

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

核心观点

事件：公司披露近期收到东方电气集团东方锅炉股份有限公司价值量 1.98 亿元的中标通知书。中标内容包括 2022 年电站服务内螺旋管 400 吨；博贺内螺旋管 982.5 吨；2023 年 2 月电站服务事业部预储备材料（霍山项目）不锈钢管 9575 米；国产小管单招内螺旋管 1046 吨；益阳、沈阳华润热电国产 T91、T92 小管 1689.8 吨；2023 年国产 SUPER304H 不锈钢管战略合作谈判；国产小管单招标采购 14441 吨。

- **发挥产品线齐全优势，不锈钢管与合金钢管齐头并进。**公司是国内唯一一家可以生产从碳钢、合金钢到不锈钢全系列的小口径无缝钢管制造企业，客户粘性较强。此次中标内容既含 SUPER304H 不锈钢，也包括内螺旋管、T91、T92 等型号的合金钢管，作为煤电锅炉里较为高端的承压、耐热管道，在煤电重启背景下需求均较为旺盛。
- **新厂房预计 23Q2 满负荷运行，新增 5 万吨高端不锈钢和合金钢产能。**据盛德鑫泰 2022 年 10 月 21 日投资者关系活动记录表披露，新产线预计二季度满负荷运行。新产线不锈钢和合金钢的设计能力是 5 万吨，其中 3 万吨是超级不锈钢，2 万吨是 T91 和 T92 的高合金钢。
- **高端合金钢进入门槛高，涨价弹性同样不容忽视。**根据公司 2022 年半年报披露，T91 合金钢、T92 合金钢、不锈钢等钢种，质量要求较为严格，技术含量较高，竞争格局较为有序。并且根据常宝股份 2023 年 1 月 11 日投资者关系活动记录表披露，随着锅炉管需求增长预期的走强，以及钼铁等原材料的涨价，T91、T92 等产品涨价较为明显。

盈利预测与投资建议

- 考虑煤电新增核准和开工自去年下半年大幅提升，我们上调公司产销目标，预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 0.67、2.28、3.90 元（原 0.65、1.17、1.61 元），采用 DCF 估值，给予公司 50.58 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	881	1,123	1,253	2,403	3,205
同比增长(%)	-2.6%	27.4%	11.6%	91.8%	33.3%
营业利润(百万元)	62	53	77	262	449
同比增长(%)	-23.2%	-14.2%	45.0%	239.9%	70.9%
归属母公司净利润(百万元)	52	52	67	228	390
同比增长(%)	-25.4%	0.5%	27.5%	241.5%	71.1%
每股收益(元)	0.52	0.52	0.67	2.28	3.90
毛利率(%)	12.9%	11.0%	13.9%	19.5%	22.2%
净利率(%)	5.9%	4.7%	5.3%	9.5%	12.2%
净资产收益率(%)	9.4%	6.9%	8.3%	24.4%	32.1%
市盈率	63.8	63.5	49.8	14.6	8.5
市净率	4.5	4.3	4.0	3.2	2.4

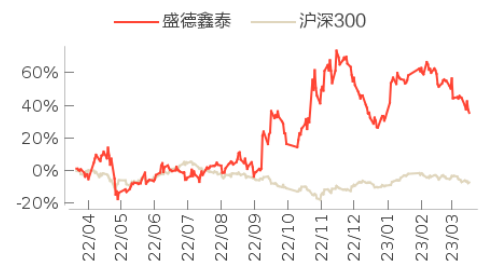
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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17日）	32.78 元
目标价格	50.58 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）	3,278
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2023 年 03 月 21 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.35	-10.58	2.38	38.5
相对表现	-6.14	-8.7	2.26	45.08
沪深 300	-0.21	-1.88	0.12	-6.58



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

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

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 随着募投项目的投产，预计公司合金钢和不锈钢业务规模将快速发展，并且考虑到高端产能占比的逐年提升，收入和盈利均有望实现快速增长：

1、销量：预计 22-24 年合金钢管销量为 78,990、94,515、100,357 吨（原 75,613、90,138、104,662 吨），22-23 年有所增加系考虑在煤电需求高增下公司主动调整产品结构，收缩碳钢产销，增加高合金钢销量，24 年略有下调系 IPO 募投项目针对高合金新增产能调减；不锈钢销量为 8500、25000、40000 吨（6705、11494、16284 吨），系考虑公司于 22H2 对老产线进行技改提效，以及 IPO 募投项目调增不锈钢新增产能。

2、吨毛利：预计 22-24 年合金钢为 946、1499、2030 元/吨（原 1100、1200、1300 元/吨），不锈钢为 9000、12000、12000 元/吨（9701、10538、10696 元/吨），22 年均有所下调系考虑下游需求景气度传导至公司略有滞后，以及技改期间成本略有抬升，23-24 年均调增系考虑合金钢中的 T91、T92 等高合金钢以及不锈钢供应门槛高，供给格局优，在煤电需求旺盛的背景下具有较大涨价潜力。

- 2) 考虑公司 22 年前三季度管理费用水平控制较好，对 22-24 年管理费用率由 2.56% 下调至 2.10%。

表 1：盈利预测调整前后对比表

公司	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,169	1,373	1,698	1,253	2,403	3,205
变动幅度				7.2%	75.0%	88.7%
营业利润(百万元)	75	134	185	77	262	449
变动幅度				2.9%	95.9%	142.5%
归属母公司净利润(百万元)	65	117	161	67	228	390
变动幅度				2.7%	94.8%	142.1%
每股收益(元)	0.65	1.17	1.61	0.67	2.28	3.90
变动幅度				2.7%	94.8%	142.1%
毛利率(%)	14.8%	18.7%	19.9%	13.9%	19.5%	22.2%
变动幅度				-0.9%	0.8%	2.3%
净利率(%)	5.6%	8.5%	9.5%	5.3%	9.5%	12.2%
变动幅度				-0.3%	1.0%	2.7%

资料来源：东方证券研究所

表 2：收入分类预测表

公司	调整前			调整后		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
碳钢						

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。

销售收入（百万元）	108	95	96	87	82	76
变动幅度				-19.8%	-13.8%	-20.9%
毛利率	9.1%	12.0%	11.9%	9.0%	10.2%	10.1%
变动幅度				-0.1%	-1.8%	-1.8%
合金钢						
销售收入（百万元）	703	766	906	732	1,147	1,311
变动幅度				4.1%	49.6%	44.7%
毛利率	11.8%	14.1%	15.0%	10.2%	12.4%	15.5%
变动幅度				-1.6%	-1.7%	0.5%
不锈钢						
销售收入（百万元）	226	376	536	298	979	1,569
变动幅度				31.9%	160.7%	193.0%
毛利率	28.8%	32.3%	32.5%	25.6%	30.6%	30.6%
变动幅度				-3.2%	-1.7%	-1.9%
钢格板						
销售收入（百万元）	86	75	75	86	87	88
变动幅度				1.0%	17.2%	17.4%
毛利率	14.6%	16.8%	16.6%	14.4%	14.3%	14.2%
变动幅度				-0.2%	-2.5%	-2.4%
其他业务收入						
销售收入（百万元）	47	62	85	50	108	160
变动幅度				7.1%	75.0%	88.7%
毛利率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
合计	1,169	1,373	1,698	1,253	2,403	3,205
变动幅度				7.2%	75.0%	88.8%
综合毛利率	14.8%	18.7%	19.9%	13.9%	19.5%	22.2%
变动幅度				-0.9%	0.8%	2.3%

资料来源：东方证券研究所

投资建议

我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.67、2.28、3.90 亿元，EPS 分别为 0.67、2.28、3.90 元。我们按照 DCF 法进行估值，给予公司目标价 50.58 元，维持买入评级。

表 3：DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率	15.00%
永续增长率	1.00%
无风险利率	2.86%
无杠杆影响的 β 系数	0.64
考虑杠杆因素的 β 系数	0.70
市场收益率	10.08%
规模风险因子	1.00%
股权投资成本	8.93%

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。

债务比率	10%
债务利率	4.30%
WACC	8.40%

数据来源：东方证券研究所

表 4：相关 DCF 计算数据

对应数据类型	值
FCFF 折现 (百万元)	1,597.83
终值折现 (百万元)	3,297.23
企业价值 (百万元)	4,895.06
加：非经营性资产价值 (百万元)	412.72
减：带息债务 (账面价值) (百万元)	250.27
减：少数股东权益 (百万元)	0.00
权益价值 (百万元)	5,057.50
每股价值 (元)	50.58

数据来源：东方证券研究所

表 5：FCFF 目标价敏感性分析 (元/股)

	永续增长率 G_n (%)				
	50.58	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
WACC (%)	6.40%	63.51	72.19	84.80	104.84
	6.90%	58.27	65.39	75.41	90.57
	7.40%	53.76	59.67	67.77	79.56
	7.90%	49.82	54.79	61.44	70.80
	8.40%	46.36	50.58	56.10	63.68
	8.90%	43.30	46.90	51.55	57.77
	9.40%	40.58	43.68	47.62	52.79
	9.90%	38.13	40.82	44.19	48.53
	10.40%	35.93	38.27	41.18	44.86

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	262	362	172	240	320	营业收入	881	1,123	1,253	2,403	3,205
应收票据、账款及款项融资	396	601	670	1,286	1,714	营业成本	767	999	1,079	1,935	2,493
预付账款	49	44	49	95	126	营业税金及附加	4	3	4	7	10
存货	160	210	227	408	525	销售费用	3	3	4	7	9
其他	154	57	57	61	63	管理费用及研发费用	41	66	76	147	195
流动资产合计	1,021	1,274	1,176	2,089	2,750	财务费用	9	4	10	21	32
长期股权投资	0	65	65	65	65	资产、信用减值损失	(2)	5	3	24	17
固定资产	64	62	69	199	349	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
在建工程	4	34	216	172	60	投资净收益	1	8	0	0	0
无形资产	60	58	56	54	52	其他	2	2	(0)	0	0
其他	4	11	11	11	11	营业利润	62	53	77	262	449
非流动资产合计	132	229	416	500	537	营业外收入	0	3	0	0	0
资产总计	1,153	1,503	1,592	2,589	3,287	营业外支出	2	1	1	1	1
短期借款	121	250	250	643	741	利润总额	60	56	77	262	448
应付票据及应付账款	276	453	489	877	1,129	所得税	8	3	10	34	58
其他	18	23	24	26	28	净利润	52	52	67	228	390
流动负债合计	416	726	763	1,545	1,898	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	52	67	228	390
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.52	0.52	0.67	2.28	3.90
其他	0	1	1	1	1						
非流动负债合计	0	1	1	1	1	主要财务比率					
负债合计	416	727	764	1,546	1,899		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
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	-2.6%	27.4%	11.6%	91.8%	33.3%
资本公积	442	442	442	442	442	营业利润	-23.2%	-14.2%	45.0%	239.9%	70.9%
留存收益	191	230	286	501	845	归属于母公司净利润	-25.4%	0.5%	27.5%	241.5%	71.1%
其他	4	4	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	737	776	828	1,043	1,387	毛利率	12.9%	11.0%	13.9%	19.5%	22.2%
负债和股东权益总计	1,153	1,503	1,592	2,589	3,287	净利率	5.9%	4.7%	5.3%	9.5%	12.2%
						ROE	9.4%	6.9%	8.3%	24.4%	32.1%
						ROIC	9.3%	5.7%	7.2%	17.8%	21.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	52	52	67	228	390	净负债率	0.0%	0.0%	9.5%	38.6%	30.3%
折旧摊销	11	11	9	17	33	流动比率	2.45	1.75	1.54	1.35	1.45
财务费用	9	4	10	21	32	速动比率	2.07	1.46	1.24	1.09	1.17
投资损失	(1)	(8)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(183)	(74)	(58)	(478)	(343)	应收账款周转率	3.1	3.6	3.7	4.6	4.0
其它	46	(276)	(1)	24	17	存货周转率	4.8	5.3	4.9	6.0	5.3
经营活动现金流	(65)	(291)	26	(189)	129	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	1.1	1.1
资本支出	(55)	(36)	(195)	(101)	(70)	每股指标(元)					
长期投资	0	(65)	0	0	0	每股收益	0.52	0.52	0.67	2.28	3.90
其他	(102)	99	0	0	0	每股经营现金流	-0.65	-2.91	0.26	-1.89	1.29
投资活动现金流	(157)	(2)	(195)	(101)	(70)	每股净资产	7.37	7.76	8.28	10.43	13.87
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	312	0	0	0	0	市盈率	63.8	63.5	49.8	14.6	8.5
其他	17	329	(21)	358	21	市净率	4.5	4.3	4.0	3.2	2.4
筹资活动现金流	329	329	(21)	358	21	EV/EBITDA	38.2	46.4	32.8	10.5	6.2
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.3	55.4	36.1	11.2	6.6
现金净增加额	106	35	(190)	68	80						

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。