

## 产品结构不断优化, 高端产能占比持续提升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年三季度报告, 2022年Q3公司实现营业收入17.7亿元, 环比增长6.4%; 归母净利润3.7亿元, 环比增长18.9%; 扣非净利润为3.9亿元, 环比增长27.8%。
- **宏观层面:** 2022年9月13日, 国家决定核准福建漳州二期、广东廉江一期核电项目, 今年我国已有5个核电站、10台核电机组获得核准, 为14年来之最。
- **行业层面:** 不锈钢管分化严重, 高端产品享有溢价。产量: 我国不锈钢管产能约300万吨, 产品分化严重, 整体呈现低端过剩, 高端紧缺的局面。需求: 不锈钢管广泛应用于发电、航空航天、油气和水输送领域, 核电和航空航天领域产品溢价显著, 其他领域周期波动较大, 跟宏观经济需求密切相关, 目前钢管整体需求处在弱周期之内。
- **公司层面:** 高端产品占比不断提升, 镍基油井管增量空间较大。价: 2022年Q3不锈钢均价16450元/吨, 环比Q2下跌10.83%, 镍均价17.5万元/吨, 环比-11.16%, 不锈钢成本环比有所下降。公司无缝管和焊接管单吨盈利水平预计小幅回升。量: 公司目前无缝管产能6万吨, 焊接管产能6.5万吨, 管件1万吨, 其中核电+军工+镍基油井管产能占比接近8%。Q3产销预计3万吨, 其中核电U型蒸发器产销预估60吨, 镍基油井管预估500吨。成本和利润: 预估Q3无缝管单吨净利为0.9万元/吨, 净利1.08亿元。焊接管单吨净利0.48万元/吨, 净利0.91亿元。其中U型蒸发器管净利0.17亿元, 镍基油井管净利约0.3亿元, Q3单季度高端产品业绩贡献接近19%。财务指标: 公司持有永兴材料股权, 预计Q3投资收益1.7亿元。
- **催化因素:** 业绩: 公司5500km工业自动化与智能制造项目已达产, 约1万吨镍基油井管通用产能, 年产1.5万吨油气输送焊接管, 2023年达产, 年产1000吨航空航天材料项目已达产, 主要生产耐蚀合金。预计2024年, 公司产能16万吨, 高端产品产能占比接近16%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为10.4/12.5/14.6亿元, 对应PE分别为16/13/11倍。我们给予公司2023年18倍PE, 对应目标价23.04元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5973.83	6657.00	7638.60	8651.10
增长率	20.56%	11.44%	14.75%	13.26%
归属母公司净利润(百万元)	794.08	1036.06	1247.13	1458.14
增长率	2.92%	30.47%	20.37%	16.92%
每股收益EPS(元)	0.81	1.06	1.28	1.49
净资产收益率ROE	15.24%	16.47%	7.00%	17.06%
PE	21	16	13	11
PB	3.27	2.69	2.30	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 黄腾飞  
电话: 13651914586  
邮箱: htengf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.77
流通A股(亿股)	9.54
52周内股价区间(元)	12.38-19.06
总市值(亿元)	156.45
总资产(亿元)	72.34
每股净资产(元)	5.03

### 相关研究

1. 久立特材(002318): 产品结构不断优化, 高端产能加速释放 (2022-08-15)

## 盈利预测

### 关键假设：

**无缝管业务：**根据公司无缝钢管募投项目投产节奏，考虑到公司投产项目较多且存货周转率较高，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 85%/90%/95%，对应销量分别为 5.99/6.71/7.44 万吨。根据公司产品高端议价能力较强，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 5%/5%/5%，对应毛利率分别为 32.21%/32.71%/33.21%。

**焊接管业务：**根据公司焊接管募投项目投产节奏，考虑到公司投产项目较多且存货周转率较高，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 90%/95%/95%，对应销量分别为 6.44/7.03/7.51 万吨。根据公司产品高端议价能力较强，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 5%/5%/5%，对应毛利率分别为 21.11%/21.61%/22.11%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
无缝管	收入	31.01	35.05	41.27	47.99
	增速	30.92%	13.02%	17.75%	16.29%
	毛利率	31.71%	32.21%	32.71%	33.21%
焊接管	收入	21.81	23.49	26.94	30.20
	增速	-0.79%	7.68%	14.71%	12.09%
	毛利率	20.61%	21.11%	21.61%	22.11%
其他主营业务	收入	6.90	7.04	7.18	7.32
	增速	313.10%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	6.83%	16.13%	16.13%	16.13%
其他业务	收入	0.01	1.00	1.00	1.00
	增速	-99.55%	9900.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	-29.35%	3.00%	3.00%	3.00%
合计	收入	59.74	66.57	76.39	86.51
	增速	20.56%	11.43%	14.74%	13.25%
	毛利率	24.92%	26.16%	26.85%	27.54%

数据来源：wind，西南证券

## 相对估值

我们选取了行业中与久立特材业务最为相近的四家公司中信特钢、常宝股份、抚顺特钢，2022-2024 年平均 PE 为 22/15/12 倍。久立特材未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内不锈钢管龙头，未来高附加值产品占比将持续提升；2) 公司募投项目产能持续释放，加速拓展海外市场，盈利能力较为稳定。结合对标公司的估值和目前久立特材产能释放节奏，给予公司 2023 年 18 倍 PE，对应目标价 23.04 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止至 10.22 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000708.SZ	中信特钢	16.52	1.58	1.73	1.98	2.19	11.06	9.54	8.33	7.56
002478.SZ	常宝股份	6.19	0.15	0.51	0.58	0.68	14.52	12.06	10.73	9.05
600399.SH	抚顺特钢	15.26	0.40	0.35	0.62	0.82	56.20	43.92	24.57	18.51
平均值							27.26	21.84	14.54	11.70
002318.SZ	久立特材	17.03	0.81	1.06	1.28	1.49	20.96	16.06	13.34	11.41

