



中信证券研究部

核心观点



唐川林
首席钢铁分析师
S1010519060002



联系人：胥洞菡

公司拥有所在行业最强的竞争力与盈利能力，在油气+核电的双轮驱动下，公司盈利有望持续上行。公司当前 PB 估值水平处于近五年低位，考虑到公司业绩向上较高的确定性与弹性，参照可比公司估值水平，给予 2019 年 2.85 倍 PB 估值，对应目标价 11.58 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **公司概况：持续扩张的高端不锈钢管龙头，利润创新高。** 公司是国内最大的工业用不锈钢管生产企业，当前拥有产能 11 万吨。公司的产品主要应用于油气领域和电力设备领域，2018 年分别贡献 56.2% 和 10% 的毛利。在油气投资景气周期的助推下，2018 年公司营收和净利同比分别增加 43.4% 和 126.9%，均创历史新高。

■ **行业层面：需求导向的周期行业，兼具成长性。** 工业用不锈钢管的需求主要受油气投资推动，核心在于油价与政策。当油气投资上行推动需求上升，行业的产能利用率提高从而驱动议价能力提升，进而推动价格与利润上升。行业的成长性体现在油气能源消费的稳健增长与高端产品的进口替代。近 5 年我国原油和天然气消费量的 CAGR 分别为 5.7% 和 11.9%，仍然处于持续上升趋势。

■ **政策驱动油气投资上行，油气领域高端产品利润持续释放。** 国内能源安全问题凸显，大力推进油气资源的勘探开发政策不断出台，力度为近些年最大。2019 年上半年中石油、中石化、中海油勘探开发的实际支出如期增加，分别同比增加 19%/86%/60%。预计油气投资在未来仍将保持高位，公司在传统产品满产且维持高毛利的情况下，镍基油井管等高端产品产销量有望不断释放。

■ **高端化发展路径明确，在行业竞争优势显著。** 公司持续向高端产品进军，各项经营指标均优于同行竞争对手。2018 年公司吨毛利达 9606 元，远超同行竞争对手。公司具备穿越周期的韧性，毛利率中枢持续向上，逐渐与竞争对手拉开差距。且 2014-2016 年的油价暴跌使行业经历产能出清，而由于公司在 2014 年以前的产能扩充，公司拥有充足的产能为本轮周期提供较大的业绩向上弹性。

■ **风险因素：** 油价大幅下跌；油气资本开支不及预期；高端产品销量不达预期。

■ **投资建议：** 公司竞争优势显著，盈利能力位居同行第一。油气投资上行与核电破冰重启预计将使公司业绩持续上行。预计公司 2019-2021 年 EPS 可达 0.58/0.65/0.77 元，每股净资产分别为 4.05/4.33/4.58 元。参考可比公司估值水平，给予公司 2019 年 2.85 倍的 PB 估值，对应目标价 11.58 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

久立特材	002318
评级	买入（首次）
当前价	8.24 元
目标价	11.58 元
总股本	842 百万股
流通股本	818 百万股
52 周最高/最低价	8.94/5.42 元
近 1 月绝对涨幅	2.87%
近 6 月绝对涨幅	-2.74%
近 12 月绝对涨幅	57.09%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,833.00	4,063.06	4,358.81	4,821.81	5,424.29
营业收入增长率	5%	43%	7%	11%	12%
净利润(百万元)	133.82	303.64	487.56	550.31	650.01
净利润增长率	-20%	127%	61%	13%	18%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.16	0.36	0.58	0.65	0.77
毛利率%	21%	25%	27%	27%	28%
净资产收益率 ROE%	4.62%	9.57%	14.31%	15.10%	16.88%
每股净资产(元)	3.20	3.53	4.05	4.33	4.58
PE	51.50	22.89	14.22	12.60	10.67
PB	2.57	2.33	2.04	1.90	1.80

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 10 月 16 日收盘价

目录

投资聚焦	1
投资逻辑	1
创新之处	1
风险因素	1
公司概况：持续扩张的高端不锈钢管龙头	2
市占率第一的工业用不锈钢管制造企业	2
“高精尖”导向的产能扩张之路	3
产销量持续增长，业绩连创新高	4
行业层面：需求导向的周期行业，兼具成长性	5
行业简介：高端领域集中度较高的中游加工行业	5
行业属性：周期跟随油气投资，成长源于能源消费增长与进口替代	7
盈利模式：需求导向的定价模式，产能利用率是利润波动的核心	9
油气投资处于景气周期，公司业绩持续释放	10
公司的业绩弹性主要取决于油气投资需求	10
长期需求导向：油气在能源消费中占比将逐渐提升	12
中期需求导向：能源安全问题凸显，政策推动油气投资力度大幅上行	13
高端化发展路径明确，在行业竞争优势显著	18
生产工艺领先，产品朝高端领域拓展	18
行业历经产能出清，为公司业绩提供较大向上弹性	20
风险因素	21
盈利预测及关键假设	21
假设及预测	21
估值及评级	22

插图目录

图 1: 2019Q1 公司股权结构	3
图 2: 2018 年公司按产品类别的收入结构	4
图 3: 2018 年公司按产品类别的毛利结构	4
图 4: 公司钢管产量及产能利用率	5
图 5: 公司钢管销量及同比增速	5
图 6: 公司营业收入及同比增速	5
图 7: 公司归母净利润及同比增速	5
图 8: 不锈钢管行业产业链示意图	6
图 9: 历史上看三桶油在勘探开发及炼化的资本开支与国际油价高度相关	7
图 10: 我国原油的表现消费量及增速	8
图 11: 我国天然气的表现消费量及增速	8
图 12: 工业用不锈钢管的国产替代化持续推进	8
图 13: 进口产品价格被拉低并贴近国产产品价格	8
图 14: 2008-2015 年我国工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管的产量	9
图 15: 下游需求向不锈钢管行业盈利能力的传导机制	9
图 16: 三桶油资本开支与久立特材产能利用率走势一致	10
图 17: 久立特材无缝管产能利用率与毛利率高度正相关	10
图 18: 公司无缝管的售价、毛利和成本走势高度相关	10
图 19: 公司焊接管的售价、毛利和成本走势有较高相关性	10
图 20: 2018 年公司按下游应用分类的收入结构	11
图 21: 2018 年公司按下游应用分类的毛利结构	11
图 22: 公司在油气和电力设备领域的营收贡献在 60%左右	11
图 23: 公司在油气和电力设备领域的毛利率明显高于其他领域	11
图 24: 油气产业链各环节示意图	12
图 25: 世界各国煤炭储量占比	13
图 26: 中国能源消费结构的变化	13
图 27: 近五年国内各大油田原油产量呈下滑趋势	14
图 28: 2014 年以来我国原油可采储量明显降低	14
图 29: 我国原油的消费量及对外依存度不断上升	15
图 30: 我国天然气的消费量和对外依存度迅速上升	15
图 31: 两桶油新增原油可采储量自 2017 年后回升至前高	16
图 32: 2019 年三桶油用于勘探开发的投资预计同比大增 22.5%	17
图 33: 油价持平情况下, 三桶油用于勘探开发的资本开支继续上行	17
图 34: 中国石油历年新钻的深井数量一览	18
图 35: 2018 年各钢管企业的钢管产品毛利率对比	19
图 36: 2018 年各钢管企业的吨毛利对比	19
图 37: 2018 年特钢及钢管类企业吨钢研发费用	19
图 38: 久立特材与武进不锈的毛利率对比	20
图 39: 公司归母净利润在 2018 年已经创出新高	21
图 40: 公司毛利率在 2018 年已经创出新高	21
图 41: 久立特材的股价与 PB-Band	23

表格目录

表 1：公司的主要产品及用途一览	2
表 2：公司的产能及变化一览表	4
表 3：按生产工艺分类的不锈钢管介绍	6
表 4：工业用不锈钢管市场占有率一览	7
表 5：油气用钢管分类及用途	12
表 6：2018 年世界主要国家的一次能源消费结构	13
表 7：加大油气勘探开发的政策从 2018 年下半年以来密集出台	15
表 8：久立特材在各项关键指标上均胜出行业第二的武进不锈	20
表 9：公司主要产品盈利预测	22
表 10：可比公司估值情况	23

■ 投资聚焦

投资逻辑

行业层面：需求主导盈利能力，核心在于油气投资。不锈钢管行业本质上是赚取加工费的加工行业，产能利用率直接影响其加工费，而产能利用率又是由下游的油气投资景气程度决定。再往上追溯，油价与政策又是两大对油气投资影响最大的因素，因此政策和油价是我们研究不锈钢管下游需求的核心。我们认为本轮周期主要由国内政策主导，核心在于能源安全问题促使我国大力推进油气资源的勘探开发与相关基础设施建设，力度为近年来最大。2019年“三桶油”计划的勘探开发资本开支比2018年增加22.5%，2019年上半年中石油、中石化、中海油勘探开发的实际支出如期增加，分别同比增加19%/86%/60%。政策驱动的油气投资景气周期带动国内不锈钢管行业盈利能力明显上行。

公司层面：油气+核电双轮驱动公司业绩上行，公司也是行业盈利能力和竞争力最强的企业。公司在油气领域的毛利来源超过50%，国内油气投资的景气周期驱动公司的产能利用率明显提升。随着国内勘探开发大力推进以及探井深度不断加大，公司高售价、高毛利的高端油井管产品料将逐步放量。公司在行业中也具有最强的盈利能力和竞争力，其各项核心指标均明显超越行业第二武进不锈。公司具备穿越周期的韧性，毛利率中枢持续向上，逐渐与竞争对手拉开差距。且2014-2016年的油价暴跌使行业经历产能出清，而由于公司在2014年以前的产能扩充，公司拥有充足的产能为本轮周期提供较大的业绩向上弹性。

综上，我们认为公司龙头地位稳固，盈利有望持续上行。公司当前PB估值水平处于近五年低位，考虑到公司业绩向上较高的确定性与弹性，参照可比公司估值水平，给予2019年2.85倍PB估值，对应目标价11.58元，首次覆盖，给予“买入”评级。

创新之处

- 第一，深度剖析了不锈钢管行业的本质属性，明确地指出了行业盈利能力由下游需求驱动的传导路径。
- 第二，从能源结构的长期趋势、能源安全主导下的政策等多个维度分析了油气投资上行的确定性，测算油气投资上升对公司带来的业绩增量。
- 第三，从多个维度分析公司在行业中的龙头地位与核心优势，并从其他公司的经营来印证行业产能出清给公司带来的巨大业绩弹性。

风险因素



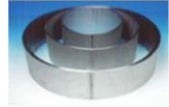


油价大幅下跌；油气资本开支不及预期；高端产品销量释放不达预期。

■ 公司概况：持续扩张的高端不锈钢管龙头

市占率第一的工业用不锈钢管制造企业

市占率第一的工业用不锈钢管制造企业。公司是一家专业生产工业用不锈钢及特种合金管材、双金属复合管材、管件的上市公司，下游包括油气、电力设备、LNG 等能源装备以及船舶制造、机械制造、制药等领域。公司拥有全国品种最全、规模最大的不锈钢焊接管生产能力，同时是国内仅有的两家具备国际先进的热挤压工艺生产不锈钢无缝管的企业之一。公司目前拥有约 11 万吨工业用不锈钢管的生产能力，产品结构持续朝高端领域发展。公司在国内工业用不锈钢管领域多年市占率第一，行业龙头地位和规模优势明显。

