

需求景气叠加高端产能投放，23 年高增长可期

——盛德鑫泰 2022 年报点评

核心观点

- **事件：**公司近期发布 2022 年报和 2023 年一季报，22 年实现营收 12.1 亿元(+7.5%)，归母净利 0.7 亿元 (40.3%)。单季度来看，22Q4 营收 3.2 亿元，同比+4.4%，归母净利 0.3 亿元，同比+30.7%。23Q1 营业收入 3.0 亿元，同比+15.5%，归母净利 0.2 亿元，同比+53.7%，环比-23.6%。
- **22 年受下游开工影响产销略有下滑，市占率始终位居前列。**公司钢管和钢格板 22 年销量为 10.5 万吨，yoy-10%，其中合金钢管产量 6.9 万吨，yoy-23%。市占率方面公司始终位居前列，22 年小口径高压锅炉管无缝管产量位居行业前三，小口径合金钢市占率接近 40%，小口径不锈钢锅炉管占国产采购市场 55%。
- **不锈钢占比持续提升，HR3C 开始接单。**22 年不锈钢无缝管营收达近 3 亿元，增幅高达 42%，远高于营收整体 7.5% 的增幅，不锈钢占比提升带动公司产品结构不断优化。其中 22 年用于超超临界锅炉的 S30432 已完成接单 5500 余吨，于 22H2 完成 HR3C 进口替代工作，并签订 200 余吨订货合同。
- **煤电核准 22 年超 106GW，叠加 IPO 募投项目建成 23 年增长可期。**截至年报发布日公司 IPO 募投项目已达到预计可使用状态，高合金钢和不锈钢产能增量预计自 23Q2 开始陆续投放。需求端，根据 Global Energy Monitor 统计，22 年我国煤电核准量超过 21 年 4 倍，高达 106GW 以上，其中 22 年核准的项目中 60GW 在 22 年底前尚未开工建设，这为 23 年煤电锅炉管需求景气提供基础。

盈利预测与投资建议

- 考虑公司 22 年盈利能力有所提升，我们下调公司财务费用等假设，预测公司 23-25 年每股收益分别为 2.39、3.92、4.01 元 (原 23-24 年 2.28、3.90 亿元)，采用 DCF 估值，给予公司 50.84 元目标价，维持买入评级。

风险提示

合金钢和不锈钢业务增速不及预期、原材料价格大幅波动风险、销售客户集中的风险、宏观经济增速放缓、国内及海外新冠疫情反复的风险、假设条件变化影响盈利预测

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,123	1,207	2,432	3,432	3,432
同比增长(%)	27.4%	7.5%	101.5%	41.1%	0.0%
营业利润(百万元)	53	82	276	452	462
同比增长(%)	-14.2%	54.8%	235.2%	63.5%	2.3%
归属母公司净利润(百万元)	52	73	239	392	401
同比增长(%)	0.5%	40.3%	225.4%	63.9%	2.3%
每股收益(元)	0.52	0.73	2.39	3.92	4.01
毛利率(%)	11.0%	12.9%	19.0%	20.8%	20.6%
净利率(%)	4.7%	6.1%	9.8%	11.4%	11.7%
净资产收益率(%)	6.9%	9.1%	25.5%	32.4%	26.0%
市盈率	66.7	47.5	14.6	8.9	8.7
市净率	4.5	4.2	3.4	2.5	2.0

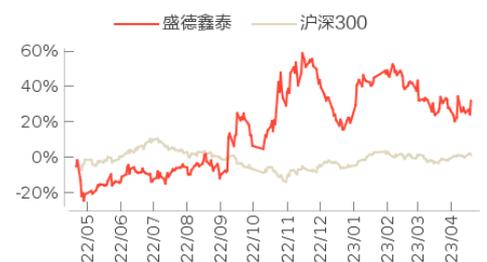
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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04月19日)	34.9 元
目标价格	50.84 元
52 周最高价/最低价	42.98/19.54 元
总股本/流通 A 股 (万股)	10,000/2,650
A 股市值 (百万元)	3,490
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2023 年 04 月 20 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.04	6.47	-7.17	26.44
相对表现	2.37	2.28	-6.41	26.69
沪深 300	0.67	4.19	-0.76	-0.25



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
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523040001

联系人

孟宪博	mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军	tengzhujun@orientsec.com.cn
李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn

相关报告

电站锅炉合金钢管需求旺盛，关注产品涨价弹性：——盛德鑫泰中标通知书点评	2023-03-21
高端小口径电站锅炉管龙头，受益火电降碳升级：——盛德鑫泰首次覆盖报告	2022-09-07

表 1：相关 DCF 计算数据

对应数据类型	值
FCFF 折现 (百万元)	1,674.56
终值折现 (百万元)	3,227.83
企业价值 (百万元)	4,902.38
加：非经营性资产价值 (百万元)	350.92
减：带息债务 (账面价值) (百万元)	169.37
减：少数股东权益 (百万元)	0.00
权益价值 (百万元)	5,083.94
每股价值 (元)	50.84

数据来源：东方证券研究所

表 2：FCFF 目标价敏感性分析 (元/股)

	永续增长率 $G_n(\%)$				
	50.84	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC (%)	6.40%	64.43	73.07	85.63	105.58
	6.90%	59.01	66.06	76.00	91.03
	7.40%	54.34	60.17	68.17	79.81
	7.90%	50.28	55.16	61.70	70.90
	8.40%	46.72	50.84	56.25	63.67
	8.90%	43.57	47.08	51.61	57.67
	9.40%	40.78	43.79	47.61	52.63
	9.90%	38.28	40.88	44.14	48.34
	10.40%	36.04	38.29	41.09	44.64

数据来源：东方证券研究所

风险提示

合金钢和不锈钢业务增速不及预期：合金钢业务目前是公司最大的收入来源，不锈钢业务未来将是公司增长最快的收入来源，如募投项目投产或者业务增速不及预期，则存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险，进而对公司估值造成不利的影响。

原材料价格大幅波动风险：若原材料价格出现大幅波动，且公司对下游议价能力较弱，则可能存在公司吨毛利下降的风险；若原材料价格继续大幅上涨，导致客户需求收缩，则可能存在公司销量下滑的风险，进而对公司估值造成不利的影响。

销售客户集中的风险：公司下游客户较为集中，尽管公司与上述客户均已合作多年，但不排除未来与客户间的合作关系可能会发生不利变化，存在对公司的盈利水平产生不利影响的风险。

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，则无缝管需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

国内及海外新冠疫情反复的风险：若国内及海外新冠疫情反复，海外出口市场未能恢复，则可能存在公司吨毛利修复将放缓。

假设条件变化影响盈利预测：若下游需求、产品售价等假设条件不及预期，则存在盈利不及预期的风险。

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	362	349	608	858	858	营业收入	1,123	1,207	2,432	3,432	3,432
应收票据、账款及款项融资	601	590	1,188	1,677	1,677	营业成本	999	1,052	1,971	2,719	2,727
预付账款	44	47	96	135	135	营业税金及附加	3	3	6	9	9
存货	210	280	525	725	727	销售费用	3	4	8	11	11
其他	57	8	11	13	13	管理费用及研发费用	66	70	141	199	199
流动资产合计	1,274	1,274	2,428	3,407	3,409	财务费用	4	6	16	32	29
长期股权投资	65	72	72	72	72	资产、信用减值损失	5	(4)	19	15	0
固定资产	62	59	121	207	212	公允价值变动收益	1	0	0	0	0
在建工程	34	89	107	50	55	投资净收益	8	5	3	3	3
无形资产	58	56	55	54	53	其他	2	1	2	1	2
其他	11	45	0	0	0	营业利润	53	82	276	452	462
非流动资产合计	229	322	356	384	392	营业外收入	3	0	0	0	0
资产总计	1,503	1,596	2,784	3,791	3,802	营业外支出	1	2	2	2	2
短期借款	250	155	641	894	578	利润总额	56	80	275	450	461
应付票据及应付账款	453	570	1,067	1,472	1,477	所得税	3	7	36	59	60
其他	23	31	37	42	42	净利润	52	73	239	392	401
流动负债合计	726	755	1,746	2,409	2,097	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	52	73	239	392	401
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.73	2.39	3.92	4.01
其他	1	2	0	0	0						
非流动负债合计	1	2	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	727	757	1,746	2,409	2,097		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	100	100	100	100	100	营业收入	27.4%	7.5%	101.5%	41.1%	0.0%
资本公积	442	442	442	442	442	营业利润	-14.2%	54.8%	235.2%	63.5%	2.3%
留存收益	230	293	496	840	1,162	归属于母公司净利润	0.5%	40.3%	225.4%	63.9%	2.3%
其他	4	4	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	776	839	1,038	1,382	1,704	毛利率	11.0%	12.9%	19.0%	20.8%	20.6%
负债和股东权益总计	1,503	1,596	2,784	3,791	3,802	净利率	4.7%	6.1%	9.8%	11.4%	11.7%
						ROE	6.9%	9.1%	25.5%	32.4%	26.0%
						ROIC	5.7%	8.1%	19.0%	21.3%	18.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	52	73	239	392	401	净负债率	0.0%	0.0%	3.2%	2.6%	0.0%
折旧摊销	11	8	21	42	61	流动比率	1.75	1.69	1.39	1.41	1.63
财务费用	4	6	16	32	29	速动比率	1.46	1.31	1.09	1.11	1.28
投资损失	(8)	(5)	(3)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	(74)	65	(409)	(334)	2	应收账款周转率	3.6	4.4	6.9	6.1	5.2
其它	(276)	(458)	57	15	0	存货周转率	5.3	4.2	4.9	4.3	3.7
经营活动现金流	(291)	(309)	(79)	143	490	总资产周转率	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
资本支出	(36)	(58)	(100)	(70)	(70)	每股指标(元)					
长期投资	(65)	(8)	0	0	0	每股收益	0.52	0.73	2.39	3.92	4.01
其他	99	21	3	3	3	每股经营现金流	-2.91	-3.09	-0.79	1.43	4.90
投资活动现金流	(2)	(44)	(97)	(67)	(67)	每股净资产	7.76	8.39	10.38	13.82	17.04
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	66.7	47.5	14.6	8.9	8.7
其他	329	323	435	174	(423)	市净率	4.5	4.2	3.4	2.5	2.0
筹资活动现金流	329	323	435	174	(423)	EV/EBITDA	48.5	34.2	10.6	6.3	6.0
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	58.0	37.3	11.3	6.8	6.7
现金净增加额	35	(31)	259	250	0						

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。