

久立特材(002318)深度研究报告

传统主业基础牢固，穿越周期再迎曙光

推荐(首次)

目标价: 10.62 元

当前价: 9.15 元

- ❖ **油气行业进入回暖期，公司盈利大幅度提升。**截至 2019 年三季度末，公司归母净利润达到 3.6 亿元，同比增长 84.2%。近年来随着油价高位震荡，三桶油资本开支也持续增长，对公司下游需求形成了有力的带动。未来随着我国能源安全的需要，苛刻条件下的非标产品应用也有望大大提升，公司主打合金类非普钢产品，刚好对接这部分需求，未来需求有望得到有力的拉动。
- ❖ **继三年“零审批”后，核电新项目重新起航。**漳州核电站于获得批准，目前已经开工，这是“十三五”期间首台正式开工的核电机组，为后续核电批量化建设打开了想象空间。虽然漳州电站的核电蒸发器管公司前期已经交付，但是后续一旦核电批量重启，公司核电订单也有望迅速起色，这部分产品毛利率高、技术壁垒强。如果核电能按照国家规划实施，预计每年能给公司增厚业绩 1 个亿以上。
- ❖ **入股永兴，有望增厚 EPS。**公司截至目前已经买入 10% 的永兴材料的股份，公司作为战略投资按照权益法核算，永兴材料 10% 的归母净利润可以计入公司的投资收益。该项投资一方面优化了产业链上游布局，进一步保障了原材料的质量与数量；另一方面增厚公司的业绩。按照永兴材料的发展前景，该项投资每年可增厚公司业绩 4000 万左右。
- ❖ **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.97 亿元、5.76 亿元和 6.35 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.68 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。根据公司历史估值和行业横向对比，给予 18 倍估值，对应的股价为 10.62 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：油气行业投资大幅下行

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,063	4,495	4,793	5,043
同比增速(%)	43.4%	10.6%	6.6%	5.2%
归母净利润(百万)	303	497	576	635
同比增速(%)	126.9%	63.7%	16.0%	10.1%
每股盈利(元)	0.36	0.59	0.68	0.75
市盈率(倍)	24	15	13	11
市净率(倍)	2	2	2	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 3 月 4 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：任志强

电话：021-20572571

邮箱：renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号：S0360518010002

证券分析师：严鹏

电话：021-20572535

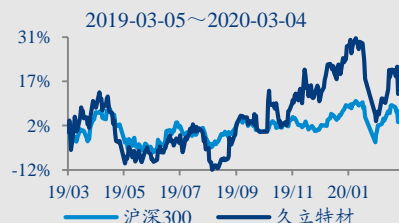
邮箱：yanpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360518070001

公司基本数据

总股本(万股)	84,154
已上市流通股(万股)	81,775
总市值(亿元)	77.0
流通市值(亿元)	74.82
资产负债率(%)	38.3
每股净资产(元)	3.9
12 个月内最高/最低价	10.14/6.52

市场表现对比图(近 12 个月)



目 录

一、公司概况.....	5
（一）公司简介.....	5
（二）公司发展历程.....	5
（三）股权结构.....	6
（四）营收分析.....	8
1、收入分析.....	8
2、毛利分析.....	10
3、归母公司净利润.....	12
二、公司深耕特种管材市场，积极开拓高端产品应用领域.....	12
（一）公司是特种钢管行业龙头，市场占有率多年位居第一.....	12
（二）产能扩张巩固行业地位，积极布局高端不锈钢管材产品.....	13
（三）深入开展科研工作，产品取得多国质量认证.....	15
（四）投资入股上游供应商，原材料供应有所保障.....	16
三、下游需求平稳增长，广阔天地大有作为.....	16
（一）能源安全战略下，油气中长期需求可期.....	16
1、油价与投资的相关度在分界线以上会有所下降.....	16
2、能源安全战略下资本开支有所保障.....	17
3、受益于下游行业增长，公司业绩创新高.....	18
（二）核电发展空间广阔，核心零件有望全面国产替代化.....	19
1、继三年“零审批”后，核电项目再重启.....	19
2、公司核电产品研发成果显著，是U型管双寡头之一.....	20
四、盈利预测和投资建议.....	22
（一）传统主业基础坚实，保障公司穿越黑暗.....	22
（二）下游需求回暖，公司黎明已经到来.....	22
（三）盈利预测和投资建议.....	22
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1	公司主要产品展示.....	5
图表 2	公司发展历程.....	6
图表 3	公司控股股东为久立集团股份有限公司，实际控制人为周志江.....	6
图表 4	2019 年公司前 10 大股东明细.....	6
图表 5	公司业务及股权结构图.....	8
图表 6	公司主要产品产量（单位：吨）.....	9
图表 7	公司营业收入及增长率.....	9
图表 8	公司产品主要用于石油、化工、天然气行业与制造业.....	9
图表 9	公司产品主攻国内市场.....	9
图表 10	公司各产品营业收入贡献（单位：百万元）.....	10
图表 11	公司各产品营收占比趋势.....	10
图表 12	综合毛利率与分类产品毛利率趋势.....	10
图表 13	无缝钢管与焊接钢管是毛利的主要来源.....	11
图表 14	公司各产品毛利贡献.....	11
图表 15	区分用途产品毛利组成.....	11
图表 16	区分用途产品毛利率趋势.....	11
图表 17	无缝管吨钢毛利对比（单位：元/吨）.....	11
图表 18	焊接管吨钢毛利对比（单位：元/吨）.....	11
图表 19	归母公司净利润及增长率（单位：万元、%）.....	12
图表 20	公司产品及主要用途.....	12
图表 21	不锈钢管应用领域分类.....	13
图表 22	2016 年我国主要工业用不锈钢企业市场占有率.....	13
图表 23	公司近年产能利用率逐渐增长.....	14
图表 24	近年来公司投资建设项目一览.....	14
图表 25	公司与永兴材料进一步加强合作.....	16
图表 26	国内“三桶油”资本支出（单位：百万元）.....	18
图表 27	布伦特原油年均期货结算价（单位：美元/桶）.....	17
图表 28	油气行业资本支出对油价敏感度.....	17
图表 29	固定资产投资完成额累计同比：石油与天然气开采业.....	17
图表 30	企业景气指数：石油与天然气开采业.....	17
图表 31	近年来公司受到的订单数及增长率（单位：吨、%）.....	19
图表 32	近期核电核准项目.....	20

图表 33 蒸汽发生器内部结构图	20
图表 34 国内外蒸汽发生器传热管企业对比	21

一、公司概况

（一）公司简介

久立特材全称浙江久立特材科技股份有限公司（以下简称为“久立特材”或“公司”），创建于1987年，坐落在“长三角”中心太湖南岸——浙江省湖州市，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。公司建有世界先进水平的不锈钢、耐蚀合金、钛合金、高温合金无缝管（热挤压/穿孔+冷轧/冷拔）生产线和 FFX 成型、JCO 成型等焊接管生产线，始终致力于为油气、电力、LNG 等能源装备及石化、化工、船舶制造等行业装备提供高性能、耐蚀、耐压、耐温的不锈钢管；不锈钢、镍基合金、碳钢、合金钢等材料法兰、管件等，管道产销量多年居国内首位。

图表 1 公司主要产品展示



资料来源：公司官网，华创证券

（二）公司发展历程

公司前身是1987年成立的湖州金属型材厂，1994年全面注册了“久立”、“Jiuli”及其图形商标。在1996年至2006年十年期间，中、大口径不锈钢焊接管项目、小口径焊接不锈钢管项目、3500吨挤压机项目先后顺利投产。在2007年公司正式更名为浙江久立特材科技股份有限公司。2009年，公司在深圳证券交易所成功上市，股票代码为002318。公司坚持走创新驱动发展道路，始终致力于“长、特、优、高、精、尖”的产品战略定位，不断加大研发投入，创新质量两手抓。上市后，公司在不锈钢管领域继续拓展，超超临界锅炉用不锈钢管、大口径厚壁超长不锈钢焊接管项目接连投产。2016年，公司收购湖州华特不锈钢管制造有限公司。2017年，公司发行可转债募集资金建设高端领域用精密管材、航空航天材料等生产线。

图表 2 公司发展历程

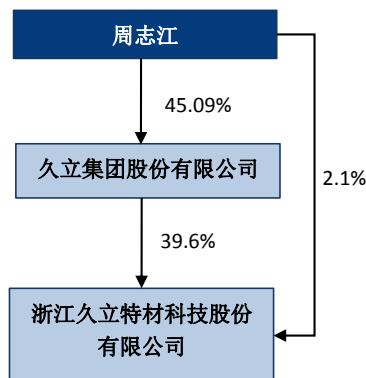


资料来源：公司官网，华创证券

(三) 股权结构

公司控股股东是久立集团股份有限公司，持股比例为 39.6%，实际控制人是自然人周志江。截至 2019 年三季度末，公司前十大股东并无实质变化。

图表 3 公司控股股东为久立集团股份有限公司，实际控制人为周志江



资料来源：wind，华创证券

图表 4 2019 年公司前 10 大股东明细

排名	股东名称	方向	持股数量（股）	持股数量变动（股）	占总股本比例（%）
1	久立集团股份有限公司	增加	333,023,186	25,891,100	39.6
2	周志江	不变	17,632,400	0	2.1
3	香港中央结算有限公司（陆股通）	增加	16,382,638	11,313,658	1.9
4	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品	不变	15,583,987	0	1.9
5	浙江久立特材股份	不变	12,550,095	0	1.5

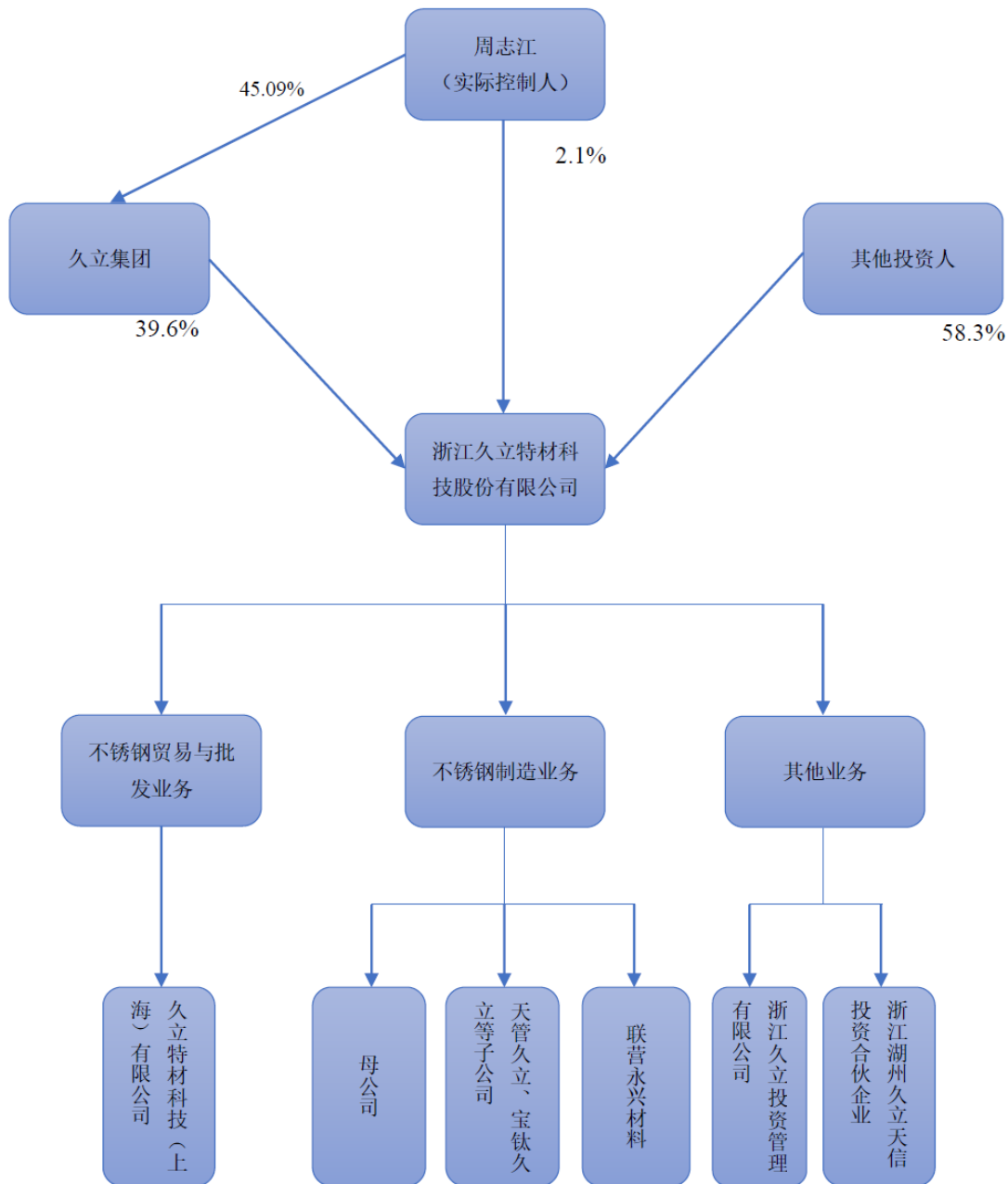
排名	股东名称	方向	持股数量（股）	持股数量变动（股）	占总股本比例（%）
	有限公司-第二期员工持股计划				
6	李郑周	不变	8,356,945	0	1.0
7	蔡兴强	不变	6,592,468	0	0.8
8	阿布达比投资局	新进	5,872,150	5,872,150	0.7
9	易方达基金-工商银行-外贸信托-外贸信托·稳富 FOF 单一资金信托	新进	5,623,014	5,623,014	0.7
10	中国人民健康保险股份有限公司-自有资金	不变	4,306,123	0	0.5
	合计		425,923,006	48,699,922	50.6

资料来源：wind，华创证券

久立特材直接拥有 9 家子公司，联营 1 家上市公司。其中，母公司久立特材与浙江久立泰祐涂层技术有限公司、湖州久立穿孔有限公司、浙江天管久立特材有限公司、湖州宝钛久立钛焊管科技有限公司、湖州久立永兴特种合金材料有限公司、湖州华特不锈钢管制造有限公司主要经营不锈钢管制造业务，久立特材科技（上海）有限公司主要经营不锈钢管的贸易与批发业务，浙江久立投资管理有限公司、浙江湖州久立天信投资合伙企业（有限合伙）主要经营投资与咨询业务。

公司新增对上游上市公司永兴特种材料科技股份有限公司（以下简称“永兴材料”）的投资。截至 2019 年年末，共计持有永兴材料 3600 万股，占永兴材料总股本的 10.0%。本次久立特材对永兴材料的收购是以战略投资为目的，通过入股永兴材料来建立以资本为纽带的紧密战略合作伙伴关系，结合两家公司在各自领域的优势，联合拓展高端市场，进一步发挥业务协同效应，提升新产品与新材料的研发能力，从而促进公司的可持续发展。

图表 5 公司业务及股权结构图



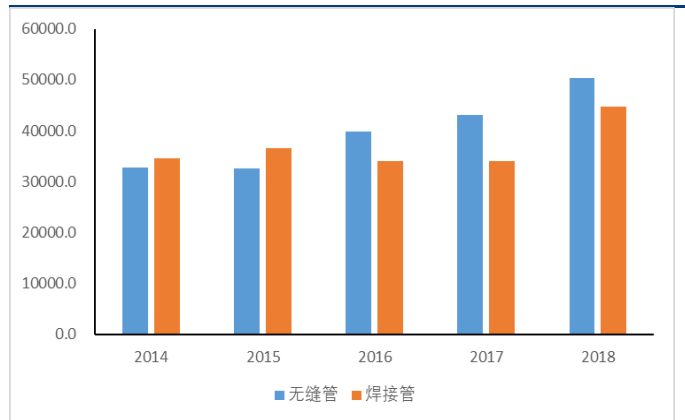
资料来源：公司官网，华创证券

（四）营收分析

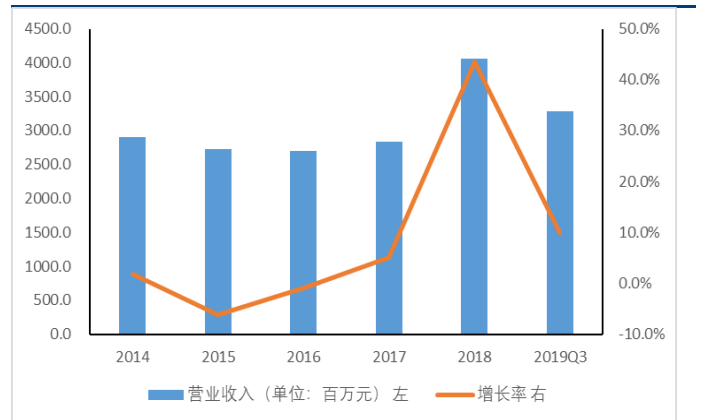
1、收入分析

2018 年，受益于下游石油化工行业的持续复苏，工业用不锈钢企业发展较上一年有巨大的进步。公司生产无缝钢管 5.02 万吨，同比增长 16.75%，生产焊接钢管 4.47 万吨，同比增长 31.60%。在销量方面，公司采取“以销定产、适度库存”的生产组织方式，2014 年后公司无缝管和焊管的产销率均在 97%以上，销量和产量基本相当。2019 年，公司订单在释放的同时，下游石油、化工、天然气与电力设备制造行业的投资增速会继续增加新的订单，继续拉动整体营业收入上涨。

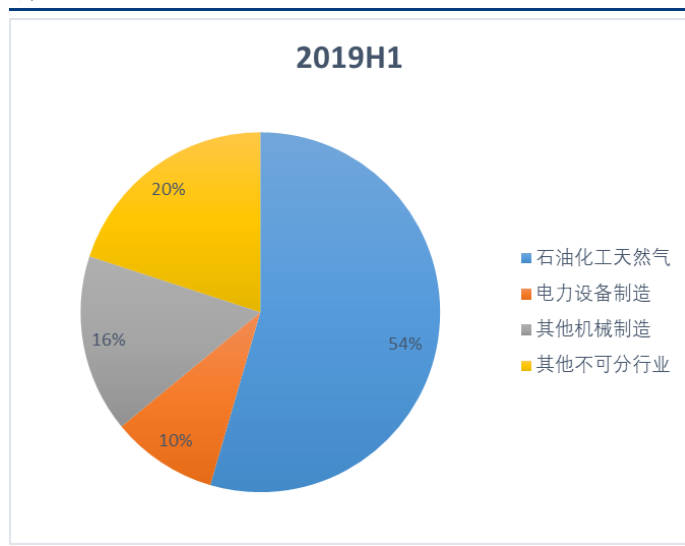
截至 2019 年三季度末，公司营业收入为 32.81 亿元，增长速度放缓，同比上升 9.90%。按用途分，公司产品主要适用于石油、化工、天然气、电力设备制造等行业，用于石油、化工、天然气行业的营收占比为 54.50%，用于其他制造行业产品营收占比为 25.53%。按主要市场区分，公司主攻国内市场，占营业收入的 77.41%。按产品种类区分，公司主要产品为无缝钢管与焊接钢管，其营业收入占比分别为 51.50%和 32.73%。近年公司无缝钢管营收占比略微下降，焊接钢管营收占比呈现略微上升的趋势。报告期内，管件销售收入大幅上升，同比增长 43.65%，占报告期内总收入的 8%，主要系公司通过技术设备改造升级提高了生产能力，满足了客户多规格型号的产品需求，市场得以拓宽。

图表 6 公司主要产品产量（单位：吨）


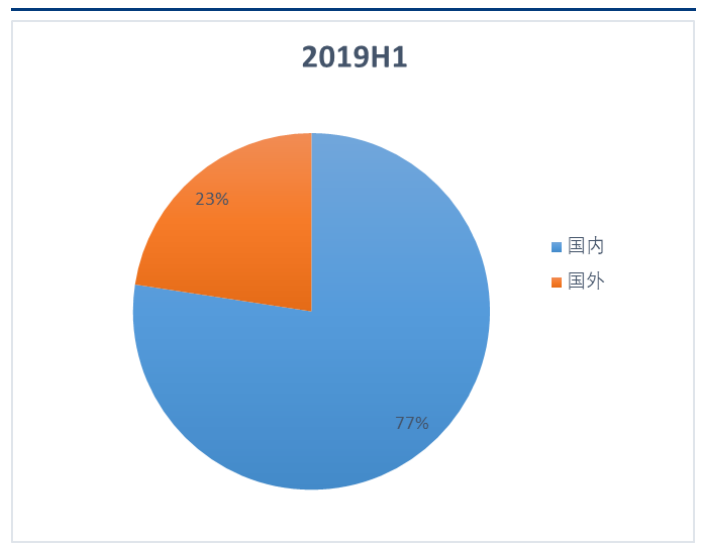
资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 公司营业收入及增长率


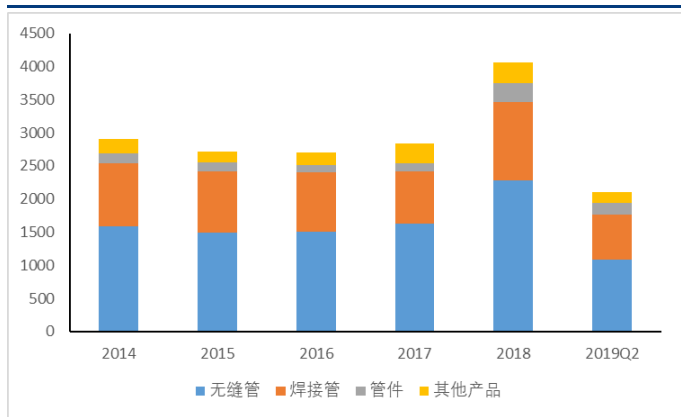
资料来源：公司公告，华创证券

图表 8 公司产品主要用于石油、化工、天然气行业与制造业


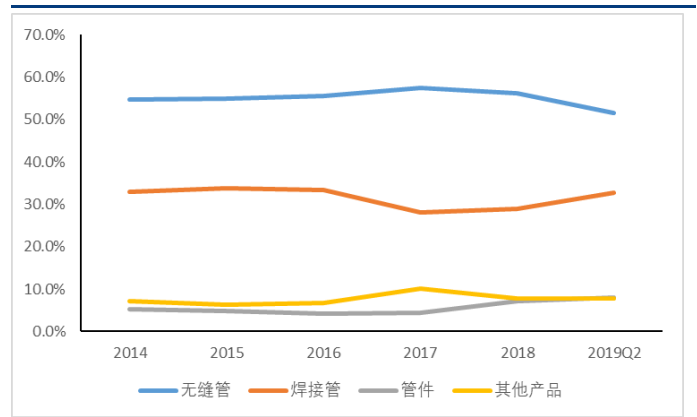
资料来源：公司公告，华创证券

图表 9 公司产品主攻国内市场


资料来源：公司公告，华创证券

图表 10 公司各产品营业收入贡献 (单位: 百万元)


资料来源: wind, 公司公告, 华创证券

图表 11 公司各产品营收占比趋势


资料来源: wind, 华创证券

2、毛利分析

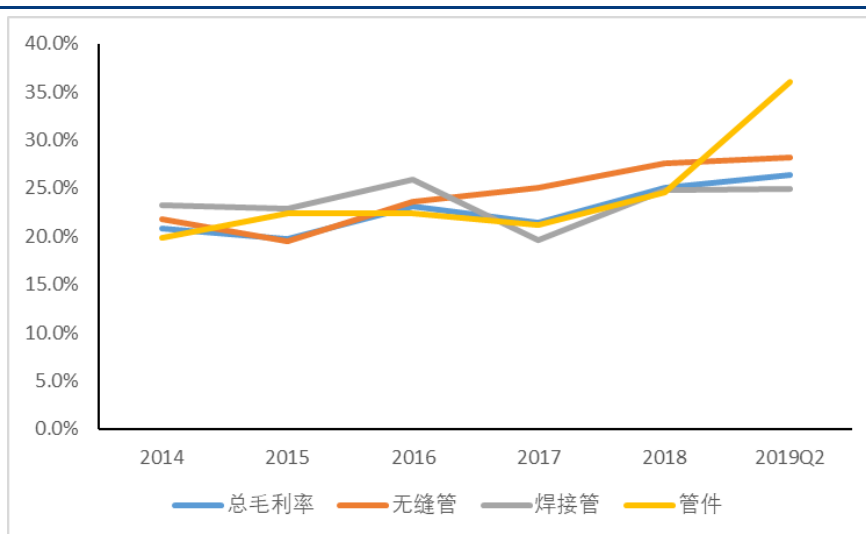
截至 2019 年中期末, 公司毛利率为 26.31%, 较上年提高 1.25%。

从产品类型来看, 无缝钢管、焊接钢管、管件的毛利率分别为 28.19%、24.95%、36.03%, 分别较去年提升 0.66%、0.12%、11.51%。其中, 无缝钢管与焊接钢管是毛利的主要来源, 分别占毛利的 55% 和 31%, 同时这两类产品毛利率在 17 年以来保持较稳定的上升趋势。

在用于下游行业的产品中, 石油、化工和天然气行业的毛利率最高, 近 5 年毛利率均值为 25.5%, 其次是电力设备制造行业, 近五年毛利率均值为 21.5%, 油气化工和电力行业为公司的主要利润板块。

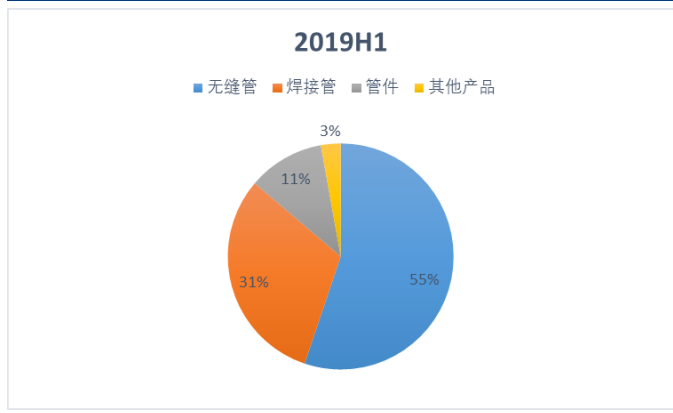
但从整体上看, 公司毛利率波动幅度较大, 主要原因是公司盈利受外部宏观经济环境影响较大, 在 2015 和 2017 年分别受钢铁行业寒冬和焊管价格下跌的影响, 综合毛利率下挫, 而 2018 年公司紧跟市场发展步伐, 以质取胜, 持续稳固下游能源领域市场, 取得了量价齐升的优异成绩, 公司综合毛利率为 25.06%, 达到历史峰值。

公司坚持与专注生产高端不锈钢管材, 技术要求高, 因而吨钢毛利水平较高, 其中无缝钢管吨钢毛利最高为 12390 元/吨, 焊接管吨钢毛利最高为 6652 元/吨。

图表 12 综合毛利率与分类产品毛利率趋势


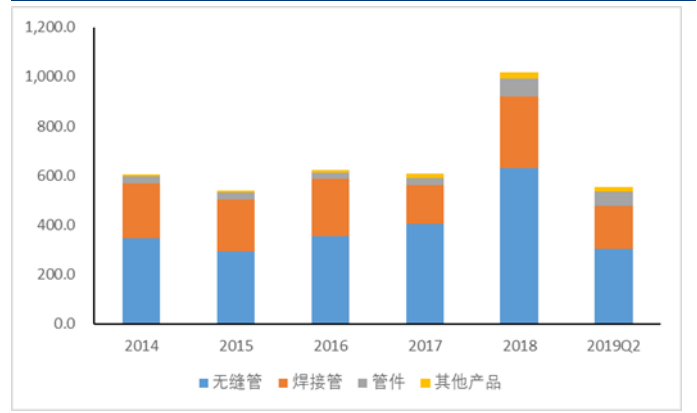
资料来源: wind, 华创证券

图表 13 无缝钢管与焊接钢管是毛利的主要来源



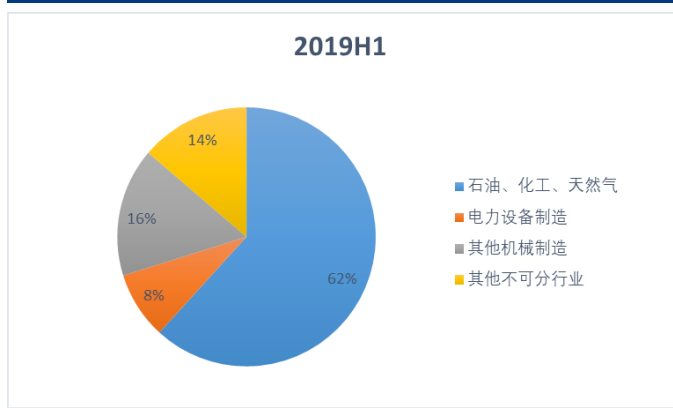
资料来源: wind, 华创证券

图表 14 公司各产品毛利贡献



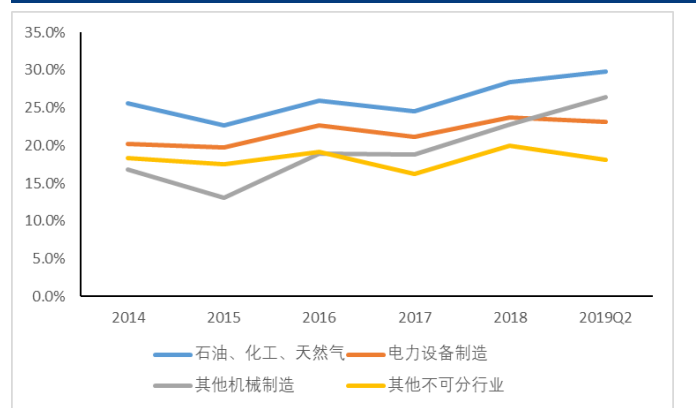
资料来源: wind, 华创证券

图表 15 区分用途产品毛利组成



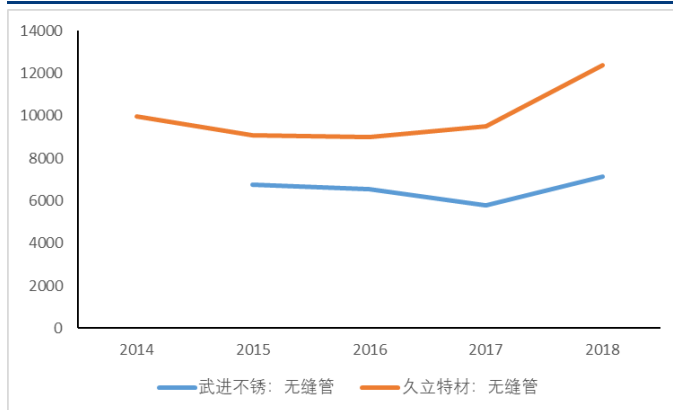
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 16 区分用途产品毛利率趋势



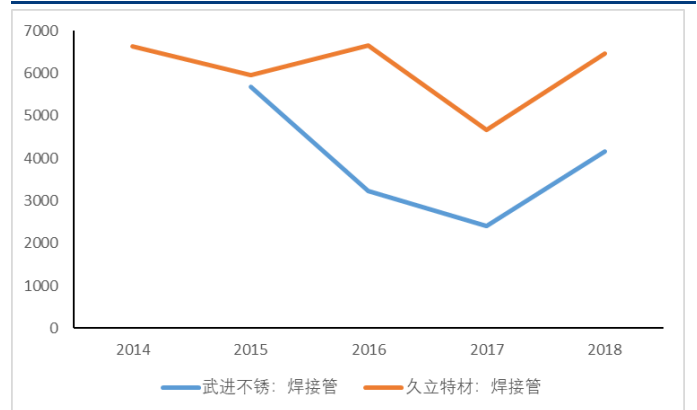
资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 17 无缝管吨钢毛利对比 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 华创证券

图表 18 焊接管吨钢毛利对比 (单位: 元/吨)

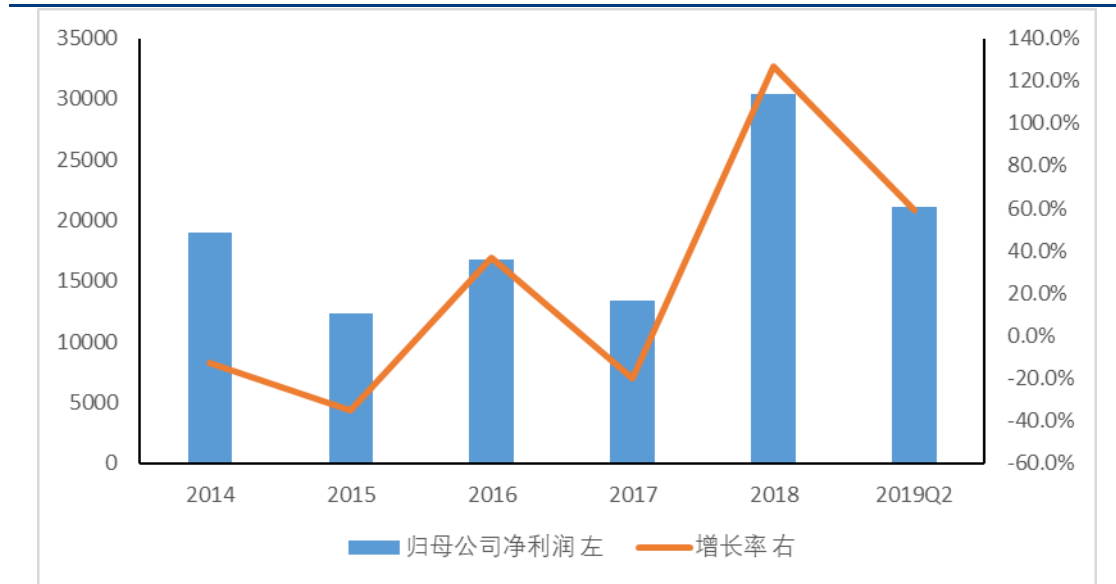


资料来源: wind, 华创证券

3、归母公司净利润

收益于油气行业回暖，归母公司净利润在 2016 年后进入上升轨道，2018 年增长率达到历史峰值，归母公司净利润增长 126.89%。截至 2019 年中期，归母公司净利润为 2.11 亿元，同比增长 59.32%，保持较高的增长速度。

图表 19 归母公司净利润及增长率（单位：万元、%）



资料来源：公司公告，华创证券

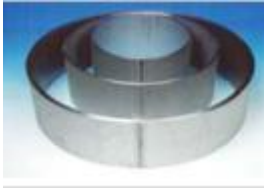


二、公司深耕特种管材市场，积极开拓高端产品应用领域

（一）公司是特种钢管行业龙头，市场占有率多年位居第一

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、管件的公司，拥有年产 10 万吨的生产能力。公司生产的工业用不锈钢无缝管和不锈钢焊接管广泛应用于石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、机械制造、航空等领域。

图表 20 公司产品及主要用途

项目及产品	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）		
焊接管	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、造纸、食品加工、机械制造等行业，如石化管线、LNG 管线、纸浆输送管道等。
	小口径焊接管	直管		电力、化工、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业，如电站冷凝器、换热器用管等。
		盘管		化工、食品加工、制药等行业中的非标设备，如盘管式加热器、冷却器、反应器等。

资料来源：公司公告，华创证券

公司为工业用不锈钢行业龙头，市场占有率长年位居第一。按应用领域的不同，不锈钢管可以分为工业用不锈钢管和民用不锈钢管。由于工业用不锈钢产品品种多样，低端市场进入门槛低，因此工业用不锈钢管行业集中度较低，前五家企业市场份额在 30% 左右。虽然工业用不锈钢行业集中度低，但市占率排名靠前的公司聚焦的高端领域进入门槛高，在 2006-2016 年期间有数据披露的 9 年里，排名前 5 的公司中有 3 家公司一直保持竞争优势，市场占有率较为稳定。公司深耕的石油、电力设备及航空等领域，技术含量高，终端客户普遍设定合格供应商资格，进入门槛较高，公司的市场占有率自有数据披露的 2008-2016 年期间一直位列第一，2016 年达到 8.78%。

图表 21 不锈钢管应用领域分类

类别	应用领域	技术要求
工业用不锈钢	石油、化工、天然气、电力设备制造、造船、造纸、医药器材、食品加工、机械制造、仪器仪表、航空、航天、军工等行业	较高
民用不锈钢	城市景观及装饰、门窗、楼梯、厨具等领域	较低

资料来源：mysteel，华创证券

图表 22 2016 年我国主要工业用不锈钢企业市场占有率

排名	企业名称	市场占有率（%）
1	浙江久立特材科技股份有限公司	8.78
2	江苏武进不锈钢股份有限公司	6.89
3	江苏银环精密钢管股份有限公司	5.33
4	华迪钢业集团有限公司	5.20
5	泰朗管业集团有限公司	4.23
	合计	30.43

资料来源：mysteel，华创证券

（二）产能扩张巩固行业地位，积极布局高端不锈钢管材产品

随着公司新建产能投产和产能利用率的提高，公司无缝管和焊管产量呈逐年上升态势。2018 年受益于行业景气

度提升，无缝管产能利用率达到 98.6%，焊管产能利用率较 2017 年提升 20.5% 到达 85.2%。公司在 2014 年以前为产能扩张期，产量随着新建生产线投产而逐步上升。2014 年后公司产量主要随着产能利用率的提升而提升，14 年后新建的精密管和航空航天管材产能均未投产，2016 年收购华特钢管的 0.3 万吨无缝管产能未被公司统计在内，公司公布 2014-2017 年无缝钢管和焊管产能分别为 4.35 万吨/年和 5.25 万吨/年，2018 年由于公司加工工艺优化，无缝管产能提升至 5.1 万吨，因此，2014 年后公司产量的增加主要体现的是产能利用率的提升，公司综合产能利用率自 2014 年的 70.2% 逐步提升到 2018 年的 84.6%，其中，无缝管产能利用率达到 98.6%，焊管产能利用率较 2017 年有巨大提升，提高 20.5% 到达 85.2%

图表 23 公司近年产能利用率逐渐增长

项目	指标	2014	2015	2016	2017	2018
无缝管	产能（吨）	43,500	43,500	43,500	43,500	51,000
	产量（吨）	32,789	32,659	39,831	43,059	50,271
	产能利用率（%）	75.38	75.08	91.57	98.99	98.57
	销量（吨）	34,629	32,047	39,330	42,757	50,741
	产销率（%）	105.61	98.13	98.74	99.30	100.93
焊接管	产能（吨）	52,500	52,500	52,500	52,500	52,500
	产量（吨）	34,591	36,576	34,037	33,969	44,704
	产能利用率（%）	65.89	69.67	64.83	64.70	85.15
	销量（吨）	33,579	35,347	35,160	33,048	45,065
	产销率（%）	97.07	96.64	103.30	98.35	100.81

资料来源：公司可转债评级公告，华创证券

公司上市后继续深耕石油、化工、电力设备制造、造船、造纸、航空、航天、机械制造等主业，在主业中转型升级，年产能逾 10 万吨。公司 2009 年和 2013 年先后投产了 Φ219~630mm 口径和 Φ325~1620mm 口径油气输送管生产线，使公司大口径、长距离油气输送管产品种类逐步丰富。在油气开采方面，公司产品主要应用于环境严苛的作业环境，并能满足差异化需求。2012 年投产的镍基合金油井管具备高强度、高韧性、抗腐蚀、抗挤压的特点，主要运用于深井、超深井的油气开采项目，2014 年投产的特殊钢/钛合金复合管，内层为耐腐蚀合金，外层为碳钢，兼具抗腐蚀特性和成本优势，可部分代替镍基合金管，且成本约降低 25%-45%。电力设备方面，2010 年投产的超超临界锅炉管和 2012 年投产核电蒸发器 U 型管实现进口替代，填补国内空白。

2020 年，公司为提升管配件生产、管道预制和服务的能力，以满足核电建设、石油化工、海洋工程等国家支持的重点工程领域的需求，决定以自有资金 2 亿元投资建设年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目。项目成功实施后，将有利于公司构建从高端的管配件产品到整个管道预制件为一体的模式，进而打破国外先进企业在此方面的垄断，为核电、海洋工程、医药化工等各领域提供先进的流体系统解决方案；同时项目的实施也可以进一步提高公司的核心竞争力，巩固市场地位，符合公司“长特优，高精尖”的产品发展战略，实现公司可持续发展。公司预计建成后将形成年产管配件和管道预制 5000 吨的生产能力，预计项目达产后正常年份可实现销售收入 32,500 万元，实现利润总额 6,201 万元。

图表 24 近年来公司投资建设项目一览

项目及产品	钢管类型	产能(万吨)	项目类型	投产时间	应用领域
奥氏体/铁素体双相不锈钢、超（超）临界电站锅炉用不锈钢、核电站用核级不锈钢等	无缝管	1.85	原有产能	上市以前	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

项目及产品	钢管类型	产能(万吨)	项目类型	投产时间	应用领域
油气输送用大口径厚壁不锈钢、薄壁不锈钢、大型换热器用超长 U 型不锈钢、海水腐蚀铁素体不锈钢 U 型管、核电站用核级不锈钢等	焊接管	2.25	原有产能	上市以前	石油、化工、天然气、医药器械、造船、造纸、食品加工、机械制造等行业
Φ219~630mm 中大口径油气输送管	焊管	1	IPO 募投项目	2009.12	原油和液化天然气长距离输送用中大口径不锈钢管
超超临界锅炉管	无缝管	2	IPO 募投项目	2010.12	超超临界电站锅炉过热器和再热器等部件使用的耐温、耐压不锈钢管
镍基合金油井管	无缝管	0.3	IPO 募投项目	2012.01	主要应用于深井、超深的高强度、高韧性、抗腐蚀、抗挤压油井管用管
耐蚀合金油井管	无缝管	0.3	自有资金	2017	石油、天然气开采用高钢级、高耐腐蚀油井管
核电蒸发器用管	无缝管	0.05	IPO 超募项目	2011.12	运用于核电蒸发器
精密管	无缝管	0.15	IPO 超募项目	2011.12	主要有仪表、卡套管、航空精密管、喷油管等，广泛用于汽车、造船、液压和气压控制系统、医药和食品行、电子元器件，半导体等行业
Φ325~1620mm LNG 等大口径输送管	焊管	2	可转债	2013.11	油气输送用大口径厚壁超长焊接管及组件，具有大口径、厚壁、超长、成型精度高、焊接质量好、壁厚均匀、表面光亮度高等特点
原油、天然气、液化天然气管道输送设施用特殊钢/钛合金复合管	复合管	1	可转债	2014.06	主要运用于高腐蚀性油气田开采和油气输送，也可作为电站用高压锅炉管，内层为耐腐蚀合金、外层为碳钢的双金属复合管，可替代耐蚀合金甚至镍基合金管道，成本约降低 25%-45%。
冷冻装备及空气化工行业等行业用管	无缝管	0.3	收购华特钢管	2016	应用于冷冻装备及空气化工领域，加快公司开发小众领域新产品
核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材	——	0.55	可转债	预计 2021	仪器仪表、新型核电用管、医药等领域用的高端管材，可提升公司在高端精密管材领域的竞争力
航空航天材料及制品	——	0.1	可转债	预计 2022	航空产业配套各种航空用管，包括飞机发动机用管、飞机主机用管等
特种合金管道预制件及管维服务项目	管件	0.5	自有资金	预计 2021 年初	核电建设、石油化工、海洋工程等国家重点工程领域

资料来源：公司公告，华创证券

（三）深入开展科研工作，产品取得多国质量认证

全生产线布局专业实验室，力图在各个细节有所创新。公司是高新技术企业，重视科研工作的推进，拥有省级研发中心与博士后科研工作站、院士专家工作站。公司坚持以创新驱动发展，在不锈钢及特殊合金管道制造的各个流程均设立了专业实验室，包括新材料研究室、焊接技术、制管工艺研究室、技术装备研究室、检测技术研究室、标准信息研究室以及 CNAS 国家认可检测实验室。同时，与国内外知名大学与科研单位建立了密切的技术合作关系，先后与中国工程物理研究院、中国科学院金属研究所、北京钢铁研究总院、英国利兹大学、浙江大学、上海交通大学、西安摩尔石油工程实验室等单位建立了良好的科研合作关系。

行业认证铸就高壁垒，试图进入者面临较高的市场障碍。应用于高腐蚀、高温、高压环境下的高档不锈钢管，质量要求较高，试图进入市场者需要取得行业组织对相关不锈钢管供应商的认证才可以向其所在市场区域或其会员供应产品。而公司是行业领先者，在行业中率先通过全球核电和压力容器产品制造的权威性标准—美国 ASME 认证；同时，公司是国内不锈钢管制造厂商中取得船级社认证最多、最全的厂商之一，相继取得了中国船级社（CCS）、德国劳氏船级社（GL）、挪威船级社（DNV）、英国劳氏船级社（LR）、美国船级社（ABS）、法国船级社（BV）等多国船级社工厂认可证书；另外，在其他认证上，取得 PED97/23/EC 欧盟承压设备指令认证、AD/W0 德国莱茵公司承压设备认证、ISO9001:2008 质量管理体系认证和 ISO10012 计量检测体系合格证书。

（四）投资入股上游供应商，原材料供应有所保障

今年公司新增对永兴材料的投资收购，目前共计收购永兴材料 3600 万股，占其总股本的 10%。永兴材料是一家专业从事高品质不锈钢和镍基铁镍基合金棒线材研发和生产的公司，产品主要应用于石油化工、高压锅炉、核电能源、装备制造、航空航天等工业领域，是中国不锈钢棒线材龙头企业，不锈钢棒线材国内市场占有率连续多年名列前茅。永兴材料是公司重要的上游原材料供应商，其主要供应的产品为不锈钢棒材与线材，2019 年与其关联交易金额达到 1924 万，占总关联交易金额的 27.26%。

早在 2014 年，久立特材与永兴材料共同出资联营永兴特种合金材料有限公司。2018 年，公司紧跟国家战略导向，与钢铁研究总院、永兴材料、合金公司共同成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心，并以此为发展平台，在产业链内生需求上寻求新的突破，将公司打造成为集高品质不锈钢和特种合金材料研发、冶炼、加工、销售于一体的全产业链企业。此次公司向永兴材料投资收购，一是优化了不锈钢产业链上游布局，进一步保障了原材料的质量与数量；二是可以增厚公司的业绩，按照目前永兴材料的股价和 2018 年的业绩来粗略计算，收购之后可以增加投资收益 4000 万元左右。

图表 25 公司与永兴材料进一步加强合作

时间	合作事项
2014 年	与永兴材料（原永兴特钢）共同出资联营湖州永兴特种合金材料有限公司
2016 年	完成对永兴特种合金材料有限公司的收购，公司更名为湖州久立永兴特种合金材料有限公司，公司持有 51% 的股份
2018 年	与钢铁研究总院、永兴材料、子公司合金公司共同成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心
2019 年	战略投资入股永兴材料，取得 10% 的股份

资料来源：公司公告，华创证券

三、下游需求平稳增长，广阔天地大有作为

（一）能源安全战略下，油气中长期需求可期

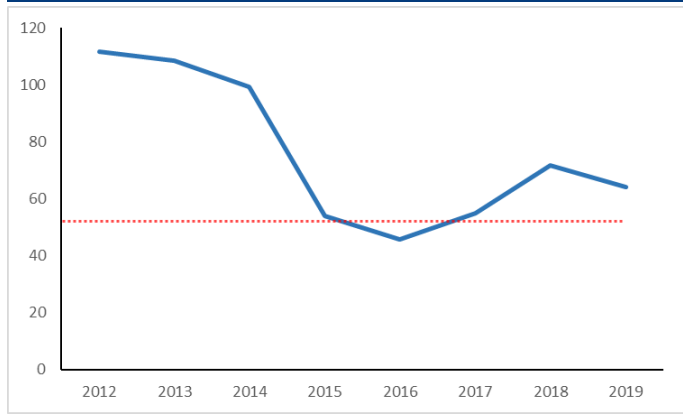
1、油价与投资的相关度在分界线以上会有所下降

公司主要下游是石油天然气板块，来自该板块的营业收入长期占到了公司总营收的一半以上，公司业绩受石油天然气板块的需求影响较大。

2019 年之前，石油开采行业的景气度主要与油价相关。2014 年，原油价格从均价 100 美元以上跌落至均价 50 美元以下，2015 年出现油价近 10 年的最低值。于此同时石油与天然气开采业的固定资产投资完成额自 2014 年稍显力度不足，在 2015 年和 2016 年出现“断崖式”跌落，全年固定资产投资完成额分别为 3424.93 亿元和 2330.97 亿元，

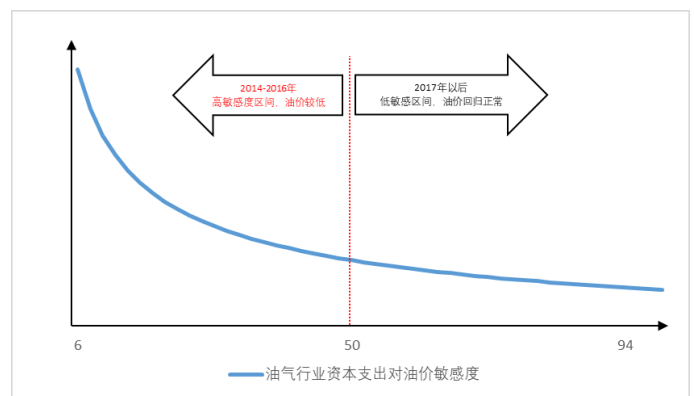
同比下降 14.87%与 31.94%。从企业景气指数也可以看出，2014 年后，石油与天然气开采业企业进入寒冬期，投资者进行再投资的情绪低落，整个行业规模扩张动力不足。我们认为油价在低价格区间（原油价格低于 50 美元/桶）内，油气开采行业资本支出对油价弹性较大，在油价低价格区间内的浮动会对行业整体资本开支造成较大幅度的偏移，进而影响到对不锈钢产品的需求。2017 年后，随着油价的缓慢上涨，油气开采业的固定资产投资完成额出现反弹迹象，实现增长率由负转正，全年投资完成额为 2648.93 亿元，同比增长 13.64%。在 2018 年持续复苏，全年固定资产投资额保持波动上升的趋势。

图表 26 布伦特原油年均期货结算价（单位：美元/桶）



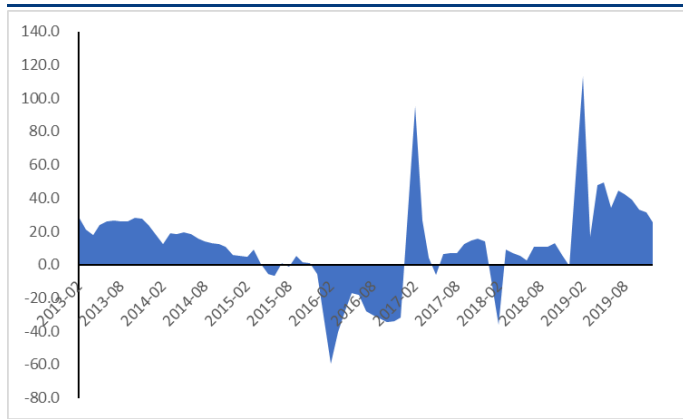
资料来源：wind，华创证券

图表 27 油气行业资本支出对油价敏感度



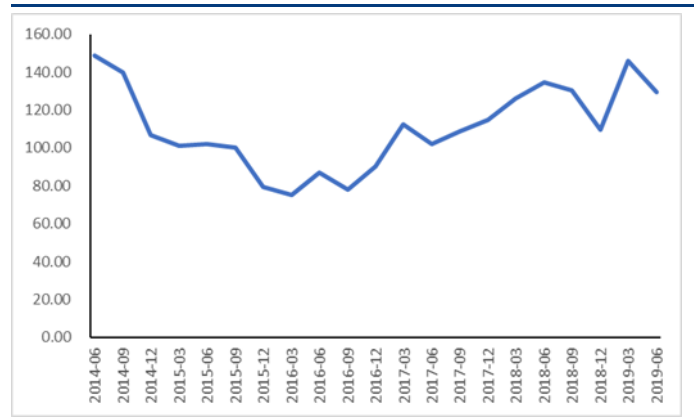
资料来源：华创证券

图表 28 固定资产投资完成额累计同比：石油与天然气开采业



资料来源：wind，华创证券

图表 29 企业景气指数：石油与天然气开采业



资料来源：wind，华创证券

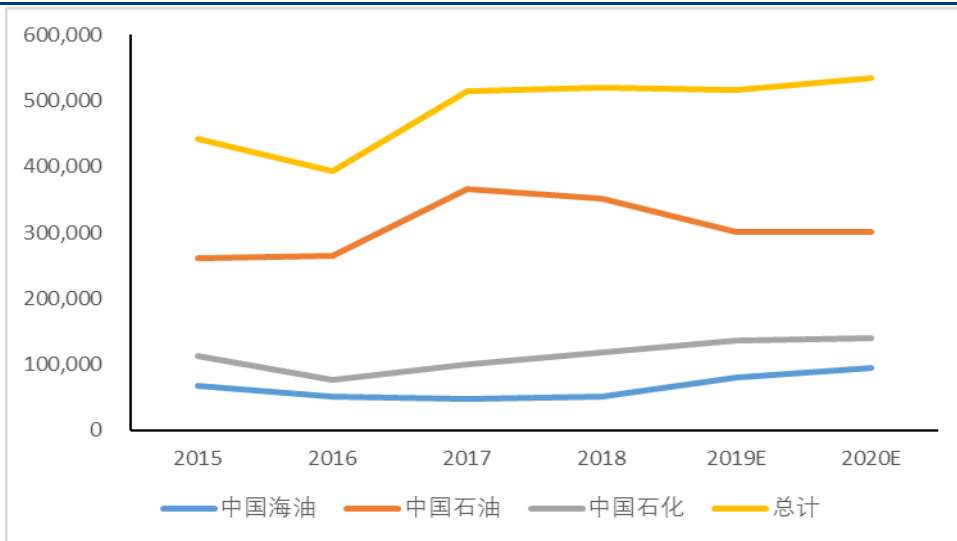
2、能源安全战略下资本开支有所保障

“七年行动计划”出炉，石油行业迎来上产持久战。自 2019 年以来，国家相关部委与国内油气企业共同研究，取得了重要的进展。中石油、中海油、中石化纷纷制定了“七年行动计划”，均明确要加大石油与天然气的勘探开发资本支出。2019 年 5 月 24 日，国家能源局在北京组织召开大力提升油气勘探开发力度工作推进电视电话会议。会议再一次明确将大力提升油气勘探开发各项工作落到实处，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。

能源对外依存度逐年攀升，能源安全战略及时提出。2019 年 10 月 11 日，李克强主持召开国家能源委员会会议，会议指出，要坚定推行能源安全新战略，加大国内油气勘探开发力度，促进增储上产，提高油气自给能力。当今国

际能源供需格局深度调整，能源形势出现新的挑战，能源安全与高质量发展为国家经济社会持续健康发展提供了坚实保障。目前，我国对外来进口石油与天然气依赖程度仍然很高，2018年中国的石油进口量为4.4亿吨，同比增长11%，石油对外依存度升至69.8%；天然气进口量1254亿立方米，同比增长31.7%，对外依存度升至45.3%。中美贸易摩擦与沙特遇袭，加剧了国内石油供给需求的不平衡。能源安全新战略的推行，为国内油气企业指明了大的发展方向，在未来将减缓不稳定因素为石油供需带来的冲击。能源安全战略下，开采钻探强度和油价的关系渐渐弱化，开采强度增长为必然趋势。自从2016年开始，我国的石油开采量一直在2亿吨的红线以下徘徊，已有油井每年还有10%-20%的产量衰减，因此本年内加快勘探开发已成为必然的趋势。

图表 30 国内“三桶油”资本支出（单位：百万元）



资料来源：wind，华创证券

油价在50美金以上的区间内，行业资本支出与油价的相关性会钝化。同时在能源安全新战略推行的大背景下，“七年行动计划”将成为国内油气行业发展的一大引擎，油气勘探开发力度的提升将拉动三桶油和其他油气企业的资本支出需求。这也是19年油价下行，三桶油资本开支增速反而向上的主要原因。出于同样的原因，我们认为今年油气开采行业的固定资产投资增速同样可期。

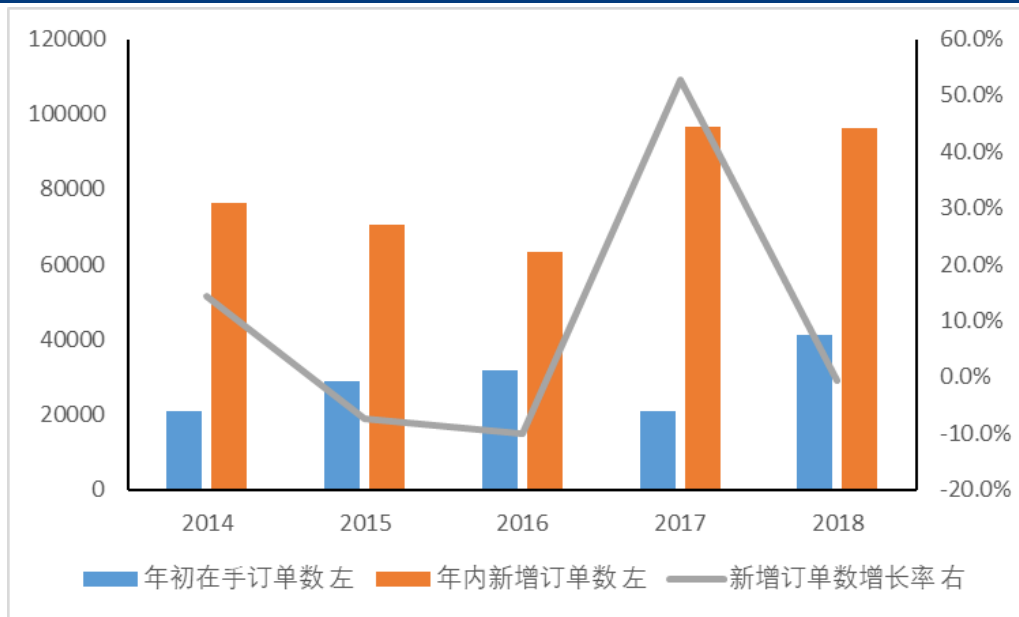
3、受益于下游行业增长，公司业绩创新高

2014年起，受下游石油与天然气开采业与制造业寒冬期的影响，虽然公司不锈钢管产量稳定增长，但营业收入停滞不前，净利润波动幅度也较大。

自2017年开始，虽然下游石油与天然气开采业企业景气指数有了明显回升，但公司毛利率依然出现了下降的转折，我们认为下游石油与天然气开采企业的景气度下行带来的需求影响具有滞后性，主要原因是公司在报告期内的营业收入主要来自于当年新增的订单与年初在手订单，因而上年新增订单数的大小对本年的营业收入、成本、费用、毛利等效益指标会产生较大的影响。

2016年企业景气指数到达谷底，下游需求并不旺盛，公司新增订单数稀少。2017年，国内下游石油、化工、天然气及电力设备制造等行业投资增速上升，带动公司产品销量增加，公司新增订单数为3.35万吨，同比增长52.64%；而订单饱满、镍价上涨、产品结构变动等因素又拉高了产品单价，2018年公司业绩有了飞速提升。而截至2019年三季度末，公司业绩在2018年的基础上得到进一步提升，营业收入同比增长7.82%，净利润增长79.93%。我们预计，受益于下游行业景气度持续复苏，2020年公司产品将继续保持量价齐升的趋势，继续创造新的业绩佳话。

图表 31 近年来公司收到的订单数及增长率（单位：吨、%）



资料来源：公司公告，华创证券

（二）核电发展空间广阔，核心零件有望全面国产替代化

1、继三年“零审批”后，核电项目再重启

随着全球环境的持续恶化以及二氧化碳过量排放引起的全球气候变暖，寻找低碳清洁能源为人类提供稳定可靠的电力是全球各国努力实现的目标。核电属于清洁能源，其发电不会像化石燃料燃烧排放二氧化硫、氮氧化物、PM2.5等对人体健康造成危害的气体与颗粒，亦不会加重地球温室效应。同时核电站所使用的燃料体积小，储存与运输成本较低。

2015年，国务院发布的“十三五”规划中明确指出：要以沿海核电带为重点，安全建设自主核电示范工程和项目，建成三门、海阳 AP1000 项目。建设福建福清、广西防城港“华龙一号”示范工程。开工建设山东荣成 CAP1400 示范工程。开工建设一批沿海新的核电项目，加快建设田湾核电三期工程。积极开展内陆核电项目前期工作。加快论证并推动大型商用后处理厂建设。核电运行装机容量达到 5800 万千瓦，在建达到 3000 万千瓦以上。加强核燃料保障体系建设。2015 年，采用自主化的三代百万千瓦级压水堆“华龙一号”核电机组中，位于福建福清的 5、6 号机组与广西防城港的 3、4 号机组实现开工建设，并且进展顺利，预计 2020 年将实现并网发电。

然而，在 2016-2018 年期间，国家并未批准新建常规核电项目，给核电行业造成巨大的冲击，其主要原因是早期开建的三门核电、台山核电等三代核电项目均存在延期，迟迟未能投产。但随着 2018 年，三门核电 1、2 号机与台山核电 1 号机相继投产，中国核电行业再次迎来曙光。**2019 年 6 月底，中核旗下的福建漳州核电项目（1、2 号机组）已经获得批准。**10 月 16 日，福建漳州核电站 1 号机组于当天浇筑核岛第一罐混凝土（FCD），标志着机组正式开工建设。这是由中核集团建设的第五台华龙一号核电机组。公告称，按单台机组建设工期为 60 个月以及两台机组间隔 10 个月计算，漳州核电 1 号机组将在 2024 年 6 月投入商业运行，2 号机组将在 2025 年 4 月投入商业运行。

此次核电行业经历项目真空期后，料将迎来新的行业回暖期。一旦核电项目批量重启，整体核电行业景气有望带动对不锈钢产品的需求。

图表 32 近期核电核准项目

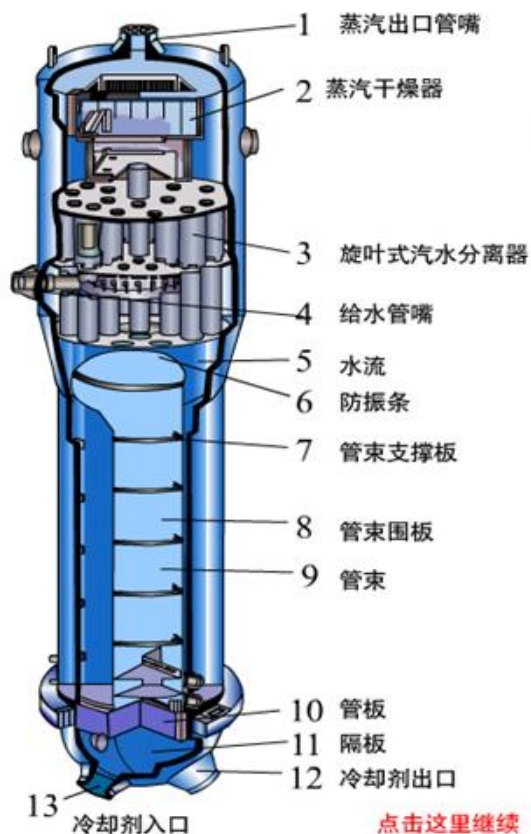
业主	型号	机组	厂名	核准时间	（预计）投产时间
中核	华龙一号	5 号	漳州核电厂	2015 年	2020 年
		6 号			
中核	华龙一号	1 号	漳州核电厂	2019 年	2024 年
		2 号			2025 年
中广核	华龙一号	1 号	惠州太平岭核电厂	2019 年	2025 年
		2 号			
国家电投	CAP1400	1 号	石岛湾国际核示范电站	2019 年	2025 年
		2 号			

资料来源：北极星核电网，华创证券

2、公司核电产品研发成果显著，是 U 型管双寡头之一

核电蒸汽发生器传热管（俗称 U 型管）是反应堆一回路主要承压边界，传热管面积占到了整个一回路承压边界面积的 70% 以上，是核反应堆“多重屏障，纵深防御”体系中的关键一环，其完整性对于保障核反应堆正常运行具有重要意义。蒸汽发生器传热管的主要作用是将一回路的热量传递到二回路，由于蒸汽发生器换热管两侧压力不同，相同温度的水在一回路为液态，而在二回路为气态，从而即实现了蒸汽的产生又防止了放射性物质的扩散。蒸汽发生器的内部构造如下图所示。

图表 33 蒸汽发生器内部结构图



资料来源：公司招股说明书，华创证券

蒸汽发生器传热管工作条件极为恶劣，对管材性能要求极高。由于在传热过程当中需要尽量提高传热效率，传热管外径要求尽可能窄，而厚度需要尽可能薄。蒸汽发生器传热管两侧压差有 10Mpa，同时由于传热管二次侧流体流动会使得传热管发生微震，需要传热管具备抗压与抗震能力；一次侧流体具有高放射性，要求传热管具备较强的防辐射性能；蒸汽发生器属于核电站核心设备，要求具有 60 年的使用寿命，作为蒸汽发生器核心部件之一，传热管亦需保持稳定工作 60 年。正是由于以上诸多要求限制，蒸汽发生器传热管制造要求极高，目前仅少数国家掌握该项技术，是核电领域的核心零部件。

公司于 2009 年取得核级产品制造许可证，广泛开展核级产品的研发和生产制造，在 U690 和 U800 上都取得了突破，具备了核电蒸汽发生器 U 型传热管、堆内构件驱动机构用管、驱动杆、压力容器贯穿件、三代核电余热排放管、压力容器 718 材料 O 形密封环、堆芯测量导管、凝汽器用钛管等多个系列产品的设计和制造能力，并且公司产品已成功应用于秦山、岭澳、红沿河、宁德、阳江、台山、田湾、方家山、福清、昌江、海阳、三门、防城港、石岛湾、国核示范、韩国 SHIN-KORI、Angara3 等国内外 43 个核电机组。

AP1000 系列核电蒸汽发生器用 U 型管：2010 年，公司与国家核电上海核工院启动 AP1000 系列核电蒸汽发生器用 U 型管国产化研发项目，借此契机开展蒸汽发生器 690 合金 U 型管研制工作。根据网站信息，公司与上海核工院合作的 CAP1400 核电站蒸汽发生器用 690 合金 U 型管已取得成功。2017 年 10 月和 12 月，公司分别取得白龙核电站 2 号机组和福建漳州核电站 1 号机组蒸汽发生器 690 合金 U 型传热管订单，再度验证产品实力。

800U 型传热管产品：公司于 2012 年 1 月通过了 800U 型传热管产品的科学技术成果鉴定，在历经 1 年半时间之后，公司于 2013 年 6 月完成 800U 型传热管制造并交付客户，公司也借此成为当时世界上第三家能生产核电蒸汽发生器用 800U 型传热管生产的企业，填补了国内空白。该批 800U 型传热管成功应用于援建巴基斯坦的 300MWe 恰希玛核电站，截至 2017 年 6 月底，恰希玛核电 4 台机组已经全部并网发电我国援外核电建设做出贡献。该批产品系国内首批生产，达到国际先进水平。

在国内，公司已经成为 U 型管双寡头之一；在国际在，打破：日本 Sumitomo、瑞典 Sandvik、法国 ValinoxNucleaire 的三分天下。成为核电领域强有力的竞争者。目前核电行业有望迎来回暖期，一旦核电项目批量重启，公司作为行业佼佼者料将拿到大量订单，这部分产品毛利率高、技术壁垒强，**预计每年能给公司增厚业绩 1 个亿以上。**

图表 34 国内外蒸汽发生器传热管企业对比

公司名称	产能	市场份额	主要客户
日本 Sumitomo	1200 吨	40%	中国核工业集团、中国电力投资集团
瑞典 Sandvik	现有产能 600 吨左右	30%	哈尔滨电气集团
法国 Valinox	现有产能约 600 吨	30%	东方电气、上海电气、哈尔滨电气、ArevaS.A.、三菱重型工业
宝钢特钢	产能 750 吨		东方电气
久立特材	U800 设计产能 500 吨， U690 约为 150 吨		

资料来源：华创证券整理

四、盈利预测和投资建议

（一）传统主业基础坚实，保障公司穿越黑暗

公司作为高合金钢管生产商，具备穿越行业周期的高韧性。下游油气行业寒冬期的到来，将钢铁、煤炭等行业逼到了全行业亏损的悬崖边上，公司亦一度陷入产能利用率不足、营收与利润双双下降的困境。但公司作为工业用不锈钢行业龙头，坚持贯彻“长、特、优、高、精、尖”产品战略，积极开拓新市场，应用新领域，在行业寒冬期寻求新的利润突破点，保障公司的可持续发展。

（二）下游需求回暖，公司黎明已经到来

久立的业绩确定性料将持续。近年来随着油价高位震荡，三桶油资本开支也持续增长，对公司下游需求形成了有力的带动。未来随着我国能源安全的需要，苛刻条件下的非标产品应用也将大大提升，公司主打合金类非普钢产品，刚好对接这部分需求，未来需求有望得到有力的拉动。

同时，漳州核电站已经开工，这是“十三五”期间首台正式开工的核电机组，为后续核电批量化建设打开了想象空间。虽然漳州电站的核电蒸发器管公司前期已经交付，但是后续一旦核电批量重启，公司核电订单也有望迅速起色，这部分产品毛利率高、技术壁垒强。如果核电能按照国家规划实施，预计每年有望给公司增厚业绩 1 个亿以上。

（三）盈利预测和投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.97 亿元、5.76 亿元和 6.35 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.68 元和 0.75 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。根据公司历史估值和行业横向对比，给予 18 倍估值，对应的股价为 10.62 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、风险提示

油气行业投资大幅下行。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	798	929	1,009	1,280
应收票据	389	430	459	483
应收账款	574	596	648	677
预付账款	99	105	112	117
存货	1,083	1,286	1,309	1,364
其他流动资产	322	357	381	401
流动资产合计	3,265	3,703	3,918	4,322
其他长期投资	36	36	36	36
长期股权投资	18	18	18	18
固定资产	1,465	1,511	1,561	1,613
在建工程	176	276	346	426
无形资产	210	189	170	153
其他非流动资产	12	12	12	13
非流动资产合计	1,917	2,042	2,143	2,259
资产合计	5,182	5,745	6,061	6,581
短期借款	44	344	244	394
应付票据	3	3	3	4
应付账款	274	386	413	431
预收款项	323	357	381	400
其他应付款	21	18	18	18
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	220	212	229	251
流动负债合计	885	1,320	1,288	1,498
长期借款	0.00	100.00	200.00	120.00
应付债券	868.00	848.00	848.00	848.00
其他非流动负债	139	141	143	145
非流动负债合计	1,007	1,089	1,191	1,113
负债合计	1,892	2,409	2,479	2,611
归属母公司所有者权益	3,172	3,214	3,454	3,836
少数股东权益	118	122	128	134
所有者权益合计	3,290	3,336	3,582	3,970
负债和股东权益	5,182	5,745	6,061	6,581

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	661	586	717	767
现金收益	563	751	836	900
存货影响	-9	-203	-23	-55
经营性应收影响	-155	-69	-88	-57
经营性应付影响	-10	142	52	37
其他影响	273	-35	-59	-58
投资活动现金流	-168	-350	-330	-350
资本支出	-191	-349	-328	-348
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	12	-1	-2	-2
融资活动现金流	-405	-105	-307	-146
借款增加	-234	380	0	70
财务费用	-139	-361	-277	-319
股东融资	12	12	12	12
其他长期负债变化	-44	-136	-42	91

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,063	4,495	4,793	5,043
营业成本	3,045	3,215	3,445	3,590
税金及附加	29	32	34	36
销售费用	208	247	259	272
管理费用	246	272	249	262
财务费用	38	26	26	26
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	-3	-8	-8	-8
投资收益	6	13	45	47
其他收益	40	40	40	40
营业利润	379	578	674	743
营业外收入	2	5	3	4
营业外支出	3	0	0	2
利润总额	378	583	677	745
所得税	70	82	95	104
净利润	308	501	582	641
少数股东损益	5	4	6	6
归属母公司净利润	303	497	576	635
NOPLAT	339	524	605	664
EPS(摊薄) (元)	0.36	0.59	0.68	0.75

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	43.4%	10.6%	6.6%	5.2%
EBIT 增长率	142.9%	46.4%	15.5%	9.7%
归母净利润增长率	126.9%	63.7%	16.0%	10.1%
获利能力				
毛利率	25.1%	28.5%	28.1%	28.8%
净利率	7.6%	11.1%	12.1%	12.7%
ROE	9.2%	14.9%	16.1%	16.0%
ROIC	9.3%	12.4%	13.6%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	36.5%	41.9%	40.9%	39.7%
债务权益比	32.0%	43.0%	40.1%	38.0%
流动比率	368.9%	280.5%	304.2%	288.5%
速动比率	246.6%	183.1%	202.6%	197.5%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	50	47	47	47
应付账款周转天数	33	37	42	42
存货周转天数	127	133	136	134
每股指标(元)				
每股收益	0.36	0.59	0.68	0.75
每股经营现金流	0.79	0.70	0.85	0.91
每股净资产	3.77	3.82	4.10	4.56
估值比率				
P/E	24	15	13	11
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	10	8	7	7

大宗组团队介绍

副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

组长、高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500