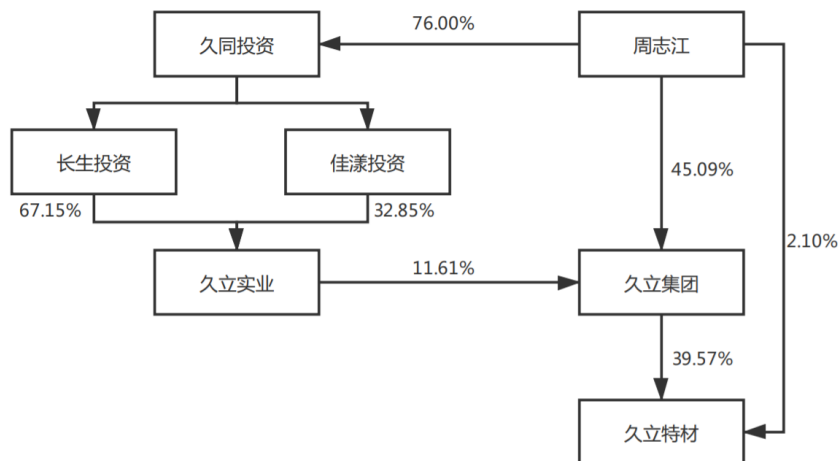
表 1：公司的主要产品及用途一览

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、电力设备制造、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 型管		热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、化工、天然气、医药器械、造船、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	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。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

股权结构：久立集团为控股股东，周志江为公司实控人。久立特材作为久立集团股份有限公司的控股子公司，创建于 1987 年，2007 年更名为浙江久立特材科技股份有限公司，并于 2009 年在深圳 A 股成功上市（股票代码 002318）。截至 2019Q2，久立集团持有公司 39.57% 的股份。公司的实际控制人为周志江先生，其持有久立集团 45.17% 的股份且直接持有公司 2.10% 的股份。

图 1：2019Q1 公司股权结构



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

“高精尖” 导向的产能扩张之路

从传统不锈钢管向油管、核电用管等高端领域扩张。公司在 2009 年上市之初时的总产能为 4.1 万吨，上市后产能不断向高端领域扩张，当前拥有约 11 万吨产能，对应 CAGR 为 11.6%。公司的产能扩张路径清晰地勾勒出了公司“高、精、尖”的发展战略，产品种类从传统不锈钢管逐渐拓展至耐蚀合金油气管、双金复合管、核电用管等高端产品，以下为公司产能扩张的路径：

1) **IPO 募集资金建成 4 大项目，进入高端油气用管及核电用管领域。** 公司将 2009 年 IPO 所募资金投资于 4 大项目：年产 20000 吨超超临界锅炉用管项目、年产 10000 吨油气输送用中大口径不锈钢焊接管项目、年产 3000 吨镍基合金油井管项目、年产 1500 吨精密管项目、年产 500 吨核电用管项目。这些项目在 2012 年均已正式投产，公司由此正式进入高端油气用管及核电用管领域。

2) **2014 年发行可转债募资用于 2 大项目，应用于油气输送管道领域。** 公司将 2014 年发行可转债所募资金投资于 2 大项目：年产 20000 吨 LNG 等输送用大口径管道及组件项目、年产 10000 吨特殊钢与钛合金复合管项目（用于原油、天然气、液化天然气等管道输送设施）。

3) **2015 年用自有资金投资耐蚀合金油井管项目。** 公司于 2015 年用自有资金开始筹建年产 3000 吨石油、天然气开采用耐蚀合金油井管产业化项目，此项目已于 2017 年正式投产。

4) **2017 年发行可转债募资用于 3 大项目。** 公司于 2017 年发行可转债募资，用于建设 3 大项目：年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目、工业自动化与智能制造项目、年产 1000 吨航空航天材料及制品项目。

表 2: 公司的产能及变化一览表

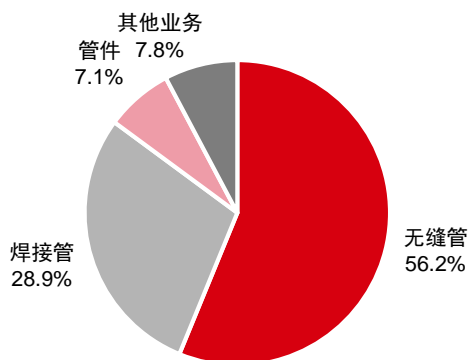
序号	产品品种	项目分类	产品分类	主要应用领域	产能统计 (吨)	投产时间	是否 高端 产品	状态
1	无缝管	原有产能	无缝管	油气、电力设备等	18,500	原有	否	投产
2	焊接管	原有产能	焊管	油气、电力设备等	22,500	原有	否	投产
3	中大口径油气输送管	募投项目	焊接管	油气	10,000	2009.12	否	投产
4	超超临界锅炉管	募投项目	无缝管	火电	20,000	2010.12	是	投产
5	镍基合金油井管	募投项目	无缝管	油气	3,000	2011.12	是	投产
6	核蒸发器传热管	超募资金投资项目	无缝管	核电	500	2011.12	是	投产
7	精密管	超募资金投资项目	无缝管	机械	1,500	2011.12	是	投产
8	焊接钛管	募投项目	焊接管	核电	1,000	2012	是	投产
9	LNG 等输送用大口径管道及组件项目	可转债募投项目	焊接管	油气	20,000	2013.11	否	投产
10	特殊钢/钛合金复合管	可转债募投项目	焊接管	油气	10,000	2014.6	是	投产
11	核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管件	可转债募投项目		核电、医药及其他领域	5500KM	预计 2020 年	是	未投产
12	航天航空材料及制品	可转债募投项目		航空航天	1,000	预计 2021 年	是	未投产
已投产产能合计					107,000			

资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

产销量持续增长, 业绩连创新高

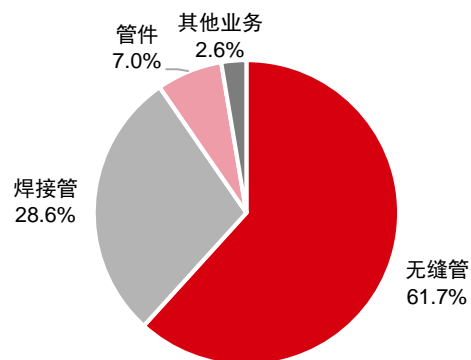
无缝管、焊接管贡献大部分业绩。公司的钢管产品主要分为无缝管和焊接管两大类。2018 年, 公司无缝管和焊接管的营收分别为 22.83 亿元和 11.75 亿元, 分别占总营收的 56.2%和 28.9%; 无缝管和焊接管的毛利分别为 6.29 亿元和 2.92 亿元, 分别占总毛利的 61.7%和 28.6%。无缝管、焊接管两大类产品合计占营收与毛利的比例均超过 80%。

图 2: 2018 年公司按产品类别的收入结构



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

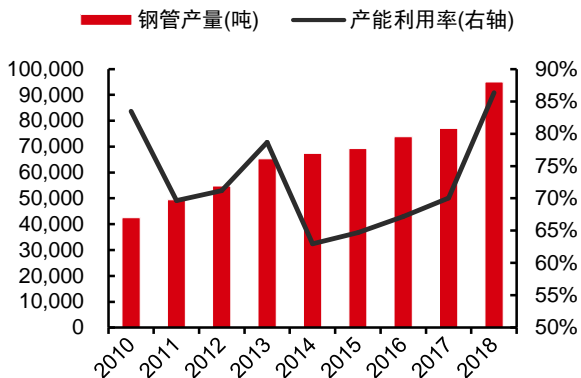
图 3: 2018 年公司按产品类别的毛利结构



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

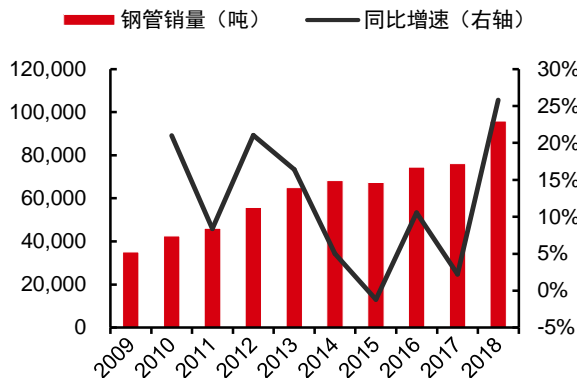
2018 年产销量持续增长, 产能利用率创新高。2018 年公司经营实现量价齐升。钢管销量为 9.58 万吨, 同比提升 26%; 单吨售价为 3.6 万元, 同比上升 13.5%。公司钢管的产能利用率达到 86.34%, 同比提升 16.32 个百分点。

图 4：公司钢管产量及产能利用率



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

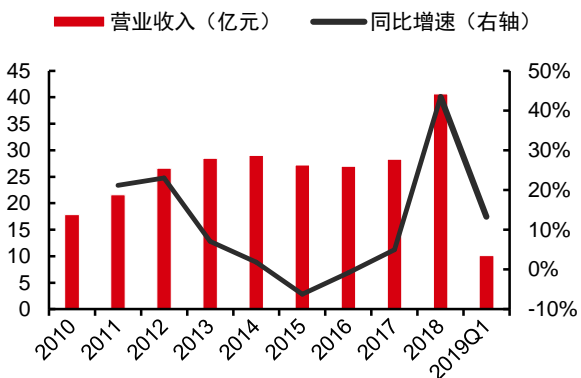
图 5：公司钢管销量及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

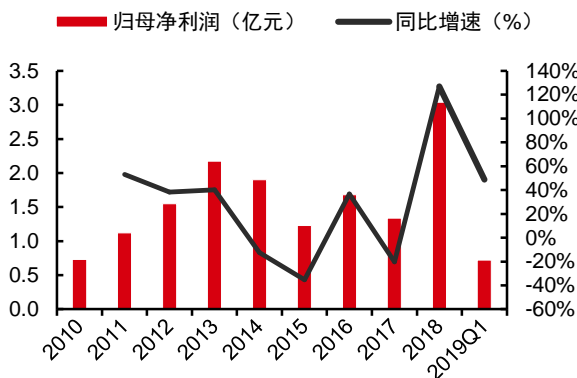
2018 年营收与归母净利创历史新高。公司在 2018 年分别实现营收和归母净利 40.6 亿元和 3.04 亿元，分别同比增长 43.42%和 126.89%。2019Q1 公司继续延续上升势头，分别实现营收和归母净利 10.11 亿元和 0.72 亿元，同比分别上升 13.26%和 48.87%。

图 6：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

图 7：公司归母净利润及同比增速



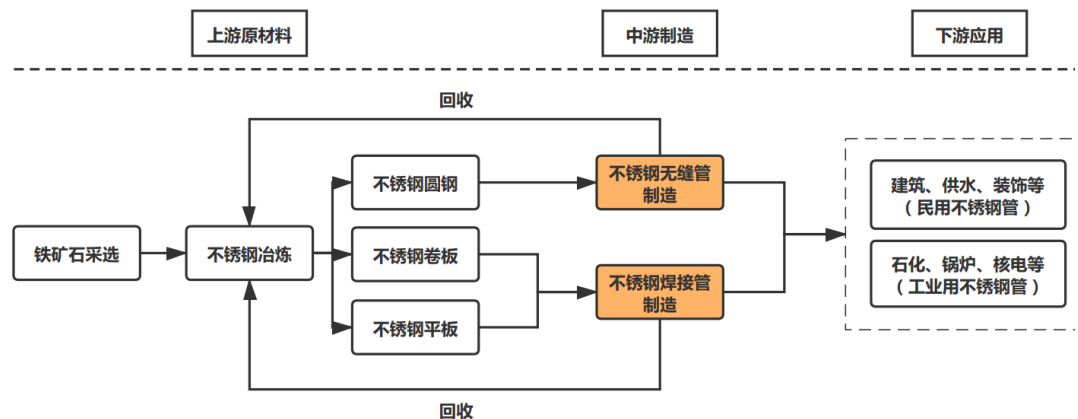
资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部

■ 行业层面：需求导向的周期行业，兼具成长性

行业简介：高端领域集中度较高的中游加工行业

不锈钢管行业是中游加工行业，上游为不锈钢冶炼行业。不锈钢管产业链的上游以铁矿石，废钢，铬镍合金等原材料进行不锈钢冶炼，生产出包括圆钢，板材在内的各种不锈钢，中游用不锈钢圆钢，板材进一步加工成不锈钢管，最终用于下游的工业及民用领域。民用不锈钢管主要用于建筑，供水和装饰；而工业用不锈钢管主要用于石油、化工、电力锅炉，以及核电、航空航天等高端应用。

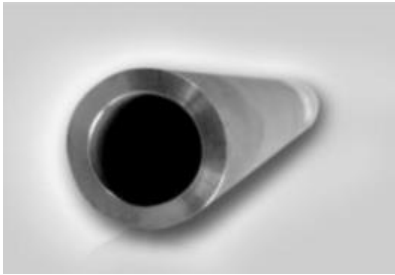

图 8：不锈钢管行业产业链示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

不锈钢管按生产工艺划分为无缝管和焊接管。无缝管具有中空截面但周边没有接缝，其以不锈钢圆钢为原料，通过热穿孔或热挤压的加工工艺制成，无缝管生产技术难度较大，产品附加值高，主要应用于高腐蚀、高温高压、低温高压等环境。焊接管具有中空截面但周边有焊接缝，其以不锈钢板材为原料，经卷曲成型后再将接缝处加以焊接而成。与无缝管相比较，焊接管的生产工艺相对简单，同规格的管制成本较低，主要应用于常温常压环境。

表 3：按生产工艺分类的不锈钢管介绍

	不锈钢无缝管	不锈钢焊接管
图示		
制造工艺	主要为热挤压和穿孔两类工艺	焊接、碾压等工艺
尺寸	受制于圆钢的长度，定尺较难	不锈钢板材长度较长，可任意截取长度
抗腐蚀性	适用于强腐蚀性环境	在强腐蚀环境中焊缝可能被腐蚀
承压能力	同等材质及壁厚情况下，承压能力较强	同等材质及壁厚情况下，承压能力稍弱
价格	设备复杂，工序多，价格较高。 以久立特材为例，2018 年销售均价为 4.5 万/吨。	与无缝管相比，设备相对简单，价格相对较低。 以久立特材为例，2018 年销售均价为 2.6 万/吨。
应用领域	石油、化工、天然气、电力设备、造船、造纸、医疗器械、航空航天等	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

工业用不锈钢管行业在高端领域集中度较高，低端领域集中度较低，CR5 维持在 30% 左右。当前我国工业用不锈钢产量规模在 150 万吨左右，但相关企业数量多且分散。企业数量超过 200 家，但产量在 1.5 万吨以上的企业不到 10 家，多数企业年产量不到 1000 吨，具备生产应用于 LNG 输送、超超临界锅炉、核电、耐蚀油井等领域的高端不锈钢管的企业较少。久立特材在国内连续多年保持市场份额第一，且在国内的高端领域细分市场

具备最强竞争力。

表 4: 工业用不锈钢管市场占有率一览

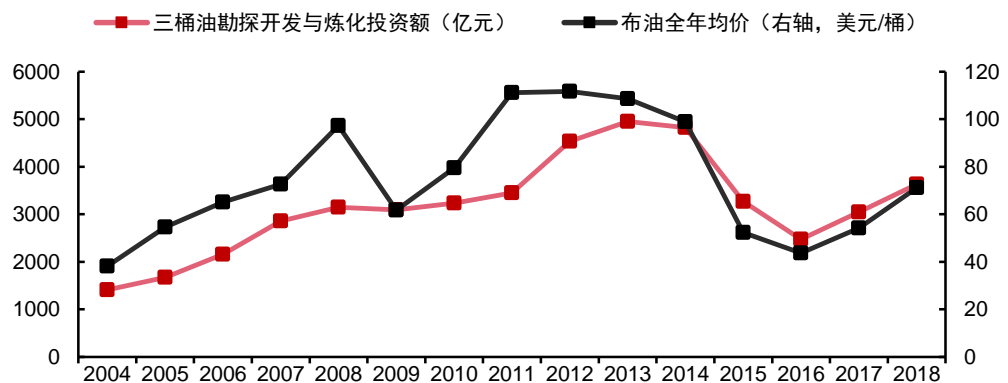
排名	企业名称	市场占有率		
		2014 年	2015 年	2016 年
1	浙江久立特材科技股份有限公司	8.78%	8.93%	8.89%
2	江苏武进不锈钢股份有限公司	6.89%	5.89%	5.84%
3	江苏银环精密钢管股份有限公司	5.33%	5.06%	4.85%
4	华迪钢铁集团有限公司	5.20%	4.75%	4.67%
5	泰朗管业集团有限公司	4.23%	4.17%	4.13%

资料来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会, 公司公告, 中信证券研究部

行业属性: 周期跟随油气投资, 成长源于能源消费增长与进口替代

周期性: 油价与政策驱动的周期性行业。油气领域是工业用不锈钢管的最主要下游, 从行业最大的两家企业久立特材和武进不锈来看, 油气领域分别占毛利来源的 56%和 50%。在其他应用领域较为分散的情况下, 油气投资的波动将明显影响行业的盈利能力。一般情况下, 油气投资的波动与油价波动密切相关, 两者的相关性在 80%左右。当油价处于景气周期, 油气公司较高的利润驱动其增加勘探开发、炼化等资本开支。油气公司资本开支的提升使得上游的钢管企业订单增加、产能利用率提高促使毛利率提升, 走出量价齐升的行情。另一方面, 政策也是驱动油气投资上行的重要因素, 在我国大力推进油气勘探开发的基础上, 油气投资走势也可能与油价走势部分脱钩。

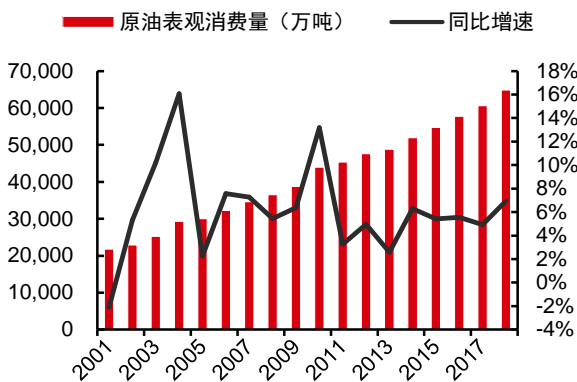
图 9: 历史上看三桶油在勘探开发及炼化的资本开支与国际油价高度相关



资料来源: Wind, 中信证券研究部

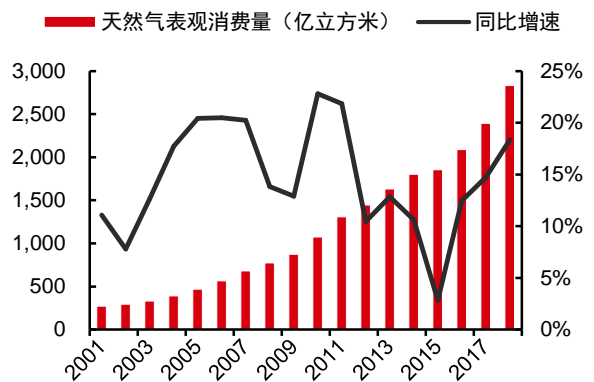
成长性: 油气资源消费的稳健增长与高端进口产品的国产替代。由于行业属于能源消费的上游行业, 行业兼具能源消费稳健增长带来的成长性。从近 5 年来看, 我国原油和天然气的表观消费量复合增速同比达到 5.7%和 11.9%。另一方面, 某些高端产品如精密管、核电用管我国仍然需要从国外进口。随着以久立特材为主的企业不断提升高端产品的产销量, 高端进口产品的国产替代化也在不断推进中。从价格端来看, 由于国产高端产品逐步释放, 进口产品价格从之前的 1.1 万美元/吨的均价跌去 4000 美元。进口产品与国产产品的销售价差也从之前的 4000 美元降低至 1000 美元左右。

图 10: 我国原油的表观消费量及增速



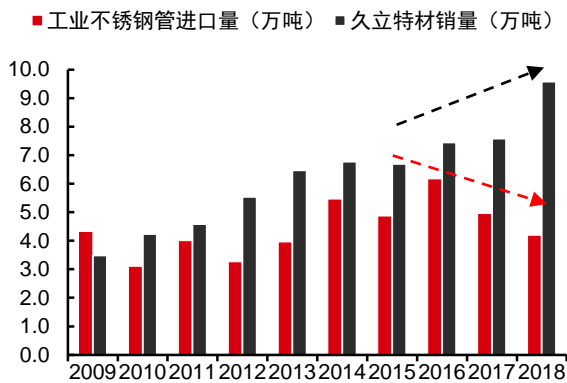
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 我国天然气的表观消费量及增速



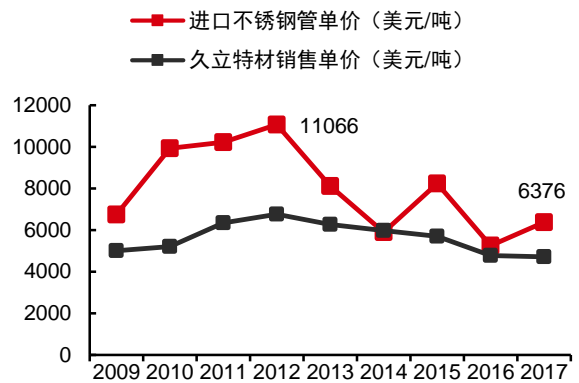
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 12: 工业用不锈钢管的国产替代化持续推进



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

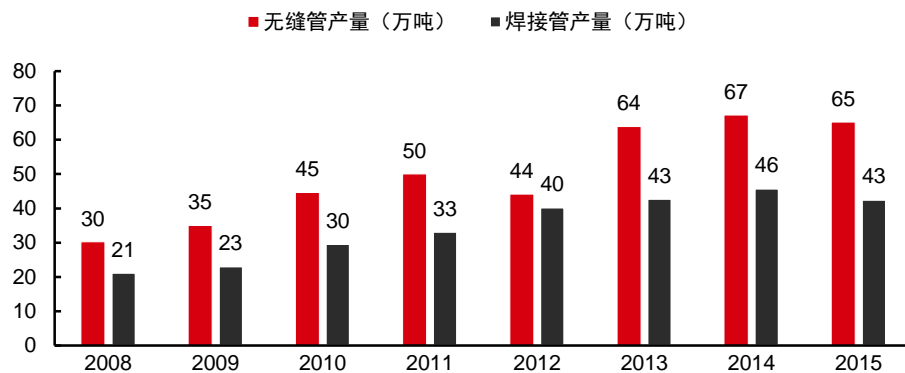
图 13: 进口产品价格被拉低并贴近国产产品价格



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

国内工业用不锈钢管产量 CAGR 超 10%。根据中国特钢协会不锈钢分会统计, 2015 年我国不锈钢管产量为 160 万吨, 其中工业用 108 万吨, 占比 67.5%; 民用 52 万吨, 占比 32.5%。工业用不锈钢管产量从 2008 年的 51 万吨增长到 2015 年的 108 万吨, 年复合增速 11.26%。而民用不锈钢管产量呈下降趋势, 2015 年产量只相当于 2008 年的 45% 左右。

