

产品结构高端布局，投资收益助推业绩

2022 年 08 月 11 日

➤ **事件概述：**8月9日，公司发布2022年半年报：2022上半年，公司实现营业收入29.85亿元，同比增长0.8%；归母净利润5.06亿元，同比增长34.4%；扣非归母净利4.86亿元，同比增长38%。2022Q2，公司实现营业收入16.66亿元，同比减少0.3%、环比增长26.3%；归母净利润3.12亿元，同比增长33.1%，环比增长60.8%；扣非归母净利3.02亿元，同比增长38.7%，环比增长63.6%。

➤ 点评：投资收益助力公司业绩稳步增长

① **毛利率小幅波动，投资收益大幅增加。**2022年上半年原材料不锈钢价格上涨21.09%，受原材料价格上涨及出口退税影响，公司整体毛利率同比下滑0.82pct至24.43%，其中Q2毛利率环比增加1.41pct，同比减少0.68pct，整体波动不大。但由于公司对永兴材料的股权投资收益增加，使得公司2022H1投资收益达1.99亿元，同比增加287.64%，助推公司业绩稳步增长。

② **2022Q2公司归母净利润环比同比增长。环比来看，**公司盈利增长主要得益于二季度产品销量、毛利率的增加以及投资收益的增长；**同比来看，**由于毛利率变动不大，且销售虽受疫情影响但仍在可控范围内，公司毛利回落幅度有限，且对公司股权投资收益同比增加1.2亿元，支撑了公司Q2业绩。

➤ 未来核心看点：公司布局高端产品，加快产能释放

① **持续布局高端产品，促进产品结构优化。**公司高端产品布局逐步展现成效，2022年上半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20%，保持了持续稳定的增长态势，未来公司还将持续加大科研力度，开拓高端市场。

② **把握下游行业景气需求，加快产能释放。**2022年上半年，公司下游油气、核电行业景气度持续回暖，公司积极推进投产项目的产能释放。公司可转债项目“年产5500km精密管材项目”以及“1000万吨航空航天材料及制品项目”投产后，公司高端不锈钢管产能将有所提升，产品结构有望进一步优化。另外，“年产5000吨特种合金管道预制件及管维服务项目”，“年产15000吨油气输送用特种合金焊接管材项目”等也将助力公司产能持续扩张，公司业绩释放可期。

➤ **盈利预测与投资建议：**随着产能逐步投放，公司产量有望持续增加，同时产品结构有望进一步优化，我们预计公司2022-2024年将实现归母净利10.56亿元、12.51亿元和14.16亿元，EPS分别为1.08元、1.28元和1.45元，对应8月10日收盘价的PE分别为18、15和13倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，产能不及预期，新冠疫情持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5974	6313	6967	7437
增长率(%)	20.6	5.7	10.3	6.7
归属母公司股东净利润(百万元)	794	1056	1251	1416
增长率(%)	2.9	33.0	18.4	13.2
每股收益(元)	0.81	1.08	1.28	1.45
PE	23	18	15	13
PB	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年08月10日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

18.95 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.久立特材(002318.SZ)2021年报&2022年一季报点评：公司产能持续释放，行业龙头地位稳固-2022/04/27

2.久立特材(002318)2019半年报点评：盈利较大幅度增长，特钢走出独立行情-2019/08/28

3.久立特材(002318)深度报告：受益于油气资本开支回升和核电重启，盈利重回快速增长轨道-2019/04/22

目录

1 事件概述：公司公布 2022 年半年报	3
2 点评：投资收益助力公司业绩稳步增长	4
2.1 毛利率小幅波动，投资收益大幅增加	4
2.2 2022Q2 业绩环比同比均有所改善	7
3 核心看点：公司布局高端产品，加快产能释放	8
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件概述：公司公布 2022 年半年报

