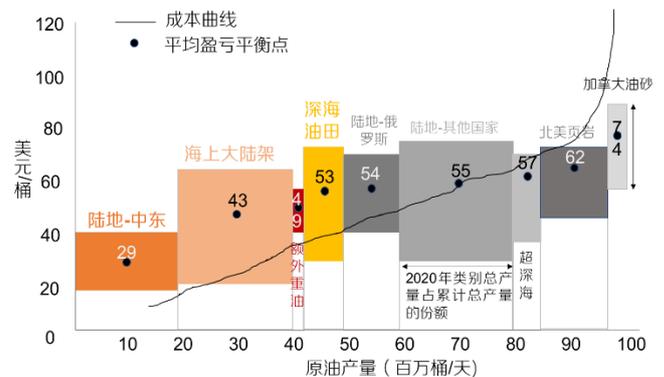
中东陆上、海上大陆架以及南美的深水作业油气产量占比将提升。Rystad Energy 预计与以往北美页岩行业引领产量增长不同, 由于北美页岩油对石油价格更为敏感, 在油价难以回到并维持在历史高位预期下, 或对资本开支支持保守态度, 未来中东的陆上和海上大陆架以及南美的深水作业将成为未来石油增长的主要驱动力。

图 23: 全球存量原油资源供应成本曲线: 中东陆地、深海油田在待开采资源中成本最低



数据来源: Rystad Energy、东方证券研究所

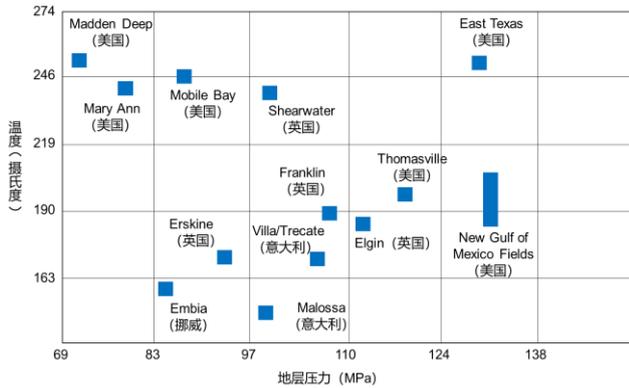
图 24: 中东陆地、海上大陆架和深海油田产量占比将提升: 成本位于行业曲线 50% 以下分位



数据来源: TMK 公司公告、东方证券研究所

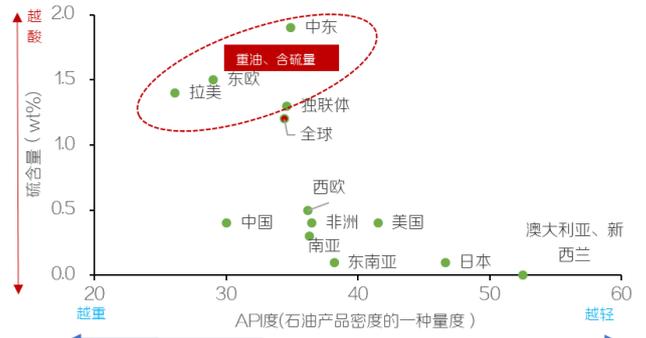
中东、拉美是酸性高硫原油的主要分布地区, 深水油田高温高压, 开采均需用镍基合金材质油井管。中东、拉美硫化物含量一般在 140psi 以上, 深水油田一般面临的则是高温 (140-250 °C)、高压 (70-150 Mpa) 环境, 镍基合金油井管是这类高腐蚀、超深油井的必然选择, 需求量将进一步提升。

图 25: 深水油田高温高压



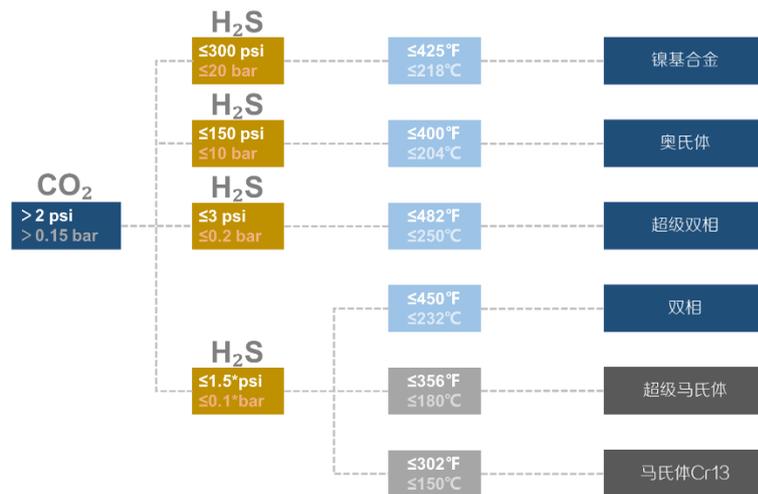
数据来源: 山特维克、东方证券研究所

图 26: 中东、拉美石油硫化物含量高



数据来源: 刘初春 2020 年于《中国石油经济》发表的《对中国进口原油资源选择的思考》、东方证券研究所

图 27: 油气开采用管选择及适用环境

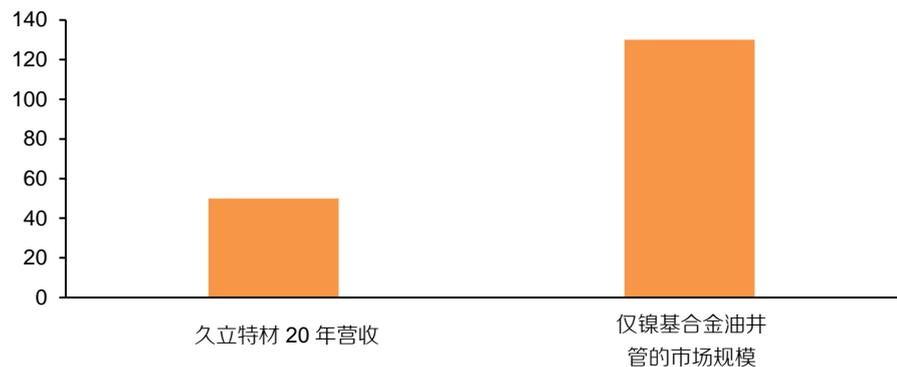


数据来源: 新日铁住金、东方证券研究所

镍基合金油管市场空间约 130 亿元，久立特材市占提升空间潜力较大。根据 SMI (Steel Market Intelligence) 数据显示，2012 年全球油管 (OCTG) 需求量约 1400 万吨，全球镍基合金油管需求量约 5.6 万吨左右，相当于镍基合金在 OCTG 占比约为 0.4%。根据 Rystad Energy20 年 4 月发布的《global OCTG demand to decline by 15% in 2020》一文显示，2020 年 OCTG 受疫情影响或从 2019 年的 1470 万吨下滑至 1260 万吨，21-22 年或仍受疫情影响需求量在 1200 万吨左右。随着钻井数在 23 年回到 6.8 万口的水平，预计 OCTG 需求量或维持 1400 万吨水平，即使不考虑油气产地结构性转移的趋势，镍基合金油管年市场空间也或达 130 亿元左右。

久立特材开发的镍基合金油井并在 2011 年就已有应用，随着新产线的投产以及产品实际应用长时间验证，公司有望进一步强化在镍基合金油井管领域的优势地位。久立特材开发的 TDJ-G3 油管于 2011 年已成功用于中石化元坝高硫油气田开发，截至至今应用记录约 10 年，山特维克、日本住友、Vallorec 等一批最早掌握该产品核心技术的企业先发优势或加速瓦解。产能方面，公司 IPO 募投项目已建成“3000 吨镍基合金油气开采用管”项目，2017 年募投的“年产 5500KM 核电、半导体、医药仪器仪表领域等精密用管”项目，该项目部分产能与镍金合金管油管通用，预计今年年底投产后，镍金合金管油管生产能力有望进一步提升，为公司在镍基合金油井管业务的市占率提升奠定基础。

图 28：镍基合金油井管市场空间或超 130 亿元，公司市占提升空间潜力较大



数据来源：SMI、Rystad Energy、公司公告、东方证券研究所

3.1.2 核电：成功卡位核电高端用管，在下一轮核电产能建设以及技术升级中将大放异彩

核电发展节奏上具有不确定性，但趋势具有确定性。在我国能源结构转型的大背景下，核电由于较风电、光伏等清洁能源更稳定、高效，将承载原来火电担当的主力基荷作用，发展核电必然是大势所趋。

自主研发的核电三代技术得到实例验证，核电政策导向和审批重启不断释放积极信号，核电市场有望迎来快速发展。19 年以来核电市场不断释放诸多利好信号，一是我国核电项目在经历三年“零封”后，于 19 年正式重启核电审批，19-20 年福建漳州、广东惠州、海南昌江、浙江三澳以及福建霞浦核电项目先后获得核准；二是我国三代核电技术和设备已基本实现国产化，核电产业自主化是我国大规模发展核电的重要前提，我国“华龙一号”全球首堆福清 5 号机于今年 1 月正式投产商运；三是今年 3 月发布的《2021 年政府工作报告》中提出了“需在确保安全的前提下积极有序发展核电”，此为时隔 3 年重提核电，并增加“积极”二字表述，给核电市场带来一阵暖意。

表 2：历年政府工作报告对发展核电的表述

年份	2012	2013	2014	2015	2016
表述	安全高效发展核电	未提及	开工一批核电项目	安全发展核电	建设水电核电等重大项目
年份	2017	2018	2019	2020	2021
表述	安全高效发展核电	未提及	未提及	未提及	在确保安全的前提下

					积极有序发展核电
--	--	--	--	--	-----------------

数据来源：政府工作报告、东方证券研究所

久立特材是国内唯一具备三代堆 U 形传热管生产资质的企业，并在四代新型核电用管通过鉴定，多项高端核电用管已成功应用，具备较强的订单获取实力。公司的三代核电用高性能不锈钢管在国内和国外核电机组上已经得到广泛应用，如 690 镍基合金、800 镍基合金蒸汽发生器 U 形传热管、O 形密封环用 718 合金管、TP439 高加换热器管、凝汽器钛焊管、堆内构件用管、核级仪表管等，其 690 合金传热管就应用在“华龙一号”机型，800 合金就应用在巴基斯坦恰希玛核电站 C1-C4 四台机组和秦山核电。公司同时积极储备了下一代核电堆型用材，其在某四代技术路线用的新型核电用管已于 2014 年 4 月通过专家鉴定，久立特材自此成为国内唯一该四代技术路线新型核电用管的供应商，公司于 2017 年募投四代新型核电管项目，随着国内核四代技术的成熟，公司在核电领域用管的地位将进一步巩固。

预计未来十年核电站每年开工量在 6-8 台。截至 2021 年 2 月，我国承运核电机组 49 台，总装机容量达 51GW。远期来看，根据清华大学课题组发布的《中国长期低碳发展战略与转型路径研究》的强化政策情形预测，核电装机量到 2050 年预计达 327GW，相当于年均装机约 276/30=9.2GW。结合 30/60 的“双碳目标”，预计核电开工的节奏速度先慢后快，20-30 年均装机或在 6-8 台左右。

若每年核电开工 6-8 台，则 U 型核蒸发器管年市场规模约 8.8-17.5 亿元，公司有望占据一半市场。根据谷力功在《2007 中国钢铁年会论文集》发布的《核电站用管现状》一文显示，单台蒸发器用 690U 型镍基合金管约 100 吨，不同的堆型配备的蒸汽发生器数不一。根据宝钢集团披露，我国三代核电主要两个技术路径 AP1000 配两个，CPR1000 配 3 个蒸汽发生器。若按前述 20-30 年装机 6-8 台核电计算，则镍基合金蒸汽发生器 U 形传热管需求量约 1200-2400 吨/年，按照其 IPO 募投项目时对核电管预测的销售单价 73 万元/吨，核电用管中仅镍基合金蒸汽发生器 U 形传热管市场规模或达 8.8-17.5 亿元。除 U 型管外，单台核电机组还需要用到大量其他管材，单个百万千瓦机组不锈钢管消耗量或在 1419-2119 吨，核电用管市场巨大。

表 3：核电不锈钢及其以上管材用量

部件	牌号	单台用量 (吨)	AP1000 堆型单个 机组用量(吨)	CPR1000 堆型单 个机组用量(吨)
蒸发器 U 形管	Inconel 690/800	100	200	300
堆内构件	AISI 316	9	9	9
控制棒用管	AISI 410	10	10	10
冷却水管	SISI 304	320	640	960
冷却水加热器	AISI 304	230	460	690
辅助热交换器	AISI 304	50	100	150
合计			1419	2119

数据来源：宝钢集团，谷力功在《2007 中国钢铁年会论文集》发布的《核电站用管现状》、东方证券研究所

表 4: 核电设备数量配备

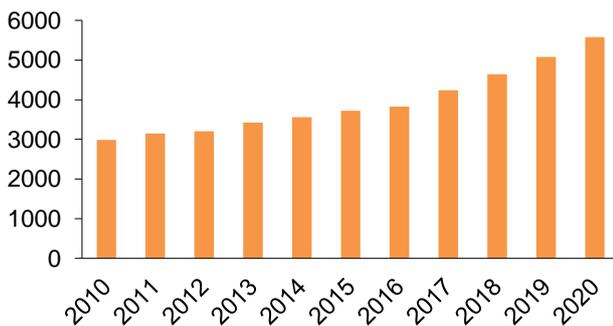
堆型（单堆）	AP1000 堆型	CPR1000 堆型
环路	3	2
压力容器	1	1
蒸汽发生器	3	2
冷稳压器	1	1
安注箱	3	2
硼注射器	3	2
合计	3	2

数据来源：宝钢集团、东方证券研究所

3.2 快速增长的化工用管：化工品需求增速稳、油转化趋势明，高等级材料需求升

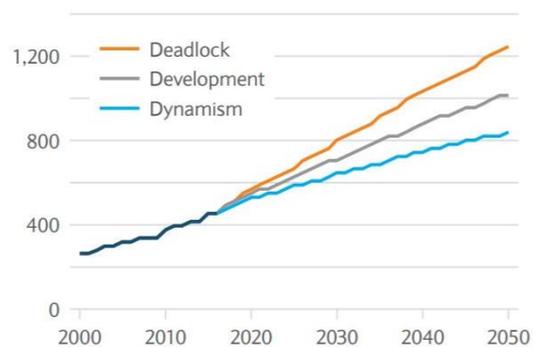
终端消费，化工品需求不断提升。代表化工品需求的乙烯消费当量在过去 20 年快速增长，根据中国石油集团经济技术研究院统计，中国乙烯消费当量由 2000 年的不到 500 万吨提升至 20 年的约 2350 万吨，20 年复合增速达 8.3%。根据《中国能源化工产业发展报告》预计，国内乙烯需求在“十四五”期间将保持 5.7% 的年化增速。

