

中航证券研究所  
 分析师: 邓 轲  
 证券执业证书号: S0640521070001  
 邮箱: dengke@avicsec.com

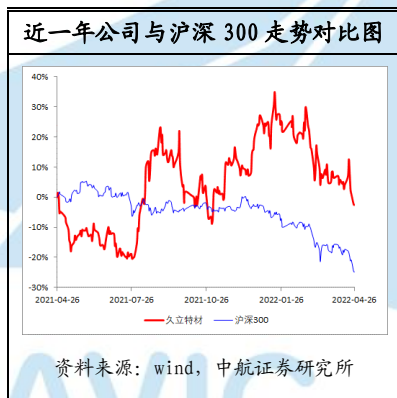
## 久立特材 (002318) 2021 年报&2022Q1 点评: 产能扩张稳中有进, 终端领域景气回归

行业分类: 金属材料

2022 年 4 月 26 日

|                 |       |
|-----------------|-------|
| 公司投资评级          | 买入    |
| 当前股价 (22.04.25) | 13.35 |

| 基础数据 (2022.04.25) |         |
|-------------------|---------|
| 上证指数              | 2928.51 |
| 总市值 (亿元)          | 130.45  |
| 总股本 (亿股)          | 9.77    |
| 流通股本 (亿股)         | 9.54    |
| PE (TTM)          | 15.6    |
| PB (LF)           | 2.66    |



- 业绩概要:** 2021 年公司实现营业收入 59.7 亿元 (+20.6%); 实现归母净利润 7.94 亿元 (+2.9%), 对应 EPS 为 0.83 元; 扣非后归母净利润为 7.32 亿元 (+10.9%), 每 10 股派发现金红利 4.0 元 (含税), 股息率为 3.0%。2022Q1 实现营收 13.2 亿元 (同比+2.32%), 实现归母净利润 1.94 亿元 (同比+36.5%);
- 营收逆势增长, 盈利性短期承压:** 近年来, 我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。尽管在 2021 年受到原材料产品涨价、钢铁出口退税政策退坡以及疫情反复等外部不利因素的影响, 公司通过积极开拓境内产品销售业务和高端产品布局, 在 2021 年实现了营收的逆势增长。从终端需求来看, 电力设备制造领域营收增长 89.9%, 主要得益于公司的无缝管高端产品在境内核电领域的销售业务取得一定成效; “石油、化工、天然气”和“其他机械制造”行业的营收均保持了 10%以上的稳定增速, 多方布局平滑了受单一领域的影响, 体现出了公司的弱周期性; 分产品来看, “其他类产品”营收同比增长 78.1%, 主要系控股子公司合金公司销售棒材、锻造等加工业务营收增加; 分销售区域来看, 境外营收同比下滑 33.8%, 主要因部分产品出口退税的取消而影响了国际价格竞争力, 导致了接单量的减少, 同时产品利润也有所承压。产品盈利性方面, 主营产品无缝管毛利率为 31.7% (+0.6pcts), 焊接管毛利率为 20.6% (-8.6pcts), 由于公司主要出口至中东、欧洲等地, 我们推测焊接管毛利率大幅下挫主要受下半年原材料涨价、出口退税取消和海外需求收缩等影响, 成本传导有望随着时间推移和各个因素的预期落地而改善;
- 财务数据:** 2021 年度, 公司三项费用率大幅上升 3.6%, 其中研发费用增加 33.2%, 为期间费用增长主要贡献点, 主要系公司持续加大研发投入, 布局高端装备制造及新材料领域; 财务费用大幅削减 91.4%, 主要由于 2021 年人民币汇兑损失下降, 闲置资金的利息收入增加, 以及可转债转股完成后相应利息费用的减少。经营活动产生的现金流量净额大幅降低 42.9%, 主要由于原材料采购费用大幅上涨, 以及回收货款部分采用商业承兑汇票, 从而导致了经营性应收款项上升;

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

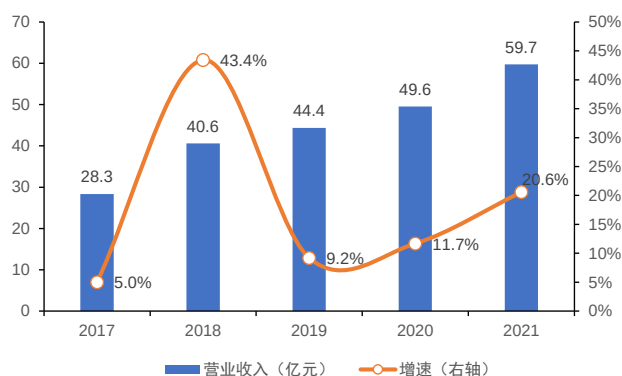
证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

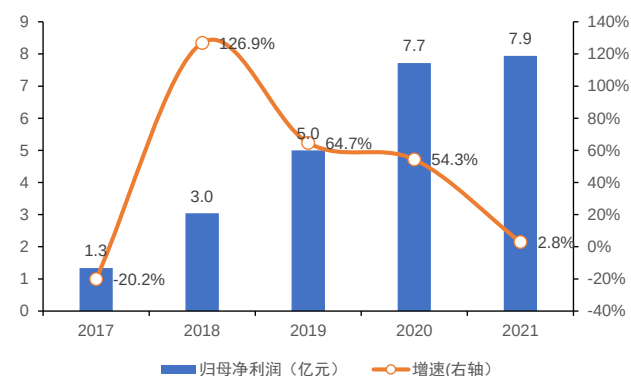
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59562524  
 传真: 010-59562637

- **2022Q1 业绩克服负面影响，实现同比正增长：**财政部、税务总局发布公告称，于 2021 年 5 月 1 日起取消部分钢铁产品出口退税，而公司在 2022Q1 克服了出口退税退坡以及疫情的负面影响，实现营收 13.2 亿元（同比+2.32%）。盈利性方面，公司单季度实现归母净利润 1.94 亿元（同比+36.5%，环比+6.6%），主要得益于联营企业永兴材料的投资收益大幅上升和拓展高端产品市场带来的产品盈利性上升。然而，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 234%，主要是由于：1）本期公司购买原材料商品所支付的现金增加；2）税费返还受部分产品出口退税取消而减少；3）用于支付 2021Q4 应缴税费；
- **不锈钢管行业领军者，多方项目齐头并进：**公司作为国内不锈钢管龙头生产企业，目前拥有工业用不锈钢管产能 13.5 万吨，2022 年计划实现不锈钢管销量 13.34 万吨、管件销量 0.7 万吨。近年来，公司着力布局镍基合金油井管、蒸发器 U 型传热管以及航空航天用管等高端产品，合计营收比重提升至 19%。“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域精密管材项目”已于 2021 年 10 月起陆续投产，多领域布局拥抱多样产业机遇；“工业自动化与智能制造项目”已于 2021 年底达到预定可使用状态，产线生产效率有望提升；航空航天用管为公司的新布局方向，可转债项目“年产 1000 吨航空航天材料及制品”已于 2021 年底投产，将助力提升公司航空航天领域产品竞争力。同时，公司的控股子公司“久立永兴合金公司”正逐步向变形高温合金、高品质航空及核电用特种材料等领域拓展，“合金公司二期项目”将补充公司高端产能。随着以上项目以及“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目”和“年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目”在未来分批达产，公司的产品结构将得到优化，整体盈利性有望逐步提升；
- **油气&核电领域回暖，管材业务前景宽广：**油气领域方面，由于原油、天然气等商品价格受地缘政治影响而普涨，在大宗商品供需错配的背景下，镍基合金油井管和天然气传输用管的需求量有望受到原油和天然气行业固定资产投资扩张的提振，公司作为工业管材龙头企业有望持续受益。核电领域方面，蒸发器 U 型传热管的需求将随着核电审批推进而加速回暖：国家能源局发布的《2022 年能源工作指导意见》指出，需积极推动沿海核电项目核准建设，加快推进小型堆技术研发示范，并推进核能综合利用；2022 年 4 月 20 日，国务院常务会议对已纳入国家规划的 3 个核电新建机组项目（共 6 台核电机组）予以核准；公司目前拥有核电蒸发器用管产能 500 吨，在“碳中和”的大背景下，未来核电装机量的稳步增长以及国产化趋势将大力推动相关产品需求，业务有望步入景气周期；
- **投资建议：**公司作为国内高端不锈钢管龙头，市占率多年稳居行业第一。尽管经历了 2021 年种种外部不利因素，公司通过内外销平衡、产品结构优化实现逆势增长，体现出了弱周期属性。随着公司产品业务向油气、核电、航空航天等高景气应用领域积极延伸，高端产品产能将进一步向上突破，公司未来业绩有望加速增长。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 70.3/78.0/84.3 亿元，同比增长 17.7%/11.0%/13.4%，实现归母净利润分别为 10.0/11.8/13.4 亿元，同比增长 26.2%/17.8%/13.7%，对应 PE 13X/11X/10X。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，项目投产进度不及预期，疫情对下游需求影响超出预期等。
- **盈利预测**

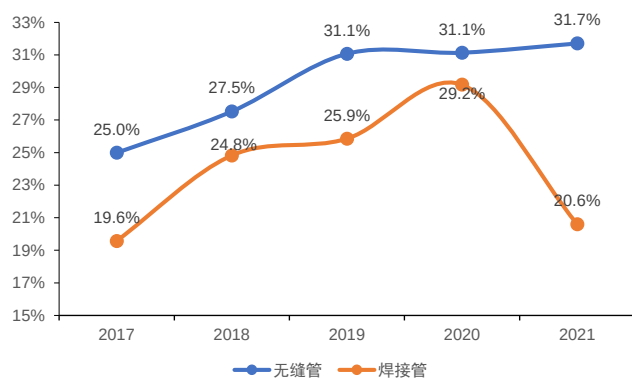
| 指标         | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 4,955  | 5,974  | 7,029  | 7,799  | 8,426  |
| 增速（%）      | 11.68% | 20.56% | 17.66% | 10.97% | 8.03%  |
| 归母净利润（百万元） | 772    | 794    | 1,002  | 1,179  | 1,341  |
| 增速（%）      | 54.29% | 2.92%  | 26.15% | 17.75% | 13.68% |
| 每股收益（元）    | 0.79   | 0.81   | 1.03   | 1.21   | 1.37   |
| 市盈率（倍）     | 17.35  | 16.86  | 13.36  | 11.35  | 9.98   |

**图表 1：公司营业收入及增速**


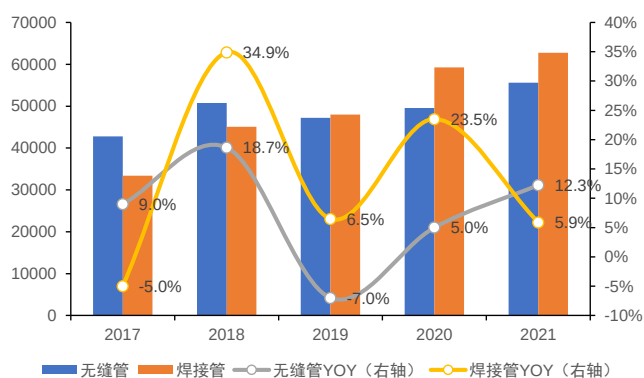
来源：iFinD，中航证券研究所

**图表 2：公司归母净利润及增速**


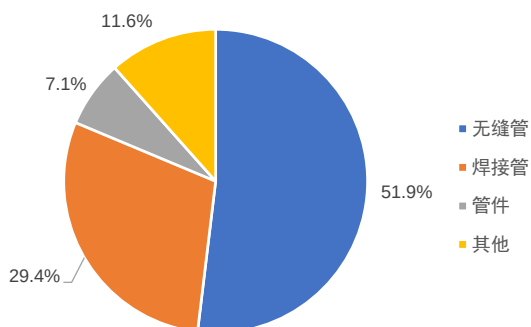
来源：iFinD，中航证券研究所

**图表 3：主营产品毛利率**


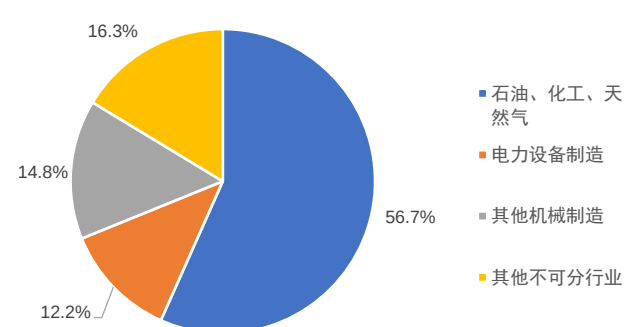
来源：公司历年年报，中航证券研究所

**图表 4：主营产品销量（吨）及增速**


来源：公司历年年报，中航证券研究所

**图表 5：2021 年公司产品营收占比**


来源：公司 2021 年年报，中航证券研究所

**图表 6：公司产品下游消费结构占比**


来源：公司 2021 年年报，中航证券研究所

图表 7：财务数据预测（单位：百万元）

| 资产负债表     |          |         |         |          |          |          | 利润表       |         |         |         |         |         |         |
|-----------|----------|---------|---------|----------|----------|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度      | 2019     | 2020    | 2021    | 2022E    | 2023E    | 2024E    | 会计年度      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| 货币资金      | 584.13   | 1243.30 | 1273.33 | 880.01   | 1282.96  | 1877.37  | 营业收入      | 4436.86 | 4955.25 | 5973.83 | 7028.67 | 7799.41 | 8425.64 |
| 应收票据及账款   | 1091.84  | 734.97  | 1207.02 | 1155.40  | 1175.25  | 1154.20  | 营业成本      | 3219.24 | 3507.61 | 4484.75 | 5246.79 | 5777.84 | 6187.89 |
| 预付账款      | 112.51   | 102.70  | 72.68   | 86.65    | 85.47    | 80.79    | 营业税金及附加   | 25.84   | 24.20   | 28.03   | 31.63   | 34.32   | 36.23   |
| 其他应收款     | 31.87    | 49.39   | 22.62   | 38.51    | 42.74    | 46.17    | 销售费用      | 239.81  | 247.58  | 220.37  | 246.00  | 265.18  | 278.05  |
| 存货        | 1138.08  | 1385.54 | 1490.16 | 1796.85  | 1899.56  | 2034.37  | 管理费用      | 158.47  | 160.51  | 176.65  | 203.83  | 218.38  | 227.49  |
| 其他流动资产    | 363.59   | 329.79  | 105.00  | 529.86   | 641.39   | 678.97   | 研发费用      | 178.29  | 197.17  | 262.69  | 302.23  | 327.58  | 353.88  |
| 流动资产总计    | 3322.01  | 3845.69 | 4170.82 | 4487.28  | 5127.38  | 5871.86  | 财务费用      | 40.21   | 56.95   | 4.90    | 1.99    | -1.83   | -3.58   |
| 长期股权投资    | 561.18   | 590.82  | 659.30  | 800.70   | 969.08   | 1158.57  | 资产减值损失    | -20.95  | -30.65  | -20.95  | -24.60  | -27.30  | -29.49  |
| 固定资产      | 1417.88  | 1510.54 | 2146.52 | 2245.91  | 2272.30  | 2673.92  | 信用减值损失    | -20.34  | 15.12   | -24.32  | -28.11  | -31.20  | -33.70  |
| 在建工程      | 403.82   | 568.68  | 436.21  | 246.56   | 615.77   | 635.73   | 其他经营损益    | -0.00   | -0.00   | -0.00   | -0.00   | -0.00   | -0.00   |
| 无形资产      | 212.84   | 253.24  | 364.55  | 296.61   | 231.17   | 349.53   | 投资收益      | 6.06    | 63.09   | 136.46  | 141.40  | 168.38  | 189.49  |
| 长期待摊费用    | 0.00     | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 公允价值变动损益  | 5.84    | 32.45   | -25.46  | 18.00   | 18.00   | 18.00   |
| 其他非流动资产   | 60.78    | 50.66   | 51.45   | 613.51   | 978.66   | 1136.31  | 资产处置收益    | 1.00    | 1.05    | 0.43    | 0.50    | 0.50    | 0.50    |
| 非流动资产合计   | 2656.50  | 2973.94 | 3658.02 | 4203.29  | 5066.97  | 5954.06  | 其他收益      | 44.80   | 61.27   | 42.80   | 40.00   | 40.00   | 40.00   |
| 资产总计      | 5978.51  | 6819.63 | 7828.84 | 8690.57  | 10194.35 | 11825.93 | 营业利润      | 591.41  | 903.58  | 905.41  | 1143.38 | 1346.34 | 1530.48 |
| 短期借款      | 59.62    | 83.54   | 175.06  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 营业外收入     | 2.14    | 0.93    | 3.04    | 2.00    | 2.00    | 2.00    |
| 应付票据及账款   | 697.98   | 658.42  | 1144.95 | 1365.60  | 1582.97  | 1780.08  | 营业外支出     | 0.71    | 1.38    | 3.31    | 3.50    | 3.80    | 4.00    |
| 其他流动负债    | 610.90   | 875.28  | 972.78  | 764.00   | 846.02   | 912.11   | 其他非经营损益   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 流动负债合计    | 1368.50  | 1617.23 | 2292.79 | 2129.60  | 2428.99  | 2692.19  | 利润总额      | 592.84  | 903.13  | 905.13  | 1141.88 | 1344.54 | 1528.48 |
| 长期借款      | 908.97   | 48.06   | 40.05   | 40.05    | 40.05    | 40.05    | 所得税       | 85.44   | 127.51  | 103.10  | 130.06  | 153.15  | 174.10  |
| 其他非流动负债   | 137.57   | 204.29  | 234.90  | 248.00   | 261.00   | 275.00   | 净利润       | 507.40  | 775.62  | 802.04  | 1011.82 | 1191.39 | 1354.38 |
| 非流动负债合计   | 1046.54  | 252.34  | 274.95  | 288.05   | 301.05   | 315.05   | 少数股东损益    | 7.36    | 4.09    | 7.96    | 10.12   | 11.91   | 13.54   |
| 负债合计      | 2415.04  | 1869.58 | 2567.74 | 2417.65  | 2730.04  | 3007.23  | 归属母公司股东净  | 500.04  | 771.53  | 794.08  | 1001.70 | 1179.48 | 1340.84 |
| 股本        | 841.54   | 964.55  | 977.17  | 977.17   | 977.17   | 977.17   | EBITDA    | 849.68  | 1175.84 | 1149.76 | 1858.06 | 2371.26 | 2775.23 |
| 资本公积      | 767.39   | 1697.45 | 1788.47 | 1788.47  | 1788.47  | 1788.47  | NOPLAT    | 534.74  | 796.14  | 831.68  | 998.52  | 1174.97 | 1336.59 |
| 留存收益      | 1811.24  | 2142.97 | 2330.90 | 3332.60  | 4512.08  | 5852.92  | EPS(元)    | 0.51    | 0.79    | 0.81    | 1.03    | 1.21    | 1.37    |
| 归属母公司权益   | 3420.17  | 4804.97 | 5096.55 | 6098.25  | 7277.72  | 8618.56  | 主要财务比率    |         |         |         |         |         |         |
| 少数股东权益    | 143.30   | 145.08  | 164.55  | 174.67   | 186.58   | 200.13   | 会计年度      | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
| 股东权益合计    | 3563.47  | 4950.05 | 5261.10 | 6272.92  | 7464.31  | 8818.69  | 成长能力      |         |         |         |         |         |         |
| 负债和股东权益合计 | 5978.51  | 6819.63 | 7828.84 | 8690.57  | 10194.35 | 11825.93 | 营收增长率     | 9.20%   | 11.68%  | 20.56%  | 17.66%  | 10.97%  | 8.03%   |
| 现金流量表     |          |         |         |          |          |          | 营业利润增长率   | 55.84%  |         |         | 26.28%  |         |         |
| 会计年度      | 2019     | 2020    | 2021    | 2022E    | 2023E    | 2024E    | EBIT增长率   | 52.20%  | 51.66%  | -5.21%  | 25.70%  | 17.38%  | 13.57%  |
| 税后经营利润    | 507.40   | 775.62  | 802.04  | 836.01   | 991.95   | 1136.41  | EBITDA增长率 | 34.18%  | 38.39%  | -2.22%  | 61.60%  | 27.62%  | 17.04%  |
| 折旧与摊销     | 216.62   | 215.76  | 239.73  | 714.19   | 1028.56  | 1250.33  | 归母净利润增长率  | 64.68%  | 54.29%  | 2.92%   | 26.15%  | 17.75%  | 13.68%  |
| 财务费用      | 40.21    | 56.95   | 4.90    | 1.99     | -1.83    | -3.58    | 经营现金流增长率  | -6.97%  | 54.29%  | -74.98% | 22.51%  | 52.83%  | 16.84%  |
| 投资损失      | -4.19    | -12.85  | 21.96   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 盈利能力      |         |         |         |         |         |         |
| 营运资金变动    | -185.37  | 343.77  | -239.24 | -572.96  | 57.23    | 113.11   | 毛利率       | 27.44%  | 29.21%  | 24.93%  | 25.35%  | 25.92%  | 26.56%  |
| 其他经营现金流   | 32.27    | -51.41  | -70.54  | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 净利率       | 11.44%  | 15.65%  | 13.43%  | 14.40%  | 15.28%  | 16.07%  |
| 经营性现金净流量  | 606.94   | 1327.85 | 758.84  | 979.23   | 2075.91  | 2496.27  | 营业利润率     | 13.33%  | 18.23%  | 15.16%  | 16.27%  | 17.26%  | 18.16%  |
| 资本支出      | 370.32   | 365.85  | 707.57  | 1002.53  | 1589.23  | 1795.51  | ROE       | 14.62%  | 16.06%  | 15.58%  | 16.43%  | 16.21%  | 15.56%  |
| 长期投资      | -589.46  | 64.60   | 197.10  | -102.35  | -121.63  | -138.42  | ROA       | 8.36%   | 11.31%  | 10.14%  | 11.53%  | 11.57%  | 11.34%  |
| 其他投资现金流   | -1157.25 | 118.60  | 443.65  | -295.32  | -207.19  | -248.36  | ROIC      | 14.16%  | 19.65%  | 19.51%  | 21.19%  | 19.43%  | 19.33%  |
| 投资性现金净流量  | -938.11  | -311.85 | -461.02 | -1195.50 | -1674.79 | -1905.45 | 估值倍数      |         |         |         |         |         |         |
| 短期借款      | 15.32    | 23.92   | 91.52   | -175.06  | 0.00     | 0.00     | P/E       | 26.77   | 17.35   | 16.86   | 13.36   | 11.35   | 9.98    |
| 长期借款      | 41.41    | -860.91 | -8.01   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/S       | 3.02    | 2.70    | 2.24    | 1.90    | 1.72    | 1.59    |
| 普通股增加     | 0.02     | 123.01  | 12.62   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/B       | 3.91    | 2.79    | 2.63    | 2.20    | 1.84    | 1.55    |
| 资本公积增加    | 0.14     | 930.06  | 91.02   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 股息率       | 1.89%   | 2.73%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
| 其他筹资现金流   | 30.50    | -528.25 | -497.32 | -1.99    | 1.83     | 3.58     | EV/EBIT   | 19.21   | 13.20   | 14.29   | 11.66   | 9.70    | 8.20    |
| 筹资性现金净流量  | 87.38    | -312.18 | -310.16 | -177.06  | 1.83     | 3.58     | EV/EBITDA | 14.31   | 10.78   | 11.31   | 7.18    | 5.49    | 4.51    |
| 现金流量净额    | -239.04  | 670.08  | -18.72  | -393.32  | 402.95   | 594.40   | EV/NOPLAT | 22.74   | 15.92   | 15.63   | 13.36   | 11.08   | 9.36    |

来源：iFind，中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

邓轲，SAC 执业证书号：S0640521070001，中航证券研究所新材料首席分析师。

## 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，本报告清晰、准确地反映了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：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。

### 免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。