图 14：2008-2015 年我国工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管的产量

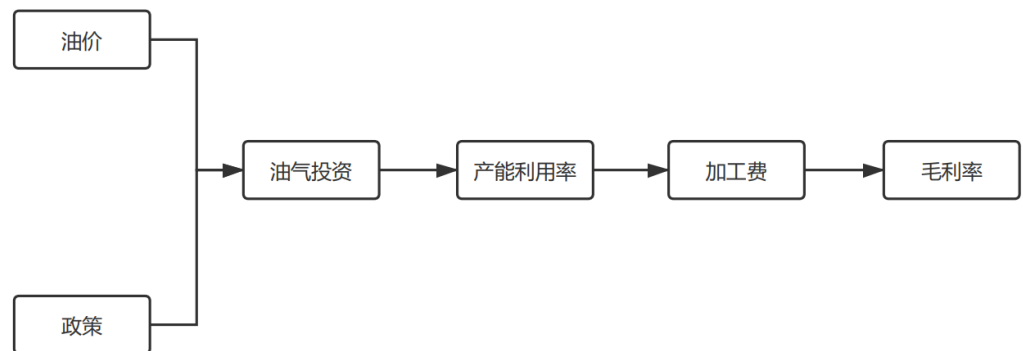


资料来源：中国特钢协会不锈钢分会，公司公告，中信证券研究部

盈利模式：需求导向的定价模式，产能利用率是利润波动的核心

需求导向机制下，盈利能力取决于成材率和产能利用率。不锈钢管行业是典型的中游加工行业，实行的是“原材料*成材率+加工费”的成本导向型定价模式。成材率体现公司对成本端的把控，成材率越高意味着公司的加工损耗越低，单吨产品所消耗的原材料量越小，进而使成本越低。而加工费体现公司在销售端的议价能力，最直接性地代表了公司的利润来源。当下游需求向好，行业产能利用率提升时，钢管公司对下游的议价能力提升，体现为加工费上涨进而导致毛利率上涨。

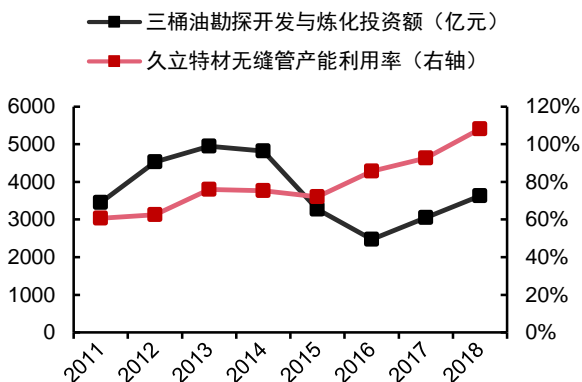
图 15：下游需求向不锈钢管行业盈利能力的传导机制



资料来源：公司公告，中信证券研究部绘制

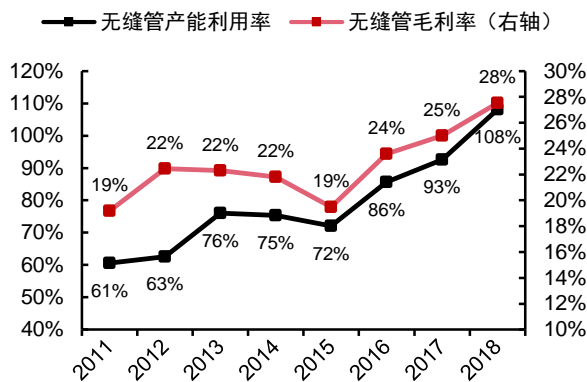
以久立特材为例，油气投资、产能利用率、毛利率三者显示出高度正相关性。在供给相对稳定的情况下，不锈钢管行业的产能利用率跟随油气投资，油气投资上行推动行业产能利用率上行，进而推动盈利能力上行。以久立特材为例，从 2015 年-2018 年，其无缝管产能利用率上升了 22 个百分点，随着产能利用率的上升，毛利率也随之从 19.4% 上升到 27.5%。

图 16: 三桶油资本开支与久立特材产能利用率走势一致



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

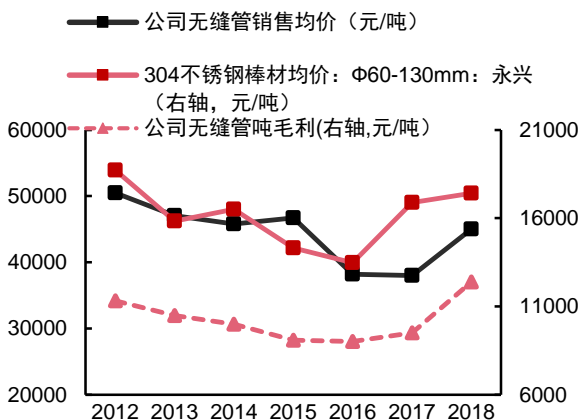
图 17: 久立特材无缝管产能利用率与毛利率高度正相关



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

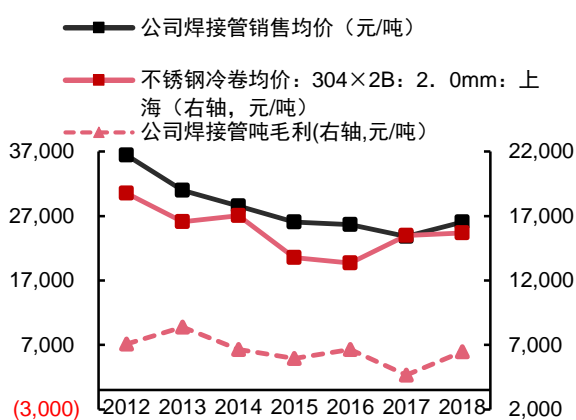
原材料价格波动对公司盈利影响小。虽然不锈钢管 70%以上的成本来自于原材料,但由于不锈钢管的成本加成型定价模式,原材料价格波动对公司盈利的影响并不显著。往往当原材料价格上涨时,钢管的售价也会随之上涨。因此,盈利能力的关键仍取决于企业在成本曲线的位置(与成材率有关)以及行业的产能利用率。在这样的传导机制下,实际上钢管的吨毛利、售价、原料价格大多数时候表现出同向的波动性。

图 18: 公司无缝管的售价、毛利和成本走势高度相关



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

图 19: 公司焊接管的售价、毛利和成本走势有较高相关性



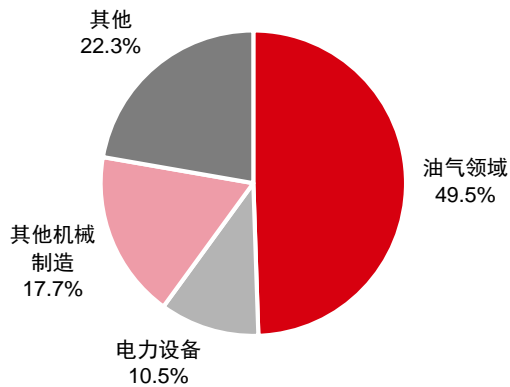
资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

■ 油气投资处于景气周期, 公司业绩持续释放

公司的业绩弹性主要取决于油气投资需求

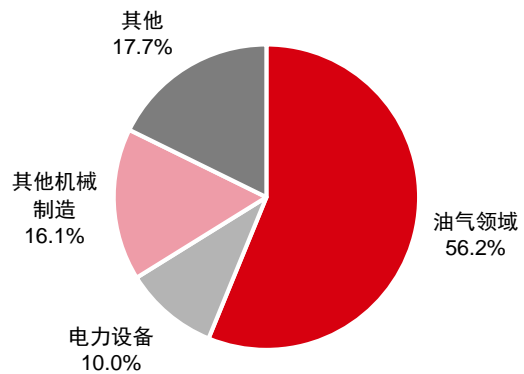
油气领域为公司贡献 56%的毛利。从公司的营收及毛利贡献来看,公司产品的下游主要集中在油气和电力设备这两大领域,其中油气领域更为核心,为公司贡献了 56%左右的毛利,且毛利率也明显高于其他领域。2018 年,公司在油气、电力设备、其他机械制造、其他不可分行业这 4 个领域的毛利率分别是 28.5%、23.7%、22.8%、20.0%,油气领域的毛利率比其他领域高 5-8 个百分点。因此油气投资需求对公司有着最为核心的影响。

图 20: 2018 年公司按下游应用分类的收入结构



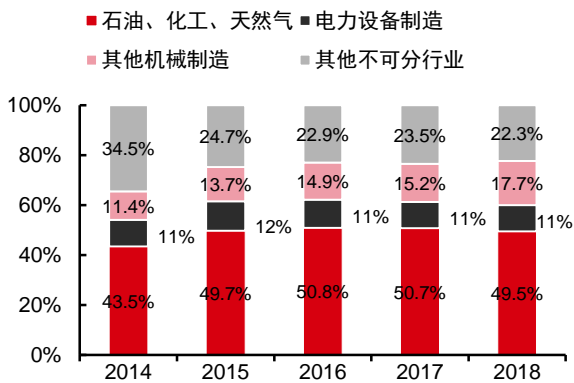
资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

图 21: 2018 年公司按下游应用分类的毛利结构



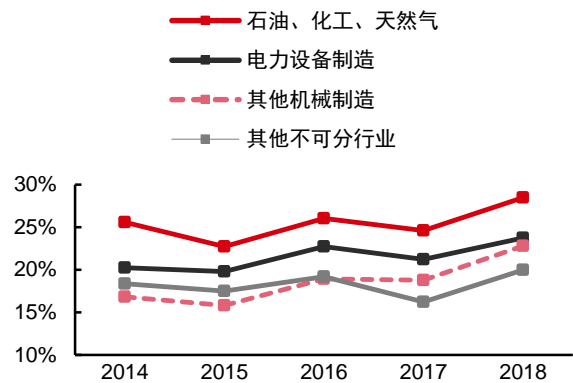
资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

图 22: 公司在油气和电力设备领域的营收贡献在 60%左右



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

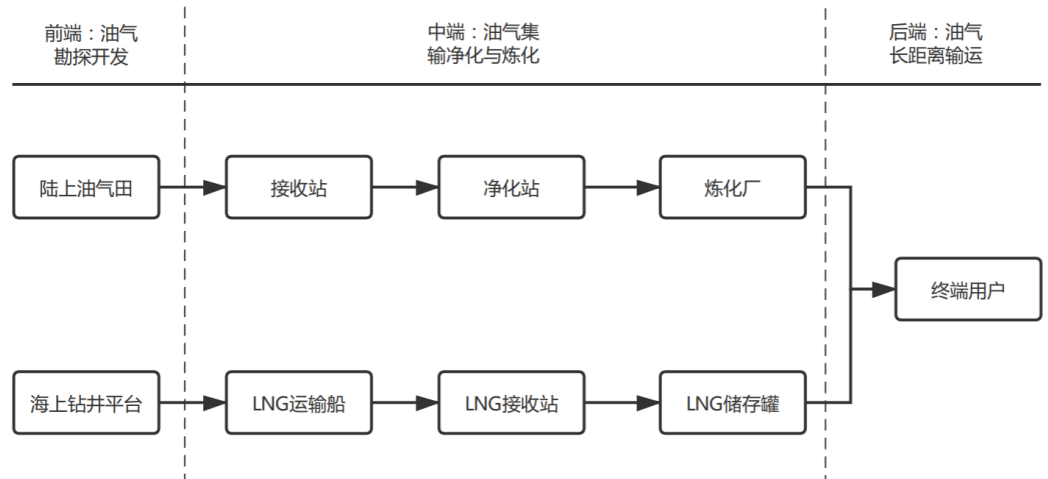
图 23: 公司在油气和电力设备领域的毛利率明显高于其他领域



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

油气用管可分为前、中、后端三个环节，油气资源的勘探开发对公司的订单存在最为直接的拉动关系。从油气产业链的应用环节来看，将油气用钢管分为三大类：1) 前端用于油气勘探开发的油井管；2) 中端用于将原油、天然气输往净化站、炼化厂的油气集输净化用管与炼化用管；3) 后端将净化、加工处理后的石油及天然气产品进行长距离运输的管道。不同环节所用的钢管材质不同，久立特采生产的不锈钢管主要应用于前端的开采环节和中端的集输净化环节。因此油气资源的勘探开发对公司的订单存在最为直接的拉动关系。

图 24：油气产业链各环节示意图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 5：油气用钢管分类及用途

所属环节	油气用钢管分类	细分种类	用途
勘探开发	油井管	钻探管	钻探油气井的无缝钢管，包括钻杆、钻铤。
		套管	用于支撑油、气井井壁的钢管，以保证钻井过程进行和完井后整个油井的正常运行。
		油管	油气井打好固井后，在油层套管中设置的，将原油和天然气从油气层运输到地表的管道。
输往净化站与炼化厂	油气集输净化用管与炼化用管		将油气井中的原油及天然气进行收集、计量和运输至净化站、炼化厂进行处理，使原油或天然气具备远距离运输的条件。
长途运输	油气长输管道	长途输油管道	用于长距离输送石油及石油产品的管道系统。
		长途输气管道	用于长距离输送天然气、LNG、液化石油气、人工煤气等的管道。

资料来源：公司公告，中信证券研究部

在本轮油气投资大幅上升前，公司的油气用管产能利用率较低。公司在上市后投产了一系列油气用管项目：包括 6000 吨耐蚀合金油井管、20000 吨大口径 LNG 输送管、10000 吨中大口径油气输运管、10000 吨油气输送用双金复合管，占公司总产能的 42%。但公司新产能投产后，恰逢 14-15 年的油价大跌，导致其投产的油气用管产能利用率较低，上述产能在 2017 年的产能利用率仅为 40%。因此随着 2018 年以来国内油气投资大增，公司的油气用管的产能利用率将大幅提升，为公司提供巨大的业绩弹性。

长期需求导向：油气在能源消费中占比将逐渐提升

长期来看，石油与天然气的能源消费占比将提升。2018 年，我国天然气和石油在能源消费中的占比仅为 19.6%和 7.4%，不仅在世界主要国家中垫底，还远远低于世界平均水平的 33.6%和 23.9%。

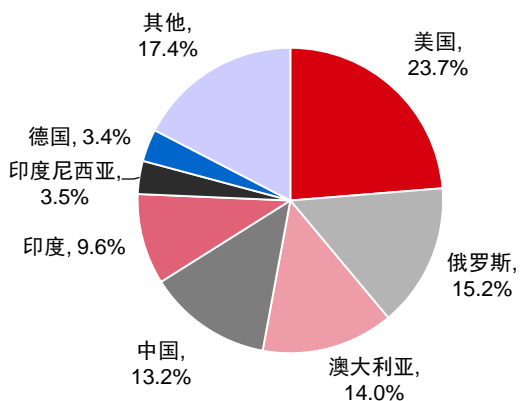
表 6：2018 年世界主要国家的一次能源消费结构

	石油	天然气	煤炭	核能	水电	可再生资源
巴西	45.7%	10.4%	5.3%	1.2%	29.5%	7.9%
印度尼西亚	45.0%	18.1%	33.2%	0.0%	2.0%	1.8%
韩国	42.8%	16.0%	29.3%	10.0%	0.2%	1.7%
日本	40.2%	21.9%	25.9%	2.4%	4.0%	5.6%
英国	40.0%	35.3%	4.0%	7.6%	0.6%	12.4%
美国	40.0%	30.5%	13.8%	8.4%	2.8%	4.5%
澳大利亚	36.9%	24.7%	30.7%	0.0%	2.7%	5.0%
德国	34.9%	23.4%	20.5%	5.3%	1.2%	14.6%
法国	32.5%	15.1%	3.5%	38.5%	6.0%	4.4%
加拿大	31.9%	28.9%	4.2%	6.6%	25.4%	3.0%
印度	29.5%	6.2%	55.9%	1.1%	3.9%	3.4%
俄罗斯	21.1%	54.2%	12.2%	6.4%	6.0%	0.0%
中国	19.6%	7.4%	58.2%	2.0%	8.3%	4.4%
世界	33.6%	23.9%	27.2%	4.4%	6.8%	4.0%

资料来源：《BP 世界能源统计年鉴 2018》，中信证券研究部

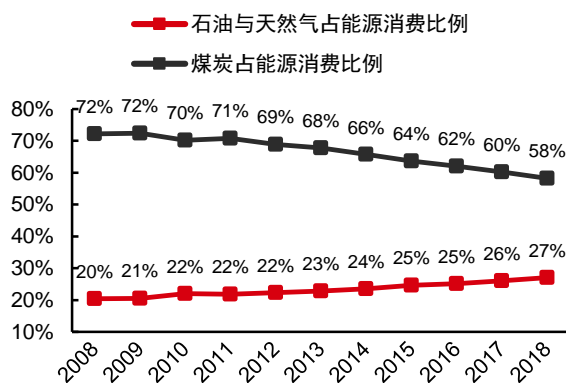
中国能源消费结构仍过于单一，油气在能源消费结构中占比仍将逐渐提升，长期拉动油气用管需求。从资源禀赋的角度来讲，除了中国之外，美国、澳大利亚、印度尼西亚、德国、俄罗斯等国的煤炭资源也极为丰富，但煤炭占能源消费比例都远小于中国。以上这几个富煤的国家煤炭占能源消费的比例加权平均下来是 15.7%，而中国煤炭占能源消费的比例仍有 58.2%。这体现出中国在能源消费结构上过于单一，煤炭在我国能源结构中占比仍将继续降低，油气在能源消费结构中占比将逐渐提高，进而长期拉动油气用管需求。

图 25：世界各国煤炭储量占比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 26：中国能源消费结构的变化



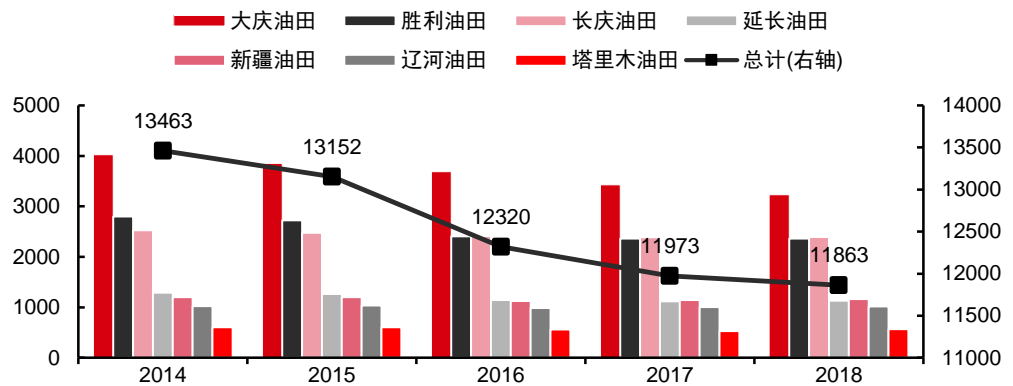
资料来源：《BP 世界能源统计年鉴》，中信证券研究部

中期需求导向：能源安全问题凸显，政策推动油气投资力度大幅上行

国内各大油田常规原油产量下滑，油气对外依存度加速上行。近 5 年国内各大油田原油产量持续下滑，大庆油田、胜利油田、长庆油田等七大常规原油生产基地总产量从 2014 年的 1.35 亿吨下降到 2018 年的 1.19 亿吨，降幅达到 12%。在原油产量不断下滑而原油消费仍保持较高增速的情况下，我国油气对外依存度呈现加速上行态势。此外，剩余原油

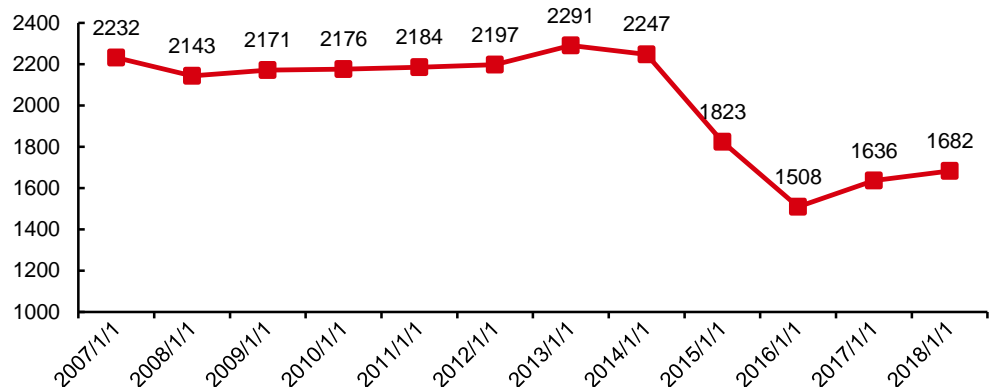
可开采储量也不容乐观，国内的可开采储量在 2014 年后出现较大下滑，2016 年之后处于缓慢回升状态，但距 2014 年以前的高点仍有约 6 亿吨的差距。

图 27：近五年国内各大油田原油产量呈下滑趋势（万吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：2014 年以来我国原油可采储量明显降低（百万吨）

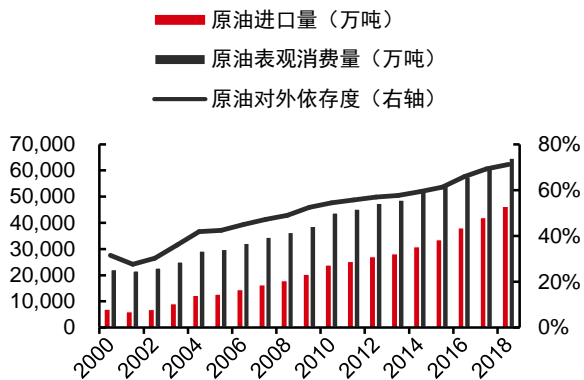


资料来源：Wind，中信证券研究部

近 3 年原油对外依存度上升 10 个百分点。从 2002 年开始，我国原油的对外依存度就逐年攀升，近 3 年则呈现出加速攀升的趋势。从 2015-2018 年，我国原油表观消费量从 5.47 亿吨上升到 6.48 亿吨（上升了 18%），而同期原油产量却从 2.15 亿吨下降到 1.89 亿吨（下降 12%）。国内供给缺口进一步扩大，导致原油对外依存度加速攀升，3 年时间迅速从 61% 上升到 71%（上升 10pct）。

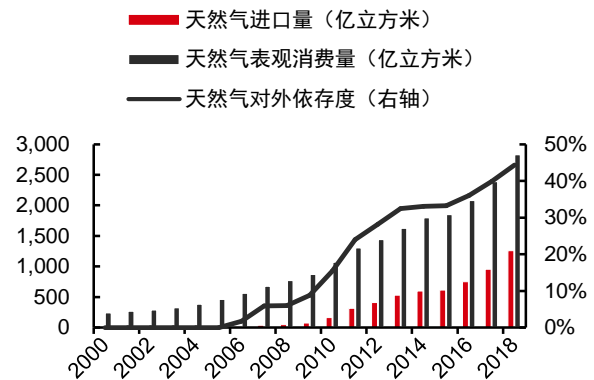
近 3 年天然气对外依存度上升 11 个百分点：主要源于大气污染治理、“煤改气”以及能源消费结构改善等因素，近年来国内天然气消费需求持续保持较快增长。从 2015-2018 年，中国天然气表观消费量从 1855 亿立方上升到 2833 亿立方（上升 53%），同期天然气产量从 1271 亿立方上升到 1610 亿立方（上升 27%），对外依存度迅速从 33% 上升到 44%（上升 11pct）。

图 29: 我国原油的消费量及对外依存度不断上升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 30: 我国天然气的消费量和对外依存度迅速上升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

勘探开发投资大增, 高端油井管产品逐渐放量

能源安全问题凸显, 国内加大油气资源勘探开发。随着近 3 年油气对外依存度加速上升, 能源安全问题凸显。而能源安全的关键就在于供给侧的安全, 在油气对外依存度过高的情况下, 国家需要从自身出发, 大力增加原油、天然气的国产供给。从 2018 年 7 月总书记做出加大国内油气勘探开发力度的重要批示以来, “三桶油” 党组相继召开专题会议, 研究并确定加大勘探开发, 推动油气产量稳增的战略方向。此外, 能源局密集召开会议, 探讨加大油气勘探开发力度的相关措施。短短一年时间内, 有关加大油气勘探开发力度的政策策密集出台, 力度为近年来最大。

表 7: 加大油气勘探开发的政策从 2018 年下半年以来密集出台

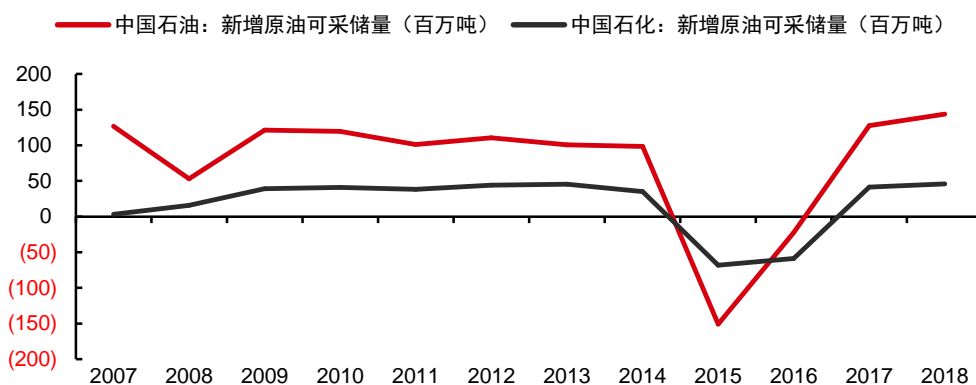
相关对象	时间	事件
总书记	2018 年 7 月	习近平总书记做出重要批示, 要求站在保障国家能源安全高度, 加大国内油气勘探开发力度。
“三桶油”	2018 年 8 月	中国石油、中国石化、中海油分别召开党组织会议, 确定加大勘探投入, 推动油气产量稳增。
国务院	2018 年 9 月	国务院发布《国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》, 各油气企业全面增加国内勘探开发资金和工作量投入, 确保完成国家规划部署的各项目标任务, 力争到 2020 年底前国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上。
国务院	2019 年 3 月	国家能源局发布《石油天然气规划管理办法》, 指出要大力提升国内油气勘探开发力度, 保障能源安全。加强油气资源评价和勘探, 特别是加大风险勘探, 明确勘探开发部署和主攻方向。
中石油	2019 年 3 月	中石油组织编制完成了《2019—2025 年国内勘探与生产加快发展规划方案》, 已正式上报自然资源部、国家能源局。
中石油、中石化	2019 年 3 月	中石油、中石化分别计划在 2019 年将勘探开发的资本支出同比增加 16% 和 41%。
中海油	2019 年 5 月	中海油在深圳召开重大科技专项会议, 会议强调到 2025 年, 全面建成南海西部油田 2000 万方、南海东部油田 2000 万吨的上产目标。
国家能源局	2019 年 5 月	国家能源局组织四大石油公司召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会议, 强调石油企业要落实增储上产主体责任, 不折不扣完成 2019-2025 七年行动方案工作要求。是我国第一次在油气勘探开发行业提出“七年行动”计划。
国家能源局	2019 年 7 月	国家能源局局长赴中海油调研, 并就大力提升油气勘探开发力度、加快天然气产供储销体系建设与中海油主要负责同志座谈交流。
国家能源局	2019 年 7 月	国家能源局组织召开大力提升油气勘探开发力度工作座谈会, 听取了中石油、中石化、中海油和油气勘探开发重点省份一年来工作进展情况的汇报, 并就大力提升油气勘探开发力度工作进行了深入研讨交流。
国务院	2019 年 7 月	国务院公布《2018 年全国石油天然气资源勘查开采情况通报》, 指出油气勘查发现势头良好, 油气探明

相关对象	时间	事件
		储量止跌回升，新增一个亿吨级油田、三个千亿方级气田、一个千亿方级页岩气田，油气勘查开采投入持续回升，新增石油与天然气探明储量止跌回升，油气产量稳中有增。

资料来源：国务院，国家能源局，中信证券研究部

国家能源局推出油气增储上产“七年行动计划”。2019年5月，国家能源局、发改委、自然资源部等部门召开大力提升油气勘探开发力度工作推进会。中石油、中石化、中海油、延长石油等四大石油公司汇报油气勘探开发情况，会上强调石油企业要落实增储上产主体责任，不折不扣完成2019-2025年七年行动方案工作要求，是我国第一次在油气勘探开发行业提出“七年行动”计划。中石油在2018年底拥有石油探明储量9.3亿吨，天然气储量2.1万亿放，其计划在未来7年年均新增原油技术可采储量1亿吨，新增天然气技术可采储量3000亿方。中海油提出，到2025年勘探工作量和探明储量翻一番，相当于其探明储量从2018年底49.6亿桶油当量提升至2025年100亿桶油当量，对应未来7年探明储量复合增速约为10%。

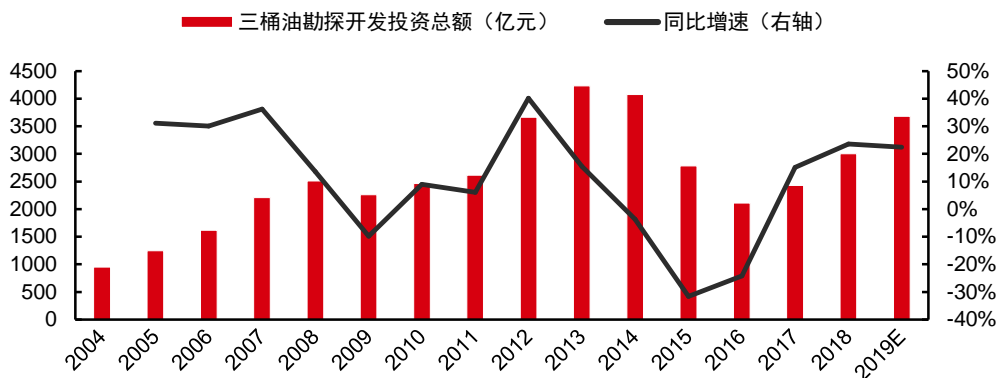
图 31：两桶油新增原油可采储量自 2017 年后回升至前高



资料来源：Wind，中信证券研究部

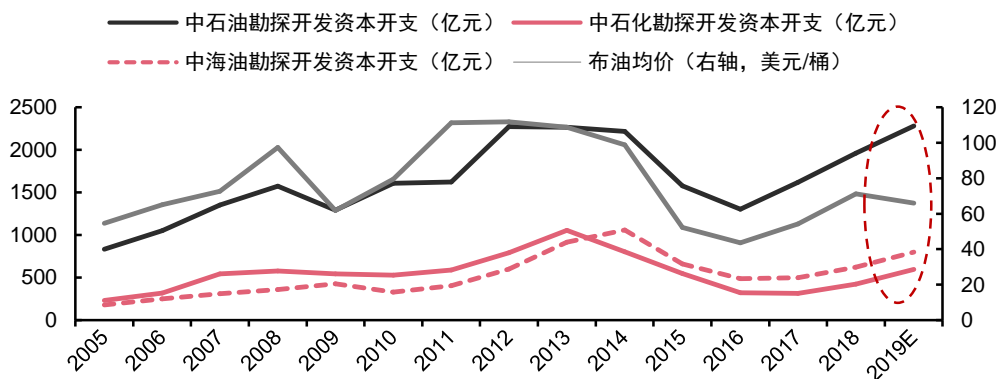
油气投资处于景气周期，公司传统产品将保持高利润率及满产状态，高端产品产能有望不断释放。在自由化市场的前提下，油气投资主要跟随油价周期，但在国家大力推动油气投资的政策下，油价对我国油气勘探开发的影响将削弱。三桶油对2019年的勘探开发资本开支计划金额比2018年的实际支出高出了22.5%。虽然油价在2019年未出现明显上行，但2019年上半年中石油、中石化、中海油勘探开发的实际支出分别同比增加19%/86%/60%，增加幅度大幅超越国际油气公司。只要油价不出现大跌的情况下，三桶油的资本开支在本轮周期预计仍将继续上行，进而带动油井管需求的上升。在油气投资的景气周期下，公司的传统产品将保持高利润率以及满产状态，高端产品产能有望不断释放。

图 32：2019 年三桶油用于勘探开发的总投资预计同比大增 22.5%



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部 注：2019 年数据来自各公司投资计划公告

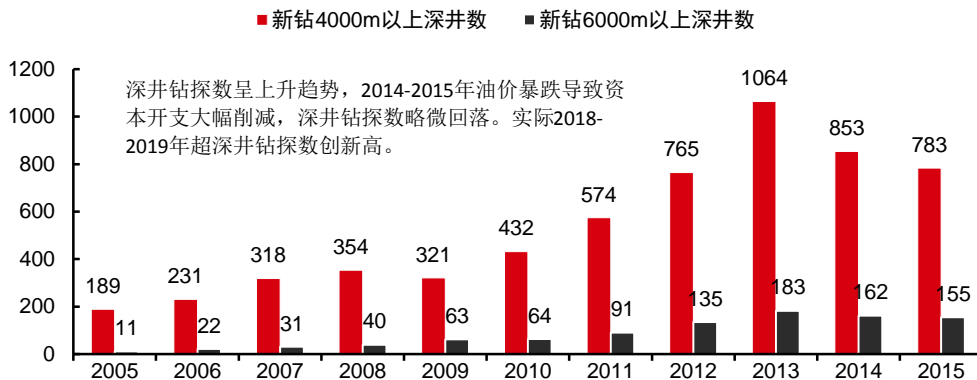
图 33：油价持平情况下，三桶油用于勘探开发的资本开支继续上行



资料来源：Wind，公司公告，中信证券研究部 注：2019 年数据来自各公司投资计划公告

石油开采向超深井领域发展，高端油井管产能不断释放。我国石油资源本身较为贫乏，在前期已开采资源不断消耗的情况下，继续加大勘探开发力度需要不断向深层油气资源开发。未来超深井钻井数量料将不断攀升，平均井深也将不断增加，使得油井管服役环境不断恶化。在超深井环境下，油井管服役环境的恶化体现在：1、随着钻井深入，油井管承受超高温、超高压环境；2、CO₂、H₂S、Cl 等腐蚀性气体对油井管的腐蚀程度越来越严重。在超深井环境下，服役的油井管多采用耐蚀合金材料，考虑到资源和经济效益，多采用镍基合金作耐蚀合金。

图 34：中国石油历年新钻的深井数量一览



资料来源：《深井超深井钻完井技术现状、挑战和“十三五”发展方向》（汪海阁等），中信证券研究部

公司高售价、高毛利的镍基合金油井管订单有望持续增长。公司的镍基合金油井管项目在 2012 年投产后不到 2 年，便遭遇了油价大幅下跌导致的油气投资收缩，公司也经历了几年高端产品产能利用率较低的阵痛。随着 2018-2019 年油气勘探开发需求大增，公司镍基合金油井管的产能利用率已有了明显提升。随着高售价、高毛利产品的销售提升，公司未来的业绩仍有持续上涨空间。

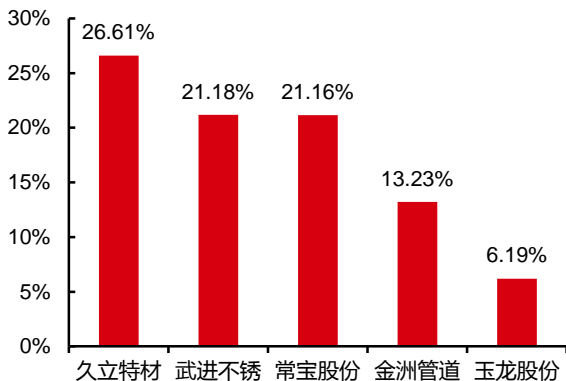
■ 高端化发展路径明确，在行业竞争优势显著

生产工艺领先，产品朝高端领域拓展

行业低端产能相对过剩，拓展至高端领域才有更强的议价能力。不锈钢管行业的低端产能相对过剩，而高端工业用不锈钢管在国内仍然不能自给自足，现在每年仍有几万吨工业用不锈钢管需要从海外进口。企业只有朝高端领域发展才能在行业中拥有较强的议价能力，从而实现盈利能力不断提升，甚至实现穿越周期的韧性。

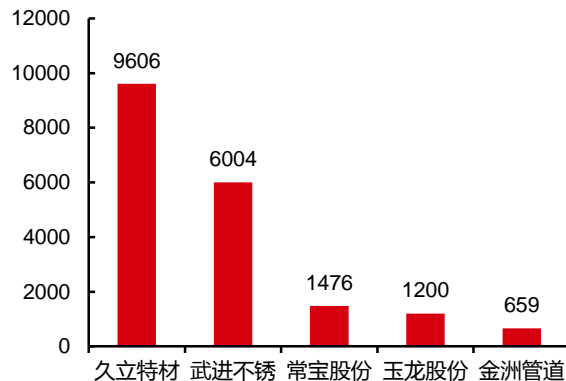
产品高端化的体现之一：盈利能力远超同行。久立在钢管行业的优势在于产品高端化定位，高端化意味着更高的盈利能力。将 A 股上市的 5 家钢管企业（包括生产普碳钢的企业）进行梳理，公司的毛利率和吨毛利均位于行业第一。与直接竞争对手武进不锈对比来看，2014 年之后武进不锈毛利率中枢一路走低，而公司的毛利率在 2015 年超过武进不锈，且中枢在下行周期仍有所抬升。公司在 2018 年的吨毛利达到 9606 元，已比武进不锈高出 60%。公司的毛利率与吨毛利更是显著性高于其他主要生产普碳钢的企业，

图 35: 2018 年各钢管企业的钢管产品毛利率对比



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

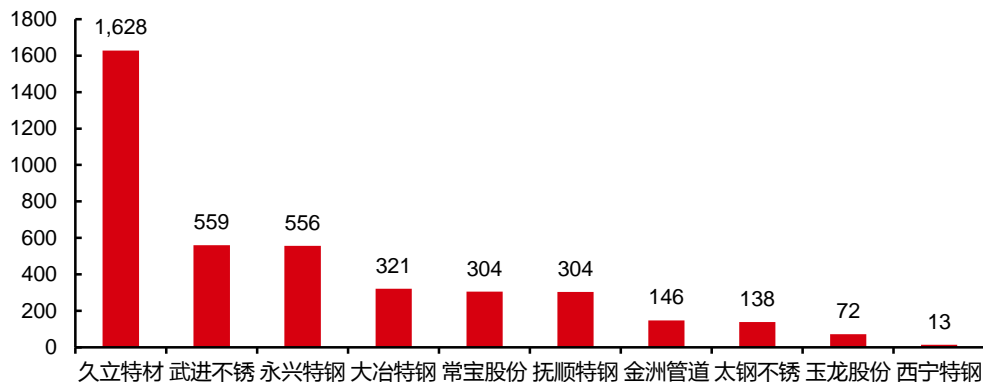
图 36: 2018 年各钢管企业的吨毛利对比 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

产品高端化的体现之二: 拥有最高的吨钢研发费用。公司在高端产品研发上持续投入, 2018 年公司吨钢研发费用高达 1628 元, 在各类特钢及钢管企业中最高, 是其直接竞争对手武进不锈的 2.9 倍。公司在高端产品领域的拓展持续与竞争对手拉开差距。

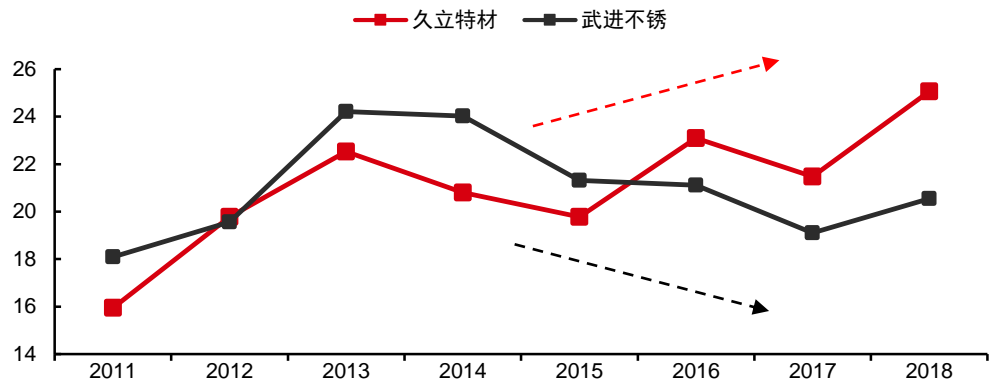
图 37: 2018 年特钢及钢管类企业吨钢研发费用 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

产品高端化的体现之三: 穿越周期韧性, 毛利率中枢持续上行。从上市以来, 公司的毛利率中枢一直处于上升趋势, 这在制造业里是罕见难得的, 这是公司坚持走产品高端化道路而具有的竞争优势。即使在 2014 年以后的行业下行周期, 竞争对手武进不锈的毛利率持续下滑, 而公司的毛利率中枢仍然保持上行。

图 38: 久立特材与武进不锈钢的毛利率对比 (%)



资料来源: Wind, 各公司公告, 中信证券研究部

产品高端化的体现之四: 在各项关键指标上优于竞争对手。在盈利能力、技术优势、产品结构还是生产管理方面, 公司均优于同行竞争对手。2018 年, 公司的吨毛利比可比行业竞争对手高出 60%左右。在产品工艺上, 公司也体现出较高的技术优势。由于国内绝大多数无缝管的生产方式为穿孔法, 这种方法易使材料产生裂纹, 发达国家已基本淘汰这种工艺。从提高材料的稳定性、变形能力和经济性的角度讲, 需要热挤压工艺来生产高端无缝管。目前国内仅有久立和宝钢两家企业具备热挤压工艺。

表 8: 久立特材在各项关键指标上均胜出行业第二的武进不锈钢

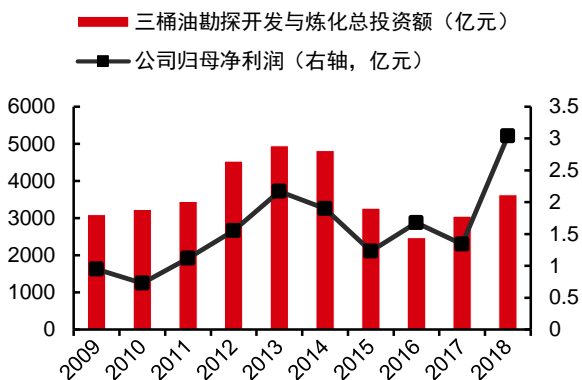
	久立特材	武进不锈钢
毛利率-无缝管 (2018 年)	27.53%	21.70%
毛利率-焊接管 (2018 年)	24.83%	19.82%
平均吨毛利 (2018 年)	9606 元	6004 元
出口产品占比	20%左右	12%左右
无缝管工艺	同时具备穿孔和热挤压工艺	只具备穿孔工艺
高端产品	核电蒸发器管、精密管、镍基油井管、双金复合管、超超临界锅炉用管	超超临界锅炉用管

资料来源: Wind, 各公司公告, 中信证券研究部

行业历经产能出清, 为公司业绩提供较大向上弹性

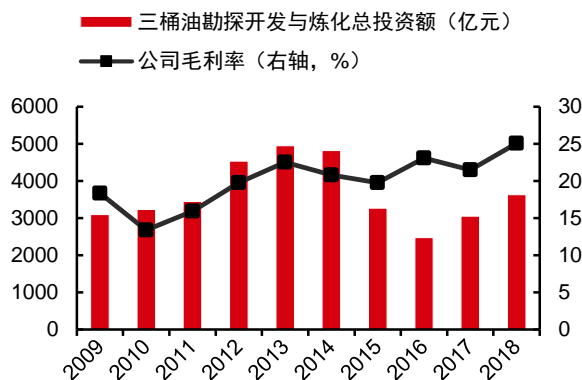
2018 年离上轮油气景气顶点尚有距离, 而公司盈利能力已经创出新高。2013 年是油气行业的上一轮景气高点, 2018 年的油价均价只有 2013 年的 65%, 三桶油的勘探开发与炼化资本开支也只有 2013 年的 73%。而公司的归母净利润和毛利率在 2018 年均创出新高, 其净利润是 2013 年的 1.4 倍, 毛利率比 2013 年高 2.54 个百分点。

图 39: 公司归母净利润在 2018 年已经创出新高



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

图 40: 公司毛利率在 2018 年已经创出新高



资料来源: Wind, 公司公告, 中信证券研究部

2014-16 年的油价暴跌使行业经历产能出清, 公司充足的产能为本轮周期提供较大的业绩向上弹性。2014 年油价暴跌以来, 国内的钢管公司由于主业盈利能力大幅下滑, 纷纷谋求转型。在这期间少有公司进行产能扩张, 甚至部分竞争力较差的企业退出市场。但久立几乎是唯一一家在上一轮油价顶峰前后及油价下行周期进行扩产的公司。虽然在前几年需求大幅下滑的情况下, 公司一度经历了新投产项目产能利用率不足的阵痛, 但在新一轮周期来临后, 这些产能为公司提供了巨大的业绩向上弹性, 公司可有效避免下游需求放量而产能不足的尴尬局面, 从而尽享量价齐升带来的业绩释放。

■ 风险因素

- 1) 油价大幅下跌;
- 2) “三桶油”实际的资本开支不及预期;
- 3) 高端产品销量释放不达预期。

■ 盈利预测及关键假设

假设及预测

- 1、结合公司披露的 2019 年经营目标, 我们预计公司在 2019 年完成 10 万吨左右不锈钢管产品销量。
- 2、考虑到行业处于景气周期, 公司及行业的产能利用率仍将继续上行, 推动无缝管和焊接管整体的加工费出现 400-600 元的提升。

根据以上假设, 我们预测公司在 2019、2020、2021 年归母净利润分别为 4.88 亿、5.50 亿、6.50 亿人民币。具体预测如下:

表 9: 公司主要产品盈利预测 (百万元)

项目	指标	2018	2019E	2020E	2021E
无缝管	营业收入	2283.40	2372.67	2581.92	2893.94
	营业成本	1654.75	1671.24	1807.32	2014.19
	毛利	628.65	701.43	774.60	879.74
	毛利率	27.53%	29.56%	30.00%	30.40%
焊接管	营业收入	1174.62	1336.74	1519.54	1712.52
	营业成本	882.99	986.30	1112.35	1244.57
	毛利	291.63	350.44	407.19	467.95
	毛利率	24.83%	26.22%	26.80%	27.33%
管件	营业收入	289.69	304.24	338.95	381.10
	营业成本	218.65	225.89	248.17	276.99
	毛利	71.05	78.34	90.77	104.10
	毛利率	24.52%	25.75%	26.78%	27.32%
其他	营业收入	315.34	345.16	381.40	436.74
	营业成本	288.39	314.88	346.19	394.83
	毛利	26.96	30.28	35.22	41.91
	毛利率	8.55%	8.77%	9.23%	9.60%
合计	营业收入	4063.06	4358.81	4821.81	5424.29
	营业成本	3044.77	3198.32	3514.03	3930.59
	毛利	1018.28	1160.49	1307.78	1493.71
	毛利率	25.06%	26.62%	27.12%	27.54%

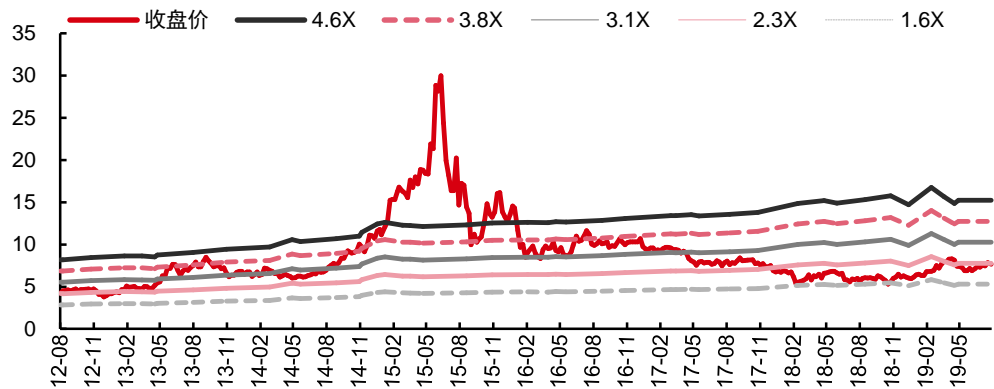
资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

估值及评级

公司 PB 估值处于历史性次低位。对于弹性较大的周期股, 随着行业周期的波动, 公司的 EPS 也出现大幅度波动, 而净资产相对稳定, 因此重点以 P/B 方法进行估值。由于市场对行业的过度悲观, 当前公司的估值较低, 当前的 PB 估值水平 2.5 倍左右, 处于近 6 年的次低位。

预计今年 ROE 破前高, 公司股价仍未充分反映本轮周期的业绩上行。对于周期股来说, PB 和 ROE 表现出显著的正相关性。在行业景气度上行阶段, 代表公司盈利能力的 ROE 上行, 从而带动公司 PB 估值上行。以久立来看, 在上一轮油价驱动的油气投资景气周期中, 公司的 PB 估值出现明显上行。其 PB 估值从 2013 年初的 2 倍一路上行至 4 倍, 经过一轮半年的回调后, 又一路从 2.5 倍最高上行至 11 倍。公司当前处于行业上行周期中, 我们预计公司今年的 ROE 将达到 14.3%, 突破上一轮景气高点, 但当前 PB(MRQ) 估值仍处于 2.5 倍左右的历史次低位水平, 若以今年预估的净资产计算, 公司当前的 PB 估值仅 2.14 倍。公司股价仍然存在低估, 未能充分反映本轮周期的业绩上行。

图 41: 久立特材的股价与 PB-Band (元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

我们以 PB/ROE 的方法将公司与其他不锈钢管和普碳钢管生产企业进行对比。可比公司包括武进不锈、常宝股份、金洲管道。根据 Wind 对各公司的一致性盈利预测, 当前价格对应 2019 年的 PB/ROE 在 7 到 14 之间。考虑到公司在行业中拥有最强的竞争力与盈利能力, 给予公司 20 倍的 PB/ROE 估值, 结合我们对公司 2019 年 14.31% 的 ROE 预期值, 给予公司 2019 年 2.86 倍 PB 的估值。

表 10: 可比公司估值情况

可比公司	股本 (亿股)	PB			ROE (%)			2019 年 PB/ROE
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	
武进不锈	2.86	0.90	0.86	0.83	12.80%	12.70%	12.20%	7.03
常宝股份	9.60	1.35	1.19	1.05	14.23%	14.43%	14.52%	9.49
金洲管道	5.21	1.27	1.16	1.05	9.15%	11.75%	13.36%	13.88

资料来源: Wind 一致预期, 中信证券研究部 股价为 2019 年 10 月 10 日收盘价

另一方面, 从均值回归的角度来看, 公司过去 10 年公司的 PB 均值为 3.25 倍, 若按均值回归计算, 公司 2019 年则对应 3.25 倍 PB。从审慎的角度考虑, 我们以第一种方法给公司估值, 即给予公司 2.86 倍 PB 的估值。

我们预计公司在 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.58、0.65、0.77 元, 每股净资产分别为 4.05、4.33、4.58 元, 以 2019 年 2.86 倍 PB 估值计算, 对应目标价 11.58 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,833	4,063	4,359	4,822	5,424
营业成本	2,225	3,045	3,198	3,514	3,931
毛利率	21.47%	25.06%	26.62%	27.12%	27.54%
营业税金及附加	16	29	30	31	37
销售费用	165	208	239	255	292
营业费用率	5.84%	5.11%	5.47%	5.29%	5.38%
管理费用	244	246	174	242	245
管理费用率	8.63%	6.04%	4.00%	5.02%	4.51%
财务费用	24	38	(20)	(29)	(36)
财务费用率	0.84%	0.92%	-0.46%	-0.59%	-0.66%
投资收益	(2)	6	2	4	3
营业利润	148	379	593	669	788
营业利润率	5.22%	9.34%	13.60%	13.87%	14.53%
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	2	3	2	3	3
利润总额	147	378	592	668	787
所得税	19	70	97	110	128
所得税率	12.66%	18.56%	16.41%	16.39%	16.23%
少数股东损益	(5)	5	7	8	10
归属于母公司股东的净利润	134	304	488	550	650
净利率	4.72%	7.47%	11.19%	11.41%	11.98%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	710	798	1,129	1,474	1,776
存货	1,073	1,083	1,104	1,213	1,357
应收账款	786	962	951	916	878
其他流动资产	468	422	421	413	409
流动资产	3,037	3,265	3,605	4,015	4,420
固定资产	1,630	1,465	1,383	1,264	1,145
长期股权投资	0	18	27	40	51
无形资产	182	210	221	233	247
其他长期资产	101	224	302	408	504
非流动资产	1,914	1,917	1,932	1,944	1,948
资产总计	4,951	5,182	5,537	5,959	6,368
短期借款	314	44	0	0	0
应付账款	372	277	413	457	550
其他流动负债	333	563	528	606	649
流动负债	1,020	885	941	1,063	1,199
长期借款	4	0	0	0	0
其他长期负债	936	1,007	1,053	1,097	1,142
非流动性负债	941	1,007	1,053	1,097	1,142
负债合计	1,960	1,892	1,994	2,160	2,341
股本	842	842	842	842	842
资本公积	670	767	767	767	767
归属于母公司所有者权益合计	2,897	3,172	3,407	3,645	3,851
少数股东权益	93	118	136	155	176
股东权益合计	2,991	3,290	3,543	3,799	4,027
负债股东权益总计	4,951	5,182	5,537	5,959	6,368

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	147	378	592	668	787
所得税支出	-19	-70	-97	-110	-128
折旧和摊销	211	217	229	246	265
营运资金的变化	-523	-22	77	59	36
其他经营现金流	61	146	-7	-36	-39
经营现金流合计	-122	649	794	826	921
资本支出	-145	-191	-217	-229	-241
投资收益	-2	6	2	4	3
其他投资现金流	-255	16	-28	-28	-29
投资现金流合计	-401	-168	-242	-252	-267
发行股票	10	12	11	11	11
负债变化	1,108	-274	2	43	45
股息支出	-126	-252	-252	-313	-443
其他融资现金流	-59	109	20	29	36
融资现金流合计	933	-405	-220	-230	-351
现金及现金等价物净增加额	409	76	332	344	302

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	5.00%	43.42%	7.28%	10.62%	12.49%
营业利润增长率	-12.09%	156.60%	56.21%	12.85%	17.85%
净利润增长率	-20.23%	126.89%	60.57%	12.87%	18.12%
毛利率	21.47%	25.06%	26.62%	27.12%	27.54%
EBITDA Margin	13.10%	15.72%	18.20%	18.18%	18.56%
净利率	4.72%	7.47%	11.19%	11.41%	11.98%
净资产收益率	4.62%	9.57%	14.31%	15.10%	16.88%
总资产收益率	2.70%	5.86%	8.80%	9.23%	10.21%
资产负债率	39.59%	36.51%	36.02%	36.24%	36.76%
所得税率	12.66%	18.56%	16.41%	16.39%	16.23%
股利支付率	94.32%	83.14%	64.17%	80.55%	75.95%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。