

久立特材 (002318.SZ)

买入(首次评级)

当前价格: 19.99 元

目标价格: 25.02 元

龙头地位稳固，不锈钢管龙头高端化布局

投资要点:

► **不锈钢管龙头定位高端化，构筑核心竞争优势。**公司是国内工业用不锈钢管制造龙头，产品下游应用领域中，石油、化工、天然气收入占比和毛利率较高，工艺上无缝管收入占比和毛利率较高。未来公司将持续提升高端产品的收入占比（石油化工天然气行业的油井管&核电蒸发器U型管等高端产品）。公司装备工艺领先，且已有多项产品打破国外垄断。公司产能逐年稳增，产销率保持高位，经营稳健。截止2023Q3公司营收61.54亿元（同比+29.33%），归母净利11.08亿元（同比+26.25%）。受益于产品高端化、全球化布局以及国产化替代，公司将夯实龙头地位，未来业绩增长可期。

► **丰富产品线，积极布局不锈钢管产业链上游。**公司持续发力高端产品，22年无缝管、焊接管吨售价同比+8%、+21%，产品售价稳步上涨。公司通过优化产品结构，抵御原材料价格波动风险，吨毛利实现同比增长，产品高端化效果显著。公司积极向不锈钢管产业链上游布局，持有永兴材料7.15%股份（公司重要原材料供应商），持有合金公司68.5%股份（高品质特种合金新材料），此外持有久立材料公司70%股份（不锈钢钢丝、不锈钢焊丝等）。

► **高端产品：高端油井管迈向全球化，国际市占率有望提升。**面对油气开采领域中恶劣的腐蚀环境，镍基合金的开发和应用受到重视。公司是国内为数不多的高端油井管的主要供应商之一，现有产能包括年产3000吨项目，以及5500KM核电、半导体、医药仪器仪表等领域用精密管材项目。预计随着公司高端油井管向全球化迈进，公司的国际市占率有望提升

► **高端产品：蒸汽发生器用U形传热管双寡头，充分享受行业红利。**“十四五”时期我国有望保持每年6-8台甚至10台核电机组的核准开工节奏，核电产业上游迎来新的发展机遇。公司在核三代、核四代及核聚变方向均有布局，多个核电产品率先实现国产化。核三代上，公司是唯二的可供应核电蒸汽发生器用U形传热管厂商，产能5万吨，具备一定弹性空间。公司有望充分享受核电核准开工节奏提速红利。核四代和核聚变上，公司均有产品布局，抢占先发优势。

► **盈利预测与投资建议：**预测23-25年公司营收分别为78.45、102.28和113.40亿元，归母净利润分别为15.28、16.00和17.79亿元，对应PE分别为12.8/12.2/11.0倍。结合可比公司情况，采用PE估值，给予24年16倍估值，对应市值244.48亿元，给予目标价25.02元。首次覆盖，给予“买入”评级。

► **风险提示：**政策变动风险；汇率波动风险；下游需求不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,974	6,537	7,845	10,228	11,340
增长率	21%	9%	20%	30%	11%
净利润(百万元)	794	1,288	1,528	1,600	1,779
增长率	3%	62%	19%	5%	11%
EPS(元/股)	0.81	1.32	1.56	1.64	1.82
市盈率(P/E)	24.6	15.2	12.8	12.2	11.0
市净率(P/B)	3.8	3.1	2.5	2.2	1.9

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股(百万股) 977/954

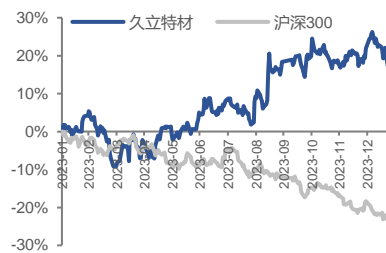
总市值/流通市值(百万元) 19534/19076

每股净资产(元) 7.09

资产负债率(%) 37.90

一年内最高/最低(元) 21/14.9

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 汪磊

执业证书编号: S0210523030001

邮箱: wl30040@hfzq.com.cn

相关报告

投资要件

关键假设

假设 1（无缝管）：

高端油井管走向国际的过程中，由于国产化产品相比国际具有成本优势，市占率有望提升。核电蒸发器用 U 型管受益于核电核准开工节奏提速，有望迎来放量增长，假设 23/24/25 年销量 5.88/6.24/6.55 万吨；随着油井管、核电蒸发器用 U 型管等高端产品的销量的持续增加，假设公司单位售价稳步增加，23/24/25 年为 6.70/7.37/7.99 万元/吨；考虑到由于工艺的不同，高端产品的成本会高于传统产品，故假设公司无缝管的单位成本为 4.51/4.92/5.26 万元/吨。

假设 2（焊接管）：

受益于下游的景气度以及国际市场的开拓，假设 23/24/25 年销量 6.42/6.50/6.57 万吨；随着高端产品的销量的持续增加，假设公司单位售价稳步增加，23/24/25 年为 3.41/3.43/3.45 万元/吨；考虑到由于工艺的不同，高端产品的成本会高于传统产品，假设公司焊接管的单位成本为 2.60/2.61/2.62 万元/吨。

假设 3（其他）：

23 年公司全资孙公司签订管线钢管供应合同，合同总价（含税）约为 5.92 亿欧元（折算为人民币约 46 亿元），合同工期至 25 年 9 月。预计公司的其他业务板块收入将受益于海外复合管合同的兑现迎来快速增长，有望带动其他业务板块毛利率上行。

我们区别于市场的观点

市场认为公司高端领域收入占比增加带来的产品结构改善是公司业绩的主要增长点，我们认为一方面随着公司高端化战略的持续推进，未来高端产品（石油化工天然气行业的油井管&核电蒸发器 U 型管等高端产品）的收入占比将稳步提升，带动公司盈利能力稳中向好，有助于构筑公司核心竞争优势。另一方面，公司在设立久立欧洲公司后，有望进一步助力公司拓展海外市场。公司装备工艺领先，且已有多项产品打破国外垄断。受益于产品高端化、全球化布局以及国产化替代的持续发力，公司将夯实龙头地位，未来业绩增长可期。

股价上涨的催化因素

高端化布局提升公司盈利能力；海外市场拓展打开增长空间。

估值和目标价格

预测 2023-2025 年公司营业收入分别为 78.45、102.28 和 113.40 亿元，归母净利润分别为 15.28、16.00 和 17.79 亿元，对应 PE 分别为 12.8/12.2/11.0 倍。结合可比公司情况，采用 PE 估值，给予 24 年 16 倍估值，对应市值 244.48 亿元，给予目标价 25.02 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

政策变动风险；汇率波动风险；下游需求不及预期风险；海外业务拓展不及预期风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

正文目录

1	不锈钢管龙头定位高端化，构筑核心竞争优势	5
1.1	工业不锈钢管龙头装备工艺领先，高端供货能力不断提升	5
1.2	经营稳健，业绩持续增长	11
2	丰富产品线，积极布局不锈钢管产业链上游	13
2.1	发力高端产品优化产品结构，抵御原材料价格波动风险	13
2.2	积极布局不锈钢管产业链上游，推动上下游相互协作	15
3	高端产品赛道景气攀升，支撑公司业绩稳步上行	16
3.1	开拓高端油井管国际市场，国际市占率有望提升	16
3.2	核电审批提速设备端受益，双寡头格局充分享受行业红利	19
4	盈利预测与估值	22
4.1	盈利预测	22
4.2	相对估值	23
5	风险提示	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司控股股东为久立集团（截至 2023Q3）	6
图表 3: 2018-23H1 公司营业收入结构（分行业）	7
图表 4: 2018-23H1 公司营业收入结构（分产品）	7
图表 5: 2018-2023H1 公司营业收入结构（海内外）	7
图表 6: 2018-2023H1 公司毛利率（分行业）	8
图表 7: 2018-2023H1 公司毛利率（分产品）	8
图表 8: 2018-2023H1 公司毛利率（海内外）	8
图表 9: 公司主要产品及用途	9
图表 10: 公司部分产品生产工艺流程图	10
图表 11: 2018-2023H1 公司产能、产量及产能利用率	11
图表 12: 2018-2023H1 公司产量、销量及产销率	11
图表 13: 2023Q1-3 公司营收 61.54 亿元（同比+29.33%）	12
图表 14: 2023Q1-3 归母净利润 11.08 亿元（同比+26.25%）	12
图表 15: 2018-2023Q1-3 公司毛利率、净利率	12
图表 16: 2018-2023Q1-3 公司三费率	12
图表 17: 公司资产负债率处于同行较低水平	13
图表 18: 公司 ROA 处于同行较高水平	13
图表 19: 22 年公司无缝管吨售价上涨	13
图表 20: 22 年公司焊接管吨售价上涨	13
图表 21: 无缝管成本结构中原材料占比 73%	14
图表 22: 焊接管成本结构中原材料占比 90%	14
图表 23: 不锈钢原材料价格走势（元/吨）	14
图表 24: 金属铬镍价格走势（元/吨）	14
图表 25: 22 年公司无缝管吨成本有所增加	15
图表 26: 22 年公司焊接管吨成本有所增加	15
图表 27: 22 年公司无缝管吨毛利增加	15
图表 28: 22 年公司焊接管吨毛利增加	15
图表 29: 公司处于不锈钢管产业链中后端	16
图表 30: 公司和永兴材料共同持有合金公司的股份	16