图 29: 国内乙烯消费当量（单位：万吨）



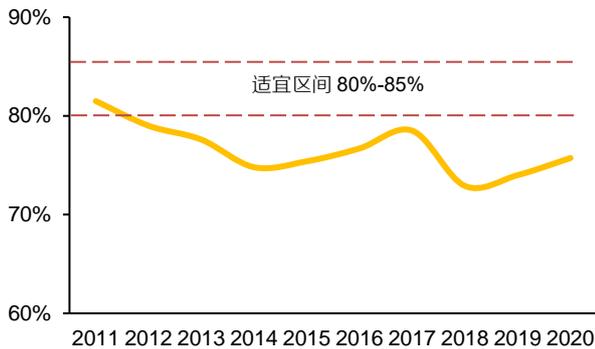
数据来源：中国石油集团经济技术研究院、东方证券研究所

图 30: 全球化工品需求预计不断增长（百万吨）

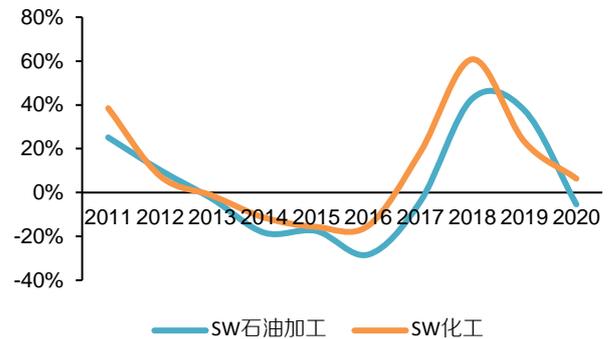


数据来源：IEA、东方证券研究所

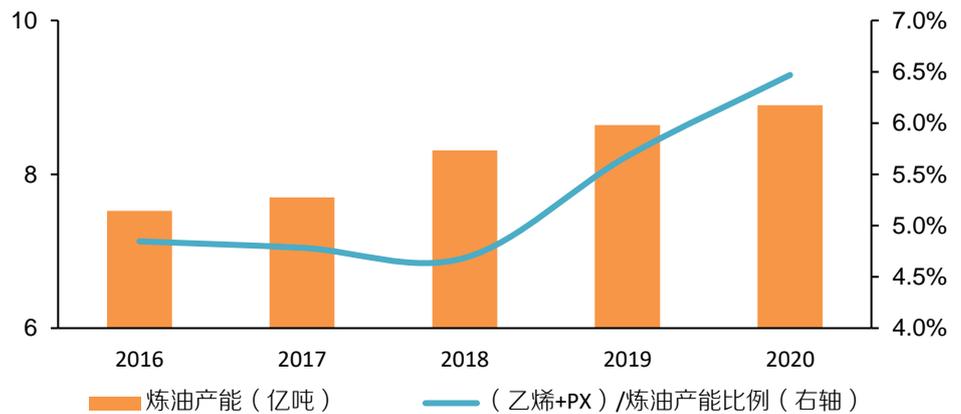
化工行业上市公司总体资本开支快速增长，结构上“油转化”脚步加快。炼化行业处于石油化工全产业链的中上游，可细分为炼油和化工两部分。由于我国炼油产能过剩，并且成品油在“碳中和”和电动车革命的压力下需求预期将收缩，而化工品需求预计保持长期增长，“降油增化”的发展趋势已成行业共识。在 2015 年国家发改委提出了发展七大石化产业基地的规划后，浙石化、恒力石化和盛虹炼化等一批民营大炼化项目获批，并带动了 2016-2019 年化工行业上市公司资本开支的上行。

图 31：我国炼油产能过剩，开工率偏低


数据来源：中国石油集团经济技术研究院、东方证券研究所

图 32：化工行业上市公司资本开支同比增速


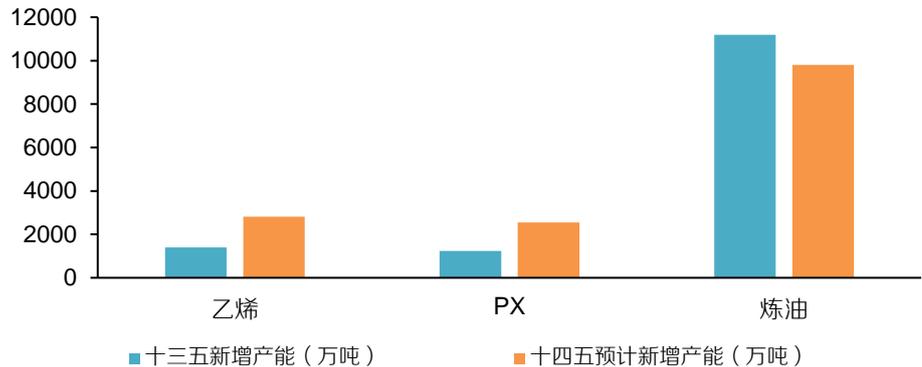
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 33：19-20 年化工型产能增速大于炼油产能


数据来源：中国石油集团经济技术研究院、东方证券研究所

中国化工正在向全球化工龙头迈进，“十四五”新增产能或再上台阶。市场上普遍对炼化订单的持续性保持怀疑态度，尤其是在油价回暖后原计划建设产能是否会发生变化。我们认为，首先，短期油价的变化或对在产产能的开工率产生直接影响，但或难以动摇产能建设的已有决策；其次，在“碳中和”对原油未来需求的压制预期下，原油价格或难以长期维持较高水平。“十三五”期间，在化工环保门槛提升以及民营大炼化放开准入的背景下，龙头企业具备扩产优势，开始主动加快资本开支，对落后产能实现替代，带领化工行业整体资本开支快速上行。展望“十四五”，我国化工企业龙头在走向世界舞台的步伐仍未停歇。根据《2021 年中国能源化工产业发展报告》，“十四五”期间乙烯、PX、炼油产能或将由 2020 年的增长至 2814、2524、11000 万吨，仍延续“十三五”较强的产能扩张计划。

图 34：“十四五”期间乙烯、PX、炼油产能仍有较大增幅



数据来源：《2021 年中国能源化工产业发展报告》、东方证券研究所

不锈钢占炼油装置用管比例不到 20%，但在 PTA 装置不锈钢及其以上钢种占比 85%以上，并且需要特高端的钛材和耐蚀合金。炼油工艺中产出主要集中在常减压蒸馏和催化裂化两个环节，前者属于物理反应，后者虽然属于化学反应，作用主要在于把长 C 链的重油打断，生产中等长度 C 炼的汽油、柴油等成品油；在化工型炼厂会涉及更多高温高压、介质腐蚀性较强的催化裂化、氧化、聚合等化学反应，显然反应难度和条件的提升会对设备和选材提出更高要求。根据张澄清等 2010 年在《石油化工与防护》发表的《炼油装置用大直径钢管的选择》一文显示，碳钢在炼油生产装置用管中占比约 70%，合金钢约 10%，不锈钢占比不到 20%。而根据张林青 2003 年在《化工建设工程》发表的《精对苯二甲酸(PTA)装置管道材料的选用》一文显示，PTA 装置不锈钢及其以上的材料用量占整体建材总量的 85%以上，其中还不乏特高端的耐蚀合金和钛材，相对于炼油装置用材显著高端。

