

久立特材 (002318)

2024H1 点评：海外布局成效显著，复合管业务大放异彩

业绩概要：2024H1 公司实现营业收入 48.3 亿元（同比+28.3%），实现归母净利润 6.44 亿元（同比-9.6%），扣非后归母净利润为 6.53 亿元（同比+34.0%），对应基本 EPS 为 0.67 元。其中，公司 Q2 实现营收 24.4 亿元（同比+17.1%，环比+2.2%），归母净利润 3.16 亿元（同比-34.1%，环比-3.7%），单季度基本 EPS 为 0.32 元；

复合管业务大放异彩：尽管传统不锈钢管行业面临市场竞争激烈、产品同质化严重等挑战，公司在高端不锈钢管材领域展现出前瞻性的战略眼光，积极布局新兴市场，捕捉行业未来发展的先机，上半年应用于高端装备制造及新材料领域的产品收入达 10.57 亿元，占公司营业收入比重约为 22%，实现同比 40% 的增长。2024H1 公司营收增长稳健，1) 分行业来看，油气化工/ 电力设备/ 其他机械/ 其他行业分别实现营收 30.0/ 6.45/ 6.01/ 5.88 亿元，分别同比增长 39.3%/ 18.6%/ 6.0%/ 17.0%，油气化工行业营收增长较多，主要系公司积极开拓和布局国内外石化天然气的中高端产品市场所致；2) 分产品来看，无缝管/ 焊接管/ 复合管/ 管件/ 合金材料分别实现营收 20.8/ 10.7/ 6.42/ 3.88/ 3.45 亿元，分别同比+20.9%/ -16.0%/ +5335%/ +37.9%/ +177%。①无缝管业务高端化进程持续推进，产量持续爬坡，共同助推营收同比增长；②焊接管营收同比下降，推测主要系竞争压力导致产品均价承压；③复合管营收快速增长至 6.42 亿元，毛利由负转正，主要系公司数十年深耕和培育复合管市场取得阶段性成果，且上年收购的久立欧洲新增业绩所致；④管件营收同比上升 37.9%，主要系公司预制件业务取得新突破以及部分高附加值产品于境外市场实现销售所致；⑤合金材料营收同比上升 177%，主要系合金公司总体产量提高，通过内部挖潜降本以及布局中高端市场，开拓境内外新市场所致；3) 分地区来看，境内和境外营收分别同比增长 15.8%/ 61.3%，境外营收同比增长较多，主要系公司（含久立欧洲公司）积极开拓各产品领域的境外市场；

产品结构调整致盈利短期波动：2024H1 公司毛利率/净利率分别为 24.9%/ 13.8%，分别同比+1.99pcts/ -5.18pcts，净利率同比下降出现背离，主要由于上年同期处置永兴材料部分股权产生的投资收益使得净利润基数较高。分产品盈利性来看，①2024H1 无缝管毛利率为 30.0%（同比+1.15pcts），主要由于产品高端化进程持续推进；②焊接管毛利率为 22.4%（同比-1.23pcts），主要由于市场竞争加剧导致产品均价承压；③复合管毛利率由负转正至 24.3%（同比+29.7pcts），主要由于收购久立欧洲后复合管产品产销量随着油气行业的旺盛需求而大幅攀升；④合金材料毛利率为 23.8%（同比+18.6pcts），主要得益于海外市场拓展成效显著，带动产品产

投资评级

买入

维持评级

2024年09月02日

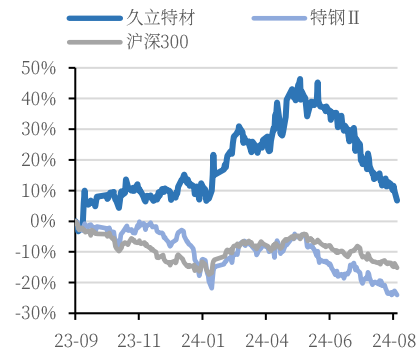
收盘价(元):

18.73

公司基本数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 977.17 |
| 总市值(百万) | 18,302.41 |
| 流通股本(百万股) | 954.76 |
| 流通市值(百万) | 17,882.69 |
| 12月最高/最低价(元) | 26.26/17.21 |
| 资产负债率(%) | 42.37 |
| 每股净资产(元) | 7.36 |
| 市盈率(TTM) | 12.89 |
| 市净率(PB) | 2.54 |
| 净资产收益率(%) | 8.95 |

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

2023 年报&2024Q1 点评：内生外延蓬勃发

展，24Q1 业绩超预期 —2024-05-03

2023Q3 点评：海外业务开拓顺利，主营增长

稳健 —2023-11-05

2023 年中报点评：由量向质切换，业务行稳

致远 —2023-09-01

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

销量提升。2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 22.9%/13.1%，分别环比-4.15%pcts/-1.39pcts，毛利率环比下降主要由于焊接管业务盈利性受市场竞争加剧影响而有所承压，净利率环比降幅较小主要系销售费用率环比减少 1.48pcts 至 2.87%；

核电&油气用管产能进一步扩张：国务院常务会议于 8 月 19 日决定核准江苏徐圩一期工程等 5 个核电项目，其中包含 11 台核电机组，数量创历史新高。据公司 2024 年 6 月公告，为顺应行业发展、把握客户需求，公司拟投资 3.76 亿元建设“年产 20000 吨核能及油气用高性能管材项目”，项目建成投产后将加强公司市场竞争力和综合实力。未来核电装机量的稳步增长以及国产化替代趋势将大力拉动核电设备零部件的需求，公司相关业务有望随核电行业的加速发展而步入新一轮景气周期；

产品高端化持续推进：公司 2024 年经营目标为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，管件销量约 0.96 万吨。目前公司具备年产 20 万吨成品管材（含不锈钢管、复合管和部分特殊碳钢管）、1.5 万吨管件及 2.6 万吨合金材料的产能。**项目进展方面**，截至 2024H1，“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目”和“预制管建设项目”进度均已达 100%，“特冶二期项目”进度已达 90%，“高精度超长管项目”进度已达 65%，公司整体业务盈利性有望随产品高端化进程而逐步提升；

投资建议：公司作为国内高端不锈钢管龙头，市占率多年稳居行业第一，随着产品在油气、核电、航空航天等景气领域的积极延伸，高端化进程和产能逐步投放将共同助力未来业绩释放。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 116/ 133/ 164 亿元，同比增长 35.4%/ 14.2%/ 23.5%，实现归母净利润分别为 14.7/ 16.6/ 19.9 亿元，同比-1.2%/ +12.8%/ +20.0%，对应 PE 12.4X/ 11.0X/ 9.2X。维持“买入”评级。

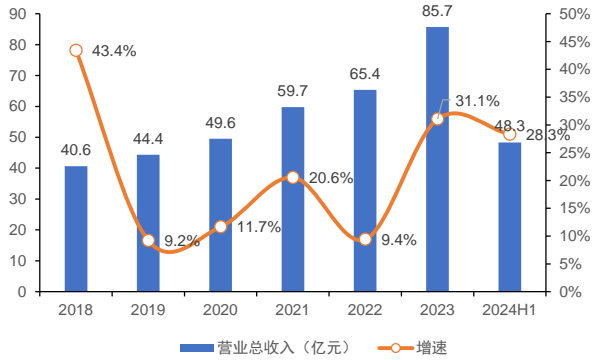
风险提示：产品价格大幅波动、项目进程不及预期、终端需求不及预期等。

盈利预测

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 65.4 | 85.7 | 116.0 | 132.6 | 163.7 |
| 增速（%） | 9.43% | 31.07% | 35.42% | 14.24% | 23.47% |
| 归母净利润（亿元） | 12.9 | 14.9 | 14.7 | 16.6 | 19.9 |
| 增速（%） | 62.18% | 15.58% | -1.17% | 12.84% | 19.96% |
| 每股收益（元） | 1.32 | 1.52 | 1.51 | 1.70 | 2.04 |
| 市盈率（倍） | 14.21 | 12.30 | 12.44 | 11.03 | 9.19 |

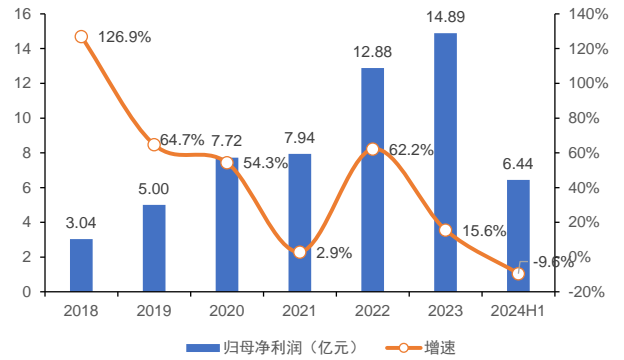
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入及增速



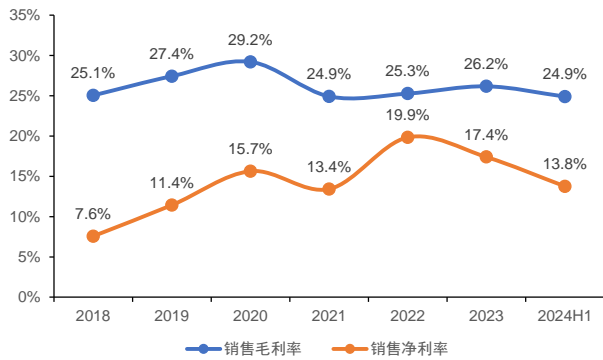
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 归母净利润及增速



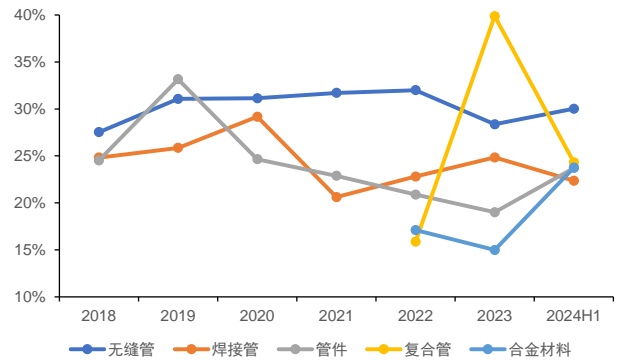
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 分业务毛利率



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图5 单季度财务数据

| | 2024Q2 | 2024Q1 | 2023Q4 | 2023Q3 | 2023Q2 | 2023Q1 | 2022Q4 | 2022Q3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2441.8 | 2388.8 | 2414.4 | 2389.8 | 2085.6 | 1678.6 | 1778.8 | 1773.3 |
| 营业成本(百万元) | 1883.7 | 1743.7 | 1695.8 | 1728.0 | 1620.3 | 1281.2 | 1300.4 | 1328.1 |
| 销售费用率 | 2.9% | 4.3% | 5.0% | 3.8% | 3.8% | 4.5% | 4.4% | 4.7% |
| 管理费用率 | 3.3% | 3.2% | 6.9% | 3.4% | 3.1% | 3.3% | 3.2% | 3.6% |
| 财务费用率 | -1.3% | -1.3% | -0.6% | -0.4% | -0.6% | -0.3% | 0.3% | -1.1% |
| 研发费用率 | 4.0% | 3.7% | 3.5% | 4.2% | 3.8% | 4.5% | 6.0% | 3.8% |
| 资产减值损失(百万元) | -21.7 | -28.3 | -9.8 | -2.6 | -1.6 | -25.3 | 5.6 | -4.9 |
| 利润总额(百万元) | 354.0 | 397.9 | 459.1 | 464.4 | 567.1 | 252.6 | 430.0 | 400.0 |
| 所得税费用(百万元) | 34.7 | 52.1 | 75.2 | 69.8 | 88.2 | 18.2 | 13.0 | 26.1 |
| 净利润(百万元) | 319.3 | 345.8 | 383.9 | 394.6 | 478.9 | 234.4 | 417.0 | 373.9 |
| EPS(元) | 0.32 | 0.34 | 0.39 | 0.40 | 0.49 | 0.24 | 0.42 | 0.38 |
| 毛利率 | 22.9% | 27.0% | 29.8% | 27.7% | 22.3% | 23.7% | 26.9% | 25.1% |
| 期间费用率 | 8.8% | 10.0% | 14.7% | 10.9% | 10.2% | 11.9% | 13.8% | 11.0% |
| 所得税率 | 9.8% | 13.1% | 16.4% | 15.0% | 15.5% | 7.2% | 3.0% | 6.5% |
| 净利润率 | 13.1% | 14.5% | 15.9% | 16.5% | 23.0% | 14.0% | 23.4% | 21.1% |

资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 财务报表预测及比率分析 (百万元)

| 资产负债表 | | | | | | | 利润表 | | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 货币资金 | 1273.33 | 1980.79 | 4313.42 | 4828.35 | 6474.53 | 6322.37 | 营业收入 | 5973.83 | 6537.32 | 8568.41 | 11603.36 | 13255.95 | 16367.19 |
| 应收票据及账款 | 1207.02 | 1286.03 | 1579.56 | 2193.51 | 2469.60 | 3049.23 | 营业成本 | 4484.75 | 4884.52 | 6325.16 | 8662.39 | 9944.76 | 12263.60 |
| 预付账款 | 72.68 | 100.19 | 221.61 | 286.11 | 326.86 | 403.57 | 税金及附加 | 28.03 | 32.13 | 49.10 | 56.86 | 64.95 | 80.20 |
| 其他应收款 | 22.62 | 11.46 | 16.27 | 22.25 | 25.42 | 31.39 | 销售费用 | 220.37 | 286.08 | 364.25 | 464.13 | 556.75 | 703.79 |
| 存货 | 1490.16 | 1999.24 | 2441.93 | 3322.56 | 3814.43 | 4703.85 | 管理费用 | 176.65 | 221.16 | 367.44 | 464.13 | 516.98 | 621.95 |
| 其他流动资产 | 105.00 | 61.83 | 64.74 | 117.03 | 133.56 | 164.67 | 研发费用 | 262.69 | 304.24 | 339.34 | 464.13 | 530.24 | 654.69 |
| 流动资产总计 | 4170.82 | 5439.54 | 8637.53 | 10769.82 | 13244.40 | 14675.08 | 财务费用 | 4.90 | -19.29 | -42.18 | 2.49 | -17.08 | -20.24 |
| 长期股权投资 | 659.30 | 1278.70 | 1105.88 | 1285.88 | 1445.88 | 1595.88 | 资产减值损失 | -20.95 | -22.94 | -39.26 | -69.62 | -39.77 | -49.10 |
| 固定资产 | 2146.52 | 2513.48 | 2576.85 | 2613.41 | 2824.90 | 3031.61 | 信用减值损失 | -24.32 | -5.78 | -18.40 | -69.62 | -39.77 | -49.10 |
| 在建工程 | 486.21 | 185.57 | 248.14 | 390.43 | 307.71 | 275.00 | 其他经营损益 | -0.00 | -0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 364.55 | 372.84 | 372.23 | 365.01 | 384.45 | 412.23 | 投资收益 | 136.46 | 526.39 | 523.15 | 220.00 | 200.00 | 190.00 |
| 长期待摊费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动损益 | -25.46 | -8.38 | -7.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 51.45 | 80.46 | 75.40 | 146.72 | 180.05 | 146.72 | 资产处置收益 | 0.43 | -1.90 | -2.57 | 0.60 | 0.60 | 0.60 |
| 非流动资产合计 | 3658.02 | 4431.05 | 4378.50 | 4801.44 | 5142.99 | 5461.44 | 其他收益 | 42.80 | 73.90 | 112.90 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 资产总计 | 7828.84 | 9870.59 | 13016.03 | 15571.26 | 18387.40 | 20136.52 | 营业利润 | 905.41 | 1389.77 | 1733.83 | 1670.58 | 1880.40 | 2255.60 |
| 短期借款 | 175.06 | 393.62 | 706.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收入 | 3.04 | 1.09 | 15.39 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 应付票据及账款 | 1144.95 | 1280.50 | 1380.42 | 2302.06 | 2697.35 | 3393.49 | 营业外支出 | 3.31 | 6.08 | 6.10 | 6.00 | 2.00 | 2.00 |
| 其他流动负债 | 972.78 | 1249.68 | 3071.10 | 4436.29 | 5736.48 | 5444.55 | 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 2292.79 | 2923.81 | 5157.82 | 6738.35 | 8433.83 | 8838.04 | 利润总额 | 905.13 | 1384.77 | 1743.12 | 1665.58 | 1879.40 | 2254.60 |
| 长期借款 | 40.05 | 200.19 | 67.96 | 60.90 | 50.49 | 38.52 | 所得税 | 103.10 | 87.08 | 251.35 | 183.21 | 206.73 | 248.01 |
| 其他非流动负债 | 234.90 | 317.73 | 338.37 | 317.73 | 317.73 | 317.73 | 净利润 | 802.04 | 1297.70 | 1491.77 | 1482.37 | 1672.67 | 2006.59 |
| 非流动负债合计 | 274.95 | 517.92 | 406.33 | 378.63 | 368.22 | 356.25 | 少数股东损益 | 7.96 | 9.85 | 3.23 | 11.27 | 12.71 | 15.25 |
| 负债合计 | 2567.74 | 3441.72 | 5564.15 | 7116.99 | 8802.05 | 9194.30 | 归属母公司股东净利润 | 794.08 | 1287.85 | 1488.54 | 1471.10 | 1659.96 | 1991.34 |
| 股本 | 977.17 | 977.17 | 977.17 | 977.17 | 977.17 | 977.17 | EBITDA | 1149.76 | 1645.38 | 2036.77 | 1979.77 | 2230.77 | 2665.91 |
| 资本公积 | 1788.47 | 1820.07 | 1852.42 | 1852.42 | 1852.42 | 1852.42 | NOPLAT | 831.68 | 1294.89 | 1456.25 | 1488.98 | 1657.87 | 1988.98 |
| 留存收益 | 2330.90 | 3420.88 | 4414.83 | 5405.96 | 6524.32 | 7865.95 | EPS(元) | 0.81 | 1.32 | 1.52 | 1.51 | 1.70 | 2.04 |
| 归属母公司权益 | 5096.55 | 6218.11 | 7244.42 | 8235.54 | 9353.91 | 10695.54 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 164.55 | 210.75 | 207.46 | 218.73 | 231.44 | 246.69 | | | | | | | |
| 股东权益合计 | 5261.10 | 6428.87 | 7451.88 | 8454.27 | 9585.35 | 10942.23 | | | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 7828.84 | 9870.59 | 13016.03 | 15571.26 | 18387.40 | 20136.52 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主要财务比率 | | | | | | |
| | | | | | | | 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| | | | | | | | 成长能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 营收增长率 | 20.56% | 9.43% | 31.07% | 35.42% | 14.24% | 23.47% |
| | | | | | | | 营业利润增长率 | 0.20% | 53.50% | 24.76% | -3.65% | 12.56% | 19.95% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | -5.21% | 50.05% | 24.57% | -1.93% | 11.65% | 19.98% |
| | | | | | | | EBITDA增长率 | -2.22% | 43.11% | 23.79% | -2.80% | 12.68% | 19.51% |
| | | | | | | | 归母净利润增长率 | 2.92% | 62.18% | 15.58% | -1.17% | 12.84% | 19.96% |
| | | | | | | | 经营现金流增长率 | -42.85% | 30.93% | 77.06% | 28.45% | 20.52% | -60.32% |
| | | | | | | | 盈利能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 毛利率 | 24.93% | 25.28% | 26.18% | 25.35% | 24.98% | 25.07% |
| | | | | | | | 净利率 | 13.43% | 19.85% | 17.41% | 12.78% | 12.62% | 12.26% |
| | | | | | | | 营业利润率 | 15.16% | 21.26% | 20.24% | 14.40% | 14.19% | 13.78% |
| | | | | | | | ROE | 15.58% | 20.71% | 20.55% | 17.86% | 17.75% | 18.62% |
| | | | | | | | ROA | 10.14% | 13.05% | 11.44% | 9.45% | 9.03% | 9.89% |
| | | | | | | | ROIC | 19.51% | 27.48% | 25.84% | 31.63% | 34.62% | 44.92% |
| | | | | | | | 估值倍数 | | | | | | |
| | | | | | | | P/E | 23.05 | 14.21 | 12.30 | 12.44 | 11.03 | 9.19 |
| | | | | | | | P/S | 3.06 | 2.80 | 2.14 | 1.58 | 1.38 | 1.12 |
| | | | | | | | P/B | 3.59 | 2.94 | 2.53 | 2.22 | 1.96 | 1.71 |
| | | | | | | | 股息率 | 2.10% | 2.30% | 2.52% | 0.03 | 2.96% | 3.55% |
| | | | | | | | EV/EBIT | 18.78 | 11.48 | 9.93 | 8.91 | 7.18 | 6.20 |
| | | | | | | | EV/EBITDA | 14.86 | 9.53 | 8.29 | 7.50 | 6.00 | 5.19 |
| | | | | | | | EV/NOPLAT | 20.55 | 12.11 | 11.60 | 9.98 | 8.07 | 6.96 |

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637