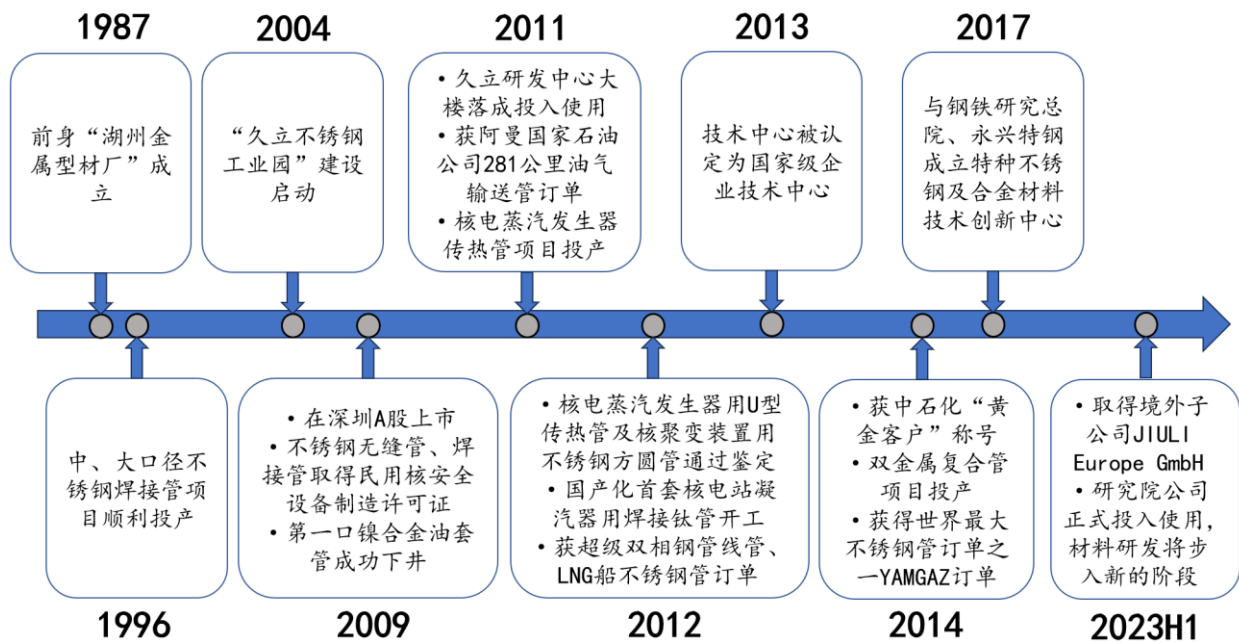
图表 31: 2018-2022 年合金公司净利润.....	16
图表 32: 天然气产量和表观消费量.....	17
图表 33: 原油产量和表观消费量.....	17
图表 34: 成品油产量及同比增速.....	17
图表 35: TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管 (OCTG)	18
图表 36: G3 镍基合金油井管特点.....	18
图表 37: 油气开采用镍基合金产品供应商.....	18
图表 38: 预计 2035 年我国长输油气管总里程约 25 万公里.....	19
图表 39: 截至 23H1 核电装机占比为 2.11%.....	20
图表 40: 核电利用小时数较高.....	20
图表 41: 2012 年以来在建、在运核电机组数.....	20
图表 42: 2012 年以来历年核准核电机组数.....	20
图表 43: 在国际的主要核工业大国中, 我国核份额较低.....	21
图表 44: 公司成功实现国产化替代的核电产品.....	22
图表 45: 营业收入及成本预测.....	23
图表 46: 可比公司估值.....	24
图表 47: 财务预测摘要.....	25

1 不锈钢管龙头定位高端化，构筑核心竞争优势

1.1 工业不锈钢管龙头装备工艺领先，高端供货能力不断提升

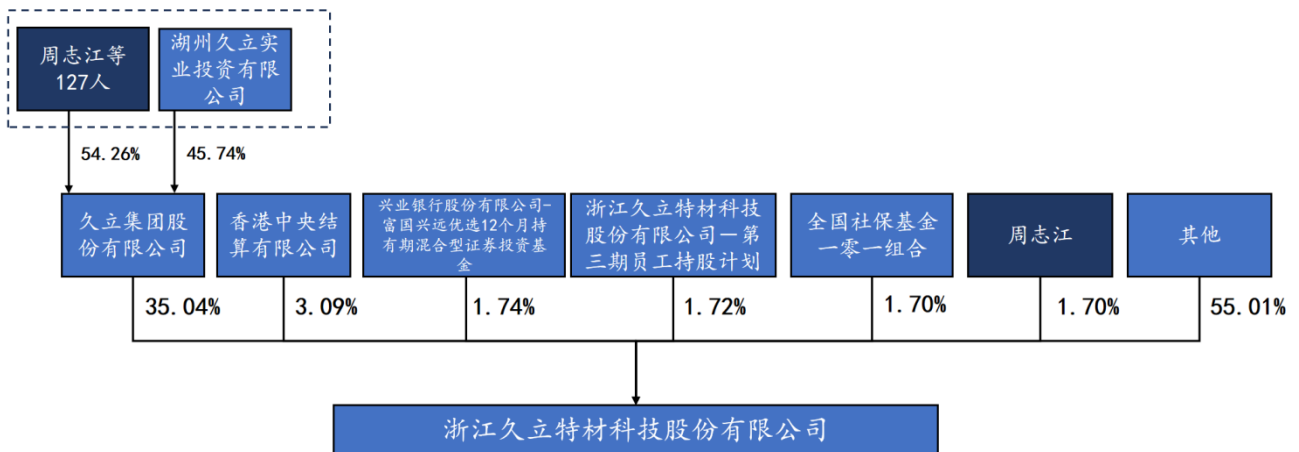
国内工业用不锈钢管制造龙头，专注于“长、特、优、高、精、尖”。公司前身湖州金属型材厂，成立于1987年。公司深耕不锈钢管领域三十六年，持续优化生产工艺，专注于生产“长、特、优、高、精、尖”的高附加值工业用不锈钢管。2009年，久立特材在A股上市。同年，不锈钢无缝管、焊接管取得民用核安全设备制造许可证，公司开始步入核电用管领域。多年来，通过不断的技术改造和产品结构调整，公司已成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，产品远销70余个国家和地区。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，华福证券研究所

股权结构清晰稳定，控股股东为久立集团。公司控股股东为久立集团股份有限公司（持有公司股份35.04%），其股权全部由周志江以及由久立集团内部员工以员工持股计划的形式持有。公司实际控制人是周志江，其直接持有公司1.7%的股权，并通过久立集团间接持有公司的部分股权。

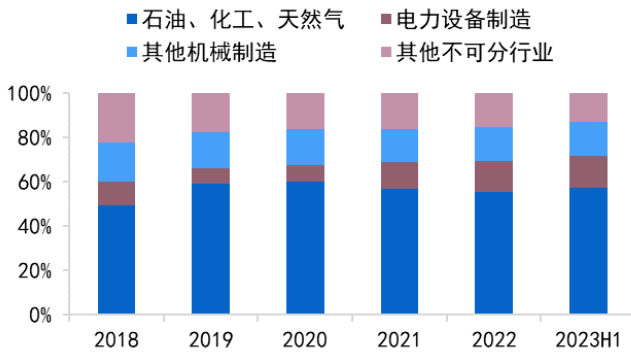
图表 2：公司控股股东为久立集团（截至 2023Q3）


数据来源：同花顺，华福证券研究所

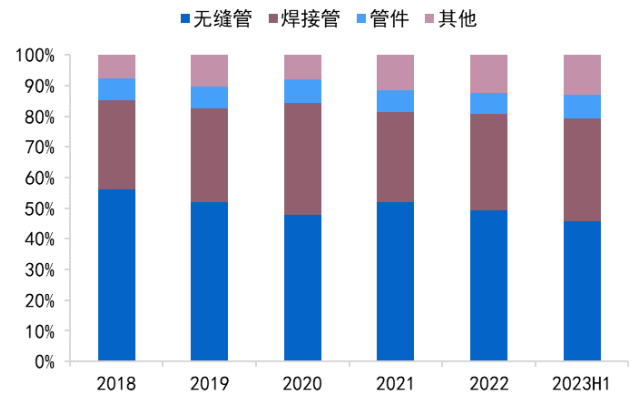
产品下游应用领域中石油、化工、天然气收入占比最大，产品种类上无缝管收入占比最大。公司营收主要来自石油、化工、天然气业务，2022 年石油、化工、天然气行业的营收为 36.15 亿元，同比增长 6.78%，占总营收的 55.3%；2023H1 为 21.51 亿元，占比 57.15%。按产品来看，2023H1 无缝管销售收入为 17.18 亿元，占比 45.63%；焊接管销售收入为 12.70 亿元，占比 33.75%。公司无缝管收入占比最大。

未来公司将持续提升高端管材的收入占比。石油、化工和天然气行业，公司会供应镍基合金油井管、大口径不锈钢油气输送管等高端产品；也会供应复合管等产品。电力设备制造行业中，公司供应的高端产品有核电蒸发器 U 型管等。考虑到公司油井管产品走向国际化以及 23 年设立了久立欧洲公司，随着公司持续开拓国际市场，预计未来石油、化工、天然气领域仍将为公司营收的最大来源；电力设备制造行业受益于核电行业高景气度，营收有望快速提升；考虑到公司全资孙公司 EBK 签订了人民币约 46 亿元的大单子（相当于 22 年收入的 70.37%），合同工期至 25 年 9 月，公司其他收入占比有望提升。

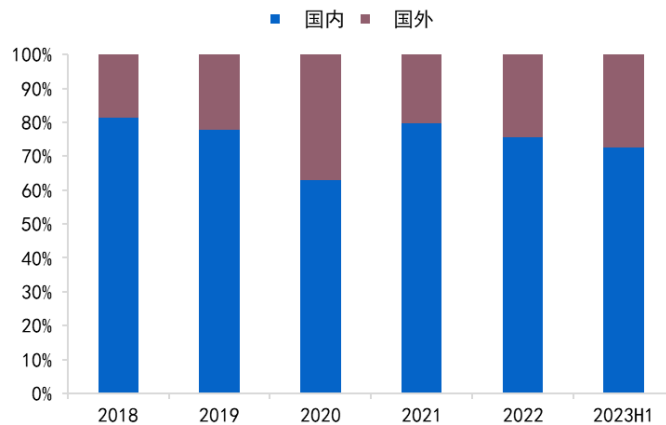
公司海外业务收入占比有望持续提升。2021-2023H1 公司的海外业务收入占比持续增加，2023H1 公司国内、国外收入占比分别为 72.52%、27.48%。我们认为随着公司高端油井管、复合管等产品在国际市场的持续开拓，公司的海外业务收入占比有望持续提升。

图表 3：2018-23H1 公司营业收入结构（分行业）


来源：wind，华福证券研究所

图表 4：2018-23H1 公司营业收入结构（分产品）


来源：wind，华福证券研究所（其他产品里面含复合管等）

图表 5：2018-2023H1 公司营业收入结构（海内外）


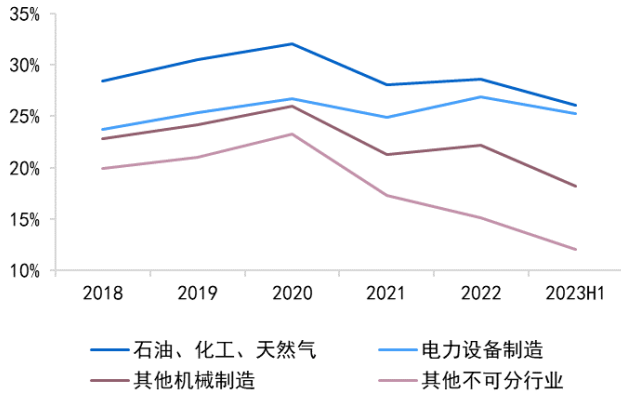
来源：同花顺，华福证券研究所

2023H1 毛利率下滑系短期影响，下半年有望逐步恢复。按行业来看，2021 年公司不同应用领域的产品毛利率明显下降，主要系 2021 年财政部颁布《关于取消部分钢铁产品出口退税的公告》，其中涵盖了公司对外出口的一系列产品，对公司的利润造成了一定负面影响。石油、化工、天然气行业供货的毛利率最高，2023H1 石油、化工、天然气业务的毛利率为 26.11%，同比下降 1.78pct。其次是电力设备制造业，毛利率为 25.29%，同比下降 1.69pct。2023H1 毛利率下滑主要是因为疫情恢复后，传统产品领域竞争激烈，随着公司下半年高端产品交付量释放，毛利率有望回升。

按产品来看，无缝管毛利率始终在 30%左右，2022 年无缝管毛利率为 32%，2023H1 为 28.87%。焊接管方面，2021 年毛利率大幅下滑主要系焊接管出口比例相对较高，故出口退税取消政策对焊接管影响较明显，2022 年焊接管毛利率为 22.8%，2023H1 为 23.58%。

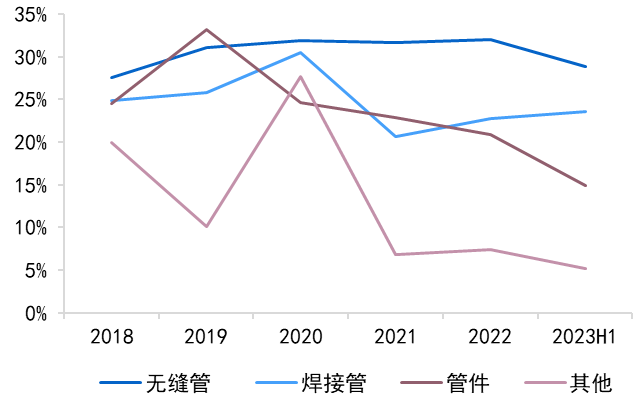
按海内外来看，公司海外产品的毛利率一直高于国内，且 2021 年开始海外毛利率稳步增加，2023H1 公司国内、国外收入毛利率为 21.19%和 27.50%。我们认为公司的海外业务毛利率或有望进一步增加。

图表 6：2018-2023H1 公司毛利率（分行业）



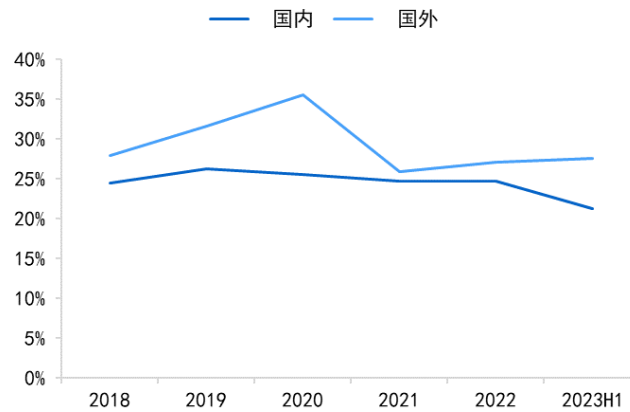
来源：wind，华福证券研究所

图表 7：2018-2023H1 公司毛利率（分产品）



来源：wind，华福证券研究所（其他产品里面含复合管等）

图表 8：2018-2023H1 公司毛利率（海内外）








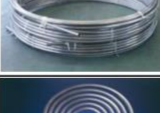
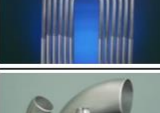

来源：同花顺，华福证券研究所

公司装备工艺领先，多项产品填补国内空白。公司产品主要分为无缝管、焊接管、复合管及管件及法兰。先进的装备和工艺提高了原材料成材率和产品品质。公司至今已有多项产品打破国外垄断，填补了国内的空白，如蒸汽发生器用 U 形传热管、核聚变 ITER 用 PF 导体铠甲（方圆管）、TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管（OCTG）等。公司未来将持续加强自主研发，推动国产化替代。

公司是国内少数几家能同时采用国际先进的挤压和穿孔工艺进行生产的企业。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

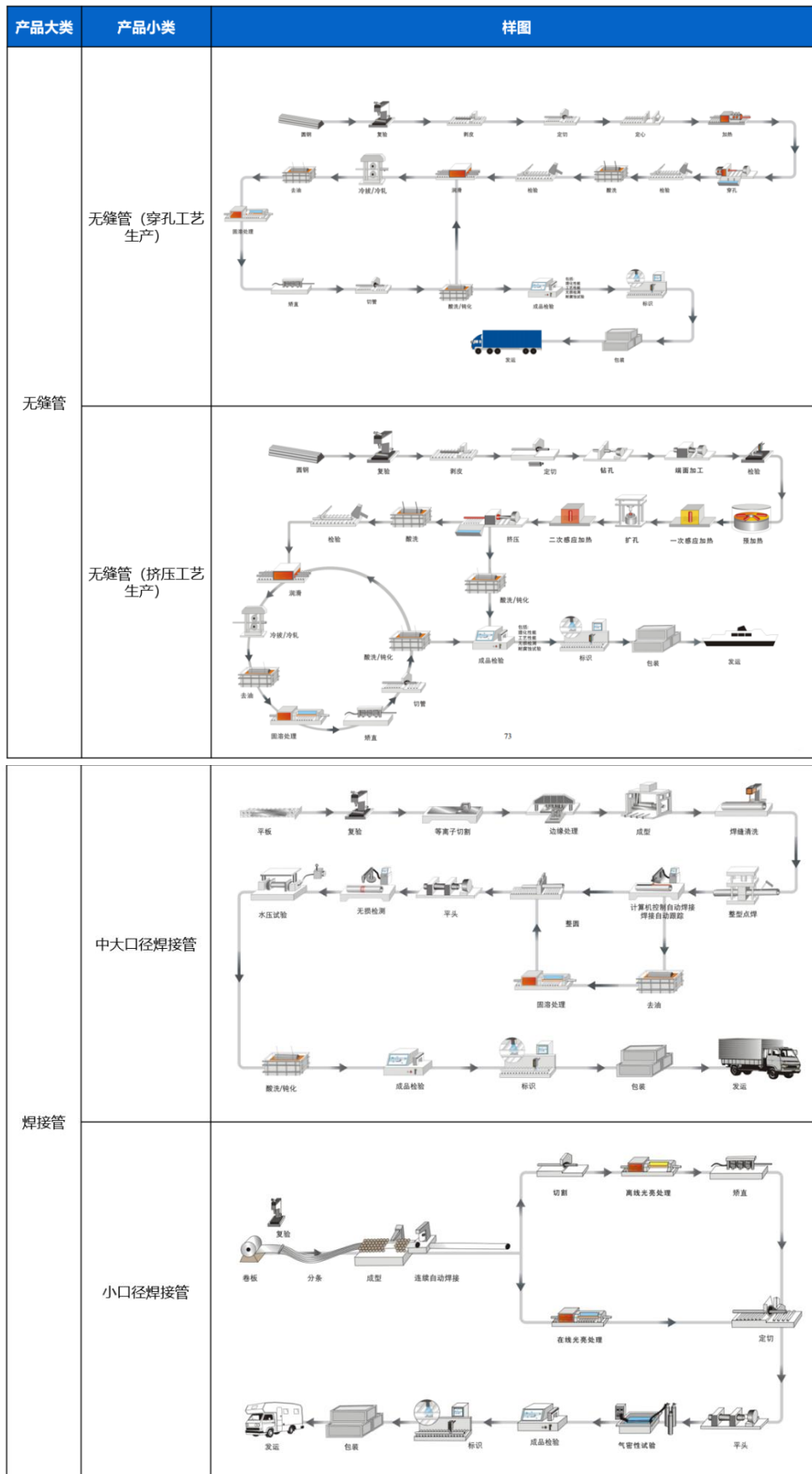
的冷轧或冷拔、及弯管等工艺；而焊接管产品则利用 FFX 成型、JCO 成型、ODF 成型等先进工艺进行生产。此外公司已具备生产机械复合管技术，在收购了原 EBK 公司（现为久立欧洲公司）后，公司将具备生产工艺更复杂、附加值更高的冶金复合管能力。

图表 9：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型无缝管			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。
	小口径焊接管	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。
	U型焊接管			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。
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、支撑等作用，应用于石油、化工、电力、造船、医药、食品、军工、机械、水处理等。

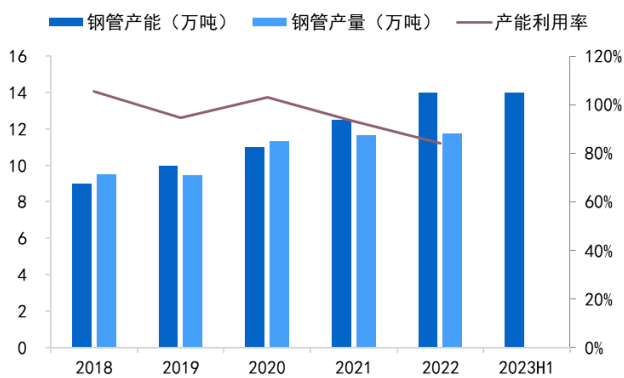
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 10：公司部分产品生产工艺流程图

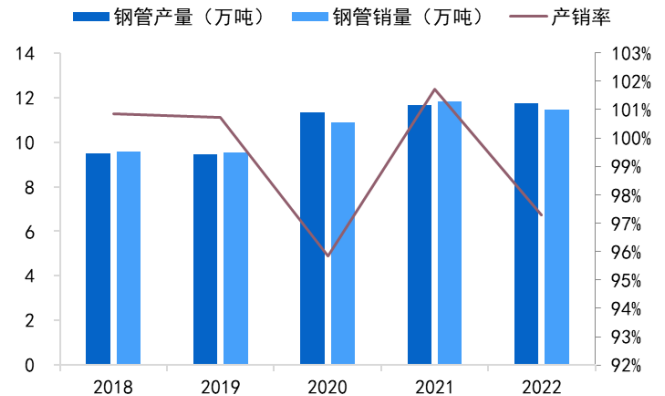


数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司产能逐年稳定提升，产销率保持高位。2018-2022 年公司产能逐年稳步提升，目前公司已经成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，具备年产 15 万吨的工业用不锈钢管的生产能力（含复合管），规模优势明显。随着公司在建项目逐步建设完成以及受产能爬坡影响，产能利用率有所下降，22 年产能利用率降至 84%。2018-2022 年公司产销率均维持在 95% 以上，库存量保持较为合理的低位水平。

图表 11：2018-2023H1 公司产能、产量及产能利用


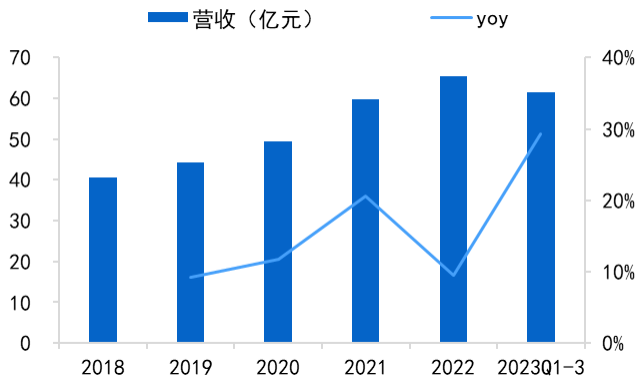
来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12：2018-2023H1 公司产量、销量及产销率


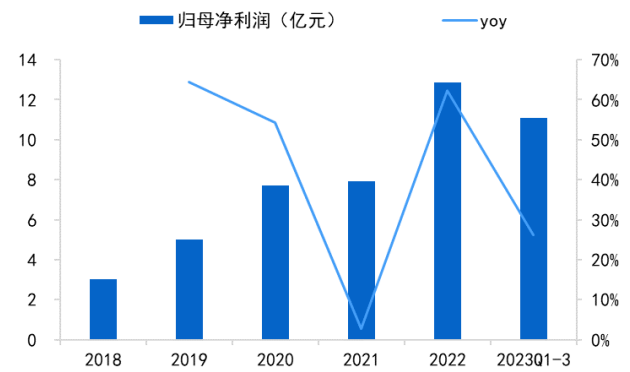
来源：公司公告，华福证券研究所

1.2 经营稳健，业绩持续增长

近年公司营收稳健增长，22 年受益于投资净收益提升，业绩增幅明显。截止 23Q3 公司营收为 61.54 亿元，同比增长 29.33%，归母净利润 11.08 亿元，同比增长 26.25%。其中，23H1 电力设备制造行业的营业收入增长 41.07%，系公司积极开拓电力设备制造行业的产品市场取得的成效。公司通过精细管控成本、提升高附加值产品占比等，多年归母净利润实现 40% 以上的高增长，其中 2021 年受疫情、出口政策利空及原材料价格上涨等影响，增长趋于停滞，但 22 年受益于投资净收益提升等因素，业绩增幅明显。公司高端产品占比将持续提升；产品全球化布局，境外销售收入占比有望提升；加强自主研发，持续推动国产化替代产品，公司将夯实龙头地位，未来业绩增长可期。

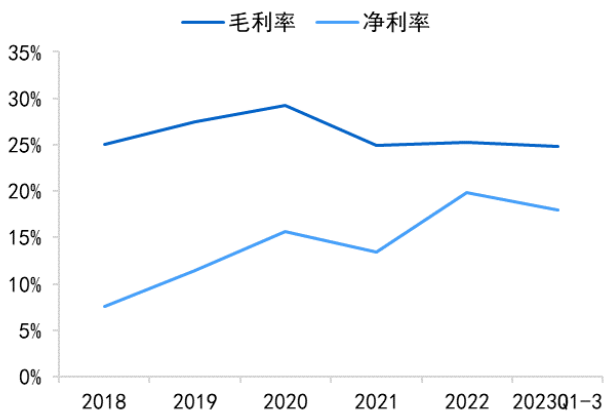
图表 13：2023Q1-3 公司营收 61.54 亿元（同比 +29.33%）


来源：wind，华福证券研究所

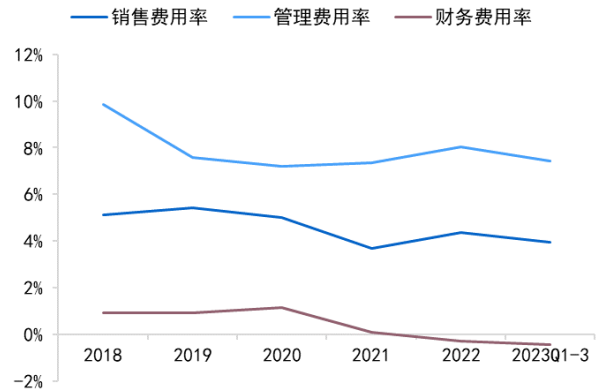
图表 14：2023Q1-3 归母净利润 11.08 亿元（同比 +26.25%）


来源：wind，华福证券研究所

盈利能力有望提升，三费率逐步下行。近年公司净利率总体呈上升趋势，毛利率则维持在 25%左右。随着公司高附加值类高端产品销量的增加，预计未来将带动公司盈利能力提升。2018-2023Q1-3 公司三费率总体上呈稳中有降态势，其中销售费用率已降至 3.96%，管理费用率为 7.42%，财务费用率为-0.43%，或系人民币贬值，汇兑收益增加，及公司利用闲置资金增加利息收入所致。

图表 15：2018-2023Q1-3 公司毛利率、净利率


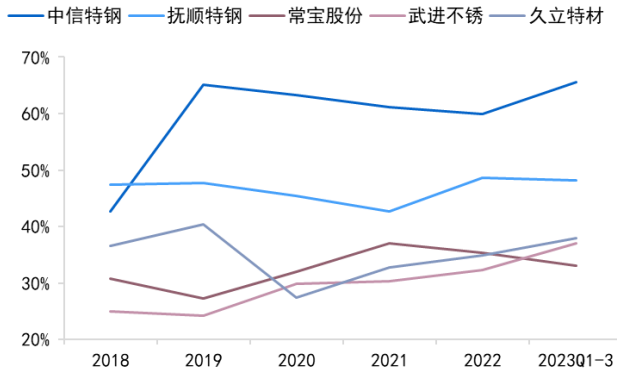
来源：wind，华福证券研究所

图表 16：2018-2023Q1-3 公司三费率


来源：wind，华福证券研究所

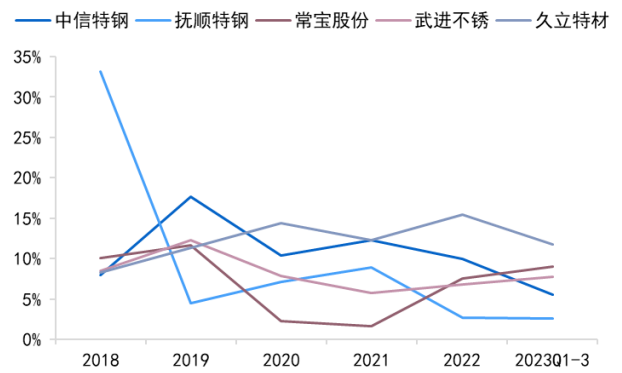
公司资产负债率处于同行较低水平，ROA 处于同行较高水平。考虑到产品结构和经营模式，我们选取与公司业务较为相近的中信特钢、抚顺特钢、常宝股份和武进不锈。对比发现公司的资产负债率在近三年来始终处于行业低位，偿债能力较强；2018-2022 年公司资产收益率呈上涨趋势，2022 年公司资产收益率超过中信特钢，达到 22.76%，处于行业内领先水平。

图表 17: 公司资产负债率处于同行较低水平



来源: wind, 华福证券研究所

图表 18: 公司 ROA 处于同行较高水平



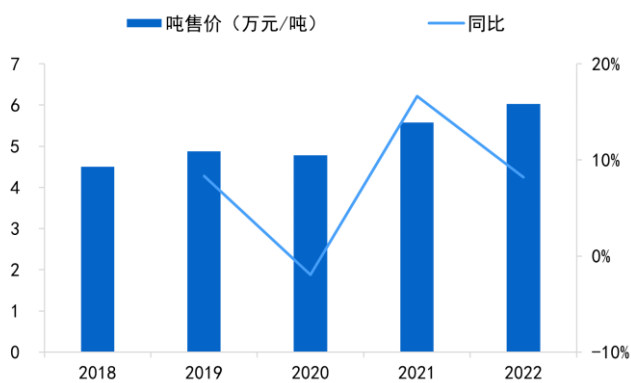
来源: wind, 华福证券研究所

2 丰富产品线, 积极布局不锈钢管产业链上游

2.1 发力高端产品优化产品结构, 抵御原材料价格波动风险

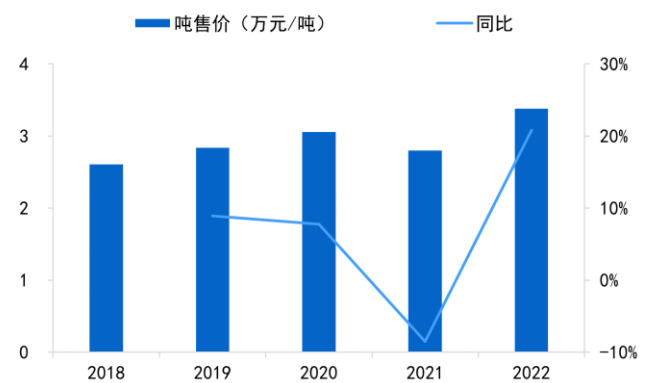
持续发力高端产品, 产品售价稳步上涨。2022 年全球政治经济形势复杂, 不锈钢管行业挑战重重。2022 年公司无缝管、焊接管产品营收分别同比增加 4.02%、17.22%, 其中焊接管增速较高主要系出口业务规模扩大。2022 年无缝管、焊接管产品销量分别达 5.35 万吨、6.09 万吨, 分别同比-3.9%、-3.0%, 无缝管、焊接管吨售价分别为 6.0 万元/吨、2.8 万元/吨, 同比上升 8%、21%, 或系公司高端产品占比提升, 提高了产品均价, 弥补销量下滑带来的影响。

图表 19: 22 年公司无缝管吨售价上涨



来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 22 年公司焊接管吨售价上涨

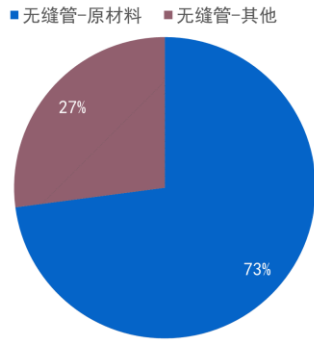


来源: 公司公告, 华福证券研究所

产品的成本结构中原材料占绝大部分, 镍价的波动很大程度上决定了不锈钢的价格走势。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。公司无缝管、焊接管产品中原材料成本占比分别达到 73%、90%, 成本结构中原材料占绝大部分。公司不锈钢产品主要钢号为 304、304L、316L, 300 系列为铬镍不锈钢, 其

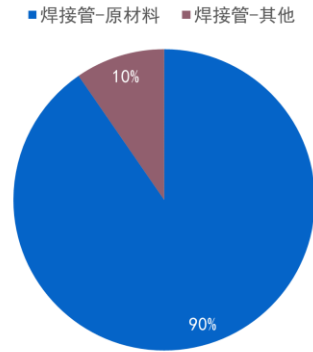
中含铬约 18%，含镍约 8%。虽然镍比重较小，但由于较为昂贵，镍占不锈钢成本的 50%-70%，镍价的波动很大程度上决定了不锈钢的价格走势。

图表 21：无缝管成本结构中原材料占比 73%



来源：wind，华福证券研究所

图表 22：焊接管成本结构中原材料占比 90%



来源：wind，华福证券研究所

受原材料价格上涨带动产品单位成本有所增加，产品结构优化抵御价格波动风险。2022 年公司无缝管、焊接管产品成本分别为 4.1 万元/吨、2.6 万元/吨，同比增长 7.7%、17.4%。主要系镍价涨幅明显，带动公司吨产品成本增加。公司持续推进产品结构优化，提升盈利能力，抵御原材料价格波动风险。

图表 23：不锈钢原材料价格走势（元/吨）

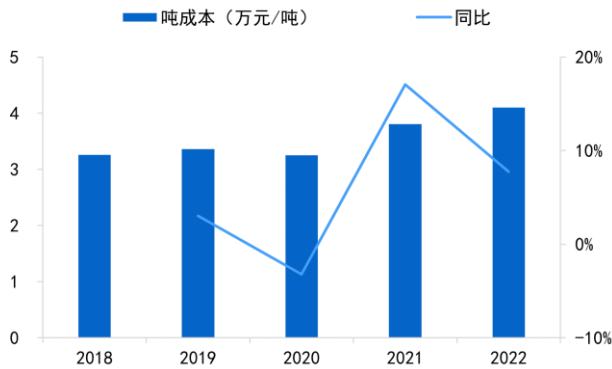


来源：wind，华福证券研究所

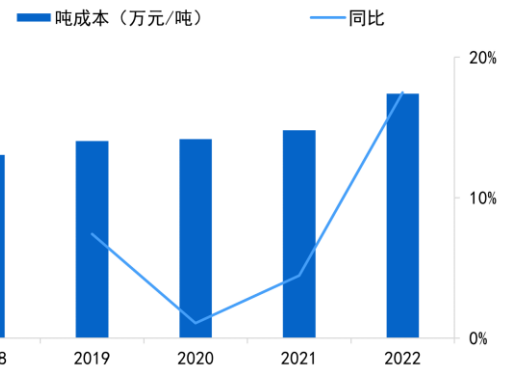
图表 24：金属铬镍价格走势（元/吨）



来源：wind，华福证券研究所

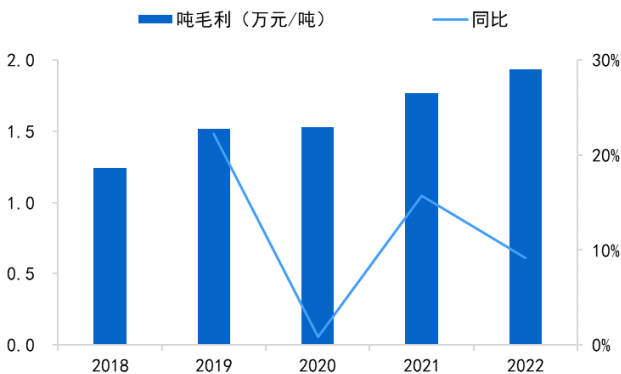
图表 25：22 年公司无缝管吨成本有所增加


来源：公司公告，华福证券研究所

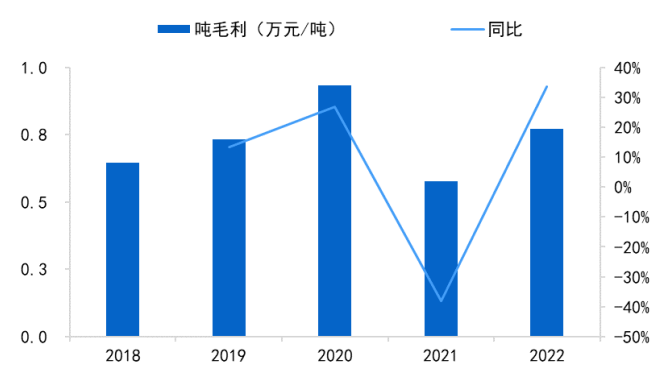
图表 26：22 年公司焊接管吨成本有所增加


来源：公司公告，华福证券研究所

产品高端化效果显著，吨毛利涨幅明显。无缝管方面，2022 年公司无缝管吨毛利 1.9 万元/吨，同比增长 9%。尽管 2021 年以来原材料价格涨幅明显，带动公司无缝管单位成本增加。公司持续优化产品结构，吨毛利保持上涨趋势，公司无缝管产品高端化效果显著。焊接管方面，2021 年毛利率大幅下滑系受出口退税取消政策影响，2022 年公司焊接管产品吨毛利为 0.77 万元/吨，同比增长 34%，随着政策被市场逐步消化，高端产品占比增加带来的产品盈利能力提升的效果得以显现。

图表 27：22 年公司无缝管吨毛利增加


来源：公司公告，华福证券研究所

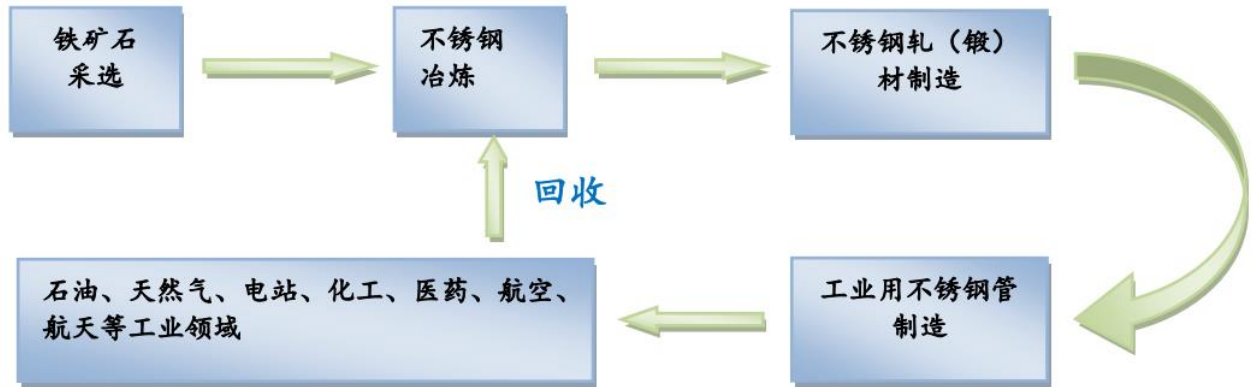
图表 28：22 年公司焊接管吨毛利增加


来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 积极布局不锈钢管产业链上游，推动上下游相互协作

公司处于不锈钢管产业链中后端，积极布局上游。公司属于工业用不锈钢及特种合金管材行业，处于产业链中后端。公司积极关注与主营业务相关的领域，通过投资、并购等手段完善战略布局，推动企业上下游产业链相互协作，提升公司核心竞争力。

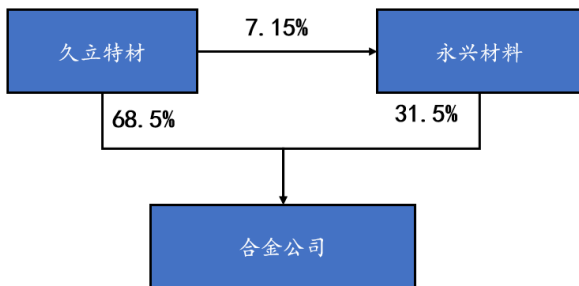
图表 29：公司处于不锈钢管产业链中后端



数据来源：公司公告，华福证券研究所

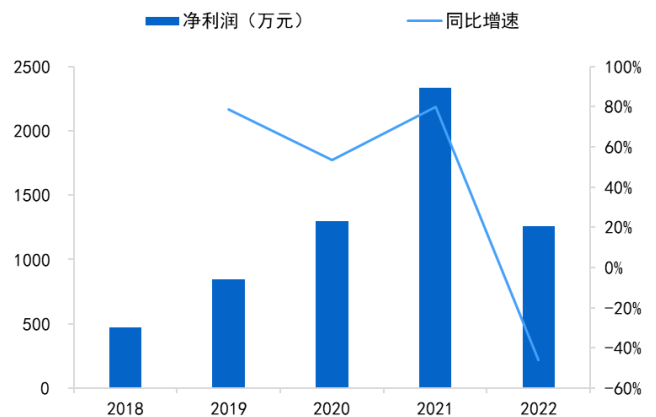
积极向上游布局，推动上下游协作。公司积极向上游布局：1) 永兴材料，公司持股 7.15%。永兴材料是专业从事高品质不锈钢和镍基铁镍基合金棒线材研发和生产的公司，是公司重要的原材料供应商(22 年采购总额占比 12.46%)。2) 合金公司，公司持股 68.5%。2016 年公司收购了湖州久立挤压特殊钢有限公司持有的永兴合金 51%的股权。永兴合金主要研发、生产和销售高品质特种合金新材料，截至 23H1，公司持有合金公司 68.5%的股份。3) 久立材料公司，持有 70%股份。久立材料公司主要制造和销售不锈钢盘圆、不锈钢钢丝、不锈钢焊丝、异型不锈钢丝、棒材、钢丝绳、钢钉，股权转让和增资事项完成后，成为公司控股子公司，将为公司新增丝材产品，同时为公司焊接产品提供稳定、可控的高品质高性能焊丝材料。

图表 30：公司和永兴材料共同持有合金公司的股份



来源：wind，华福证券研究所

图表 31：2018-2022 年合金公司净利润



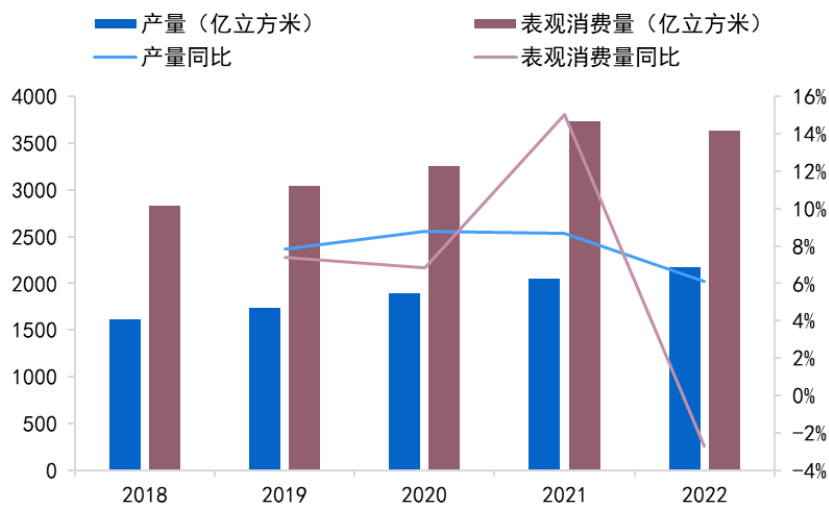
来源：公司公告，华福证券研究所

3 高端产品赛道景气攀升，支撑公司业绩稳步上行

3.1 开拓高端油井管国际市场，国际市占率有望提升

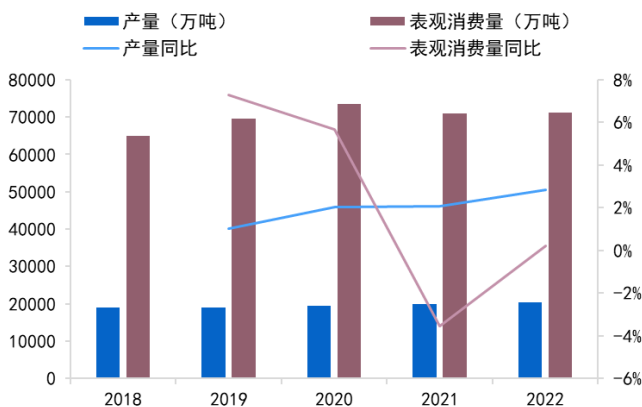
油气消费规模不断扩大，需要加大油气勘探开发力度。2022 年我国天然气产量 2177.9 亿立方米，同比增长 6.1%；原油产量达到 2.05 亿吨，同比增长 2.86%；成品油产量（柴油、汽油、煤油合计）3.66 亿吨，同比增长 2.44%。整体来看，油气产量保持平稳增长。2022 年天然气表观消费量 3638 亿立方米，同比下滑，主要系俄乌冲突、北溪天然气管道泄漏等导致全球天然气供需格局打乱，天然气价格飞涨导致。2022 年国内原油表观消费量 7.1 亿吨，同比基本维持平稳状态。国内成品油表观消费量同比上涨。近几年油气消费规模整体不断扩大，需要加大油气勘探开发力度。

图表 32：天然气产量和表观消费量



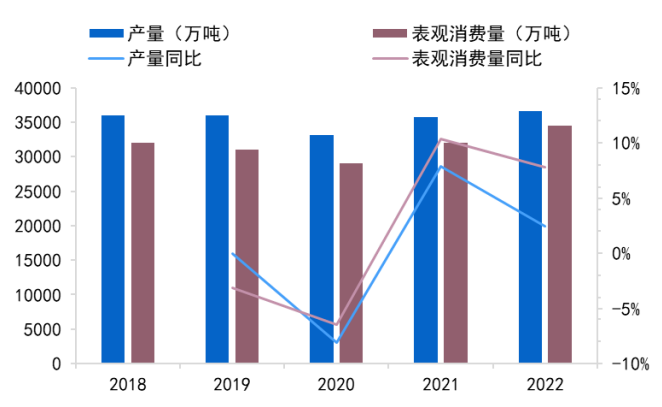
数据来源：wind，华福证券研究所

图表 33：原油产量和表观消费量



来源：wind，油服网，华福证券研究所

图表 34：成品油产量及同比增速



来源：wind，中国石油和化学工业联合会，华福证券研究所

镍基耐蚀油井管抗腐蚀性能优异，能满足地质和井况条件恶劣的油气田开采需要。油气消费规模不断扩大，容易采掘的油气储量逐步减少，开采方向开始向一些非常规、深层的、强腐蚀介质的油气资源转变。伴随我国三高(高 Cl-、高 H₂S、高 CO₂)

油气田的相继投产，油气井采出水中 Cl⁻、H₂S、CO₂ 等腐蚀性组分含量越来越高，高温和低 PH 值促进腐蚀的问题越来越突出，急需具有抗腐蚀性能的管材。以 G3 镍基合金油井管为例，其在 150℃ 以下，无论二氧化碳和硫化氢的分压有多高，氯离子浓度有多大，G3 镍基合金油井管长期使用后仍光亮如新。镍基耐蚀油井管抗腐蚀性优异，能满足苛刻工况下的油气田开采需要。

图表 35: TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管 (OCTG)


来源：公司官网，华福证券研究所

图表 36: G3 镍基合金油井管特点

特点	描述
合金含量极高	其中 Ni、MO、Cr 等合金含量高达 80%，一般的超级双相不锈钢中合金含量则不会超过 40%。
制造工艺复杂	G3 镍基合金由于高温变形抗力大，靠穿孔工艺根本“穿不动”，只能通过在中打穿孔以后一根一根“挤出来”。
材料强度突出	镍基合金为单相奥氏体组织，成型之初的强度仅有 200Mpa 左右，而高酸性气田用油井管一般都要要求强度在 760MPa 以上，G3 镍基合金就是通过“硬生生”的冷轧工艺极好地提高了自身的材料强度，从而满足高酸性油气田的特殊需求。
抗腐蚀性优异	在 150℃ 以下，无论二氧化碳和硫化氢的分压有多高，氯离子浓度有多大，G3 镍基合金油井管长期使用后仍然光亮如新
生产要求严格	井深高达 5000m 以上的天然气井，从地面到井底，每一根油套管都是通过特殊螺纹连接，而 G3 镍基合金在加工的过程中，特别容易“粘刀”极易损坏加工用刀具，加工效率不及常规钢铁产品的 5%。另外，5000 多米的井深，通常会有 20~30° 的“狗腿度”，如何保证天然气不泄漏，对特殊螺纹的密封性能也就提出了特别高的要求。

来源：《前景广阔的镍基合金油井管》张忠铎等，华福证券研究所

国外镍基合金油井管的核心制造技术被日本住友金属和瑞典山特维克等少数钢管企业垄断。天津钢管联合抚顺特钢和浙江久立特材于 2012 年研发出具有自主知识产权的 TDJ-G3 镍基耐蚀合金油管，达到国际先进水平。

久立特材是国内高端油井管产品的主要供应商之一。高端油井管的产能项目包括年产 3000 吨镍基合金油井管项目，以及近年投产的 5500KM 核电、半导体、医药仪器仪表等领域用精密管材项目（通用生产线）。预计随着公司高端油井管向全球化迈进，开拓国际市场，国际市占率有望提升。

图表 37: 油气开采用镍基合金产品供应商

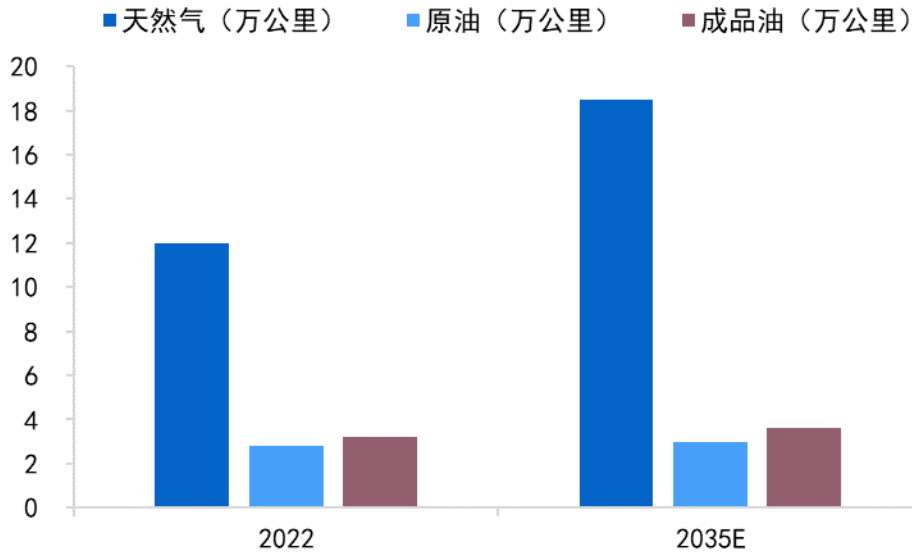
企业名称	产品
国外	
日本住友金属(Sumitomo)	SM2535、SM2550、SM2050 和 SMC276
美国 SMC 国际镍合金集团	合金 825、合金 028
瑞典山特维克(Sandvik Group)	镍基合金油套管 Sanicro28 和 Saniero29
国内	
宝钢	BG2830-1 10 / BGTI、BG2235、BG2830、BG2242、BG2250
天津钢管、抚顺特钢和浙江久立特材	TDJ-G3 镍基耐蚀合金油管

数据来源：特钢会，华福证券研究所

油气输送管道景气上行，利好公司石油天然气领域的产品。截至 2022 年底，我国长输油气管网总里程约 18 万公里，其中原油管道 2.8 万公里，成品油管道 3.2 万公里，天然气管道 12 万公里。据中国石油管道局工程有限公司预测，到 2035 年我

国还将新增天然气管道建设总里程约 6.5 万公里，新建原油管道约 2000 公里，成品油管道约 4000 公里。随着油气管网建设规模的不断扩大，油气输送管道景气上行，利好公司石油天然气领域的产品。

图表 38：预计 2035 年我国长输油气管总里程约 25 万公里

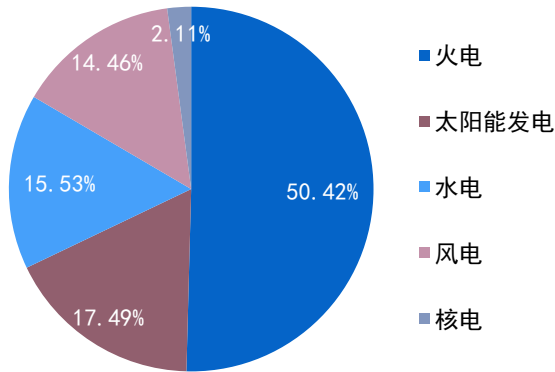


数据来源：经济日报，华福证券研究所

3.2 核电审批提速设备端受益，双寡头格局充分享受行业红利

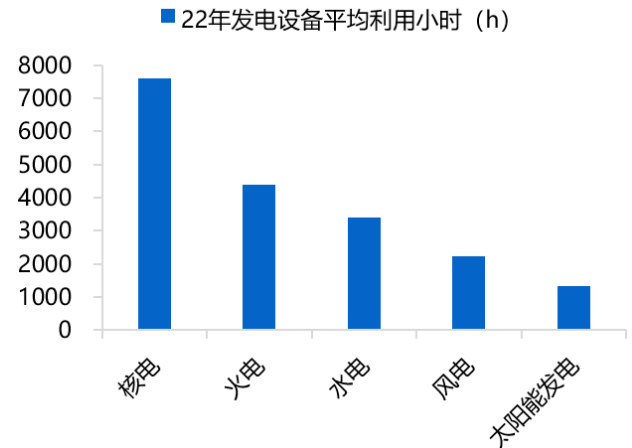
核电清洁低碳、稳定高效，是不可替代的基荷能源。相比火电，核电具有低碳优势；水风光核虽同为清洁能源，但核电出力稳定，不受季节和气候影响。核电年发电利用小时数常年保持在 7000 小时以上，位居所有电源之首。核电能量密度高、单机功率大、土地利用率高、发电成本稳定且相对较低，可长期稳定高效运行，是不可替代的基荷能源。随着新能源电力占比不断提高，其间歇性、随机性、波动性特点使得系统平衡和安全问题更加突出，增加电力安全供应压力，而核电具有稳定清洁低碳特性，能够提高系统支撑能力，是保障新型电力系统安全稳定的重要手段，故核电核准的节奏近年也有所加快。

图表 39：截至 23H1 核电装机占比为 2.11%



来源：国家能源局，华福证券研究所

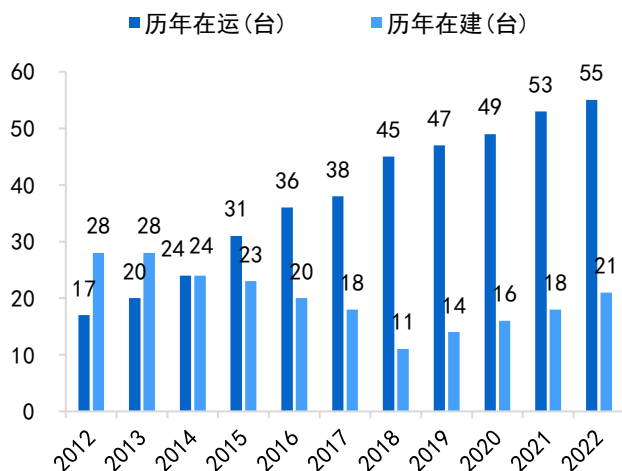
图表 40：核电利用小时数较高



来源：国家能源局，华福证券研究所

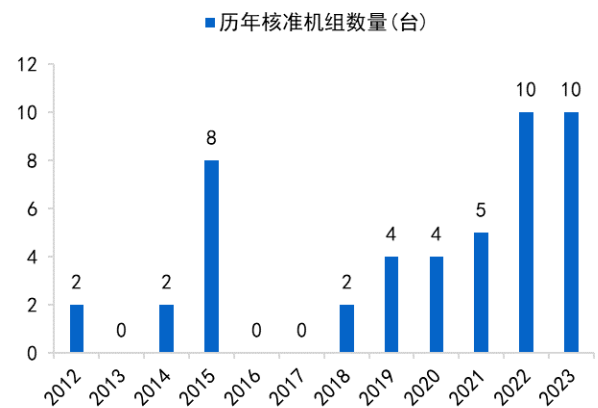
受益于核电核准常态化，近年在运在建核电项目稳步提升。2011 年日本福岛核事故后，我国政府一度暂停了新增核电审批。2016 年发布的十三五规划将“安全”“有序”作为核电发展关键词，核电在建也有所放缓。直至 2019 年，我国核电发展才逐渐回归正轨；2021 年初，政府工作报告中提出“在确保安全的前提下积极有序发展核电”，系我国多年来首次采用“积极”的表述明确提及核电，此后核电核准审批常态化，2022 年全年共核准 10 台机组，创下 2012 年以来的历史新高；2023 年 7 月核准 6 台机组，12 月新增 4 台，累计核准 10 台，延续 2022 年核电高景气度。《“十四五”现代能源体系规划》提出，到 25 年核电运行装机达 70GW 左右。中核集团表示在“积极安全有序发展核电”方针下，“十四五”时期我国有望保持每年 6-8 台甚至 10 台核电机组的核准开工节奏。

图表 41：2012 年以来在建、在运核电机组数



数据来源：中国核能行业协会，华夏时报，南方能源观察，国家原子能机构，华福证券研究所（含示范堆）

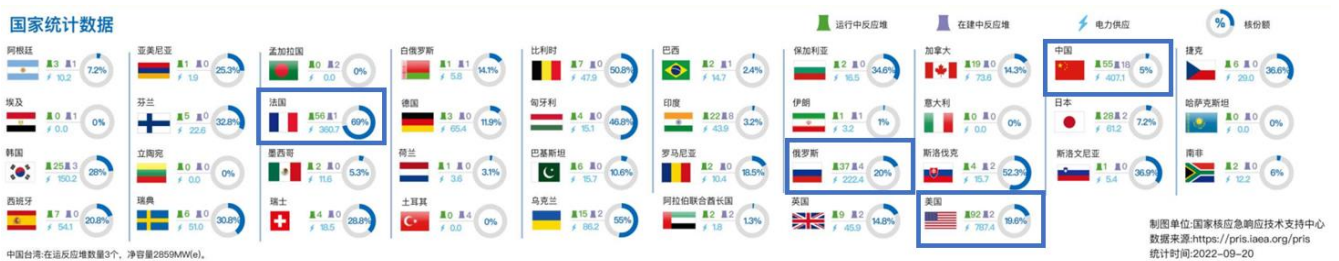
图表 42：2012 年以来历年核准核电机组数



数据来源：中国核能行业协会，华夏时报，南方能源观察，国家原子能机构，华福证券研究所（含示范堆）

我国核份额较低，预计 2035 年核能发电量占比达到 10%左右，较 22 年翻倍。国际主要核工业大国中，美国核电发电量占比约 20%；法国核电发电量占比约 70%左右；俄罗斯核电发电量占比约 20%，而我国核电发电量占比仅 5%左右，核份额较低，我国的核电发电量比重低于 10%的世界平均水平，与发达国家相比仍有较大差距。据《中国核能发展报告（2021）》蓝皮书显示，预计到 2030 年，核电在运装机容量达到 1.2 亿千瓦，核电发电量约占全国发电量的 8%；《中国核能发展报告(2023)》蓝皮书预计到 2035 年，我国核能发电量在总发电量的占比将达到 10%左右，相比 2022 年翻倍，我国核电行业前景广阔。

图表 43：在国际的主要核工业大国中，我国核份额较低



数据来源：核应急中心，华福证券研究所

在核三代、核四代及核聚变方向均有布局，多个产品率先实现国产化。公司在核三代、核四代、核聚变方向均有布局。目前，公司将核电这一细分领域作为较为重要的着力点。

1) 核三代：公司自主研发的镍基合金核电蒸汽发生器用 U 形传热管填补了国内空白，成功应用于华龙一号、AP1000、CAP1400 等堆形的核岛设备内，目前，国内仅有宝银特种钢管有限公司及久立特材成功研制此管材。公司产能 5 万吨，具备一定的产能弹性空间。另外公司联合研制了核电汽水分离再热器（MSR）用 TP439 翅片换热管，主要应用于核电常规岛内。

2) 核四代：2018 年，公司受让原子能院的科技成果转化项目，该项成果可应用于快堆相关堆型的组件结构材料制造。公司有“年产 2200KM 高端精密管及快堆包壳管项目”推进中。此外公司研制的“钍基熔盐堆 GH353 不锈钢无缝管”获省工业新产品奖。

3) 核聚变: 核聚变 ITER 用 PF 导体铠甲(方圆管)各项性能指标全部满足 ITER 技术规范,特别是 4.2K 低温延伸大于 32%,处于国际领先水平、产品得到 ITER 组织高度认可。

公司在核三代方向已有多年供货经验并占有稳定的市场份额;此外积极布局核四代方向相关产品,具有先发优势。若核四代推进建设,公司有望抢先受益。

图表 44: 公司成功实现国产化替代的核电产品

产品	应用领域	效果
镍基合金核电蒸汽发生器用U形传热管	核岛内	产品填补了国内空白,已成功应用于华龙一号 AP1000、CAP1400等堆形的核岛设备内
核电汽水分离再热器(MSR)用TP439翅片换热管	常规岛内	实现了从原材料到换热管的全产业链国产化,各项性能指标达到国际同类产品先进水平,其中耐腐蚀性能优于进口产品
核聚变ITER用PF导体铠甲(方圆管)	核聚变	ITER计划PF/TF铠甲制造技术国际极少数企业掌握。PF导管各项性能指标全部满足ITER技术规范特别是4.2K低温延伸大于32%,处于国际领先水平、产品得到ITER组织高度认可。

数据来源:公司官网,华福证券研究所

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

基于公司过往的各项收入成本,结合行业发展趋势、公司未来发展战略等进行关键假设:

无缝管: 高端油井管走向国际的过程中,由于国产化产品相比国际具有成本优势,市占率有望提升。核电蒸发器用 U 型管受益于核电核准开工节奏提速,有望迎来放量增长,假设 23/24/25 年销量 5.88/6.24/6.55 万吨;随着油井管、核电蒸发器用 U 型管等高端产品的销量的持续增加,假设公司单位售价稳步增加,23/24/25 年为 6.70/7.37/7.99 万元/吨;考虑到由于工艺的不同,高端产品的成本会高于传统产品,故假设公司无缝管的单位成本为 4.51/4.92/5.26 万元/吨。

焊接管: 受益于下游的景气度以及国际市场的开拓,假设 23/24/25 年销量 6.42/6.50/6.57 万吨;随着高端产品的销量的持续增加,假设公司单位售价稳步增加,23/24/25 年为 3.41/3.43/3.45 万元/吨;考虑到由于工艺的不同,高端产品的成本会高于传统产品,假设公司焊接管的单位成本为 2.60/2.61/2.62 万元/吨。

其他：23年公司全资孙公司签订管线钢管供应合同，合同总价(含税)约为5.92亿欧元(折算为人民币约46亿元)，合同工期至25年9月。预计公司的其他业务板块收入将受益于海外复合管合同的兑现迎来快速增长，有望带动其他业务板块毛利率上行。

图表 45：营业收入及成本预测

		2022A	2023E	2024E	2025E
	收入	32.26	39.39	45.93	52.32
无缝管 (亿元)	YoY	4.03%	22.10%	16.60%	13.93%
	成本	21.93	26.54	30.66	34.45
	毛利率	32.00%	32.63%	33.25%	34.17%
	收入	20.59	21.90	22.29	22.67
焊接管 (亿元)	YoY	17.26%	6.34%	1.81%	1.71%
	成本	15.90	16.69	16.96	17.21
	毛利率	22.80%	23.77%	23.93%	24.08%
	收入	4.32	4.54	4.76	5.00
管件 (亿元)	YoY	1.65%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	3.42	3.54	3.72	3.91
	毛利率	20.88%	21.88%	21.88%	21.88%
	收入	8.20	12.63	29.30	33.40
其他 (亿元)	YoY	18.50%	54.00%	132.00%	14.00%
	成本	7.60	11.37	24.90	28.39
	毛利率	7.41%	10.00%	15.00%	15.00%
	收入	65.37	78.45	102.28	113.40
合计 (亿元)	YoY	9.43%	20.01%	30.38%	10.87%
	成本	48.85	58.13	76.24	83.95
	毛利率	25.28%	25.90%	25.46%	25.96%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值

我们选取了产品结构和盈利模式较为相近的公司，分别是抚顺特钢、沙钢股份、太钢不锈、广大特材和武进不锈，24年剔除极值后的可比公司平均PE为16.82，高于公司估值。考虑到公司是不锈钢管龙头企业，装备工艺处于领先地位，随着公司持续推进高端化战略以及海外拓展，公司盈利能力有望提升，结合可比公司情况，我们给予2024年16倍PE，对应目标价25.02元。

受益于产品高端化、全球化布局以及国产化替代，公司将夯实龙头地位，未来业绩增长可期。我们预测23-25年公司营收分别为78.45、102.28和113.40亿元，归

母净利润分别为 15.28、16.00 和 17.79 亿元，对应 PE 分别为 12.8/12.2/11.0 倍。结合可比公司情况，采用 PE 估值，我们给予 2024 年 16 倍估值，对应市值 244.48 亿元，给予公司目标价 25.02 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600399.SH	抚顺特钢	6.73	0.10	0.27	0.39	0.50	143.61	25.31	17.22	13.50
002075.SZ	沙钢股份	3.52	0.21	0.12	0.15	0.21	19.14	29.70	23.05	17.16
000825.SZ	太钢不锈	3.70	0.03	0.03	0.12	0.15	161.26	123.33	30.83	24.67
688186.SH	广大特材	15.98	0.48	0.86	1.57	2.28	50.62	18.53	10.20	7.01
603878.SH	武进不锈	7.11	0.54	0.68	0.95	1.11	20.04	10.53	7.49	6.39
调整后平均值 (剔除最高和最低值)							71.12	24.52	16.82	12.56
002318.SZ	久立特材	19.99	1.32	1.56	1.64	1.82	12.63	12.78	12.21	10.98

数据来源：wind，华福证券研究所（截至 2024 年 1 月 25 日数据）

5 风险提示

政策变动风险：若相关税收优惠和政府补助政策发生重大变化，将对公司的经营成果产生一定影响。

汇率波动风险：公司积极开拓境外中高端市场，若汇率出现波动，可能对经营业绩造成一定影响。

下游需求不及预期风险：公司下游行业主要为石油、天然气、电力、化工等，受国内外宏观经济形势的系统性影响，可能会面临下游需求不及预期风险。

海外业务拓展不及预期风险：若公司的海外业务拓展不及预期，可能不利于公司产品结构的改善，进而影响公司业绩。

研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险：报告中公开资料均是基于过往历史情况梳理，可能存在信息滞后或更新不及时的情况，难以有效反映当前行业或公司的基本面状况。

图表 47：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,981	2,840	3,629	4,884	营业收入	6,537	7,845	10,228	11,340
应收票据及账款	1,215	1,310	1,608	1,669	营业成本	4,885	5,814	7,624	8,396
预付账款	100	116	152	168	税金及附加	32	38	49	55
存货	1,999	2,302	3,019	3,325	销售费用	286	345	450	499
合同资产	0	0	0	0	管理费用	221	251	327	363
其他流动资产	145	164	213	241	研发费用	304	353	460	510
流动资产合计	5,440	6,733	8,622	10,287	财务费用	-19	-34	-40	-36
长期股权投资	1,279	1,304	1,330	1,357	信用减值损失	6	-10	-10	-10
固定资产	2,513	2,629	2,730	2,769	资产减值损失	23	-30	-30	-30
在建工程	186	236	186	186	公允价值变动收益	-8	-17	-17	-17
无形资产	373	409	454	501	投资收益	526	600	400	400
商誉	2	2	2	2	其他收益	74	58	58	58
其他非流动资产	78	74	74	74	营业利润	1,447	1,678	1,757	1,953
非流动资产合计	4,431	4,654	4,776	4,888	营业外收入	1	2	2	2
资产合计	9,871	11,387	13,398	15,175	营业外支出	6	4	4	4
短期借款	394	300	300	300	利润总额	1,442	1,676	1,755	1,951
应付票据及账款	1,281	1,395	1,830	2,015	所得税	87	134	140	156
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,355	1,542	1,615	1,795
合同负债	891	628	818	907	少数股东损益	10	14	15	16
其他应付款	31	31	31	31	归属母公司净利润	1,345	1,528	1,600	1,779
其他流动负债	328	417	505	544	EPS (摊薄)	1.32	1.56	1.64	1.82
流动负债合计	2,924	2,771	3,484	3,797					
长期借款	200	300	400	500	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2022A	2023E	2024E	2025E
其他非流动负债	318	325	333	342	成长能力				
非流动负债合计	518	626	734	842	营业收入增长率	9.4%	20.0%	30.4%	10.9%
负债合计	3,442	3,396	4,217	4,639	EBIT 增长率	42.2%	15.4%	4.4%	11.7%
归属母公司所有者权益	6,218	7,750	8,910	10,230	归母净利润增长率	62.2%	18.6%	4.7%	11.2%
少数股东权益	211	241	270	306	获利能力				
所有者权益合计	6,429	7,990	9,181	10,536	毛利率	25.3%	25.9%	25.5%	26.0%
负债和股东权益	9,871	11,387	13,398	15,175	净利率	20.7%	19.7%	15.8%	15.8%
					ROE	20.9%	19.1%	17.4%	16.9%
					ROIC	23.8%	21.8%	19.5%	18.7%
					偿债能力				
					资产负债率	34.9%	29.8%	31.5%	30.6%
					流动比率	1.9	2.4	2.5	2.7
					速动比率	1.2	1.6	1.6	1.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.7
					应收账款周转天数	49	47	42	42
					存货周转天数	129	133	126	136
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.32	1.56	1.64	1.82
					每股经营现金流	1.02	0.77	1.16	1.66
					每股净资产	6.36	7.93	9.12	10.47
					估值比率				
					P/E	15	13	12	11
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	82	71	68	62

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn