

# 钢管龙头乘风起

——久立特材（002318.SZ）

钢铁/钢铁



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

### 专注高端制造，产品构筑坚实护城河

- 公司为国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业，现有无缝管加焊接管产能 12 万吨，在建成品管材产能 3 万吨左右，近十年公司产销平均增速分别为 9.68%、10.02%，规模逐年稳步上升；
- 公司专注产品产线高端化，现有高端产品收入占比为 18%，至 2025 年高端产品有望从 0.6 万吨扩充至 2 万吨以上，净利润贡献明显增加；镍基合金油井管、核电蒸发器 U 型传热管、航空航天用材以及高温合金产品占比将持续提升；

### 产业链条完备，管理效率不断提升

- “以销定产、适度库存”的生产方式及成本加成的销售定价方式，使得公司业绩受上下游周期的影响小，加上技术处于领先地位，公司无缝管加工费五年增 67.58%，焊接管加工费五年增 56.27%，利润稳步攀升；
- 公司过程费控表现出色，在销售规模扩张、研发费用增加的背景下，四项费用占营业收入比例仍稳中有降，2021H1 四项费用占比降至 10.39%，为近十年以来最低水平；

### 行业格局清晰，竞争优势明显

- 与国内不锈钢公司管相比，久立具有更高的产品售价与更强的成本控制能力，在营收增速、毛利率、期间费用率与净利率水平均大幅领先，特别是经历了疫情冲击后，公司各项指标均保持良好；
- 公司市场规模与整体营收表现与海外巨头仍有差距，但在细分领域和抗周期方面，近几年公司表现优异，以油气用镍基合金油井管为例，对应品种的全球市场规模在 9-10 万吨之间，在建产线投产后总产能将达到 1.3 万吨，细分市场占比有望提升至 10% 左右；

### 油气复苏锦上添花，核电发展进一步打开业绩空间

- 油气长周期复苏持续，2021H1 三桶油合计资本支出（含勘探开发及炼化）同比增长 24.18%，其中炼化环节合计 435 亿元，同比增长 95.34%，2021-2025 年长输管道规模年均复合增速有望达到 10.76%；
- 核电投资 2019 年重启后有望持续加速，2021-2025 年核电在运装机容量年均复合增速 6.96%，相关高端产品需求前景向好，为公司业绩改善锦上添花；

**投资建议：**公司专注高端不锈钢管制造，领先的制造工艺及产线高端化转型构筑坚实壁垒，产能稳步增长与下游需求的高确定性复苏给予公司长期增长动能，在适应出口退税变革后的市场环境后，预计公司业务规模及利润实现有望换挡提速，再次步入快速增长阶段，预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 8.5 亿/10.4 亿/12.5 亿，对应 EPS 为 0.87/1.06/1.28 元，结合可比公司估值水平，预估公司 2021 年目标市值合计为 169.6 亿元，目标价为 17.36 元/股，目前公司市值并未充分体现其内在价值，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**限电政策可能导致产量释放受限，退税政策变动可能导致产销结构转型成本增加，不锈钢管价格涨幅不及预期；

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
----	-------	-------	-------	-------	-------

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（首次）

2021 年 10 月 20 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

高亢

研究助理

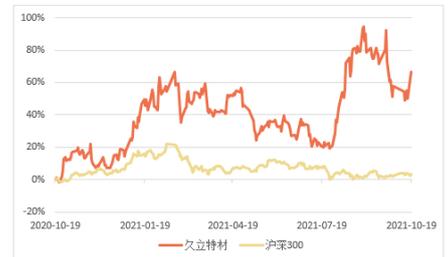
SAC 执业证书编号：S1660121010010

## 交易数据

时间 2021.10.19

总市值/流通市值（亿元）	141.2/144.7
总股本（万股）	97,717.07
资产负债率（%）	28.37
每股净资产（元）	4.8
收盘价（元）	14.81
一年内最低价/最高价（元）	10.18/17.77

## 公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

营业收入 (百万元)	4,436.86	4,955.25	5,946.79	6,483.86	6,901.22
增长率 (%)	9.2%	11.68%	20.01%	9.03%	6.44%
归母净利润 (百万)	500.04	771.53	847.8	1,038.73	1,247.91
增长率 (%)	64.68%	54.29%	9.89%	22.52%	20.14%
净资产收益率 (%)	14.62%	16.06%	16.04%	17.68%	18.96%
每股收益(元)	0.59	0.91	0.87	1.06	1.28
PE	23.34	15.13	15.87	12.95	10.78
PB	3.39	2.76	2.55	2.29	2.04

资料来源：公司财报、申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 观点聚焦</b> .....	<b>5</b>
1.1 与市场预期“求异存同”.....	5
1.2 聚焦催化因素.....	5
<b>2. 专注高端制造，产品构筑坚实护城河</b> .....	<b>5</b>
2.1 产销稳步增长，主要下游为油气行业.....	6
2.2 从低端到高端，从红海到蓝海.....	8
2.3 多认证门槛构筑竞争壁垒.....	9
2.4 产能扩张、研发与工艺改进持续增强实力.....	11
<b>3. 业务模式稳定，管理效率不断提升</b> .....	<b>13</b>
3.1 以销定产+成本加成，业务模式确保利润稳定扩张.....	13
3.2 负债降低+阿米巴经营，过程费控表现出色.....	14
<b>4. 行业格局清晰，竞争优势明显</b> .....	<b>15</b>
4.1 公司在国内市场存在显著竞争优势.....	15
4.2 公司产品高端化仍有较大市场空间.....	17
<b>5. 油气复苏锦上添花，核电发展进一步打开业绩空间</b> .....	<b>17</b>
5.1 油气投资周期持续复苏.....	17
5.2 核电投资有望持续发力.....	19
<b>6. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>21</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

<b>图 1： 公司历年营收与同比增速（亿元）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 2： 公司历年毛利与同比增速（亿元）</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3： 分品种营业收入比例</b> .....	<b>7</b>
<b>图 4： 分品种毛利贡献比例</b> .....	<b>7</b>
<b>图 5： 分下游营业收入比例</b> .....	<b>7</b>
<b>图 6： 分下游毛利贡献比例</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7： 分地区营业收入比例</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8： 主营产品毛利率</b> .....	<b>7</b>
<b>图 9： 核电蒸发器 U 型传热管</b> .....	<b>9</b>
<b>图 10： 镍基耐蚀合金油井管</b> .....	<b>9</b>
<b>图 11： 公司研发支出与同比增速情况（万元）</b> .....	<b>12</b>
<b>图 12： 可比公司研发支出占营收比例</b> .....	<b>12</b>
<b>图 13： 不锈钢无缝管（挤压工艺）生产流程示意图</b> .....	<b>13</b>
<b>图 14： 公司分品种加工费（元/吨）</b> .....	<b>14</b>
<b>图 15： 可比公司管材加工费（元/吨）</b> .....	<b>14</b>
<b>图 16： 四项费用占营业收入比重</b> .....	<b>15</b>
<b>图 17： 两公司分品种单吨售价（元/吨）</b> .....	<b>16</b>
<b>图 18： 两公司分品种单吨成本（元/吨）</b> .....	<b>16</b>
<b>图 19： 可比公司营收增速</b> .....	<b>16</b>
<b>图 20： 可比公司毛利率</b> .....	<b>16</b>
<b>图 21： 可比公司净利率</b> .....	<b>16</b>
<b>图 22： 可比公司净 ROE（摊薄）</b> .....	<b>16</b>

图 23: 可比公司资产负债率.....	17
图 24: SANDVIK MATERIALS 营收增速 (亿元) .....	17
图 25: 久立特材营收与增速 (亿元) .....	17
图 26: 三桶油资本支出同比增速与公司营收同比增速 .....	18
图 27: 三桶油资本支出与布伦特油价 (含预测值, 美元/桶) .....	18
图 28: 国家油气管网规划目标 .....	18
图 29: 核电规划装机容量 (万千瓦) .....	20
图 30: 核电规划发电量占比 (万千瓦) .....	20
图 31: 通用核电站工作流程图 .....	21
图 32: 公司无缝管均价与青山无缝管均价对比 (数据截至 2021.10.19, 元/吨) .....	22
表 1: 主营产品产销量情况 (万吨) .....	6
表 2: 久立特材主要子公司 (亿元) .....	8
表 3: 镍基合金油井管市场情况.....	9
表 4: 钢管相关生产许可证制度.....	10
表 5: 公司已获得的部分认证证书 .....	10
表 6: 公司主要客户、应用场景及对应产品.....	10
表 7: 公司目前在建项目情况 .....	11
表 8: 公司参与或主持的国家与行业标准修订或制定 .....	11
表 9: 永兴材料 2021H1 与公司关联交易内容 .....	14
表 10: 公司生产与销售模式.....	14
表 11: 三桶油勘探、开发、炼油及化工资本支出与同比增速 (亿元) .....	18
表 12: 核电站反应堆代际区别 .....	19
表 13: 公司境内外销售比例情况.....	21
表 14: 公司业务拆分与盈利预测.....	23
表 15: 可比公司估值表 (截至 2021 年 10 月 19 日) .....	23
表 16: 公司盈利预测表.....	24

## 1. 观点聚焦

### 1.1 与市场预期“求异存同”

**公司经营战略与政策导向高度一致：**公司坚持“长特优、高精尖”的产品发展战略，已于 2017 年获得工信部“制造业单项冠军示范企业”称号，公司加快部署高端制造、航空航天以及核电新材料领域，与“专精特新”政策导向一致，同时致力于高端领域市场的开拓，在高附加值转型及打破海外垄断两方面发力，符合钢铁工业高质量发展政策的一贯导向；

**高壁垒行业的扩产能先锋：**国内拥有挤压工艺的规模企业仅有久立、宝钢，其余 2-3 家拥有技术但均未形成有效产能，下游客户合格供应商门槛保证其生产稳定性，经营以销定产、成本加成，具有高壁垒、抗周期特征；公司为国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业，现有无缝+焊接管产能 12 万吨，在建新增成品管材产能 3 万吨左右，到 2023 年底，成品管材规划总产能有望达到 15 万吨左右，行业龙头地位进一步巩固，高端产品占比有望进一步提升，核电用管、油气用镍基合金管将成为近期驱动营收增长的关键领域，航空航天以及高温合金为中长期发展奠定基础；

**疫情后油气行业迎来长周期复苏：**服务业复苏与油气行业的长周期复苏持续，油气行业资本开支有望继续扩张，中周期资本投入上行与短周期能源短缺共振带动下游需求快速增长，2021H1 三桶油合计资本支出(含勘探开发及炼化)同比增长 24.18%，其中炼化环节合计 435 亿元，同比增长 95.34%，2021-2025 年长输管道规模年均复合增速有望达到 10.76%，核电投资有望持续加速，2021-2025 年核电在运装机容量年均复合增速 6.96%，相关高端产品需求前景向好，为公司业绩改善锦上添花；

### 1.2 聚焦催化因素

**产能落地进度：**预计公司在 2023 年成品管材产能达到 15 万吨，最新数据中高端产品占比为 18%，数量 0.6 万吨，根据公司规划，到 2025 年高端产品有望从 0.6 万吨扩充至 2 万吨以上，重点关注镍基合金油井管的产量释放情况；

**原油价格：**作为油气行业投资的同步指标，国际油价自 2020 年上半年见底复苏至今，油气行业投资也在近两年触底回升，与其他工业基础原料（铜、铝、钢材、煤炭）不断创出历史新高相比，油价目前尚不及历史高点的 60%，关注后续原油价格表现；

**行业政策：**《钢铁行业碳达峰实施方案》及《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》预计在 2021 年底前正式发布，预计利好技术储备充足，高产品附加值钢企，公司估值将有望进一步抬升；

## 2. 专注高端制造，产品构筑坚实护城河

浙江久立特材科技股份有限公司成立于 2004 年，是国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，同时拥有国家认定企业技术中心，是国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业，于 2009 年 12 月在深交所挂牌上市；根据已披露 2021 年中报，公司实控人为周志江，在直接持有 1.8%公司股份的同时，通过久立集团股

份有限公司持有 35.24% 的公司股份；

## 2.1 产销稳步增长，主要下游为油气行业

公司主要业务是工业用不锈钢管及特种合金的管材、管件、法兰、棒材及管道预制件的研发、生产、销售，主营产品拆分为无缝管、焊接管、管件和其他四大类，下游客户为石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造以及航空航天等行业用户；

公司产销规模持续稳定增长，根据年报数据，公司 2020 年钢材产量为 11.35 万吨，同比增长 14.34%，其中包括无缝管 5.11 万吨以及焊接管 6.24 万吨；实现钢材销量 10.88 万吨，比去年增长 14.34%，首次突破 10 万吨，其中包括无缝管 4.96 万吨以及焊接管 5.93 万吨。近十年公司产销平均增速分别为 9.68%、10.02%，产销规模逐年稳步上升，2021 年公司经营目标为实现不锈钢管销量 12.63 万吨，在 2021H1 报告中我们关注到外销比例由去年的 37% 降至 22%，与 2019 年结构相似，由于境外销售产品中焊接管占比较大，预计全年销量中焊接管比重同比略有回落；

表1：主营产品产销情况（万吨）

		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
产量	无缝管	2.33	2.72	3.31	3.28	3.27	3.98	4.31	5.03	4.67	5.11
	焊接管	2.61	2.76	3.22	3.46	3.66	3.4	3.4	4.47	4.78	6.24
销量	无缝管	2.31	2.66	3.36	3.46	3.2	3.93	4.28	5.07	4.72	4.96
	焊接管	2.3	2.82	3.14	3.36	3.53	3.52	3.34	4.51	4.8	5.93
产销率	无缝管	99%	98%	102%	106%	98%	99%	99%	101%	101%	97%
	焊接管	88%	102%	97%	97%	97%	103%	98%	101%	100%	95%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

退税取消政策影响下，公司盈利受到短期冲击，同时驱动公司加速中高端转型，按最新财报，公司 2021 年上半年实现营业收入 29.6 亿元，同比增长 36.6%，实现归母净利润 3.8 亿元，同比增长 48.5%；由于 2021 年 5 月起的出口退税政策调整，上半年公司出口业务规模及盈利受到短时冲击，公司外销占比下降（2019 年为 37%，上半年仅 22% 左右），这也驱动公司加速中高端转型进程，同时这一因素并未改变公司营收快速增长的势头，2016-2020 公司营收与毛利的平均增速分别为 16.41%、23.47%；

图1：公司历年营收与同比增速（亿元）

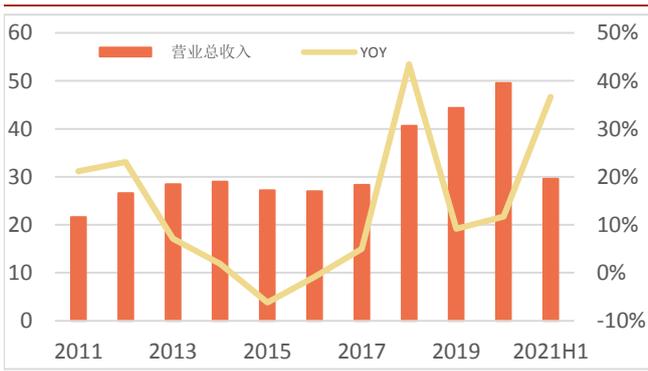


图2：公司历年毛利与同比增速（亿元）

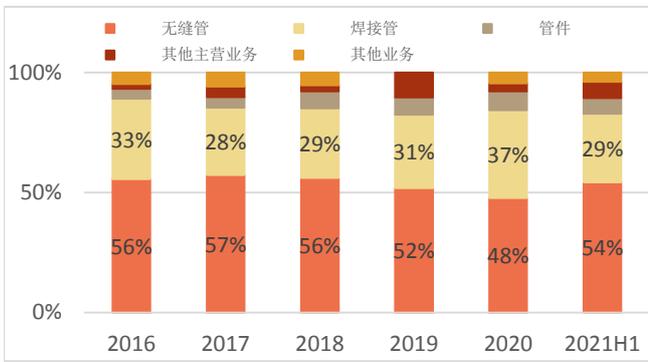


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

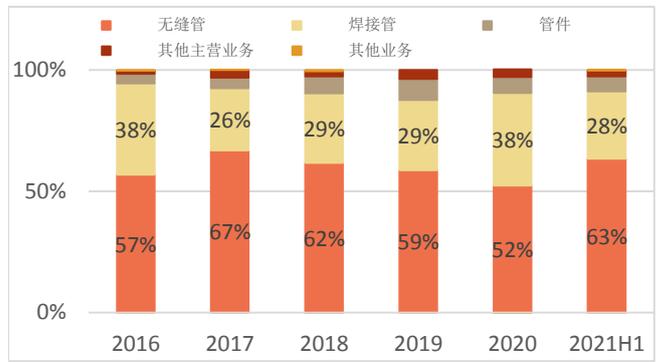
分品种来看, 无缝管业务毛利贡献始终处于 50% 上方, 为公司的营收与毛利的主要来源;

图3: 分品种营业收入比例



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

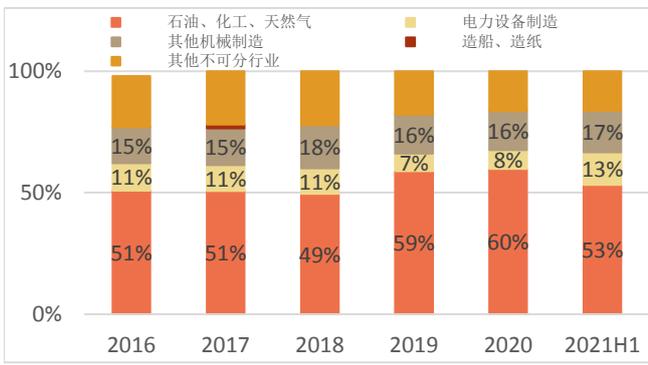
图4: 分品种毛利贡献比例



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

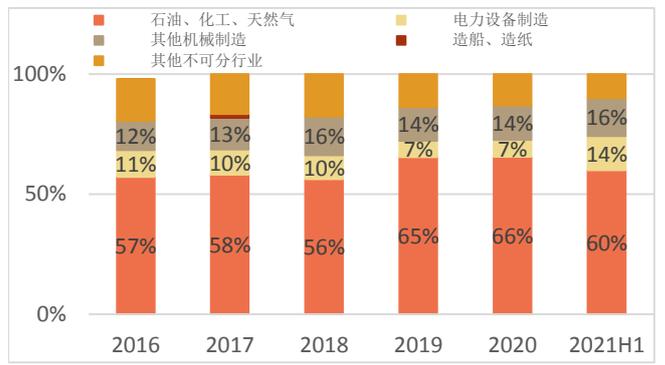
公司产品的主要下游为石化天然气、电力设备制造、机械制造以及其他行业, 最新财报中前三种行业占营收与毛利贡献的比重分别为 83% 与 90%;

图5: 分下游营业收入比例



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图6: 分下游毛利贡献比例

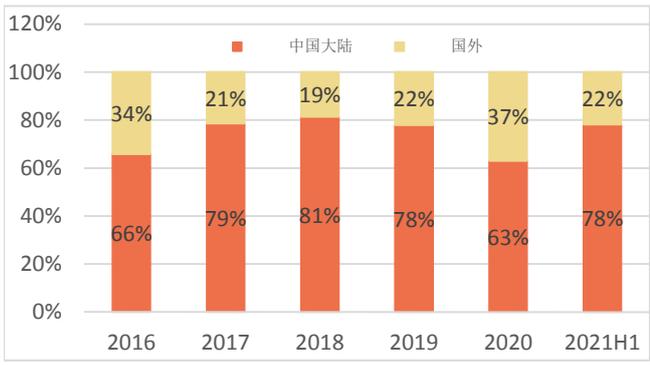


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

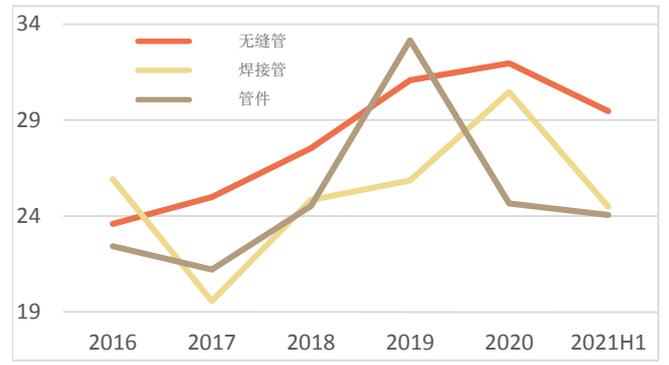
公司产品主要销往国内, 过去十年境外销售在营收中的占比均值为 28%, 从趋势来看, 在 2021 年国内普遍取消钢材品种出口退税后, 境外销售再度回归至 2017 年以来的水平, 并未延续 2020 年焊接管境外销售大增的势头, 退税的影响在毛利率上有所体现, 2021 年上半年无缝管毛利率为 29.46%, 继续维持高位, 焊接管毛利率收缩至 24.49%; 公司在出口退税政策变动后改变销售策略, 产品逐步转向内销, 通过积极措施使得 2021 全年预估销量与毛利维持正常经营水平;

图7: 分地区营业收入比例

图8: 主营产品毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所



资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 2.2 从低端到高端，从红海到蓝海

根据 2021 年半年报，公司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 18%；未来高端产品新增产能将主要体现在湖州久立永兴特种合金材料有限公司，即下表中合金公司；

表2：久立特材主要子公司（亿元）

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入	净利润
久立穿孔	子公司	不锈钢热轧穿孔、金属材料(除稀贵金属及加工材)、不锈钢棒、丝、管、带、板材加工、销售，仪器仪表、通讯设备、自动化设备及配件、建筑用小五金、日用百货销售。	4.56	0.03
天管久立	子公司	原油、天然气、液化天然气管道输送设施用高耐腐蚀复合管的研发、生产、销售、安装及相关技术咨询服务；不锈钢无缝管、不锈钢焊接管销售；货物进出口、技术进出口。	0.04	-0.09
久立上海	子公司	材料、电子、信息技术领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务。金属材料、不锈钢制品、金属管材、水暖器材的销售。	0.09	-0.01
华特钢管	子公司	不锈钢管材的制造、加工，金属材料及制品(除稀贵金属)的批发、零售。货物的进出口。	0.78	0.05
<b>合金公司</b>	<b>子公司</b>	<b>高品质特种合金新材料的研发、生产和销售；货物及技术的进出口。</b>	<b>2.36</b>	<b>0.08</b>
久立投资	子公司	非证券业务的投资管理咨询	0	0
久立天信	子公司	私募股权投资、创业投资、投资管理、资产管理	0	0
宝钛久立	子公司	钛及钛合金焊接管、锆及锆合金焊接管、钛钢复合管的研发、生产、加工、销售、检测、技术开发、技术转让、技术咨询；不锈钢焊接管加工；货物进出口；仓储服务(除危险化学品)。	0.48	-0.03
久立香港	子公司	金属制品的贸易和销售	0.54	0

资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司现有及规划高端产品主要包含核电用材(核三代蒸发器传热管、核四代用管等)、油气高端用材(镍基耐蚀合金油井管)、高温合金以及航空航天用材四大类，具体如下：

- ◆ 核电用材：公司为核电关键部件 690U 型管的国内两家主要供应商之一（另一家为宝银特种钢管有限公司），自 2020 年四代核电用管持续交付以来，公司已经成为高端四代管国内唯一供应商，核电用材的升级带动全公司高端产品占比由 2020 年 16% 提升至 2021H1 的 18%，核四代用材与三代相比，可以实现核废料有效

处理以及达成更高的能量利用效率，后续三代反应堆有望全面配建四代反应堆，随着后期四代材的需求提升及产能配套，高售价与高周转的核电用材有望带动高端产品毛利显著增加；

- ◆ 油气高端用材：公司在建项目“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目”主要产品为镍基合金油井管，公司对应产能有望进一步扩张至 1.3 万吨，油气勘探端全套管材销售规模也将快速拓展，带动高端产品占比提升；

**表3：镍基合金油井管市场情况**

	售价	现有产能	新增产能	国际市场空间
镍基合金油井管	约 20 万元/吨	0.3 万吨/年	1 万吨/年	约 10 万吨/年

资料来源：公司公告，公开资料，申港证券研究所

- ◆ 高温合金与航空航天用材：目前仍在技术储备与推进阶段，尚未形成有效产能，这两部分高端材作为中长期高端化转型的一部分，已纳入公司 2025 年中长期规划；

**图9：核电蒸发器 U 型传热管**



资料来源：公司官网，申港证券研究所

**图10：镍基耐蚀合金油井管**



资料来源：公开资料，申港证券研究所

近年来合金公司持续发力高端产品，2021H1 合金公司实现收入 2.4 亿元，已超出去年一年的收入，由于前期折旧以及市场开拓等原因，2021H1 仅实现净利润 830 万元，按照久立 55% 的股份占比，直接净利润贡献为 457 万元，后续利润有望快速攀升；最新财报显示公司中高端产品数量 0.6 万吨，根据公司规划，到 2025 年高端产品将从 0.6 万吨扩充至 2 万吨以上，产品结构的优化以及品种毛利率的跳跃式上行有望持续改善公司未来的利润表现；

### 2.3 多认证门槛构筑竞争壁垒

工业用不锈钢管制造行业既是技术密集型行业，又是资金密集型行业，随着近年来行业中低端不锈钢管产品同质化竞争日趋激烈，研发新技术、新工艺，不断开发高端新产品、完善和优化产品结构，已经逐渐成为业内企业实现产业升级与提高自身竞争力与盈利能力的必然选择，这一方面要求业内企业需在高附加值的新产品研发方面持续保持较高的投入水平，同时也要求企业为新技术新工艺的研发以及新产品的投产、检测的配备昂贵的试验、生产及检测设备；另外，法律法规明确相关市场准入规定，使得我国工业用不锈钢管制造行业存在一定的市场进入壁垒；

**表4: 钢管相关生产许可证制度**

相关法规	许可证要求
《特种设备安全监察条例》(国务院令 第 373 号) 《关于将石油天然气工业用焊接钢管等 5 类工业产品实行特种设备制造许可证管理的通知》(国质检特【2006】162 号) 《民用核安全设备监督管理条例》(国务院令 第 500 号)	我国对石油天然气工业用焊接钢管、锅炉及压力容器用钢管、民用核安全设备用钢管实行特种设备制造许可证制度
《钛及钛合金加工产品生产许可证实施细则》(全许办【2004】27 号)	我国对钛及钛合金管、换热器及冷凝器用钛及钛合金管的加工生产实行生产许可证制度

资料来源: 招股说明书, 申港证券研究所

公司已通过全球核电和压力容器产品制造的权威性标准—美国 ASME 认证, 是国内不锈钢管制造厂商中取得船级社认证最多、最全的厂商之一: 对于某些应用于高腐蚀、高温、高压环境下的高端工业用不锈钢管, 由于质量要求较高, 很多行业组织对相关供应商开展认证工作, 如锅炉压力容器用材料技术评审认证、核电设备认证、欧盟承压设备指令认证、德国莱茵公司承压设备认证和各国的船级社工厂认证等, 工业用不锈钢管生产企业只有获得上述行业组织的认证后才能向其所在市场区域或其会员供应产品;

**表5: 公司已获得的部分认证证书**

核电和压力容器产品认证	船级社认证	承压设备认证
美国 ASME 认证, 率先获得 ASME “NPT” 证书	中国船级社 (CCS)、德国劳氏船级社 (GL)、挪威船级社 (DNV)、英国劳氏船级社 (LR)、美国船级社 (ABS)、法国船级社 (BV) 等多国船级社工厂认证书	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

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

目前公司优良的产品质量赢得了国内外客户的一致认可, 已成为多家能源、电力、油气知名企业的合格供应商: 国内外知名的能源、电力企业为保障自身供应体系的稳定性与品质, 大多建立了自身独立、系统且严苛的供应商评审或认证机制, 不仅对供应商的质量控制体系、技术力量、工艺装备等情况进行认证, 还要求供应商在员工健康、安全生产、环境保护、社会责任等各方面达到评审要求, 而只有通过上述评审认证的供应商方能进入其物资供应体系, 具备为其提供产品的资格;

**表6: 公司主要客户、应用场景及对应产品**

下游	主要客户	应用介绍
油气开采、传输	中石化、中石油、中海油、阿曼石油开发公司	天然气方面广泛应用于 LNG 船、接收站、地面集输、净化厂、城市管网等天然气供应链; 石油行业大量应用耐腐蚀的镍基合金油井管;
石油化工	中石化、中石油、中海油、英荷壳牌 (Shell)、埃克森美孚 (ExxonMobil)、英国石油 (BP)、巴西石油 (Petrobras)、康菲 (ConocoPhillips) 等	广泛应用于乙烯裂解炉、热交换器、加氢脱硫等装置的镍基合金管道, 应用于炼油的加氢装置的临氢管线;
电力能源	哈尔滨电气集团公司、上海电气集团股份有限公司、中国东方电气集团有限公司、阿尔斯通、B&WBC、通用	广泛应用于火力、水力、光伏等发电设备中的过热管、再热器、高压加热器等部位;

下游	主要客户	应用介绍
	电气、印度巴拉特	
其他制造	拜耳(Bayer)、杜邦(Dupont)	化肥、化纤、造纸、卫生级用管、汽车用管、海水淡化及处理等

资料来源：公司公告，公司官网，申港证券研究所

## 2.4 产能扩张、研发与工艺改进持续增强实力

**公司产能进入高速扩张期：**公司为国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业，现有成品管材产能 12 万吨，在建新增产能 3 万吨左右，到 2023 年底，规划总产能达到 15 万吨左右，进一步巩固行业龙头地位；从项目投向来看，未来新增产能将集中在油气输送用材、核电用材、特殊合金管道以及航空航天四部分，与公司高端材布局方向基本一致，根据公司 10 月 8 日公告，公司可转换公司债券募集资金投资项目之一“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目”主体生产线于近日顺利投入生产，项目利润释放速度有望显著加快；

表7：公司目前在建项目情况

项目名称	产能新增	项目进度	时间节点(含预估)	预期收益规模(预估, 亿元/年)
年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	10000 吨(含镍基合金油井管及核电用管, 不含 U 型管)	80%	2021.10.8 主体生产线投产	1.3
工业自动化与智能制造项目	/	80%	预计 2021 年底完成	0
年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	1000 吨	30%	预计 2021 年底完成	0
年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目	5000 吨(管件二期)	35%	/	0
年产 10000 吨的油气输送特种合金焊接管材项目	10000 吨(传统焊接管)	20%	/	0
合金公司二期项目	/	45%	/	0
合计	2.6 万吨	/		0

资料来源：公司公告，申港证券研究所

**公司研发体系完善，**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 18 项国家标准及 5 项行业标准的制定；

表8：公司参与或主持的国家与行业标准修订或制定

标准类型	标准代号	标准名称	主持/参与	修订/制定	起草时间	发布日期
国家标准	GB/T2102-2006	钢管的验收、包装、标志和质量证明书	参与	修订	2006 年	2006/9/12
国家标准	GB13296-2007	锅炉、热交换器用不锈钢无缝钢管	参与	修订	2006 年	2007/3/9
国家标准	GB/T12771-2008	流体输送用不锈钢焊接钢管	参与	修订	2008 年	2008/5/13
国家标准	GB/T21832-2009	奥氏体-铁素体型双相不锈钢焊接钢管	主持	制定	2008 年	2008/5/13

标准类型	标准代号	标准名称	主持/参与	修订/制定	起草时间	发布日期
		管				
国家标准	GB/T21833-2008	奥氏体-铁素体型双相不锈钢无缝钢	参与	制定	2008年	2008/5/13
		管				
国家标准	GB50468-2009	焊管工艺设计规范	参与	制定	2008年	2008/11/27
国家标准	GB/T24593-2009	锅炉和热交换器用奥氏体不锈钢焊接	主持	制定	2009年	2009/10/30
		钢管				
行业标准	YB/T4223-2010	给水加热器用不锈钢焊接钢管	主持	制定	2010年	2010/11/10
国家标准	GB50754-2012	挤压钢管工程设计规范	参与	制定	2011年	2012/1/21
行业标准	NB/T47019.1-2011	锅炉、热交换器用管订货技术条件第1部分:通则	参与	制定	2011年	2011/7/1
行业标准	NB/T47019.3-2011	锅炉、热交换器用管订货技术条件第3部分;规定高温性能的非合金钢和合金钢	参与	制定	2011年	2011/7/1
行业标准	NB/T47019.5-2011	锅炉、热交换器用管订货技术条件第5部分:不锈钢	参与	制定	2011年	2011/7/1
国家标准	GB/T12770-2012	机械结构用不锈钢焊接钢管	参与	修订	2011年	2012/11/5
国家标准	GB13296-2013	锅炉、热交换器用不锈钢无缝钢管	主持	修订	2011年	2013/9/8
国家标准	GB/T30059-2013	热交换器用耐蚀合金无缝管	参与	制定	2012年	2013/12/17
国家标准	GB30813-2014	核电站用奥氏体不锈钢焊接钢管	主持	制定	2012年	2014/6/24
国家标准	GB/T30073-2013	核电站热交换器用奥氏体不锈钢无缝	参与	制定	2012年	2013/12/17
		钢管				
国家标准	GB24512.3-2014	核电站用无缝钢管第3部分:不锈钢	参与	制定	2012年	2014/6/24
		无缝钢管				
国家标准	GB/T30062-2013	钢管术语	参与	制定	2012年	2013/12/17
国家标准	GB/T31928-2015	船舶用不锈钢无缝钢管	主持	制定	2013年	2015/9/11
国家标准	GB/T31929-2015	船舶用不锈钢焊接钢管	主持	制定	2013年	2015/9/11
行业标准	NB/T20007.32-2015	压水堆核电厂用不锈钢第32部分:安全壳用 022Cr19Ni10 不锈钢无缝	参与	制定	2013年	2015/4/2
		钢管				
国家标准	GB/T15260-2016	金属和合金的腐蚀镍合金晶间腐蚀试验方法	参与	修订	2014年	2016/8/29
国家标准	GB/T31940-2015	流体输送用双金属复合耐腐蚀钢管	参与	制定	2014年	2015/9/11
国家标准	GB/T33167-2016	石油化工加氢装置工业炉用不锈钢无	参与	制定	2015年	2016/10/13
		缝钢管				
国家标准	GB/T32964-2016	液化天然气用不锈钢焊接钢管	参与	制定	2015年	2016/8/29

资料来源:公司公告,世界金属导报,申港证券研究所

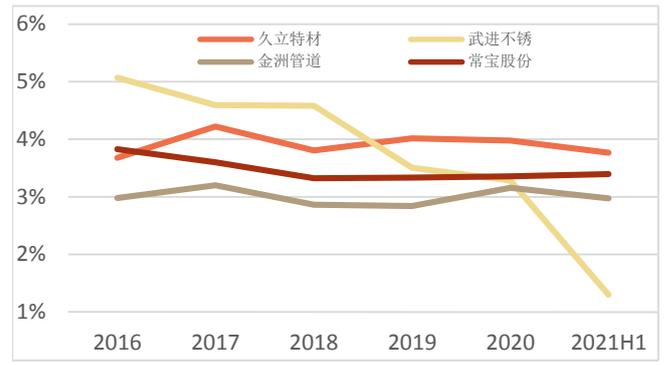
公司研发支出在营收中占比显著高于可比公司武进不锈,也显著高于钢铁板块另外两家钢管企业常宝股份与金洲管道;截至2021H1,公司研究院拥有享受国务院津贴专家3人、行业领军人才5人,博士10名,研发人员377人,有效授权专利114项;2021H1公司研发费用达到1.11亿元,同比增长29.85%;

图11: 公司研发支出与同比增速情况(万元)

图12: 可比公司研发支出占营收比例



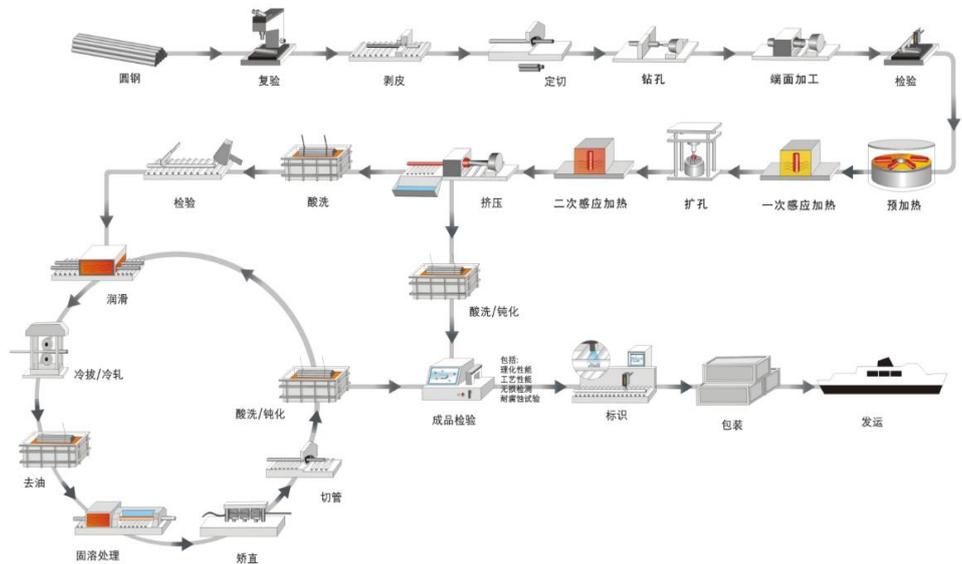
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

国内拥有挤压工艺的规模企业仅有久立、宝钢, 其余 2-3 家拥有技术但均未形成有效产能, 先进的装备和工艺提高了原材料成材率和产品品质;

图13: 不锈钢无缝管 (挤压工艺) 生产流程示意图



资料来源: 公司可转债募集说明书, 申港证券研究所

### 3. 业务模式稳定, 管理效率不断提升

#### 3.1 以销定产+成本加成, 业务模式确保利润稳定扩张

公司原料的主要供应商为太钢不锈、永兴材料、宝钢、抚顺特钢等企业, 视产品不同其原料采购模式有所区别: 焊接管所需的不锈钢平板和卷板等板材以跟钢厂签订战略合作协议直接采购与从不锈钢市场现货采购相结合, 主要供应商为太钢不锈; 对无缝管所需的原材料不锈钢圆钢须向供应商提前定制, 故对不锈钢圆钢设定了一定的安全库存, 其主要供应商为永兴材料;

为确保公司原料供应相对平稳, 公司自 2019 年起战略性参股永兴材料, 截至 2021H1 公司共持有永兴材料的股份比例为 8.87%, 2020 年报中永兴材料为公司第三大原料供应商, 采购金额为 3.79 亿, 占比 9.52%, 2021 年半年报中公司披露上半年自联营企业永兴材料采购货物、加工费、公辅设施分摊共计 2.25 亿元, 占比 9.66%, 较去年同期增 15.38%;

**表9: 永兴材料 2021H1 与公司关联交易内容**

关联交易方	关联关系	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易金额 (万元)	占同类交易金额的比例
永兴材料	本公司的 联营企业	采购货物、加工费、 公辅设施分摊	市场价	22,506.37	9.66%

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

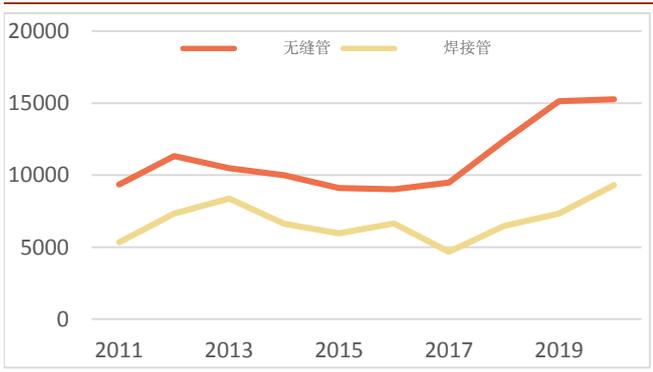
公司采取“以销定产、适度库存”的生产组织方式, 销售采取直销与经销相结合的方式, 定价方式为成本加成, 主要赚取加工费, 处于产业链的中段位置。销售中直销约占全部销售的 90%左右, 客户主要为石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造等行业用户, 经销则约占全部销售的 10%左右;

**表10: 公司生产与销售模式**

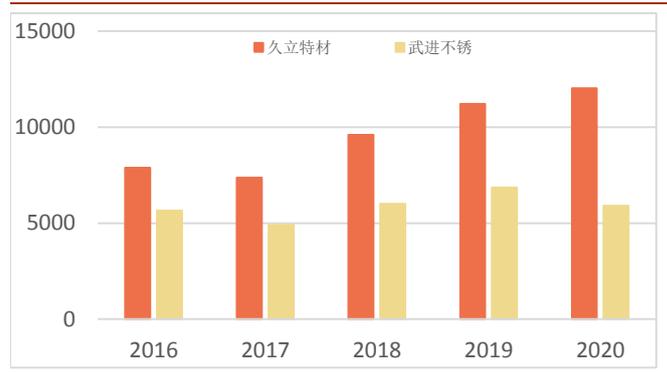
以销定产, 适度库存	统一销售, 成本加成
销售部门与客户签订销售合同, 并根据销售合同制定生产计划单提交生产部门;	控股子公司将大部分的成品、半成品先行销售给股份公司, 由股份公司按照市场价格统一对外销售;
生产部门根据生产计划单并结合产品的特性、生产周期、用料情况, 下达到生产车间组织生产;	股份公司通常于订单确认后锁定相应原材料的价格, 以原材料采购成本和加工费作为定价基础, 同时将综合考虑原材料价格、在手订单数量、生产能力及市场供需等因素后对产品价格进行动态调整
生产部门每月按生产车间产量、综合成材率、合同交货率、生产成本、工资、安全生产、现场管理等相关指标对其进行统一考核;	

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司吨钢加工费自 2016 年起持续回升, 受益于上述生产以及销售模式的配合, 公司产品销售以及利润实现受原料端以及成品端价格波动周期的影响较小, 加上技术处于领先地位, 公司对上下游的议价能力进一步增强, 与可比公司武进不锈相比处于绝对领先地位, 2020 年公司无缝管每吨加工费用为 1.53 万元, 同比增 0.78%, 焊接管吨加工费用为 0.93 万元, 同比增 26.92%, 均处于历史最佳水平, 同期武进不锈无缝管每吨加工费用为 0.7 万元, 同比降 14.29%, 焊接管吨加工费用为 0.46 万元, 同比增 0.76%;

**图14: 公司分品种加工费 (元/吨)**


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

**图15: 可比公司管材加工费 (元/吨)**


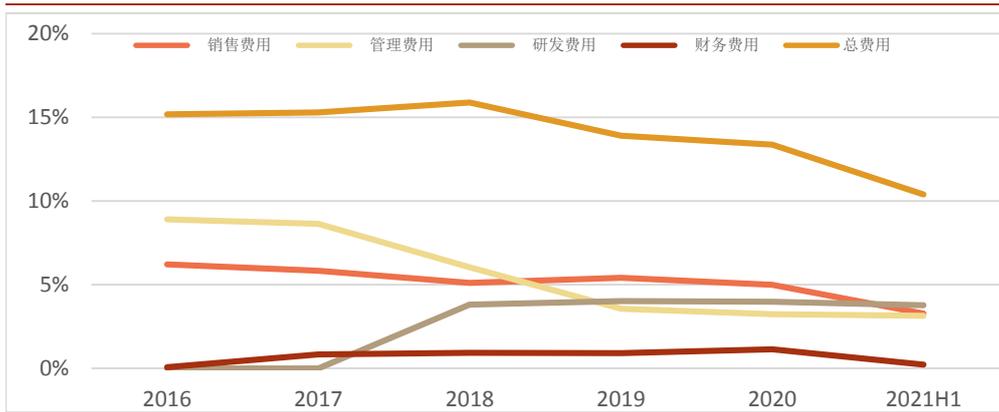
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

### 3.2 负债降低+阿米巴经营, 过程费控表现出色

公司过程费控表现出色, 在销售规模扩张、研发费用增加的背景下, 四项费用占营业收入比例仍稳中有降, 2021H1 四项费用占比降至 10.39%, 为近十年以来最低水平:

- ◆ 根据 2021H1 报告,公司财务费用同比转负,主因为 2021 年公司顺利完成了 2017 年公开发行的可转债赎回和摘牌工作,公司总股本因转股累计增加 135,664,788 股,总体增强了公司资本实力,报表中公司有息负债规模持续下行,主要得益于公司效益持续改善,借款规模显著下降;
- ◆ 得益于“阿米巴经营”经营管理模式,公司管理费用逐年下行:阿米巴经营是指将组织分成小的集团,通过与市场直接联系的独立核算制进行运营,培养具有管理意识的领导,让全体员工参与经营管理,从而实现“全员参与”的经营方式;公司各生产单位执行该模式,从各区域班组每月成本利润预算分析,到辅料消耗量化数据化管理,公司全面经营意识和成本管控得到改善;

图16: 四项费用占营业收入比重



资料来源:公司公告,申港证券研究所

另外,公司股份回购方案已在报告期内启动实施,自 2021 年 1 月 14 日首次回购至 2021 年 9 月 30 日,已通过回购专用证券账户在二级市场累计回购股份 16,800,065 股,占公司总股本的 1.72%,该部分股票后续将用于实施公司股权激励计划或员工持股计划,维护公司市值稳定与全体股东利益。

## 4. 行业格局清晰,竞争优势明显

### 4.1 公司在国内市场存在显著竞争优势

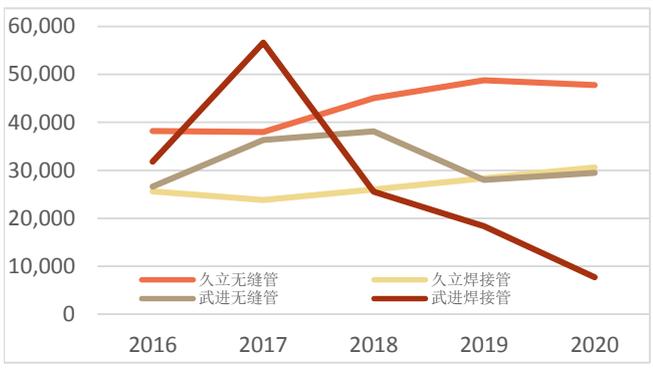
当前工业共不锈钢管市场规模或增至 120 万吨附近,公司仍然是国内行业绝对龙头,国内工业用不锈钢管市场较为分散,最新的公开数据为公司在 2017 年发行可转债时主导的调研,根据这一结果,2016 年国内工业用不锈钢管市占率前五分别为久立特材 (8.78%)、武进不锈 (6.89%)、江苏银环 (5.33%)、华迪钢业 (5.2%) 和泰朗管业 (4.23%),工业用不锈钢管市场规模在 85 万吨左右,CR5 为 30.43%,较为分散,同时国内产品多集中在技术含量低、利润空间小的中小口径不锈钢管,竞争激烈,但久立特材专注于生产高端工业用管以及进口替代产品,其产销与利润得以实现持续增长;

公司在市场上具有全面竞争优势,武进不锈与公司在产品分类、下游需求方以及销售模式上有诸多相似之处,可以作为对比公司进行分析,同时纳入钢铁板块另外两家钢管企业常宝股份与金洲管道进行对照:

- ◆ 久立特材具有更高的产品售价与更强的成本控制能力,2020 年公司无缝管与焊

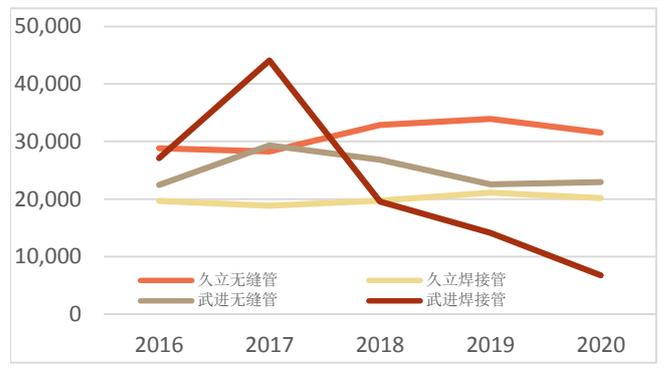
接管平均售价分别为 4.78 万元/吨与 3.06 万元/吨，而武进不锈同期无缝管与焊接管的平均售价分别为 2.95 万元/吨与 0.77 万元/吨；售价与成本结合来看，公司 2016-2020 年单吨数据均相对平稳，同时成本稳中有降，而同期武进不锈单吨数据则随周期大幅波动；

图17: 两公司分品种单吨售价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

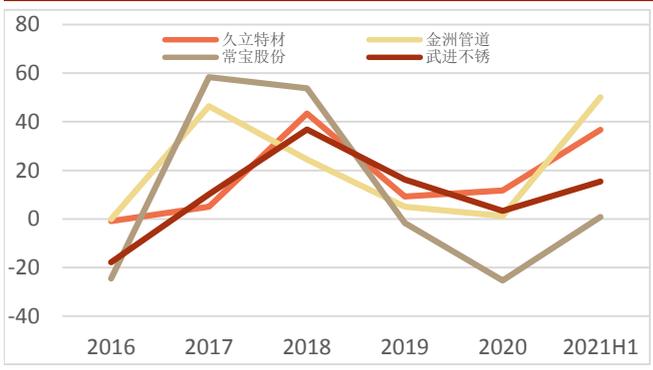
图18: 两公司分品种单吨成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

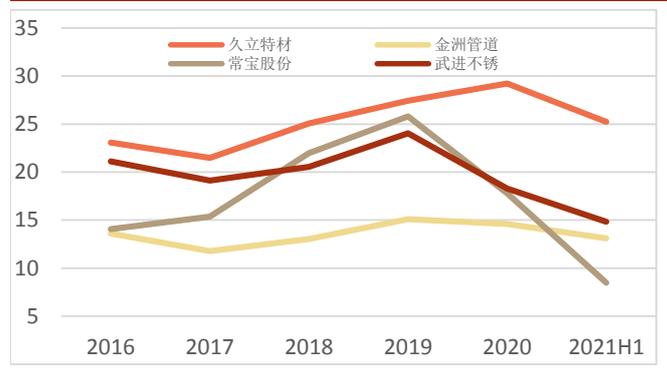
- ◆ 久立特材在营收增速、毛利率、期间费用率与净利率水平均大幅领先，特别是经历了疫情冲击以及出口退税冲击后，两公司的经营表现显著分化；久立特材具有更好的盈利能力，2021H1 公司净资产收益率（摊薄）为 8.03%，同期武进不锈仅为 4.17%；

图19: 可比公司营收增速



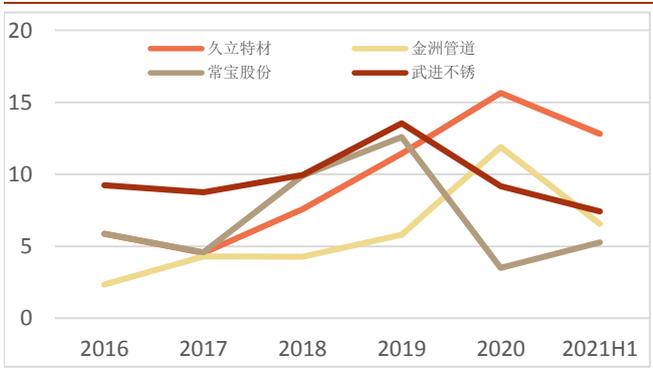
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图20: 可比公司毛利率



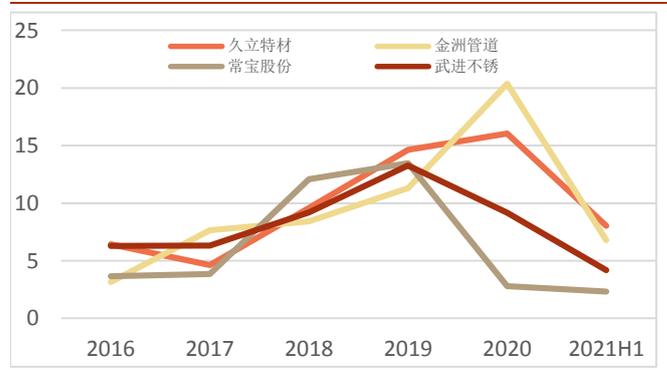
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图21: 可比公司净利率



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

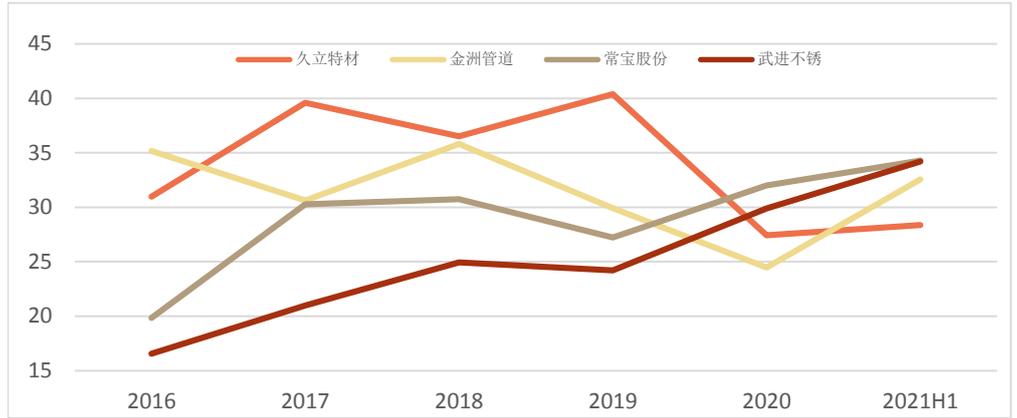
图22: 可比公司净 ROE (摊薄)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 久立特材资产结构更优，在可转债久立转 2 赎回摘牌工作完成后，公司资产负债率大幅下降，根据 2021H1 报告数据，公司最新资产负债率为 28.37%，环比 Q1 数据略有回升，但仍显著低于行业可比公司；

图23: 可比公司资产负债率

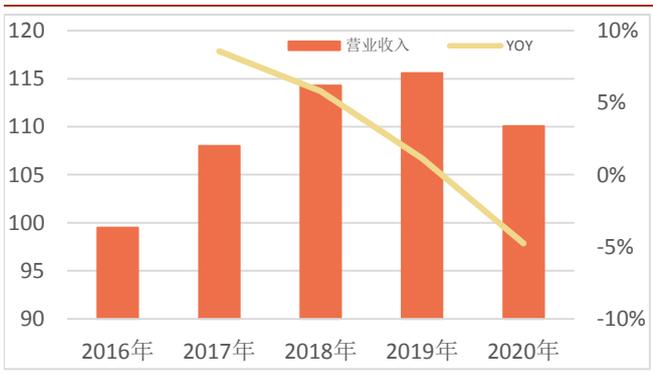


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

## 4.2 公司产品高端化仍有较大市场空间

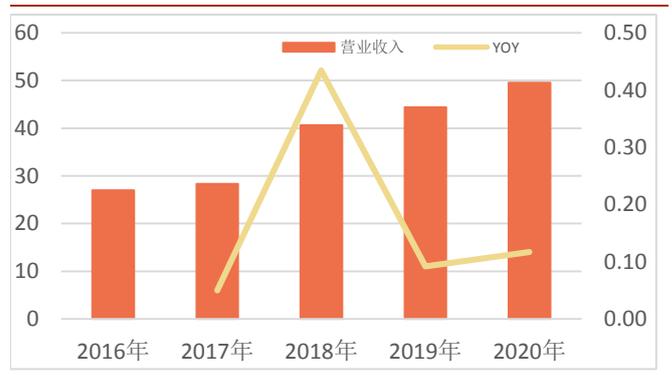
与全球工业用不锈钢管主流供应商相比, 公司市场规模与整体营收表现仍不及海外巨头, 以行业龙头瑞典百年企业 Sandvik 为例, 2019、2020 年 SANDVIK MATERIALS TECHNOLOGY 实现营业收入 116 亿、110 亿, 同期公司营收规模仅为 44 亿、50 亿, 鉴于公司继续大力扩大研发支出, 投资高端产线, 未来公司仍有较大发展空间, 以油气用镍基合金套管为例, 在建产线投产后年产能将达到 1.3 万吨, 在对应品种的全球市场规模在 9-10 万吨之间, 细分空间占比有望提升至 10% 左右; 同时值得注意的是, 受益于国内疫情控制措施带来的良好环境, 以及高端产品比例的提升, 公司近两年来实现了营收稳定的增长;

图24: SANDVIK MATERIALS 营收增速 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

图25: 久立特材营收与增速 (亿元)



资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

## 5. 油气复苏锦上添花, 核电发展进一步打开业绩空间

### 5.1 油气投资周期持续复苏

油气投资与油价仍有望持续复苏, 公司主要下游需求为油气行业, 受后疫情时期需求逐步恢复的支撑, 今年以来油价持续走强, 截至 10 月 19 日, 美油主力合约收盘价为 82.46 美元/桶, 较年初上涨 70.24%, 与铜、煤炭等大宗工业原材料不断创出历史新高相比, 油价整体复苏力度相对偏弱, 这与海外疫情反复使得服务业复苏缓慢有一定关系, 随着后续疫苗普及和药物研发加快, 经济复苏、需求修复仍将主导

油气行业景气提升；

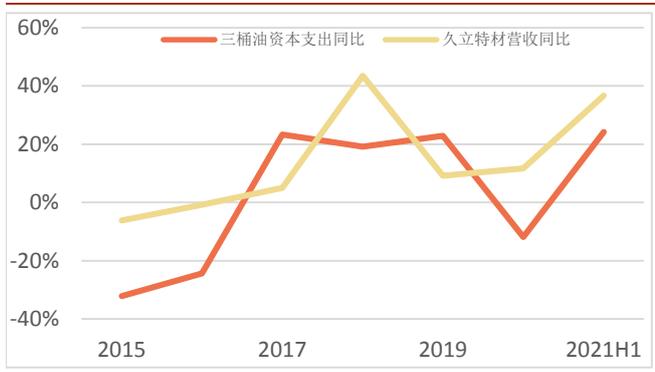
与油价同步，国内三桶油资本支出在 2021 年显著复苏，根据已披露的 2021 年中报，三桶油合计资本支出（含勘探开发及炼化）为 1489 亿元，同比增长 24.18%，其中炼化环节合计 435 亿元，同比增长 95.34%；

表11：三桶油勘探、开发、炼油及化工资本支出与同比增速（亿元）

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
勘探、开发环节	2784	2112	2431	3004	3704	3204	1054
YOY	-31.66%	-24.15%	15.1%	23.58%	23.33%	-13.5%	7.96%
炼化环节	485	360	618	628	756	727	435
YOY	-35.15%	-25.67%	71.48%	1.56%	20.49%	-3.83%	95.34%
合计	3269	2472	3049	3631	4461	3932	1489
YOY	-32.2%	-24.37%	23.32%	19.11%	22.84%	-11.86%	24.18%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

图26：三桶油资本支出同比增速与公司营收同比增速



资料来源：公司公告，申港证券研究所

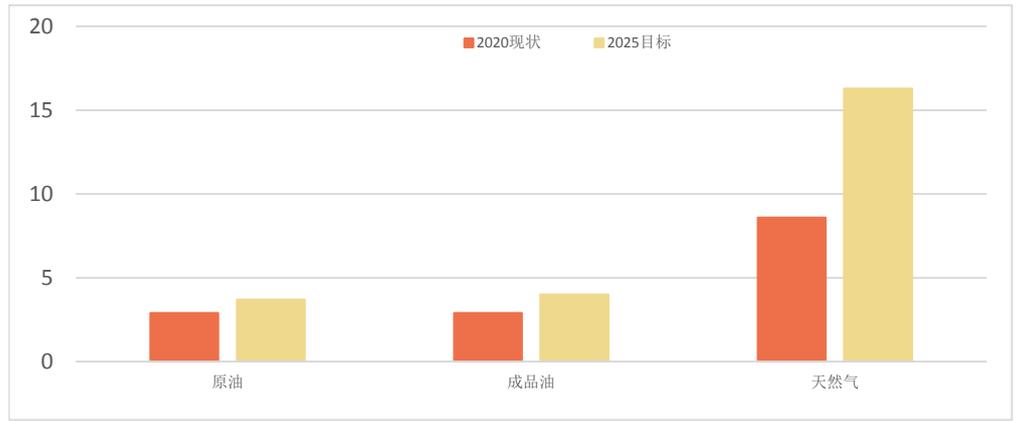
图27：三桶油资本支出与布伦特油价（含预测值，美元/桶）



资料来源：公司公告，Wind，申港证券研究所

油气管道建设前景广阔，根据发改委 2017 年发布的《中长期油气管网规划》文件，2020 年油气长输管道规模目标为 16.9 万公里（其中原油 3.2 万公里、成品油 3.3 万公里、天然气 10.4 万公里），2025 年油气长输管道规模目标为 24 万公里（其中原油 3.7 万公里、成品油 4 万公里、天然气 16.3 万公里），事实上 2020 年我国共完成 14.4 万公里的长输管道建设（其中原油 2.9 万公里、成品油 2.9 万公里、天然气 8.6 万公里），以此为起点，按照 2025 年目标测算，未来长输管道规模年均复合增速有望达到 10.76%；

图28：国家油气管网规划目标



资料来源：发改委，国家管网公司，申港证券研究所

## 5.2 核电投资有望持续发力

未来核电站反应堆将在三代核电技术基础上增加配备四代技术支持，自 1954 年前苏联成功建成全球首座核电站—奥布涅斯克实验性核电站起，60 多年来，其技术历经三代，在安全性与经济性方面不断升级，被视为最清洁的能源之一，目前全球大部分核电机组采用三代核电技术，包括美国西屋 AP1000、法国阿海珐 EPR 等；我国在二代 M310、三代 AP1000 的基础上，充分吸收先进技术并积极创新，研制出具有完全自主知识产权的华龙一号和 CAP1400，目前我国广泛开展第四代核能系统的研发与推广；

表 12：核电站反应堆代际区别

代际	起步时间	技术进展	堆型与型号
第一代	20 世纪 50-60 年代	通过一系列实验性原型核电站的建设，证明核电在技术上的可行性。	1954 年前苏联 5MW 奥布涅斯克实验性核电站； 1956 年英国卡德霍尔石墨气冷堆原型核电站； 1957 年美国希平港压水堆原型核电站； 1960 年美国德累斯顿沸水堆原型核电站； 1962 年加拿大 CANDU 重水堆原型核电站。
第二代	20 世纪 70 年代-21 世纪初	上世纪 70 年代至现在正在运行的大部分商业核电站，证明核电在经济上的可行性。	压水堆 (PWRs)； 沸水堆 (BWRs)； 重水堆 (CANDU 型)。
第三代	21 世纪初至今	根据《美国用户要求文件 (URD)》与《欧洲用户要求文件 (EUR)》，对新建核电站的安全性、经济性与先进性提出更高要求。	美国西屋 AP1000、法国阿海珐 EPR、美国通用 ESBWR、美国通用 ABWR、日本三菱 APWR、韩国电力 APR1400。
第四代	21 世纪中后期	目前处于概念设计与研发阶段，一般指反应堆和燃料循环方面有重大创新的核电站，其安全性与经济性更优、废物量极少、无需厂外应急、具有防核扩散能力。	超临界水冷堆、极高温气冷堆、带燃料循环的钠冷快堆、气冷快堆、铅冷快堆、熔盐堆。

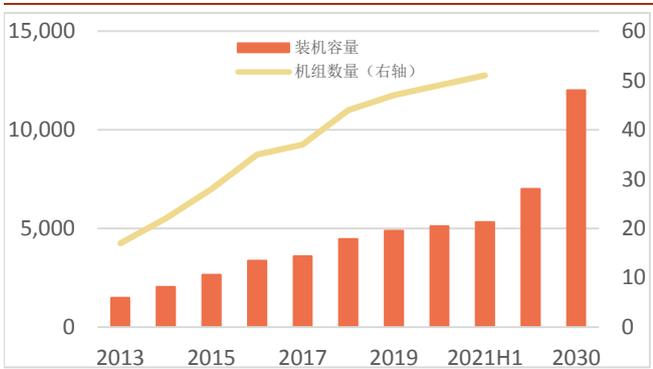
资料来源：《第三代核电 AP1000 先进技术与我国核电自主化》，申港证券研究所

核电行业在经历了 2011 年日本福岛核事故短暂的沉寂后，受益于核电技术的升级以及全球对于清洁能源的渴望，催化剂效应正不断助力行业重回发展快速通道，根据世界核协会数据，截至 2021 年 9 月 1 日，全球共有在运核电机组 443 台，总装

机容量超过 394GW，在 2021 年前 8 个月内，尽管美国印第安角 3 号和中国台湾地区国圣 1 号两台机组永久停运，但是包括印度格格拉帕尔 3 号、巴基斯坦卡拉奇 3 号、以及中国田湾 6 号和红岩洋河 5 号在内的 4 台新机组已实现并网发电；此外，共有 7 台机组正式启动建设，包括土耳其阿库尤 3 号、俄罗斯首座铅冷快堆 BREST-OD-300、印度库坦库拉姆 5 号、以及 4 台中国机组（田湾 7 号、徐大堡 3 号、昌江小堆示范工程和昌江 3 号机组）的建设工作已经启动；

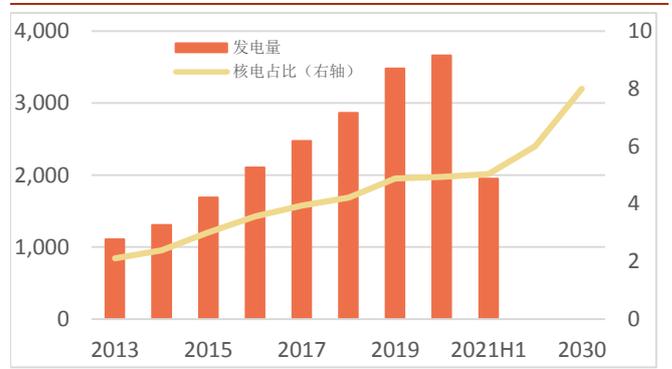
我国核电投资有望进入快车道，2019 年我国重启核电项目批复以来，已经陆续核准漳州和太平岭核电项目、海南昌江核电二期、浙江三澳核电一期、江苏田湾核电及辽宁红沿河核电共 11 台机组建设；截至 2021 年 6 月，我国共运行核电机组 51 台，装机容量约 5327 万千瓦，根据“十四五”规划要求，预计到 2025 年，我国核电在运装机 7000 万千瓦以上，在建约 5000 万千瓦，到 2030 年，我国核电在运装机容量有望达到 1.2 亿千瓦，发电量占比提升至 8%；

图29：核电规划装机容量（万千瓦）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图30：核电规划发电量占比（万千瓦）



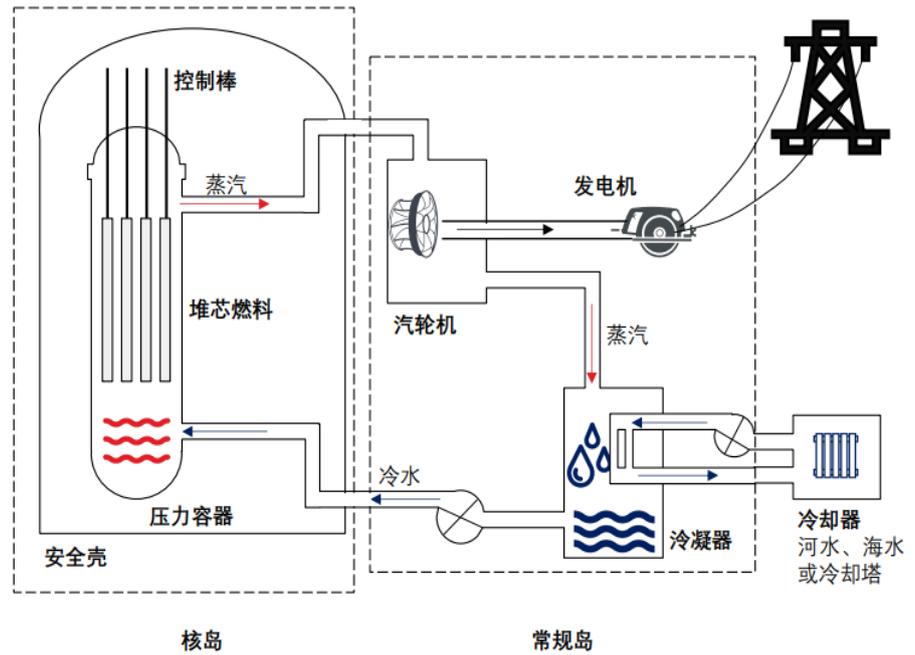
资料来源：Wind，申港证券研究所

核电成为碳中和政策下的重要选择，作为低碳能源，核能具有能量密度大、基荷电力稳定、单机容量大、占地规模小、长期运行成本低、核燃料易于储备、可有效提高能源自给率等优势，在占地面积相同的情况下风电与光伏单个发电站容量仅为 3-10 万千瓦，单个核电站装机容量可达 100 万千瓦，同时风电与光伏成本分别为 52.9 元/万千瓦时与 86 元/万千瓦时，而核电成本远低于风电光伏仅为 39.5 元/万千瓦时；根据公开资料，每台“华龙一号”机组装机容量 116 万千瓦，每年清洁发电近 100 亿千瓦时，能够满足中等发达国家 100 万人口的生产生活年度用电需求，同时相当于减少标准煤消耗 312 万吨，减少二氧化碳排放 816 万吨；

公司核电产品丰富，核三代及核四代用管成为未来利润发力点，核电设备分为核岛、常规岛、BOP（其他辅助设备）：

- ◆ 核岛是整个核电站的核心，负责将核能转化为热能，其主管道连接反应堆压力容器和蒸汽发生器，为特厚壁承压管道，对应公司产品包括 U 型蒸发器传热管、C 型传热管等；
- ◆ 常规岛利用蒸汽推动汽轮机带动发动机发电，其管道主要负责运送饱和蒸汽和给水作业，对应公司产品包括 TP439 焊接钢管等；
- ◆ 辅助系统（BOP）主要包括数字化控制系统、暖通系统、空冷设备与装卸料机，用于保障核电站平稳运行；

图31：通用核电站工作流程图



资料来源：头豹研究院，申港证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

基于下列主要假设条件，对公司主要产品销量、单价、毛利的预测如下：

### 无缝管业务方面：

- ◆ 在建项目中，无缝管新建产能集中在高端产品，随着十月“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目”主体产线投产，公司镍基合金油井管新增 1 万吨产能有望逐步释放，2021 年公司经营目标为实现不锈钢管销量 12.63 万吨，在 2021H1 报告中我们关注到外销比例由去年的 37% 降至 22%，与 2019 年结构一致，由于境外销售产品中焊接管占比较大，预计全年销量中焊接管比重同比略有回落，我们根据 2019 年成品管材销售比例进行估算，预计 2021 年无缝管销量为 6.26 万吨，我们预计在出口退税政策变动后，公司将更多产品销售回流至国内，未来三年与 2021 年产品竞争环境基本一致，结合新增产能释放进度，给予 2021、2022、2023 年无缝管销量预估分别为 6.26 万吨、6.51 万吨、6.64 万吨；

表13：公司境内外销售比例情况

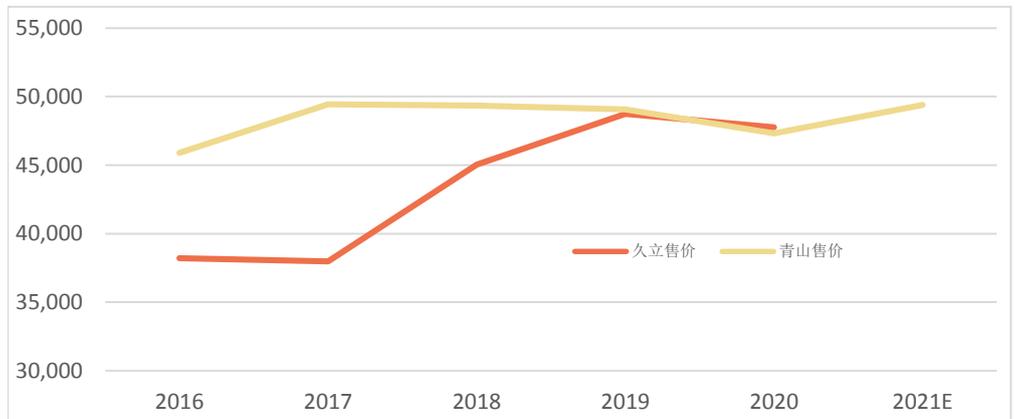
	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
中国大陆	66%	79%	81%	78%	63%	78%
国外	34%	21%	19%	22%	37%	22%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

- ◆ 回顾历年公司与青山集团不锈钢无缝钢管的均价走势，2017-2019 年公司售价显著高于青山售价，在 2020 年经历疫情冲击过程中，公司无缝管售价降幅仍小于青山售价，2021 年不锈钢整体售价持续上涨，截至 10 月 19 日青山集团 316L 不

锈钢无缝管各型号均价同比 2020 年全年均价上涨 4.38%，考虑到公司议价能力较强以及产品高端化进程持续，保守预估 2021 年无缝管整体均价同比上涨 4%，后续产线革新与镍基合金产品附加值的提升将持续，下游需求也有望保持旺盛状态，给予 2022-2023 年各 5% 的价格涨幅；

图32：公司无缝管均价与青山无缝管均价对比（数据截至 2021.10.19，元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- ◆ 相对于自铁矿开始的长流程不锈钢生产企业，公司处于行业中游的加工端，受原料价格及需求周期波动影响不明显，毛利率主要取决于公司产品的附加值以及议价能力，其毛利率相对稳定，生产原料主要为不锈钢圆钢，截至 10 月 19 日，上海地区 321 不锈圆钢均价较 2020 年均价上涨 4.28%，幅度与成品管材售价增幅基本相当，考虑到产品回流国内以及新上产线成本因素，预计公司 2021-2023 年无缝管产品成本增幅分别为 8%、1%、1%；最新公布的 2020、2021H1 无缝管产品毛利分别为 32%、29%，随着产品高端化的持续，预计公司 2021-2023 年无缝管产品毛利分别为 29%、32%、35%；

#### 焊接管业务方面：

- ◆ 根据公司披露的在建项目情况，在建的“年产 10000 吨的油气输送特种合金焊接管材项目”有望释放出 1 万吨的传统焊接管产能；如上文所述，我们根据 2019 年成品管材销售比例进行估算，预计 2021 年焊接管销量为 6.37 万吨，结合新增产能释放进度，给予 2021、2022、2023 年焊接管销量预估分别为 6.37 万吨、6.85 万吨、7.1 万吨；
- ◆ 2021 年不锈钢整体售价持续上涨，同时公司焊接管高端化进程显著加速，产品售价与加工费和市场上普遍的管材价格差异较大，公司 2018-2020 年焊接管售价增速分别为 9.31%、8.95%、7.74%，保守预估 2021 年不锈钢焊接管整体均价同比上涨 4%，考虑到后续产线革新与产品附加值的提升将持续，给予 2022-2023 年各 3% 的价格涨幅；
- ◆ 公司毛利率主要取决于公司产品的附加值以及议价能力，考虑到产品回流国内以及新上产线成本因素，预计公司 2021-2023 年无缝管产品成本增幅分别为 8%、1%、1%，最新公布的 2020、2021H1 焊接管产品毛利分别为 30%、24%，预计随着焊管回流国内市场以及高端产量的释放，其毛利将重回上行通道，预计公司 2021-2023 年焊接管产品毛利分别为 28%、29%、31%；

**表14: 公司业务拆分与盈利预测**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营收 (百万元)	<b>4,063.06</b>	<b>4,436.86</b>	<b>4,955.25</b>	<b>5,946.79</b>	<b>6,483.86</b>	<b>6,901.22</b>
营收增长率		<b>9.2%</b>	<b>11.7%</b>	<b>20%</b>	<b>9%</b>	<b>6.4%</b>
其中, 无缝管	2,283.4	2,300.43	2,368.62	3,109	3,395.03	3,636.07
其中, 焊接管	1,174.62	1,362.03	1,812.94	2,025.36	2,242.58	2,396.47
成本 (百万元)	<b>3,044.77</b>	<b>3,219.24</b>	<b>3,507.61</b>	<b>4,309.14</b>	<b>4,582.68</b>	<b>4,757.66</b>
成本增长率		5.7%	9%	22.9%	6.3%	3.8%
其中, 无缝管	1,654.74	1,585.61	1,611.62	2,196.75	2,307.46	2,377.15
其中, 焊接管	882.99	1,009.87	1,260.74	1,462.63	1,588.05	1,664.08
毛利润 (百万元)	<b>1,018.28</b>	<b>1,217.63</b>	<b>1,447.64</b>	<b>1,637.65</b>	<b>1,901.18</b>	<b>2,143.56</b>
毛利增长率		19.6%	18.9%	13.1%	16.1%	12.7%
其中, 无缝管	628.66	714.82	757	912.25	1,087.56	1,258.93
其中, 焊接管	291.63	352.16	552.2	562.72	654.52	732.39
毛利率 (%)	<b>25.1%</b>	<b>27.4%</b>	<b>29.2%</b>	<b>27.5%</b>	<b>29.3%</b>	<b>31.1%</b>
其中, 无缝管	27.53%	31.07%	31.96%	29.34%	32.03%	34.62%
其中, 焊接管	24.83%	25.86%	30.46%	27.78%	29.19%	30.56%

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

我们使用相对估值法对公司合理价值进行预估: 公司主营产品为高端不锈钢管及管件, 其售价与附加值均高于传统不锈钢管表现, 与特钢加工企业更为相似, 从产品类型与加工方式进行综合考虑, 选取武进不锈、中信特钢、广大特材三家企业作为对比, 上述三家企业 WIND 一致性预期 PE 均值 18.2 倍, 由于公司产品逐步高端化, 且持有永兴材料 (云母提锂龙头) 8.87% 的股份, 我们给予公司 2021 年 20 倍左右的偏高估值水平;

**表15: 可比公司估值表 (截至 2021 年 10 月 19 日)**

证券代码	证券简称	参考总市值 (亿元)	一致性预期 PE			一致性预期 EPS		
			2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2020 年	2021 年 E	2022 年 E
603878.SH	武进不锈	27.01	13.9	12.8	11.6	0.55	0.53	0.58
000708.SZ	中信特钢	1055.86	18.3	12.6	11.4	1.19	1.66	1.83
688186.SH	广大特材	100.11	34.5	29.2	16.1	0.81	1.60	2.90
<b>002318.SZ</b>	<b>久立特材</b>	<b>134.56</b>	<b>13.6</b>	<b>16.7</b>	<b>14.8</b>	<b>0.79</b>	<b>0.89</b>	<b>1.00</b>

资料来源: Wind, 申港证券研究所

预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 8.5 亿/10.4 亿/12.5 亿, 对应 EPS 为 0.87/1.06/1.28 元, 结合上述估值水平, 公司 2021 年目标市值合计为 169.6 亿元, 目标价为 17.36 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

限电政策可能导致产量释放受限, 退税政策变动可能导致产销结构转型成本增加, 不锈钢管价格涨幅不及预期;

表16: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
营业收入	4437	4955	5947	6484	6901	流动资产合计	3322	3846	4515	4808	5097		
营业成本	3219	3508	4309	4583	4758	货币资金	584	1243	1492	1627	1812		
营业税金及附加	26	24	29	32	34	应收账款	710	520	624	681	724		
营业费用	240	248	238	259	276	其他应收款	0	0	0	0	0		
管理费用	158	161	186	203	216	预付款项	113	103	91	78	65		
研发费用	178	197	224	244	260	存货	1138	1386	1702	1810	1879		
财务费用	40	57	19	27	6	其他流动资产	61	294	294	294	294		
资产减值损失	-20.95	-30.65	-34.99	-28.86	-31.50	非流动资产合计	2657	2974	2873	2767	2662		
公允价值变动收益	5.84	32.45	11.80	16.70	20.32	长期股权投资	561	591	591	591	591		
投资净收益	6.06	63.09	77.10	94.22	115.13	固定资产	1417.88	1510.54	1719.15	1778.36	1764.56		
营业利润	591	904	993	1216	1459	无形资产	213	253	228	205	185		
营业外收入	2.14	0.93	1.64	1.57	1.38	商誉	2	2	2	2	2		
营业外支出	0.71	1.38	1.68	1.26	1.44	其他非流动资产	9	0	0	0	0		
利润总额	593	903	993	1216	1459	资产总计	5979	6820	7388	7575	7759		
所得税	85	128	140	172	206	流动负债合计	1369	1617	1682	1268	734		
净利润	507	776	853	1044	1253	短期借款	60	84	563	330	0		
少数股东损益	7	4	5	6	5	应付账款	237	358	434	462	479		
归属母公司净利润	500	772	848	1039	1248	预收款项	360	0	-191	-399	-621		
EBITDA	1054	1422	1124	1358	1581	一年内到期的非流动负债	0	98	98	98	98		
EPS (元)	0.59	0.91	0.87	1.06	1.28	非流动负债合计	1047	252	256	262	266		
主要财务比率						长期借款	0	48	48	48	48		
						应付债券	909	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	2415	1870	1938	1530	1000		
营业收入增长	9.20%	11.68%	20.01%	9.03%	6.44%	少数股东权益	143	145	150	156	161		
营业利润增长	55.84%	52.78%	9.94%	22.37%	20.01%	实收资本(或股本)	842	965	977	977	977		
归属于母公司净利润增长	9.89%	22.52%	9.89%	22.52%	20.14%	资本公积	767	1697	1697	1697	1697		
获利能力						未分配利润	1385	1830	1958	2115	2303		
毛利率(%)	27.44%	29.21%	27.54%	29.32%	31.06%	归属母公司股东权益合计	3420	4805	5284	5874	6583		
净利率(%)	11.44%	15.65%	14.35%	16.11%	18.16%	负债和所有者权益	5979	6820	7388	7575	7759		
总资产净利润(%)	8.36%	11.31%	11.48%	13.71%	16.08%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	14.62%	16.06%	16.04%	17.68%	18.96%								
偿债能力						经营活动现金流	607	1328	18	709	899		
资产负债率(%)	40%	27%	26%	20%	13%	净利润	507	776	853	1044	1253		
流动比率						折旧摊销	422.12	461.84	0.00	92.96	94.89		
速动比率						财务费用	40	57	19	27	6		
营运能力						应付帐款减少	0	0	-104	-56	-44		
总资产周转率	0.80	0.77	0.84	0.87	0.90	预收帐款增加	0	0	-191	-208	-222		
应收账款周转率	7	8	10	10	10	投资活动现金流	-938	-312	114	130	157		
应付账款周转率	17.35	16.65	15.00	14.47	14.66	公允价值变动收益	6	32	12	17	20		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.91	0.87	1.06	1.28	投资收益	6	63	77	94	115		
每股净现金流(最新摊薄)	-0.29	0.73	0.25	0.14	0.19	筹资活动现金流	87	-312	117	-704	-871		
每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.98	5.41	6.01	6.74	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0		
P/E	23.34	15.13	15.87	12.95	10.78	普通股增加	0	123	13	0	0		
P/B	3.39	2.76	2.55	2.29	2.04	资本公积增加	0	930	0	0	0		
EV/EBITDA	11.36	8.63	11.28	9.06	7.46	现金净增加额	-244	704	249	135	185		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 研究助理简介

**高亢**，上海交通大学硕士，曾就职于多家期货公司负责黑色金属产业链分析工作，擅长从产业细节研究中发掘投资机会，2021年1月加入申港证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上