

电力保供下煤电投资加速，锅炉小口径钢管龙头量价齐升

核心观点

公司主要从事无缝钢管的生产销售，在电站锅炉用小口径无缝钢管中处于领先地位，其中锅炉用小口径合金钢管 2022 年市场占有率近 40%，小口径不锈钢锅炉管占三大锅炉厂需求比例 55%。电力保供压力下煤电投资自 22 年 8 月开始明显加速，国家能源局近期进一步强调 23 年电力保供压力，需加快建设具备条件的支撑性调节性电源，开工投产一批煤电项目，在此背景下电站锅炉用小口径无缝钢管有望迎来量价齐升。公司 IPO 投资项目为 4 万吨不锈钢及合金钢，主要为 Super304H 不锈钢管、HR3C 不锈钢管、T92 合金钢管、T91 合金钢管等用于超临界以上火电高压锅炉的高端产品，随着公司新产能的投放以及下游需求的量价齐升，公司有望实现较快增长。

公司主要从事各类工业用能源设备类无缝钢管的生产、研发和销售，按照材质分类，主要包括碳钢钢管、合金钢管和不锈钢钢管，产品主要应用于电站锅炉设备制造、石油炼化等行业，客户包括上海锅炉厂、哈尔滨锅炉厂、东方锅炉等国内大型电站锅炉制造企业以及中石化等大型石油炼化企业。2022 年公司实现营业收入 12.07 亿元，同比+7.47%，归母净利润 0.73 亿元，同比+40.32%，2023Q1 实现营业收入 3.05 亿元，同比+15.47%，归母净利润 0.20 亿元，同比+53.71%。

公司在电站锅炉用小口径无缝钢管中处于领先地位，根据中国钢结构协会钢管分会的统计数据表明，公司生产的小口径高压锅炉用无缝钢管产量 2019 年至 2022 年连续排名前三位。2022 年三大锅炉厂的小口径电站锅炉用合金钢管年需求量约 18 万吨，三大锅炉厂电站锅炉年产量占全国电站锅炉产量 75%左右，公司锅炉用小口径合金钢管产量达 6.9 万余吨，市场占有率接近 40%；同时，公司为国内三大锅炉厂提供的小口径不锈钢锅炉管量占需求总量的 55%，其中 2022 年公司 S30432 高等级不锈钢小口径无缝钢管产品已完成接单 5500 多吨，占据国产 S30432 小口径管市场份额的 50%以上。

电力保供压力下煤电投资加速，公司新产能落地有望量价齐升。在电力保供的压力下，我国煤电核准开工自 22 年 8 月开始明显加速，我们根据北极星火电网的数据进行了统计，22 年全年煤电核准量超 80GW，其中 80%以上来自 8 月份以后；23 年前三月核准 21GW，同比增长 301%，开工 14GW，同比增长 171%。国家能源局在《2023 年能源工作指导意见》中指出，要加快建设具备条件的支撑性调节性电源，开工投产一批煤电项目；同时，国家能源局预计 23 年全国最大电力负荷可能超过 13.6 亿千瓦，较 22 年有较大的增长，部分省份在高峰时段可能会出现用电紧张。火电作为支撑性电源，在保供+调峰需求下，投资有望快速增长。本次新增煤电投资大部分为 60 万千瓦以上超临界或超超临界机组，超临界以上火电高压锅炉用无缝钢管由于产品使用环境较为严格，多为

盛德鑫泰 (300881)

首次评级

买入

秦基粟

qinjili@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: s1440518100011

邓皓焯

denghaozhu@csc.com.cn

13636339329

SAC 执证编号: s1440522120001

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

18701680190

SAC 执证编号: s1440521110005

王晓芳

wangxiaofang@csc.com.cn

17633135967

SAC 执证编号: s1440520090002

发布日期: 2023 年 04 月 28 日

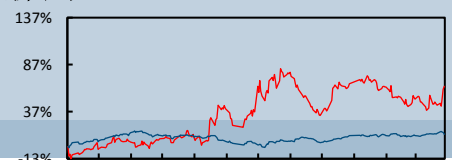
当前股价: 37.73 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	6.43/5.34	-1.59/-2.71	45.22/38.28
12 月最高/最低价 (元)			42.98/19.62
总股本 (万股)			10,000.0
流通 A 股 (万股)			2,650.0
总市值 (亿元)			37.73
流通市值 (亿元)			10.0
近 3 月日均成交量 (万股)			119.26
主要股东			
周文庆			43.5%

股价表现



T91 合金钢、T92 合金钢、不锈钢等钢种，需求有望显著放量，同时由于供给端产能增量有限产品价格有望上行。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，公司处于行业领先地位，有望明显受益，3 月 17 日及 4 月 28 日，公司公告《关于收到中标通知书的公告》，分别收到 1.98、1.81 亿元火电锅炉小口径钢管订单。公司 IPO 投资项目为 4 万吨不锈钢及合金钢，主要为 Super304H 不锈钢管、HR3C 不锈钢管、T92 合金钢管、T91 合金钢管等用于超临界以上火电高压锅炉的高端产品，随着公司新产能的投放以及下游需求的量价齐升，公司有望实现较快增长。

盈利预测：预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 2.23 和 3.37 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：煤电招标不及预期，原材料价格波动，产品销售量价不及预期

火电招标不及预期：在保供+调峰的迫切需求下，自 2021 年以来煤电投资重回增长，未来如果火电投资趋缓，公司可能面临相关产品订单减少、收入与利润下滑的风险；

原材料价格波动：公司的主要原材料为钢管管坯，而原材料成本占主营业务成本比例达 75%以上，因此原材料的市场价格，特别是钢管管坯单价波动对公司的盈利水平影响较大；

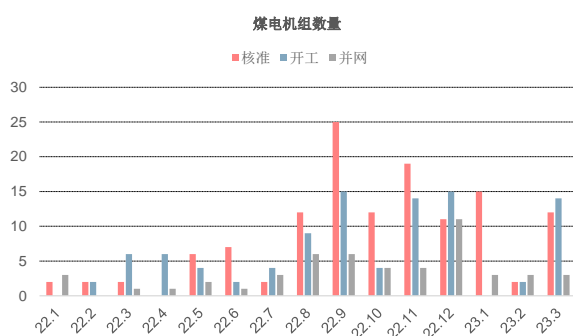
产品销售量价不及预期：公司收入及利润的快速增长来源于不锈钢、T91、T92 合金钢等高端产品的放量及价格上涨，其中不锈钢影响较大。现对不锈钢不同价格及销量水平进行敏感性分析如下，可见不同销售单价及销量对公司盈利能力影响较大，本次报告中基础假设为公司 23 年不锈钢销售均价 4.1 万元/吨，销量 2.3 万吨左右，若实际销售价格及销量有较大出入，将会对盈利预测产生较大影响。

表：不锈钢不同销售均价及销售量下公司净利润敏感性测算

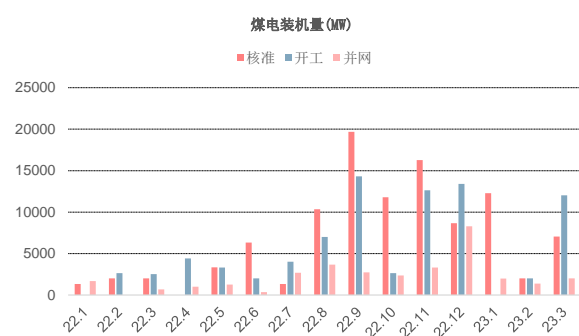
销售均价(元/吨)	38000	40000	41000	42000	44000	46000	48000
销售量(吨)							
20000	1.51	1.82	1.98	2.13	2.44	2.75	3.06
21000	1.58	1.91	2.07	2.23	2.56	2.88	3.21
22000	1.65	1.99	2.16	2.33	2.67	3.02	3.36
23000	1.72	2.08	2.26	2.44	2.79	3.15	3.50
24000	1.79	2.17	2.35	2.54	2.91	3.28	3.65
25000	1.86	2.25	2.44	2.64	3.02	3.41	3.80

资料来源：中信建投测算

图：22 年以来煤电机组核准/开工/并网机组数量



图：22 年以来煤电机组核准/开工/并网机组规模



资料来源：北极星火电网，中信建投统计

资料来源：北极星火电网，中信建投统计

注：核准口径中包含核准前公示，不包含 300MW 以下热电联产机组

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	1,122.96	1,206.89	2,011.87	2,504.39
增长率(%)	27.44	7.47	66.70	24.48
归属母公司股东净利润	52.34	73.45	222.92	337.42
增长率(%)	0.46	40.32	203.49	51.37
销售毛利率	11.00	12.86	20.19	22.92
销售净利率	4.66	6.09	11.08	13.47
ROE(%)	6.74	8.75	21.73	25.05
EPS(摊薄/元)	0.52	0.73	2.03	3.07
市盈率(P/E)	70.61	50.32	18.24	12.05
市净率(P/B)	4.76	4.41	3.96	3.02

资料来源：Wind，中信建投

报表预测

利润表	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	1122.96	1206.89	2011.87	2504.39
减：营业成本	999.44	1051.72	1605.78	1930.47
营业税金及附加	3.36	3.13	5.22	6.50
销售费用	3.23	3.87	8.05	10.02
管理费用	28.72	29.19	48.66	60.57
研发费用	37.08	40.55	68.40	85.15
财务费用	3.80	6.34	10.57	9.86
资产减值损失	-1.51	-0.43	-4.43	-5.51
公允价值变动损益	0.83	0.00	0.00	0.00
其他收益	2.19	1.27	1.73	1.50
投资净收益	7.97	4.63	6.01	6.06
营业利润	53.23	82.41	260.47	393.85
营业外收入	2.90	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.62	2.44	1.26	1.50
利润总额	55.52	79.96	259.20	392.35
减：所得税	3.17	6.51	36.29	54.93
净利润	52.34	73.45	222.92	337.42
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00

请参阅最后一页的重要声明

归属母公司股东净利润	52.34	73.45	222.92	337.42
资产负债表				
流动资产	2021A	2022A	2023E	2024E
流动资产	1274.08	1274.34	1435.60	1851.19
货币资金	361.89	348.92	145.41	366.78
应收票据及应收账款合计	587.02	359.31	542.98	644.03
其他应收款	3.64	2.54	7.76	5.07
预付账款	44.32	47.49	67.48	75.63
存货	210.44	280.32	449.57	515.66
其他流动资产	66.77	235.76	222.40	244.02
非流动资产	229.36	321.61	380.40	387.66
长期投资	64.80	72.45	85.86	99.26
固定资产和在建工程	62.02	59.48	165.17	167.53
无形资产	57.69	56.27	60.17	63.98
其他非流动资产	44.85	133.41	69.20	56.89
资产总计	1503.44	1595.95	1816.00	2238.85
流动负债	726.20	755.04	814.22	918.26
短期借款	250.27	154.86	30.16	40.53
应付票据及应付账款合计	452.70	569.51	748.05	835.92
其他流动负债	23.23	30.67	36.01	41.81
非流动负债	1.15	1.89	1.89	1.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.15	1.89	1.89	1.89
负债合计	727.35	756.93	816.11	920.15
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	100.00	110.00	110.00
资本公积	441.83	441.83	431.83	431.83
留存收益	230.16	293.11	406.77	578.81
归属母公司股东权益	776.09	839.02	999.89	1318.70
负债和股东权益合计	1503.44	1595.95	1816.00	2238.85
现金流量表				
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E
经营性现金净流量	-291.39	-309.50	36.51	264.35
投资性现金净流量	-1.76	-44.40	-68.75	-27.12
筹资性现金净流量	328.54	322.80	-171.27	-15.85
现金流量净额	35.38	-31.14	-203.51	221.38

资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

秦基栗：上海财经大学会计硕士，南京大学财务管理学士，2016 年加入中信建投证券，现任中小市值组首席分析师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。2016 年“新财富”最佳分析师中小市值研究入围，2017 年“新财富”最佳分析师中小市值研究第 3 名，2020 年“新财富”最佳分析师港股及海外市场研究第 5 名。

邓皓焯：中信建投证券中小盘研究员，同济大学土木工程硕士，法国国立路桥大学工程师，重点关注科技成长高端制造领域、新股研究。

王介超：建投金属新材料首席分析师

高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）。实业工作 8 年，金融行业工作 5 年，主编国标 GB/T 18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利技术，擅长金属及建筑产业链研究，曾获得 wind 金牌分析师，水晶球奖钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色行业最佳分析师等。

王晓芳：中信建投金属新材料研究员 金属新材料新财富入围团队成员 水晶球钢铁上榜分析师 wind 钢铁最佳分析师 上证报最佳分析师 新浪财经金麒麟最佳分析师。周期方向覆盖黑色产业链上下游，从成材到原料一体化研究，研究维度包括股票、债券和商品。成长方向覆盖特钢金属新材料、钨钼铜铬镍等特钢添加剂。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk