

公司产能持续释放，行业龙头地位稳固

2022 年 04 月 27 日

➤ **事件概述：**4 月 25 日，公司发布 2021 年报与 2022 年一季报：2021 年，公司实现营收 59.74 亿元，同比增长 20.6%；归母净利润 7.94 亿元，同比增长 2.9%；扣非归母净利润 7.32 亿元，同比增长 10.9%。2021Q4，公司实现营收 14.81 亿元，同比增长 7.9%、环比减少 3.4%；归母净利润 1.82 亿元，同比减少 18.3%、环比减少 22.9%；扣非归母净利润 1.52 亿元，同比减少 15.2%、环比减少 33.1%。2022Q1，公司实现营收 13.19 亿元，同比增长 2.3%、环比减少 10.9%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 36.5%、环比增长 6.7%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 36.9%、环比增长 21.2%。

➤ **点评：公司产量持续增加，毛利率小幅波动**

① **量：2021 年公司产量稳步增长。**公司无缝管 2021 年产量为 5.49 万吨，同比增长 7.49%；销量 5.56 万吨，同比增长 12.26 万吨；公司焊接管 2021 年产量为 6.15 万吨，同比减少 1.44%；销量为 6.28 万吨，同比增长 5.89%。

② **价：2021 年原材料价格上涨，公司毛利率下滑。**2021 年原材料不锈钢价格上涨 27%，无缝管和焊接管单位成本分别提升 16.6%和 4.5%，而售价分别变动 12.3%和-8.5%，毛利率回落至 31.7%和 20.6%，公司整体毛利率下滑 4.28 pct 至 24.93%。Q4 毛利率环比下滑 4.5pct，叠加研发费用增加，拖累 Q4 业绩。

③ **2022Q1 公司归母净利润环比同比增长。**由于毛利率变动不大，且销售虽受疫情影响但仍在可控范围内，公司毛利回落幅度有限，叠加研发费用一季度环比回落且投资收益由于对永兴材料的股权投资收益增加而增加 0.28 亿元，共同支持公司 Q1 业绩。

➤ **未来核心看点：新增产能项目逐步投产，公司龙头地位稳固**

① **研发助力产能扩张，公司龙头地位稳固。**公司通过技术改造和产品结构调整，已成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，目前具备年产 13.5 万吨工业用不锈钢管的生产能力，行业龙头地位和规模优势明显。

② **新增产能项目逐步投产，提升公司核心竞争力。**公司可转债项目“年产 5500km 精密管材项目”以及“1000 万吨航空航天材料及制品项目”投产后，公司高端不锈钢管产能将有所提升，产品结构有望进一步优化。另外，“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目”，“年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目”也将助力公司产能持续扩张，公司业绩释放可期。

➤ **盈利预测与投资建议：**随着产能逐步投放，公司产量有望持续增加，同时产品结构有望进一步优化，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 10.25 亿元、12.55 亿元和 14.56 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.28 元和 1.49 元，对应 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 13、11 和 9 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，新冠疫情持续影响。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5974	6693	7389	7886
增长率（%）	20.6	12.0	10.4	6.7
归属母公司股东净利润（百万元）	794	1025	1255	1456
增长率（%）	2.9	29.0	22.5	16.0
每股收益（元）	0.81	1.05	1.28	1.49
PE	17	13	11	9
PB	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 26 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

13.70 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

目录

1 事件概述：公司公布 2021 年年报及 2022 年一季报.....	3
2 点评：公司产量持续增加，毛利率小幅波动	4
2.1 公司产量持续增加，毛利率小幅回落	4
2.2 2022Q1 业绩环比同比均有所改善	7
3 核心看点：新增产能项目逐步投产，公司龙头地位稳固	8
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 2021 年年报及 2022 年一季报

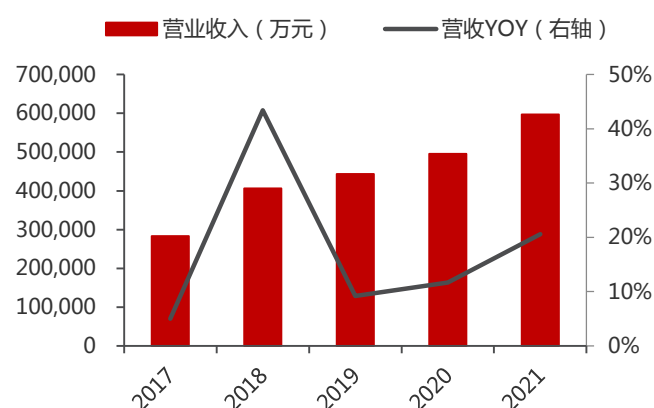
公司公布 2021 年年报：2021 年，公司实现营收 59.74 亿元，同比增长 20.6%；归母净利润 7.94 亿元，同比增长 2.9%；扣非归母净利润 7.32 亿元，同比增长 10.9%。

分季度来看：

2021Q4，公司实现营收 14.81 亿元，同比增长 7.9%、环比减少 3.4%；归母净利润 1.82 亿元，同比减少 18.3%、环比减少 22.9%；扣非归母净利润 1.52 亿元，同比减少 15.2%、环比减少 33.1%

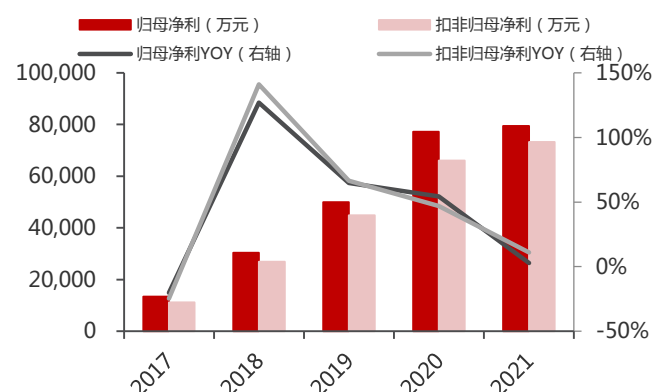
2022Q1，公司实现营收 13.19 亿元，同比增长 2.3%、环比减少 10.9%；归母净利润 1.94 亿元，同比增长 36.5%、环比增长 6.7%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 36.9%、环比增长 21.2%。

图 1：2021 年，公司实现营收 59.74 亿元



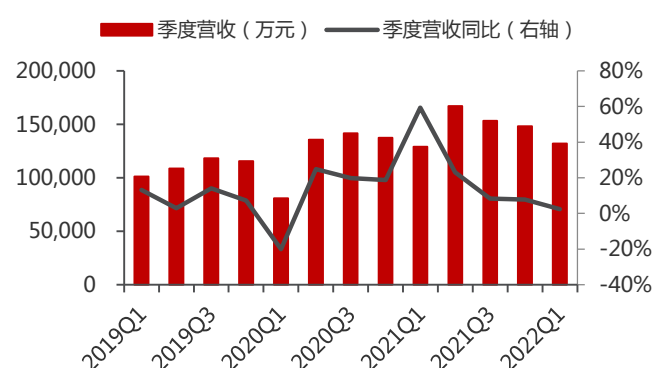
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 7.94 亿元



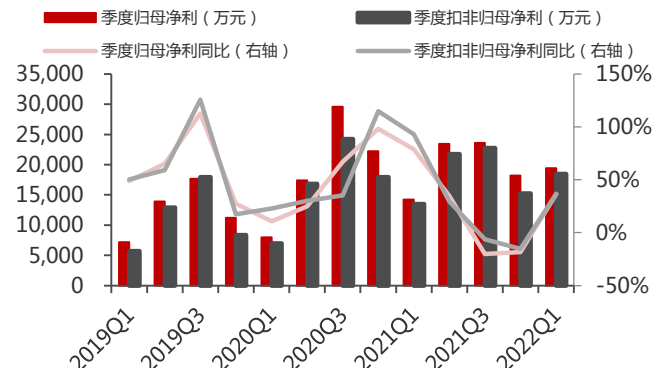
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：公司营收 2021Q4 同比增长 7.9%，2022Q1 同比增长 2.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司归母净利润 2021Q4 同比减少 18.3%，2022Q1 同比增长 36.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

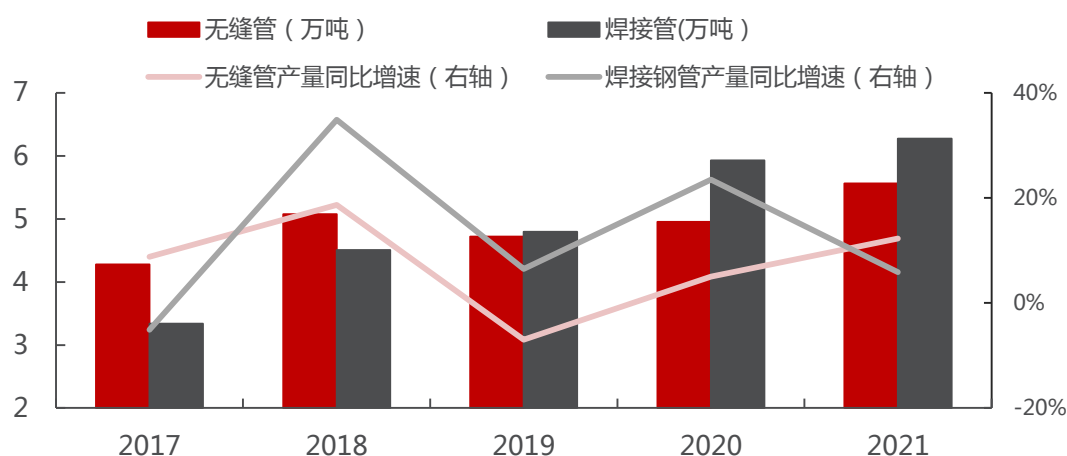
2 点评：公司产量持续增加，毛利率小幅波动

2.1 公司产量持续增加，毛利率小幅回落

量：2021 年公司产量稳步增长。公司无缝管 2021 年产量为 5.49 万吨，同比增长 7.49%；销量 5.56 万吨，同比增长 12.26 万吨；公司焊接管 2021 年产量为 6.15 万吨，同比减少 1.44%；销量为 6.28 万吨，同比增长 5.89%。

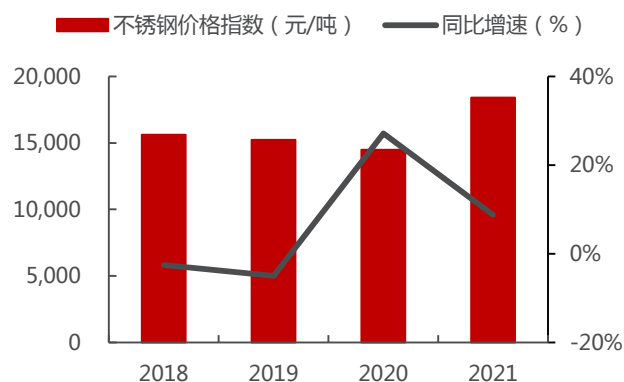
价：2021 原材料上涨，公司毛利率下滑。2021 年产品主要原材料不锈钢价格上涨 27%，无缝管和焊接管成本分别提升 16.6%和 4.5%，而价格变动分别为 12.3%和-8.5%，毛利率回落至 31.7%和 20.6%，公司整体毛利率下滑 4.28pct 至 24.93%。

图 5：公司产品产销量稳步增长



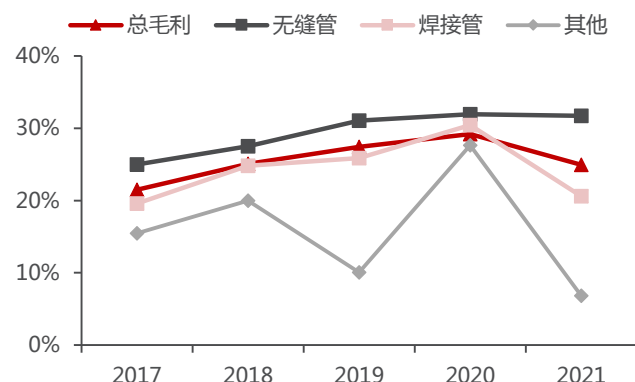
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：不锈钢价格指数

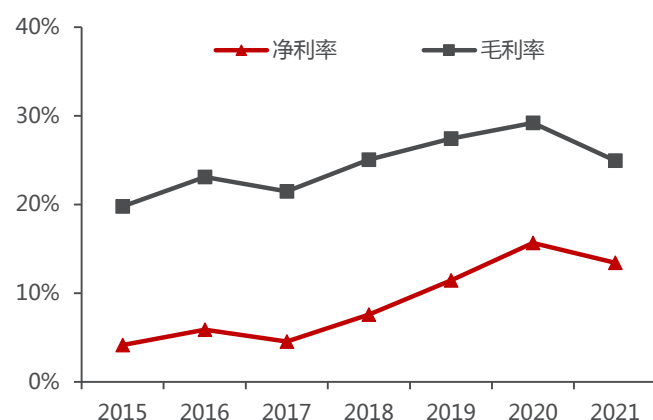


资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

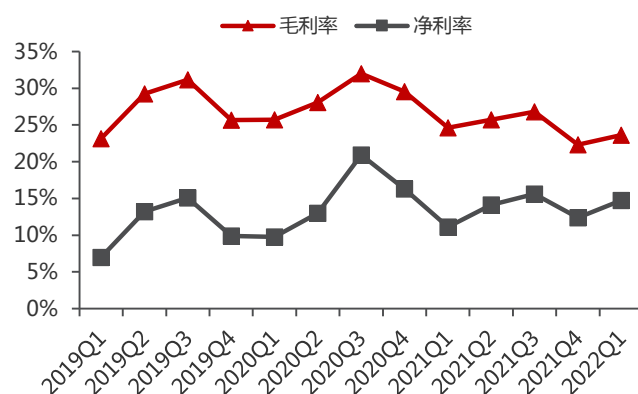
图 7：2021 年分产品毛利率



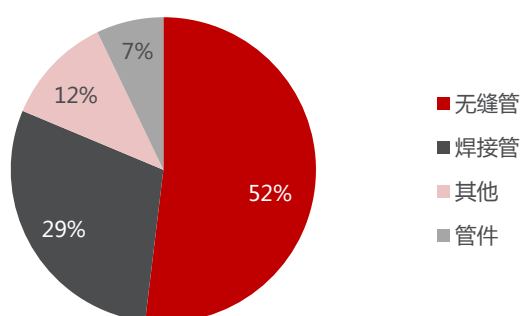
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年毛利率下滑至 24.93%


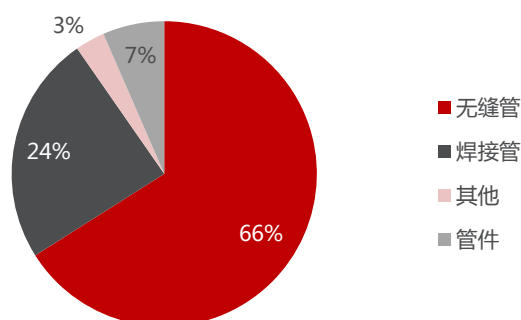
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别为 22.32%和 23.64%


资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年分产品营收占比


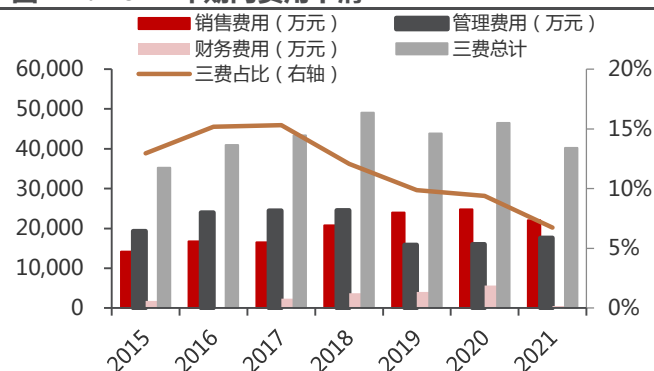
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年分产品毛利占比


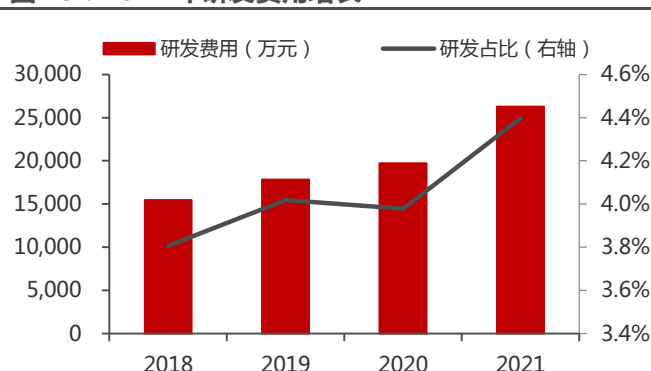
资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年期间费用回落。公司 2021 年期间费用同比下滑 13.58%至 4.02 亿元，期间费用率回落 2.4pct 至 6.7%，其中销售费用增加 9.18%至 2.20 亿元；管理费用增长 10.15%至 1.77 亿元；财务费用下滑 91.4%至 0.05 亿元，主要由于本期人民币汇率双向波动，整体升值幅度小于上年，汇兑损失下降；本期可转债转股完成后相应利息费用减少；公司利用闲置资金增加利息收入所致。**2021 年公司研发费用走高**，增长 33.23%至 2.63 亿元，主要由于公司持续加大研发投入，布局高端装备制造及新材料领域。

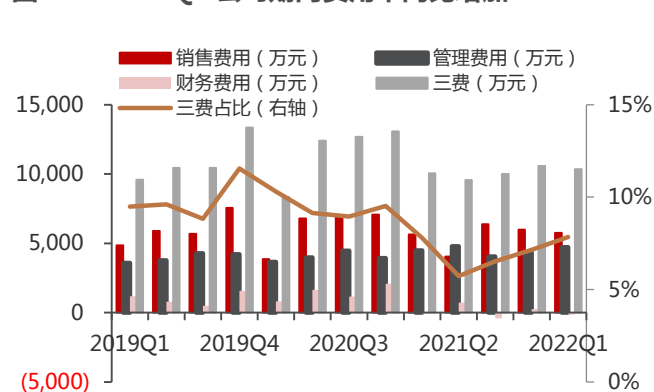
2022Q1 期间费用与研发费用同比增长。公司 2022Q1 期间费用同比增长 2.91%至 1.03 亿元，期间费用率 7.8%持平。其中销售费用增长 23.77%至 0.58 亿元；管理费用增长 5.11%至 0.47 亿元；财务费用下滑 69 万元至-136 万元。公司 2022Q1 研发费用同比增长 10.53%至 0.59 亿元。

图 12：2021 年期间费用下滑


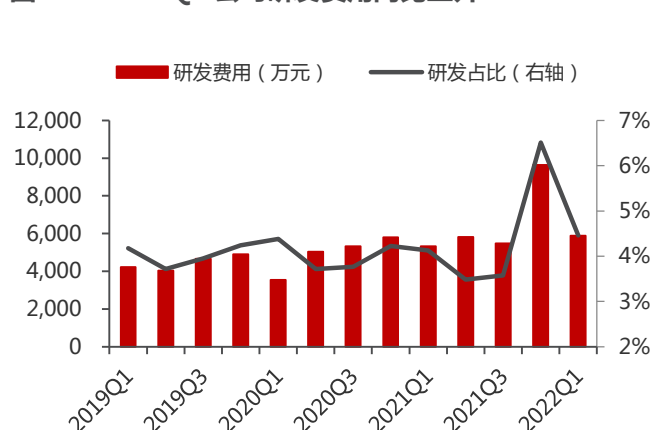
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年研发费用增长


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2022Q1 公司期间费用率同比增加


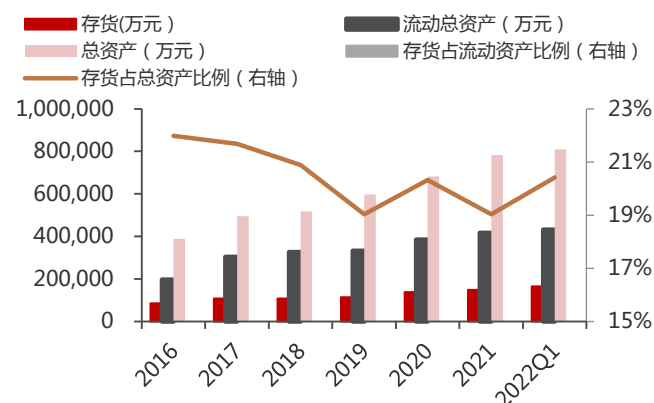
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2022Q1 公司研发费用同比上升


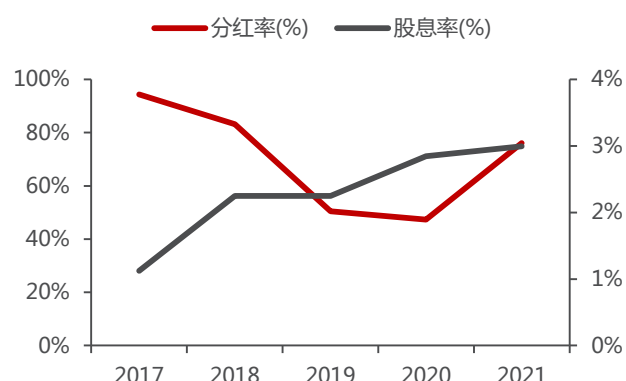
资料来源：wind，民生证券研究院

公司存货持续提升。由于公司产销量增长，叠加原料端不锈钢价格持续上涨，2021 年公司存货增加 1.05 亿元至 14.90 亿元，其中原材料和在品增加较多，分别增加 0.86 和 0.71 亿元，商品库存则下滑 0.53 亿元。2022Q1 公司存货再度增加 1.64 亿元至 16.54 亿元。

公司 2021 年分红比例增加。公司 2021 年利润分配拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.00 元(含税)，现金分红总额为 6.04 亿元，股利支付率增加 28.79pct 至 76.09%，股息率增加 0.15pct 至 3.00%。

图 16：公司存货持续提升


资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021 年公司分红比例提升


资料来源：wind，民生证券研究院

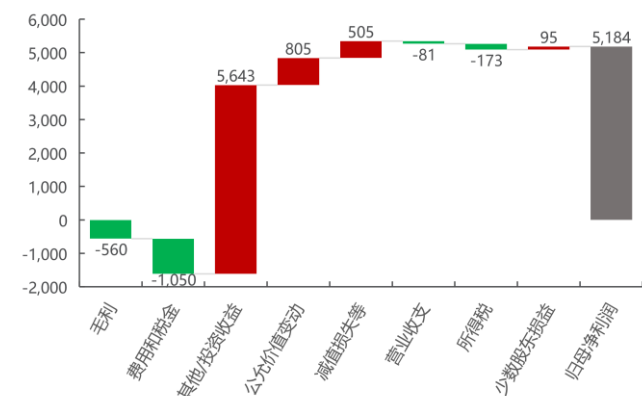
毛利下滑与研发费用增加共同拖累 Q4 业绩。 归母净利润 1.82 亿元，环比减少 22.9%；扣非归母净利润 1.52 亿元，环比减少 33.1%。其中，毛利率回落 4.5pct 使得毛利下-0.80 亿元，叠加研发费用增加 0.42 亿元，共同拖累 Q4 业绩。

2.2 2022Q1 业绩环比同比均有所改善

2022Q1 vs 2021Q4：2022Q1 归母净利润环比增加 0.12 亿元，其中毛利由于主要的增利点在于费用和税金(+0.38 亿元)、其他/投资收益(+0.14 亿元)，其中研发费用下滑 0.38 亿元，且投资收益由于对永兴材料的股权投资收益增加而增加 0.28 亿元；主要的减利点包括毛利(-0.19 亿元)、减值损失(-0.15 亿元)，所得税(-0.13 亿元)。

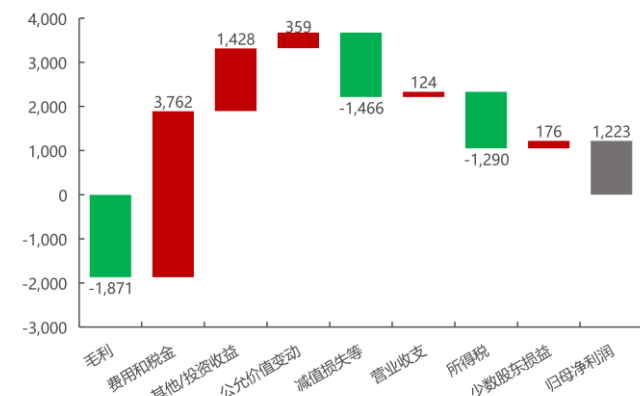
2022Q1 vs 2021Q1：2022Q1 归母净利润同比增加 0.52 亿元，主要的增利点在于其他/投资收益(+0.56 亿元)，公允价值变动(+0.08 亿元)，其中投资收益大幅增加 0.54 亿元主要由于本期对联营公司永兴材料的股权投资按权益法核算的收益增加所致；主要的减利点包括毛利(-0.06 亿元)、费用和税金(-0.11 亿元)，其中毛利下滑主要由于毛利率回落及疫情影响销量所致，但整体影响可控。

图 18：2022Q1 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 19：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

受成本变动影响，公司 Q1 毛利率为 23.64%，环比增加 1.32pct，同比减少 2.09pct。成本端不锈钢指数 Q1 均价 19736 元/吨，环比下滑 2.21%，同比增加 22.2%。

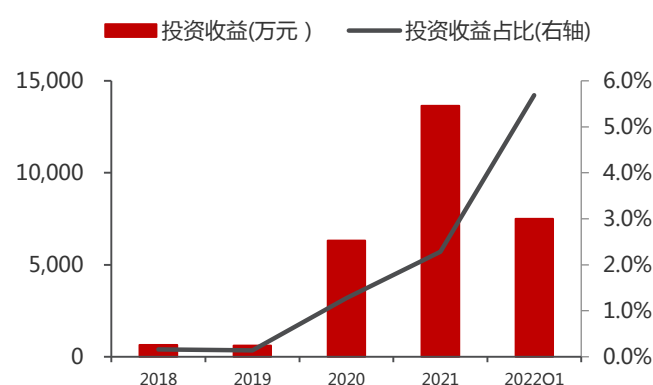
2022Q1 公司投资收益明显增加。受益于对永兴材料的股权投资收益增加，公司 2022Q1 投资收益达 0.75 亿元，占营业收入 5.69%。

图 20：不锈钢价格季节性图（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：投资收益明显增加



资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：新增产能项目逐步投产，公司龙头地位稳固

研发助力产能扩张，公司龙头地位稳固。公司十分注重研发，通过不断的技术改造和产品结构调整，已成为国内规模最大的工业用不锈钢管制造企业，目前具备年产 13.5 万吨工业用不锈钢管的生产能力，产品涵盖多种工业用特种不锈钢、近

百个品种的工业用不锈钢管。公司市场占有率多年位居国内同行业第一位，行业龙头地位和规模优势明显，是多家世界级知名企业的合格供应商。

新增产能项目逐步投产，提升公司核心竞争力。目前公司可转债项目“年产5500km 精密管材项目”以及“1000 万吨航空航天材料及制品项目”工程进度分别为 100%和 90%，投产后，公司高端不锈钢管产能将有所提升，产品结构有望进一步优化。另外，“年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目”，“年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目”也将助力公司产能持续扩张，业绩持续释放。

表 1：公司新增产能

项目名称	产能	工程进度
年产 5500KM 核电、半导体、医药、仪器仪表等领域用精密管材项目	新型核电管 250KM	100%
	核电、半导体、医药精密用管 1250KM	
	石化、造船、造纸、食品、仪表精密用管 2000KM	
	海底脐带缆用管 2000KM	
年产 1000 吨航空航天材料及制品项目	1000 吨	90%
年产 5000 吨特种合金管道预制件及管维服务项目	5000 吨	30%
年产 15000 吨油气输送用特种合金焊接管材项目	15000 吨	50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

4 盈利预测与投资建议

核心投资逻辑：随着产能逐步投放，公司产量有望持续增加，同时产品结构有望进一步优化，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 10.25 亿元、12.55 亿元和 14.56 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.28 元和 1.49 元，对应 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 13、11 和 9 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格上涨。不锈钢等原料价格持续上涨，企业成本压力增大，挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。房地产拿地和新开工数据未见回暖，同时由于地方政府债务高企以及优质项目稀缺，基建投资增速可能不及预期。同时经济转型调整压力仍在，下游企业发展增速不达预期影响需求。

3) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，给公司的生产经营管理及产品运输等事项带来一定的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,974	6,693	7,389	7,886
营业成本	4,485	4,995	5,444	5,747
营业税金及附加	28	33	36	35
销售费用	220	268	288	292
管理费用	177	214	230	237
研发费用	263	301	330	315
EBIT	799	882	1,060	1,260
财务费用	5	27	30	34
资产减值损失	-21	-22	-16	-19
投资收益	136	335	392	426
营业利润	905	1,197	1,446	1,685
营业外收支	-0	-1	2	1
利润总额	905	1,196	1,448	1,686
所得税	103	162	181	216
净利润	802	1,035	1,267	1,470
归属于母公司净利润	794	1,025	1,255	1,456
EBITDA	1,039	1,237	1,446	1,663

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,273	1,557	2,217	3,001
应收账款及票据	1,084	1,060	1,230	1,291
预付款项	73	102	104	112
存货	1,490	1,745	1,870	1,988
其他流动资产	250	306	313	332
流动资产合计	4,171	4,769	5,733	6,725
长期股权投资	659	715	775	833
固定资产	2,147	2,498	2,620	2,549
无形资产	365	452	548	641
非流动资产合计	3,658	4,008	4,235	4,330
资产合计	7,829	8,777	9,968	11,055
短期借款	175	195	220	200
应付账款及票据	1,145	1,159	1,305	1,363
其他流动负债	973	1,101	1,179	1,244
流动负债合计	2,293	2,455	2,705	2,807
长期借款	40	140	220	180
其他长期负债	235	235	235	235
非流动负债合计	275	375	455	415
负债合计	2,568	2,830	3,160	3,222
股本	977	977	977	977
少数股东权益	165	175	186	200
股东权益合计	5,261	5,947	6,809	7,833
负债和股东权益合计	7,829	8,777	9,968	11,055

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.56	12.04	10.40	6.72
EBIT 增长率	-7.53	10.40	20.20	18.83
净利润增长率	2.92	29.02	22.51	16.04
盈利能力 (%)				
毛利率	24.93	25.38	26.32	27.13
净利润率	13.43	15.46	17.14	18.64
总资产收益率 ROA	10.14	11.67	12.59	13.18
净资产收益率 ROE	15.58	17.75	18.95	19.08
偿债能力				
流动比率	1.82	1.94	2.12	2.40
速动比率	1.14	1.19	1.39	1.65
现金比率	0.56	0.63	0.82	1.07
资产负债率 (%)	32.80	32.24	31.70	29.14
经营效率				
应收账款周转天数	51.03	46.79	48.21	47.74
存货周转天数	121.28	128.29	125.96	126.74
总资产周转率	0.76	0.76	0.74	0.71
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	1.05	1.28	1.49
每股净资产	5.22	5.91	6.78	7.81
每股经营现金流	0.78	0.93	1.23	1.42
每股股利	0.40	0.37	0.42	0.47
估值分析				
PE	17	13	11	9
PB	2.63	2.32	2.02	1.75
EV/EBITDA	11.90	9.86	8.05	6.49
股息收益率 (%)	2.92	2.69	3.08	3.42

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	802	1,035	1,267	1,470
折旧和摊销	240	355	385	403
营运资金变动	-239	-194	-93	-100
经营活动现金流	759	904	1,200	1,388
资本开支	-737	-645	-550	-438
投资	197	-56	-60	-58
投资活动现金流	-461	-371	-218	-70
股权募资	0	0	0	0
债务募资	112	120	105	-60
筹资活动现金流	-310	-250	-322	-534
现金净流量	-19	283	660	784

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 59.74 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 7.94 亿元.....	3
图 3：公司营收 2021Q4 同比增长 7.9%，2022Q1 同比增长 2.3%.....	3
图 4：公司归母净利润 2021Q4 同比减少 18.3%，2022Q1 同比增长 36.5%.....	3
图 5：公司产品产销量稳步增长.....	4
图 6：不锈钢价格指数.....	4
图 7：2021 年分产品毛利率.....	4
图 8：2021 年毛利率下滑至 24.93%.....	5
图 9：2021Q4 和 2022Q1 毛利率分别为 22.32%和 23.64%.....	5
图 10：2021 年分产品营收占比.....	5
图 11：2021 年分产品毛利占比.....	5
图 12：2021 年期间费用下滑.....	6
图 13：2021 年研发费用增长.....	6
图 14：2022Q1 公司期间费用率同比增加.....	6
图 15：2022Q1 公司研发费用同比上升.....	6
图 16：公司存货持续提升.....	7
图 17：2021 年公司分红比例提升.....	7
图 18：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元）.....	8
图 19：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）.....	8
图 20：不锈钢价格季节性图（单位：元/吨）.....	8
图 21：投资收益明显增加.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司新增产能.....	9
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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001