

行稳致远，高质量增长可期

——久立特材 22 年报点评

核心观点

事件：公司近期发布 2022 年年报，全年实现营收 65.4 亿元 (+9.4%)，归母净利润 12.9 亿元 (+62.2%)。22Q4 实现营收 17.8 亿元 (yoy+20.1%)，归母净利润 4.1 亿元 (yoy+125.7%)。全年综合毛利率为 25.3% (+0.4pct)，实现净利率为 19.9% (+6.4pct)。22Q4 单季度毛利率为 26.9% (yoy+4.6pct)，净利率为 23.4% (yoy+11.0pct)。

- **坚守高端化路线，全年主业利润基本持平。** 尽管受疫情和需求双重影响，公司全年不锈钢管销量为 11.4 万吨，低于 22 年初的 13.3 万吨目标，但通过优化产品结构和主动的销售策略，毛利率逆势提升 0.4PCT，剔除对联营企业投资收益后 22 年全年利润总额为 8.3 亿元，同比基本持平。
- **高端产品营收占比 20%，研发投入同比提升 15.8%。** 22 年高端产品营收占比较 21 年提升 1PCT，高端产品占比持续提升。22 年研发投入达 3.0 亿元，研发费用率达 4.65%，研发投入持续加大，研发项目包含耐蚀合金、高温合金及镍基合金等高端原料的开发，同时围绕下游应用加大海底脐带缆、光热发电吸热器用管等国产替代产品的研发。
- **23 年管材销量目标 13.6 万吨，强化“高精尖”市占率。** 截至 22 年底公司不锈钢管产能已达 15 万吨，23 年随着疫情影响减弱和下游需求复苏，公司有望进一步释放产能潜力，若目标实现公司不锈钢管销量在 23 年有望增长 17%。
- **合金公司产能不断释放，资产和营收大幅提升。** 合金公司 22 年营收达 6.4 亿元 (yoy+29%)，22 年底总资产规模达 10 亿元 (yoy+58%)，但受大量产能相继转固以及产能逐步释放的影响，22 年净利润仅为 1256 万元 (yoy-46%)。随着合金公司产品的成熟和产能的释放，预计 23 年盈利能力或有所增强。

盈利预测与投资建议

- 考虑第三期员工持股激励或增加期间费用，我们调整公司 2023-2025 年 EPS 为 1.37、1.40、1.47 元 (原 2023-2024 为 1.41、1.50 元)。我们以 DCF 法进行估值，目标价 22.35 元。

风险提示

募投项目进度不及预期风险、产品升级不及预期风险、宏观经济增速放缓、全球疫情反复风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,974	6,537	7,672	8,029	8,280
同比增长(%)	20.6%	9.4%	17.4%	4.7%	3.1%
营业利润(百万元)	905	1,390	1,495	1,528	1,612
同比增长(%)	0.2%	53.5%	7.5%	2.2%	5.5%
归属母公司净利润(百万元)	794	1,288	1,334	1,364	1,438
同比增长(%)	2.9%	62.2%	3.6%	2.2%	5.5%
每股收益(元)	0.81	1.32	1.37	1.40	1.47
毛利率(%)	24.9%	25.3%	25.4%	25.9%	26.4%
净利率(%)	13.3%	19.7%	17.4%	17.0%	17.4%
净资产收益率(%)	16.0%	22.8%	19.9%	18.0%	17.0%
市盈率	20.1	12.4	11.9	11.7	11.1
市净率	3.1	2.6	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

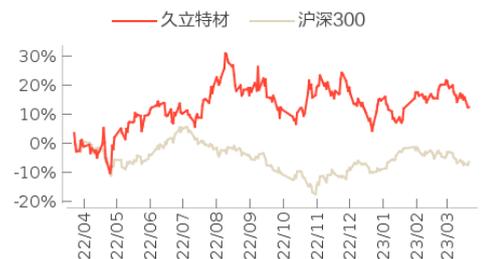
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2023年03月21日)	16.31 元
目标价格	22.35 元
52 周最高价/最低价	19.29/12.81 元
总股本/流通 A 股 (万股)	97,717/95,382
A 股市值 (百万元)	15,938
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2023 年 03 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.8	-5.06	5.63	10.53
相对表现	-2.74	-1.15	1.67	17.02
沪深 300	-0.06	-3.91	3.96	-6.49



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

李一冉 liyiran@orientsec.com.cn
孟宪博 mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军 tengzhujun@orientsec.com.cn

相关报告

盈利环比改善，合金公司增长耀眼：—— 2022-10-25
久立特材 22Q3 业绩点评
压力充分释放，盈利能力将重返上升通道：——久立特材 2022 中报点评
高端化进程加速，核电、能源用管需求迎释放：——久立特材 2021 年报和 22 年一季报点评

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 13.34、13.64、14.38 亿元，EPS 分别为 1.37、1.40、1.47 元。我们按照 DCF 法进行估值，给予公司目标价 22.35 元，维持买入评级。

表：DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率 T	15.00%
永续增长率 $G_n(\%)$	1.00%
无风险利率 R_f	2.86%
无杠杆影响的 β 系数	0.68
考虑杠杆因素的 β 系数	0.78
市场收益率 R_m	10.08%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (K_e)	8.47%
债务比率 $D/(D+E)$	15.00%
债务利率 r_d	4.60%
WACC	7.79%

数据来源：东方证券研究所

表：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	永续增长率 $G_n(\%)$				
	22.35	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC (%)	5.79%	28.60	31.57	36.12	43.92
	6.29%	26.28	28.60	32.02	37.51
	6.79%	24.30	26.15	28.78	32.79
	7.29%	22.61	24.10	26.16	29.17
	7.79%	21.14	22.35	23.99	26.31
	8.29%	19.85	20.85	22.17	23.98
	8.79%	18.71	19.54	20.62	22.06
	9.29%	17.70	18.39	19.28	20.45
	9.79%	16.79	17.38	18.11	19.07

数据来源：东方证券研究所

风险提示

募投项目进展不及预期：如募投项目投产进度不及预期，则存在对公司的规模和盈利水平产生不利影响的风险。

产品升级不及预期：如高端产品研发、量产、市场开发不及预期，则存在公司吨毛利下滑的风险。

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，或导致下游需求不及预期，则公司产品需求或将受到较大影响，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

全球疫情反复风险：若全球疫情反复，则公司产品需求和原材料供应或将受到较大影响，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,273	1,981	2,444	2,630	2,966	营业收入	5,974	6,537	7,672	8,029	8,280
应收票据、账款及款项融资	1,207	1,286	1,509	1,580	1,629	营业成本	4,485	4,885	5,724	5,951	6,095
预付账款	73	100	118	123	127	营业税金及附加	28	32	38	39	41
存货	1,490	1,999	2,343	2,436	2,494	销售费用	220	286	328	341	350
其他	128	73	73	73	73	管理费用及研发费用	439	525	599	625	644
流动资产合计	4,171	5,440	6,487	6,841	7,290	财务费用	5	(19)	2	(1)	(4)
长期股权投资	659	1,279	1,122	1,533	1,938	资产、信用减值损失	45	29	7	4	3
固定资产	2,147	2,513	2,686	2,855	3,215	公允价值变动收益	(25)	(8)	(0)	(11)	(7)
在建工程	436	186	223	238	0	投资净收益	136	526	462	411	404
无形资产	365	373	362	352	341	其他	43	72	59	58	63
其他	51	80	2	2	2	营业利润	905	1,390	1,495	1,528	1,612
非流动资产合计	3,658	4,431	4,395	4,979	5,495	营业外收入	3	1	2	2	2
资产总计	7,829	9,871	10,882	11,820	12,785	营业外支出	3	6	4	4	5
短期借款	175	394	394	394	394	利润总额	905	1,385	1,493	1,526	1,609
应付票据及应付账款	1,145	1,281	1,501	1,560	1,598	所得税	103	87	158	162	171
其他	973	1,250	1,404	1,453	1,487	净利润	802	1,298	1,334	1,364	1,438
流动负债合计	2,293	2,924	3,299	3,407	3,479	少数股东损益	8	10	0	0	0
长期借款	40	200	200	200	200	归属于母公司净利润	794	1,288	1,334	1,364	1,438
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.81	1.32	1.37	1.40	1.47
其他	235	318	0	0	0						
非流动负债合计	275	518	200	200	200	主要财务比率					
负债合计	2,568	3,442	3,499	3,607	3,679		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	165	211	211	211	211	成长能力					
实收资本(或股本)	977	977	977	977	977	营业收入	20.6%	9.4%	17.4%	4.7%	3.1%
资本公积	1,568	1,787	1,820	1,820	1,820	营业利润	0.2%	53.5%	7.5%	2.2%	5.5%
留存收益	2,557	3,461	4,375	5,206	6,098	归属于母公司净利润	2.9%	62.2%	3.6%	2.2%	5.5%
其他	(6)	(7)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	5,261	6,429	7,383	8,213	9,106	毛利率	24.9%	25.3%	25.4%	25.9%	26.4%
负债和股东权益总计	7,829	9,871	10,882	11,820	12,785	净利率	13.3%	19.7%	17.4%	17.0%	17.4%
						ROE	16.0%	22.8%	19.9%	18.0%	17.0%
						ROIC	15.1%	20.5%	17.8%	16.3%	15.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.8%	34.9%	32.2%	30.5%	28.8%
净利润	802	1,298	1,334	1,364	1,438	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	230	226	284	331	393	流动比率	1.82	1.86	1.97	2.01	2.10
财务费用	5	(19)	2	(1)	(4)	速动比率	1.16	1.17	1.25	1.29	1.37
投资损失	(136)	(526)	(462)	(411)	(404)	营运能力					
营运资金变动	340	(195)	(217)	(65)	(43)	应收账款周转率	8.3	6.9	6.9	6.6	6.5
其它	(482)	211	(225)	16	10	存货周转率	3.1	2.8	2.6	2.5	2.4
经营活动现金流	759	994	717	1,234	1,390	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(1,407)	(339)	(483)	(504)	(504)	每股指标(元)					
长期投资	(68)	(619)	157	(411)	(404)	每股收益	0.81	1.32	1.37	1.40	1.47
其他	1,014	557	462	400	398	每股经营现金流	0.78	1.02	0.73	1.26	1.42
投资活动现金流	(461)	(401)	136	(516)	(511)	每股净资产	5.22	6.36	7.34	8.19	9.10
债权融资	(73)	137	0	0	0	估值比率					
股权融资	(116)	218	33	0	0	市盈率	20.1	12.4	11.9	11.7	11.1
其他	(120)	(199)	(423)	(533)	(542)	市净率	3.1	2.6	2.2	2.0	1.8
筹资活动现金流	(310)	157	(389)	(533)	(542)	EV/EBITDA	12.8	9.1	8.2	7.8	7.3
汇率变动影响	(6)	10	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.0	10.6	9.7	9.5	9.1
现金净增加额	(19)	759	463	185	337						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。