

盛德鑫泰 (300881.SZ)

高端锅炉管扩产 受益煤电景气周期

核心看点: 公司为小口径锅炉管龙头, 市占率多年位居行业前三, 具有全口径合金钢、不锈钢、钢格板定制体系, 以销定产生产模式熨平周期, 募投项目投产带动高端产品放量; 公司显著受益于煤电装机新增、传统锅炉改造以及油气行业投资高增趋势, 在产量与需求双增背景下, 盈利有望进入飞跃期。

强壁垒叠加高端产品扩产, 小口径锅炉管龙头加速扩张。 能源设备类无缝钢管领域具有技术含量高、筛选认证周期长的天然壁垒, 公司当前优势主要体现在: (1) 公司为行业龙头, 小口径高压锅炉用无缝钢管产量 2019-2021 年连续排名国内前三, 合金钢无缝管的市场占有率接近 50%, 不锈钢无缝管占三大锅炉厂采购总量的 60% 以上; 公司产品涵盖碳素钢、合金钢、不锈钢小口径无缝管全系列产品, 为企业提供一站式定制方案, 客户黏性强; (2) 公司新增募投项目产能集中在 T91、T92 合金钢及 HR3C、Super304H 不锈钢高端产品, 显著受益于细分钢种进口替代趋势, 产能有望从 10 万吨扩充至 14 万吨, 公司加工产能弹性大, 后续高毛利产品占比有望进一步提升。

能源体系重建在即, 煤电装机迎来景气周期。 (1) **火电:** 持续的旺季限电事件反映出能源系统脆弱、煤电装机不足问题, 煤电在能源供应过程中的重要性持续提升, 电规院预计未来 3 年新增煤电装机 1.4 亿千瓦左右。但考虑到目前能源形势愈发严峻, 煤电装机有望继续大幅提升, 十四五期间仍有超过 3.5 亿千瓦亚临界机组面临改造, 未来超临界及超超临界机组建设将带动高端合金及不锈钢管需求量增加; (2) **油气:** 受益于油气投资持续高增趋势, 相关需求有望处于长期景气阶段, 2021 年三桶油合计资本支出 (含勘探开发及炼化) 同比增长 7.8%, 其中炼化环节同比增长 35.9%, 公司业务有望持续受益。

投资建议。 公司专注小口径能源用无缝钢管制造, 产能扩张的同时, 下游需求持续向好有效支撑其盈利释放, 高端产品占比提升有望支撑其估值走高; 我们预计公司 2022 年~2024 年实现归母净利润分别为 0.74 亿元、1.46 亿元、1.97 亿元, 对应 PE 为 48.8、24.7、18.4 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 上游原料价格大幅波动, 无缝钢管需求不及预期, 新业务发展存在不确定性。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	881	1,123	1,159	1,419	1,595
增长率 yoy (%)	-2.6	27.4	3.2	22.5	12.4
归母净利润 (百万元)	52	52	74	146	197
增长率 yoy (%)	-25.4	0.5	41.7	97.2	34.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.52	0.52	0.74	1.46	1.97
净资产收益率 (%)	7.1	6.7	8.8	15.0	17.0
P/E (倍)	69.5	69.2	48.8	24.7	18.4
P/B (倍)	4.9	4.7	4.3	3.7	3.1

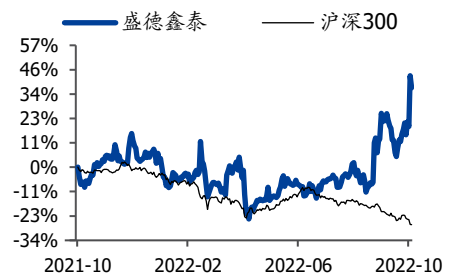
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 10 月 25 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	特钢 II
前次评级	
10月25日收盘价(元)	36.20
总市值(百万元)	3,620.00
总股本(百万股)	100.00
其中自由流通股(%)	26.50
30日日均成交量(百万股)	4.52

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

研究助理 高亢

执业证书编号: S0680122030009

邮箱: gaokang@gszq.com

相关研究



内容目录

1. 公司小口径无缝钢管龙头	5
1.1. 发展历程	5
1.2. 公司股权结构	5
1.3. 公司产品结构与经营情况	6
1.3.1. 总产量、营收、毛利率与净利率视角	7
1.3.2. 吨钢售价、毛利视角	11
1.3.3. 净资产收益率、投入回报率视角	11
2. 强壁垒叠加扩产，竞争优势不断增强	12
2.1. 公司小口径无缝钢管领域处于领先地位	12
2.2. 高端产线扩产在即	15
3. 需求进入景气周期	16
3.1. 火电行业	16
3.2. 油气行业	19
4. 盈利预测与投资建议	21
4.1. 核心假设	21
4.2. 盈利预测	22
4.3. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 主要参股控股公司业务、收入及净利润 (万元)	6
图表 4: 公司股东总户数 (户)	6
图表 5: 不同材质无缝钢管指标区别	6
图表 6: 公司主要产品型号、用途、产能及应用领域	7
图表 7: 公司历年产量、同比变动幅度以及产销率 (吨)	8
图表 8: 公司 2012 年-2021 年产销规模与同比变动幅度 (万吨)	8
图表 9: 公司总营收与同比增速 (万元)	9
图表 10: 公司总毛利与同比增速 (万元)	9
图表 11: 分产品营收占比	9
图表 12: 分产品毛利占比	9
图表 13: 公司总毛利率与钢管产品毛利率 (%)	10
图表 14: 分类别毛利率 (%)	10
图表 15: 四项费用占营业收入比重 (万元)	10
图表 16: 公司销售净利率 (%)	10
图表 17: 主营产品吨口径数据 (假定 2020 年各产品产销规模相等、2021 年各产品产销规模同比增速与总销量增速一致, 单位为元/吨)	11
图表 18: 2017 年以来公司净资产收益率及投入资本回报率 (摊薄, %)	12
图表 19: 2017 年以来公司净资产收益率 (摊薄, %)	12
图表 20: 2017 年以来公司投入资本回报率 (%)	12
图表 21: 细分类别占比情况	13

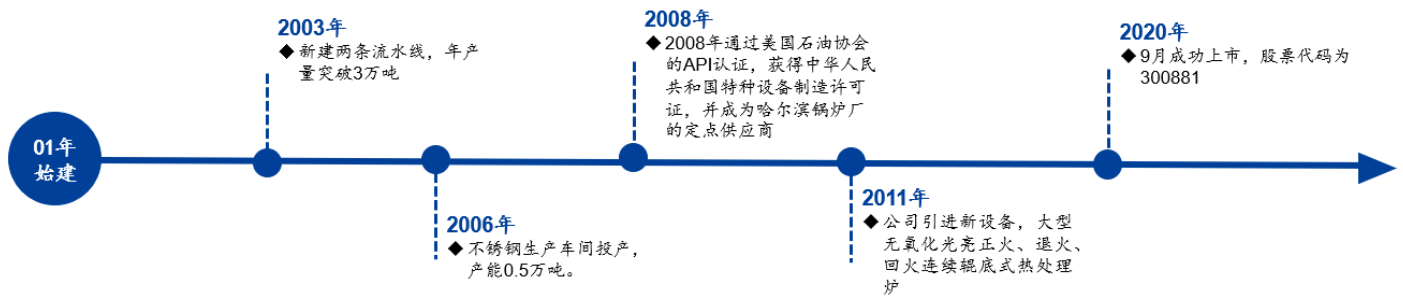
图表 22: 公司研发费用与同比增速 (亿元)	13
图表 23: 可比公司研发费用占营收比例	13
图表 24: 可比公司产品、材质、工艺及下游行业	14
图表 25: 可比公司营收增速情况 (%)	14
图表 26: 可比公司毛利率情况 (%)	14
图表 27: 可比公司净利率情况 (%)	15
图表 28: 可比公司 ROE 情况 (摊薄, %)	15
图表 29: 公司募投项目详情 (标红的为新增品种)	15
图表 30: 全社会用电量及同比增速 (亿千瓦时, %)	16
图表 31: 火力发电量及同比增速 (亿千瓦时, %)	16
图表 32: 火力发电量占比	17
图表 33: 煤电建设积极性不高, 导致托底保障能力减弱 (万千瓦)	17
图表 34: 超超临界发电锅炉用高压锅炉管的使用情况	18
图表 35: 火电装机容量及不同钢种需求预估	19
图表 36: 三桶油资本性支出 (亿元)	19
图表 37: 油气开采与石油煤炭加工行业投资累计同比增速 (%)	20
图表 38: 盛德鑫泰主要业务数据假设	21
图表 39: 盛德鑫泰主要业务板块盈利预测 (百万元)	22
图表 40: 可比公司估值对比 (2022-10-25 收盘价)	23

1. 公司为小口径无缝钢管龙头

1.1. 发展历程

盛德鑫泰新材料股份有限公司是一家从事各类无缝钢管新材料研发及应用的国家高新技术企业，成立于2001年，于2020年9月成功上市；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，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。

图表 1: 公司发展历程

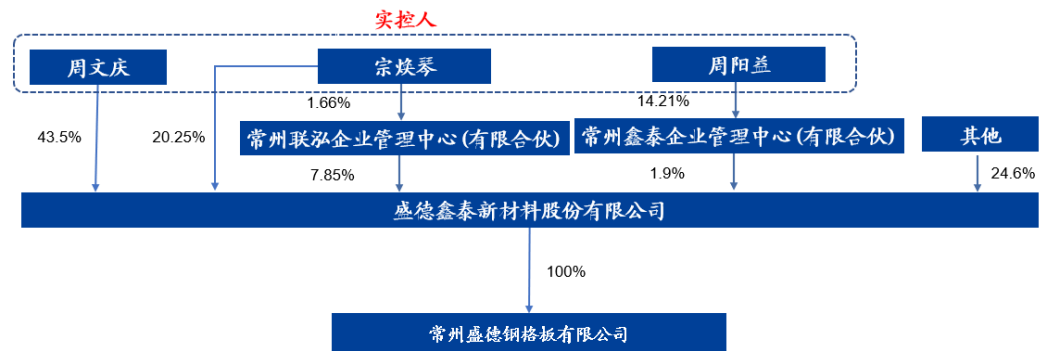


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2. 公司股权结构

公司股权结构简明清晰。根据已披露2022年三季报，公司股本为1亿股，其中周文庆、宗焕琴夫妇分别持有43.5%与20.25%公司股份，宗焕琴及周阳益（周文庆与宗焕琴之子）分别通过两家有限合伙公司持有0.13%与0.27%公司股份，周文庆、宗焕琴及周阳益为公司实际控制人。

图表 2: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司主要参股控股公司共有一家，2022年上半年该子公司营收与净利润贡献如下所示：

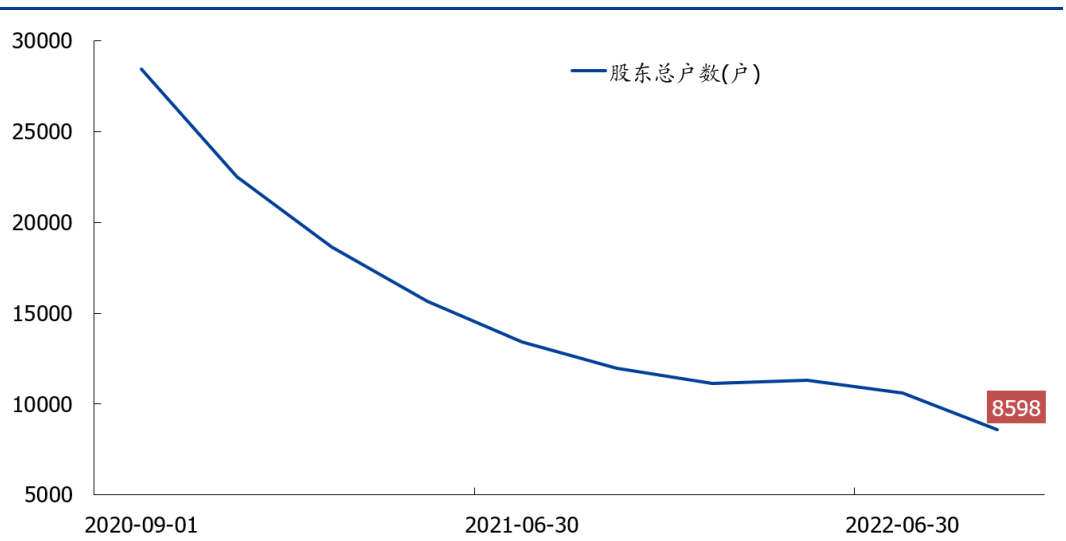
图表 3: 主要参股控股公司业务、收入及净利润 (万元)

公司名称	公司类型	主要业务	营业收入	净利润
常州盛德钢格板有限公司	子公司	钢格板的制造及销售	4793	235

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

股东户数方面, 2020年以来股东户数持续回落, 截止2022年三季度, 股东总户数降至8598户, 公司股权集中度进一步上升。

图表 4: 公司股东总户数 (户)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3. 公司产品结构与经营情况

公司主要产品为工业用能源设备类无缝钢管, 按照材质分类, 主要包括合金钢钢管、不锈钢钢管和碳钢钢管, 产品外径覆盖 16mm-159mm、长度覆盖 6m-18m 的各种型号, 三种不同材质无缝钢管主要特点对比如下:

图表 5: 不同材质无缝钢管指标区别

主要指标	碳钢	合金钢	不锈钢
制造	主要化学成分	以 C, Mn, Si 等元素为主, 一般不添加其他合金元素	在普通钢的基础上添加适量的 Cr、Mo、V 等合金元素, 提高了耐热性和耐腐蚀性
	制造工艺	冷拔为主	冷拔为主, 对于壁厚较厚 (7mm 及以上) 的钢管采用冷轧工艺
拉伸性能	抗拉强度	300-450MPa	410-700MPa
			400-650MPa

	屈服强度	180-350MPa	300-550MPa	250-550MPa
承压性能	气压承压	一般, 可以满足 10MPa 以下的工作环境	较好, 根据材质的不同, 最大的承压能力可以达到 25MPa	很好, 最大承压能力可达到 30MPa
耐热性能	温度	450 摄氏度	630 摄氏度	650 摄氏度
抗腐蚀性	-	一般, 可以满足石化行业抗 H ₂ S 的要求	较好, 特别是 09CrCuSb 材料, 专门用于耐硫酸露点腐蚀环境	很好, 满足苛刻环境使用
主要用途	电站锅炉制造、石油炼化行业	低温、低压部件	中高温、中高压部件	高温、高压(超高温、超高压)等核心部件

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

除了无缝钢管外, 全资子公司盛德钢格板主要生产和销售压焊钢格板及球接栏杆等产品; 上述产品主要用于电站锅炉设备领域与石油炼化领域, 其应用领域、主要型号与现有产能如下表所示:

图表 6: 公司主要产品型号、用途、产能及应用领域

类型	对应型号	对应用途	现有产能(吨)	应用领域
碳钢钢管	20G, SA-210C, 20# 电站锅炉、石化用管	各类中低压、高压发电锅炉、石化行业换热器管道		电站锅炉设备制造及石油炼化行业
合金钢钢管	15CrMoG 内螺纹锅炉用管, 12Cr1MoVG 内螺纹锅炉用管, T12 内螺纹锅炉用管, T91、T92 高压锅炉无缝钢管	超临界、超超临界电站锅炉用换热器管道、过热器主管道	95000	电站锅炉设备制造行业
不锈钢钢管	TP304H 不锈钢锅炉用管、TP347H 不锈钢锅炉用管、TP347HFG 不锈钢锅炉用管	超临界、超超临界电站锅炉用再热器、过热器核心部件	7000	电站锅炉设备制造及石油炼化行业
钢格板等	热浸锌踏步板、热浸锌钢格板、球接栏杆	电站锅炉、水电设备等平台; 市政工程、环卫工程等大型工程设备平台; 各类工业车间、大型设备等安全防护栏杆	15000	电站锅炉设备领域与石油炼化领域

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3.1. 总产量、营收、毛利率与净利率视角

公司目前具备年产 **10.2 万吨** 工业用能源设备类无缝钢管以及年产 **1.5 万吨** 钢格板生产能力(截至 **2021 年底**), 公司小口径高压锅炉用无缝钢管产量在 2014-2016 年连续排名全国第一, 在 2017-2018 年排名第二; 2019 年、2020 年、2021 年连续排名前三位。

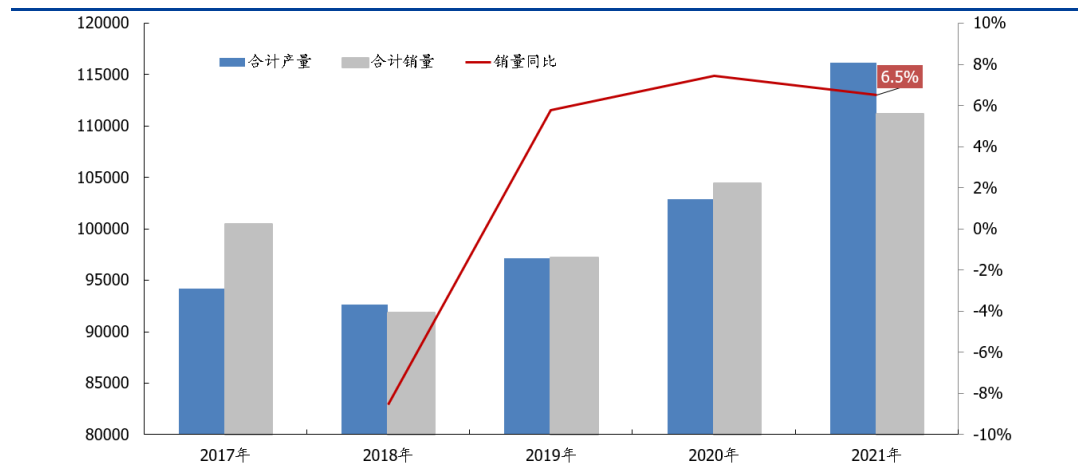
公司产销规模持续稳定增长,根据公司公告,公司2021年金属制品产量为11.62万吨,同比增长12.9%;近四年公司产销复合增速分别为5.4%、2.6%,产销规模逐年稳步上升,随着募投项目明年初投产,公司产销规模有望再上新台阶。

图表7: 公司历年产量、同比变动幅度以及产销率(吨)

类别		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
产能	碳钢、合金钢	86000	86000	86000	95000	95000
	不锈钢	7000	7000	7000	7000	7000
	钢格板	15000	15000	15000	15000	15000
产量	碳钢、合金钢	80129	77803	80852	89041	-
	不锈钢	2535	4350	4019	3717	-
	钢格板	11542	10500	12268	10100	-
销量	碳钢、合金钢	85753	77841	80645	-	-
	不锈钢	2586	4095	4023	-	-
	钢格板	12099	9903	12489	-	-
合计产能		108000	108000	108000	117000	117000
YOY			0.0%	0.0%	8.3%	0.0%
合计产量		94206	92654	97140	102859	116161
YOY			-1.6%	4.8%	5.9%	12.9%
合计销量		100439	91839	97157	104391	111189
YOY			-8.6%	5.8%	7.4%	6.5%
合计产能利用率		87.2%	85.8%	89.9%	87.9%	99.3%
合计产销率		106.6%	99.1%	100.0%	101.5%	95.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 公司2012年-2021年产销规模与同比变动幅度(万吨)



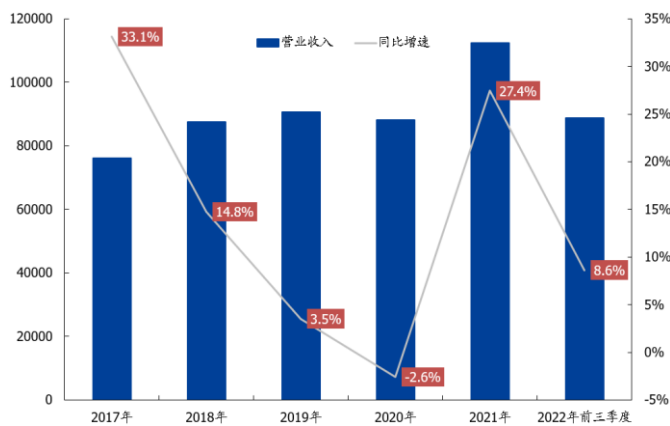
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司主营产品收入与利润规模在销量大增的驱动下快速增长, 毛利率处于较高水平:

- 公司2017年-2021年,总营收规模从7.6亿元增至11.2亿元,四年复合增速10.2%;2022年前三季度总营收8.9亿,同比增长8.6%;分品种来看,2022年上半年合金钢管营收占总营收的比重为64.5%,不锈钢管为17.8%,碳钢管为6.3%,钢格板

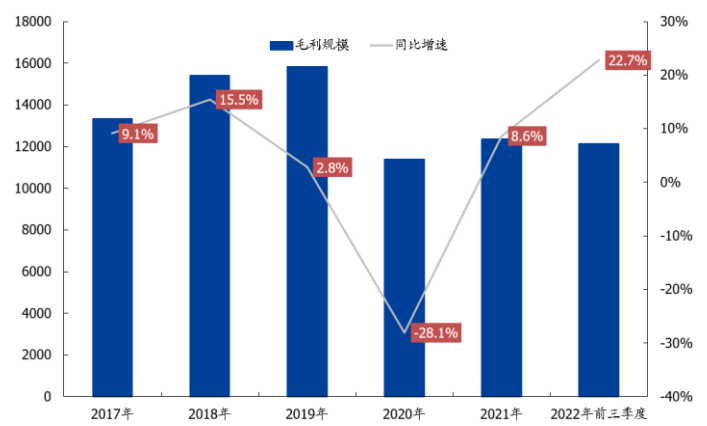
- 为7.8%;
- 公司2017年-2021年,总毛利规模从1.3亿元降至1.2亿元,五年复合增速-1.9%;2022年前三季度总毛利1.2亿,同比增长22.7%;分品种来看,2022年上半年合金钢管毛利占总毛利的比重为52.3%,不锈钢管为31.8%,碳钢管为5.1%,钢格板为9.1%;
 - 公司2017年-2021年整体毛利率从17.5%降至11%;2022年前三季度整体销售毛利率为13.7%;
 - 分品种来看,公司2017年-2022年上半年合金钢管销售毛利率基本维持在10%上方,不锈钢管毛利率近三年来基本维持在25%左右,钢格板与碳钢管毛利率波动较大。

图表 9: 公司总营收与同比增速 (万元)



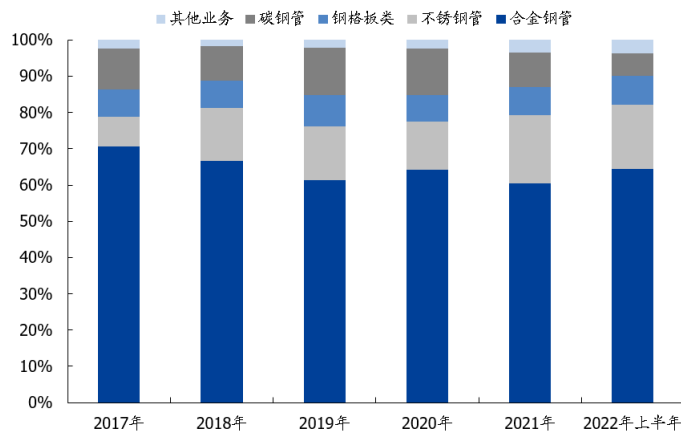
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司总毛利与同比增速 (万元)



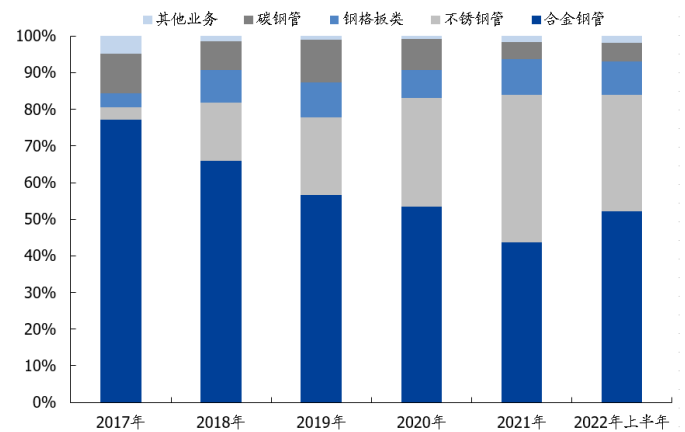
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 分产品营收占比



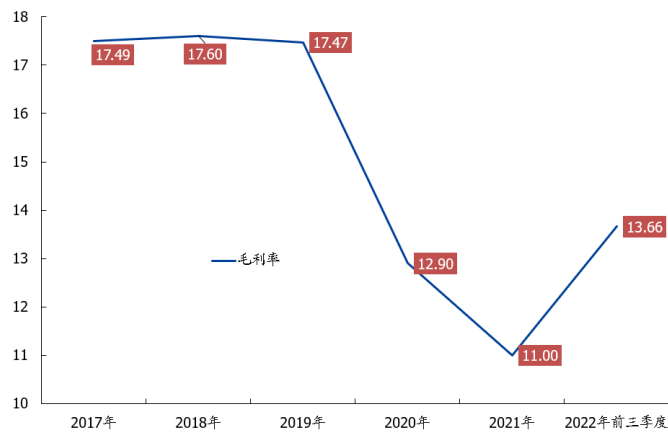
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 分产品毛利占比



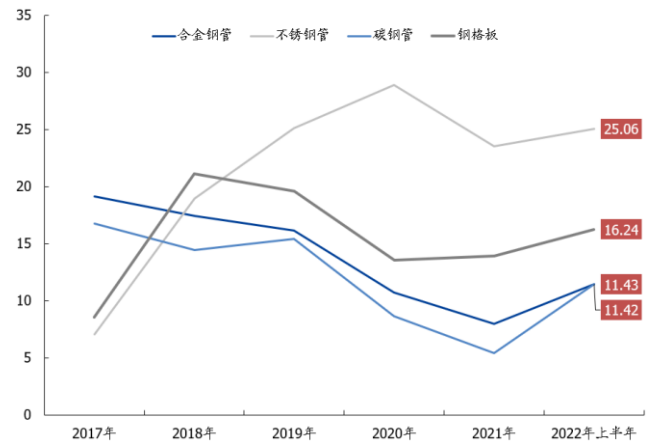
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司总毛利率与钢管产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

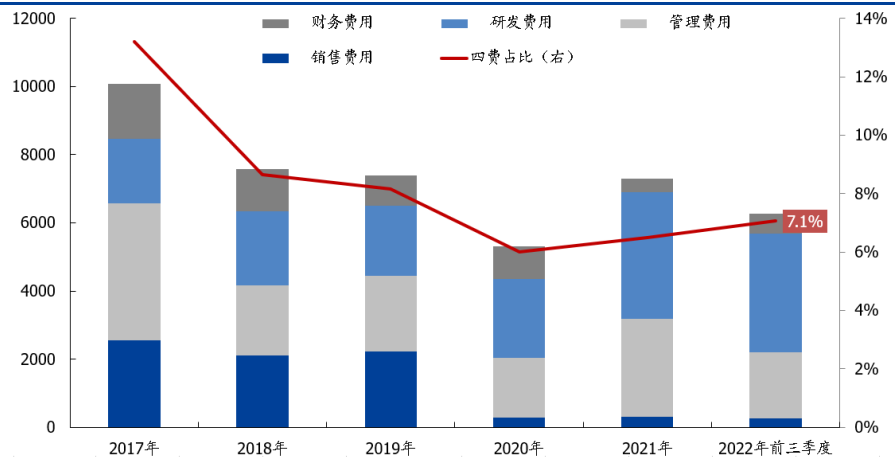
图表 14: 分类别毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

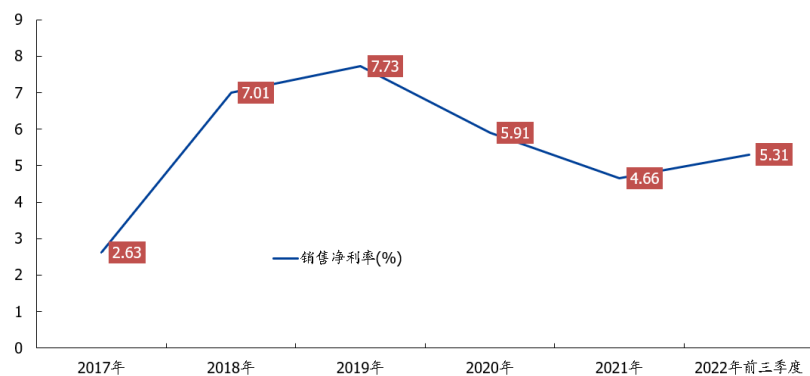
在营收规模扩张的同时, 公司费用端控制能力同步增强, 2017年-2022年前三季度四项费用占营业收入的比重从 13.2% 降至 7.1%; 得益于公司强大的技术创新实力, 公司销售净利率持续回升, 2016年-2022年前三季度公司综合销售净利率从 2.6% 提升至 5.3%。

图表 15: 四项费用占营业收入比重 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

1.3.2.吨钢售价、毛利视角

从吨钢口径来看,公司处于2020年吨售价与利润低谷后的修复阶段(测算数据假定2020年各产品产销规模相等、2021年各产品产销规模增速与总销量增速一致);

- 2017年-2021年,公司碳钢及合金钢吨售价保持相对稳定,累计涨幅为13.9%,不锈钢管售价则从2.4万元一度涨至5.3万元,累计涨幅为122.2%,钢格板售价从0.4万元涨至0.8万元,累计涨幅为68.4%;公司金属制品吨售价累计涨幅为31.6%;
- 2017年-2021年,公司碳钢及合金钢吨成本涨幅大于售价涨幅,累计涨幅为29.6%,不锈钢管吨成本累计涨幅为82.8%,钢格板吨成本累计涨幅为58.6%;公司金属制品吨成本累计涨幅为40.9%;
- 2017年-2021年,公司碳钢及合金钢吨毛利持续收缩,累计下降53.9%,不锈钢管吨毛利累计涨幅为641.1%,钢格板吨毛利累计涨幅为173.4%;公司金属制品吨毛利累计下降13.4%;

从吨钢数据可以看出,驱动公司盈利提升的主要部分为不锈钢管业务以及钢格板业务,而占据营收与毛利主要部分的合金钢及碳钢吨数据表现不佳,从底层逻辑来看,技术含量更高的不锈钢管以及高端合金钢是未来业务发展的主要方向。

图表 17: 主营产品吨口径数据(假定2020年各产品产销规模相等、2021年各产品产销规模同比增速与总销量增速一致,单位为元/吨)

	类别	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
吨售价	碳钢、合金钢	7,283	8,537	8,381	7,638	8,296
	不锈钢	24,040	31,616	33,169	31,587	53,415
	钢格板	4,764	6,608	6,197	6,262	8,024
	均值	7,411	9,358	9,126	8,246	9,754
吨成本	碳钢、合金钢	5,913	7,082	7,040	6,846	7,664
	不锈钢	22,345	25,633	24,841	22,471	40,851
	钢格板	4,356	5,213	4,983	5,415	6,909
	均值	6,148	7,707	7,512	7,163	8,660
吨毛利	碳钢、合金钢	1,370	1,456	1,341	792	631
	不锈钢	1,695	5,983	8,327	9,116	12,565
	钢格板	408	1,395	1,214	848	1,115
	均值	1,263	1,651	1,614	1,082	1,094

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

1.3.3.净资产收益率、投入回报率视角

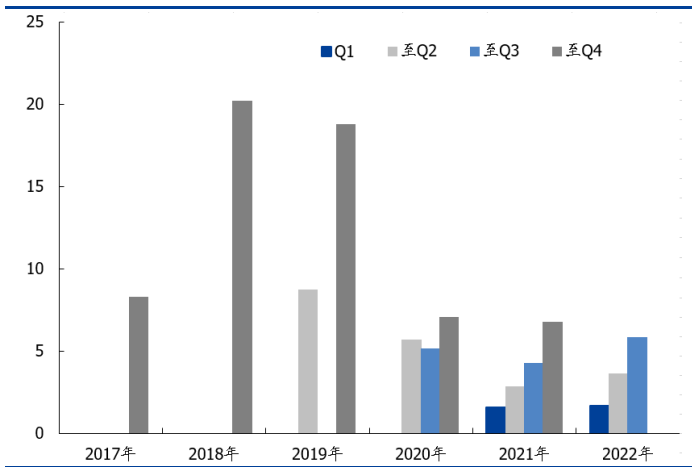
根据公司财报,2018-2019年公司ROE(摊薄)与ROIC处于高位,随后2020-2021年有所下滑,截至2022前三季度,公司ROE(摊薄)为5.80%,ROIC为5.10%,均好于去年同期水平。

图表 18: 2017 年以来公司净资产收益率及投入资本回报率 (摊薄, %)

ROE(摊薄)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
Q1					1.56	1.66
至 Q2			8.71	5.68	2.84	3.61
至 Q3				5.14	4.26	5.80
至 Q4	8.28	20.21	18.76	7.07	6.74	
ROIC	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
Q1				2.39	1.54	1.51
至 Q2			7.36	4.53	2.84	3.15
至 Q3			11.08	5.76	4.33	5.10
至 Q4	6.84	16.24	16.33	8.98	5.89	

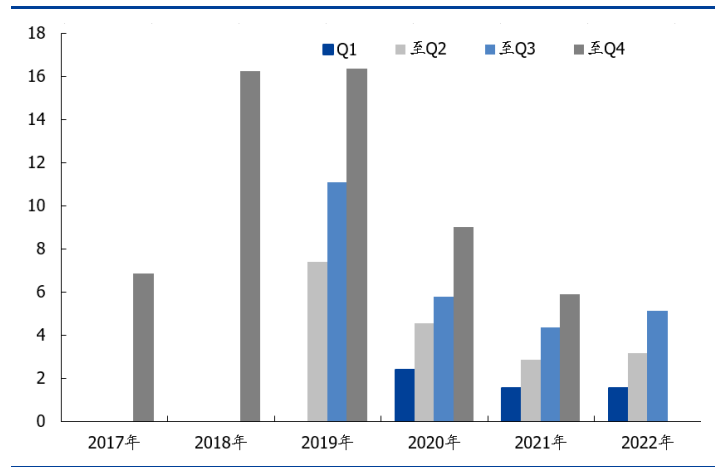
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 2017 年以来公司净资产收益率 (摊薄, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 2017 年以来公司投入资本回报率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 强壁垒叠加扩产, 竞争优势不断增强

2.1. 公司在小口径无缝钢管领域处于领先地位

无缝钢管制造行业属于技术密集行业, 行业壁垒及公司优势主要集中在以下三方面:

- **技术与工艺壁垒:** 近年来, 电站锅炉中超临界、超超临界等高效率锅炉的比例逐年增加, 以及石油炼化技术逐渐提升, 对压力容器的无缝钢管要求逐渐提升。能源设备类无缝钢管主要应用于电站锅炉或石油炼化等压力容器的重要环节, 产品质量稳定性与安全性非常重要, 故下游客户在选择供应商时, 需对无缝钢管进行持续耐久性测试, 一般实验时间在 1 万小时以上, 测试主要针对无缝钢管的产品稳定性、耐高温特性、耐高压特性、抗腐蚀性等; 此外, 包括镍基合金、耐腐蚀耐高温合金、超级不锈钢等在内的新型材料的深加工面临越来越高的技术要求, 掌握这些无缝钢管的加工技术的企业具备相对的竞争优势。
- **市场准入与认证壁垒:** 公司下游客户都是大型能源设备制造商, 其所生产的能源设备具有绝对价值大、安全重要性高的特点。公司生产的无缝钢管作为上述设备中的基础配件, 对能源设备的安全运行有重要的意义。因此, 公司下游客户会对供应商

实施严格的筛选程序，从企业规模、信用情况、生产能力、产品质量、售后服务稳定性等多角度对供应商资质进行综合评定，只有通过考核且长期符合认定条件的企业才能获得合格供应商资格；

另外，超临界级以上高压锅炉用无缝钢管由于产品使用环境较为严格，且多为 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，中高端锅炉用管的终端客户普遍设定合格供应商资格，进入门槛较高，竞争程度低于低端市场。

- **资金壁垒：**钢管管坯等原材料在产品生产中占有较大比例的生产成本，公司需投入大量的资金用于采购原材料以满足生产要求；能源设备类无缝钢管行业的下游客户主要以大型能源设备制造商为主，自身信用情况良好且要求上游企业给予一定的信用周期，因此，能源设备类无缝钢管行业对业内公司资金要求较高。

根据中国钢结构协会钢管分会的统计数据，公司生产的小口径高压锅炉用无缝钢管产量 2014-2016 连续 3 年在国内同行业中排名第一，2017 年、2018 年连续 2 年在国内同行业中排名第二；2019 年、2020、2021 年连续排名前三位。

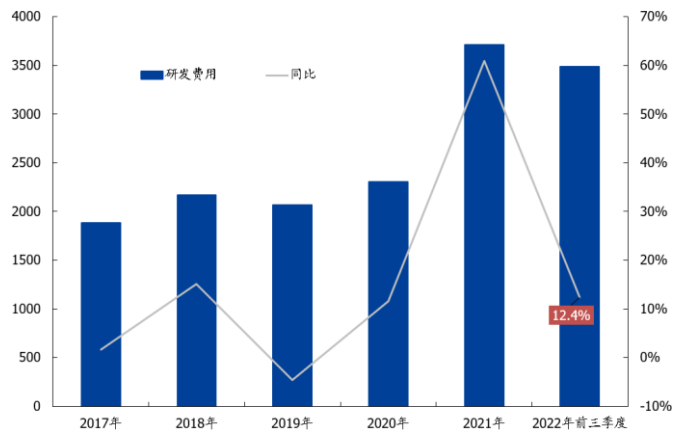
图表 21: 细分类别占比情况

类别	占比情况
电站锅炉用小口径合金钢管领域	2021 年三大锅炉厂的小口径电站锅炉用合金钢管年需求量约 16 万吨，公司每年锅炉用小口径合金钢管产量达 8 万吨，而三大锅炉厂电站锅炉年产量占全国电站锅炉产量 75% 左右，公司小口径合金钢管无缝管的市场占有率接近 50%。
电站锅炉用小口径不锈钢管领域	2021 年，三大锅炉厂采购的国产小口径不锈钢锅炉管量占采购小口径不锈钢管总量的比例超过 60%，不锈钢无缝钢管的国产化比例不断提高

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

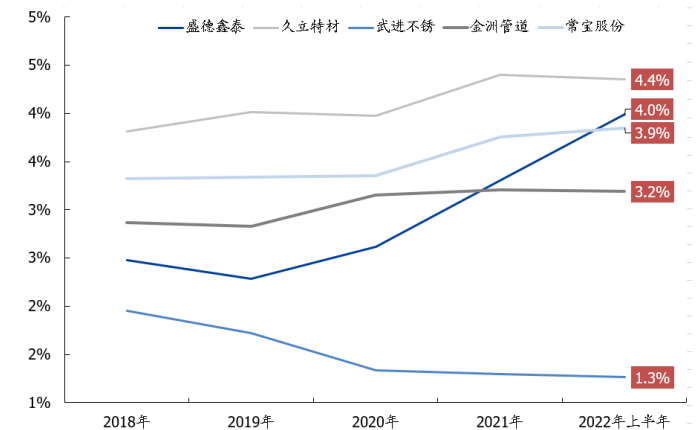
公司自 2009 年开始连续被评为高新技术企业，并于 2008 年获得了国家级特种设备（压力管道元件）的制造许可，**2022 年正式入选国家级第四批专精特新“小巨人”企业名单**；截至 2021 年底，公司研究院拥有研发人员 66 人，公司研发支出在营收中占比快速增加，显著高于可比钢管制造公司武进不锈、金洲管道、常宝股份，仅次于久立特材，2022 年前三季度公司研发费用为 0.35 亿元，同比增长 12.4%。

图表 22: 公司研发费用与同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 23: 可比公司研发费用占营收比例



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司在市场上具有显著竞争优势，与武进不锈、金洲管道、常宝股份、久立特材等钢管制造商相比，公司专注于小口径无缝钢管，涵盖从碳钢、合金钢到不锈钢全部材质，与可比公司形成差异化竞争局面，从产能及下游分布角度来看，久立特材专注油气及核电行业管材供应，武进不锈与常宝股份分别在不锈钢、碳钢及合金钢方面占据一定市场空间，在下游需求显著扩张的背景下，高端合金及不锈钢锅炉用管有望进入供不应求状态，价格与毛利率有望持续上行；另外电站高压锅炉用管对厂商的生产安排要求高，不仅规格多、批量小、钢种复杂，客观上形成了一定壁垒，公司小口径全规格、全材质的覆盖进一步提升了满足下游定制化、临时性需求的能力，因而拥有更强的客户黏性。

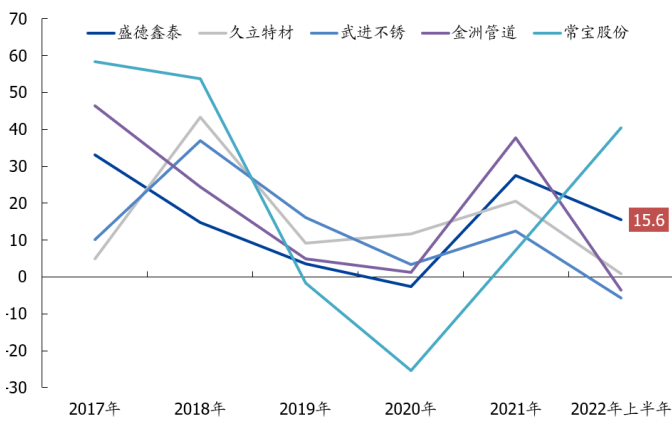
图表 24: 可比公司产品、材质、工艺及下游行业 (金洲管道产能来自官网)

公司名称	对应产品	涵盖材质	主要工艺	钢管产能情况	下游行业
盛德鑫泰	无缝管	碳钢、合金钢、 不锈钢	冷轧、冷拔	10.2 万吨	电站锅炉设备制造、石油炼化
久立特材	无缝管、焊接管	不锈钢	冷轧	13.5 万吨	石油炼化、核电、机械等
武进不锈	无缝管、焊接管	不锈钢	冷轧	8.9 万吨 (2021 产量)	电站锅炉设备制造、石油炼化
常宝股份	无缝管、焊接管	碳钢、合金钢	冷轧、热轧	100 万吨	石油炼化运输、电站锅炉设备制造
金洲管道	焊接管、镀锌管	碳钢	冷轧、热轧	180 万吨	石油燃气管道

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

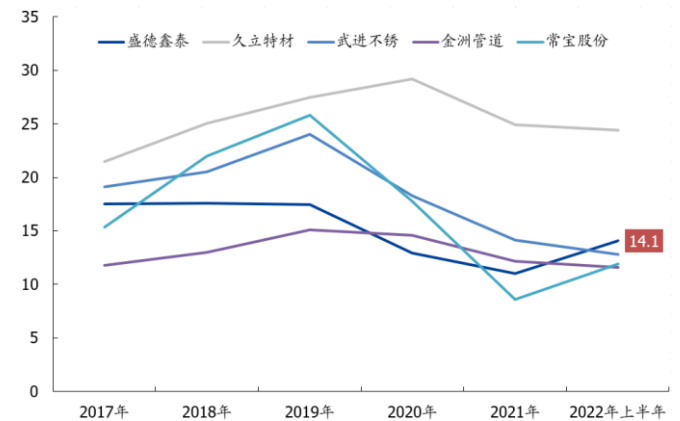
与可比公司财务情况对比后, 我们发现盛德鑫泰在**营收增速**、**毛利率**方面均处于领先地位, 净利率与 ROE 受制于扩产带来的费用增加, 弱于可比公司。

图表 25: 可比公司营收增速情况 (%)



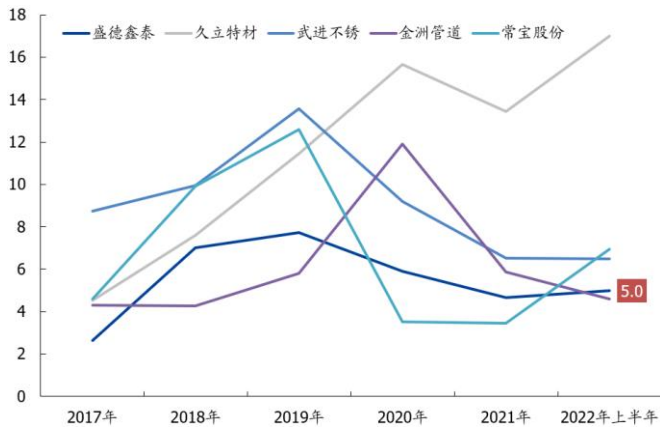
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 可比公司毛利率情况 (%)



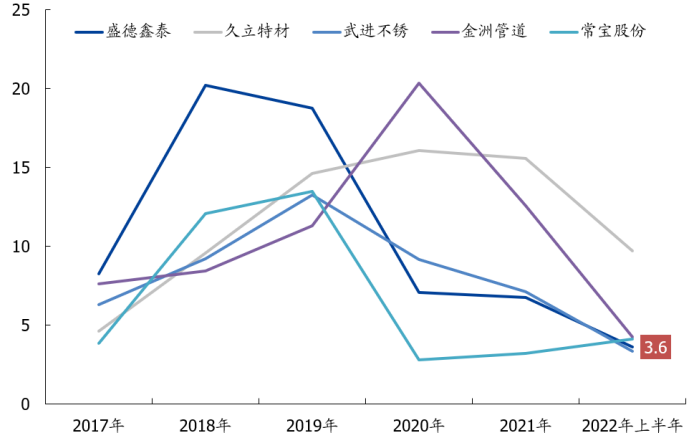
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 可比公司净利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 可比公司 ROE 情况 (摊薄, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2. 高端产线扩产在即

公司现有金属制品产能 11.7 万吨, 其中无缝钢管产能 10.2 万吨, 募投项目在建新增产能 4 万吨左右, 其中合金钢无缝钢管产能 3 万吨, 不锈钢无缝钢管产能 1 万吨, 下表中项目建成后, 无缝钢管总产能有望达到 14 万吨以上; 随着百万千瓦级以上的超临界, 甚至超超临界电站锅炉占比越来越高, 对 T91、T92 合金钢管等替代进口的合金钢管以及将替代进口的 HR3C 不锈钢管、Super304H 不锈钢管需求将大幅增长。在形成全系列的无缝钢管产品的同时, 进一步扩大盈利水平较高产品的产能, 提升公司无缝钢管产品的综合实力。

图表 29: 公司募投项目详情 (标红的为新增品种)

钢种	产品名称	产量 (吨)
不锈钢	HR3C 不锈钢管	2,000
	Super304H 不锈钢管	3,000
	TP347HFG 不锈钢管	5,000
合金钢	T92 合金钢管	3,000
	T91 合金钢管	12,000
	12Cr1MoVG 合金钢管	15,000
合计		40,000

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 上述项目中, 合金钢无缝钢管是公司最主要的产品品种, 也是主营业务利润贡献最大的产品品种, 其中, 12Cr1MoVG 合金钢管是公司合金钢产品中销量最大的单品, 而 T91、T92 合金钢管是制造工艺较高的合金钢品种, 也是近年来国产正在逐渐替代进口的合金钢产品, 报告期内, 公司 T91、T92 合金钢管的销量逐年增长;
- 不锈钢无缝钢管是公司近年来快速增长的品种, 目前公司不锈钢产品主要包括 TP347H 与 TP347HFG, 而 HR3C、Super304H 不锈钢管是公司拟替代进口的新产品。

根据公司公告, 上述项目预计将在 2022 年底前竣工并进行设备安装, 明年一季度进入试工期和产能爬坡期, 按照当前接单情况, 当前募投项目预计产能 5 万吨左右, 包含 T91、T92 高合金材料约 2 万吨, 不锈钢材料 2-3 万吨, 总产能较前期公告项目规划进一步提升的同时, 高毛利的不锈钢产品占比也显著增加, 有望驱动公司盈利水平加速回升。

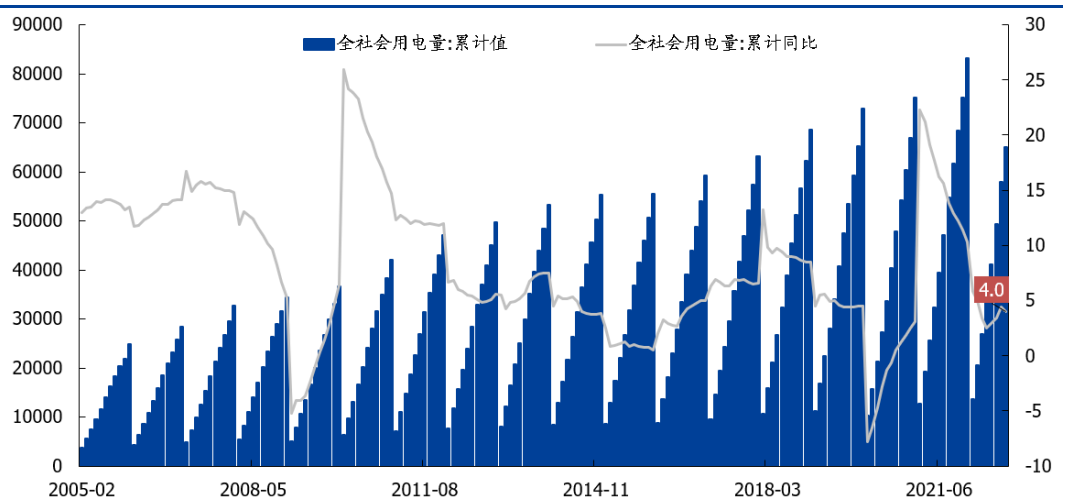
3. 需求进入景气周期

3.1. 火电行业

高压锅炉管作为无缝钢管的一种，是电站锅炉的重要组成部分。高压锅炉管的需求与电站投资以及全国用电量总体呈正相关关系，同时也受电站锅炉发电方式的影响，高压锅炉管的主要消费对象是火力发电锅炉制造业，占总消费量的主要部分；

全社会用电量近年来稳步增长，根据国家统计局数据，2021年全社会用电量达83128亿千瓦时，同比增长10.3%，截至2022年9月我国全社会用电量为6.5万亿千瓦时，同比增长4.0%。

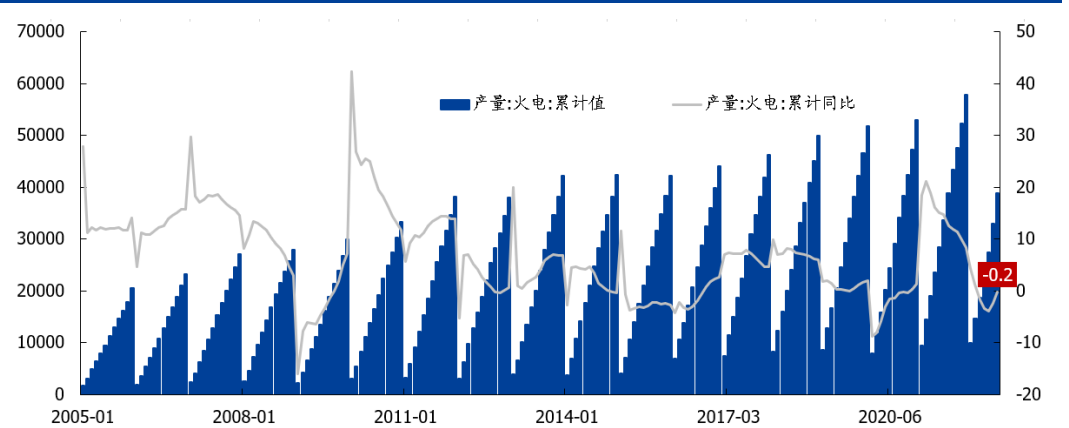
图表 30: 全社会用电量及同比增速 (亿千瓦时, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

近几年火力发电量持续增加,2021年我国火力发电量为58059亿千瓦时,同比增长8.4%,截至2022年8月我国火力发电量为38827亿千瓦时,同比下降0.2%。

图表 31: 火力发电量及同比增速 (亿千瓦时, %)

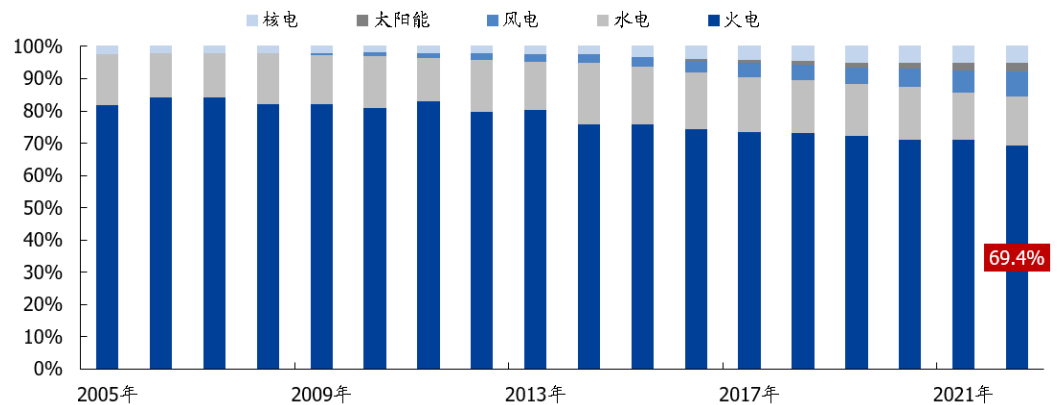


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

虽然水电、风电和核电等可再生能源发电量占比逐年提升,2021年底已分别达14.6%、8.1%、5.0%,但火电仍然是国内最主要的电力来源,截至2022年8月,火电占比仍高

达 69.4%。

图表 32: 火力发电量占比



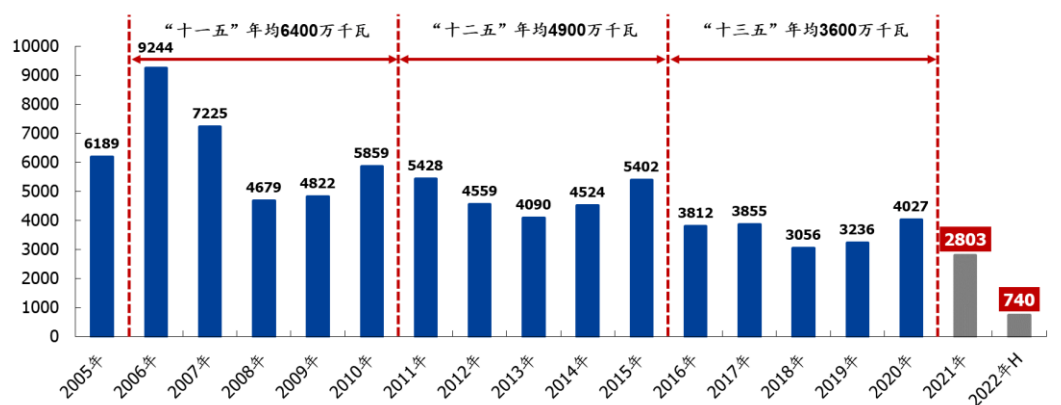
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

今年的异常高温、干旱天气并带来的区域性、阶段性限电对煤炭及电力供应系统产生较大影响:

- 高温高日耗, 加速煤炭社会库存去化, 且高温时间持续长, 额外多消耗 4000 万吨煤炭, 10 月来临, 煤矿及铁路运力优先保长协, 市场煤资源依旧偏紧;
- 去年至今的限电事件, 反应目前能源供应脆弱, 电源系统配置不足, 煤电装机不足, 无法体现其灵活调峰能力, 煤电在能源供应体系中的重要性显现;

煤电建设受制于政策端(双碳以及能耗双控), 进度显著变慢, 根据电规总院数据, 十一五期间新增火力发电容量年均 6400 万千瓦, 随后逐步回落, 2021 年为 2803 万千瓦, 到 2022 年上半年仅为 740 万千瓦, 在“立足煤炭”导向的指引下, 预计未来新增煤电装机有望大幅提升。

图表 33: 煤电建设积极性不高, 导致托底保障能力减弱 (万千瓦)



资料来源: Wind, 电力规划总院, 国盛证券研究所

根据电规总院 2022 年 8 月发布的《未来三年电力供需形势分析》, 未来三年新增煤电装机约 1.4 亿千瓦, 年均新增约 5000 万千瓦; 在此基础上假设乐观、中性和保守三种情形, 未来三年年均煤电新增装机分别为 7000 万千瓦、5000 万千瓦和 3000 万千瓦;

近年来国内电站锅炉朝着高效化、环保化发展，根据公司公告及张业圣于 2008 年发表的论文《我国火力发电用高压锅炉管现状与需求分析》，随着百万千瓦级以上的超临界，甚至超超临界电站锅炉占比越来越高，对 T91、T92 合金钢管等替代进口的合金钢管以及将替代进口的 HR3C 不锈钢管、Super304H 不锈钢管需求将大幅增长。

图表 34: 超超临界发电锅炉用高压锅炉管的使用情况

钢种	使用温度上限/℃	推荐应用部位
T24	580	过热器、再热器或水冷壁
P24	550	集箱、蒸汽管道
T23	600	过热器、再热器或水冷壁
P23	575	集箱、蒸汽管道
T91	625	过热器、再热器
P91	600	集箱、蒸汽管道
T92	650	过热器、再热器
P92	625	集箱、蒸汽管道
T122	650	过热器、再热器
P122	625	集箱、蒸汽管道
Super304H	700	过热器
HR3C	700	过热器（抗氧化、耐腐蚀）

资料来源：《我国火力发电用高压锅炉管现状与需求分析》张业圣，国盛证券研究所

除新建机组外，煤电机组改造也有望进一步提速，根据国家发展改革委、国家能源局 2021 年 10 月 29 日印发的《全国煤电机组改造升级实施方案》，后续煤电机组改造具有明确时间节点要求：

- 按特定要求新建的煤电机组，除特定需求外，原则上采用**超超临界、且供电煤耗低于 270 克标准煤/千瓦时的机组**。设计工况下供电煤耗高于 285 克标准煤/千瓦时的湿冷煤电机组和高于 300 克标准煤/千瓦时的空冷煤电机组不允许新建。**到 2025 年，全国火电平均供电煤耗降至 300 克标准煤/千瓦时以下。**
- 对供电煤耗在 300 克标准煤/千瓦时以上的煤电机组，应加快创造条件实施节能改造，对无法改造的机组逐步淘汰关停，并视情况将具备条件的转为应急备用电源。**“十四五”期间改造规模不低于 3.5 亿千瓦。**

根据公司公告，不同锅炉厂设计的路线有所差别，整体来看，当前 1GW 火电装机对小口径钢管的需求总量为 8000-9000 吨，其中高钢系的材料 T91、T92 约 800-1000 吨左右，不锈钢加超级不锈钢约 800-1000 吨左右，其他材料中 15CrMoG 和 12Cr1MoVG 约 2000-3000 吨左右，碳钢约 2500-3000 吨左右；根据上述参数与煤电装机容量测算如下：

图表 35: 火电装机容量及不同钢种需求预估

装机容量预估 (万千瓦)	2021	2022E-2024E		
		乐观	中性	保守
新增装机容量	2800	7000	5000	3000
改造升级容量	2900	8000	8000	8000
预计装机总增量	5700	15000	13000	11000
对应耗钢测算 (万吨)				
小口径钢管需求总量 (系数 0.85)	48	128	111	94
其中, T91/T92 (系数 0.09)	5	14	12	10
其中, 不锈钢/超级不锈钢 (系数 0.09)	5	14	12	10
其中, 15CrMoG/12Cr1MoVG (系数 0.25)	14	38	33	28
其中, 碳钢 (系数 0.3)	14	38	33	28

资料来源: 公司公告, 电力规划总院, 国盛证券研究所

3.2. 油气行业

与油价同步, 国内三桶油资本支出在 2021 年显著复苏, 根据已披露的 2021 年报, 三桶油合计资本支出 (含勘探开发及炼化) 为 4238 亿元, 同比增长 7.8%, 其中炼化环节合计 989 亿元, 同比增长 35.9%。

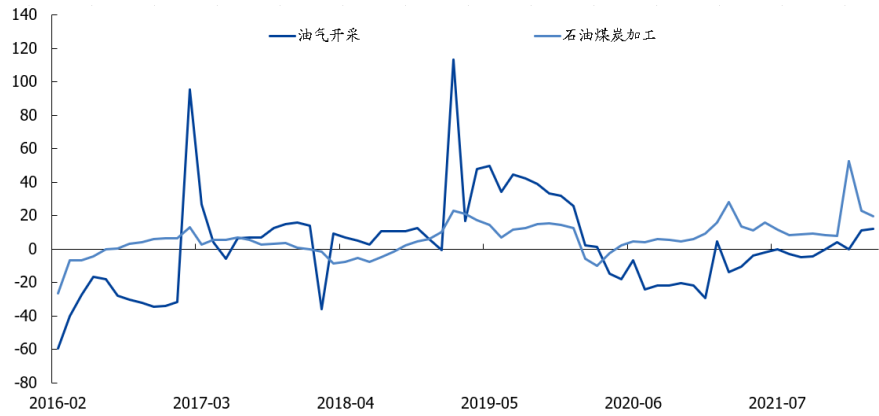
图表 36: 三桶油资本性支出 (亿元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
勘探、开发环节	2784	2112	2431	3004	3704	3204	3250
YOY	-31.7%	-24.1%	15.1%	23.6%	23.3%	-13.5%	1.4%
炼化环节	485	360	618	628	756	727	989
YOY	-35.1%	-25.7%	71.5%	1.6%	20.5%	-3.8%	35.9%
合计	3269	2472	3049	3631	4461	3932	4238
YOY	-32.2%	-24.4%	23.3%	19.1%	22.8%	-11.9%	7.8%

资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

根据国家统计局数据, 1-8 月石油和天然气开采业固定资产投资累计同比上升 12.7%, 石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资累计同比上升 2.2%; 相关油气开采及加工行业仍处于景气阶段。

图表 37: 油气开采与石油煤炭加工行业投资累计同比增速 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 核心假设

售价方面，公司合金钢、碳素钢过去四年复合增速 1.6%，不锈钢管、钢格板复合增速 9.5%，考虑到公司产品结构不断改善，高合金钢种及超级不锈钢持续放量，下游需求也有望保持旺盛状态，给予合金钢管、钢格板 2023-2024 年各 1% 的价格涨幅，给予不锈钢管 2022-2024 年各 3% 的价格涨幅。

销量方面，在火电装机加速发展、能源持续紧张背景下，煤电、炼化业务均有较好需求前景，叠加公司在建产能逐步释放及公司 2022 年销售目标预估，假定产销相等，对未来年度销量与吨毛利预估如下：

1) 合金及碳素钢管：预计 2022-2024 年合金及碳素钢管销量分别为 9.5 万吨（同比变动幅度为+0.2%，下同）、10.6 万吨（+3.2%）、11.3 万吨（+3.1%）；预计 2022-2024 年吨毛利分别为 922 元/吨（同比变动幅度为+46%，下同）、1185 元/吨（+28.5%）、1368 元/吨（+15.4%）。

2) 不锈钢管：预计 2022-2024 年不锈钢管销量分别为 0.4 万吨（+6.1%）、0.7 万吨（+61.9%）、0.9 万吨（+25.0%）；预计 2022-2024 年吨毛利分别为 13574 元/吨（+9.5%）、15867 元/吨（+15.4%）、17510 元/吨（+10.4%）。

3) 钢格板：预计 2022-2024 年钢格板销量分别为 1.1 万吨（+4.6%）、1.1 万吨（0%）、1.1 万吨（0%）；预计 2022-2024 年吨毛利分别为 1297 元/吨（+16.3%）、1310 元/吨（+1%）、1323 元/吨（+1%）。

图表 38: 盛德鑫泰主要业务数据假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
金属制品综合					
销量 (万吨)	10.3	11.0	11.0	12.4	13.2
综合售价 (元/吨)	8,368	9,899	10,124	11,074	11,725
吨成本 (元/吨)	7,270	8,789	8,676	9,075	9,324
吨毛利 (元/吨)	1,098	1,110	1,448	1,999	2,401
其中：合金、碳素钢管					
销量 (万吨)	8.9	9.5	9.5	10.6	11.3
综合售价 (元/吨)	7,638	8,296	8,379	8,462	8,547
吨成本 (元/吨)	6,846	7,664	7,457	7,278	7,179
吨毛利 (元/吨)	792	631	922	1,185	1,368
其中：不锈钢管					
销量 (万吨)	0.4	0.4	0.4	0.7	0.9
综合售价 (元/吨)	31,586	53,415	55,018	56,668	58,368
吨成本 (元/吨)	22,471	40,851	41,263	40,801	40,858
吨毛利 (元/吨)	9,116	12,564	13,754	15,867	17,510
其中：钢格板					
销量 (万吨)	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1

综合售价 (元/吨)	6,262	8,024	8104	8185	8267
吨成本 (元/吨)	5,415	6,909	6,808	6,876	6,944
吨毛利 (元/吨)	848	1,115	1,297	1,310	1,323

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

4.2. 盈利预测

基于以上假设, 预计 2022 年~2024 年公司营业收入分别为 11.6 亿元、14.2 亿元、16.0 亿元, 同比分别增长 3.2%、22.5%、12.4%; 毛利率分别为 14.0%、17.7%、20.1%; 归母净利润分别为 0.74 亿元、1.46 亿元、1.97 亿元。

图表 39: 盛德鑫泰主要业务板块盈利预测 (百万元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
无缝钢管					
营业收入	861	1,085	1,118	1,377	1,551
yoy	97.69%	96.58%	96.52%	97.02%	97.21%
营业成本	748	963	958	1,128	1,233
yoy	97.44%	96.35%	96.15%	96.56%	96.69%
毛利率	13.13%	11.21%	14.30%	18.05%	20.48%
其他					
营业收入	20	38	40	42	44
yoy	14.0%	88.4%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本	20	37	38	40	42
yoy	18.4%	85.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	3.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
公司总计					
营业收入	881	1,123	1,159	1,419	1,595
yoy	-2.6%	27.4%	3.2%	22.5%	12.4%
营业成本	767	999	997	1,168	1,275
yoy	2.8%	30.2%	-0.3%	17.2%	9.2%
毛利率	12.90%	11.00%	13.98%	17.66%	20.05%
归母净利润	52	52	74	146	197

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

4.3. 投资建议

公司主营产品为能源用小口径无缝钢管, 从产品高端化与产业链位置特征进行综合考虑, 选取工业不锈钢管龙头久立特材、合金碳素钢管供应商常宝股份、高端合金钢及高温合金供应商抚顺特钢作为对比, 其 2023 年一致性预期 PE 均值为 17.3 倍, 考虑到公司盈利有望受益于高端产品扩产及毛利率抬升, 增速显著加快, 我们预估 2023 年 PEG 约为 0.25, 显著低于可比公司, 展现出公司较强的成长性。

图表 40: 可比公司估值对比 (2022-10-25 收盘价)

证券代码	证券简称	股价/元	PE/倍			PEG	EPS/元			
			2021A	2022E	2023E	2023E	2021A	2022E	2023E	2024E
002318.SZ	久立特材	17.64	22	16.02	14.07	1.06	0.81	1.1	1.25	1.4
220478.SZ	常宝股份	6.39	29.32	12.45	11.08	0.89	0.15	0.51	0.58	0.68
600399.SH	抚顺特钢	16.60	62.36	47.78	26.73	0.34	0.4	0.35	0.62	0.82
	均值		37.89	25.42	17.29	0.76				
300881.SZ	盛德鑫泰	37.68	69.16	48.80	24.75	0.25	0.52	0.74	1.46	1.97

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (久立特材、常宝股份、抚顺特钢预测来自于 Wind 一致性预期)

公司专注小口径能源用无缝钢管制造, 产能扩张的同时, 下游需求持续向好有效支撑其盈利释放, 高端产品占比提升有望支撑其估值走高; 我们预计公司 2022 年~2024 年实现归母净利分别为 0.74 亿元、1.46 亿元、1.97 亿元, 对应 PE 为 48.8、24.7、18.4 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

5. 风险提示

上游原料价格大幅波动。

若管坯、不锈钢价格大幅上涨, 可能影响不锈钢管、合金钢管及碳钢管利润实现。

无缝钢管需求不及预期。

下游煤电锅炉、油气炼化等领域需求可能由于行业或突发事件的原因出现超预期下滑。

新业务发展存在不确定性。

公司高端产品在销售渠道拓展进度可能不及预期, 后续随着产量的释放可能导致销售毛利率有所下滑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com