图 35：PTA 装置化学反应复杂，酸性介质多，主要用到不锈钢、镍基合金和钛材



数据来源：张林青 2003 年在《化工建设工程》发表的《精对苯二甲酸(PTA)装置管道材料的选用》,Lotte Chemical 官网、东方证券研究所

综上所述，我们认为我国作为最大的化工品消费国，化工品需求量持续提升，而我国化工制造业依托于巨大的国内消费市场和不断提升的竞争力，仍保持较大的资本开支强度，以不断提升在全球的话语权，化工领域用管需求市场空间潜力巨大。从结构上来看，公司的高端不锈钢管和特殊合金能应用在高温高压、高腐蚀性、高强度需求的工作环境，非常适应于国内以发展化工型炼厂为主的行业发展趋势，预计公司的化工领域业务仍有增长空间。

3.3 极具潜力的高端市场：中国制造转型升级，高端材料是“长坡赛道”

中国正由制造业大国走向制造业强国，高品质特钢和特殊合金材料为我国新材料产业重点发展对象，市场有望持续扩容。中美贸易摩擦、实体清单等外部压力增大下，对高端制造“卡脖子”领域进行攻关的需求也更加迫切，没有关键材料的突破，中国制造难言强大。而高端特钢材料和特殊合金作为先进装备制造业的关键原材料，其需求扩容和创新在我国制造业向高质量发展的路上具有必然性。

图 36：“十四五” 高端新材料发展重点包括特钢、高性能合金、高温合金等



数据来源：前瞻产业研究院、《“十四五” 规划纲要和远景目标纲要》、东方证券研究所

以我国光伏产业为例，800H 材料的研发在我国多晶硅产业竞争力的提升起到关键作用。我国多晶硅降本之所以如此之快，离不开冷氢化工艺的突破，冷氢化单耗明显低于热氢化工艺。原理就是在高压、催化的环境下让硅氯化反应发生，该反应为放热反应，可以给热氢化的强吸热反应供热，同时同时提升硅的转化效率。但这对设备材质提出了非常苛刻的要求，尤其是流化床反应器的选材，作为冷氢化系统中最重要的核心设备，它既要耐高压（2.5MPa），还要耐高温（550 摄氏度）、耐腐蚀。Incoloy 800H 材料的研制和国产化作为在多晶硅冷氢化工艺的的实现上起到了重要的推动作用，公司已向多家多晶硅生产企业提供了 800H 设备材料、管材和管件，并应用都非常成功。

节能减排趋势下工业对设备用材更新换代也将加速，低端需求或将萎缩，高端市场占比将持续提升。我们认为“双碳目标”下产能逐渐变成稀缺资源，高产率低能耗将成为未来获取新产能和保留原产能的核心竞争力。尤其是在以化石能源为原料的生产领域，要在控总量的导向下谋发展、求生

存，迫切需要对已有产能的效率充分挖潜，这将推动对设备选材高端化发展。以炼油厂管式冷凝器为例，根据刘福伦于 2003 年在《石油化工设计》发表的《双相不锈钢管在大型石化装置中的应用》一文，尽管碳钢也可以作为冷凝器选材，但每 5 年需要更换 6 次，若升级为奥氏体不锈钢 316L，则在有/无氯离子的环境下每 5 年更换次数可分别降低至 5、<1 次，若进一步升级至双相不锈钢 S32750，则在有/无氯离子的环境下每 5 年更换次数可均不到 1 次，可达到显著降低停车次数、提升产能利用率的效果。当然随着设备用材寿命的提升，对整个服务期的维保需求也将随之而来，我们认为公司在产品和服务一体化的前瞻性布局，将在未来工业设备用材升级换代的潮流中抢占先机。

尽管公司产品种类、大小、型号、应用场景和部位繁多，但如我们前文反复强调的，产品的共性在于高性能，能够适应工业领域千遍万化的使用条件，这也是新钢种、新材料研发的根本动力。我们认为，公司作为国内为数不多的具有全球竞争力的高性能特钢和合金材料企业，在中国制造转型升级，和节能减排带动的设备用材升级换代的趋势下，有望迎来历史性发展机遇。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 随着募投项目的投产，预计公司不锈钢无缝管、不锈钢焊接管和管件业务规模均将快速发展，并且考虑到不锈钢无缝管高端产能占比的逐年提升，收入端有望实现量价齐升：

预计 21-23 年，不锈钢无缝管业务销量同比分别增长 8.5%、7.1%、5.3%，不锈钢焊接管业务销量同比增速分别为 12.3%、5.4%、0%，管件业务销量同比分别增长 6.7%、22.4%、11.1%。

公司产品定价采用成本加成法，公司原材料成本占主营业务成本约 80%，主要为不锈钢钢坯，其走势与镍价高度相关，21 年初以来均价为 1.7 万美元/吨，下半年全球需求共振将边际减弱，全年镍均价预计维持在当前水平。根据我们发布的《2021 年有色钢铁行业年度策略报告》，22 年镍或存在 6.7 万吨供需缺口，但考虑海外流动性或收紧，涨幅预计有限，假设在 21 年基础上涨 5%。长期来看金属价格应符合均值回归的规律，假设 23-24 年逐渐回到 03 年以来的平均水平 1.7 万美元/吨。因此假设 LME 镍价在 21-23 年期间分别为 1.69、1.78、1.74 万美元/吨，对应不锈钢价格分别为 1.53、1.59、1.56 万元/吨，同比增速或达 15.6%、4.1%、-1.7%。

单吨毛利方面，预计不锈钢无缝管高端产能的逐渐放量、产品结构的优化和工业制造项目降本增效将带动公司吨毛利逐年提升，预计 21-23 年不锈钢管单吨毛利或提升至 12364、12345、12906 元/吨。

综上，预计 21-23 年公司营业收入同比增速或达 24.0%、11.8%、4.7%。

- 2) 公司 21-23 年毛利率分别为 26.7%、25.7%、26.3%，22 年毛利率下降主要是由于假设镍价上涨带动单吨成本提升，公司定价为成本加成模式，吨毛利较为稳定，因此成本提升会导致毛利率下滑。
- 3) 公司 21-23 年销售费用率为 4.9%、4.8%和 4.8%，管理费用率为 3.2%、3.1%和 3.1%，财务费用率为 0.01%、-0.02%、-0.07%，21-23 年研发费用率为 3.8%、3.8%、3.7%。
- 4) 公司 21-23 年的所得税率参考 19-20 年水平，假设均为 14.27%。

收入分类预测表

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
不锈钢无缝管					
销售收入（百万元）	2,300.4	2,368.6	3,009.7	3,500.6	3,763.3
增长率	0.7%	3.0%	27.1%	16.3%	7.5%
毛利率	31.1%	32.0%	30.9%	31.2%	32.0%
不锈钢焊接管					
销售收入（百万元）	1,362.0	1,812.9	2,162.1	2,240.4	2,214.2
增长率	16.0%	33.1%	19.3%	3.6%	-1.2%

毛利率	25.9%	30.5%	25.6%	21.6%	21.9%
管件					
销售收入(百万元)	314.6	385.4	411.1	503.4	559.3
增长率	8.6%	22.5%	6.7%	22.4%	11.1%
毛利率	33.2%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
其他主营业务					
销售收入(百万元)	459.8	388.3	560.1	626.4	655.8
增长率	45.8%	-15.6%	44.2%	11.8%	4.7%
毛利率	10.1%	11.2%	9.9%	9.9%	9.9%
合计					
销售收入(百万元)	4,436.9	4,955.2	6,143.0	6,870.7	7,192.5
增长率	9.2%	11.7%	24.0%	11.8%	4.7%
综合毛利率	27.4%	29.2%	26.7%	25.7%	26.3%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

1. DCF 估值结果

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 8.23、9.00、10.35 亿元，EPS 分别为 0.84、0.92、1.06 元。我们按照 DCF 法进行估值，给予公司目标价 17.46 元，首次覆盖给予公司买入评级，对应 21 年 21X 的 PE 估值。

采用绝对估值法的原因：1) 久立特材在过去 10 规模和盈利能力稳步提升，展现了较强地抵御周期波动的能力；2) 久立特材产品，即高品质不锈钢和特殊合金材料在应用上具有较强延展性，并且受益于国内化工、核电的蓬勃发展，公司成长有望延续；3) 海外竞争对手山特维克、沙士基达曼内斯曼在过去百年发展历程并没有被时代所淘汰，即使在规模扩张完成后，仍能通过向高附加值产品的延伸不断提升盈利能力，说明公司所处行业具有较强的持续内生成长动力。

结合以上原因，我们采取 DCF 估值对久立特材进行估值，关键假设如下：

- 1、 预计公司未来公司所得税率为 25%。
- 2、 无风险 Rf：我们将十年期国债利率作为无风险利率，截止到 2021 年 6 月 11 日，十年期国债利率为 3.1576%。
- 3、 我们选取武进不锈、中信特钢、抚顺特钢、常宝股份、永兴材料的 β 系数的平均值确定公司的 β 值，最终无杠杆的 β 为 0.80，另外计算出考虑杠杆因素的 β 系数为 0.90，计算公式为：
无杠杆影响的 β 系数 $\times (1 + (1 - \text{所得税税率}) \times \text{债务比率} / \text{权益比率})$
- 4、 市场投资组合预期收益率通过美国长期预期市场股权风险溢价+特定国家风险溢价+无风险收益率获得。美国股权风险溢价基于大量美国相关研究获得，取数标准：2008 年前（包括 2008 年）为 5%，2008 年后为 6%；中国国家风险溢价数据基于 Damodaran 研究报告，取数标准：中国 2020 年为 0.68%，所以市场投资组合预期收益率为 $6\% + 0.68\% + 3.1576\% = 9.84\%$ 。
- 5、 21-35 年增速：21-23 年增速假设可见“盈利预测”；24 年仍受益于募投项目的达产，不锈钢无缝管同比增速或达 19.3%；25-35 年我们假设公司将主要集中精力在高端产品的拓展上，即不锈钢无缝管业务：产能方面，参考公司 06-20 年无缝管产能增加 3.7 万吨，我们假设公

司 20-35 年将同样具备增产 3.7 万吨的能力，对应 35 年无缝管产能增加至 8.8 万吨，无缝管吨毛利随产品结构的优化同样稳步提升，预计 35 年无缝管吨毛利可达 2.6 万元/吨，约为山特维克无缝管产品一半的水平，相当于公司在 25-35 年吨毛利年复合增速在 1.3%，远低于过去十年公司吨毛利复合增速 10.4%，营收增速在 1.8%。

6、 永续增长率：预期 15 年后公司现有业务进入成熟阶段，增速有所放缓，但考虑到目前进口替代仍未被满足，行业整体需求稳定，假设永续增长为 1%。

7、 假设未来公司的债务比率为 15%，债务利率为 4.65%（参考最新 LPR）。

我们根据以上关键假设，我们计算出股权投资成本为 9.19%，（计算公式为：无风险利率+考虑杠杆因素的 β 系数 \times （市场收益率-无风险利率）+规模风险因子+公司特有风险。计算出 WACC 为 8.33%。

表 5: DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率	25.00%
永续增长率	1.00%
无风险利率	3.16%
无杠杆影响的 β 系数	0.80
考虑杠杆因素的 β 系数	0.90
市场收益率	9.84%
规模风险因子	0.00%
股权投资成本	9.19%
债务比率	15%
债务利率	4.65%
WACC	8.33%

数据来源：东方证券研究所

根据以上关键假设计算出 WACC 为 8.33%，对应每股价格为 17.46 元。公司 21 年 EPS 预计为 0.84 元，则对应 21 年公司 PE 估值为 21 倍。

表 6: 相关 DCF 计算数据

对应数据类型	值
FCFF 折现（百万元）	9,371.99
终值折现（百万元）	7,030.90
企业价值（百万元）	16,402.89
加：非核心资产（百万元）	947.51
减：带息债务（账面价值）（百万元）	140.10
减：少数股东权益（百万元）	146.14
权益价值（百万元）	17,064.17
每股价值（元）	17.46

数据来源：东方证券研究所

表 7：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	17.46	永续增长率 Gn(%)				
		-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC	6.33%	20.84	22.39	24.53	27.65	32.65
(%)	6.83%	19.33	20.60	22.30	24.71	28.37
	7.33%	18.01	19.05	20.43	22.32	25.08
	7.83%	16.84	17.71	18.84	20.34	22.48
	8.33%	15.81	16.54	17.46	18.68	20.36
	8.83%	14.89	15.50	16.27	17.27	18.60
	9.33%	14.06	14.58	15.22	16.04	17.13
	9.83%	13.31	13.75	14.30	14.98	15.86
	10.33%	12.63	13.01	13.47	14.05	14.78

数据来源：东方证券研究所

2. 可比公司估值参考

我们选取国内和国外可比公司估值情况进行交叉验证。国内可比公司我们选取以油气输送用管为主营业务的常宝股份、武进不锈，以特钢材料为主营业务的中信特钢、抚顺特钢和永兴材料可比公司行估值，可比公司 2021 年 20X 估值，与我们绝对估值结果对应的 21 年 21 倍估值水平较为接近。

表 8：可比公司 EPS、PE 情况（截止到 2021 年 6 月 23 日）

股票简称	代码	最新价格（元）	EPS（元）				PE			
		2021/6/23	2020A	2021E	2022E	2023	2020A	2021E	2022E	2023E
武进不锈	603878.SH	7.37	0.55	0.95	0.99		13.40	7.80	7.48	
常宝股份	002478.SZ	4.58	0.13	0.47	0.56	0.72	35.23	9.74	8.18	6.36
中信特钢	000708.SZ	22.22	1.19	1.43	1.60	1.80	18.67	15.54	13.89	12.34
抚顺特钢	600399.SH	18.00	0.28	0.41	0.54	0.67	64.29	43.90	33.33	26.87
永兴材料	002756.SZ	65.46	0.66	1.83	2.60	3.79	99.18	35.77	25.18	17.27
	最大值						99.18	43.90	33.33	26.87

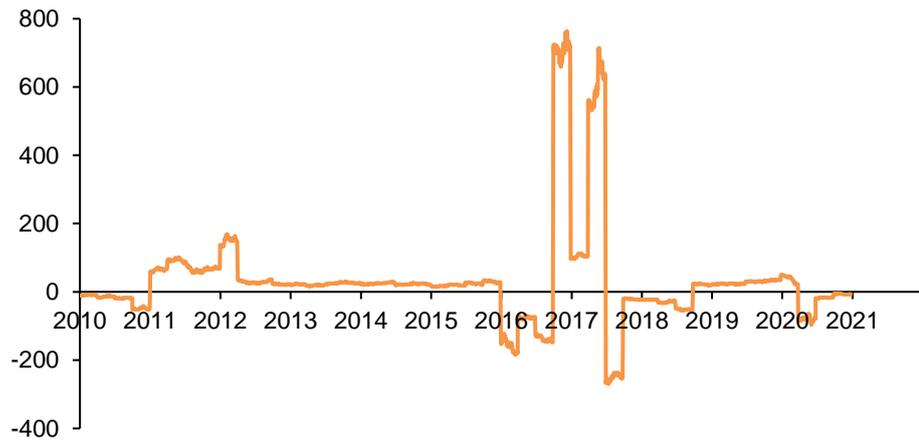
	最小值						13.40	7.80	7.48	6.36
	平均数						46.15	22.55	17.61	15.71
	调整后平均						39.40	20.35	15.75	14.81

数据来源：Wind，东方证券研究所

海外公司我们选取西班牙 Tubacex 衡量久立特材估值结果的合理性，选取 Tubacex 的原因在于：1) 产品种类和高端程度与久立特材重合度较高，同为高端不锈钢焊接管、不锈钢无缝管、镍基合金等特殊合金管材制造商；2) 作为独立运营主体，业务较为纯粹，而其他同处高端产品领域的主要竞争对手大部分是作为集团公司的业务分布运营，难以获取估值水平数据。

Tubacex2010 年以来 PE(TTM)变动如下图所示：

图 37: Tubacex2010 年以来 PE(TTM)



数据来源：彭博、公司公告、东方证券研究所

如上图所示，由于 10-12 年、16-18 年 Tubacex 受周期低估影响，经营处于亏损或微利状态，PE 波动较大，对上述期间剔除后其 PE (TTM) 如下图所示：

图 38: Tubacex 调整后 PE(TTM)



数据来源：彭博、公司公告、东方证券研究所

调整后 Tubacex 估值水平位于 20-50 倍区间，中位数约在 24 倍，高于久立特材 21 年目标价对应的 21 倍的 PE 估值。剔除疫情对 Tubacex 的影响，13-19 年期间 Tubacex 营收规模、EBITDA 复合增速仅为 1.7%、4.6%，净利润在 19 年甚至略低于 12 年水平，而久立特材在此期间营收、EBITDA、净利润年复合增速为 7.7%、13.4%和 14.5%，并且在未来三年内随着募投项目的释放，仍将保持较高增速，Tubacex 在过去实现了 24 倍的估值中枢，我们认为给予久立特材 21 年 21 倍的 PE 估值仍具有安全垫。

综合国内和国外可比公司的估值水平，我们认为给予公司 17.46 元目标价，对应 21 年 21 倍估值水平是合理的。

风险提示

募投项目进展不及预期：如募投项目投产进度不及预期，则存在对公司的规模和盈利水平产生不利影响的风险。

产品升级不及预期：如高端产品研发、量产、市场开发不及预期，则存在公司吨毛利下滑的风险。

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，或导致下游需求不及预期，则公司产品需求或将受到较大影响，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

全球疫情反复风险：若全球疫情反复，则公司产品需求和原材料供应或将受到较大影响，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	584	1,243	811	1,008	1,543	营业收入	4,437	4,955	6,143	6,871	7,193
应收票据、账款及款项融资	1,092	735	911	1,122	1,103	营业成本	3,219	3,508	4,501	5,108	5,301
预付账款	113	103	127	142	149	营业税金及附加	26	24	30	34	35
存货	1,138	1,386	1,685	1,912	1,984	营业费用	240	248	302	333	347
其他	395	379	230	236	239	管理费用及研发费用	337	358	429	471	490
流动资产合计	3,322	3,846	3,764	4,421	5,018	财务费用	40	57	1	(1)	(5)
长期股权投资	561	591	657	750	887	资产、信用减值损失	41	16	35	19	(0)
固定资产	1,418	1,511	2,036	2,777	3,080	公允价值变动收益	6	32	12	12	12
在建工程	404	569	669	198	12	投资净收益	6	63	66	94	136
无形资产	213	253	246	239	232	其他	46	62	49	49	49
其他	61	51	0	0	0	营业利润	591	904	972	1,062	1,222
非流动资产合计	2,657	2,974	3,607	3,964	4,211	营业外收入	2	1	0	0	0
资产总计	5,979	6,820	7,372	8,385	9,229	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	60	84	72	72	72	利润总额	593	903	972	1,062	1,222
应付票据及应付账款	698	658	910	1,033	1,072	所得税	85	128	139	152	174
其他	611	875	850	914	942	净利润	507	776	833	911	1,047
流动负债合计	1,369	1,617	1,832	2,018	2,086	少数股东损益	7	4	10	10	12
长期借款	0	48	48	48	48	归属于母公司净利润	500	772	823	900	1,035
应付债券	909	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	0.79	0.84	0.92	1.06
其他	138	204	0	0	0						
非流动负债合计	1,047	252	48	48	48						
负债合计	2,415	1,870	1,880	2,066	2,134						
少数股东权益	143	145	155	165	177						
实收资本(或股本)	842	965	977	977	977						
资本公积	767	1,697	1,697	1,697	1,697						
留存收益	1,609	2,128	2,662	3,479	4,244						
其他	202	15	0	0	0						
股东权益合计	3,563	4,950	5,491	6,318	7,095						
负债和股东权益总计	5,979	6,820	7,372	8,385	9,229						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	507	776	833	911	1,047
折旧摊销	192	206	194	280	364
财务费用	40	57	1	(1)	(5)
投资损失	(6)	(63)	(66)	(94)	(136)
营运资金变动	491	(7)	(77)	(292)	5
其它	(618)	359	(147)	7	(12)
经营活动现金流	607	1,328	738	811	1,263
资本支出	(369)	(497)	(812)	(543)	(474)
长期投资	(507)	(30)	(66)	(94)	(136)
其他	(62)	215	95	106	148
投资活动现金流	(938)	(312)	(783)	(531)	(463)
债权融资	41	(763)	(98)	0	0
股权融资	0	1,053	13	0	0
其他	46	(603)	(302)	(83)	(265)
筹资活动现金流	87	(312)	(388)	(83)	(265)
汇率变动影响	5	(34)	-0	-0	-0
现金净增加额	(239)	670	(432)	197	535

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	9.2%	11.7%	24.0%	11.8%	4.7%
营业利润	55.8%	52.8%	7.5%	9.3%	15.0%
归属于母公司净利润	64.7%	54.3%	6.7%	9.3%	15.0%
获利能力					
毛利率	27.4%	29.2%	26.7%	25.7%	26.3%
净利率	11.3%	15.6%	13.4%	13.1%	14.4%
ROE	15.2%	18.8%	16.2%	15.7%	15.8%
ROIC	12.4%	17.0%	15.4%	15.1%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	40.4%	27.4%	25.5%	24.6%	23.1%
净负债率	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.43	2.38	2.05	2.19	2.41
速动比率	1.58	1.50	1.11	1.22	1.43
营运能力					
应收账款周转率	6.5	7.5	9.9	8.7	8.3
存货周转率	2.9	2.7	2.9	2.8	2.7
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.79	0.84	0.92	1.06
每股经营现金流	0.72	1.38	0.76	0.83	1.29
每股净资产	3.50	4.92	5.46	6.30	7.08
估值比率					
市盈率	21.7	14.0	13.2	12.0	10.5
市净率	3.2	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.1	9.3	9.3	8.1	6.8
EV/EBIT	17.1	11.3	11.1	10.2	8.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn