

产能释放抢抓火电需求，产品升级助推盈利增长

2023 年 04 月 19 日

事件概述：2022 年，公司实现营收 12.07 亿元，同比增长 7.5%；归母净利润 0.73 亿元，同比增长 40.3%；扣非归母净利润 0.71 亿元，同比增长 63.9%。**2023Q1**，公司实现营收 3.05 亿元，同比增长 15.5%、环比减少 4.7%；归母净利润 0.20 亿元，同比增长 53.7%、环比减少 23.6%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比增长 50.2%、环比减少 23.6%。业绩符合预期。

点评：结构改善对冲销量下滑，毛利率水平改善

① 量：2022 年公司产销量同比下滑，不锈钢无缝钢管营收占比增加。公司 2022 年生产金属制品 10.46 万吨，同比下滑 9.95%；销售金属制品 10.29 万吨，同比下滑 7.43%。受政策影响，火电行业供求关系从买方市场逐渐变为卖方市场，公司火电锅炉管订单明显增长，其中不锈钢无缝钢管营收占比同比增长 5.95pct 至 24.79%，毛利占比同比增长 3.40pct 至 43.68%。

② 价：产品售价提升，公司毛利率改善。尽管疫情影响下公司产品销量下行，但公司调整产品产能结构，扩大了合金钢、不锈钢钢管产能，并强化成本管控，使得 2022 年毛利率提升 1.86pct 至 12.86%。分季度看，2023Q1 毛利率环比提升 4.37pct，同比提升 0.85pct 至 15.01%。

未来核心看点：火电锅炉管需求释放，产品升级伴随产能释放

① 火电锅炉管招标持续放量，超级不锈钢管供需偏紧。专家预计后续每年核准约 8000 万千瓦（折合 80GW），未来三年将带来 2 亿千瓦的新增装机量，对旧煤电机组的升级改造也将进一步提振超级不锈钢无缝管需求。而 S30432 与 HR3C 供应壁垒较高，新厂家难以快速切入锅炉厂供应体系，供给弹性受限，有望支撑火电锅炉管价格。

② 积极投产把握市场复苏机遇。2022 年，公司 S30432 产品已完成接单 5500 多吨，占据国产 S30432 小口径管市场份额的 50% 以上。为积极把握火电市场复苏机遇，公司募投项目特种设备用不锈钢、合金钢无缝钢管合计四万吨产能已于 2023 年 3 月 31 日达到预定可使用状态，累计使用募集资金金额约 1.60 亿元。

③ 技术创新实现产品引领。公司 2022 年下半年 TP310HCbN 作为最高等级国产不锈钢材料已签订首批 200 多吨的订货合同；主要用于 700°C 先进超超临界燃煤发电机组的新型镍铁基 HT700 高温合金正在研发；锰氮系奥氏体合金材料已进入小批量生产阶段，有望批量投入市场。

投资建议：受益于火电锅炉管行业需求放量，且新增产能持续释放，我们预计公司 2023-25 年将分别实现归母净利润 1.90/2.94/3.36 亿元，对应 4 月 18 日收盘价，PE 分别为 17、11 和 10 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期；原材料价格上涨风险；下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1207	1867	2449	2649
增长率 (%)	7.5	54.7	31.2	8.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	73	190	294	336
增长率 (%)	40.3	158.1	54.9	14.4
每股收益 (元)	0.73	1.90	2.94	3.36
PE	45	17	11	10
PB	3.9	3.2	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 18 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
32.84 元

分析师 邱祖学

 执业证书：S0100521120001
 邮箱：qizuxue@mszq.com

分析师 张航

 执业证书：S0100522080002
 邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

 执业证书：S0100522080006
 邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 任恒

 执业证书：S0100122020015
 邮箱：renheng@mszq.com

相关研究

1、火电锅炉管行业深度报告：柳暗花明又一村-2023/01/28

目录

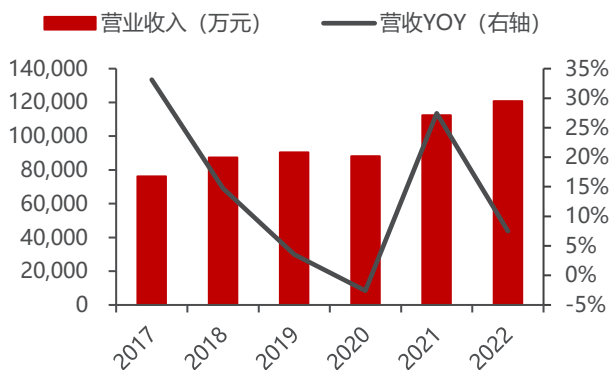
1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报	3
2 点评：结构改善对冲销量下滑，毛利率水平改善	4
2.1 产销量同比下滑，售价与毛利水平提升	4
2.2 2023Q1 盈利水平环比降低，同比改善明显	7
3 核心看点：火电锅炉管需求释放，产品升级伴随产能释放	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司发布 2022 年年报:2022 年,公司实现营收 12.07 亿元,同比增长 7.5%;归母净利润 0.73 亿元,同比增长 40.3%;扣非归母净利润 0.71 亿元,同比增长 63.9%。

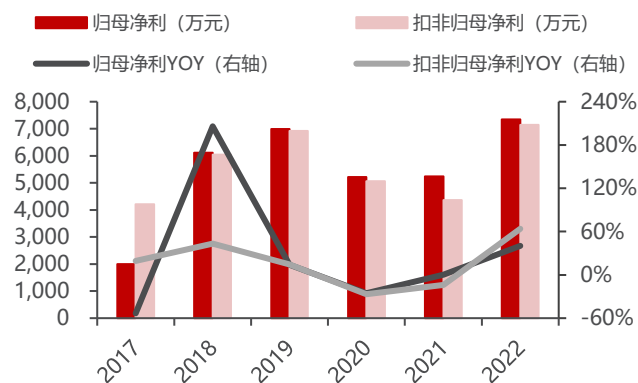
2023Q1, 公司实现营收 3.05 亿元,同比增长 15.5%、环比减少 4.7%;归母净利润 0.20 亿元,同比增长 53.7%、环比减少 23.6%;扣非归母净利润 0.19 亿元,同比增长 50.2%、环比减少 23.6%。业绩符合预期。

图1：公司 2022 年度营收同比+7.5%



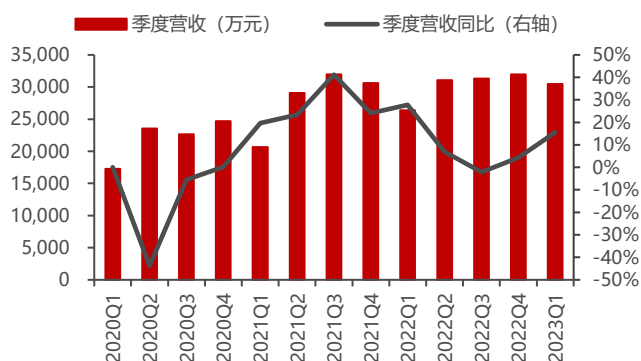
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2022 年度归母净利润同比+40.3%



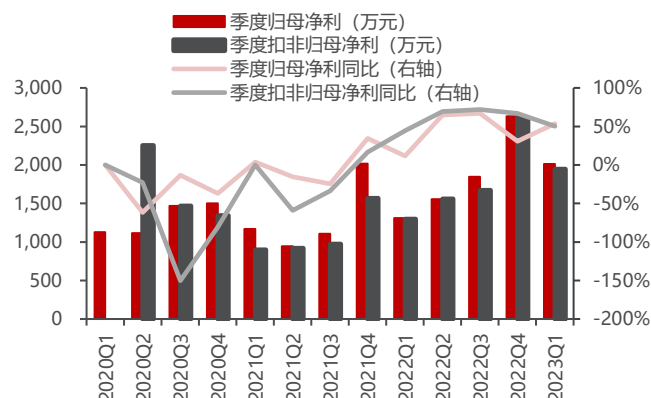
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2023Q1 营收同比+15.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2023Q1 归母净利润同比+53.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：结构改善对冲销量下滑，毛利率水平改善

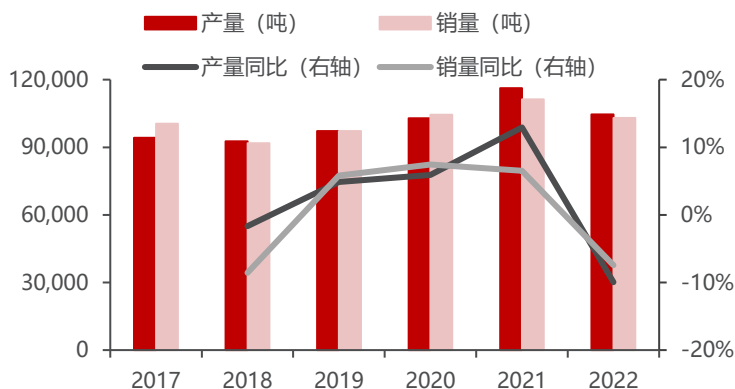
2.1 产销量同比下滑，售价与毛利水平提升

量：2022 年公司产销量同比下滑，不锈钢无缝钢管营收占比增加。公司 2022 年生产金属制品 10.46 万吨，同比下滑 9.95%；销售金属制品 10.29 万吨，同比下滑 7.43%。受政策影响，火电行业供求关系从买方市场逐渐变为卖方市场，公司火电锅炉管订单明显增长，其中不锈钢无缝钢管营收占比同比增长 5.95pct 至 24.79%，毛利占比同比增长 3.40pct 至 43.68%。

价：产品售价提升，公司毛利率改善。2022 年，尽管疫情影响下公司产品销量下行，但公司调整产品产能结构，扩大了合金钢、不锈钢钢管产能，产品全年均价同比增长 19.35%至 11538 元/吨，并强化成本管控，使得 2022 年毛利率提升 1.86pct 至 12.86%。分季度看，2023Q1 毛利率环比提升 4.37pct，同比提升 0.85pct 至 15.01%。

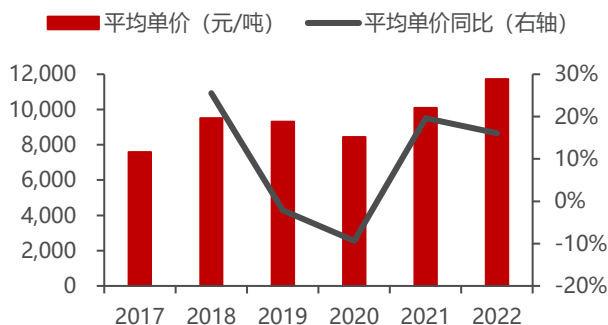
2022 年，公司合同负债同比增长 159.50%至 635 万元，2023Q1 同比增长 219.79%至 862 万元。我们预计公司合同负债增长明显主要由于公司火电锅炉超高级不锈钢管预收货款增加较为明显。

图5：2022 年公司产销量下滑



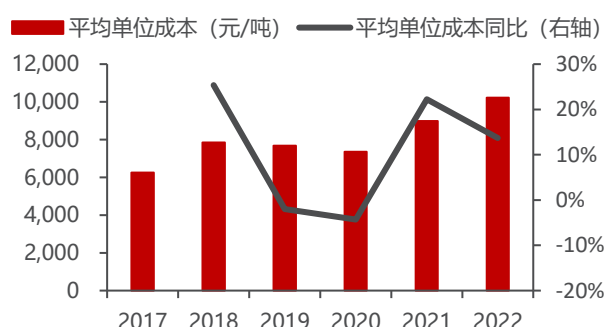
资料来源：wind，公司招股说明书，民生证券研究院

图6：公司产品市场价格情况（单位：元/吨）



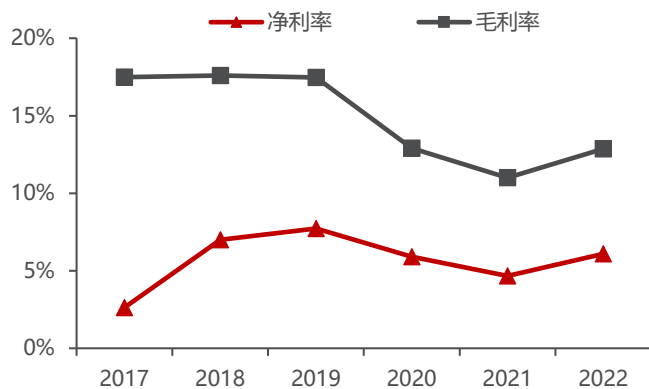
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图7：公司产品平均单位成本情况（单位：元/吨）



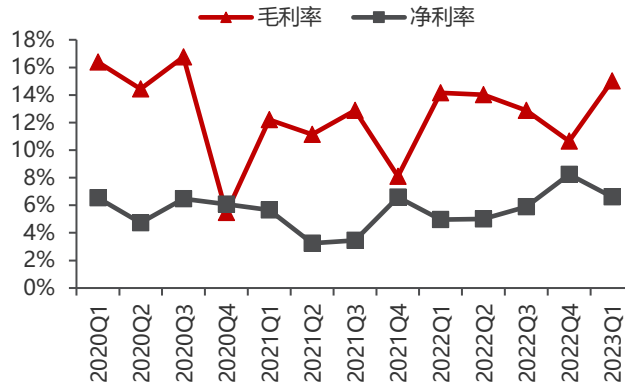
资料来源：wind，民生证券研究院测算

图8: 2022 年公司毛利率回升至 12.86%



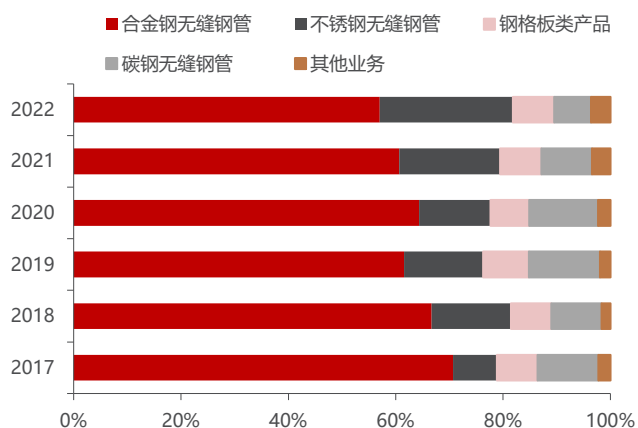
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2023Q1 公司毛利率回升至 15.01%



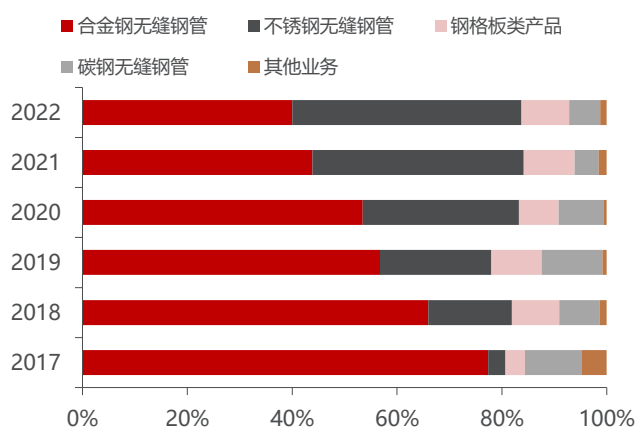
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022 年分产品营收占比



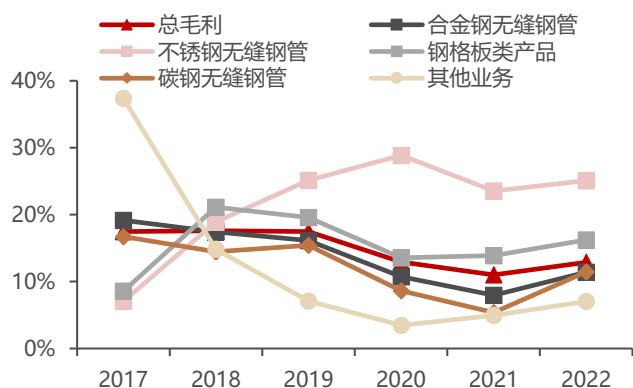
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022 年分产品毛利占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2022 年分产品毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 公司合同负债增加明显

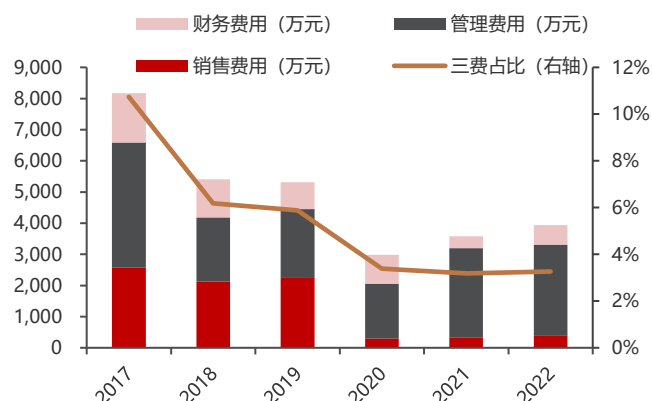


资料来源: wind, 民生证券研究院

公司 2022 年期间费用同比增长 10.20%至 3940 万元，期间费用率同比增加 0.08pct 至 3.26%。销售费用增长 19.88%至 387 万元，主要系由于销售收入增长进而导致工资奖金增加所致；管理费用微增 1.62%至 2919 万元，主要系管理人员工资增加所致；财务费用增长 66.80%至 634 万元，主要系本年度银行短期借款增加利息增加所致。公司 2023 年 Q1 期间费用同比下降 23.74%至 814 万元，期间费用率同比减少 1.37pct 至 2.67%。其中，销售费用增长 30.62%至 128 万元，主要系销售人员工资增加所致；管理费用下降 4.33%至 598 万元；财务费用下降 74.41%至 88 万元，主要系银行承兑汇票贴现减少所致。

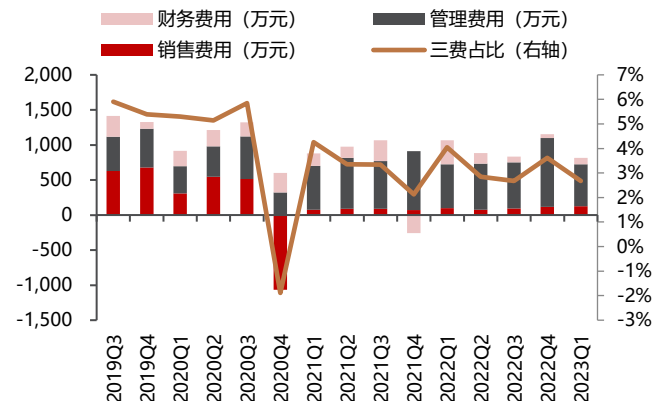
2022 年公司研发费用同比增长 9.35%至 4055 万元。其中，便于对接的流体输送用无缝钢管的开发、防滚动型高效换热内螺纹管的开发目前处于批量试制阶段，能源石化特种碳素合金小口径无缝钢管的开发等 4 个项目处于小试或中试阶段。此外，2022 年公司研发人员数量同比增长 21.21%至 80 人，使得研发人员工资成本增加。2023 年 Q1 研发费用同比增长 10.05%至 1165 万元。

图14：2022 年公司期间费用小幅增长



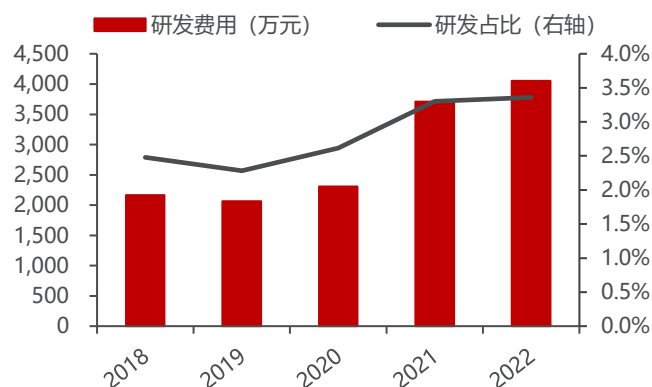
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2023 年 Q1 期间费用下降



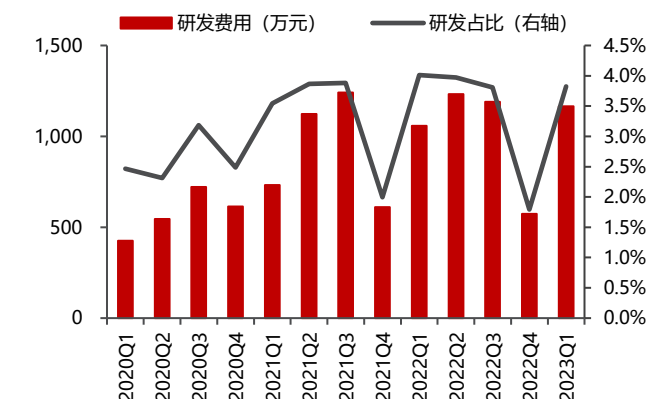
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022 年公司研发费用增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2023 年 Q1 研发费用增长



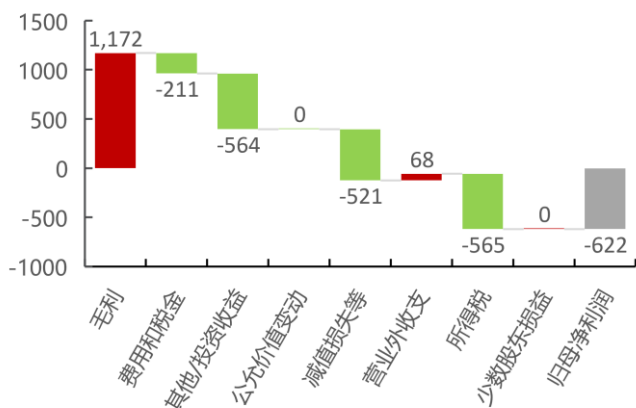
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2023Q1 盈利水平环比降低，同比改善明显

2023Q1 vs 2022Q4: 2023Q1 归母净利润环比减少 622 万元，主要的增利点在于毛利 (+1172 万元)；主要的减利点包括费用和税金 (-211 万元)、其他/投资收益 (-564 万元)、减值损失等 (-521 万元)、所得税 (-565 万元)。

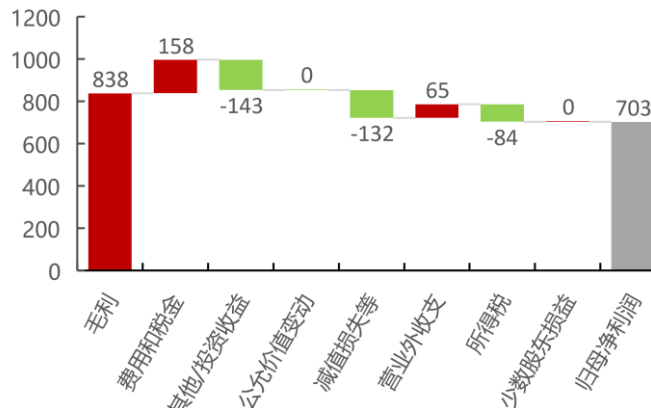
2023Q1 vs 2022Q1: 2022Q1 归母净利润同比增加 703 万元，主要的增利点在于毛利 (+838 万元)、费用和税金 (+158 万元)；主要的减利点包括其他/投资收益 (-143 万元)、减值损失等 (-132 万元)，其中毛利大幅增长主要因公司产品均价增幅明显，提升火电锅炉管等高端产品销量，强化成本管控；其他/投资收益增长主要因投资收益同比减少 185 万元，主要系信用等级高的应收票据贴现息重分类调整所致。

图18: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点: 火电锅炉管需求释放, 产品升级伴随产能释放

火电锅炉管需求释放, 超级不锈钢管供需偏紧。从 2021 年 Q4 开始, 火电投资规模出现较大幅度的增长。2022 年煤电核准量为 68.18GW, 同比 2021 年大幅增加。专家预计后续将会有一大批煤电项目获批, 每年核准约 8000 万千瓦 (折合 80GW), 2024 年保证投产 8000 万千瓦的数量, 未来三年将带来 2 亿千瓦的新增装机量。受益于行业需求反转, 超超临界 1000MW 级二次再热机组中标价格已普遍回升。此外, 对旧煤电机组的升级改造也将进一步保障我国的电力供应保障能力。而作为超超临界机组顶级管材, S30432 与 HR3C 供应壁垒较高, 新厂家难以快速切入锅炉厂供应体系, 供给弹性受限, 有望支撑火电锅炉管价格。

表1：高端不锈钢锅炉管未来需求预测

产品名称		2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新建需求	新建单位需求量 (万吨 /GW)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	新建装机量 (GW)	28.05	28.23	60	80	60
	新建钢管需求	2.81	2.82	6.00	8.00	6.00
改造需求	升级改造 (GW)	10	30	20	10	40
	升级改造钢管需求 (万吨)	1.00	3.00	2.00	1.00	4.00
合计需求 (万吨)		3.81	5.82	8.00	9.00	10.00
YOY			53.04%	37.39%	12.50%	11.11%

资料来源：Wind，《全国煤电机组改造升级实施方案》，民生证券研究院测算

积极投产把握市场复苏机遇。2022年，公司 S30432 产品已完成接单 5500 多吨，占据国产 S30432 小口径管市场份额的 50%以上。为积极把握火电市场复苏机遇，公司募投项目特种设备用不锈钢、合金钢无缝钢管合计四万吨产能已于 2023 年 3 月 31 日达到预定可使用状态，累计使用募集资金金额约 1.60 亿元，具体产能分配和生产数量根据具体市场情况、客户需求而定。

技术创新实现产品引领。公司近几年相继开发了 ASME SA-213T 系列小口径合金无缝钢管、全系列优化型内螺纹无缝钢管、T91 合金钢管、T92 合金钢管、超超临界锅炉机组用 TP347H、TP347HFG 高性能不锈钢无缝钢管等新产品，技术性能指标已经达到国外同类产品的水平。2022 年下半年完成了 TP310HCbN 小口径管研发工作并替代了进口，作为最高等级的国产不锈钢材料已签订首批 200 多吨的订货合同。公司正在研发的主要用于 700 °C 先进超超临界(A-USC) 燃煤发电机组的新型镍铁基 HT700 高温合金在研发成功后，将处于行业垄断地位，拥有广阔的市场前景。此外，公司锰氮系奥氏体合金材料已进入小批量生产阶段。

4 盈利预测与投资建议

受益于火电锅炉管行业需求放量，且新增产能持续释放，我们预计公司 2023-25 年将分别实现归母净利润 1.90/2.94/3.36 亿元，对应 4 月 18 日收盘价，PE 分别为 17、11 和 10 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进度不及预期风险。在国家环保政策等影响下，公司在建项目不能如期完成，或将影响产品产销情况，进而对业绩造成一定影响。

2) 原材料价格上涨风险。原材料价格的波动可能影响公司的毛利和净利水平。

3) 下游需求不及预期风险。国内外疫情等因素可能导致国内经济复苏节奏缓慢，导致下游需求领域放量不及预期，影响公司产品销量，从而影响业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1207	1867	2449	2649
营业成本	1052	1543	1979	2129
营业税金及附加	3	5	7	7
销售费用	4	6	8	8
管理费用	29	45	59	64
研发费用	41	62	78	79
EBIT	84	207	319	363
财务费用	6	5	4	4
资产减值损失	0	-1	-1	-1
投资收益	5	4	5	6
营业利润	82	206	319	365
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	80	206	319	365
所得税	7	16	26	29
净利润	73	190	294	336
归属于母公司净利润	73	190	294	336
EBITDA	92	217	332	379

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	349	341	449	702
应收账款及票据	359	696	913	987
预付款项	47	69	89	96
存货	280	382	490	527
其他流动资产	238	197	256	277
流动资产合计	1274	1685	2196	2589
长期股权投资	72	59	44	30
固定资产	59	82	102	118
无形资产	56	56	56	56
非流动资产合计	322	320	315	308
资产合计	1596	2005	2511	2897
短期借款	155	155	155	155
应付账款及票据	570	790	1013	1090
其他流动负债	31	40	48	51
流动负债合计	755	985	1217	1296
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	2	2
负债合计	757	986	1219	1298
股本	100	100	100	100
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	839	1018	1293	1599
负债和股东权益合计	1596	2005	2511	2897

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	7.47	54.67	31.17	8.20
EBIT 增长率	74.37	146.44	54.04	13.82
净利润增长率	40.32	158.09	54.92	14.36
盈利能力 (%)				
毛利率	12.86	17.35	19.16	19.64
净利润率	6.09	10.16	11.99	12.68
总资产收益率 ROA	4.60	9.46	11.69	11.59
净资产收益率 ROE	8.75	18.62	22.72	21.00
偿债能力				
流动比率	1.69	1.71	1.81	2.00
速动比率	1.25	1.25	1.33	1.51
现金比率	0.46	0.35	0.37	0.54
资产负债率 (%)	47.43	49.21	48.52	44.80
经营效率				
应收账款周转天数	65.47	75.92	75.92	75.92
存货周转天数	97.29	90.48	90.48	90.48
总资产周转率	0.78	1.04	1.08	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	1.90	2.94	3.36
每股净资产	8.39	10.18	12.93	15.99
每股经营现金流	-3.09	0.12	1.35	2.92
每股股利	0.11	0.19	0.29	0.34
估值分析				
PE	45	17	11	10
PB	3.9	3.2	2.5	2.1
EV/EBITDA	33.47	14.29	9.01	7.21
股息收益率 (%)	0.32	0.58	0.89	1.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	73	190	294	336
折旧和摊销	8	10	13	16
营运资金变动	-385	-189	-173	-61
经营活动现金流	-309	12	135	292
资本开支	-97	-22	-23	-23
投资	48	18	20	20
投资活动现金流	-44	-3	-3	-3
股权募资	0	0	0	0
债务募资	340	0	0	0
筹资活动现金流	323	-17	-25	-36
现金净流量	-31	-8	107	254

插图目录

图 1: 公司 2022 年度营收同比+7.5%	3
图 2: 公司 2022 年度归母净利润同比+40.3%	3
图 3: 公司 2023Q1 营收同比+15.5%	3
图 4: 公司 2023Q1 归母净利润同比+53.7%	3
图 5: 2022 年公司产销量下滑	4
图 6: 公司产品市场价格情况 (单位: 元/吨)	4
图 7: 公司产品平均单位成本情况 (单位: 元/吨)	4
图 8: 2022 年公司毛利率回升至 12.86%	5
图 9: 2023Q1 公司毛利率回升至 15.01%	5
图 10: 2022 年分产品营收占比	5
图 11: 2022 年分产品毛利占比	5
图 12: 2022 年分产品毛利率	5
图 13: 公司合同负债增加明显	5
图 14: 2022 年公司期间费用小幅增长	6
图 15: 2023 年 Q1 期间费用下降	6
图 16: 2022 年公司研发费用增长	6
图 17: 2023 年 Q1 研发费用增长	6
图 18: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 19: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 高端不锈钢锅炉管未来需求预测	8
公司财务报表数据预测汇总	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026