

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	24.85
总股本/流通股本(亿股)	9.77 / 9.54
总市值/流通市值(亿元)	243 / 237
52周内最高/最低价	26.17 / 15.96
资产负债率(%)	42.7%
市盈率	16.24
第一大股东	久立集团股份有限公司

研究所

分析师: 鲍学博
SAC 登记编号: S1340523020002
Email: baoxuebo@cnpsec.com
分析师: 马强
SAC 登记编号: S1340523080002
Email: maqiang@cnpsec.com

久立特材(002318)

不锈钢管龙头持续发力高端，开拓海外市场成长空间广阔

● 投资要点

久立特材创建于1987年，专业致力于工业用不锈钢及特种合金管材、棒材、线材、双金属复合管材、管配件等管道系列产品研发与生产。公司发展以产品高端化和市场全球化为方向。2006年，公司3500吨钢挤压机生产线投产，公司以此为契机，大力推进进口产品的国产化进程，坚定“长、特、优、高、精、尖”的产品特色。2009年，公司在深交所挂牌上市，同年，公司中大口径连续成型不锈钢焊接管生产线投产、不锈钢管/焊接管取得民用核安全设备制造许可证、年产1000吨钛精密焊接管项目投产、第一口镍合金油套管成功下井，公司发力高端产品取得重要进展。2023年，公司设立子公司“久立欧洲”，并通过久立欧洲成功收购德国EBK，进一步完善海外市场布局。

作为国内不锈钢管材龙头企业，公司业绩有望保持快速增长主要缘于三个方面：

1) 产品高端化：突破技术壁垒产品迈向高端，高附加值产品收入占比持续提升。公司高度重视研发投入，改善生产工艺，优化产品结构，推进产品转型升级，攻破多项核心技术，填补国内多项不锈钢管领域空白，打破国外垄断格局，9个产品创下替代“第一”。从高端产品收入占比看，2020年，公司高端产品收入占比16%，2023年，公司高端产品收入约19亿元，占公司营业收入的比重约为22%。公司油气领域高端产品包括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等，电力设备领域高端产品包括核电蒸发器U形管等，高端产品市场需求景气上行。

2) 市场全球化：公司与世界头部企业在全市场同台竞技，通过产品出口和收购海外优质标的，加速提升全球市场份额。公司产品远销70余个国家和地区，境外业务是公司收入的重要组成部分。2023年，公司积极开拓境外中高端市场，境外收入29.45亿元，同比增长84%，收入占比提升至34%。2023年，公司收购德国EBK加速海外市场拓展。2023年9月，公司发布《关于全资孙公司签订管线钢管供应合同的公告》，EBK公司成功与阿布扎比国家石油公司签订总长度约92公里的管线钢管供应合同，含税总价约5.92亿欧元（约46亿元人民币）。

3) 布局新业务：公司基于技术和产业规模优势，持续投入研发，拓宽产品线和业务领域，形成新业绩增长点。公司2023年年报重新划分产品品类，在之前“无缝管”、“焊接管”、“管件”和“其他”四类产品的的基础上，新划分了“复合管”和“合金材料”产品，公司多

年培育的复合管和合金材料业务迎来发展期。2023年，公司复合管和合金材料产品收入分别为3.31亿元和3.91亿元，分别同比增长368%和108%，复合管和合金材料等业务发展态势良好。

我们预计公司2024-2026年归母净利润16.14亿元、18.69亿元和20.83亿元，对应当前股价PE估值分别为15、13、12倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

出口退税等政策变动风险；汇率波动风险；行业需求及海外市场拓展不及预期风险；原材料价格波动及产品竞争激烈售价降低风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8568	11146	12481	13821
增长率(%)	31.07	30.08	11.98	10.74
EBITDA(百万元)	1519.23	2209.59	2503.42	2743.66
归属母公司净利润(百万元)	1488.54	1613.91	1868.60	2083.06
增长率(%)	15.58	8.42	15.78	11.48
EPS(元/股)	1.52	1.65	1.91	2.13
市盈率(P/E)	16.31	15.04	12.99	11.65
市净率(P/B)	3.35	2.74	2.26	1.89
EV/EBITDA	10.57	8.75	6.96	5.57

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 深耕 30 余年，打造工业不锈钢管龙头企业	6
1.1 国内工业不锈钢管龙头，产品远销 70 余个国家和地区.....	6
1.2 公司以管材为主要产品，多项产品实现国产替代	7
1.3 持续投入产能建设，产品销量匹配增长	10
1.4 收入保持较快增速，盈利能力稳步提升	12
2 产品升级助力公司持续发展，布局原料完善公司上下游协同.....	14
2.1 突破技术壁垒产品迈向高端，高附加值产品收入占比持续提升.....	14
2.2 材料成本为公司产品主要成本，上下游协同提升公司竞争力.....	19
3 高端产品市场需求景气上行，收购德国 EBK 加速海外市场拓展.....	20
3.1 不锈钢管下游需求分布广泛，公司收入主要来自石油、化工、天然气和电力等行业	20
3.2 全球油气需求稳步增长，国内油气管需求保持较快增速.....	22
3.3 公司电力设备制造收入保持较快增速，核电行业景气延续.....	24
3.4 收购德国 EBK 加速海外市场拓展，公司境外收入快速增长.....	26
4 盈利预测与估值.....	27
5 风险提示.....	28

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构.....	7
图表 3: 部分重要子公司及其财务数据 (2023 年)	7
图表 4: 部分主要产品示例.....	8
图表 5: 公司主要国产替代产品.....	9
图表 6: 公司主要产品收入 (亿元)	10
图表 7: 公司主要产能建设项目.....	10
图表 7: 公司主要产能建设项目 (续)	11
图表 8: 公司产能情况.....	11
图表 9: 公司销量目标和主要产品销量.....	12
图表 10: 近几年公司营业收入.....	12
图表 11: 公司分产品收入.....	13
图表 12: 公司分行业收入.....	13
图表 13: 近几年公司销售毛利率.....	13
图表 14: 分产品毛利率.....	13
图表 15: 近几年公司费用率.....	14
图表 16: 近几年公司归母净利润.....	14
图表 17: 近几年公司销售净利率.....	14
图表 18: 高附加值、高技术含量的产品收入占比	15
图表 19: 公司产品吨毛利.....	15
图表 20: 我国油井管产量.....	15
图表 21: 我国油井管需求和产能.....	15
图表 22: 新日铁的油井管选材.....	16
图表 23: 油气开采用镍基合金管厂商.....	16
图表 24: 复合管性能特点及应用领域.....	17
图表 25: 双金属复合管成形工艺.....	17
图表 26: 久立特材民用核安全设备制造许可活动范围 (扩) (2013 年)	17
图表 27: 压水堆核电站系统结构示意图.....	18
图表 28: 核电站蒸发器 U 形管.....	18
图表 29: ITER 项目 PF 导体铠甲	18
图表 30: 航空发动机滑油系统.....	19
图表 31: 公司产品成本结构.....	19
图表 32: 公司与永兴材料及合金公司的股权结构关系	20
图表 33: 合金公司营收和净利润.....	20
图表 34: 工业不锈钢管需求分布.....	21

图表 35: 无缝不锈钢管进出口价格及价差	21
图表 36: 焊接不锈钢管进出口价格及价差	21
图表 37: 公司国外主要竞争对手	22
图表 38: 公司分领域收入 (亿元) 及占比 (2023 年)	22
图表 39: 公司石油、化工、天然气领域收入	23
图表 40: 公司石油、化工、天然气领域毛利率	23
图表 41: TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管	23
图表 42: 大口径厚壁管	23
图表 43: 2021-2045 年世界主要能源需求 (按燃料类型)	24
图表 44: 中国油气管道总规模	24
图表 45: 公司电力设备制造领域收入	24
图表 46: 公司电力设备制造领域毛利率	24
图表 47: 近几年我国核准核电机组数量	25
图表 48: 近几年我国核电建设投资完成额	26
图表 49: EBK 公司产品	26
图表 50: 公司境外收入及占比	27

1 深耕 30 余年，打造工业不锈钢管龙头企业

1.1 国内工业不锈钢管龙头，产品远销 70 余个国家和地区

久立特材创建于 1987 年，位于浙江省湖州市，专业致力于工业用不锈钢及特种合金管材、棒材、线材、双金属复合管材、管配件等管道系列产品研发与生产。公司深耕不锈钢管领域 30 余年，持续投入研发、优化生产工艺，专注于生产“长、特、优、高、精、尖”工业用不锈钢管，即超长不锈钢管、特殊钢种不锈钢管、优质不锈钢管、高端不锈钢管、精品不锈钢管和替代进口的尖端不锈钢管等高附加值的不锈钢管产品、高品质不锈钢管件产品以及高品质特种合金新材料等。

公司发展以产品高端化和市场全球化为方向。2006 年，公司 3500 吨钢挤压机生产线投产，公司以此为契机，大力推进进口产品的国产化进程，坚定“长、特、优、高、精、尖”的产品特色。2009 年，公司在深交所挂牌上市，同年，公司中大口径连续成型不锈钢焊接管生产线投产、不锈钢管/焊接管取得民用核安全设备制造许可证、年产 1000 吨钛精密焊接管项目投产、第一口镍合金油套管成功下井，公司发力高端产品取得重要进展。2023 年，公司设立子公司“久立欧洲公司”，并通过久立欧洲公司成功收购德国 EBK，进一步完善海外市场布局。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中邮证券研究所

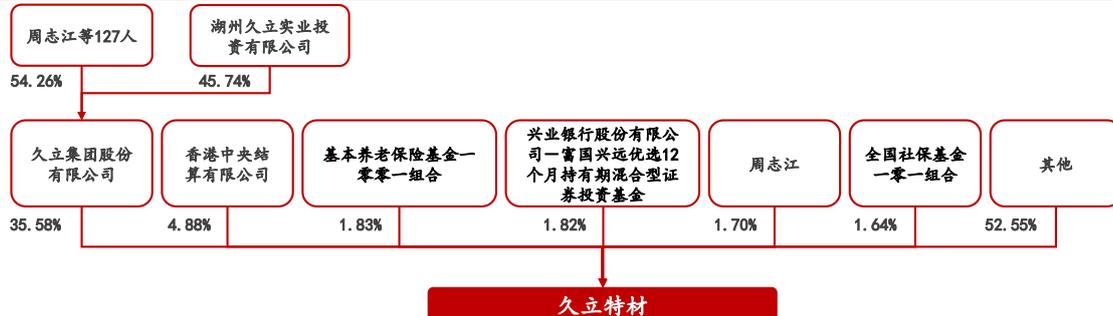
公司致力于为油气（包括 LNG）、化工及电力等能源装备行业提供高性能、耐蚀、耐压、耐温的材料，产品主要覆盖油气、化工和电力设备等领域，主要产品包括蒸汽发生器 U 形传热管、耐蚀合金油井管、精密管、超（超）临界锅炉用管、（超级）双相不锈钢管、仪器仪表管、双金属复合管等。

油气领域，公司是中石油、中石化、中海油等单位的主力供应商之一；化工领域，为中国化工集团、国家能源集团等单位提供材料支持；电力领域，公司和哈尔滨电气、上海电气、东方电气等单位保持长久、友好合作关系。此外，公司产品远销 70 余个国家和地区，是英荷壳牌（Shell）、埃克森美孚（ExxonMobil）、英国石油（BP）、道达尔能源（TotalEnergies）、沙特阿美（Aramco）和阿布扎比国家石油公司（ADNOC）等世界级知名企业的合格供应商，并与海外多家企业签订长期框架协议。

公司股权结构清晰，实控人为周志江先生。公司控股股东为久立集团股份有限公司，持有 35.58% 的股份。公司实控人为周志江先生，直接持有公司 1.70% 的股权，并通过久立集团间接

持有公司股权。久立集团的股权由周志江先生以及由久立集团内部员工以员工持股计划的形式持有。

图表2：公司股权结构



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司主要控股参股公司 10 余家，其中，久立穿孔、华特公司、合金公司、钛焊管公司、久立欧洲等子公司贡献重要的营收和利润。合金公司为 2014 年与永兴材料成立的合资公司，公司持股 68.50%，主要从事高端领域用高温合金和特种不锈钢研发及生产，为公司提供高端、高质量原材料。2023 年，公司完成子公司久立欧洲的股权收购，并通过久立欧洲收购全资孙公司德国 EBK。德国 EBK 在冶金复合管领域拥有较强的实力，是德国百年企业。久立欧洲公司是公司加强技术实力、拓展海外市场的重要子公司。

图表3：部分重要子公司及其财务数据（2023 年）

子公司	主要业务	营收（亿元）	净利润（亿元）
久立穿孔	黑色金属铸造，有色金属压延加工，新材料技术研发、推广服务，钢压延加工，金属丝绳及其制品制造，金属材料制造、销售等。	12.17	0.06
华特公司	不锈钢管材的制造、加工，金属材料及制品（除稀贵金属）的批发、零售，货物的进出口。	2.22	0.12
合金公司	高品质特种合金新材料的研发、生产和销售；货物及技术的进出口。	10.85	0.02
钛焊管公司	钛及钛合金焊接管、锆及锆合金焊接管、钛钢复合管的研发、生产、加工、销售、检测、技术开发/转让/咨询；不锈钢焊接管加工等。	1.48	0.03
久立欧洲	管道、管件、法兰、钣金制品、铁结构件、锅炉锻件和客户专用部件的制造、安装和研发，相关商品贸易和与同类公司进行业务往来，以及提供服务和进行销售。	5.40	1.39

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 公司以管材为主要产品，多项产品实现国产替代

公司主要产品为工业用不锈钢及特种合金的无缝管、焊接管、复合管以及管件、法兰、棒材及管道预制件等，以及耐蚀合金、高温合金、特种不锈钢等板材、棒材等。

1) 无缝管：具有中空截面但周边没有接缝，是以不锈钢圆钢为原料，经热轧穿孔或热挤压加工制成毛管，再经冷轧或冷拔而制成，其生产技术难度较大，但产品附加值极高，主要应用于高腐蚀、高温高压、低温高压环境。

2) 焊接管：具有中空截面但周边有焊接缝，是以不锈钢板材（平板或卷板）为原料，经机组和模具卷曲成型后，再将接缝处加以焊接而成，与无缝管相比，生产工艺相对简单，但生

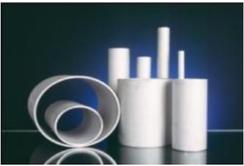
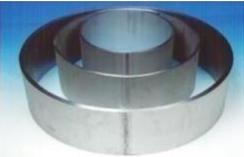
产效率高，品种规格较多，同规格的制管成本较低，同时因为卷板长度较长，可以任意截取长度，主要应用于常温常压环境。

3) 复合管：具有衬管耐蚀功能和碳钢基管耐压功能，相比于镍基合金管更具有成本优势，广泛应用于高温、高压、高腐蚀环境（硫化氢、氯离子）的油气输送管线中。

4) 管件：将管子连接成管路的零部件的统称，管路系统中起连接、控制、变向、分流、密封、支撑等作用。

5) 合金材料：业务由子公司合金公司承担，合金公司拥有真空感应炉、真空自耗炉、电渣炉、35MN 快锻机等设备，主要生产高端领域用耐蚀合金、高温合金和特种不锈钢。

图表4：部分主要产品示例

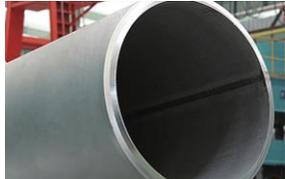
产品大类	产品小类	样图	主要用途
无缝管	无缝管(穿孔工艺生产)		石油、化工、电力、造船、航空、航天、机械制造等行业，如石化换热器用管、仪表压力管道、流体输送管道、超(超)临界电站锅炉用管。
	无缝管(挤压工艺生产)		
	U形管		电厂中的低压加热器、冷凝器以及石化行业使用的U型管换热器等。
	中大口径焊接管		石油、天然气、化工、医疗器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道等。
焊接管	直管		电力、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如电站冷凝器、换热器用管等。
	小口径焊接管		
	接管		化工、食品加工、制药等行业中的非标设备，如盘管式加热器、冷却器、反应器等。
	盘管		
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。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司多项产品实现国产替代，填补国内空白。公司高度重视研发投入，改善生产工艺，优化产品结构，推进产品转型升级，攻破多项核心关键技术，填补国内多项不锈钢管领域空白，打破国外垄断，9 个产品创下替代“第一”，包括：低温乙烯大口径焊接管、国产化电站用 U 型小口径焊接管、天然气净化处理用双相不锈钢无缝管、火力发电用超超临界高压锅炉无缝管、

镍基合金油井管、液化天然气（LNG）用不锈钢焊接管、超长、重大口径油气输送直缝焊接管、核电蒸发器用 800 合金 U 型传热管、国际热核聚变（ITER）项目装置用 PF/TF 导管。

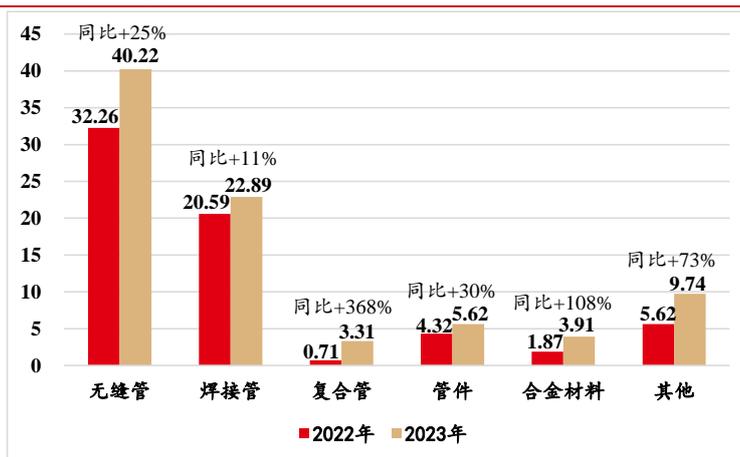
图表5：公司主要国产替代产品

国产化产品	关键技术	现状	图示
镍基合金核电蒸汽发生器用 U 形传热管	自主设计建造世界一流的专用生产线；材料化学成份、均匀性和纯净度指标等的设计；精细化表面处理；精准的热处理技术。	产品填补了国内空白，成功应用于华龙一号、AP1000、CAP1400 等堆形。	
核聚变 ITER 用 PF 导体铠甲（方圆管）	稳定精准的热挤压技术解决异型断面成型问题；变截面高精度冷加工技术；精细化表面处理技术；一体化工模具设计及制造技术。	PF 导管各项性能指标全部满足 ITER 技术规范，产品得到 ITER 组织高度认可。	
（超）超临界锅炉用管	解决材料高温性能和高温蒸汽腐蚀问题；高精度热挤压技术；双曲线大变形冷加工技术；精准的热处理技术。	2006 年开始，经过 3 年多时间的研制开发，国内第一家实现了国产化。	
TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管（OCTG）	低塑性、高抗力材料热挤压技术，解决了镍基耐蚀合金挤压成型、分层、开裂等技术问题；高强度大变形冷轧技术，解决了高钢级强度问题；成功应用于油气井深度 4000-6500m, 高含 H ₂ S 和 CO ₂ 环境下。	应用于四川普光、元坝气田。	
液化天然气用中大口径厚壁管	突破中大口径厚壁板材成型技术；突破厚壁焊接技术；解决了热处理变形的难关。	应用于壳牌、德希尼布和三星重工集团联合打造的世界首艘 FLNG；沪东 LNG 船国产化；LNG 接收站等。	

资料来源：公司官网，中邮证券研究所

目前，公司营收主要来自无缝管和焊接管，复合管和合金材料收入增长显著。2023 年，公司无缝管产品收入 40.22 亿元，占公司营收的 47%；焊接管产品收入 22.89 亿元，占公司营收的 27%，两类产品收入合计占公司营收的 74%。2023 年，公司复合管产品收入 3.31 亿元，同比增长 368%；合金材料收入 3.91 亿元，同比增长 108%，公司复合管和合金材料产品市场开拓成效显著。

图表6: 公司主要产品收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

1.3 持续投入产能建设, 产品销量匹配增长

通过技术改造、产线建设以及资产收购等途径, 公司已成为国内规模较大的工业不锈钢管制造企业。随着公司 IPO 募投项目建设、2014 年度和 2017 年度两次可转债募投项目建设、公司自筹资金产能提升项目建设以及合金公司、久立欧洲公司的资产收购, 公司已成为国内规模较大的工业不锈钢管制造企业。

图表7: 公司主要产能建设项目

时间	资金来源	项目	产能
2009 年	IPO 募集资金	超超临界电站锅炉关键耐温、耐压件制造项目	在公司热挤压母管的生产基础上, 形成年产 2 万吨超超临界电站锅炉用耐温、耐压无缝管的生产能力
		年产 10000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目	在公司中大口径不锈钢焊接管的生产基础上, 形成年产 1 万吨 $\Phi 219\sim 630\text{mm}$ 的原油和液化天然气输送用中大口径不锈钢焊接管生产能力
		年产 3000 吨镍基合金油井用管项目	在公司热挤压镍基合金母管的生产基础上, 形成年产 3000 吨镍基合金油井用管的生产能力
		年产 2000 吨核电管和精密管项目	形成 2000 吨核电管和精密管生产能力
2014 年	可转债募集资金	年产 2 万吨 LNG 等输送用大口径管道及组件项目	点建设大型 JCO 直缝焊管生产线, 开发生产外径 $\Phi 325\sim 1620\text{mm}$ 、壁厚 8-80mm、长度 6-12.2m 的油气输送用大口径厚壁超长焊接管及组件
		年产 1 万吨原油、天然气、液化天然气管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管项目	开发生产 $\Phi 60.3\sim 508\text{mm}$ 的原油、天然气、液化天然气管道输送设施用特殊钢与钛合金复合管, 进一步扩大公司焊接管产品品种和规模
2014 年	自有资金	年产 5000 吨大型装备用耐腐蚀换热管束技术开发及产业化项目	项目建成后将形成年产 5000 吨大型装备用耐腐蚀换热管束的生产能力, 产品具有超长、高镍等特点

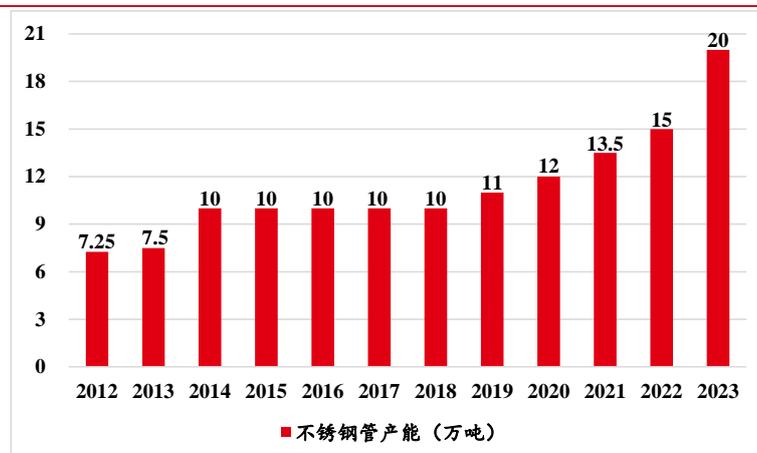
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表7：公司主要产能建设项目（续）

时间	资金来源	项目	产能
2015年	自筹资金	年产3000吨石油、天然气开采用耐蚀合金油井管产业化项目	在拥有油气开采用高端耐蚀合金材料生产经验的基础上，进一步完善产业链，进行技术升级改造，新增年产3000吨石油、天然气开采用高端耐蚀合金油井管产能
2017年	可转债募集资金	年产5500KM核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	对公司原核电精密管进行技术升级，新增各种高端生产设备和检测设备，加强成品的后续检测与精整要求，最终实现核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用管3500KM年产能，海底脐带缆用管2000KM年产能
		年产1000吨航空航天材料及制品项目	凭借公司前期在航空航天市场积累的先进经验，积极开发高温合金、钛合金、不锈钢等材质的航空用管和异型管。本项目技术改造后将形成1000吨航空航天用管及异型管的生产能力
2020年	自筹资金	年产5000吨特种合金管道预制件及管维服务项目	项目建成后将形成年产管配件和管道预制5000吨的生产能力
		年产10000吨的油气输送特种合金焊接管材项目	在现有焊管生产线能满足大口径厚壁管的生产基础上，新增一套产能10000吨的焊管生产线，实现产能扩容，项目建成后形成年产油气输送特种合金焊接管材10000吨的生产能力

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

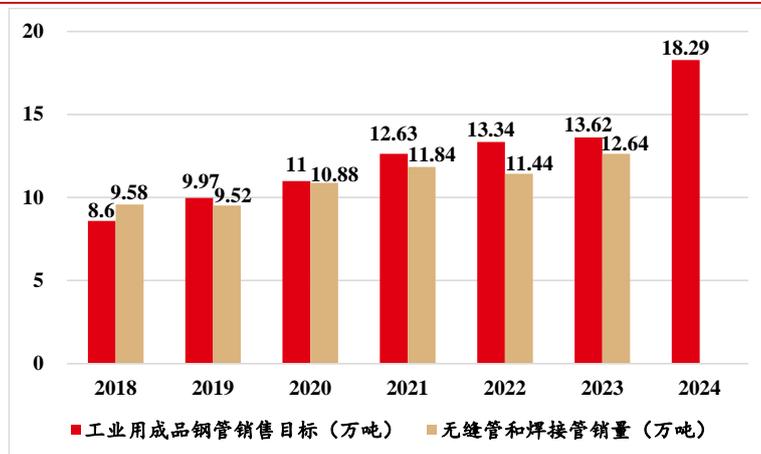
工业用不锈钢管业务被国家工信部认定为中国制造业单项冠军，公司产能持续提升。2009年，公司IPO申报时，拥有不锈钢管产能4万吨。随着公司IPO募投项目建设以及技术改造和产品结构调整，2013年公司具备年产7.5万吨工业用不锈钢管的生产能力，其中无缝管产能4.25万吨/年，焊接管产能3.25万吨/年。截至2014年，公司具备年产10万吨工业用不锈钢管的生产能力，其中无缝管产能4.35万吨/年，焊接管产能5.25万吨/年。2019年-2022年，公司不锈钢管产能分别为11万吨、12万吨、13.5万吨和15万吨，产能持续提升。截至2023年，公司具备年产20万吨工业用成品管材（含不锈钢管、复合管和部分特殊碳钢管）、1.5万吨管件和2.6万吨合金材料的生产能力。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。

图表8：公司产能情况


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司产品销量匹配产能增长。随着产品开发和市场拓展，公司销量持续提升。2023 年，公司无缝管和焊接管合计销量 12.64 万吨。2024 年，公司目标实现工业用成品钢管（含无缝管、焊接管、复合管、合金管及特殊管道）总销量约 18.29 万吨，较 2023 年销量目标增长 34%，公司对 2024 年度业务增长预期良好。

图表9：公司销量目标和主要产品销量



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.4 收入保持较快增速，盈利能力稳步提升

产品拓宽和市场拓展显成效，公司收入保持快速增长。持续拓宽产品线和大力开拓新市场是公司收入实现快速增长的动力，2023 年，公司年报重新划分产品类型包括无缝管、焊接管、复合管、管件、合金材料和其他共 6 类产品，相较 2022 年度的划分增加“复合管”和“合金材料”两类产品。公司培育的“复合管”和“合金材料”产品已为公司贡献一定营收，2023 年复合管和合金材料收入分别占公司营收的 3.86%和 4.56%，增速分别为 367.63%和 108.49%，体现公司产品拓宽和市场拓展的成效。2023 年，公司实现营业收入 85.68 亿元，同比增长 31%；2024Q1，公司实现营业收入 23.89 亿元，同比增长 42%。

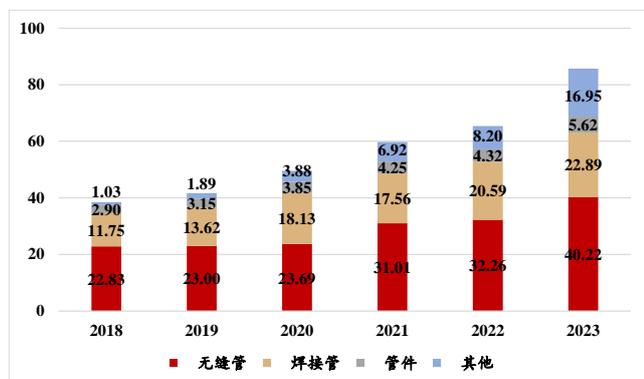
图表10：近几年公司营业收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分产品看，无缝管和焊接管为公司主要产品。无缝管和焊接管的合计销售收入常年占公司营业收入的 80%左右。2023 年，公司无缝管收入 40.22 亿元，占公司营收的 46.94%，焊接管收入 22.89 亿元，占公司营收的 26.72%。

分领域看，石油、化工、天然气领域收入占比较大。2023 年，公司来自石油、化工、天然气领域的收入达 48.96 亿元，占公司营收的 57.14%；来自电力设备制造领域的收入 11.60 亿元，占公司营收的 13.54%；来自其他机械制造领域的收入 13.51 亿元，占公司营收的 15.77%；来自其他不可分行业的收入 11.61 亿元，占公司营收的 13.55%。

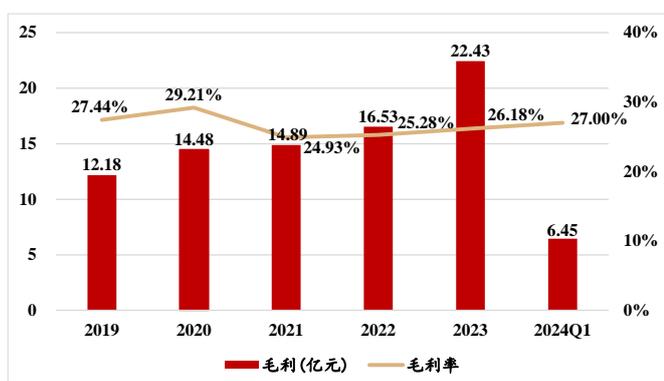
图表11：公司分产品收入


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

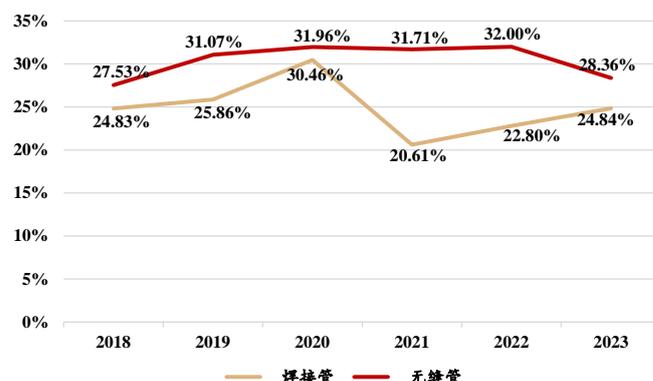
图表12：公司分行业收入


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

近几年公司销售毛利率稳步提升。2023 年，公司销售毛利率 26.18%，同比提高 0.90pcts；2024Q1，公司销售毛利率 27.00%，同比提高 3.33pcts。分产品看，2019–2022 年无缝管毛利率基本稳定，2023 年无缝管毛利率 28.36%，同比降低 3.64pcts，或由于产品结构的影响；2021 年，焊接管毛利率 20.61%，同比降低 9.85pcts，主要由于部分产品出口退税取消对公司境外业务造成短期冲击，且在手订单及新接订单利润空间均受到一定程度的挤压。2022 年和 2023 年，公司焊接管毛利率稳步回升，2023 年焊接管毛利率 24.84%，同比提高 2.04pcts。

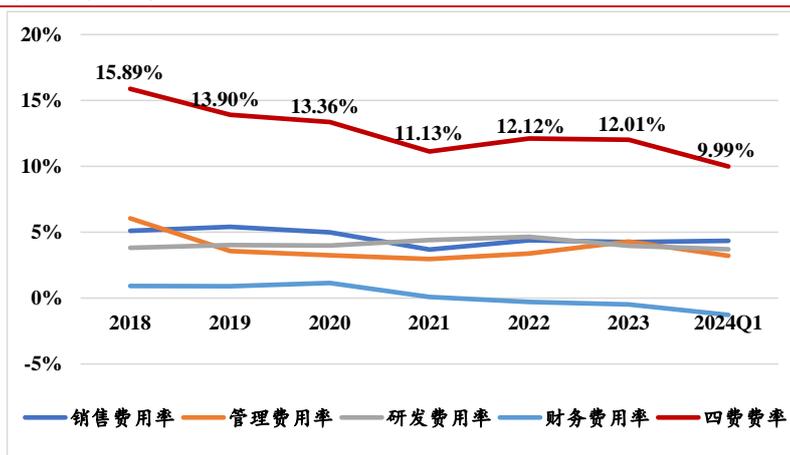
图表13：近几年公司销售毛利率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表14：分产品毛利率


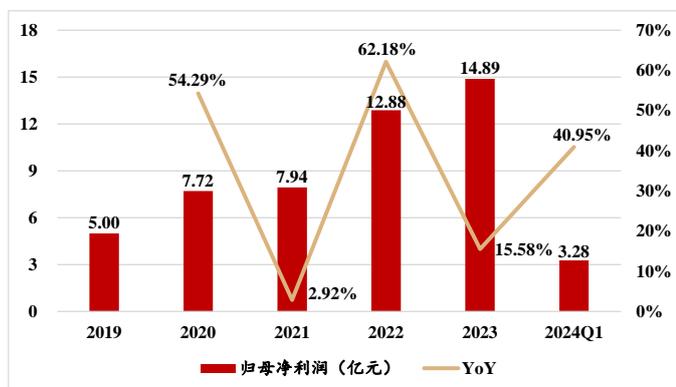
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司费用率稳步降低。2018–2023 年，公司四费率降低 3.88pcts。2023 年，公司管理费用率 4.29%，较 2018 年降低 1.76pcts；财务费用率-0.49%，较 2018 年降低 1.42pcts；销售费用率 4.25%，较 2018 年降低 0.86pcts；公司研发费用率 3.96%，较 2018 年提高 0.15pcts。公司费用控制良好，同时保持较高的研发投入。2024Q1，公司四费率 9.99%，其中，财务费用率-1.28%。

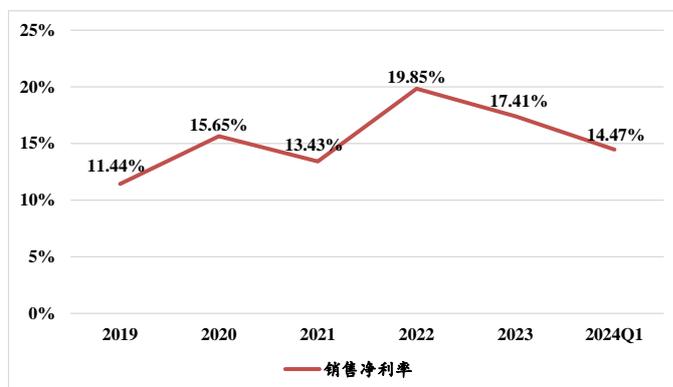
图表15：近几年公司费用率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司销售毛利率稳步提升、费用率降低，利润保持较快增速。2022年，公司投资收益5.26亿元，同比增加3.90亿元，进一步增厚公司利润，公司净利率达19.85%，实现归母净利润12.88亿元，同比增长62%。2023年，公司实现归母净利润14.89亿元，同比增长16%，其中投资收益5.23亿元。剔除投资收益看，2023年，公司扣除联营企业投资收益后归母净利润9.97亿元，同比增长36%。2024Q1，公司实现归母净利润3.28亿元，同比增长41%，业绩保持快速增长。

图表16：近几年公司归母净利润


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表17：近几年公司销售净利率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 产品升级助力公司持续发展，布局原料完善公司上下游协同

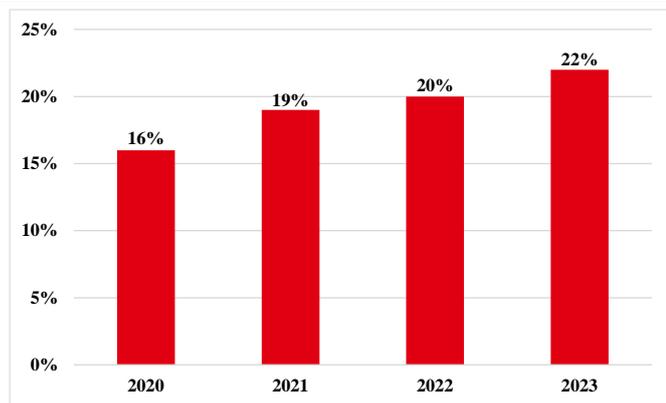
2.1 突破技术壁垒产品迈向高端，高附加值产品收入占比持续提升

公司高附加值、高技术含量产品收入占比不断提升。公司多年来持续投入研发，引进国内外先进装备，对不锈钢管的生产过程进行了系统化和全方位的技术攻关和技术改造，专注于生产“长、特、优、高、精、尖”工业用不锈钢管。2020年，公司高端产品收入占比16%，近几年，高端产品收入占比持续提升。2022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公司总营收比例约为20%，同比提升1pcts；2023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约为 19 亿元，占公司营业收入的比重约为 22%。

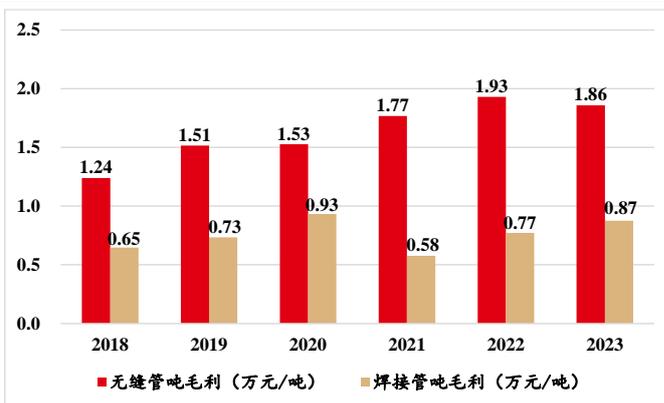
从产品盈利能力看，公司无缝管吨毛利从 2018 年的 1.24 万元/吨，提升至 2022 年的 1.93 万元/吨，2023 年，无缝管吨毛利小幅降低，为 1.86 万元/吨；焊接管 2021 年受出口退税政策等因素影响吨毛利下降至 0.58 万元/吨，2022 年焊接管吨毛利 0.77 万元/吨，2023 年焊接管吨毛利提升至 0.87 万元/吨。

图表18：高附加值、高技术含量的产品收入占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表19：公司产品吨毛利

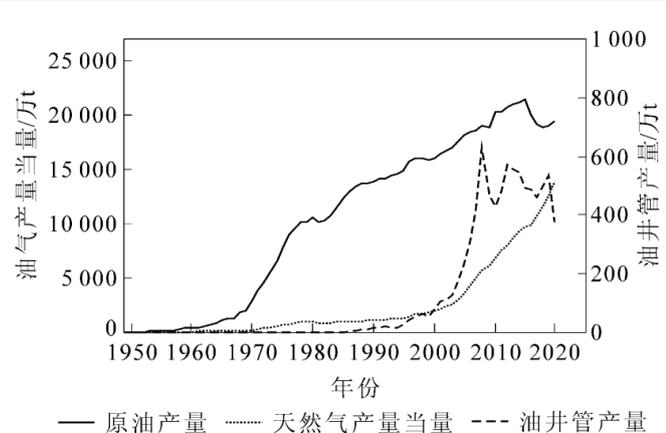


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

2.2.1 油气用管：镍基管、复合管等带动公司油气产品走向高端

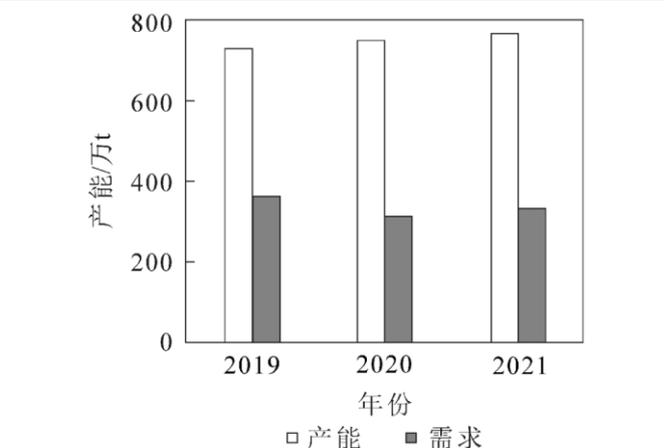
我国已成为世界油井管生产基地。1976 年，我国生产出第一批低钢级 API J55 油套管，当年产量仅 100 吨左右。20 世纪 80-90 年代，国内大型油田加速开发，但油井管绝大部分依靠进口。20 世纪 80 年代开始，原冶金工业部牵头，相继在上海、天津、成都引进油井管生产线，成立宝钢无缝钢管厂、天津钢管厂、成都无缝钢管厂等，开展油井管国产化。经过 20 多年发展，中国成为世界油井管生产基地。但从 2009 年开始，由于产能无序扩张等原因，油井管市场产能过剩。2019-2021 年，我国油井管需求量基本维持在 330 万吨左右，产能 750 万吨左右。

图表20：我国油井管产量



资料来源：《我国油井管产业的发展及思考（上）》-张忠铎，中邮证券研究所

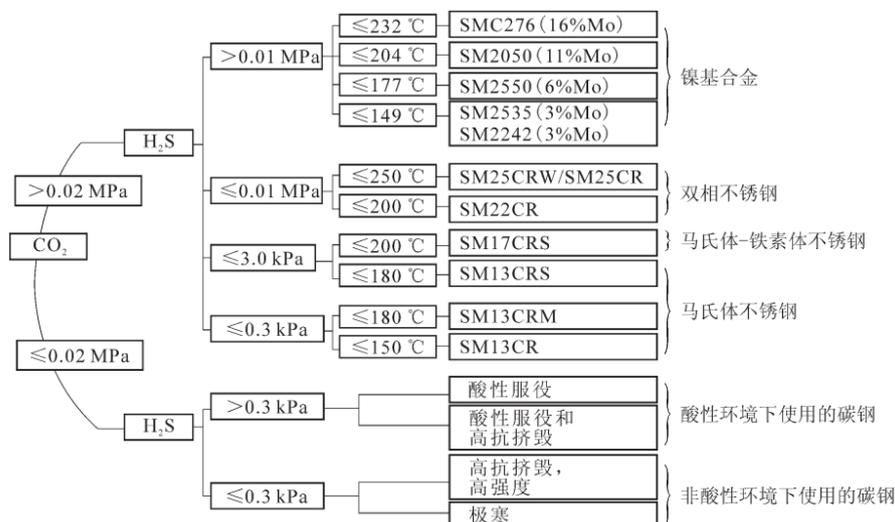
图表21：我国油井管需求和产能



资料来源：《我国油井管产业的发展及思考（上）》-张忠铎，中邮证券研究所

镍基合金油井管抗腐蚀性能优异，可满足高酸性油气田开发需求。镍基合金油井管主要用于地质结构复杂、高温高压高腐蚀性的特大型海相天然气田等富含 CO₂、H₂S、Cl⁻ 等强腐蚀环境的高酸性油气资源。因其服役条件恶劣、制造工序复杂、生产难度大、产品质量要求苛刻等，被誉为钢铁产品中技术含量最高的产品。

图表22：新日铁的油井管选材



资料来源：《耐蚀合金油井管的发展概况》-赵春辉等，中邮证券研究所

镍基合金管在国内外广受重视。国外，日本新日铁、美国 Special Metals、阿根廷 Tenaris、瑞典 Sandvik 先后建立了自己的镍基合金管生产体系。国内，久立特材与天津钢管等联合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。至 2013 年，镍基合金油井管已具有高度规模化、系列化，实现 100% 国产化并出口，有力支撑我国乃至全球高酸性油气田开发。

图表23：油气开采用镍基合金管厂商

企业名称		产品
国外	Special Metals	Incoloy Alloy 028、Incoloy Alloy 825、Inconel Alloy G3、Inconel Alloy C276
	新日铁	SMC276、SM2060、SM2050、SM2550、SM2535、SM2242 等
	Tenaris	Alloy 28、Alloy 29、G3、C-276、Alloy 825 等
	瑞典 Sandvik	Sanicro 41、Sanicro 28 等
国内	宝钢股份	BG2532、BG2830、BG2250、BG2242、BG2235 等
	久立特材、天津钢管	TDJ-G3 等

资料来源：《耐蚀合金油井管的发展概况》-赵春辉等，公司公告，中邮证券研究所

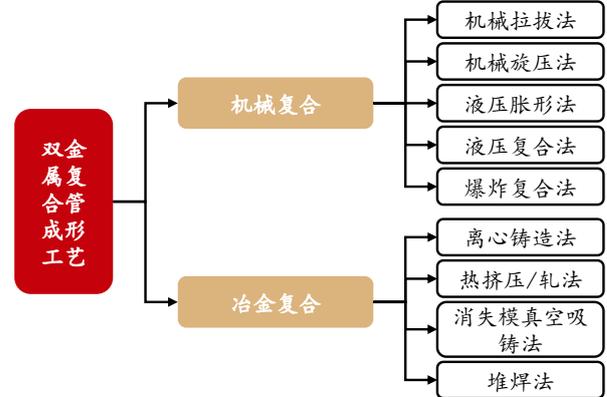
复合管结合基管和衬管的性能优势，具有更高的经济性。复合材料，因其不同材料特性的综合配伍而产生的优异性能，以及突出的经济性，已经成为世界各个行业发展的趋势。双金属复合管，因为其耐蚀合金层功能与碳钢基层耐压功能的完美结合，以及相比较于不锈钢与镍合金纯金属管材的成本优势，现已广泛应用于高温、高压、高腐蚀环境（硫化氢、氯离子）的油

气输送管线中。公司拥有机械复合、冶金复合两种工艺生产的复合管，满足不同工况条件的使用要求，为油气集输提供了全面、系统的整体管道解决方案。

图表24：复合管性能特点及应用领域



图表25：双金属复合管成形工艺



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

资料来源：《双金属管拉拔复合工艺设计及性能研究》- 权强强，中邮证券研究所

2.1.2 核电用管：核电 U 形管全球主要供应商之一，业务涵盖三代核电、四代核电和核聚变领域

公司核电产品主要包括核 1、2、3 级及非核级的各类设备配管、传热管及管道管，是蒸发器 U 形管全球主要供应商之一。2013 年 2 月，公司公告收到国家核安全局“关于批准浙江久立特材科技股份有限公司扩大民用核安全设备制造许可活动范围的通知”，批准公司《民用核安全机械设备制造许可证》增加许可活动范围，扩大范围主要涉及核安全一级镍基合金热交换器传热管的制造许可，标志着公司成为国内有资格进入核电站核岛主要核心设备“镍基合金 U 形传热管”领域的第二家企业。

图表26：久立特材民用核安全设备制造许可活动范围（扩）（2013 年）

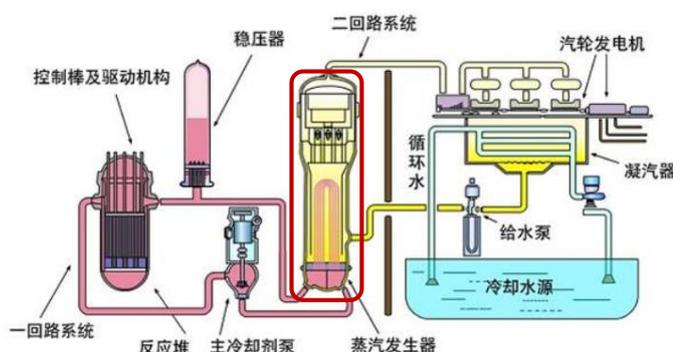
设备类别	设备名称	核安全级别	制造能力特征参数			主要关键工艺	制造活动范围及完成形式	备注
			公称通径 (mm)	壁厚 (mm)	材料类别			
管道和管配件	热交换器 传热管	1 级	15-22 (外径)	0.8-1.4	镍基合金	穿(钻)孔、挤压、轧制、矫直、弯制、热处理、水压试验。	根据设备制造技术规格书的要求，按照认可的设计图纸和技术条件进行制造，包括完成所有检验和试验项目，提供最终产品及质量证明文件。	主要采购项目：管坯
	直管	2 级	250-700	≤35	不锈钢	拉拔、矫直、热处理、水压试验。		主要采购项目：荒管

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

蒸发器是核电核心设备，公司和宝银特种钢管有限公司完成 U 形管国产化。核电蒸发器是实现一、二回路热量交换的核心设备。核电蒸发器中，采用 U 形管将一、二回路循环水隔离，满足换热的同时屏蔽一回路中带辐射循环水进入二回路。2013 年 8 月，国家核电技术公司在上海举行重大专项示范工程核电站蒸发器用 690U 型管国产化总结会议和样品评审会。宝钢旗

下的宝银特种钢管有限公司和久立特材的 690U 型管样品通过评审，标志着我国第三代核电关键部件国产化取得重大突破。

图表27：压水堆核电站系统结构示意图



资料来源：烟台核电研发中心，中邮证券研究所

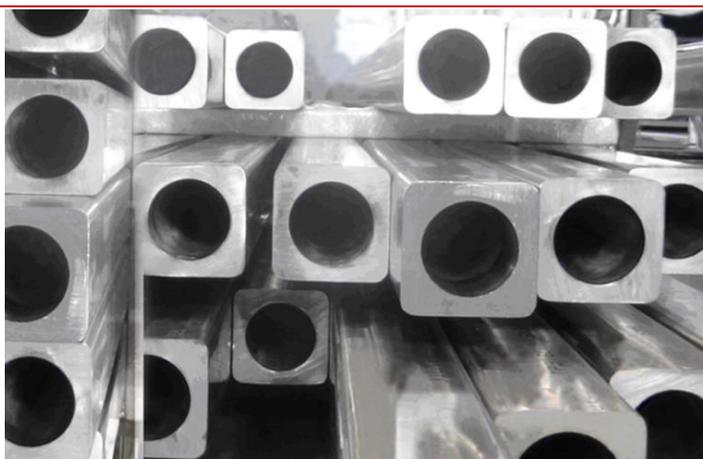
图表28：核电站蒸发器U形管



资料来源：CCTV，中邮证券研究所

除三代核电之外，公司业务布局四代核电和核聚变领域。公司为核聚变 ITER 项目提供 PF 导体铠甲（方圆管），公司研制的 PF 导管各项性能指标全部满足 ITER 技术规范，特别是 4.2K 低温下延伸大于 32%，得到 ITER 高度认可，体现公司技术实力。

图表29：ITER 项目 PF 导体铠甲

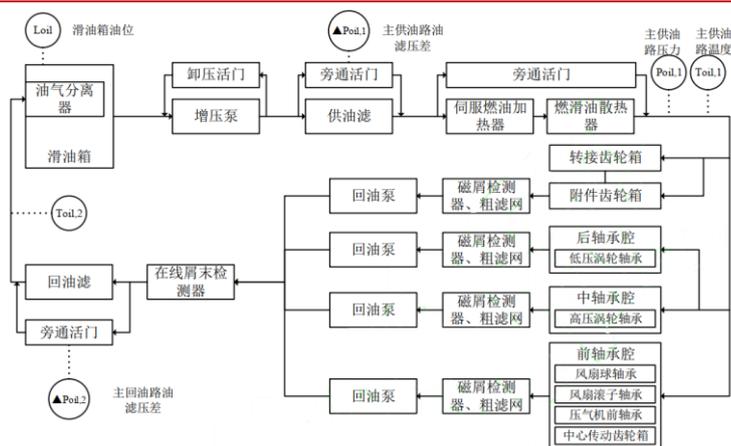


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

2.1.3 航空、半导体、医药等领域管材：持续开拓业务新方向

在航空发动机上，燃油系统、滑油系统和液压控制系统均需要大量的航空管材。根据公司公告，“年产 1000 吨航空航天材料及制品”项目于 2021 年 12 月完工，主要产品包括航空油路管、高温合金高强度管道、燃气回路管道等。公司有望借此打开国内外航发市场，航空高端产品成长空间广阔。

图表30：航空发动机滑油系统



资料来源：《航空发动机滑油系统建模、优化及应用研究》-黄世杰等，中邮证券研究所

半导体领域，特种气体被广泛地使用在外延、化学气相沉积、刻蚀、扩散等各种不同的工艺流程中。特种气体的供应系统具有种类多、供应不可间断、泄漏后危险性高以及对洁净度要求高的特点。随着国内集成电路制造产业的快速发展，半导体的制造工艺技术越来越先进和复杂，其中需要的特种气体种类也越来越多，某些工厂甚至已经超过 50 种。医药领域，精密不锈钢管用于医疗器械以及家庭护理设备等，对于尺寸精度要求非常严格，医用不锈钢管尺寸规格通常 0.25-0.3mm 之间，壁厚 0.08-0.2mm 之间，公差 0.01mm 之内，并且要求内孔光滑，表面抛光，具有良好的柔软性、耐蚀性、耐高温、耐磨损、抗拉性、防水性并提供优良的电磁屏蔽性能。公司“工业自动化与智能制造项目和年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目”将实现核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用管 3500KM 年产能，海底脐带缆用管 2000KM 年产能，为公司高端产品向多领域拓展奠定基础。

2.2 材料成本为公司产品主要成本，上下游协同提升公司竞争力

公司产品成本中，原材料为最主要的成本。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。公司无缝管产品的成本中，材料成本占比 70%以上，焊接管产品的成本中，材料成本占比 90%左右。2023 年，公司无缝管产品的成本中，材料成本占比 78%；公司焊接管产品成本中，材料成本占比 90%。

图表31：公司产品成本结构

分类	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
无缝管	材料成本占比	72.55%	72.63%	72.92%	77.68%
	其他成本占比	27.45%	27.37%	27.08%	22.32%
	毛利率	31.96%	31.71%	32.00%	28.36%
焊接管	材料成本占比	86.84%	87.97%	90.39%	90.12%
	其他成本占比	13.16%	12.03%	9.61%	9.88%
	毛利率	30.46%	20.61%	22.80%	24.84%

资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

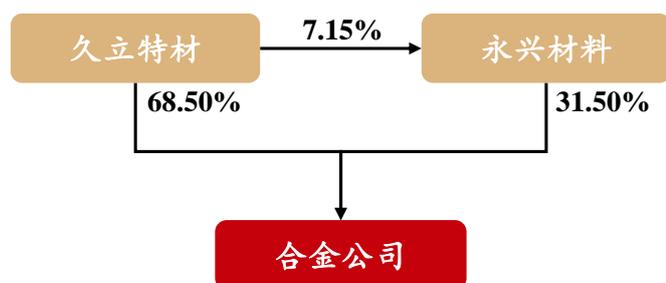
Ni/Cr/Mo 等金属价格走势为不锈钢和特种合金价格走势的风向标，特别是生产耐强腐蚀、耐高（低）温、耐高压等高性能、高品质的不锈钢管和特种合金管材，需要含合金元素量较高的原材料。公司不锈钢产品主要为 300 系列铬镍不锈钢，包括 304、304L、316L 等，镍、铬等元素在成本中的占比较高。

公司参股永兴材料，成立子公司合金公司，保障原材料供应，提升公司竞争力：

1) 永兴材料，公司持股 7.15%。永兴材料主营业务为不锈钢棒材、线材及碳酸锂产品的研发、生产和销售，是公司重要的原材料供应商（2023 年采购总额占比 13.87%）。2023 年，永兴材料营收 121.89 亿元，归母净利润 34.07 亿元。2023 年，公司权益法核算的长期股权投资收益 2.47 亿元，增厚公司利润。

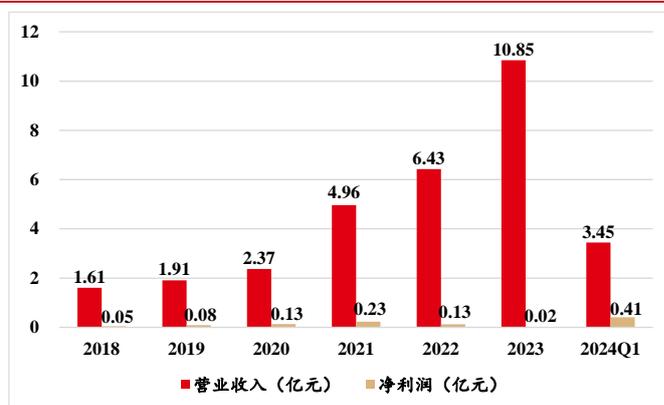
2) 合金公司，公司持股 68.50%。合金公司主要研发、生产和销售高品质特种合金新材料。2023 年，合金公司实现收入 10.85 亿元，净利润 166 万元。2024Q1，合金公司实现营业收入 3.45 亿元，净利润 4069 万元，盈利能力显著改善。

图表32：公司与永兴材料及合金公司的股权结构关系



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表33：合金公司营收和净利润



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

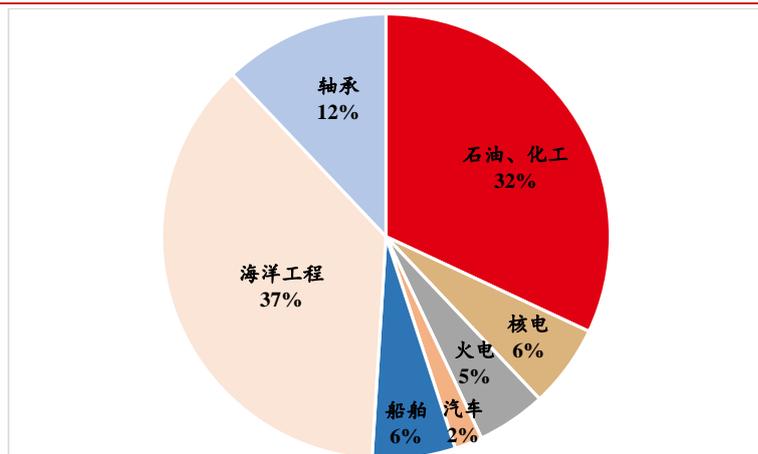
3 高端产品市场需求景气上行，收购德国 EBK 加速海外市场拓展

3.1 不锈钢管下游需求分布广泛，公司收入主要来自石油、化工、天然气和电力等行业

国内年产不锈钢管约 348 万吨，约占全球产量的 65%。2023 年，中国不锈钢粗钢产量 3668 万吨，同比增加 410 万吨，同比增长 12.59%，按不锈钢管占不锈钢粗钢产量的 9.5% 估算，2023 年国内不锈钢管产量约 348 万吨。2024 年 1 月 8 日，世界不锈钢协会发布 2023 年 1-9 月数据，全球不锈钢粗钢产量与上年同期相比增幅 2.5%，达到 4260 万吨，由此推算，2023 年世界不锈钢产量可达 5680 万吨，按不锈钢管占不锈钢粗钢产量的 9.5% 估算，2023 年全球不锈钢管产量约 540 万吨，国内不锈钢管产量约占全球的 65%。

不锈钢管主要应用于海洋工程、石油石化、轴承、核电、船舶等领域。根据《中国不锈钢管产业发展概述》，工业不锈钢管需求中海洋工程占比 37%、石油石化行业占比 32%、轴承行业占比 12%、船舶行业占比 6%、核电行业占比 6%、火电行业占比 5%、汽车行业占比 2%。

图表34：工业不锈钢管需求分布



资料来源：《中国不锈钢管产业发展概述》-彭在美，中邮证券研究所

国内进口不锈钢管以高附加值产品为主，高端产品国产替代仍有空间。2023年，我国不锈钢管出口84.9万吨，其中，焊接管出口54.95万吨，无缝管出口29.95万吨；不锈钢管进口5.01万吨，其中，焊接管进口0.69万吨，无缝管进口4.32万吨。从进出口产品均价看，无缝不锈钢管进口均价16403.97美元/吨，出口均价4914.3美元/吨，进口是出口价格的3倍以上。无缝不锈钢管和焊接不锈钢管进口价格及进出口价差有所扩大，说明进口产品以高品质产品为主，高端产品国产替代仍有空间。

图表35：无缝不锈钢管进出口价格及价差



资料来源：世界金属导报，中邮证券研究所

图表36：焊接不锈钢管进出口价格及价差



资料来源：世界金属导报，中邮证券研究所

国际市场经过近百年的发展，目前已形成以Alleima 合瑞迈、日本制铁、MST、Butting、EEW 等不锈钢管制造巨头为主的垄断竞争市场。

图表37：公司国外主要竞争对手

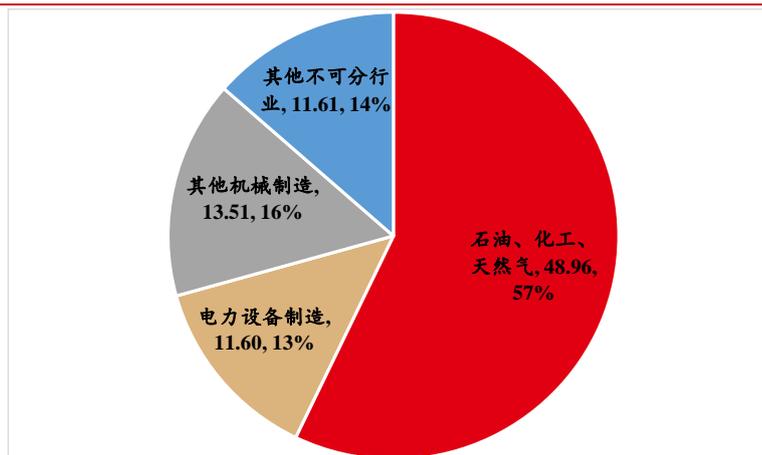
公司名称	简介
Alleima 合瑞迈	Alleima 合瑞迈总部位于瑞典山特维肯，2022 年在纳斯达克斯德哥尔摩上市。Alleima 合瑞迈是一家不锈钢和特种合金高附加值产品、以及工业加热解决方案的优质全球制造商。产品线涵盖了管材、带材和 Kanthal 加热科技三大部门，包括化工、石化、石油天然气、发电、造纸、航空、船舶和机械零件等细分市场。
日本制铁	日本制铁总部位于日本东京，是日本最大的钢铁公司。其业务分为多个部门，包括炼钢和钢铁制造、工程和建筑、化学品、新材料和系统解决方案。产品主要有钢板、钢片、棒材、结构钢产品、管道和钢管、汽车、工业机械零件等，还包括钛制品、不锈钢产品、镍和镍合金产品，以及电子材料和碳纤维等新材料。
Mannesmann Stainless Tubes (MST)	MST 总部位于德国 Mü lheim，专注于制造无缝不锈钢和镍基合金管材及管道。产品主要应用于各种工业领域，包括化工、石油与天然气、能源与发电、机械与工厂工程、汽车工业、航空航天工业、医疗保健技术、环保工程、核工业、造船工业、食品加工工业等。
TUBACEX	TUBACEX 集团成立于 1963 年，专注于高品质特殊不锈钢无缝管的生产和销售，产品主要应用于石油和天然气（包括上下游）、石化、机械加工、核电和锅炉发电等行业。
Butting	Butting 成立于 1777 年，位于德国 Kenesebeck，产品主要包括不锈钢焊接管、复合管、容器、罐体、装置、管束和工厂建设等，应用于化工、石油和天然气、核电、环保、造船、造纸、食品、医药和航天航空等多个行业。
EEW	EEW 集团总部位于德国，是全球直缝焊管制造商之一，其产品主要包括由碳钢和不锈钢制成的大口径管道和管道组件，主要用于海上风电、石油、天然气和化学工业以及机械工程。

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

国内工业用不锈钢管市场经过几十年的发展，形成了国有企业、民营企业及外资企业并存的竞争格局：1) 以公司和江苏武进不锈股份有限公司等后发民营企业为代表的工业用不锈钢管主流生产企业；2) 以常熟华新特殊钢有限公司为代表的外资企业；3) 以宝钢特钢有限公司和攀钢集团江油长城特殊钢有限公司等老牌国有企业为代表的的不锈钢及不锈钢制品制造企业。

公司产品下游应用领域以石油、化工、天然气和电力设备等为主。公司工业用不锈钢管业务被国家工信部认定为中国制造业单项冠军。从产品应用领域看，公司不锈钢管下游需求以石油、化工、天然气和电力设备等为主，2023 年，石油、化工、天然气领域收入占比 57.14%；电力设备制造领域收入占比 13.54%；其他机械制造和其他不可分行业收入占比 29.32%。

图表38：公司分领域收入（亿元）及占比（2023 年）



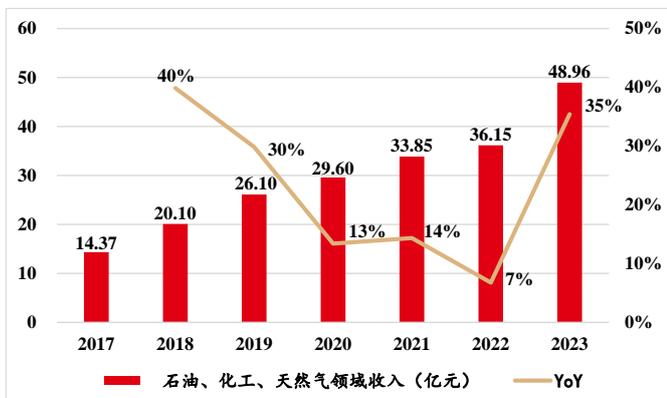
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3.2 全球油气需求稳步增长，国内油气管需求保持较快增速

公司油气产品广受国内外核心客户认可，收入保持较快增速。在油气领域，公司是中石油、中石化、中海油等主力供应商之一，是英荷壳牌 (Shell)、埃克森美孚 (ExxonMobil)、英国

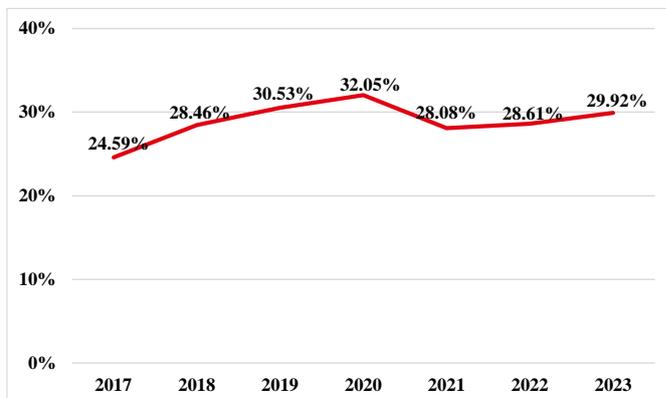
石油（BP）、道达尔能源（Total Energies）、沙特阿美（Aramco）和阿布扎比国家石油公司（ADNOC）等世界级知名企业的合格供应商。公司石油、化工、天然气领域收入保持较快增长，2023 年实现收入 48.96 亿元，同比增长 35%，毛利率 29.92%，同比提高 1.31pcts。

图表39：公司石油、化工、天然气领域收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表40：公司石油、化工、天然气领域毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

油气领域，公司核心产品包括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、复合管等，用于国内外重点项目。

1) 高酸性气田提升镍基合金油井管需求，公司产品成功应用四川普光、元坝气田等。塔里木盆地和四川盆地是我国天然气的主要气源地，但这两大气源地具有埋藏深、温度和压力高、含 H₂S 和 CO₂ 强腐蚀介质高的特点，对油井管要求非常高。21 世纪初，中石化和中石油相继在四川东北地区发现普光、龙港、罗家寨等特大型整装海相气田，但这些气田普遍高含 H₂S、CO₂、Cl⁻、单质 S 等强腐蚀介质，常规低合金钢、马氏体不锈钢、双相不锈钢难以满足井下服役要求，需要采用镍基合金油套管。

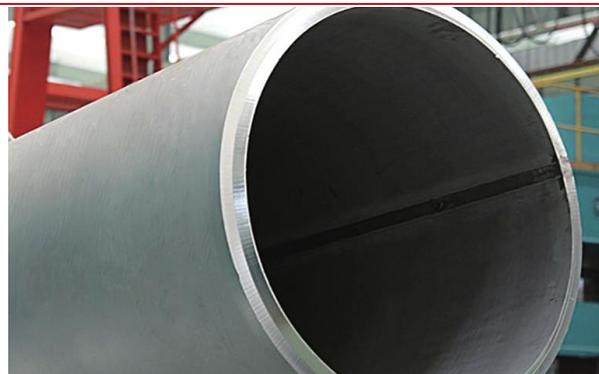
2) 大口径厚壁管用于液化天然气（LNG）国内外市场。公司突破中大口径厚壁板材成型技术、厚壁焊接技术、解决了热处理变形的难关，产品用于壳牌、德希尼布和三星重工联合打造的世界首艘 FLNG、沪东 LNG 船国产化、以及 LNG 接收站（唐山、深圳大鹏、福建、大连、江苏、宁波、广西、粤东、潮州、舟山、山东、上海、珠海、洛阳等）。

图表41：TDJ-G3/028 耐蚀合金油井管



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表42：大口径厚壁管



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

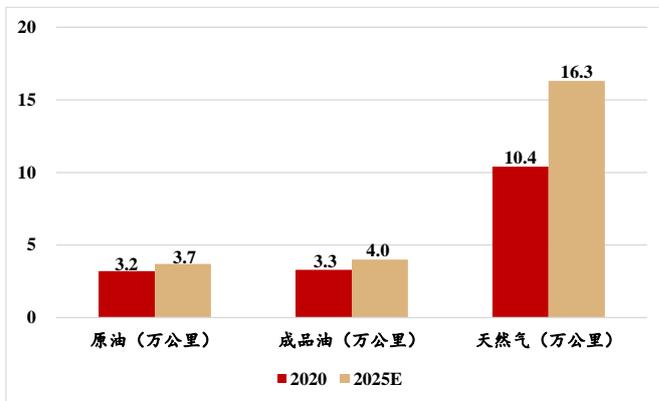
3) 复合管结合基管和衬管的性能优势，具有更高的经济性。公司拥有机械复合、冶金复合两种工艺生产的复合管，满足不同工况条件的使用要求，为油气集输提供了全面、系统的整体管道解决方案。

全球油气需求将保持稳步增长。根据石油输出国组织(OPEC)的《世界石油展望 2045 (2022年版)》，全球石油和天然气的需求在 2021-2045 年间增速约 0.5%和 1.0%。至 2045 年，全球石油需求将达到 1.01 亿桶油当量，全球天然气需求将达到 0.85 亿桶油当量。全球油气行业发展将带动对于油气钻采集输设备的需求，公司核心油气产品有望迎来较好的发展机遇。

国内油气管需求有望取得较快增速。根据国家发改委、能源局《中长期油气管网规划》，2020 至 2025 年，我国油气管道总里程年均复合增速将达 7.27%，油气管总里程在 2025 年将达 24 万千米。公司作为油气管龙头将持续受益需求快速增长。

图表43：2021-2045 年世界主要能源需求（按燃料类型） 图表44：中国油气管道总规模

	Levels mboe/d						Growth mboe/d		Growth % p.a.		Fuel share %	
	2021	2025	2030	2035	2040	2045	2021-2045	2021-2045	2021	2045	2021	2045
Oil	88.3	96.1	98.9	100.1	100.5	100.6	12.3	0.5	30.9	28.7		
Coal	74.7	74.0	70.7	66.4	62.1	58.2	-16.5	-1.0	26.1	16.6		
Gas	66.4	69.9	74.9	79.5	83.0	85.3	18.9	1.0	23.2	24.3		
Nuclear	15.2	16.3	17.8	19.6	21.7	23.3	8.1	1.8	5.3	6.6		
Hydro	7.5	8.0	8.7	9.4	10.1	10.4	2.9	1.4	2.6	3.0		
Biomass	26.2	27.9	30.0	32.0	33.7	34.9	8.6	1.2	9.2	9.9		
Other renewables	7.4	11.2	17.8	24.9	32.5	38.3	30.9	7.1	2.6	10.9		
Total	285.7	303.4	318.9	331.9	343.6	351.0	65.3	0.9	100.0	100.0		



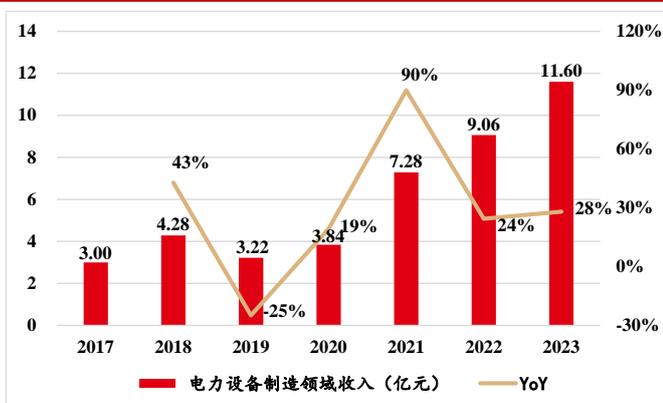
资料来源：OPEC，中能科讯微信公众号，中邮证券研究所

资料来源：《中长期油气管网规划》-国家发改委、国家能源局，中邮证券研究所

3.3 公司电力设备制造收入保持较快增速，核电行业景气延续

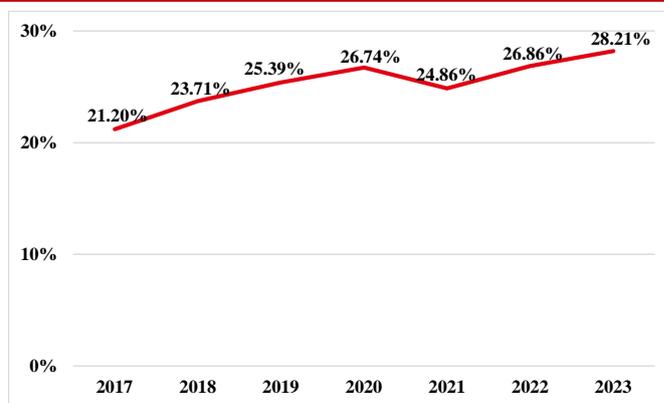
近几年，公司电力设备制造业务收入快速增长。在电力领域，公司和哈尔滨电气、上海电气、东方电气等单位保持长久、友好的合作关系。2023 年，公司电力设备制造领域产品收入 11.60 亿元，同比增长 28%；毛利率 28.21%，同比提高 1.35pcts。

图表45：公司电力设备制造领域收入



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

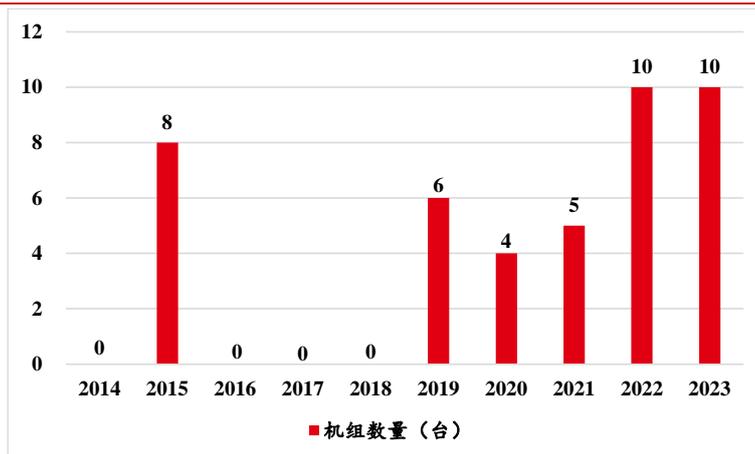
图表46：公司电力设备制造领域毛利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

核电行业景气延续，2019年以来国内核准核电机组35台，三代核电核准加速，设备国产化率提升。2019年以来，我国陆续核准18个核电项目，合计35台核电机组。2019年，福建漳州和广东太平岭核电项目核准开工，标志着三年“零核准”后国内新建核电已重启，而自主三代核电“华龙一号”也进入了批量化建设阶段。2022年，全国核准核电项目机组达10台，创历史新高；2023年，全国核准核电机组数量10台。国产化率方面，二代核电的福清1/2号机组设备国产化率75%左右，“华龙一号”示范项目福清5号机组国产化率达85%，批量化建设后的目标是设备国产化率不低于95%。

图表47：近几年我国核准核电机组数量

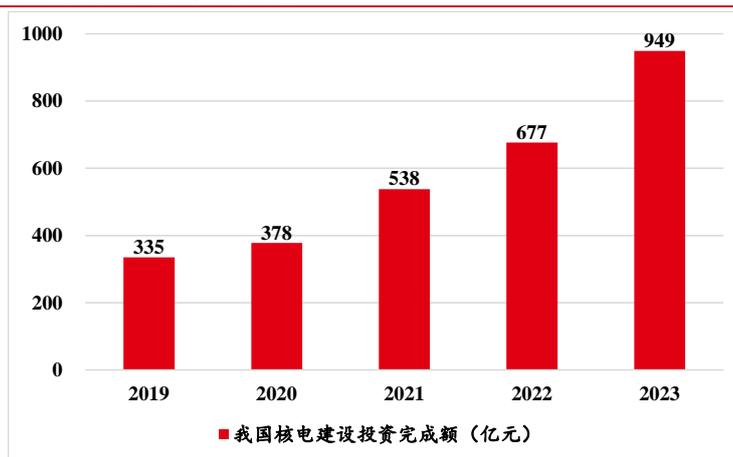


资料来源：中国能源报，电线电缆网，中邮证券研究所

四代核电发展加速。1) 高温气冷堆示范工程成功并网，国家“十四五”规划提出推动60万千瓦级商用高温气冷堆示范。我国高温气冷堆示范工程于2021年底并网，霞浦快堆示范工程1号机组计划2023年并网，四代核电实现中国引领。高温气冷堆具有宽用性特征，除发电外，在供汽、制氢、石化领域具有广泛应用前景。例如，江苏徐圩核能供热厂项目为连云港石化产业基地供应工业蒸汽，一期工程建设的2台“华龙一号”压水堆机组及1组高温气冷堆机组及其配套辅助设施；2022年，东华能源与中核集团签署《战略合作协议》，双方将共同推进高温气冷堆项目，未来五年内预计投资超千亿元，共同打造零碳产业园。**2) 钠冷快堆是我国核能发展三步走战略重要环节，与压水堆匹配发展构成封闭式燃料循环体系。**2017年12月，中国首个快堆示范工程土建在福建省霞浦县开工。霞浦示范快堆工程采用单机容量60万千瓦的快中子反应堆。霞浦示范快堆的建成对我国掌握快中子增殖堆技术、形成封闭式核燃料循环体系，实现我国核能发展战略具有重要意义。

核电建设投入持续加大，带动设备需求提速。随着近几年核电项目陆续开工，在建机组数量和装机容量增长，核电投资保持快速增长。2019年至2022年，中国核电建设投资完成额分别为335亿元、378亿元、538亿元和677亿元。2023年，中国新开工核电机组5台，核电工程建设投资完成额949亿元，创近5年最高水平。公司核电产品涵盖核1、2、3级及非核级的各类设备配管、传热管及管道管，是蒸发器U形管全球主要供应商之一，有望充分受益于核电设备需求的提速。

图表48：近几年我国核电建设投资完成额



资料来源：国家能源局，中邮证券研究所

3.4 收购德国 EBK 加速海外市场拓展，公司境外收入快速增长

立足国内、放眼全球，境外市场是公司业务的重要组成部分。公司不断拓展国际市场，产品远销 70 余个国家和地区，是英荷壳牌、埃克森美孚、英国石油、道达尔、沙特阿美、阿曼石油开发公司、陶氏化学、巴斯夫、拜耳、阿尔斯通等世界级知名企业的合格供应商，并与多家企业签订长期框架协议。

收购德国 EBK 加速海外市场拓展。2023 年 4 月，公司收购久立欧洲公司，并于 5 月对其增资 1300 万欧元。2023 年 5 月，久立欧洲公司购买原德国 EBK 公司的全部资产和负债包，原 EBK 员工同时转入。EBK 公司是德国百年企业，主要从事冶金复合管的研发、生产和销售。2023 年 9 月，公司发布《关于全资孙公司签订管线钢管供应合同的公告》，EBK 公司成功与阿布扎比国家石油公司签订总长度约 92 公里的管线钢管供应合同，含税总价约 5.92 亿欧元（约 46 亿元人民币），加速公司海外市场拓展。

图表49：EBK 公司产品



资料来源：EBK 官网，中邮证券研究所

2023年，公司境外收入占比提升至34%。2018年和2019年，公司境外收入占比20%左右。2020年，公司积极开拓境外中高端市场，焊接管境外项目实现销售，全年境外产品销售收入折人民币18.30亿元，境外收入占比达37%。2021年，由于部分产品出口退税取消对公司境外业务在短期内造成冲击，且在手订单及新接订单利润空间均受到一定程度的挤压，公司境外业务收入同比下降34%，收入占比降至20%。2022年，随着公司积极开拓境外中高端市场，境外收入同比增长32%，收入占比25%。2023年，公司积极开拓境外中高端市场，新设立的境外子公司久立欧洲产生销售收入，境外收入同比增长84%，收入占比提升至34%。

图表50：公司境外收入及占比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4 盈利预测与估值

基于公司过往财报，结合行业发展趋势、公司发展趋势，我们对公司营收、利润进行拆分预测。公司主要产品大类分为无缝管、焊接管、复合管及管件、法兰等，按公司历史财报划分为“无缝管”、“焊接管”、“复合管”、“管件”、“合金材料”和“其他”共6类产品。

无缝管：2023年，无缝管收入40.22亿元，同比增长25%。公司产品持续高端化，镍基合金油井管、核电蒸发器U形管等高端产品需求景气上行。随着公司高端产品销量持续增加，公司无缝管产品毛利率有望提升。

焊接管：受益于国际市场开拓，预计公司焊接管产品销售收入稳步增长。2023年，焊接管收入22.89亿元，同比增长11%。

复合管：2023年，公司子公司久立欧洲收购德国EBK，德国EBK是德国百年企业，主要从事冶金复合管的研发、生产和销售。2023年，德国EBK与阿布扎比国家石油公司签订管线钢管供应合同，总计5.92亿欧元(约合人民币46亿元)，加速公司海外市场拓展。预计公司2024年和2025年复合管收入将受益于海外复合管订单交付，迎来高速增长。

管件：管件为连接管路的零部件，与公司无缝管、焊接管、复合管等管材业务相匹配，有望稳步增长，预计毛利率相对稳定。

合金材料：随着公司合金材料产能提升，规模效应开始显现。2024Q1，合金公司实现营业收入3.45亿元，净利润4069万元，盈利能力显著改善。我们预计，随着公司合金材料产品下游市场开拓和规模效应的显现，合金材料产品收入保持较快增速，毛利率有望提升。

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 16.14 亿元、18.69 亿元和 20.83 亿元，对应当前股价 PE 估值分别为 15、13、12 倍，维持“买入”评级。

5 风险提示

出口退税等政策变动风险；汇率波动风险；行业需求及海外市场拓展不及预期风险；原材料价格波动及产品竞争激烈售价降低风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	8568	11146	12481	13821	营业收入	31.1%	30.1%	12.0%	10.7%
营业成本	6325	8184	9133	10112	营业利润	24.8%	9.0%	15.8%	11.5%
税金及附加	49	64	72	79	归属于母公司净利润	15.6%	8.4%	15.8%	11.5%
销售费用	364	457	512	567	获利能力				
管理费用	367	404	445	489	毛利率	26.2%	26.6%	26.8%	26.8%
研发费用	339	373	411	452	净利率	17.4%	14.5%	15.0%	15.1%
财务费用	-42	-59	-88	-124	ROE	20.5%	18.2%	17.4%	16.3%
资产减值损失	-39	-51	-57	-63	ROIC	12.1%	15.3%	14.6%	13.5%
营业利润	1734	1890	2188	2439	偿债能力				
营业外收入	15	0	0	0	资产负债率	42.7%	43.6%	41.8%	40.2%
营业外支出	6	0	0	0	流动比率	1.67	1.76	1.92	2.08
利润总额	1743	1890	2188	2439	营运能力				
所得税	251	273	316	352	应收账款周转率	8.25	8.77	8.32	8.39
净利润	1492	1617	1873	2088	存货周转率	3.86	4.02	3.83	3.87
归母净利润	1489	1614	1869	2083	总资产周转率	0.75	0.77	0.72	0.68
每股收益(元)	1.52	1.65	1.91	2.13	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.52	1.65	1.91	2.13
货币资金	4313	6114	8239	10608	每股净资产	7.41	9.06	10.98	13.11
交易性金融资产	6	6	6	6	估值比率				
应收票据及应收账款	1408	1808	2000	2191	PE	16.31	15.04	12.99	11.65
预付款项	222	287	320	354	PB	3.35	2.74	2.26	1.89
存货	2442	3108	3418	3732	现金流量表				
流动资产合计	8638	11626	14315	17253	净利润	1492	1617	1873	2088
固定资产	2577	2585	2568	2526	折旧和摊销	336	379	403	428
在建工程	248	311	373	436	营运资本变动	374	-17	-6	-11
无形资产	372	372	371	370	其他	-442	-33	-43	-39
非流动资产合计	4378	4455	4500	4520	经营活动现金流净额	1759	1946	2226	2466
资产总计	13016	16081	18815	21774	资本开支	-442	-449	-449	-449
短期借款	706	906	1106	1306	其他	631	129	161	173
应付票据及应付账款	1380	1786	1993	2207	投资活动现金流净额	189	-320	-287	-276
其他流动负债	3071	3911	4346	4783	股权融资	0	7	0	0
流动负债合计	5158	6604	7446	8296	债务融资	331	223	220	220
其他	406	408	428	448	其他	-617	-54	-34	-41
非流动负债合计	406	408	428	448	筹资活动现金流净额	-286	176	186	179
负债合计	5564	7012	7874	8745	现金及现金等价物净增加额	1682	1801	2125	2369
股本	977	977	977	977					
资本公积金	1852	1860	1860	1860					
未分配利润	3888	5258	6847	8617					
少数股东权益	207	211	215	220					
其他	527	763	1043	1356					
所有者权益合计	7452	9069	10942	13029					
负债和所有者权益总计	13016	16081	18815	21774					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048