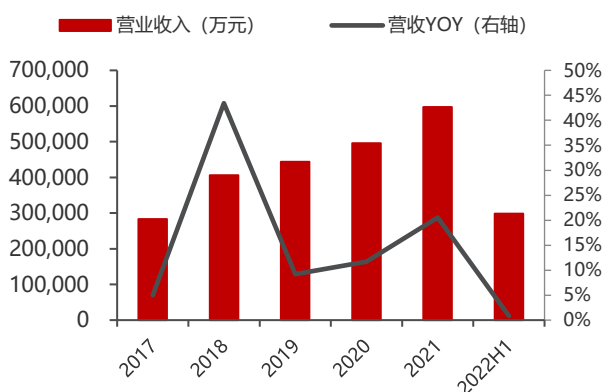
公司公布 2022 年半年报：2022 上半年，公司实现营收 29.85 亿元，同比增长 0.8%；归母净利润 5.06 亿元，同比增长 34.4%；扣非归母净利润 4.86 亿元，同比增长 38%。

分季度来看：

2022Q1，公司实现营收 13.19 亿元，同比增长 2.3%、环比减少 10.9%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 36.5%、环比增长 6.7%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 36.9%、环比增长 21.2%。

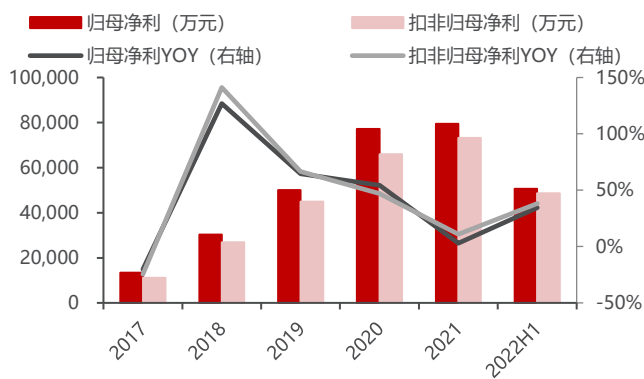
2022Q2，公司实现营收 16.66 亿元，同比减少 0.3%、环比增长 26.3%；归母净利润 3.12 亿元，同比增长 33.1%、环比增长 60.8%；扣非归母净利润 3.02 亿元，同比增长 38.7%、环比增长 63.6%。

图1：2022 年上半年，公司实现营收 29.85 亿元



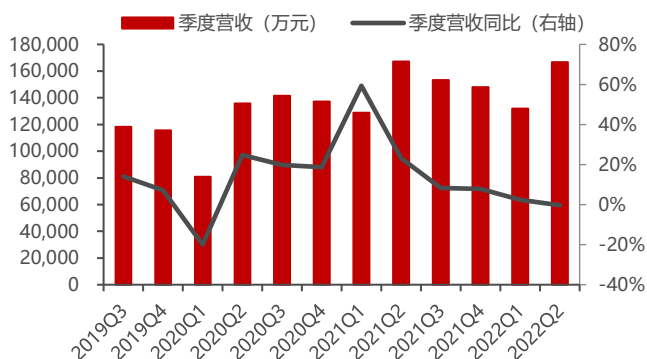
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年上半年，公司实现归母净利润 5.06 亿元



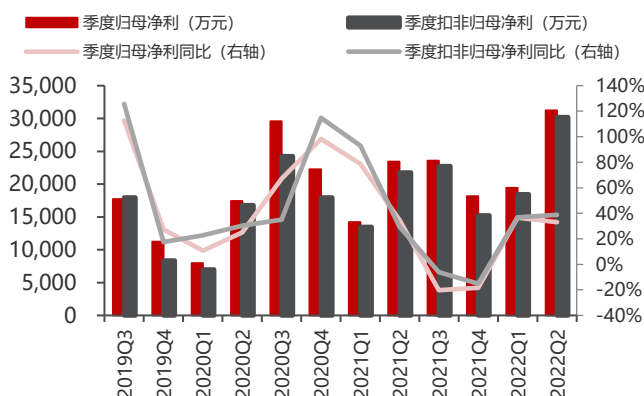
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司营收 2022Q2 同比减少 0.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司归母净利润 2022Q2 同比增长 33.1%



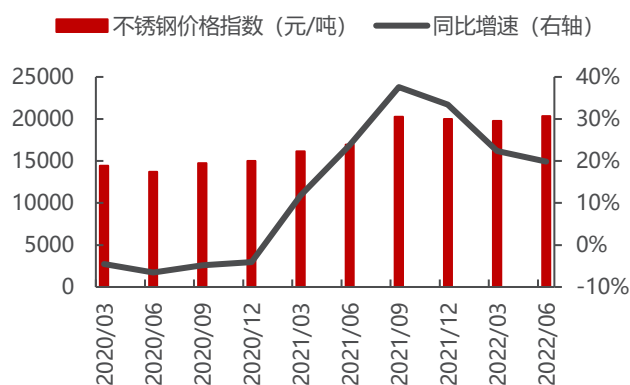
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：投资收益助力公司业绩稳步增长

2.1 毛利率小幅波动，投资收益大幅增加

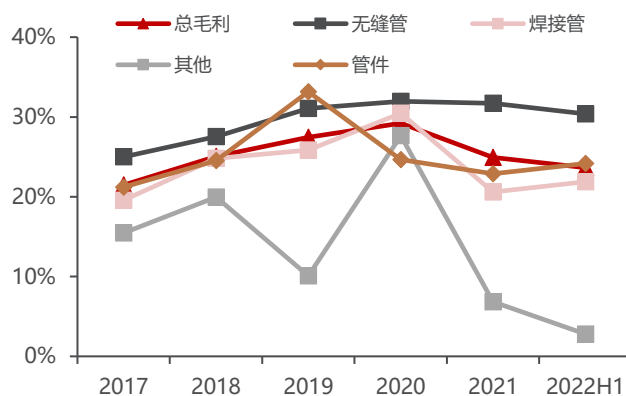
2022 原材料价格上涨，毛利率同比小幅回落。2022 年上半年原材料不锈钢价格指数同比上升 21.09%，其中 Q2 均价 20331.5 元/吨，环比上升 2.88%，同比增加 19.86%。受原材料价格上涨及出口退税政策影响，2022H1 公司毛利率为 24.43%，同比下滑 0.82pct，其中无缝管和焊接管毛利率分别为 30.40%(同比 +0.94pct)和 21.87%(同比-2.62pct)。公司 Q2 毛利率为 25.05%，环比增加 1.41pct，同比减少 0.68pct。

图5：不锈钢价格指数



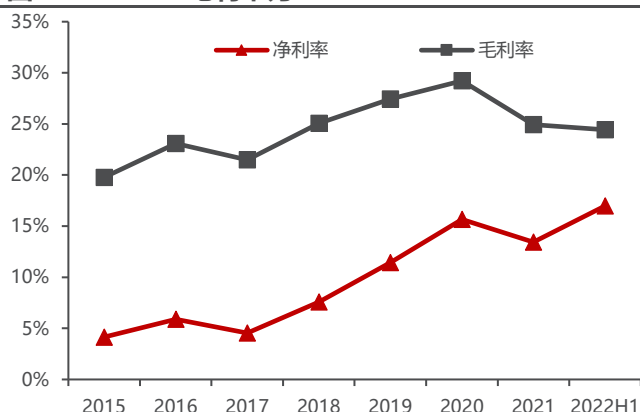
资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

图6：分产品毛利率



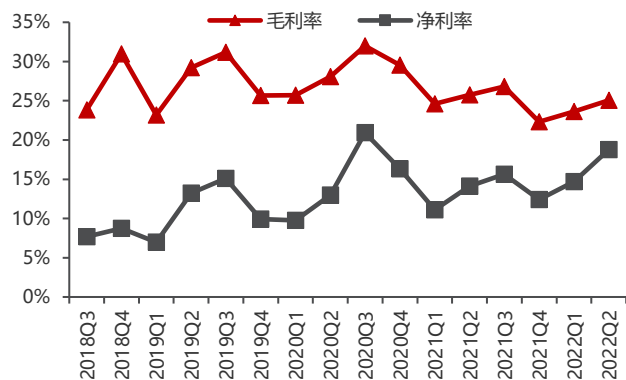
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022H1 毛利率为 24.43%

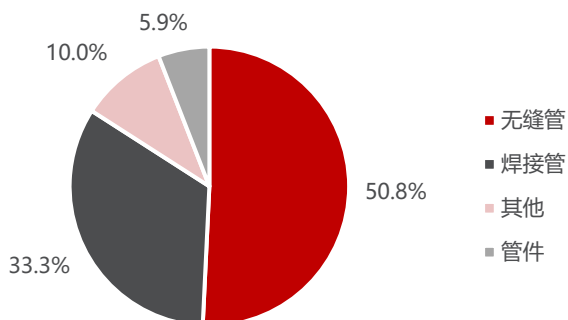


资料来源：wind，民生证券研究院

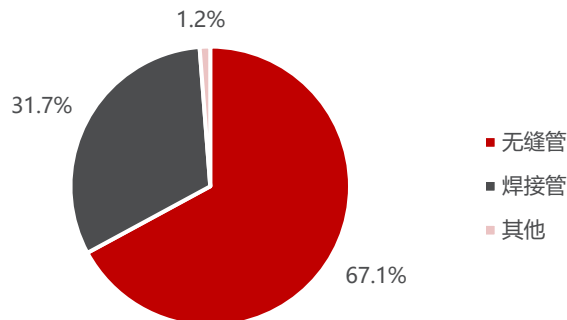
图8：2022Q2 毛利率为 25.05%



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022H1 分产品营收占比


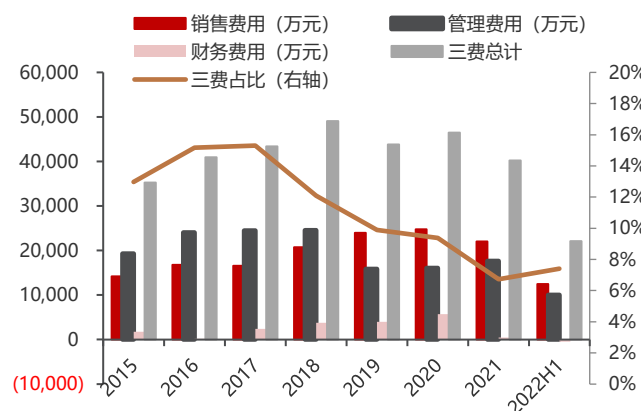
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2021H1 分产品毛利占比


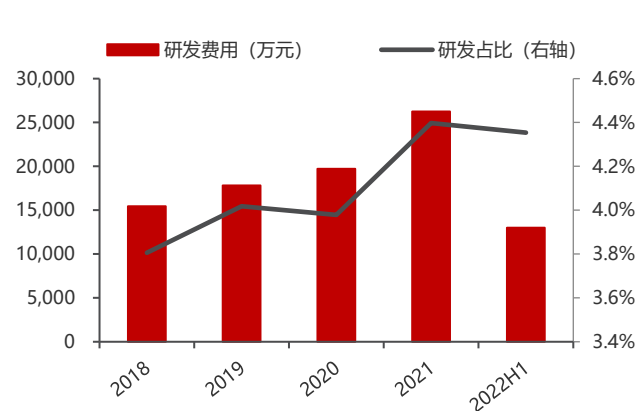
资料来源：wind，民生证券研究院

2022H1 期间费用增加。公司 2022H1 期间费用同比增加 12.76%至 2.21 亿元，期间费用率上升 0.8pct 至 7.4%，其中销售费用增加 28.90%至 1.25 亿元；管理费用增长 8.35%至 1.01 亿元；财务费用 22H1 为-0.04 亿元，而 21H1 为 0.06 亿元，主要由于本期人民币贬值，汇兑收益增加所致。**2022H1 公司研发费用走高**，同比增长 16.57%至 1.30 亿元，主要由于公司持续加大研发投入，布局高端装备制造及新材料领域。

2022Q2 期间费用与研发费用同比增长。公司 2022Q2 期间费用同比增长 22.92%至 1.18 亿元，期间费用率 7.1%同比有所提升。其中销售费用增长 38.81%至 0.67 亿元；管理费用增长 10.42%至 0.53 亿元；财务费用 22H1 为-0.03 亿元，而 21H1 为 0.07 亿元。公司 2022Q2 研发费用同比增长 22.41%至 0.71 亿元，研发费用占比 4.3%。

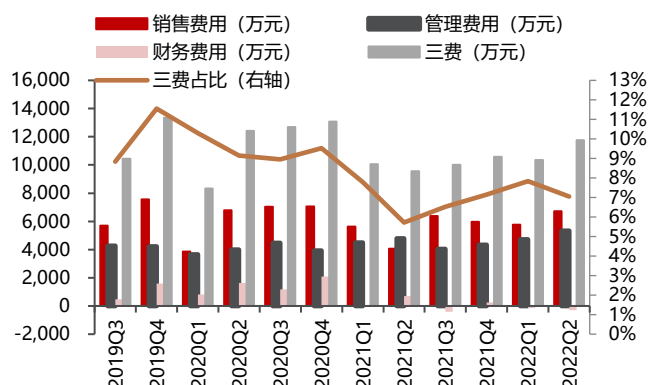
图11：2022H1 公司期间费用率同比增加


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022H1 公司研发费用同比增加


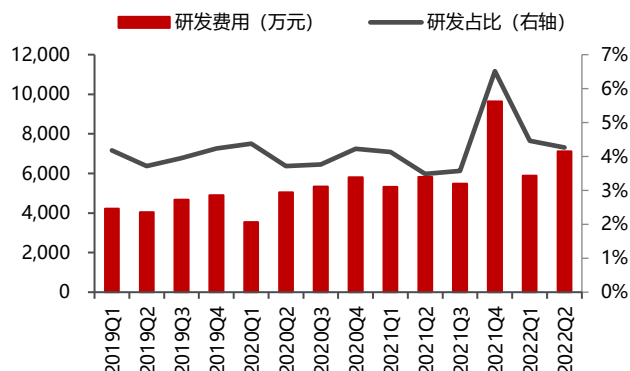
资料来源：wind，民生证券研究院

图13: 2022Q2 公司期间费用率同比增加



资料来源: wind, 民生证券研究院

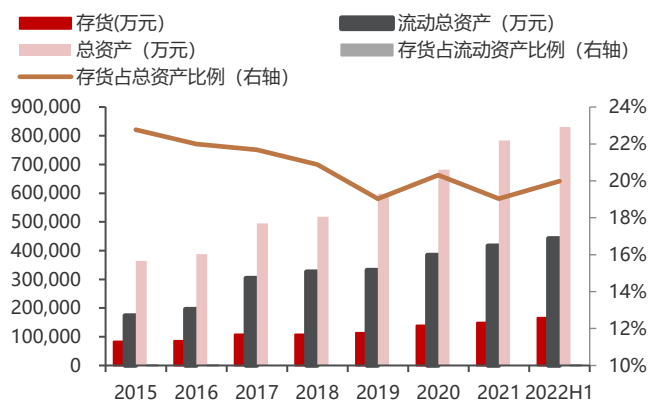
图14: 2022Q2 公司研发费用同比增加



资料来源: wind, 民生证券研究院

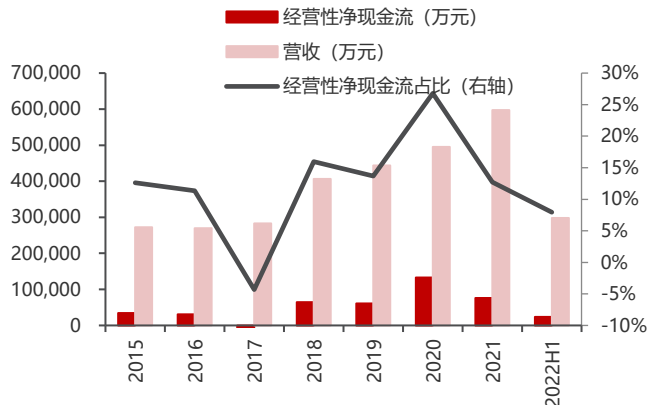
公司存货持续提升, 经营性现金流大幅减少。由于公司产销量增长, 原料端不锈钢价格同比上涨, 以及疫情影响了公司产品交付, 2022年H1公司存货增加至16.60亿元, 其中原材料和商品库存增加较多, 分别增加0.41和1.35亿元, 在产品则减少0.06亿元, 而存货和应收款增加额高于上年同期导致了公司22H1经营性净现金流下滑较为明显。

图15: 公司存货持续提升



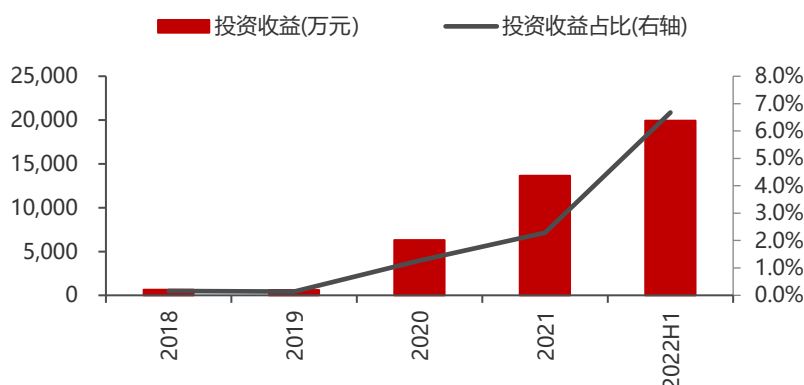
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 公司经营性净现金流下滑明显



资料来源: wind, 民生证券研究院

2022H1 公司投资收益明显增加。公司2022H1投资收益达1.99亿元, 同比增加287.64%, 占营业收入比例提升至6.67%, 占利润总额比例为35.92%, 主要系永兴材料2022H1归母净利润22.6亿元, 同比增长647%, 使得本期公司对永兴材料的股权投资收益增加。

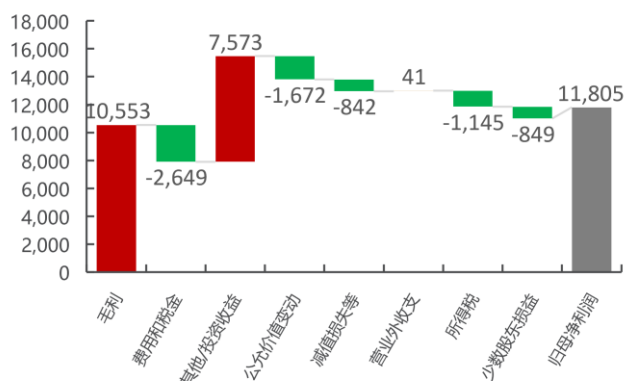
图 7：公司投资收益明显增加


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

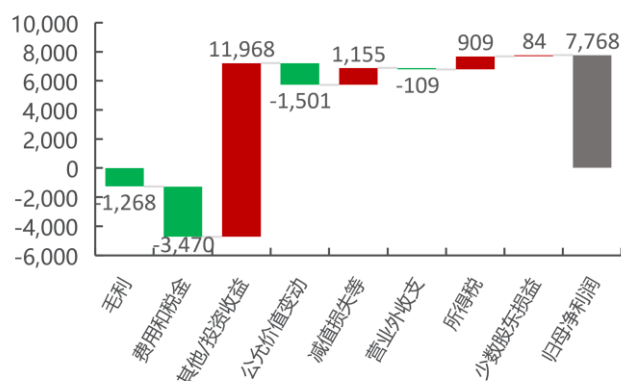
2.2 2022Q2 业绩环比同比均有所改善

2022Q2 vs 2022Q1：2022Q2 归母净利润环比增加 1.18 亿元，主要的增利点在于毛利 (+1.06 亿元)、其他/投资收益 (+0.76 亿元)；主要的减利点包括费用和税金 (-0.26 亿元)、公允价值变动 (-0.17 亿元)、减值损失 (-0.08 亿元)，所得税 (-0.11 亿元)，少数股东损益 (-0.08 亿元)。

2022Q2 vs 2021Q2：2022Q2 归母净利润同比增加 0.78 亿元，主要的增利点在于其他/投资收益 (+1.20 亿元)、减值损失 (+0.12 亿元)、所得税 (+0.09 亿元)，其中投资收益大幅增加 1.20 亿元，主要由于本期对联营公司永兴材料的股权投资按权益法核算的收益增加所致；主要的减利点包括毛利 (-0.13 亿元)、费用和税金 (-0.38 亿元)、公允价值变动 (-0.15 亿元)，其中毛利下滑主要由于毛利率回落及疫情影响销量所致，但整体影响可控；公允价值变动主要系远期结售汇合约上年浮盈转出及本期浮亏。

图 17：2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位：万元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位：万元)


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：公司布局高端产品，加快产能释放

持续布局高端产品，促进产品结构优化。公司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。近年来公司在油气、核电、航空航天等领域加速高端产品布局，包括镍基合金油井管、蒸发器 U 型传热管等高附加值、高技术壁垒的产品。公司高端产品布局逐步展现成效，2022 年上半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 20%，保持了持续稳定的增长态势，未来公司还将持续加大科研力度，开拓高端市场。

把握下游行业景气需求，加快产能释放。2022 年上半年，公司下游油气、核电行业景气度持续回暖，公司积极推进投产项目的产能释放，从而满足下游工业用不锈钢管的多种需求。目前公司可转债项目“年产 5500km 精密管材项目”以及“1000 万吨航空航天材料及制品项目”工程进度均达到 100%。投产后，公司高端不锈钢管产能有所提升，产品结构有望进一步优化。另外，“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目”、“年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目”、“合金公司二期项目”与“预制管建设项目”当前投产进度分别为 35%、70%、100%和 40%，也将助力公司产能持续扩张，业绩持续释放。上半年合金公司亏损 16.3 万元，主要系开始计提高价设备折旧所致，预计随着项目产能逐步释放，合金公司效益有望明显转好。

表1：公司新增产能项目

项目名称	产能	达到预定可使用状态日期	工程进度	报告期收益
年产 5500KM 核电、 半导体、医药、仪器 仪表等领域用精密管 材项目	新型核电管 250KM 核电、半导体、医药精密用管 1250KM 石化、造船、造纸、食品、仪表精密用管 2000KM 海底脐带缆用管 2000KM	2021.10.31	100%	4907.84
年产 1000 吨航空航 天材料及制品项目	1000 吨	2021.12.31	100%	398.49
年产 5000 吨特种合 金管道预制件及管维 服务项目	5000 吨	/	35%	0
年产 15000 吨油气 输送用特种合金焊接 管材项目	15000 吨	/	70%	0
合金公司二期	/	/	100%	0
预制管建设项目	/	/	40%	0

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

4 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：随着产能逐步投放，公司产量有望持续增加，同时产品结构有望进一步优化，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 10.56 亿元、12.51 亿元和 14.16 亿元，EPS 分别为 1.08 元、1.28 元和 1.45 元，对应 8 月 10 日收盘价的 PE 分别为 18、15 和 13 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格上涨。不锈钢等原料价格持续上涨，企业成本压力增大，挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。下游市场发展将带动各领域不锈钢管用管需求，若下游市场发展不及预期，将直接影响公司业绩情况。

3) 产能不及预期。若公司在建产能投产、达产进度不及预期，可能导致产销量增长不及预期，进而影响公司盈利情况。

4) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，给公司的生产经营管理及产品运输等事项带来一定的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5974	6313	6967	7437
营业成本	4485	4730	5153	5439
营业税金及附加	28	32	34	34
销售费用	220	253	271	275
管理费用	177	202	217	223
研发费用	263	284	300	305
EBIT	799	814	991	1160
财务费用	5	35	37	40
资产减值损失	-21	-30	-16	-19
投资收益	136	354	376	394
营业利润	905	1168	1380	1563
营业外收支	0	-1	2	1
利润总额	905	1167	1382	1564
所得税	103	105	124	141
净利润	802	1062	1257	1423
归属于母公司净利润	794	1056	1251	1416
EBITDA	1039	1173	1380	1567

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1273	1640	2128	2845
应收账款及票据	1084	999	1159	1217
预付款项	73	97	98	106
存货	1490	1543	1701	1797
其他流动资产	250	240	246	264
流动资产合计	4171	4518	5332	6229
长期股权投资	659	859	1015	1186
固定资产	2147	2544	2662	2587
无形资产	365	378	423	458
非流动资产合计	3658	4123	4393	4539
资产合计	7829	8641	9725	10768
短期借款	175	275	275	255
应付账款及票据	1145	1097	1235	1290
其他流动负债	973	1020	1093	1154
流动负债合计	2293	2392	2604	2699
长期借款	40	36	56	26
其他长期负债	235	235	235	235
非流动负债合计	275	271	291	261
负债合计	2568	2663	2895	2960
股本	977	977	977	977
少数股东权益	165	170	176	183
股东权益合计	5261	5978	6830	7808
负债和股东权益合计	7829	8641	9725	10768

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.56	5.68	10.35	6.75
EBIT 增长率	-7.53	1.84	21.83	17.07
净利润增长率	2.92	33.05	18.42	13.21
盈利能力 (%)				
毛利率	24.93	25.09	26.03	26.86
净利润率	13.43	16.82	18.05	19.14
总资产收益率 ROA	10.14	12.23	12.86	13.15
净资产收益率 ROE	15.58	18.19	18.80	18.57
偿债能力				
流动比率	1.82	1.89	2.05	2.31
速动比率	1.14	1.20	1.36	1.60
现金比率	0.56	0.69	0.82	1.05
资产负债率 (%)	32.80	30.82	29.77	27.49
经营效率				
应收账款周转天数	51.03	46.79	48.21	47.74
存货周转天数	121.28	121.00	121.09	121.06
总资产周转率	0.76	0.73	0.72	0.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.08	1.28	1.45
每股净资产	5.22	5.94	6.81	7.80
每股经营现金流	0.78	1.07	1.21	1.44
每股股利	0.40	0.37	0.42	0.47
估值分析				
PE	23	18	15	13
PB	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.84	14.68	12.14	10.20
股息收益率 (%)	2.11	1.94	2.22	2.47

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	802	1062	1257	1423
折旧和摊销	240	360	389	407
营运资金变动	-239	-77	-128	-80
经营活动现金流	759	1050	1182	1403
资本开支	-737	-620	-500	-380
投资	197	-147	-156	-171
投资活动现金流	-461	-418	-280	-156
股权募资	0	0	0	0
债务募资	112	103	20	-50
筹资活动现金流	-310	-276	-414	-529
现金净流量	-19	366	488	718

插图目录

图 1: 2022 年上半年, 公司实现营收 29.85 亿元.....	3
图 2: 2022 年上半年, 公司实现归母净利润 5.06 亿元.....	3
图 3: 公司营收 2022Q2 同比减少 0.3%.....	3
图 4: 公司归母净利润 2022Q2 同比增长 33.1%.....	3
图 5: 不锈钢价格指数.....	4
图 6: 分产品毛利率.....	4
图 7: 2022H1 毛利率为 24.43%.....	4
图 8: 2022Q2 毛利率为 25.05%.....	4
图 9: 2022H1 分产品营收占比.....	5
图 10: 2021H1 分产品毛利占比.....	5
图 11: 2022H1 公司期间费用率同比增加.....	5
图 12: 2022H1 公司研发费用同比增加.....	5
图 13: 2022Q2 公司期间费用率同比增加.....	6
图 14: 2022Q2 公司研发费用同比增加.....	6
图 15: 公司存货持续提升.....	6
图 16: 公司经营性净现金流下滑明显.....	6
图 17: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元).....	7
图 18: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元).....	7

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司新增产能项目.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026