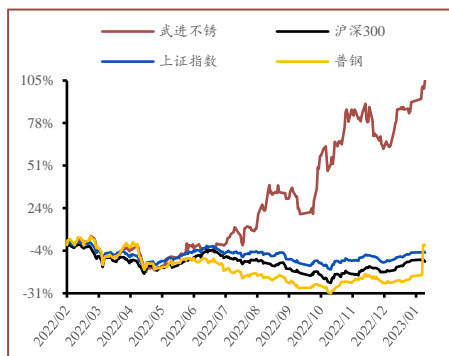


投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-02-03
收盘价(元)	13.52
流通股本(亿股)	4.01
每股净资产(元)	6.26
总股本(亿股)	4.01

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002
shewc@ctsec.com

分析师 郝思行

SAC 证书编号: S0160519100001
haosx@ctsec.com

相关报告

- 《乘能源结构变革东风，迈向特种管材小巨人》 2022-12-19

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 年业绩快报, 实现营收 28.3 亿元, 同比+4.86%, 实现归母净利润 2.15 亿元, 同比+22%, 其中 Q4 实现营收 7.9 亿元, 同比+12.8%, 环比+2.6%, 环比实现归母净利润 0.72 亿元, 同比+279%, 环比+18%。
- ❖ **高端产品销量增加, 石化用管需求复苏, 助力利润节节攀升。** 三季度以来公司利润连续两个季度环比增加, 主要源于 (1) 火电投资回升带动高端产品锅炉管销量增加; (2) 石化用管需求复苏, 2022Q4 公司焊管销量 9052 吨, 环比+45.1%, 公司不锈钢焊接管下游以炼化、煤化工、LNG 等化工行业为主, 受石化用管需求复苏影响, 公司四季度焊管出货量环比明显改善。
- ❖ **流程工业投资回暖, 公司产品有望量利齐升。** 受欧洲能源危机影响, 海外化工巨头进驻中国, 加大对中国的投资, 同时得益于对制造业定向信用宽松的支持和对双碳政策、能耗指标管控政策一刀切的纠偏, 国内炼化、煤化工投资逐步恢复, 近期相关项目落地速度明显加快。石化领域 (包括 LNG 在内) 占公司 60% 营收, 随着流程工业投资回暖, 公司产品有望量利齐升。
- ❖ **火电投资回升, 2023H1 或为锅炉管供需最紧张时刻。** 截至 2022 年 12 月中, 我国火电中标+开工项目合计已达 95.92GW, 核准 54.06GW (不含已中标+开工项目), 火电投资回升。从火电核准到锅炉厂下锅炉管订单的周期一般在半年以上, 因此 2023 年锅炉管需求将大幅增长, 考虑到武进 2 万吨新增产能将于 2023 年 5 月投产, 我们预计 2023 年 1-5 月或为锅炉管供需最紧张的时刻, 锅炉管加工费存上涨动能。
- ❖ **武进成功开发乙烯裂解炉管, 引领国产替代浪潮。** 乙烯裂解炉管为“卡脖子”产品, 依赖海外进口, 国内主力供应商是西班牙 TUBACEX, 公司与中国石化工程建设有限公司 (SEI) 合作成功开发乙烯裂解炉管, 填补国产空白, 预计后续将在国内大型乙烯项目中得到应用。综合考虑下游龙头背书 (中石化乙烯项目市占率近 50%) + 国内首个国产化产品示范效应+下游集中度高的背景, 预计裂解炉管国产替代进程有望较快完成。
- ❖ **投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2 亿、3.6 亿、5.2 亿, 对应当前股价的 PE 分别为 25.2 倍、14.9 倍、10.5 倍, 维持“增持”评级。

- ❖ **风险提示：**火电核准量不及预期，下游石化、LNG 投资放缓，乙烯裂解炉管国产化进程不及预期，超超临界专用火电锅炉管竞争格局恶化等。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2401	2699	2830	3396	3905
收入增长率 (%)	3.33	12.42	4.85	20.00	15.00
归母净利润 (百万元)	220	176	215	363	516
净利润增长率 (%)	-29.99	-20.00	22.01	68.51	42.27
EPS (元/股)	0.55	0.44	0.54	0.90	1.29
PE	13.85	15.91	25.18	14.94	10.50
ROE (%)	9.17	7.13	8.01	11.89	14.47
PB	1.27	1.13	2.02	1.78	1.52

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2400.89	2699.19	2830.00	3396.00	3905.40	成长性					
减:营业成本	1962.12	2317.49	2415.73	2752.97	3021.16	营业收入增长率	3.3%	12.4%	4.8%	20.0%	15.0%
营业税费	15.38	13.40	13.78	21.88	30.09	营业利润增长率	-29.4%	-23.5%	26.4%	68.5%	42.3%
销售费用	39.83	41.64	38.50	63.49	95.37	净利润增长率	-30.0%	-20.0%	22.0%	68.5%	42.3%
管理费用	77.58	84.72	77.00	90.70	105.97	EBITDA 增长率	-18.7%	-22.4%	11.5%	58.5%	39.3%
研发费用	31.70	35.20	30.80	45.35	52.98	EBIT 增长率	-22.9%	-29.0%	34.4%	65.9%	42.3%
财务费用	18.69	10.04	4.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	-22.2%	-28.6%	32.1%	65.9%	42.3%
资产减值损失	-16.33	-18.63	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	3.2%	-0.4%	8.3%	12.9%	16.2%
加:公允价值变动收益	0.10	5.26	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	1.3%	2.8%	8.7%	13.5%	16.9%
投资和汇兑收益	13.57	12.13	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	258.75	197.95	250.19	421.61	599.83	毛利率	18.3%	14.1%	14.6%	18.9%	22.6%
加:营业外净收支	-5.15	3.75	0.00	0.00	0.00	营业利润率	10.8%	7.3%	8.8%	12.4%	15.4%
利润总额	253.59	201.69	250.19	421.61	599.83	净利润率	9.2%	6.5%	7.6%	10.7%	13.2%
减:所得税	33.16	25.34	35.03	59.02	83.98	EBITDA/营业收入	13.8%	9.5%	10.1%	13.4%	16.2%
净利润	220.44	176.35	215.17	362.58	515.85	EBIT/营业收入	11.1%	7.0%	9.0%	12.4%	15.4%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	419.46	475.92	378.05	534.26	864.76	固定资产周转天数	76	72	79	73	67
交易性金融资产	353.86	533.20	533.20	533.20	533.20	流动营业资本周转天数	209	163	194	182	174
应收账款	475.42	501.02	561.22	673.46	774.48	流动资产周转天数	391	351	355	346	357
应收票据	19.25	14.09	25.91	31.09	35.75	应收帐款周转天数	72	68	72	72	72
预付帐款	14.15	16.19	22.95	26.16	28.71	存货周转天数	162	143	143	143	143
存货	871.33	906.11	944.52	1076.37	1181.23	总资产周转天数	521	480	481	453	451
其他流动资产	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本周转天数	398	352	364	342	346
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9.2%	7.1%	8.0%	11.9%	14.5%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.4%	5.0%	5.8%	8.6%	10.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.8%	6.3%	7.7%	11.4%	13.9%
固定资产	500.07	534.24	615.70	675.64	720.90	费用率					
在建工程	179.03	191.69	127.86	85.28	56.88	销售费用率	1.7%	1.5%	1.4%	1.9%	2.4%
无形资产	88.45	141.14	141.14	141.14	141.14	管理费用率	3.2%	3.1%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	73.09	51.23	51.23	51.23	51.23	财务费用率	0.8%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%
资产总额	3430.08	3549.74	3729.80	4213.83	4826.45	三费/营业收入	5.7%	5.1%	4.2%	4.5%	5.2%
短期债务	212.15	133.70	133.70	133.70	133.70	偿债能力					
应付帐款	301.14	327.65	334.28	380.94	418.05	资产负债率	29.9%	30.4%	27.9%	27.6%	26.1%
应付票据	344.42	453.10	396.03	451.31	495.28	负债权益比	42.6%	43.6%	38.8%	38.2%	35.4%
其他流动负债	10.50	9.39	9.39	9.39	9.39	流动比率	2.60	2.48	2.73	2.85	3.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.67	1.57	1.75	1.85	2.10
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	30.31	40.41	47.53	78.83	112.16
负债总额	1025.44	1077.48	1042.37	1163.82	1260.59	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	400.76	400.76	400.76	400.76	400.76	分红比率					
留存收益	1099.10	1167.24	1382.41	1744.99	2260.84	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2404.63	2472.26	2687.43	3050.01	3565.86	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.55	0.44	0.54	0.90	1.29
净利润	220.44	176.35	215.17	362.58	515.85	BVPS(元)	6.00	6.17	6.71	7.61	8.90
加:折旧和摊销	64.63	67.82	32.38	32.63	33.14	PE(X)	13.9	15.9	25.2	14.9	10.5
资产减值准备	22.01	26.47	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.3	1.1	2.0	1.8	1.5
公允价值变动损失	-0.10	-5.26	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	8.79	4.68	5.35	5.35	5.35	P/S	1.3	1.0	1.9	1.6	1.4
投资收益	-13.57	-12.13	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	8.6	9.6	18.1	11.0	7.4
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	41.81	233.07	-295.41	-189.00	-168.49	PEG	—	—	1.1	0.2	0.2
经营活动产生现金流量	343.89	490.20	-42.52	211.56	385.85	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-91.32	-285.27	-50.00	-50.00	-50.00	REP					
融资活动产生现金流量	-157.98	-191.33	-5.35	-5.35	-5.35						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。