

火电锅炉管需求释放，高端管材龙头盈利增长

2023 年 04 月 07 日

➤ **事件概述：公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 28.30 亿元，同比增长 4.86%；归母净利润 2.15 亿元，同比增长 22.00%；扣非归母净利润 1.77 亿元，同比增长 18.15%。2022Q4，公司实现营收 7.92 亿元，同比增长 13.11%、环比提升 2.81%；归母净利润 0.72 亿元，同比增长 271.30%、环比提升 18.42%；扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 389.54%，环比降低 0.50%。**

➤ **点评：产销量同比下滑，毛利率水平改善**

① **量：2022 年公司产销量同比下滑，电力锅炉营收占比增加。**公司 2022 年生产无缝管 4.70 万吨，同比下滑 9.51%，焊管 2.96 万吨，同比下滑 19.26%；销售无缝管 4.62 万吨，同比下滑 7.23%，焊管 2.88 万吨，同比下滑 22.81%。其中，公司电力行业订单明显增长，营收占比同比增长 5.5pct 至 10.95%，毛利占比同比增长 4.27pct 至 7.14%，并带动公司合同负债明显提升。

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，但无缝管全年均价同比增长 18.26%，焊管价格同比增长 14.94%，且公司提升火电锅炉管等高端产品销量，强化成本管控，实现了营收及净利润双增长。2022 年公司毛利率提升 0.16pct 至 14.30%。分季度看，2022Q4 毛利率环比提升 1.13pct，同比提升 4.48pct 至 16.06%。

➤ **未来核心看点：火电需求放量明显，高端管材龙头盈利增长**

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。

③ **公司积极增产把握市场复苏机遇。**公司是国内不锈钢管行业龙头企业之一，原有火电锅炉管产能 1 万吨。公司 2 万吨高端不锈钢管项目预计 2023 年 5 月份投产，达产后火电锅炉管产能可达 3 万吨。

④ **乙烯裂解炉用管国产化大势所趋，精密管行业龙头地位巩固。**公司与国内某石化巨头联合立项，预计 2023 年实现乙烯裂解炉对流段炉管的国产化。公司在 3500 吨精密管材生产线投产过后继续砥砺前行，将为公司高盈利能力构筑护城河，打造行业龙头地位。

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 3.87/5.99/6.11 亿元，对应 4 月 6 日收盘价，PE 分别为 12、8 和 8 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)	2830	3685	4479	4520
增长率 (%)	4.9	30.2	21.6	0.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	215	387	599	611
增长率 (%)	22.0	80.0	54.6	2.1
每股收益 (元)	0.54	0.97	1.49	1.53
PE	22	12	8	8
PB	1.9	1.7	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 06 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.93 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.武进不锈 (603878.SH) 2022 年业绩快报点评：把握火电需求复苏机遇，高端管材龙头盈利提升-2023/02/02

2.武进不锈 (603878.SH) 深度报告：把握火电需求复苏机遇，高端管材龙头蓄势待发-2022/11/12

目录

1 事件概述：公司公布 2022 年年报	3
2 点评：售价提高抵消销量下滑，毛利水平企稳回升	4
2.1 公司产销量同比下滑，毛利率水平改善	4
2.2 2022Q4 盈利水平环比基本持平，同比改善明显	7
3 核心看点：火电锅炉管需求释放，高端管材龙头盈利增长	7
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

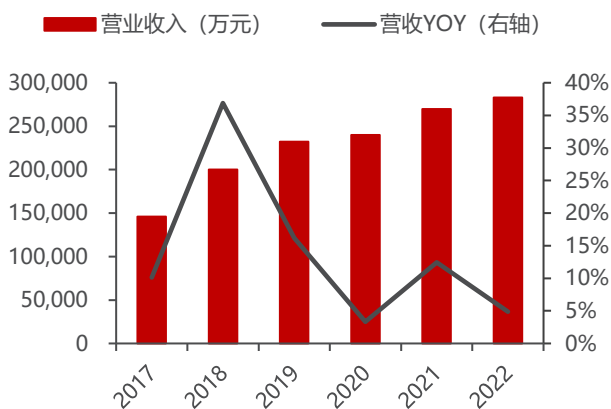
1 事件概述：公司公布 2022 年年报

公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营业总收入 28.30 亿元，同比增长 4.86%；归母净利润 2.15 亿元，同比增长 22.00%；扣非归母净利润 1.77 亿元，同比增长 18.15%。

2022Q4，公司实现营业总收入 7.92 亿元，同比增长 13.11%、环比提升 2.81%；归母净利润 0.72 亿元，同比增长 271.30%、环比提升 18.42%；扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 389.54%，环比降低 0.50%。业绩符合预期。

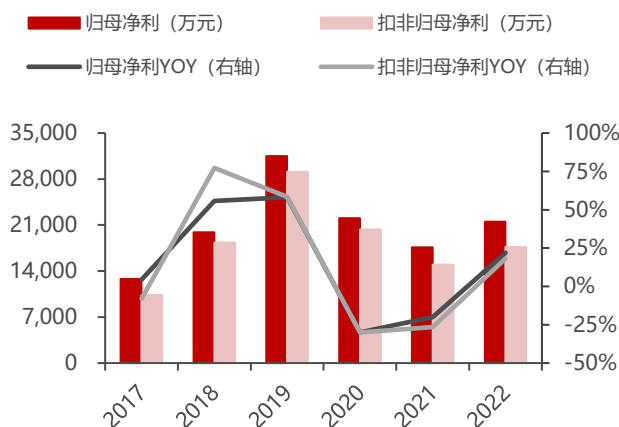
2023 年公司经营计划：2023 年较 2022 年实现主营业务收入提高 30%，净利润提高 50%，即实现主营业务收入 36.79 亿元，净利润 3.23 亿元。

图1：公司 2022 年度营收同比+4.86%



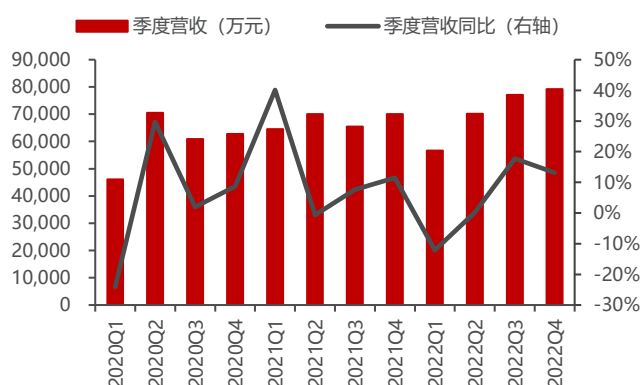
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2022 年度归母净利润同比+22.00%



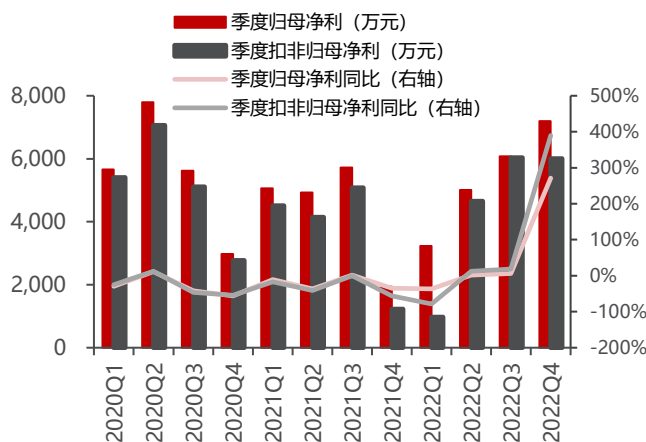
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2022Q4 营收同比+13.11%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2022Q4 归母净利润同比+271.30%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: 售价提高抵消销量下滑, 毛利水平企稳回升

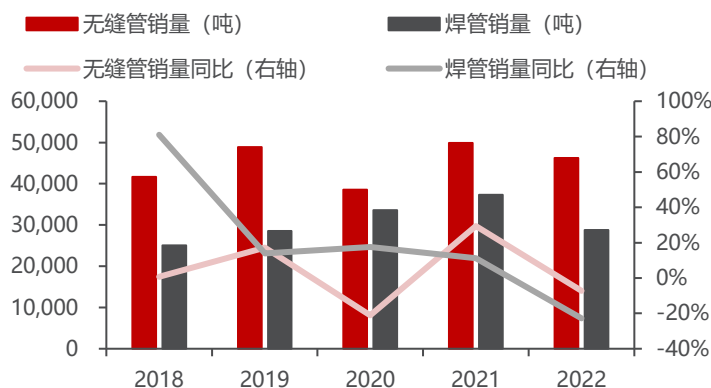
2.1 公司产销量同比下滑, 毛利率水平改善

量: 2022 年公司产销量同比下滑, 电力锅炉营收占比增加。公司 2022 年生
产无缝管 4.70 万吨, 同比下滑 9.51%, 焊管 2.96 万吨, 同比下滑 19.26%; 销售
无缝管 4.62 万吨, 同比下滑 7.23%, 焊管 2.88 万吨, 同比下滑 22.81%。受政策
影响, 电力行业供求关系从买方市场逐渐变为卖方市场, 公司电力行业订单明显增
长, 营收占比同比增长 5.5pct 至 10.95%, 毛利占比同比增长 4.27pct 至 7.14%。

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
无缝管全年均价同比增长 18.26%, 焊管价格同比增长 14.94%, 且公司提升火电
锅炉管等高端产品销量, 强化成本管控, 实现了营业收入及净利润双增长。2022
年公司毛利率提升 0.16pct 至 14.30%。分季度看, 2022Q4 毛利率环比提升
1.13pct, 同比提升 4.48pct 至 16.06%。

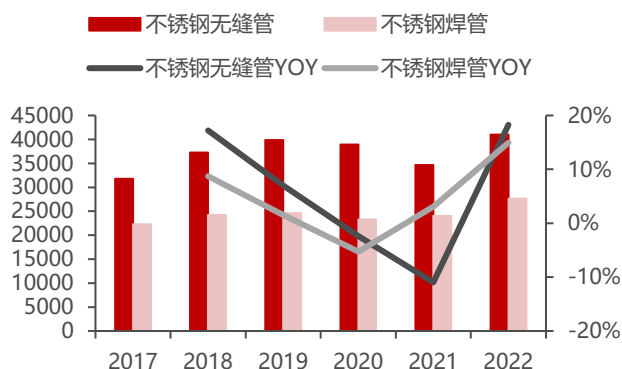
2022 年公司合同负债增加明显, 同比增长 147.80%至 1.98 亿元。由于公司
电力行业营收占比回升明显, 我们预计公司合同负债增长明显主要由于公司电力
行业相关产品火电锅炉超级不锈钢管预收货款增加较为明显。

图5: 2022 年公司产销量下滑



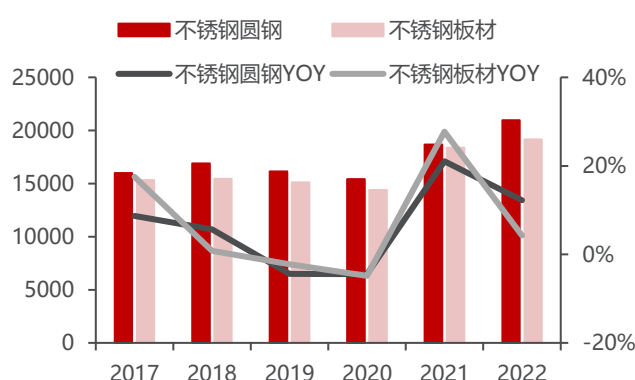
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 公司产品市场价格情况 (单位: 元/吨)



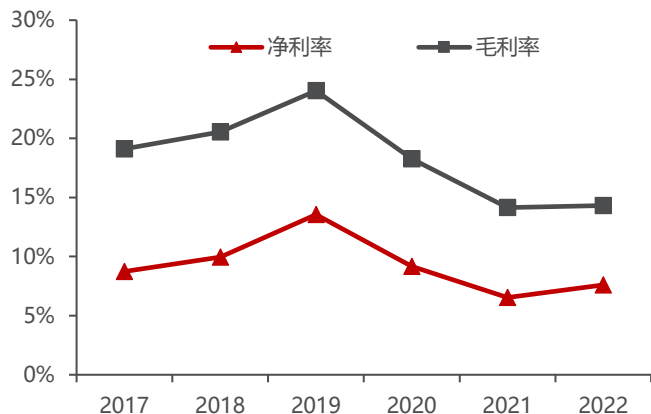
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 不锈钢原材料价格情况 (单位: 元/吨)



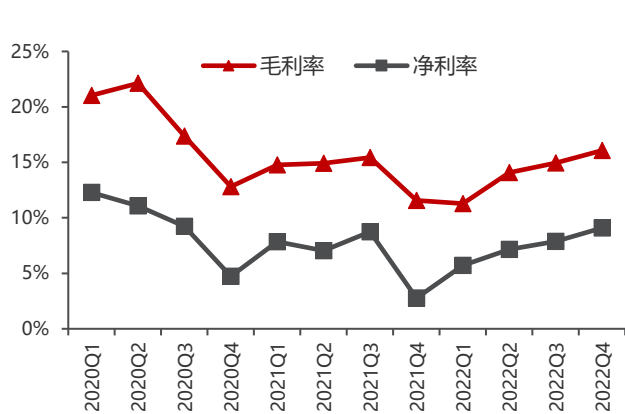
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022 年公司毛利率小幅回升至 14.30%



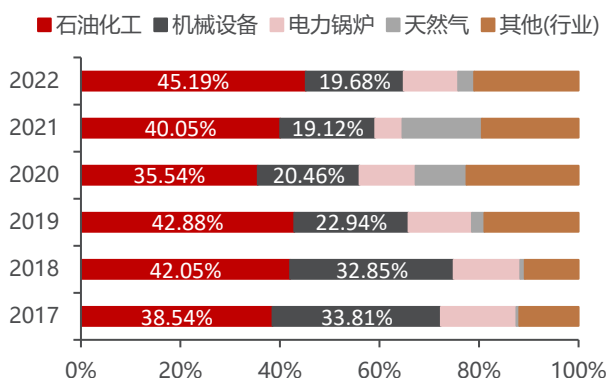
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2022Q4 公司毛利率回升至 16.06%



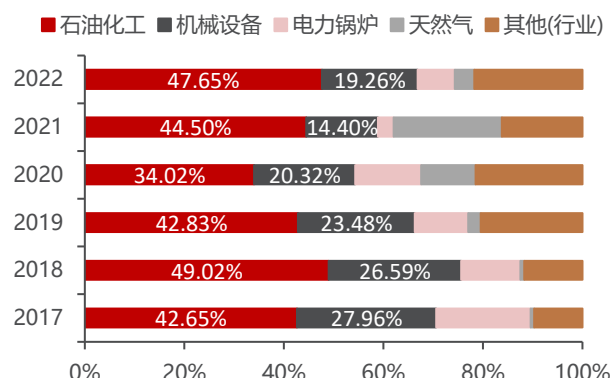
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022 年分行业营收占比



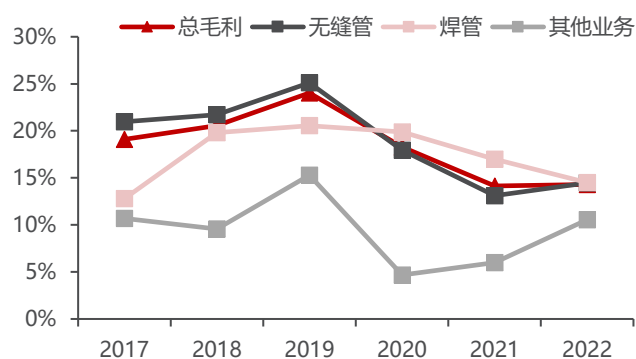
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022 年分行业毛利占比



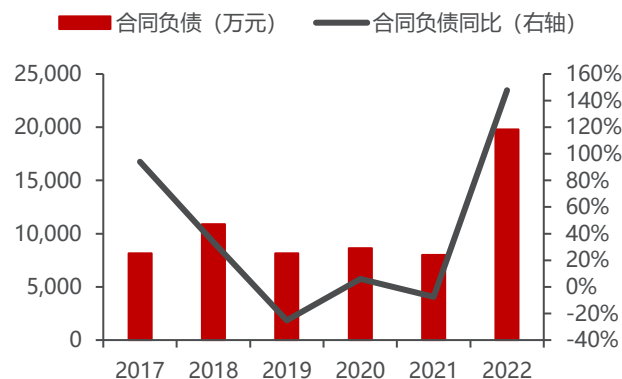
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2022 年分产品毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

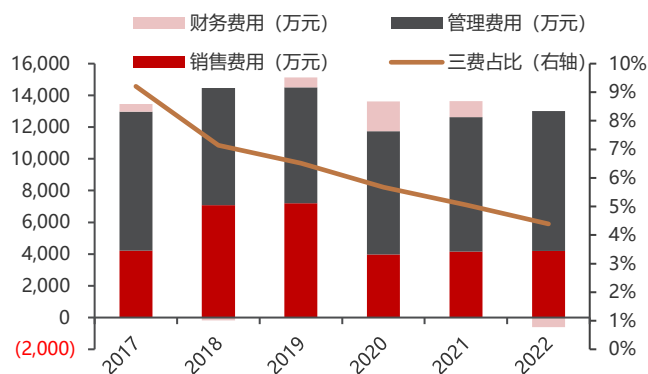
图13: 2022 年公司合同负债增加明显



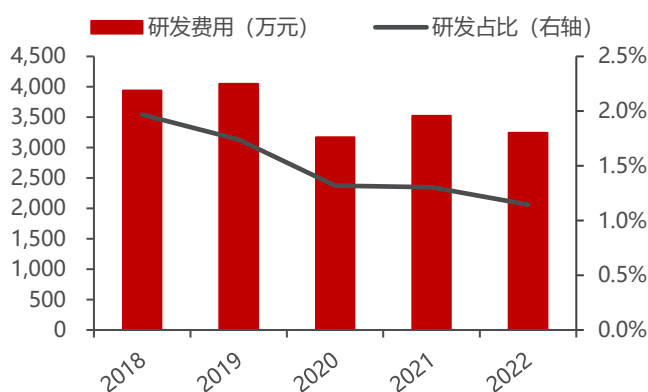
资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 根据新收入准则, 2020 年起将合同预收款重分类至合同负债, 2020 年之前合同负债以预收款科目替代。

2022 年期间费用减少。公司 2022 年期间费用同比减少 8.94%至 1.24 亿元，期间费用率同比减少 0.67pct 至 4.39%，其中销售费用微增 0.94%至 0.42 亿元；管理费用增长 4.02%至 0.88 亿元，主要系折旧与摊销同比增加 0.07 亿所致；财务费用 2021 年为 0.10 亿元，2022 年由正转负变为-0.06 亿元，主要由于银行汇兑收益增加所致。**2022 年公司研发费用减少**，同比下降 7.90%至 0.32 亿元，主要系折旧费减少 0.015 亿元。

图14：2022 年公司期间费用下滑


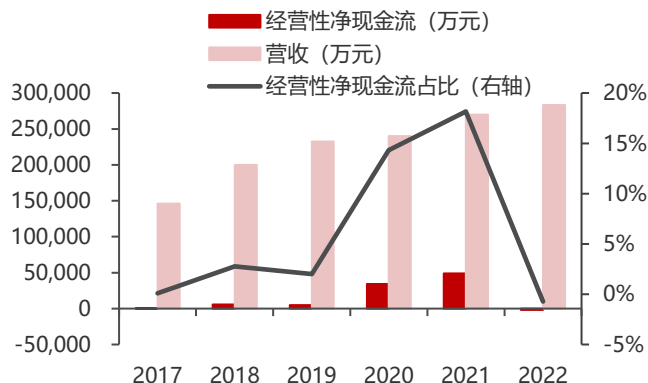
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15：2022 年研发费用小幅下滑


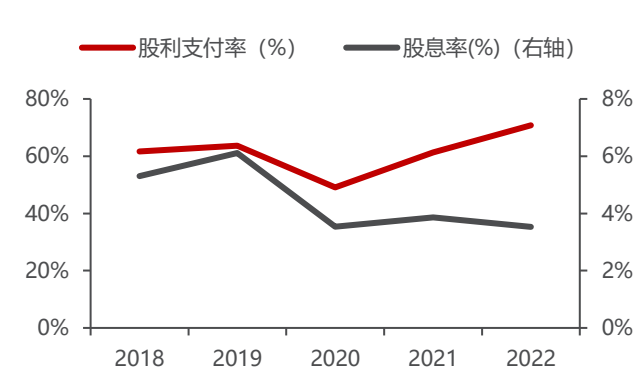
资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年公司经营性净现金流由正转负，2021 年公司经营性净现金流为 4.90 亿元，2022 年转负为-0.21 亿元，主要系 2022 年上半年受疫情影响，Q1、Q2 经营性净现金流分别为-0.64 亿元、-0.90 亿元；但下半年环比改善明显，Q3、Q4 经营性净现金流分别为分别为 0.65 亿元、0.68 亿元。

公司 2022 年每股现金分红增加，拟向全体股东每 10 股转增 4 股。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.80 元 (含税)，较 2021 年每 10 股现金红利增加 1.1 元，股利支付率提升 9.42pct 至 70.78%。公司现金分红总额为 1.52 亿，同比增加 40.74%。此外，公司拟向全体股东每 10 股转增 4 股。截至 2022 年底，公司总股本 400,758,848 股，转增后公司的总股本将为 561,062,387 股。

图16：2022 年公司经营性净金流转为负


资料来源: wind, 民生证券研究院

图17：2022 年公司股利支付率提升


资料来源: wind, 民生证券研究院

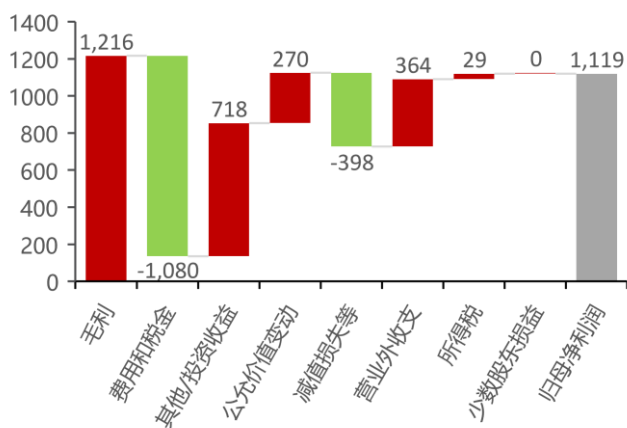
2022 年公司共计提减值损失 3347.16 万元，同比增加 26.45%。其中计提信用减值损失 1752.75 万元，同比增加 123.47%；计提资产减值损失 1594.41 万元，同比减少 14.41%。

2.2 2022Q4 盈利水平环比基本持平，同比改善明显

2022Q4 vs 2022Q3: 2022Q4 归母净利润环比增加 1119 万元，主要的增利点在于毛利 (+1216 万元)、其他/投资收益 (+718 万元)、公允价值变动 (+270 万元)、营业外收支 (+364 万元)；主要的减利点包括费用和税金 (-1080 万元)、减值损失等 (-398 万元)。

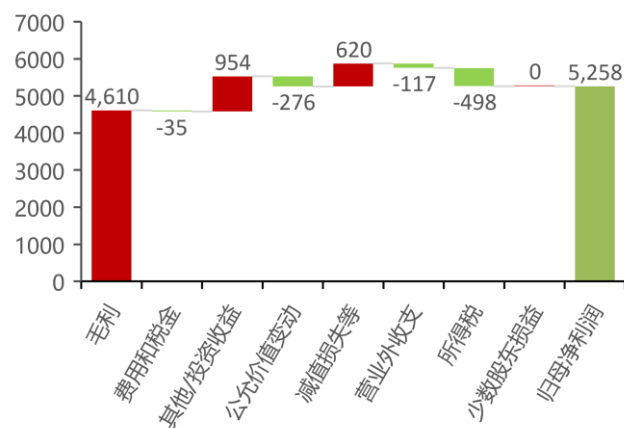
2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润同比增加 5258 万元，主要的增利点在于毛利 (+4610 万元)、其他/投资收益 (+954 万元)、减值损失等 (+620 万元)，其中主要为。主要的减利点包括公允价值变动 (-276 万元)、营业外收支 (-117 万元) 及所得税 (-498 万元)，其中毛利大幅增长主要因公司产品均价增幅明显，提升火电锅炉管等高端产品销量，强化成本管控；其他/投资收益增长主要因 2022 年结构性存款及理财产品投资收益同比增加 618.86 万元。

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, 高端管材龙头盈利增长

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

公司积极增产把握市场复苏机遇。公司是国内不锈钢管行业龙头企业之一，第一家国产化 S30432 供应商。公司火电锅炉管原有产能 1 万吨，2020 年开始投资 4.7 亿元建设年产 2 万吨的高端不锈钢管项目，预计 2023 年 5 月份投产，达产后火电锅炉管产能可达 3 万吨。新增产能的投放将有助于公司把握火电需求复苏机遇，提升盈利能力。

表2：公司不锈钢管投产计划

序号	产品名称	年产量 (吨)
1	锅炉用不锈钢管	12000
2	换热器不锈钢无缝管 304L	3000
3	换热器不锈钢无缝管 316L	3000
4	换热器不锈钢无缝管 (双相钢 2205/2507)	2000
合计		20000

资料来源：公司公告，民生证券研究院

裂解炉用管国产化大势所趋，精密管行业龙头地位巩固。根据华经情报网，预计我国乙烯裂解炉、高温炉管市场规模稳定扩大，2024 年市场规模分别达到 53.6

亿元、17.6 亿元。但目前国产化炉管尚无高温持久数据，设计单位无法选用。公司与国内某石化巨头联合立项，展开深度合作，致力于打破国外垄断，实现乙烯裂解炉对流段炉管的国产化；精密管方面，我国制造业升级目标将使精密不锈钢管材需求高速增长。作为精密不锈钢管材的龙头企业，公司在 3500 吨精密管材生产线投产过后继续砥砺前行，将为公司高盈利能力构筑护城河，打造行业龙头地位。

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 3.87/5.99/6.11 亿元，对应 4 月 6 日收盘价，PE 分别为 12、8 和 8 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进度不及预期风险。在国家环保政策以及疫情反复的背景下，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。公司的主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢板。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	2830	3685	4479	4520
营业成本	2425	3037	3549	3580
营业税金及附加	14	18	22	23
销售费用	42	52	63	63
管理费用	88	111	134	136
研发费用	32	41	49	50
EBIT	247	430	668	677
财务费用	-6	2	0	-2
资产减值损失	-16	-15	-15	-12
投资收益	18	18	20	20
营业利润	233	430	672	686
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	246	443	684	699
所得税	31	55	86	87
净利润	215	387	599	611
归属于母公司净利润	215	387	599	611
EBITDA	320	505	751	770

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	506	540	655	871
应收账款及票据	613	752	917	929
预付款项	22	25	29	30
存货	1053	1260	1475	1491
其他流动资产	610	645	704	707
流动资产合计	2804	3221	3780	4028
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	650	649	655	663
无形资产	135	135	134	134
非流动资产合计	1013	1006	1024	1081
资产合计	3817	4227	4804	5109
短期借款	170	130	110	100
应付账款及票据	736	955	1116	1126
其他流动负债	250	266	307	310
流动负债合计	1156	1351	1533	1536
长期借款	55	35	25	15
其他长期负债	25	25	25	25
非流动负债合计	80	60	50	40
负债合计	1236	1411	1583	1576
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2581	2816	3221	3533
负债和股东权益合计	3817	4227	4804	5109

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	4.86	30.20	21.55	0.90
EBIT 增长率	30.66	74.04	55.18	1.46
净利润增长率	22.00	80.00	54.57	2.13
盈利能力 (%)				
毛利率	14.30	17.58	20.78	20.78
净利润率	7.60	10.51	13.36	13.53
总资产收益率 ROA	5.64	9.16	12.46	11.97
净资产收益率 ROE	8.34	13.75	18.59	17.30
偿债能力				
流动比率	2.43	2.38	2.47	2.62
速动比率	1.45	1.39	1.44	1.59
现金比率	0.44	0.40	0.43	0.57
资产负债率 (%)	32.39	33.39	32.96	30.85
经营效率				
应收账款周转天数	77.60	74.31	74.31	74.31
存货周转天数	158.48	153.23	153.23	153.23
总资产周转率	0.77	0.92	0.99	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.97	1.49	1.53
每股净资产	6.44	7.03	8.04	8.82
每股经营现金流	-0.05	0.72	1.03	1.64
每股股利	0.27	0.48	0.75	0.76
估值分析				
PE	22	12	8	8
PB	1.9	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.05	8.72	5.68	5.23
股息收益率 (%)	2.26	4.05	6.26	6.39

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	215	387	599	611
折旧和摊销	73	75	83	92
营运资金变动	-337	-179	-271	-42
经营活动现金流	-21	290	413	657
资本开支	-86	-56	-90	-137
投资	0	18	20	20
投资活动现金流	87	-38	-70	-117
股权募资	0	0	0	0
债务募资	92	-60	-30	-20
筹资活动现金流	-24	-218	-228	-323
现金净流量	43	34	115	216

插图目录

图 1: 公司 2022 年度营收同比+4.86%.....	3
图 2: 公司 2022 年度归母净利润同比+22.00%.....	3
图 3: 公司 2022Q4 营收同比+13.11%.....	3
图 4: 公司 2022Q4 归母净利润同比+271.30%.....	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: 不锈钢原材料价格情况 (单位: 元/吨)	4
图 8: 2022 年公司毛利率小幅回升至 14.30%.....	5
图 9: 2022Q4 公司毛利率回升至 16.06%	5
图 10: 2022 年分行业营收占比	5
图 11: 2022 年分行业毛利占比	5
图 12: 2022 年分产品毛利率	5
图 13: 2022 年公司合同负债增加明显.....	5
图 14: 2022 年公司期间费用下滑	6
图 15: 2022 年研发费用小幅下滑	6
图 16: 2022 年公司经营性净现金流转为负	6
图 17: 2022 年公司股利支付率提升	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
表 2: 公司不锈钢管投产计划	8
公司财务报表数据预测汇总.....	11

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
	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