数据来源：wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5973.83	6657.00	7638.60	8651.10	净利润	802.04	1046.44	1259.63	1472.76
营业成本	4484.75	4906.20	5577.90	6258.40	折旧与摊销	239.73	223.15	223.15	223.15
营业税金及附加	28.03	32.91	37.05	42.00	财务费用	4.90	28.50	24.72	28.49
销售费用	220.37	304.00	341.68	380.35	资产减值损失	-20.95	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	176.65	231.21	250.65	282.88	经营营运资本变动	380.73	-553.56	-196.76	-202.90
财务费用	4.90	28.50	24.72	28.49	其他	-647.60	-45.14	-68.21	-34.16
资产减值损失	-20.95	-10.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>758.84</b>	<b>689.39</b>	<b>1232.52</b>	<b>1477.35</b>
投资收益	136.46	60.11	61.31	62.54	资本支出	-551.07	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-25.46	-0.94	-3.55	-6.33	其他	90.06	65.18	55.76	56.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-461.02</b>	<b>85.18</b>	<b>55.76</b>	<b>56.87</b>
<b>营业利润</b>	<b>905.41</b>	<b>1223.35</b>	<b>1474.36</b>	<b>1725.18</b>	短期借款	91.52	-155.06	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.27	7.76	7.55	7.48	长期借款	-8.01	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>905.13</b>	<b>1231.11</b>	<b>1481.91</b>	<b>1732.66</b>	股权融资	103.65	200.00	0.00	0.00
所得税	103.10	184.67	222.29	259.90	支付股利	-364.94	-158.82	-207.21	-249.43
净利润	802.04	1046.44	1259.63	1472.76	其他	-132.38	18.59	19.88	-11.81
少数股东损益	7.96	10.38	12.50	14.62	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-310.16</b>	<b>-45.29</b>	<b>-137.33</b>	<b>-211.23</b>
归属母公司股东净利润	794.08	1036.06	1247.13	1458.14	<b>现金流量净额</b>	<b>-18.72</b>	<b>729.28</b>	<b>1150.95</b>	<b>1322.99</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1273.33	2002.62	3153.57	4476.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1156.97	1247.19	1450.73	1627.64	销售收入增长率	20.56%	11.44%	14.75%	13.26%
存货	1490.16	1629.30	1877.69	2096.47	营业利润增长率	0.20%	35.12%	20.52%	17.01%
其他流动资产	250.36	306.55	308.09	327.56	净利润增长率	3.41%	30.47%	20.37%	16.92%
长期股权投资	659.30	659.30	659.30	659.30	EBITDA 增长率	-2.23%	28.26%	16.76%	14.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2582.73	2400.44	2218.16	2035.87	毛利率	24.93%	26.30%	26.98%	27.66%
无形资产和开发支出	366.60	305.73	264.87	224.01	三费率	6.73%	8.47%	8.08%	8.00%
其他非流动资产	49.40	49.40	49.40	49.40	净利率	13.43%	15.72%	16.49%	17.02%
<b>资产总计</b>	<b>7828.84</b>	<b>8600.52</b>	<b>9981.79</b>	<b>11496.80</b>	ROE	15.24%	16.47%	17.00%	17.06%
短期借款	175.06	20.00	20.00	20.00	ROA	10.24%	12.17%	12.62%	12.81%
应付和预收款项	1436.83	1761.79	1981.47	2190.82	ROIC	20.61%	25.07%	28.65%	33.14%
长期借款	40.05	90.05	140.05	190.05	EBITDA/销售收入	19.25%	22.16%	22.55%	22.85%
其他负债	915.79	373.63	432.80	465.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2567.74</b>	<b>2245.46</b>	<b>2574.32</b>	<b>2865.99</b>	总资产周转率	0.82	0.81	0.82	0.81
股本	977.17	977.17	977.17	977.17	固定资产周转率	3.27	3.24	4.08	5.12
资本公积	1788.47	1988.47	1988.47	1988.47	应收账款周转率	8.81	7.88	8.20	8.08
留存收益	2557.27	3434.52	4474.43	5683.15	存货周转率	3.06	3.10	3.16	3.14
归属母公司股东权益	5096.55	6180.12	7220.03	8428.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.37%	—	—	—
少数股东权益	164.55	174.94	187.44	202.05	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5261.10</b>	<b>6355.06</b>	<b>7407.47</b>	<b>8630.81</b>	资产负债率	32.80%	26.11%	25.79%	24.93%
负债和股东权益合计	7828.84	8600.52	9981.79	11496.80	带息债务/总负债	8.38%	4.90%	6.22%	7.33%
					流动比率	1.82	2.74	3.17	3.63
					速动比率	1.17	1.88	2.30	2.74
					股利支付率	45.96%	15.33%	16.62%	17.11%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.81	1.06	1.28	1.49
					每股净资产	5.22	6.32	7.39	8.63
					每股经营现金	0.78	0.71	1.26	1.51
					每股股利	0.37	0.16	0.21	0.26
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1150.04	1474.99	1722.23	1976.82					
PE	20.96	16.06	13.34	11.41					
PB	3.27	2.69	2.30	1.97					
PS	2.79	2.50	2.18	1.92					
EV/EBITDA	13.49	9.96	7.90	6.23					
股息率	2.19%	0.95%	1.25%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn