

久立特材(002318)

报告日期: 2022年8月6日

高端不锈钢管专家企业，产品高端化方向助力成长

——久立特材深度报告

深度报告

行业公司研究——钢铁行业

证券研究报告

根据

✍️ : 马金龙 执业证书编号: S1230520120003
☎️ :
✉️ : majinlong@stocke.com.cn

报告导读

公司是我国工业用不锈钢管龙头企业。自 2006 年起，公司引进国际先进设备着手布局不锈钢管高端领域。由于工业用管高端市场在生产难度、产品性能要求、认证周期都有较大难度，公司持续的高研发投入，使得公司产品在性能、客户认证领域取得明显先发优势，形成了难以超越的核心壁垒。

投资要点

□ 公司基本情况

公司是一家专业生产工业用不锈钢及特种合金管材、双金属复合管材、管件的上市企业，致力于为油气、电力、核电、LNG 等能源装备及石化、化工、船舶制造等行业装备提供高性能、耐蚀、耐压、耐温的不锈钢管；不锈钢、镍基合金、碳钢、合金钢等材料法兰、管件等，是国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业，多年公司市场占有率位居国内同行业第一位。

□ 不锈钢管龙头，高端化助力公司业绩穿越周期

公司已具备年产 13.5 万吨产能，是我国规模最大的工业用不锈钢管制造企业。同时，随着公司高端产品逐步放量，公司产品整体售价稳步提升。未来，试着公司募投项目的投产及部分在建项目在 2022 年实现投产，预计公司产能在 2022 年下半年后继续释放阶段。

原材料价格占公司生产成本比例较大，公司通过“以销定产”赚取稳定的加工费用，叠加公司产品高端化优势，可以及时将成本端的波动传导至下游。公司利润水平长期维持在高位运行。

因此，公司在收入端具备增量趋势，随着新产线的投产及产能利用率的提升及公司在高端产品领域市场份额逐步扩大，整体售价有望得到抬升。我们认为，公司业绩有望随着收入增长，成本下降而继续保持高增长。

□ 下游高景气，助力公司业绩长虹

传统能源方面，随着近年来石油、天然气价格高企，相关领域资本开始明显增加，公司在石化、天然气领域业务收入占比较大，为公司产品带来了新一轮景气周期。同时，公司高端产品镍基合金油井管放量在即，该产品满足目前油气田开采对于耐腐蚀性的要求，市场需求将逐步增大。

核电领域，在“双碳”大背景下，核电作为“减碳”利器，根据中国核能行业协会预测，核电建设有望按照每年 6~8 台持续稳步推进。较“十三五”期间每年 5 台有明显加速。公司目前核电蒸发器 U 型管产能 500 吨，未来随着核电假设加速，公司产能将得到有效释放。

航空航天领域，公司“年产 1000 吨航空航天材料及制品项目”已于 2021 年底投产。未来随着疫情恢复及国产大飞机即将投入使用，飞机用管需求有望快速增加。公司此时进入航空航天领域，恰逢其时。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司新产线陆续投产，公司正处在高端产品放量的爆发阶段，未来高端

评级

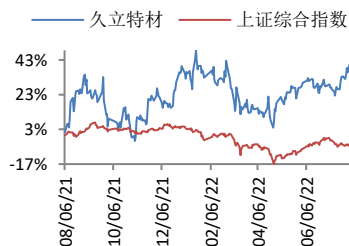
买入

上次评级 增持
当前价格 ¥ 17.80

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.20
4Q/2021	0.19
3Q/2021	0.24
2Q/2021	0.24



公司简介

相关报告

- 1 《订单饱满支撑主业改善，核电重启增厚业绩弹性》2019.03.19
- 2 《传统主业持续复苏，核电重启增厚业绩弹性》2019.02.13
- 3 《传统业务持续复苏，积极布局新产业》2018.10.22
- 4 《传统产品量价齐升，业绩改善持续中》2018.08.14
- 5 《主业持续景气，期待核电核准撬动新增量》2018.04.24

报告撰写人: 马金龙
联系人:

产品产销量及市场份额都具有较大增长空间,这为公司带来了良好的成长机遇。预计公司 2022-2024 年实现营业收入 70.84、77.93、84.01 亿元,同比增长 18.58%、10.01%、7.80%,实现归母净利润 10.47、12.48、14.86 亿元,同比增长 31.84%、19.23%、19.05%,对应 EPS 为 1.07、1.28、1.52 元。现价对应 PE 为 16.61、13.93、11.70 倍。参考与公司业务结构及经营模式相近的公司,我们给予公司 2022 年 25 倍市盈率,对应市值 262 亿元,较当前市值具有 50.57% 上涨空间,给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅波动,出口退税政策变化影响,宏观经济波动影响,疫情影响等。

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	5973.83	7083.92	7792.99	8400.77
(+/-)	20.56%	18.58%	10.01%	7.80%
归母净利润	794.08	1046.91	1248.27	1486.03
(+/-)	-1.06%	31.84%	19.23%	19.05%
每股收益(元)	0.81	1.07	1.28	1.52
P/E	21.90	16.61	13.93	11.70

正文目录

1. 公司基本信息	5
1.1. 股权清晰，核心高管持股释放动力	5
1.2. 深耕主业，不断实现高端产品突破	6
1.3. 产品逐步向高端化发展	6
2. 不锈钢管龙头，高端化助力公司业绩穿越周期	9
2.1. 持续增长，龙头地位稳固	9
2.2. 经营稳健，稳定盈利穿越周期	11
2.3. “研发+工艺+规模+产品”优势构筑核心护城河	14
3. 高端化发力叠加下游高景气，助力公司未来业绩长虹	19
3.1. 石油、化工、天然气	19
3.1.1. 油气输送管道景气度提升	20
3.1.2. 镍基合金油井管，有望供需	21
3.2. “双碳”下核电订单有望加速	22
3.3. 国产飞机试飞完成，公司布局航空航天恰逢其时	23
4. 盈利预测	24
4.1. 盈利预测	24
4.2. 估值比较	25
5. 风险提示	25
5.1. 原材料价格大幅波动	25
5.2. 出口退税政策变化的影响	25
5.3. 宏观经济波动风险	26
5.4. 疫情影响	26

图表目录

图 1: 久立特材股权结构	5
图 2: 2017-2021 年公司管材产量稳步提升 (吨)	9
图 3: 公司产能利用率保持高位	10
图 4: 2017-2021 年按产品类型分营收占比	11
图 5: 2017-2021 年按下游用途分类占比情况	11
图 6: 公司营业收入稳步增加	11
图 7: 公司无缝管平均售价稳步上涨 (元/吨)	12
图 8: 公司焊接管平均售价稳步上涨 (元/吨)	12
图 9: 公司三项费用持续走低	13
图 10: 资产周转率升高	13

图 11: 原材料占比成本比重稳定	13
图 12: 不锈钢卷与镍价格走势	13
图 13: 公司毛利率水平稳定	14
图 14: 净利率水平增长	14
图 15: 公司归母净利润快速增长	14
图 16: 公司研发费用率维持高位	15
图 17: 公司研发人员数量情况	15
图 18: 不锈钢无缝管(挤压工艺)生产工艺流程	16
图 19: 不锈钢无缝管(穿孔工艺)生产工艺流程	16
图 20: 不锈钢焊接管(大众口径)生产工艺流程	16
图 21: 不锈钢焊接管(小口径)生产工艺流程	17
图 22: U型管/盘管生产工艺流程	17
图 23: 原油产量变化情况	19
图 24: 供需平衡差异:原油 百万桶/天	19
图 25: 期货结算价(连续):布伦特原油(美元/桶)	19
图 26: 期货收盘价(连续):NYMEX 天然气(美元/百万英热)	19
图 27: 石油、天然气固定资产投资完成额触底回升(%)	20
图 28: 我国管道输油(气)里程(万公里;%)	20
图 29: 我国天然气产销量(亿立方米)	21
图 30: 我国天然气进口情况	21
图 31: 镍基合金油井管生产工艺流程	22
图 32: 我国商运核电机组数量(台)	22
图 33: 我国核电装机容量(兆瓦)	22
图 34: 我国民航客运量(万人)	23
图 35: 空客、波音储备订单情况	23
表 1: 公司核心高管及技术人员持股情况	5
表 2: 公司发展历程中重大事件	6
表 3: 公司产品分类情况	7
表 4: 公司产品应用分类	7
表 5: 公司主要产品及用途	10
表 6: 2021 年公司在建工程进展情况	12
表 7: 主要产品盈利预测	25
表 8: 8 月 5 日, 公司与可比公司估值比较情况	25
表附录: 三大报表预测值	27

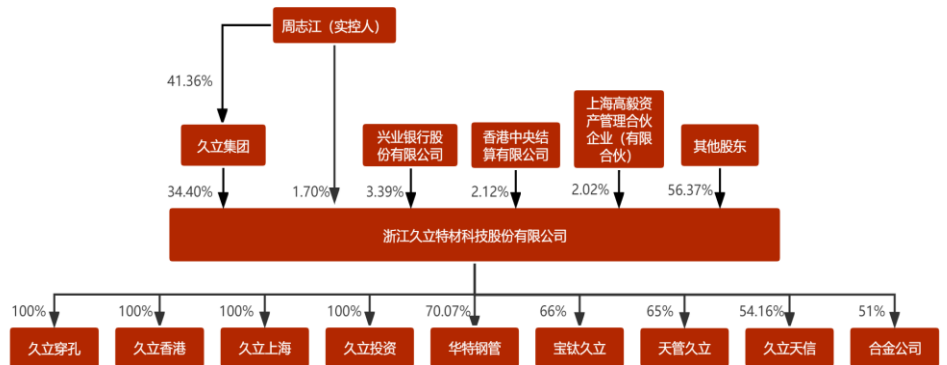
1. 公司基本信息

久立特材科技股份有限公司创建于1987年，位于浙江省湖州市，是一家专业生产工业用不锈钢及特种合金管材、双金属复合管材、管件的上市企业。公司始终致力于为油气、电力、核电、LNG等能源装备及石化、化工、船舶制造等行业装备提供高性能、耐腐蚀、耐压、耐温的不锈钢管；不锈钢、镍基合金、碳钢、合金钢等材料法兰、管件等，是国内规模最大的工业用不锈钢管专业生产企业，多年公司市场占有率位居国内同行业第一位。

1.1. 股权清晰，核心高管持股释放动力

截止2022年一季度，久立集团股份有限公司直接持有久立特材34.4%股份，为上市公司第一大控股股东；周志江等127人持有久立集团67.17%股份，并直接持有久立特材1.7%股份，周志江为上市公司实际控制人。

图 1：久立特材股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

公司除实际控制人周志江外，核心高端及核心技术人员合计持股1350.38万股，持股比例1.38%。

表 1：公司核心高管及技术人员持股情况

姓名	职务	任职状态	持股数（股）
周志江	董事	现任	17,632,400
李郑周	董事长兼总经理	现任	8,891,445
王长城	董事兼常务副总经理	现任	547,700
徐阿敏	董事兼副总经理	现任	1,345,278
杨佩芬	董事兼财务总监	现任	470,300
蔡黎明	董事	现任	312,900
苏诚	总工程师	现任	518,700
张建新	副总经理	现任	300,000
沈筱刚	监事会主席	现任	290,500
沈宇峰	监事	现任	204,600
章宇旭	原董事	离任	622,400
合计	--	--	31,136,223

资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2. 深耕主业，不断实现高端产品突破

自公司 1987 年成立以来，公司致力于能源行业，不断对于技术创新及高性能产品进行研发投入，产品持续投放市场。目前公司已拥有年产 13.5 万吨工业用不锈钢管的生产能力。纵观公司 30 多年的发展历程，公司在规模增长的同时，重视研发投入及对生产工艺的优化改进，公司新产品不断迭代，为公司目前高端产品不断放量打下了坚实的技术、工艺基础。

表 2：公司发展历程中重大事件

时间	重大事件
1987 年	公司正式成立，创建“湖州金属型材厂”
1996 年	公司中、大口径不锈钢焊接管项目顺利投产
1998 年	公司小口径焊接不锈钢管项目投产，并取得自营进出口权
2006 年	公司 3500 吨钢挤压机项目投产
2009 年	12 月 11 日久立特材在深圳 A 股成功上市；投产 630 中大口径连续成型不锈钢焊接管生产线、年产 1000 吨钛精密焊接管项目；不锈钢无缝管、焊接管取得民用核安全设备制造许可证；成功下井第一口镍合金油套管
2011 年	久立研发中心大楼落成投入使用；获得阿曼国家石油公司 281 公里油气输送管订单；核电蒸汽发生器传热管项目投产
2012 年	核电蒸汽发生器用 800 合金 U 型传热管及核聚变装置用 PF 导体 316L 不锈钢方圆管通过鉴定；国产化首套核电站凝汽器用焊接钛管开工；获得壳牌超级双相钢管线管订单与沪东中华造船 4 条 LNG 船不锈钢管合同
2013 年	大口径厚壁超长不锈钢焊接管（JCO）项目顺利投产
2014 年	金属复合管项目与 730-HLS 冷轧管机投产；获得世界最大不锈钢管订单之一订单；
2015 年	超长换热管分厂建成投产
2017 年	久立与钢铁研究总院、永兴特钢成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心
2019 年	18 英寸连续焊接管生产线建成投产；与英国利兹大学合作成立久立腐蚀与完整性中心
2021 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投产

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.3. 产品逐步向高端化发展

公司主营业务为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，产品主要运用于石油、化工、天然气、电力设备制造等行业。所从事的主要业务可以根据产品的生产工艺流程或者产品在下游应用领域进行区分。

- 以生产工艺流程区分，公司的主导产品大类主要分无缝管、焊接管、复合管及管件、法兰。无缝管产品利用具有世界先进水平的热挤压工艺或者穿孔工艺进

行开坯,接着进行后续的冷轧或冷拔、及弯管等工艺;而焊接管产品则利用 FFX 成型、JCO 成型等先进工艺进行生产。

- 以产品下游应用领域区分,公司的主要产品可以分为蒸汽发生器 U 形传热管、镍基合金油井管、精密管、超(超)临界锅炉用管、(超级)双相不锈钢管、仪器仪表管、双金属复合管等。

表 3: 公司产品分类情况

不锈钢管	奥氏体不锈钢管, 超级奥氏体不锈钢管, 超级双相不锈钢管, 耐蚀、耐高温合金管, 双金属复合管, (超纯)铁素体不锈钢管, 钛合金管
管件	非标管件系列, 预制件系列, 复合管件系列, 法兰系列, 锻制管件系列, 对焊管件系列
棒材	圆棒-耐蚀合金, 圆棒-高温合金, 圆棒-特种不锈钢, 圆棒-高强度, 圆棒-精密合金, 圆棒-纯镍

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

下游用途来看, 公司产品主要集中于传统能源、新兴能源、高端制造、化学工程、海洋环境和生物工程六大板块。在深耕主业领域优势市场的同时, 坚持中高端产品市场的深度差异化、精品化战略, 不断提升中高端产品的供给能力。2021 年, 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 19%, 较 2020 年提升 3 个百分点。根据公司过往发展历程及公司发展战略, 我们认为随着公司产品不断进军新的下游领域及在现有领域中不断扩大市场份额, 公司产品高端化、精品化战略将在未来为公司持续增厚营业收入及利润规模。

表 4: 公司产品应用分类

下游板块	具体分类	产品布局
传统能源	火电	久立是国内最早超(超)临界锅炉用管国产化的研发者之一, 成功实现国产化。久立产品成功应用于国内外近 800 个电力项目, 用户包括: 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, GE 武汉锅炉股份有限公司, 北京巴布科克·威尔科克斯有限公司等
	石油天然气	目前产品广泛应用于 LNG 船, LNG 接收站, 地面集输, 净化厂, 液化厂, 城市管网等天然气供应链 公司曾经承揽阿曼石油开发公司(PDO) 281 公里双相钢管线管订单, 并提供了沪东中华 4 艘 17.2 万立方米 LNG 船整船不锈钢管, 首次实现了整艘 LNG 船不锈钢管的国产化
新兴能源	光伏	工艺管道中主要是大口径的焊接 800H 管材, 久立拥有国内最先进的 630 自动直缝焊接机组, 生产的大口径 800H 焊接管也在实际的多晶硅冷净化装置中成功应用。久立采用国际先进的热挤压+冷加工+热处理工艺, 在保证材料晶粒度要求的前提下有效地保证了管材的耐腐蚀性能, 通过综合的晶间腐蚀性能评价, 产品质量达到国际先进水平
	太阳能	久立的 不锈钢集热管 能有效克服熔盐介质的腐蚀问题, 同时配合光热涂层使其能最大程度的吸收太阳能, 又防止热能散失。 久立产品目前成功应用于国内多个光热项目, 包括迪拜、敦煌、南通、浙工大等多个光热项目, 均得到客户认可和良好的反馈
	风能	风能多建于海上, 管材考虑耐海水腐蚀, 高强度, 大直径等方向
	核电	2013 年, 公司生产的核电站蒸发器用 690U 型管通过国家核电技术公司评审; 2017 年, 公司成功中标福建漳州核电项目“华龙一号”堆型蒸汽发生器用 U 形传热管、上海电气核电集团白龙核电项目蒸汽发生器用 690U 形传热管

高端制造	交通制造	久立已为国内和谐号、复兴号高铁项目及国内外多个城市地铁项目，提供了高性能的不锈钢管。同时，为新能源汽车项目提供了相应的产品，其综合性能指标一些更是达到国际一流水平
	仪器仪表	久立的产品仪表管成功运用于液压系统、蒸汽或预隔热、排热系统等领域。久立顺利进入了中海油的海洋平台仪表管，实现了国内“零”供应的突破；为浙江石化炼化一体化项目提供了精密仪表管
	工业自动化	公司于 2017 年披露，在建工业自动化与智能制造项目
	航空航天	公司于 2017 年披露，在建 1000 吨航空航天材料及制品项目，该项目目前已达产
化学工程	石油化工	久立是中石化、中石油，中海油，英荷壳牌，埃克森美孚，英国石油，巴西石油等世界 500 强的合格供应商。产品广泛运用于乙烯裂解炉、热交换器、加氢脱硫等装置中 参与中石油揭阳石化，云南石化，兰州石化，中石化镇海炼化，中科炼化，天津石化，中海油惠州炼化等大型炼化项目
	煤化工	久立研究开发了各类较高等级的不锈钢及合金管道的制造工艺，使其成功并且稳定的运用于煤化工各个领域 久立参与并供应了神华宁煤，神华榆林，延能化等项目的不锈钢及镍基合金管
	精细化工	久立拥有国家 CNAS 认证的实验室，并参与了巴斯夫，拜耳等国际企业的催化剂装置项目、万华化学 TDI 项目等
海洋环境	船舶	久立从 1999 年开始供应船用不锈钢管，不断努力改进工艺，升级设备和研发创新至今，产品大规模代替进口，供应船用管达 3 万多吨。其生产的船舶用管目前应用于国内外多个海洋工程项目，包括由壳牌、德希尼布、三星重工集团联合打造的世界第一艘浮式液化天然气 (FLNG) 船 Prelude 号，参与了沪东中华造船厂 17.2 万立方米 LNG 船不锈钢管的国产化等等
	海水淡化	久立产品应用于国内外海水淡化及水处理的众多项目，包括中石化北海炼化水处理项目，西门子技术有限公司海水淡化项目，印度海水淡化项目
生物科技	生物医药	目前已成功为国内多家知名药企提供了安全可靠的不锈钢及镍基合金管材。久立产品已成功应用于苏氨酸、叶酸、生物发酵等制备工厂；双相钢不锈钢成功供应于国内盐酸环境下某维生素 B 生产工厂
	食品安全	久立为国际碳酸饮料龙头提供安全可靠食品级卫生不锈钢 获得了国内知名奶企的认可，拥有丰富的产品应用业绩

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 18.72%，现已成为已成为中石化、中石油、中海油、哈尔滨电气、上海电气、东方电气、国电投的合格供应商，也是英荷壳牌、埃克森美孚、英国石油、道达尔、沙特阿美、巴西石油、巴斯夫、科思创、陶氏化学、杜邦、法玛通、西屋、德希尼布、塞班、日晖、千代田、三星工程等世界级知名企业的合格供应商。我们认为，公司与世界能源业巨头形成的良好合作关系，将为公司未来全球化发展，扩宽海外市场提供坚实的基础。

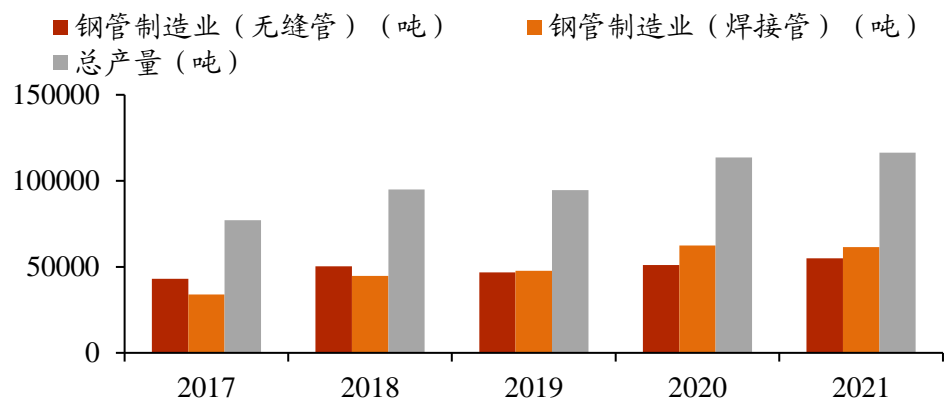
2. 不锈钢管龙头，高端化助力公司业绩穿越周期

截至2021年，公司通过不断的技术改造和产品结构调整，已具备年产13.5万吨产能，是我国规模最大的工业用不锈钢管制造企业。根据中国特钢企业协会不锈钢分会统计，公司市场占有率多年位居国内同行业第一位，行业龙头地位和规模优势明显。

2.1. 持续增长，龙头地位稳固

公司主营具有防腐蚀、耐高温、耐低温等特性的特殊合金材料，以高端无缝管、焊接管为展现形式。近年来，随着公司生产效率提升及产品结构优化升级，产量稳步提升。2021年，公司完成生产管材11.64万吨，其中无缝管生产5.49万吨，焊接管生产6.15万吨。



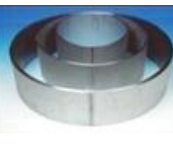



图 2：2017-2021 年公司管材产量稳步提升（吨）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

不锈钢主要生产工业用不锈钢管，与民用不锈钢管相比，工业用不锈钢生产技术要求更高、难度更大、在技术标准、产品试验及后续认证、工艺等方面存在较大区别。公司主营工业用无缝管是以不锈钢钢钉或圆钢为原料，经热挤压或穿孔加工而成，产品主要应用于高腐蚀、高温高压、低温低压环境，广泛应用于石化、天然气、制造业、航空航天等领域；工业用焊接管是以不锈钢平板或卷板为原料经焊接加工而成，主要应用于常温常压环境，在流体输送领域广泛使用。目前焊接管随着工艺进步，也可用于油气输送、电站冷凝器等高腐蚀、低温高压等领域。

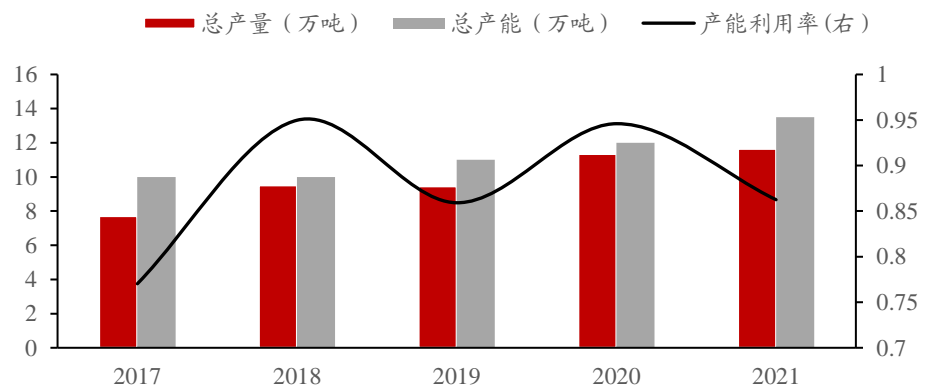
表 5：公司主要产品及用途

产品大类	产品小类	样图	主要用途
无缝管	无缝管（穿孔工艺生产）		石油、化工、电力、造船、造纸、航空、航天、机械制造等行业，如石化换热器用管、仪表压力管道、流体输送管道、超（超）临界电站锅炉用管等。
	无缝管（挤压工艺生产）		
	U型管		电厂中的低压加热器、冷凝器以及石化行业使用的U型管换热器等。
焊接管	中大口径 焊接管		石油、天然气、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道等。
	直管		电力、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如电站冷凝器、换热器用管等。
	盘管		化工、食品加工、制药等行业中的非标设备，如盘管式加热器、冷却器、反应器等。
管件	焊接管件、无缝管件		将钢管连接成管路的一类零部件，在管路系统中起连接、控制、变向、分流、密封、支撑等作，应用于石油、化工、电力、造船、医药、食品、军工、机械、水处理等。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司紧抓下游市场动向，根据市场情况灵活安排生产，保证公司主营产品不锈钢无缝管和焊接管产量稳步提升。同时，近年来公司新产能逐步投产，产能提升的同时，公司通过产品优势可以及时释放产能，公司产能利用率保持高位。我们认为，公司在工业用不锈钢管材市场上，产量释放紧跟产能的提升认证了公司产品市场强劲的市场竞争力。

图 3：公司产能利用率保持高位



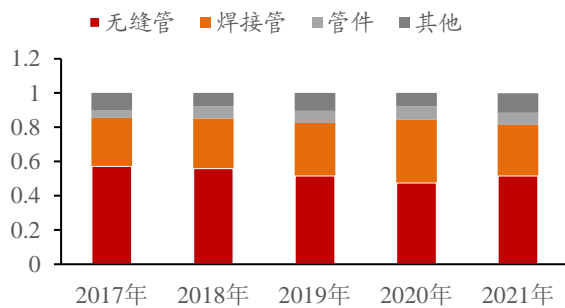
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产品结构上，公司主要产品为不锈钢无缝管和焊接管，为公司提供了绝大部分的业务收入，“其他”产品包括子公司合金公司棒材销售及锻造加工、复合管销售、毛管销售、

废料销售等；按照下游用途分类，传统能源及电力设备是公司主要收入来源。公司在借助下游高景气的机遇同时，高端产品在逐步增加。具体来看：

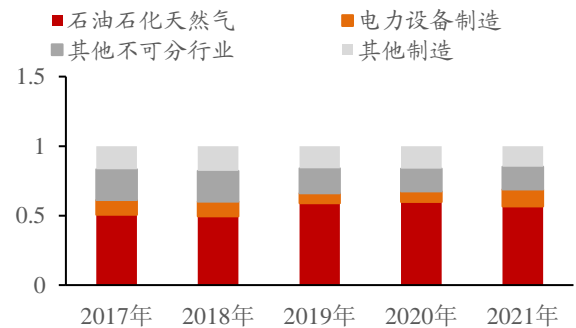
- 按产品类型分类，无缝管和焊接管合计占比约在公司营业收入中的 80%以上。其中，无缝管占比保持在 50%以上，焊接管维持在 30%左右。2021 年，公司无缝管实现营业收入 31 亿元，占比 52%；焊接管实现营业收入 17.56 亿元，占比 29%。同时，公司控股子公司合金公司的高端合金、锻造产品业务快速增长。
- 按照下游用途分类，石油、化工、天然气领域用管占比最大，占比在 50%-60% 区间。2021 年，公司在石油、石化、天然气领域实现营业收入 33.85 亿元，同比增长 14%，占营业总收入 57%；电力设备领域，公司高端产品持续进入市场，助力公司开拓境内产品销售业务，在电力设备制造行业的无缝管高端产品市场取得快速增长。

图 4：2017-2021 年按产品类型分营收占比



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 5：2017-2021 年按下游用途分类占比情况

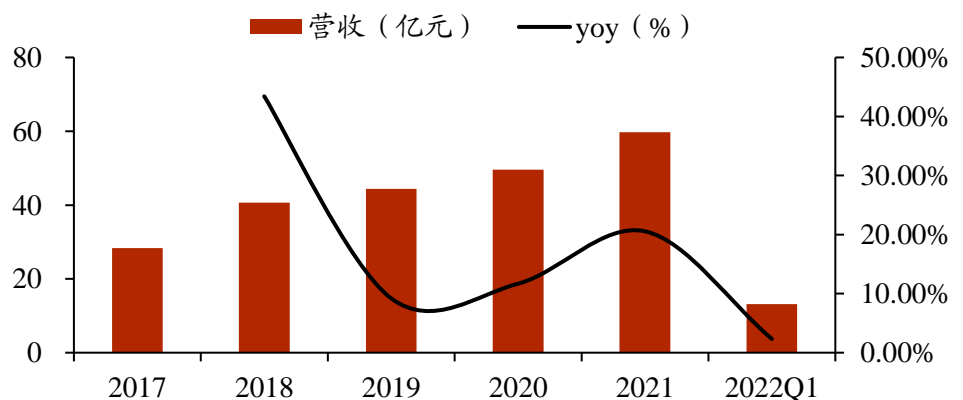


资料来源：wind，浙商证券研究所

2.2. 经营稳健，稳定盈利穿越周期

近年来，随着公司产量增加的同时，公司产品结构的调整带来公司售价稳步提升。公司实现量价齐升带来了营业收入的稳步增长。

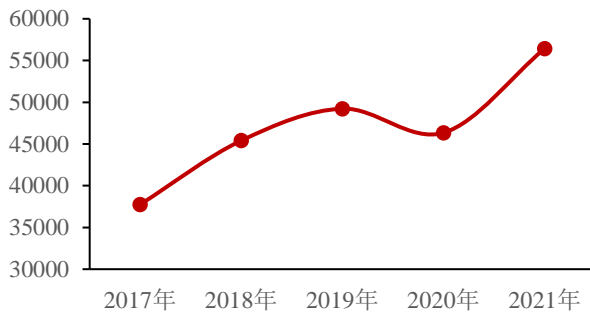
图 6：公司营业收入稳步增加



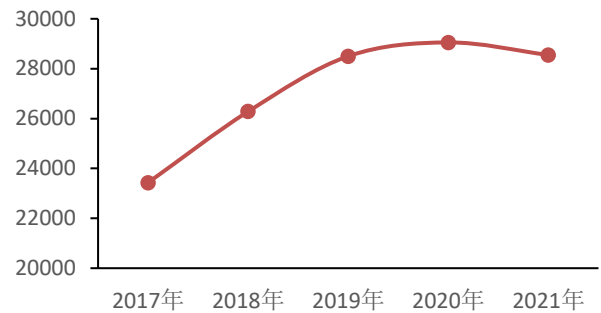
资料来源：wind，浙商证券研究所

根据公司公布的产销数据测算，公司无缝管平均售价由 2017 年的 37762 元逐步上涨至 2021 年的 56445 元；焊接管平均售价由 2017 年的 23433 元逐步上涨至 2021 年的 28551 元。我们认为，随着公司持续研发投入，高端材料逐步扩大市场，公司产品的价格将独

立于普通材料，有望维持增长或长期稳定在较高水平。因此，我们判断公司收入规模将呈现稳定的增长态势，有助于帮助公司穿越周期波动带来的影响。

图 7：公司无缝管平均售价稳步上涨（元/吨）


资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：公司焊接管平均售价稳步上涨（元/吨）


资料来源：wind，浙商证券研究所

除了公司产品售价有望维持高位或增长外，公司于 2017 年发行可转换公司债券，募集资金建设“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域精密管材项目”及“年产 1000 吨航空航天材料及制品项目”，并于 2021 年四季度投产。其余在建工程中，公司利用自有资金建设“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目”及“年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目”，预计在 2022 年实现投产。我们判断，公司目前在建项目中，若考虑到设备调试及产能爬坡周期影响，公司新产线产能或将在 2022 年下半年进入快速释放阶段。

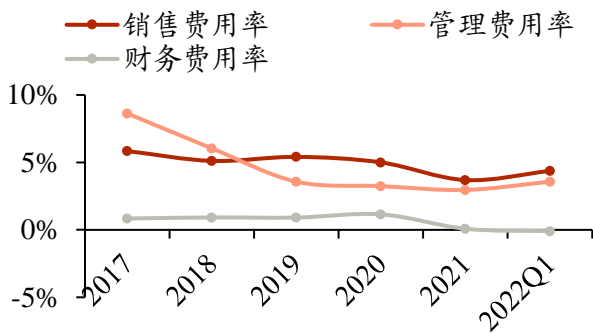
表 6：2021 年公司在建工程进展情况

工程名称	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)
工业自动化与智能制造项目	86.01	90
年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	80.3	100
年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	83.76	90
合金公司二期项目	76.35	80
年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目	27.02	30
年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目	52.66	50
金属材料研究院项目	27.86	30

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

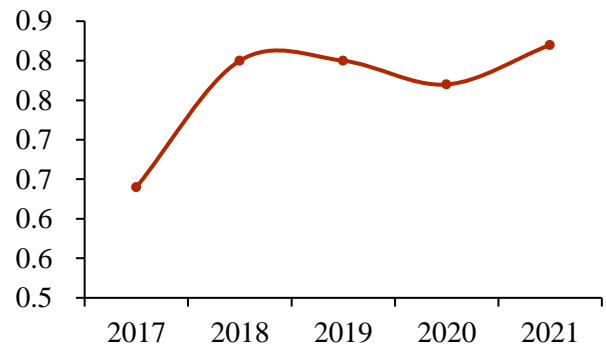
在产品销售保持稳定增长的同时，公司推动精细化管理，通过机器换人提升自动化水平，优化资源共享机制及工艺流程布局，推行清洁生产和节能降耗工艺等手段，持续降本增效。

图 9：公司三项费用持续走低



资料来源：wind，浙商证券研究所

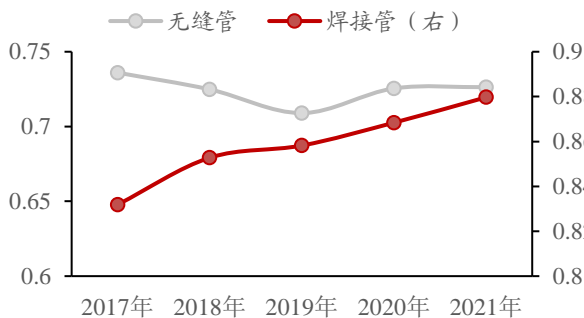
图 10：资产周转率升高



资料来源：wind，浙商证券研究所

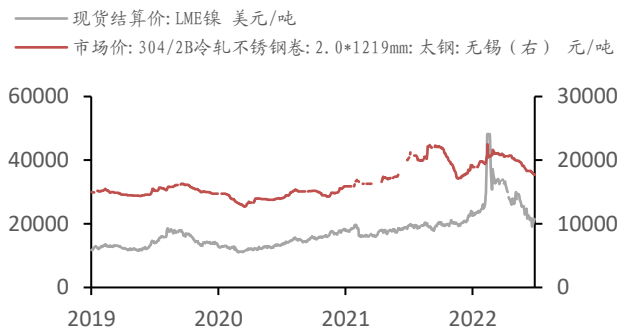
原料端：公司产品的主要原材料为不锈钢圆钢，以及不锈钢卷板和不锈钢平板等板材，主要钢号为 304、304L 和 316L。根据公告数据，原材料采购占成本比重较高，其中 2021 年无缝管成本中原材料占比 72.63%，焊接管成本中原材料占比 87.97%。

图 11：原材料占比成本比重稳定



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 12：不锈钢卷与镍价格走势

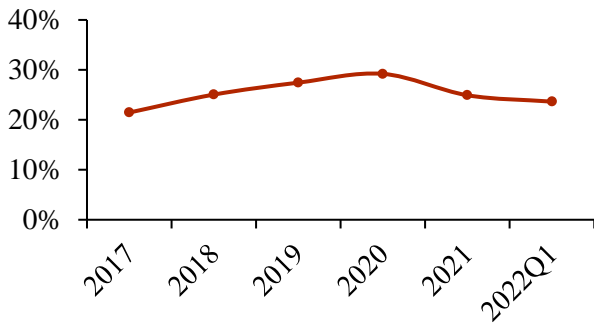


资料来源：wind，浙商证券研究所

原材料价格占公司生产成本比例较大，镍价走势为不锈钢和特种合金价格走势的风向标，特别是生产耐高腐蚀、耐高/低温、耐高压等高性能、高品质的不锈钢管和特种合金管材，需要含镍量较高的原材料。整体来看，镍价与冷轧不锈钢价格走势整体较为平稳（除年初特殊情况外），利于公司生产节奏的稳定运行。

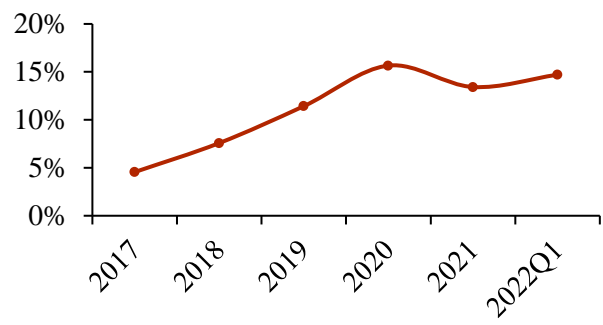
另外，公司通过“以销定产”赚取稳定的加工费用，叠加公司产品高端化优势，公司在原材料价格稳定波动的情况下，可以及时将成本端的波动传导至下游。可以看到，除了 2021 年受到出口退税影响导致的利润率有所下降外，公司利润水平长期维持在高位运行。

图 13: 公司毛利率水平稳定



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 14: 净利率水平增长



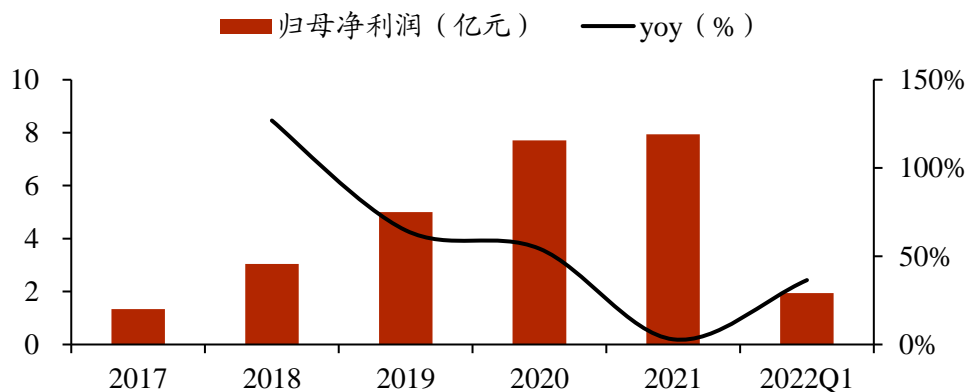
资料来源: wind, 浙商证券研究所

因此,公司在收入端具备增量趋势,随着新产线的投产及产能利用率的提升,公司产量有望继续增长。按照公司在 2021 年年报指引,公司 2022 年预计实现工业用成品不锈钢管销量 13.34 万吨,同比 2021 年增长 12.68%。另外,随着公司高端产品持续研发及现有产品进入高端市场和海外市场,公司在高端产品领域市场份额逐步扩大,整体售价有望得到抬升。

成本端,公司未来继续深挖内部降本,推进智能工厂建设。同时,随着石油开采高景气、核电重启等因素推动,公司产能利用率有望进一步提升,吨钢摊销成本进一步下降。

综上,我们认为,公司业绩有望随着收入增长,成本下降而继续保持高增长。

图 15: 公司归母净利润快速增长



资料来源: wind, 浙商证券研究所

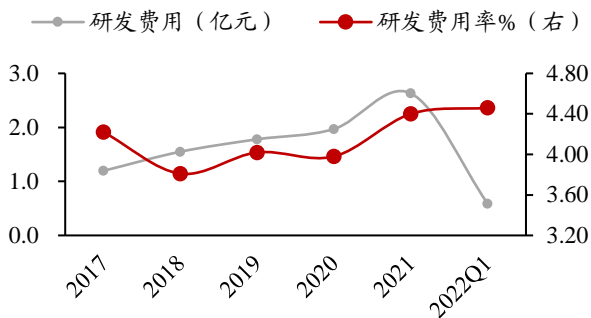
2.3. “研发+工艺+规模+产品”优势构筑核心护城河

公司自设立以来,逐步形成了以“久立特材研究院”为核心,国家博士后科研工作站、浙江省院士专家工作站以及新材料研发、焊接技术工艺研究、制管工艺研究、技术装备研究、检测技术研究、标准信息研究等相关科研研究室和 CNAS 国家认可钢铁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。

公司特聘院士为久立首席科学家,持续加大科研经费投入,进一步提高公司自主研发和创新能力。截至 2021 年,公司拥有研发人员 388 人,其中享受国务院政府特殊津贴

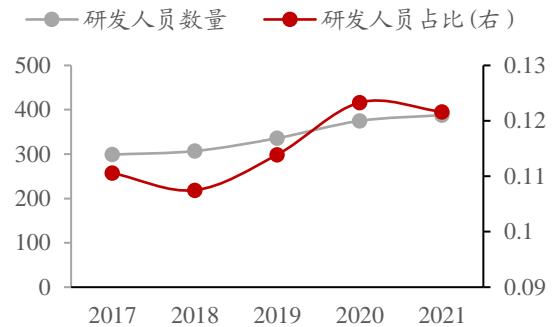
专家 3 人，工程师 159 人，高级工程师 30 人。同时，公司也十分注重加强与国内外优秀高等院校、科研单位的技术合作，持续为公司研发创新提供人才和技术储备。

图 16：公司研发费用率维持高位



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 17：公司研发人员数量情况

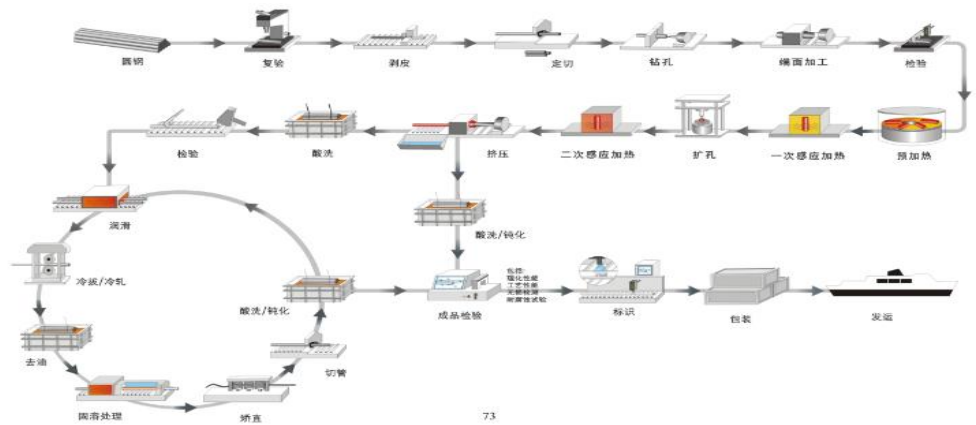


资料来源：wind，浙商证券研究所

公司是国内少数几家能同时采用国际先进的挤压工艺和穿孔工艺进行生产的企业，先进的装备和工艺提高了原材料成材率和产品品质。公司拥有钢挤压机组、柔性成型连续焊接机组、各种类型热处理设备、冷加工成型和精整设备，以及无损探伤设备、水压试验设备等先进生产和检测设备，生产控制系统采用了世界先进的控制软（硬）件，实现了数据实时传输和控制。公司具备了生产油气输送用管、高品质超（超）临界电站锅炉用管、蒸发器用 U 形传热管、超长换热管、海水淡化用管、化工用管等众多产品的能力。

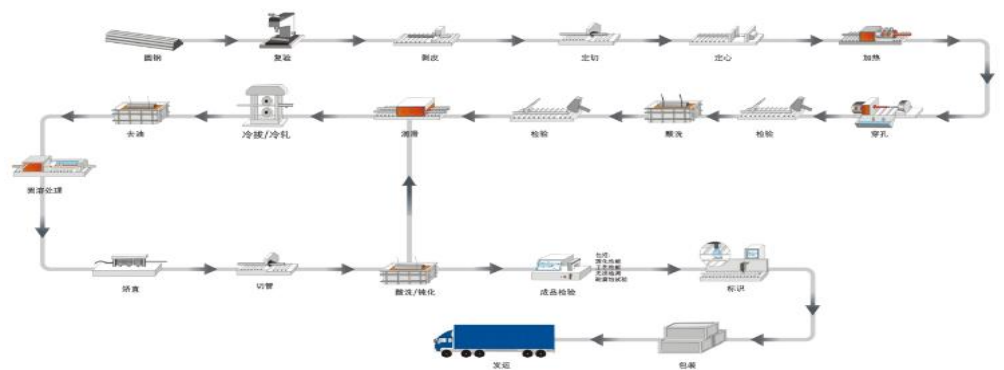
2006 年 10 月，公司引进的具备国际现金水平、当时国内最大、单台挤压能力全球第六的 3500 吨钢挤压机组建投产，同时配有工频感应炉、连续焊接生产线，从日本引进的焊接机组，国内先进的冷轧钢管机、液压拉拔机等先进装备，使得公司率先实现了热挤压生产设备全程自动控制和全流程清洁生产；坯料加热工艺采用了使用天然气的环形炉；二次加热工艺采用了德国制造、代表世界先进水平的工频感应炉；冷加工工艺采用了目前国内先进的冷轧钢管机和液压拉拔机；固溶处理炉的燃料使用了天然气；生产控制系统采用了世界先进的控制软（硬）件，实现了温度、气体和速度由计算机闭环控制，炉内温度气氛控制稳定。依靠上述装备和工艺手段，公司能够生产出高品质的超（超）临界电站锅炉用管、海水淡化用管、油气输送用管、核电站用核级不锈钢无缝管及焊接管、化工、化肥和化纤用管等。3500 吨钢挤压机组生产线的建成投产，也标志了公司开启了“长、特、优、高、精、尖”的特色之路。随着公司上市后不断在工艺、产线设备的升级改造，公司已经具备生产满足不同客户在不同应用场景下对于产品性能的需求。

图 18：不锈钢无缝管（挤压工艺）生产工艺流程



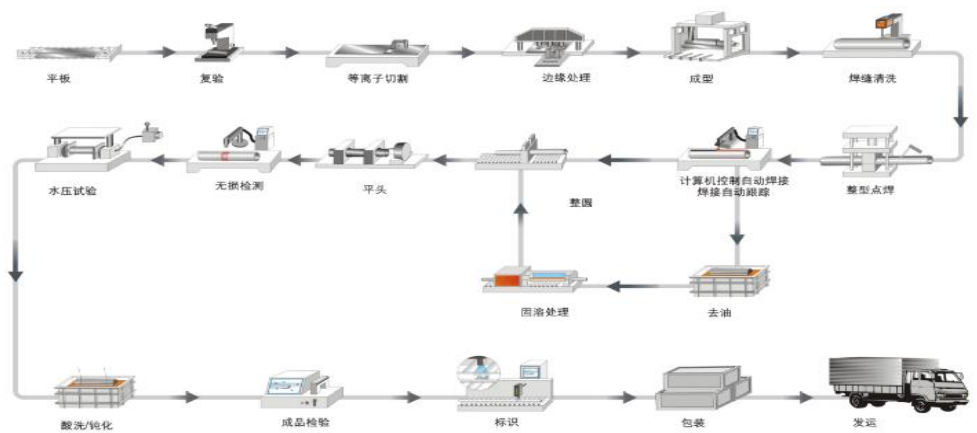
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 19：不锈钢无缝管（穿孔工艺）生产工艺流程



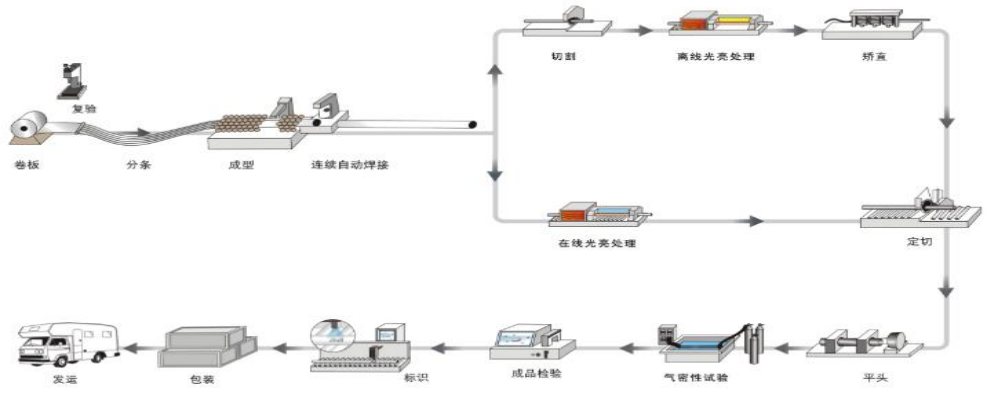
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20：不锈钢焊接管（大众口径）生产工艺流程



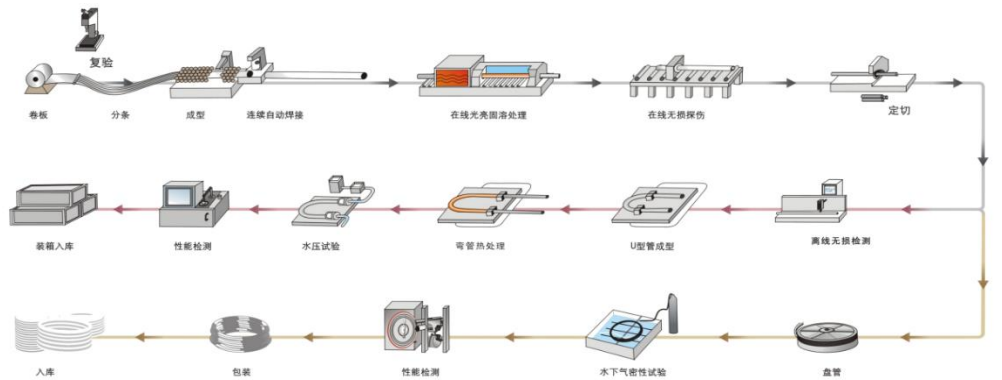
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 21：不锈钢焊接管（小口径）生产工艺流程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 22：U 型管/盘管生产工艺流程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

先进的工艺和设备为公司扩展市场及产品高端化进程打下了坚实的基础。目前公司优良的产品质量赢得了国内外客户的一致认可，已成为中石化、中石油、中海油、哈尔滨电气、上海电气、东方电气、国电投的合格供应商，也是英荷壳牌、埃克森美孚、英国石油、道达尔、沙特阿美、巴西石油、巴斯夫、科思创、陶氏化学、杜邦、法玛通、西屋、德希尼布、塞班、日晖、千代田、三星工程等世界级知名企业的合格供应商。

公司通过不断的技术改造和产品结构调整，已成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，目前具备年产 13.5 万吨工业用不锈钢管的生产能力。根据中国特钢企业协会不锈钢分会统计，公司市场占有率多年位居国内同行业第一位，行业龙头地位和规模优势明显，具备一定的产品议价能力。

产品方面，公司形成了包括奥氏体/铁素体双相不锈钢无缝管、超级双相不锈钢无缝管、超（超）临界电站锅炉用不锈钢无缝管、镍基耐蚀合金油井管、油气输送用大口径厚壁不锈钢焊接管、大型换热器用超长不锈钢焊接 U 型管、海水腐蚀铁素体不锈钢焊接 U 型管、海水淡化及电站用钛及钛合金焊接管、蒸发器用 U 形传热管、ITER 装置用 TF/PF 导管等高端工业用不锈钢管产品。其中部分产品多次打破国外垄断，实现填补国内空白，有效推进了我国高端工业用不锈钢管的国产替代进程。

我们认为，公司提前布局高端市场，引进先进设备工艺，开启高端化进程，并持续在研发上保持高投入，为公司在高端不锈钢工业管市场带来了明显先发优势。考虑到，一般高端工业用不锈钢管从产品研发、测试、生产，再到认证、获得订单，整个周期一般 8-10 年，甚至 15 年以上。据此判断，公司高端化产品放量未来仍具备很大空间。

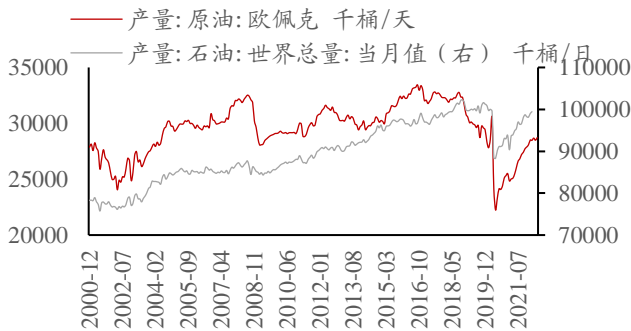
3. 高端化发力叠加下游高景气，助力公司未来业绩长虹

公司经过多年发展，通过不断深耕主业，在石油、石化、天然气、新兴能源、高端制造、航空航天等领域取得突破，市场份额逐步提升，高端产品经过长周期的研发、认证后逐步投向市场，并得到海内外主流客户的认可。我们认为，公司未来将以自身强劲的研发能力作为基础，借助下游行业高景气度带来的需求增长，公司未来有望受益自身的“量增、提质”，业绩长虹。

3.1. 石油、化工、天然气

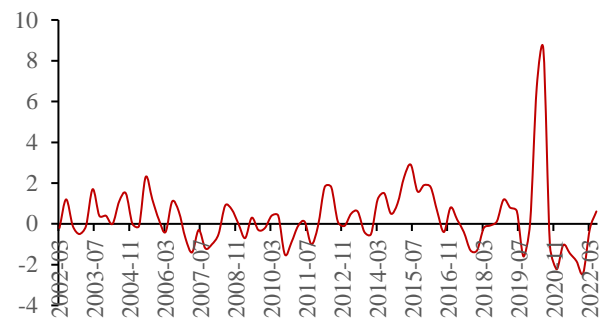
2020 年以来，受疫情影响，原油产量下降。同时，随着疫情逐步缓解，疫苗普及，各国经济复苏，需求恢复。短期内，原油市场供需出现错配。同时，年初爆发的俄乌战争，更是加大了原油、天然气供应端的影响。致使原油、价格大幅上涨。

图 23：原油产量变化情况



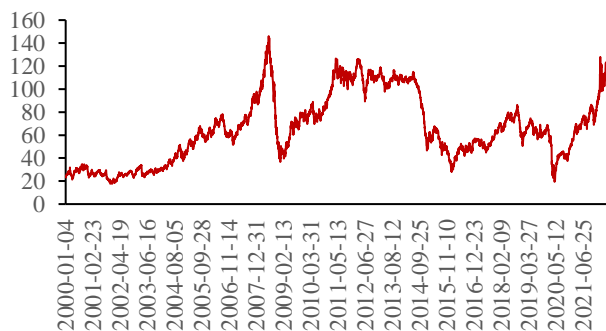
资料来源：OPEC,EIA，浙商证券研究所

图 24：供需平衡差异:原油 百万桶/天



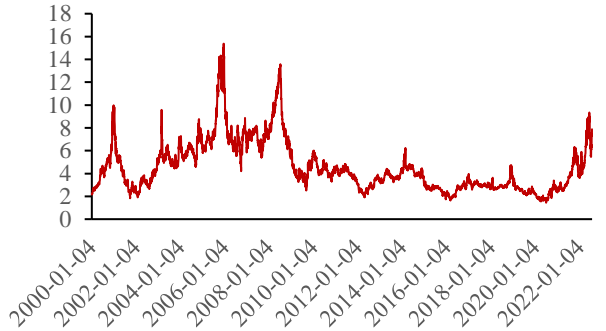
资料来源：OPEC,浙商证券研究所

图 25：期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)



资料来源：IPE，浙商证券研究所

图 26：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气 (美元/百万英热)

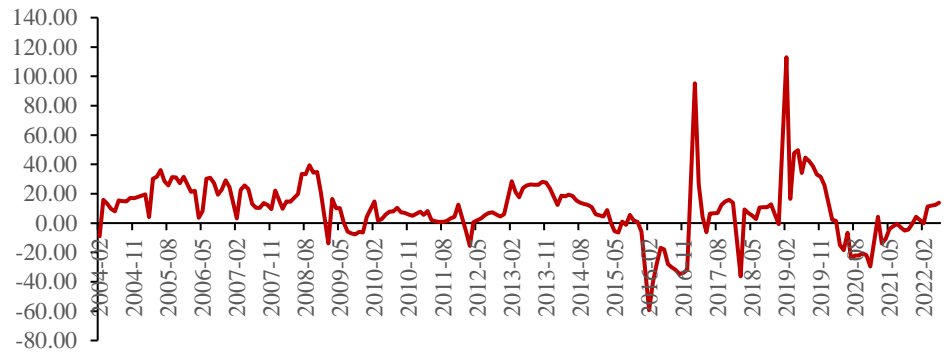


资料来源：浙商证券研究所

受到原油、天然气价格上涨带动，石油、天然气开采投资力度同步加强。自 2020 年以来，我国石油、天然气固定资产投资一直出于负增长态势。今年初，随着石油天然气价格快速上涨，截至 2022 年 6 月，我国石油、天然气固定资产投资累计同比已经达到 13.80%。

对于公司来讲，石油、天然气开采业投资力度增大无疑带来公司主营油气管业务的增长。2021 年，公司在石油、化工、天然气领域实现营业收入 33.85 亿元，占总营收比重 56.67%。随着石油、天然气价格的高位运行，相关投资有望维持高位，公司主营业务有望维持较好景气度。

图 27：石油、天然气固定资产投资完成额触底回升（%）

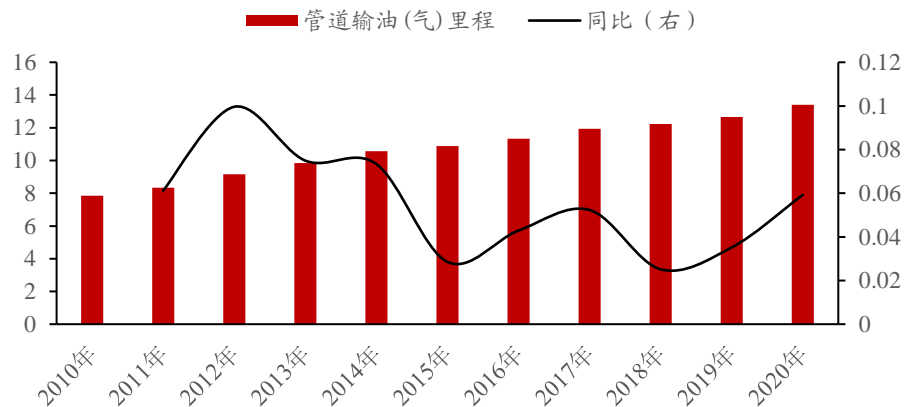


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

3.1.1. 油气输送管道景气度提升

按照统计局统计数据，截至 2020 年，我国管道输油、输气管道里程达到 13.4 万公里。自 2019 年起，增速触底回升。未来，随着我国进一步增强能源供应链稳定性和安全性，对于油气输送管道需求有望持续保持较高增长。

图 28：我国管道输油（气）里程（万公里；%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

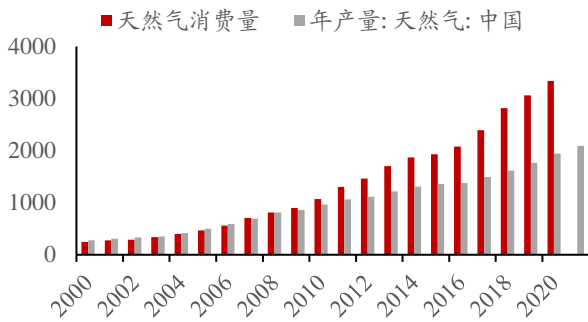
我国中长期对于油气输送管网有着明确的规划。根据国家发改委、国家能源局于今年 1 月 29 日发布的《“十四五”现代能源体系规划》表述，“十四五”期间，要完善原油和成品油长输管道建设，优化东部沿海地区炼厂原油供应，完善成品油管道布局，提高成品油管输比例。加快天然气长输管道及区域天然气管网建设，推进管网互联互通，完善 LNG 储运体系。到 2025 年，全国油气管网规模达到 21 万公里左右。

《规划》提出，要提升天然气储备和调节能力。统筹推进地下储气库、液化天然气（LNG）接收站等储气设施建设。构建供气企业、国家管网、城镇燃气企业和地方政府四方协同履约新机制，推动各方落实储气责任。同步提高管存调节能力、地下储气库采气调节能力和 LNG 气化外输调节能力，提升天然气管网保供季调峰水平。到 2025 年，全国集约布局的储气能力达到 550 亿~600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

天然气作为重要清洁能源，我国天然气消费量保持快速增长。多年来，我国天然气消费量增速大于产量，我国天然气进口常年维持高位。虽然今年以来，受俄乌战争，

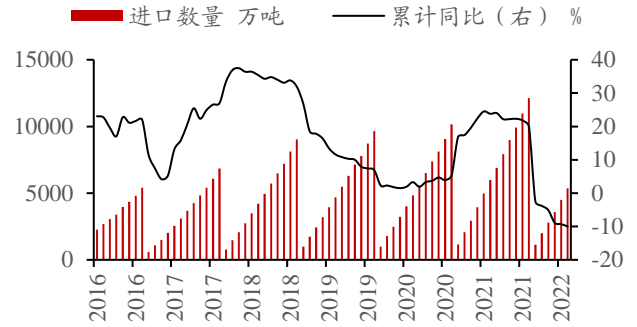
全球天然气价格飙升，叠加国内疫情反复，需求受限，导致进口天然气数量有所下降。但长期来看，天然气作为“减碳”利器，我国天然气需求仍将保持增长。

图 29：我国天然气产销量（亿立方米）



资料来源：国家统计局，BP，浙商证券研究所

图 30：我国天然气进口情况



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

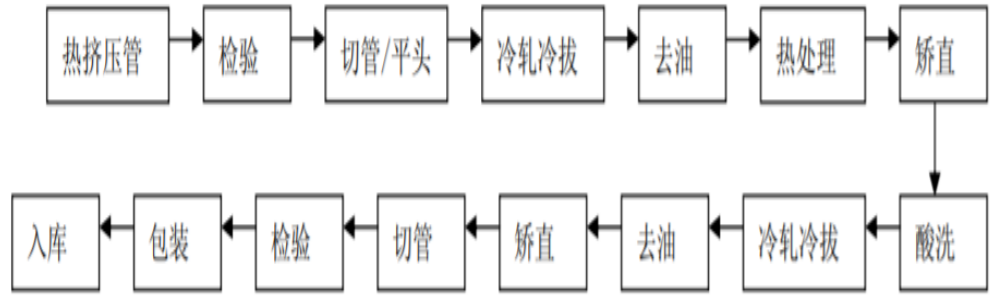
3.1.2. 镍基合金油井管，有望供需

油井管包括钻杆、套管和油管等，通过专用螺纹连接形成钻柱和油/套管柱。钻柱是油气开发的必备工具，套管柱和油管柱则是封隔地层和开采油气的唯一通道。套管寿命决定油气井寿命，是油气田的命脉。因此油井管在石油勘探开发中具有举足轻重的作用。油田在油井管使用和管理过程不仅涉及油井管本身的质量和性能，而且还与油、气井工程密切相关。因此油井管的性能不佳必导致其在使用过程中大量失效，不但产生巨大的经济损失，而且严重影响油气田的勘探开发和正常生产。

镍基合金是抗 CO₂ 等介质腐蚀的理想材料，镍基合金油井管可适用于高温、高压、特殊介质腐蚀的条件下，具有很好的韧性、高温持久强度、抗氧化性、抗蠕变性、抗腐蚀性以及焊接性能。随着国内一些地质和井况条件恶劣的油气田相继投入使用，镍基合金有望逐步取代普通材质油井管而大量投入使用。

在公司众多应用在石油、化工、天然气领域产品中，镍基合金油井管是最具备核心壁垒的高端产品。公司 2009 年上市募集资金，投向“年产 3000 镍基合金油井管项目”，该项目已于 2012 年初实现投产。另外，随着公司募投项目“年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目”正式投产，公司镍基合金管产能突破 10000 吨。于此同时，公司在 2021 年通过巴西石油相关认证，已初步实现供货，公司在高端镍基合金管市场开启“产量增加+市场份额增加”的双增长阶段。

图 31：镍基合金油井管生产工艺流程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

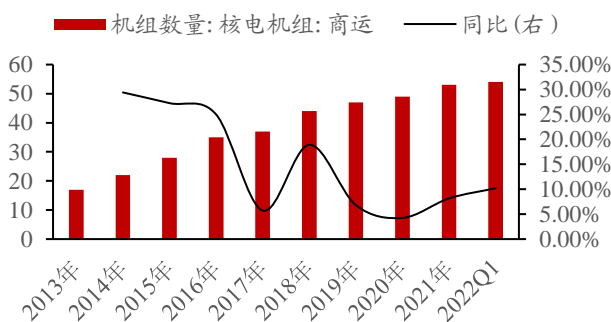
镍基合金油井管具有高合金化、制造工艺复杂、生产难度大、质量要求严格等特点，是钢铁生产技术含量最高的产品之一。我们认为，公司在石油、化工、天然气领域稳住市场，主要市场景气度提升机遇扩大市场外，公司油井管高端产品步入放量阶段。这将为公司在传统能源领域提升市场份额，增厚公司业绩收入，同时可以有效帮助公司抵抗传统能源领域的周期性波动。

3.2. “双碳”下核电订单有望加速

国家发改委、国家能源局于今年 1 月 29 日发布的《“十四五”现代能源体系规划》提出，要积极安全有序发展核电。在确保安全的前提下，积极有序推动沿海核电项目建设，保持平稳建设节奏，合理布局新增沿海核电项目。开展核能综合利用示范，积极推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆、海上浮动堆等先进堆型示范工程，推动核能在清洁供暖、工业供热、海水淡化等领域的综合利用。到 2025 年，核电运行装机容量达到 7000 万千瓦左右。

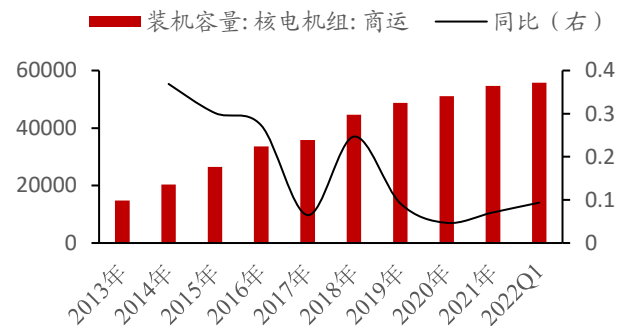
2021 年，我国核电机组装机容量 5.46 万兆瓦，按照《“十四五”现代能源体系规划》目标，2022-2025 年核电机组装机容量复合增速为 6.38%。

图 32：我国商运核电机组数量（台）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 33：我国核电装机容量（兆瓦）



资料来源：wind，浙商证券研究所

在《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》中，明确提出推进沿海核电建设，建成华龙一号、国和一号、高温气冷堆示范工程，积极有序推进沿海三代核电建设。推动模块化小型堆、60 万千瓦级商用高温气冷堆、海上浮动式核动力平台等先进堆型示范。建设核电站中低放废物处置场，建设乏燃料后处理厂。开展山东海阳等核能综合利用示范。核电运行装机容量达到 7000 万千瓦。根据中国核能行业协会在 2020 年 6 月发布的《中

国核能发展报告(2020)》预测,“十四五”及中长期,核能在中国清洁能源低碳系统中的定位将更加明确,作用将更加凸显,核电建设有望按照每年6~8台持续稳步推进。参照“十三五”期间,我国新增20台机组投入使用,平均每年5台。可以看出,“十四五”期间,核电建设有望得到加速。

公司是国内唯二可以生产蒸发器U型管的企业。公司目前具有500吨核电蒸发器U型管产能。若按照今后每年6-8台核电机组开工计算测算,公司蒸发器U型管产能将充分释放。

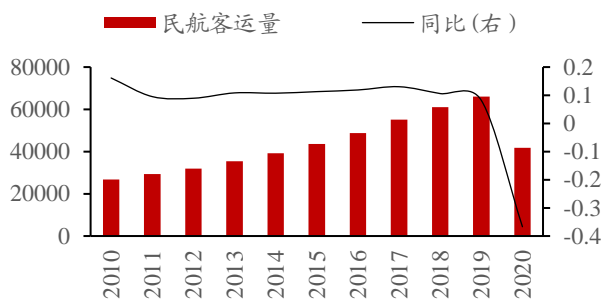
3.3. 国产飞机试飞完成,公司布局航空航天恰逢其时

2017年,公司公开发行可转换公司债券,募集资金投资“年产1000吨航空航天材料及制品项目”。该项目主要是为航空产业配套各种航空用管,包括飞机发动机用管、飞机主机用管等,材质可以包括不锈钢、钛合金、高温合金等各种材质。该项目已于2021年底实现投产。

2016年7月,公司已成为中国航发四川成发航空科技股份有限公司航空用管管材合格供应商;并且与成飞、陕飞、航天11所等开展合作,参与研发航空航天用材料,主要包括航空油路管、高温合金高强度管道、燃气回路管道等。随着公司产线投产,预计未来随着产品试验认证逐步推进,积极开拓国际市场,公司在航空航天领域市场份额将逐步提升。

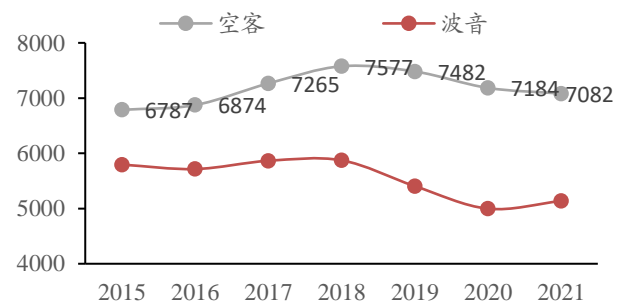
目前来看,我国民航客运量除了受到疫情影响的2020年之外,整体保持着稳定增长。而飞机制造商空客、波音准备订单量虽受疫情影响及737max禁飞影响,储备订单有所下降,但仍维持在高位,且在2021年储备订单有所回升迹象。

图 34: 我国民航客运量(万人)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图 35: 空客、波音储备订单情况



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

根据《中国商飞公司2017—2036年民用飞机市场预测年报》预测,到2035年时中国机队规模将达到8684架,其中单通道喷气客机5539架,双通道客机2048架,喷气支线客机1097架。我们认为,随着我国民航事业的发展及国产飞机的投入使用,对于公司航空航天用管材产品需求将形成有力的支撑。

根据公司公告测算,管道系统包括油路管,污水管,空气管,仪表管等各种系统,占飞机重量在8%;按照单架飞机重量40吨计算,2021年空客和波音储备订单为12218架,中国商飞在手订单约为1200架,一架飞机从接订单到完成交付大约需要5年时间,对应每年全球民航飞机用管需求大约8587.52吨。

我们认为,公司“年产1000吨航空航天材料及制品项目”顺利投产,恰逢其时。具体来看:

- 疫情逐步缓解，未来民航发展终将逐步回归正常，我国民航发展有望继续保持稳定发展；
- 7月19日，C919大型客机六架试飞飞机圆满完成全部试飞任务，历时5年完成所有试飞科目，代表着C919有望在今年完成取证。国产大飞机的投入使用无疑将大大增加相关国内供应商相关产品的需求。根据中国商飞网站，C919已累计28家客户815架订单。
- 除国内客户外，波音737MAX全球禁飞令缓解，全球防疫政策逐步宽松，公司飞机制造巨头订单情况逐步从疫情阶段底部开始回暖。公司积极开拓国际市场，有望在国际市场上逐步提高公司产品的市场份额。

4. 盈利预测

4.1. 盈利预测

随着公司“年产5500KM核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目投产”及“年产1000吨航空航天材料及制品项目”投产。另外，公司利用自有资金建设“年产5000吨特种合金管道预制件及管维服务项目”及“年产15000吨油气输送用特种合金焊接管材项目”，预计在2022年实现投产。考虑到产能具有一定爬坡周期，公司产能会在2022年-2023年持续增长，同时公司高端市场份额逐步增加，公司新增产能有望很快投入市场，带来公司新增产能及时有效释放。因此我们预计公司2022-2024年实现各种不锈钢管产量13.34万吨、14.14万吨、14.57万吨。其中，2022-2024年无缝管产量分别为6.19万吨、6.49万吨、6.69万吨；焊接管产量分别为7.15万吨、7.65万吨、7.88万吨。

售价方面，截至2021年，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19%。随着新产线的投产及镍基合金油井管开始供货海外高端市场，高端产品占比进一步提升的同时，而公司新增产能以高端产品为主，售价较高，随着公司高端产品的产量及市场份额逐步增加，公司产品整体售价有望抬升。同时，公司产品受到海外客户认可，出口退税影响有望逐步部分向下游转移，带来产品价格的提升。预计公司2022-2024年无缝管平均售价为58529元/吨、62626元/吨、66697元/吨；焊接管平均售价为31977元/吨、32616元/吨、33595元/吨。

毛利率方面，我们预计随着公司高端产品占比逐步提升，下游行业维持较高景气度，公司产品需求稳步上升。同时，公司产品具有高壁垒。因此，我们认为公司各项主线产品未来毛利率呈上升趋势。预计2022-2024年，无缝管产品毛利率30.85%、33.45%、35.62%；焊接管毛利率22%、22%、22.76%。

因此，我们测算，公司业绩在2022年有望迎来大幅增长机遇。预计公司2022-2024年实现营业收入70.84、77.93、84.01亿元，同比增长18.58%、10.01%、7.80%，实现归母净利润10.47、12.48、14.86亿元，同比增长31.84%、19.23%、19.05%，对应EPS为1.07、1.28、1.52元。现价对应PE为16.61、13.93、11.70倍。

表 7：主要产品盈利预测

产品	指标	2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2024 年 E
无缝管	收入	3100.93	3625.18	4066.82	4461.10
	增速	30.92%	16.91%	12.18%	9.69%
	成本	2117.75	2506.97	2707.24	2872.11
	增速	31.41%	18.38%	7.99%	6.09%
	毛利率	31.71%	30.85%	33.43%	35.62%
焊接管	收入	1756.44	2286.45	2495.26	2647.23
	增速	-3.12%	30.18%	9.13%	6.09%
	成本	1394.50	1783.36	1946.22	2044.70
	增速	10.61%	27.89%	9.13%	5.06%
	毛利率	20.61%	22.00%	22.00%	22.76%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2. 估值比较

考虑到公司产品壁垒高，同时公司主要“以销定产”，采取“成本加成”的方式赚取稳定加工费用，盈利水平较为稳定。因此，我们选取在产品结构及经营模式与公司相似的公司作为估值对比。基于以上考虑，我们选取武进不锈、抚顺特钢、中信特钢。

表 8：8 月 5 日，公司与可比公司估值比较情况

证券代码	证券简称	市值	PE				EPS (元)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000708.SZ	中信特钢	981	13.00	10.66	9.55	8.70	1.58	1.82	2.03	2.23
603878.SH	武进不锈	29	15.91	13.22	11.63	10.23	0.44	0.55	0.63	0.71
600399.SH	抚顺特钢	363	62.36	40.62	27.96	21.44	0.40	0.46	0.66	0.86
	中位数		30.42	21.50	16.38	13.46				
002318.SZ	久立特材	174	21.33	16.18	13.57	11.40	0.81	1.07	1.28	1.52

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：可比公司盈利预测采用 wind 一致预期数据。

考虑到公司新产线陆续投产，公司正处在高端产品放量的爆发阶段，未来高端产品产销量及市场份额都具有较大增长空间，这为公司带来了良好的成长机遇，成长性更优。综合考虑，我们给予公司 2022 年 25 倍市盈率，对应市值 262 亿元，较当前市值具有 50.57% 上涨空间，给予“买入”评级。

5. 风险提示

5.1. 原材料价格大幅波动

公司不锈钢产品的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢卷板和不锈钢平板，是公司产品成本构成中最主要的组成部分。未来若原材料价格持续上涨，原材料采购将占用公司更多的流动资金，从而加大公司资金周转的压力；若原材料价格持续下滑，将增大公司原材料库存管理的难度，并引致存货跌价损失。主要原材料价格的波动还会造成公司产品毛利率指标一定程度的波动。

5.2. 出口退税政策变化的影响

2021 年 4 月末，根据财政部和税务总局发布的《关于取消部分钢铁产品出口退税的

公告》，自 2021 年 5 月 1 日起，取消部分钢铁产品出口退税。经对比对照产品清单，公司部分出口产品在取消税目清单内，预计将直接影响公司已签供货协议但尚未发货的出口订单以及未来公司传统产品在国际上的价格竞争力。因此，公司如果不能及时调整产品结构、提升产品附加值，做到有效地控制产品前端成本，提升公司综合竞争力和品牌价值，公司可能将面临较大的行业竞争风险。

5.3. 宏观经济波动风险

公司主营业务为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，产品主要应用于石油、天然气、电力设备制造、化工等领域。因此，公司的经营业绩不可避免地将受国内外宏观经济形势的系统性影响。

5.4. 疫情影响

反复的疫情在影响宏观经济走向的同时，同时将对公司部分涉及进口设备及外来人员调试的项目造成建设进度等方面的影响，因此会对公司未来经营业绩带来潜在的风险和影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4171	4602	4887	5681	营业收入	5974	7084	7793	8401
现金	1273	1027	1061	1774	营业成本	4485	5273	5646	5919
交易性金融资产	53	53	53	53	营业税金及附加	28	36	38	41
应收账款	1084	1160	1250	1354	营业费用	220	355	377	402
其它应收款	0	0	0	0	管理费用	177	280	267	285
预付账款	73	141	136	132	研发费用	263	230	303	328
存货	1490	1900	2047	2082	财务费用	5	26	23	22
其他	197	321	339	286	资产减值损失	45	(11)	7	19
非流动资产	3658	4428	5105	5719	公允价值变动损益	(25)	3	(11)	(4)
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	136	260	270	280
长期投资	659	604	618	627	其他经营收益	43	50	52	48
固定资产	2147	2943	3599	4208	营业利润	905	1210	1442	1709
无形资产	365	409	469	539	营业外收支	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	436	418	367	292	利润总额	905	1209	1441	1709
其他	51	54	52	53	所得税	103	152	181	208
资产总计	7829	9031	9992	11399	净利润	802	1057	1261	1501
流动负债	2293	2241	2373	2512	少数股东损益	8	10	13	15
短期借款	175	137	145	134	归属母公司净利润	794	1047	1248	1486
应付款项	1145	1160	1248	1374	EBITDA	1137	1383	1673	1987
预收账款	0	192	70	101	EPS (最新摊薄)	0.81	1.07	1.28	1.52
其他	973	753	910	904	主要财务比率				
非流动负债	275	540	354	389		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	40	40	40	40	成长能力				
其他	235	500	314	349	营业收入	20.56%	18.58%	10.01%	7.80%
负债合计	2568	2781	2727	2902	营业利润	-3.13%	33.60%	19.19%	18.54%
少数股东权益	165	175	188	202	归属母公司净利润	-1.06%	31.84%	19.23%	19.05%
归属母公司股东权益	5097	6075	7077	8295	获利能力				
负债和股东权益	7829	9031	9992	11399	毛利率	24.93%	25.57%	27.56%	29.54%
					净利率	13.43%	14.93%	16.18%	17.87%
					ROE	15.55%	18.19%	18.47%	18.86%
					ROIC	14.79%	16.75%	17.22%	17.58%
					偿债能力				
					资产负债率	32.80%	30.79%	27.30%	25.45%
					净负债比率	9.66%	7.93%	8.93%	7.56%
					流动比率	1.82	2.05	2.06	2.26
					速动比率	1.17	1.21	1.20	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.84	0.82	0.79
					应收帐款周转率	8.81	7.91	8.03	7.96
					应付帐款周转率	10.28	10.29	10.26	9.75
					每股指标(元)				
					每股收益	0.81	1.07	1.28	1.52
					每股经营现金	0.78	0.26	1.14	1.64
					每股净资产	5.22	6.22	7.24	8.49
					估值比率				
					P/E	21.90	16.61	13.93	11.70
					P/B	3.41	2.86	2.46	2.10
					EV/EBITDA	14.59	12.10	10.01	8.06

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>