

深耕民用高温合金，下游多点开花助推成长

2023 年 07 月 28 日

► **公司深耕民用高温合金领域。**公司主要产品有铸造高温合金、变形高温合金、特种合金焊材等。公司产品广泛应用于石油化工、化学工业、新能源、海工、核电、汽车、模具、高端制造装备核心部件等领域，在高温合金焊粉、焊丝、石油钻采及高端石化装备用高温合金阀门等细分市场占有率先位居国内行业领先水平。2022 年，公司高温合金材料及制品产量 4396.87 吨，销量 5302.18 吨，产销率达到 120.59%，产品订单旺盛。

► **传统油气领域需求旺盛，新兴领域多点开花。**

1. **油服行业景气度上升，油气领域订单增加。**油价高位带动油气上游资本支出增加，油服行业景气度回升，根据 IEA 数据，2023 年全球油气上游资本开支预计同比增长 7%。石油化工及化学工业业务占公司业务比例较大，石化、化工行业新建、改造的大型项目持续增加，支撑公司高温耐蚀合金需求放量。

2. **多晶硅产能扩张，助推公司新能源领域产品开拓。**“双碳”背景下，光伏装机快速增长，推动多晶硅产能将持续释放，预计 2023 年我国多晶硅产能达到 278 万吨，同比增长 156.22%。公司在多晶硅领域产品主要有冷氢化装置镍基泵，高温合金管材等，多晶硅产能扩大助推公司新能源领域产品开拓。

3. **核电建设加快，核电业务有望迈上新台阶。**公司产品在核电设备的应用场景主要有阀门、给水泵、燃料棒勾爪焊接等。“十四五”期间，我国将进一步加快扩大核电装机规模，公司核电领域市场开拓有望加速。

4. **海工领域成为重要发力点，助推产品结构优化。**2022 年，海洋油气业产业增加值 2724 亿元，同比增长 7.2%，海洋油、气产量分别增长 6.3%和 10.2%。随着海上油气勘探开发向深远海拓展，深海油气开采设备制造业将进一步发展，拉动高温耐蚀合金需求。

► **新增项目持续推进，突破产能瓶颈。**IPO 募投的“特种装备核心零部件制品制造项目”预计 23 年下半年投产，原规划产能约 2550 吨，包含 1050 吨铸造高温耐蚀特种合金制品和 1500 吨变形高温耐蚀特种合金制品，公司预计项目达产后，平均每年将为公司带来 54316 万元的营业收入和约 5431 万元的净利润。此外，公司规划在盐城东台基地建设 4500 吨变形高温耐蚀合金制品产能。随着产能不断投放，公司产品交付能力将显著增强。

► **投资建议：**公司深耕民用高温合金产品，下游主要应用领域油气资本开支增加，公司产品订单旺盛。此外，公司产品逐步向新能源、核电、海工等领域拓展，产品需求空间打开。随着 IPO 募投项目产能投放，公司业绩释放可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.13/1.48/1.91 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 28/21/16 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目不及预期风险，原材料价格波动风险，市场竞争风险等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 872 | 1,011 | 1,268 | 1,553 |
| 增长率 (%) | 27.4 | 15.9 | 25.5 | 22.4 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 80 | 113 | 148 | 191 |
| 增长率 (%) | 73.5 | 41.2 | 31.3 | 28.9 |
| 每股收益 (元) | 0.34 | 0.48 | 0.63 | 0.82 |
| PE | 39 | 28 | 21 | 16 |
| PB | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 2.4 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 27 日收盘价）

推荐

当前价格：

维持评级

13.45 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 金属行业 2023 年中期策略系列报告之钢铁篇：淡化地产，制造业升级星辰大海-2023/06/27

目录

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 1 中洲特材：深耕民用高温合金领域 | 3 |
| 1.1 产品种类齐全，应用领域广泛 | 3 |
| 1.2 位于高温合金产业链中游，掌握铸、锻造核心工艺 | 5 |
| 2 财务分析：22 年产品毛利率提高，盈利水平回升 | 8 |
| 3 传统油气领域需求旺盛，新兴领域多点开花 | 11 |
| 3.1 油服行业景气度上升，油气领域订单增加 | 11 |
| 3.2 多晶硅产能扩张，助推公司新能源领域产品开拓 | 15 |
| 3.3 核电建设加快，核电领域对公司产品需求增量可期 | 18 |
| 3.4 海工领域成为重要发力点，助推公司产品结构优化 | 20 |
| 3.5 新增产能项目持续推进，突破产能瓶颈 | 21 |
| 4 同业分析：独辟蹊径，专注民用领域 | 23 |
| 5 盈利预测与投资建议 | 26 |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分 | 26 |
| 5.2 估值分析 | 27 |
| 5.3 投资建议 | 28 |
| 6 风险提示 | 29 |
| 插图目录 | 31 |
| 表格目录 | 32 |

1 中洲特材：深耕民用高温合金领域

1.1 产品种类齐全，应用领域广泛

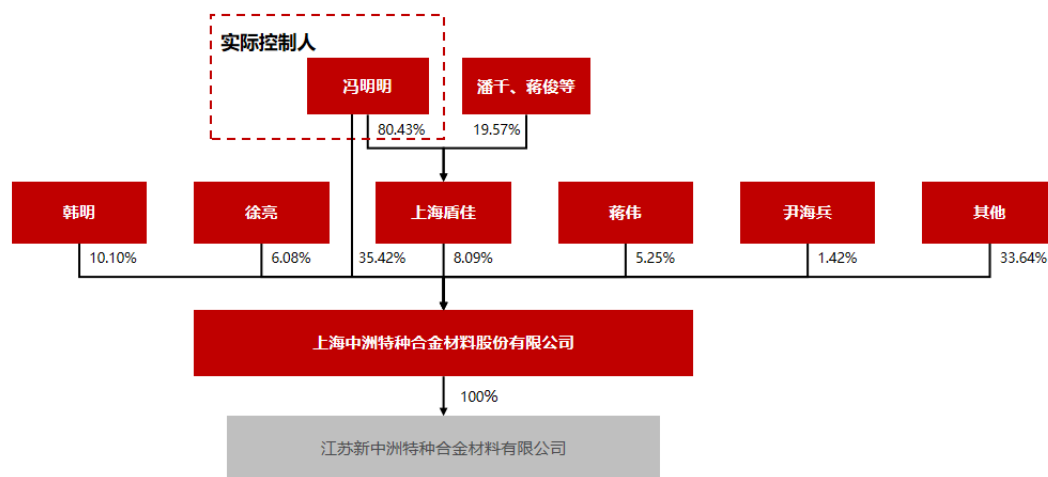
深耕民用高温合金领域。公司成立于 2002 年 7 月 8 日，于 2021 年 4 月上市，主营铸造高温耐蚀合金、变形高温耐蚀合金以及特种合金焊材等产品，产品应用在石油化工、化学工业、核电、汽车零部件、新能源等领域。通过 20 多年专业从事高温耐蚀合金材料及制品的研发生产技术积累，公司在铸件、锻件、焊材生产上拥有 12 项核心技术，产品牌号规格达 300 多种，已经形成了较为齐全的高温耐蚀合金材料体系，是国内同行业业务覆盖面最广、产品种类最齐全的企业之一。

表 1：公司历史沿革

| 时间 | 重要事件 |
|-------------|--|
| 2002 年 7 月 | 公司设立，主营特种合金焊材，高温耐蚀合金精铸件、砂铸件为辅。 |
| 2007 年 5 月 | 公司业务范围外展，开始涉足高温耐蚀合金锻件。 |
| 2008 年 10 月 | 设立子公司江苏新中洲。 |
| 2010 年 12 月 | 公司获得上海市嘉定“小巨人企业” |
| 2010 年 12 月 | 公司通过高新技术企业认证。 |
| 2012 年 1 月 | 公司成为上海市嘉定区企业技术中心。 |
| 2012 年 8 月 | 江苏新中洲经营高温耐蚀合金锻件与铸件业务。 |
| 2013 年 1 月 | 公司增资，引入外部新股东，为公司注入营运资金。 |
| 2013 年 6 月 | 股份制改造，公司引入现代企业制度，实现规模化发展。 |
| 2014 年 12 月 | 公司 16 种特种合金铸/锻件材料通过挪威标准化组织 NORSOKM650&M630 的第三方材料认证。 |
| 2017 年 11 月 | 江苏新中洲通过高新技术企业认证。 |
| 2017 年 12 月 | 公司搬入上海市嘉定工业区世盛路 580 号新厂房。 |
| 2021 年 4 月 | 公司在深交所创业板上市，股票简称“中洲特材”。 |
| 2022 年 8 月 | 江苏新中洲特种合金装备二期项目开工建设 |

资料来源：公司官网，中洲特材招股说明书，民生证券研究院

公司控股股东和实控人为冯明明，直接+间接持有 41.93%股份。董事长冯明明先生直接持有公司 35.42%的股份，并通过上海盾佳投资管理有限公司间接持有公司 6.51%的股份，直接+间接持有 41.93%的股份。**子公司情况：**江苏新中洲特种合金材料有限公司是公司唯一的子公司，系全资控股，主要从事铸造高温耐蚀合金制品、变形高温耐蚀合金制品的研发、生产和销售，是发行人主营业务的重要组成部分。

图 1：冯明明持有 41.93%股份，为公司实控人


资料来源：公司公告，民生证券研究院（截至 2022 年末）

主营铸造高温耐蚀合金、变形高温耐蚀合金以及特种合金焊材。1) 铸造高温

合金是以铸造的方法直接制备零部件的高温合金材料。公司的铸造高温合金产品形式多样，主要包括阀门类、泵类、螺旋转子、搅拌叶片、玻璃模具、化纤刀片、汽车零部件及其它类别的铸件。2) 变形高温合金是可以进行热、冷变形加工，具有良好的强韧性和力学性能，具有高抗腐蚀性能的合金材料。具体产品包括括阀体、法兰、阀盖、阀杆、阀座、阀瓣，汽车发动机气门材料、涡轮增压器材料等。3) 公司生产的特种合金焊材具有焊丝、裸焊棒、焊条、变形合金焊丝、气雾化粉末、3D 打印粉末等多种形态，主要用于表面堆焊，使其具备耐磨损、耐腐蚀、耐高温的特性。公司产品广泛应用于石油化工、化学工业、天然气、煤化工、电力、核电、造船、多晶硅、汽车、医疗器械、造纸等领域。

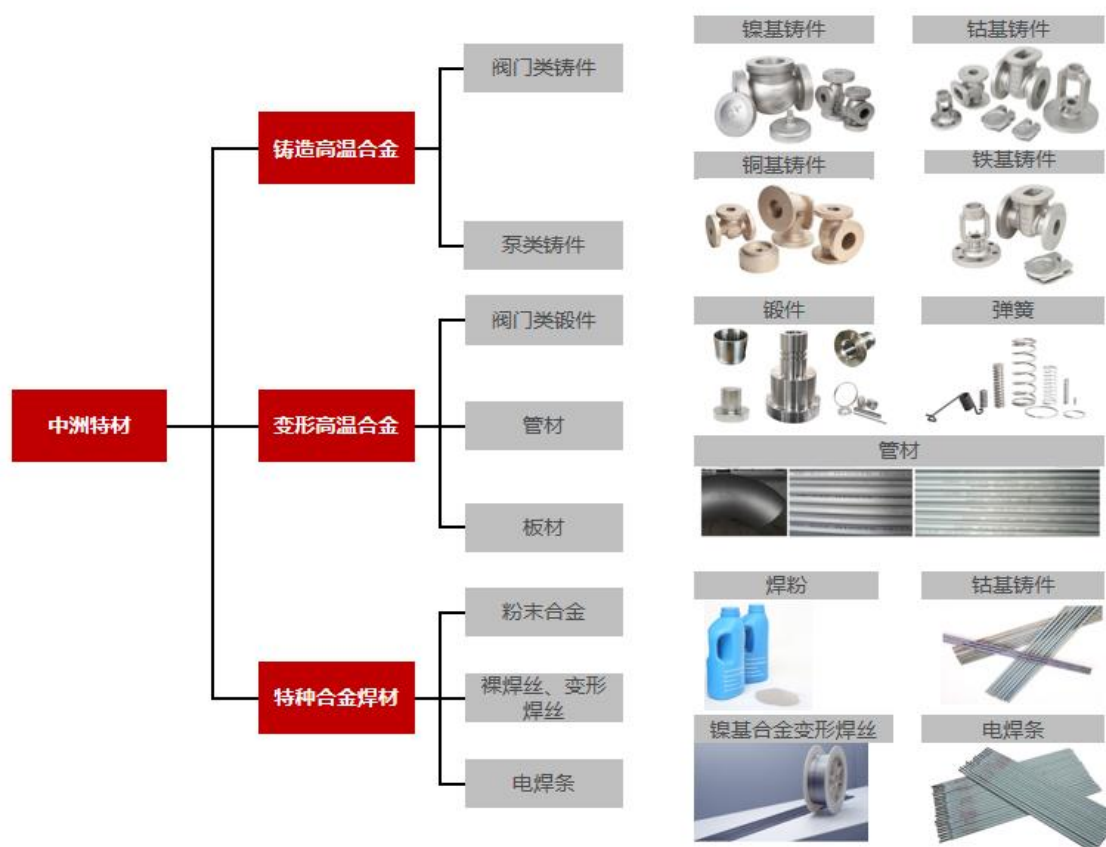
表 2：公司主要产品与服务及其应用领域

| 产品分类 | 产品 | 应用领域 | 典型客户 | 代表性项目 |
|------------|-------------|---------------------------------|---|---|
| 铸造高温耐蚀合金产品 | 阀门类铸件、泵类铸件 | 石化、天然气、煤化工、化工、电力、核电、海工、新能源、多晶硅等 | Emerson、GE、Flowserve、Schlumberger、上海电气、纽威股份、中核科技、中船重工 | 中石油庆阳石化 13 万吨/年烷基化项目镍基合金阀门 |
| | | | | 沙特阿美石油 JIAZAN 项目镍基高压氧气阀 宁夏煤基烯烃气化装置双相钢阀门 新疆大全多晶硅冷氢化装置镍基泵 Schlumberger 人工举升采油装置钴基电潜泵轴承船用阀门 |
| 变形高温耐蚀合金产品 | 阀门类锻件、管材、板材 | 石化、天然气、煤化工、化工、电力、核电、新能源、多晶硅等 | Emerson、GE、Flowserve、Velan、纽威股份、中核科技、北京航天石化 | 新疆特变电工多晶硅项目（镍基合金高温合金管材） 德国 Flowserve 镍基合金高压氧气阀锻件 |

| | | | |
|--------|-------------------|----------------|------------------------------|
| | | | 井口装置 120K 耐蚀合金油管悬挂器（高强度镍基合金） |
| 特种合金焊材 | 裸焊丝、变形焊丝、电焊条、粉末合金 | 汽车、核电、3D 打印 | 中国中车、马勒三环、济南沃德、东方电气、哈电集团 |
| | | | 东方电气惠州核电厂 1-2 号机组燃料棒驱动机构钴基焊材 |
| | | | 中核三门核电厂 AP1000 机组钴基焊材 |
| | | | Emerson 激光烧结钴基 3D 打印粉末 |
| 表面堆焊服务 | 镍基耐蚀堆焊、钴基耐磨堆焊 | 石化、天然气、核电、锻压模具 | 纽威股份、ABB |
| | | | 浙石化 24-36 钴基堆焊阀座（钴基合金） |
| | | | 福清核电站 3-4 号机组气动给水泵平衡板（钴基合金） |
| | | | 元坝气田抗硫储气筒（镍基合金） |
| | | | ABB 推进器轴承（钴基合金） |

资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院

图 2：主营三大类产品：铸造高温合金、变形高温合金、特种合金焊材



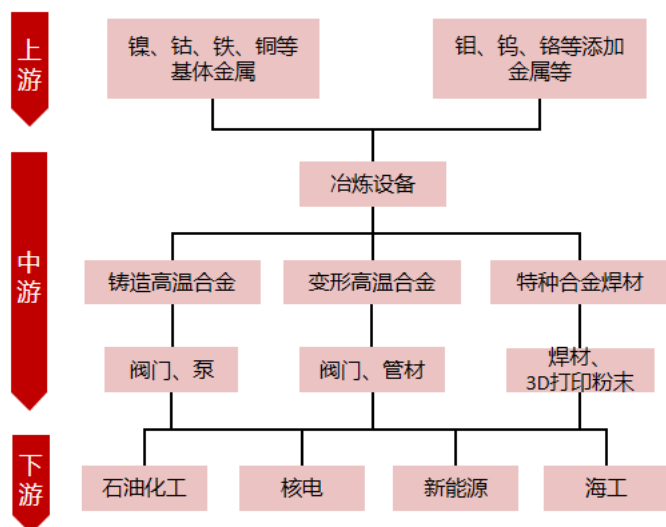
资料来源：公司官网，中洲特材招股说明书，民生证券研究院

1.2 位于高温合金产业链中游，掌握铸、锻造核心工艺

高温合金分为铸造高温合金母合金、变形高温合金和新型高温合金，位于产业链中游。高温合金产业链包括上游原材料的采购（如镍、钴、铁、铜等基体金属及钼、钨、铬等添加金属）、中游冶炼制成各种高温合金以及下游应用于终端消费。公司在高端高温合金产品生产上广泛采用了三联工艺生产，即采用“真空感应炉+

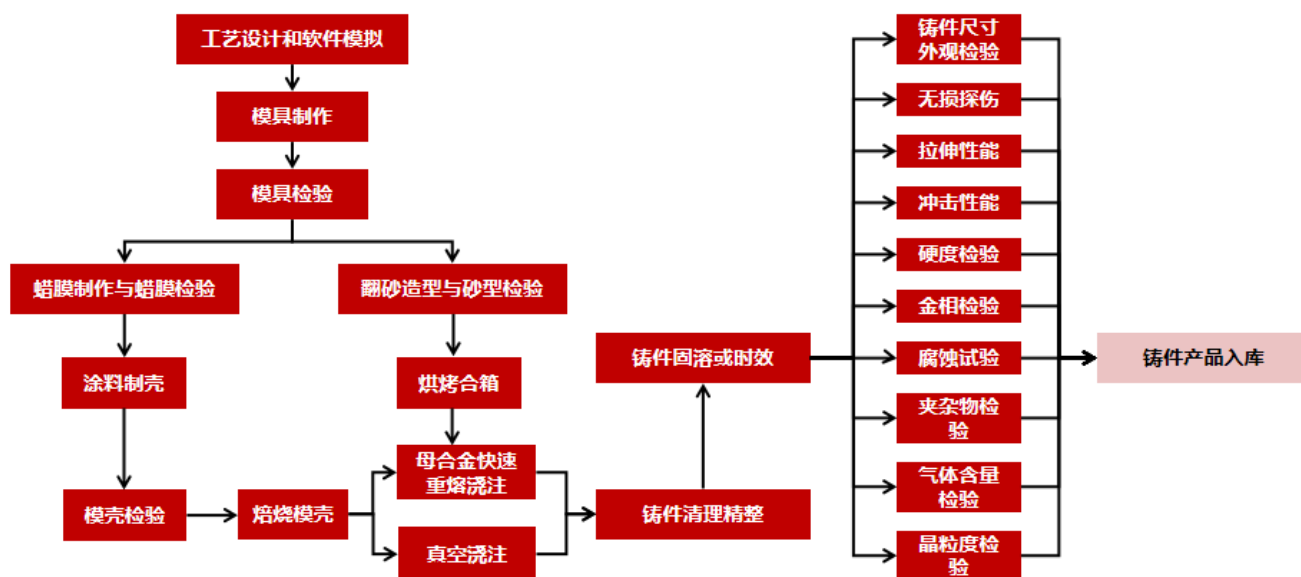
电渣重熔炉+真空自耗炉”的方式进行生产。经过自主研发和技术积累，公司在关键生产工艺和生产工序上持续创新，熟练掌握了与油气钻采、石油化工、化学工业、核电、汽配、模具、新能源等相关行业所需的高温耐蚀合金产品制造的核心技术，积累了 3,000 多家客户，定制开发能力突出。

图 3：公司高温合金产业链图



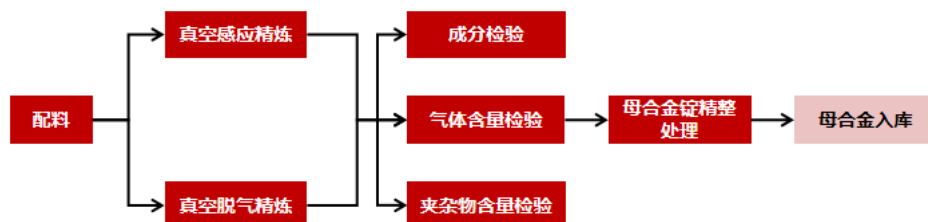
资料来源：华经情报网，民生证券研究院

图 4：铸造高温耐蚀合金生产工艺流程图



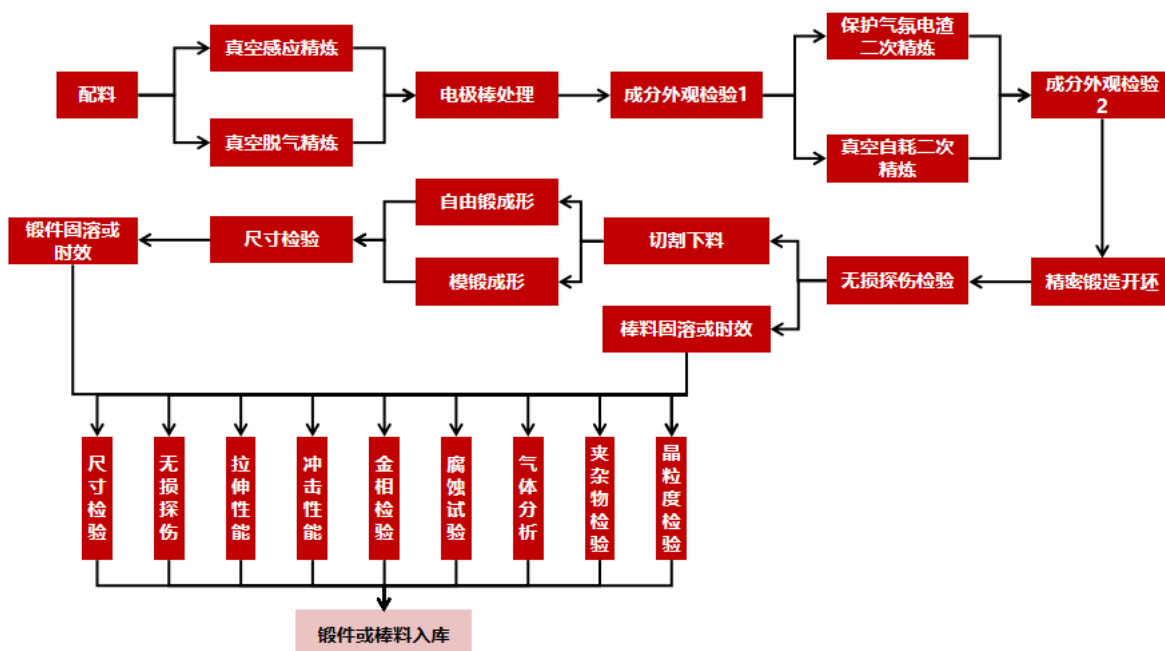
资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院

图 5：母合金生产工艺流程图



资料来源：中洲特材招股书，民生证券研究院

图 6：变形高温耐蚀合金生产工艺流程图

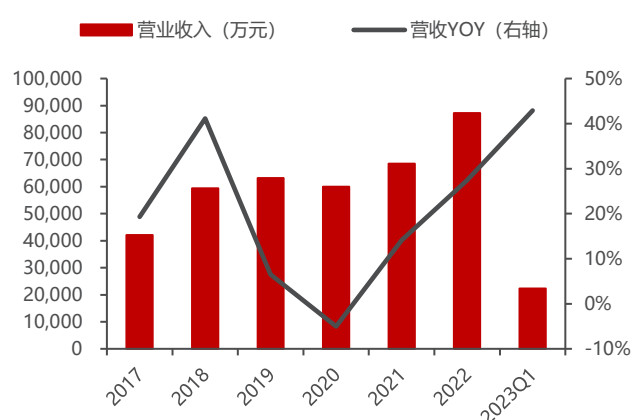


资料来源：中洲特材招股书，民生证券研究院

2 财务分析：22 年产品毛利率提高，盈利水平回升

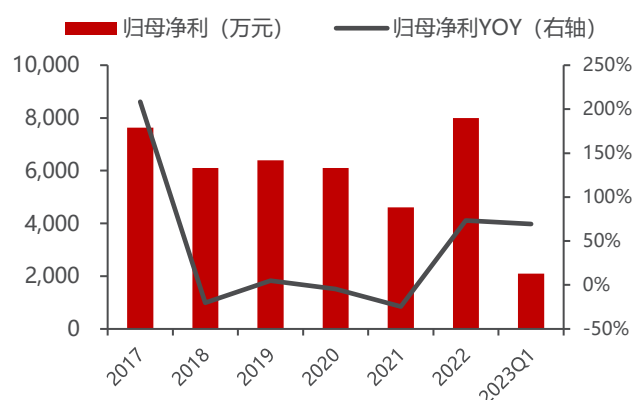
近 3 年营收规模逐年增长，22 年及 23Q1 盈利水平回升。公司 2022 年实现营收 8.72 亿元，同比增长 27.38%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比增长 73.52%。22 年公司产品销量同比+3.95%，至 5302.18 吨，此外产品售价随着镍等原材料价格上涨有所提升，推动公司营收规模增长。23Q1 公司实现营收 2.23 亿元，同比增长 42.90%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比增长 69.33%。公司盈利水平回升主要得益于产品毛利提高。

图 7：2020~2022 年营收规模逐年增大



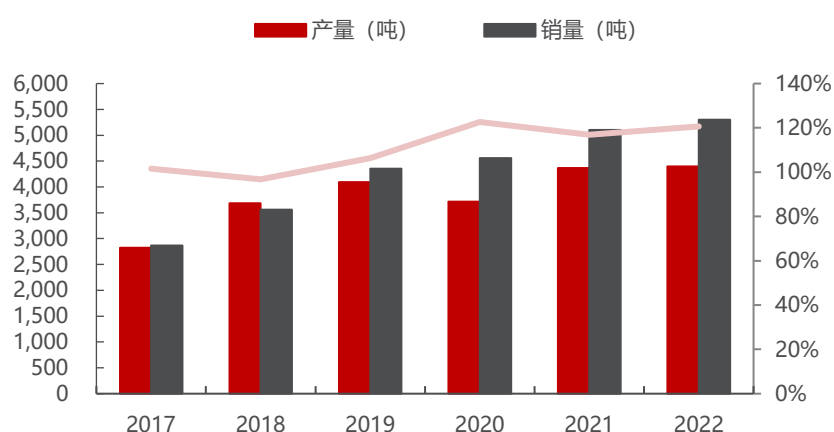
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2023Q1 年归母净利润+69.33%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2022 年产品销量增长 3.95%

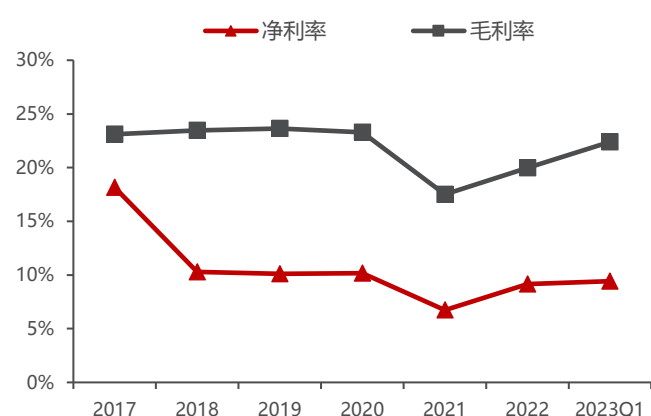


资料来源：wind，中洲特材招股书，民生证券研究院

毛利率提升，变形高温合金产品贡献主要毛利。22 年主要原料价格上涨，镍价同比+44.11%，钴价同比+13.15%，但公司通过价格联动机制将原料价格波动向下游传导，有效防范了原料价格上涨风险。2022 年公司毛利率同比+2.47pct，

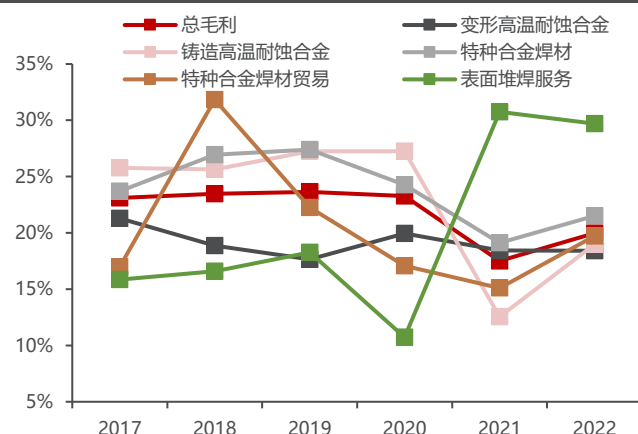
至 19.98%。23Q1 毛利率环比+4.22pct, 至 22.4%。分产品看, 22 年变形高温合金产品毛利率同比-0.04pct, 至 18.40%, 铸造高温合金产品毛利率同比+6.44pct, 至 18.99%, 特种合金焊材毛利率同比+2.39%, 至 21.50%。2022 年, 变形高温合金贡献 40%以上的毛利额。

图 10: 2022 年及 2023Q1 利润率提升



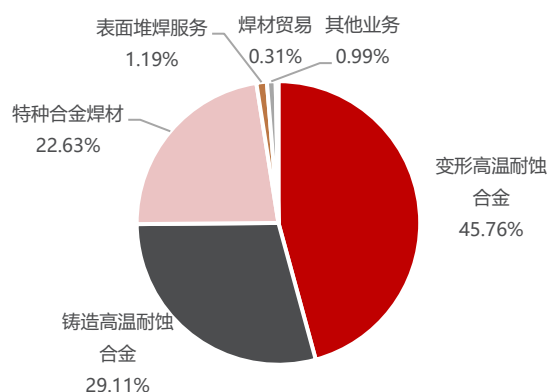
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 分产品毛利率情况



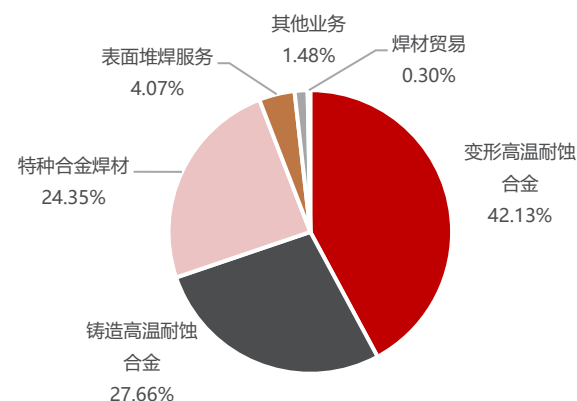
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 12: 2022 年营收构成



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 2022 年毛利构成

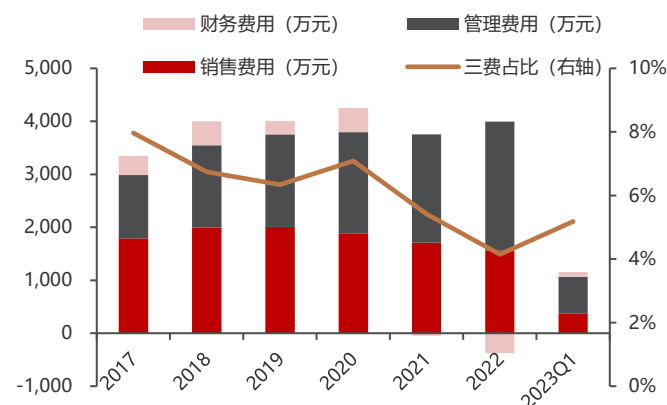


资料来源: wind, 民生证券研究院

三费费用率总体呈下降趋势, 费用管控能力增强。22 年公司三费费用率下降 1.26pct, 至 4.15%, 呈下降趋势。22 年管理费用率同比-0.19%, 至 2.8%; 销售费用率同比-0.71%, 至 0.16 亿元, 主要系业务招待费减少所致; 财务费用率同比-711.17%, 至-0.04 亿元, 主要系汇兑收益增加所致。2020 年以来, 公司研发支出逐年增加, 主要系研发人员增加及研发材料费用增加所致。研发人员数量由 2020 年的 101 名增加至 2022 年的 128 名 (占总人数的 16.78%), 研发团队保

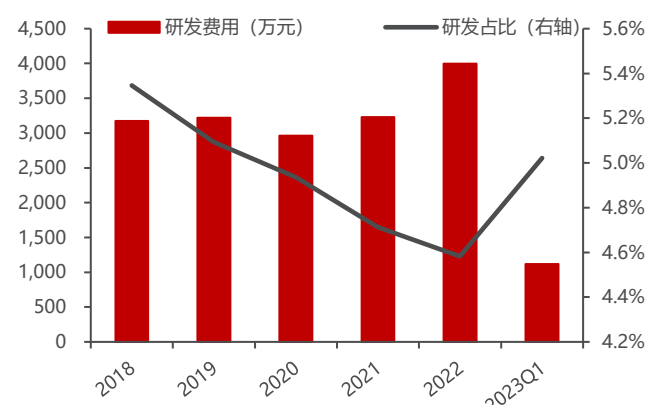
持持续扩张的趋势。

图 14: 2022 年三费费用率下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

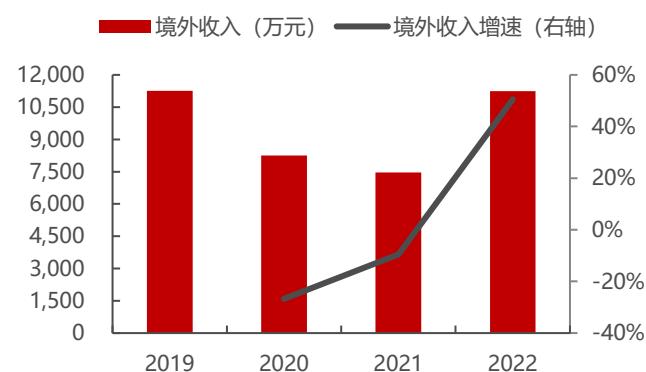
图 15: 2020~2022 年研发投入逐年加大



资料来源: wind, 民生证券研究院

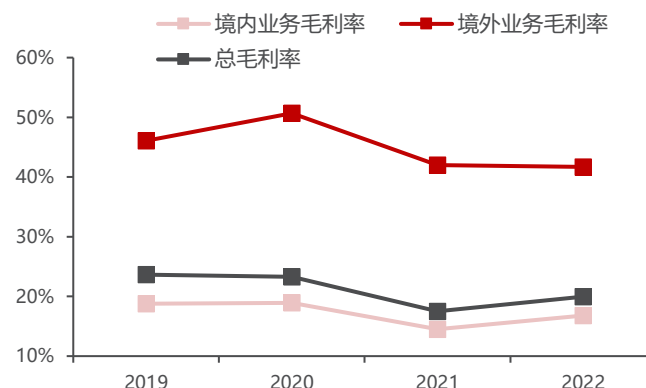
23 年海外订单充足，海外业务将拉动业绩增长。22 年公司境外收入同比增长 50.51%，至 1.12 亿元，占营收比重 12.89%。公司向海外市场销售深加工的高端产品，毛利率较高，22 年境外业务毛利率为 41.69%。2023 年 1-4 月，公司境外订单充足，相比去年同期增幅在 30%以上。公司正加强海外高端客户、高端市场的深度开发，努力提高公司境外直接销售的比例接近 40%。海外业务将成为重要的业绩增长点。

图 16: 2022 年境外收入同比增长 50.51%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 17: 公司境外业务毛利率较高



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

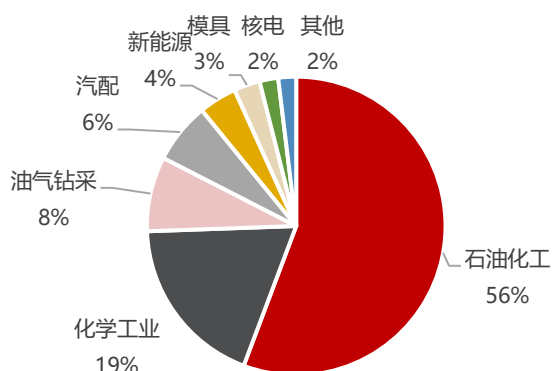
3 传统油气领域需求旺盛，新兴领域多点开花

3.1 油服行业景气度上升，油气领域订单增加

石油化工及化学工业领域对公司营收贡献较大。根据公司招股说明书，公司产品的下游应用领域主要为油气钻采、石油化工、化学工业、汽配、核电等，其中，油气钻采、石油化工、化学工业是公司的传统优势领域。2017-2019 年，公司油气钻采领域营收占比分别为 9.01%、8.62%及 8.10%，占比较小。公司产品主要应用于石油化工（石油炼制加工业）和化学工业（以石油天然气作为主要原材料的化学工业）领域。2019 年，石油化工领域营收占公司营收的比例为 55.72%，化学工业领域营收占公司营收的比例为 18.71%。

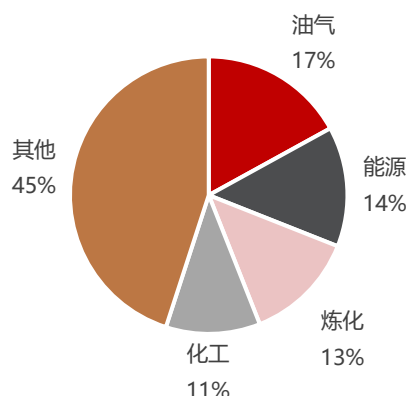
公司的主要业务是向油气行业提供高温耐蚀合金材料及产品。公司客户遍及石油化工、新能源、核电、海工、汽车、高端制造装备核心部件等诸多领域。以阀门类产品来说，油气、能源、炼化、化工是工业阀门的主要下游应用领域，合计占比近 55%。阀门在开采油气资源、储存输送及油气炼化方面都有应用，其作用是控制管道中介质的接通与截断。在石油开采领域，采油树和井口装置的阀门相关产品是油井的必装生产设施。在石化领域，石化阀门是石油化工生产装置中最多的设备。

图 18: 石油化工和化学工业领域是公司产品的主要应用领域（营收占比口径）



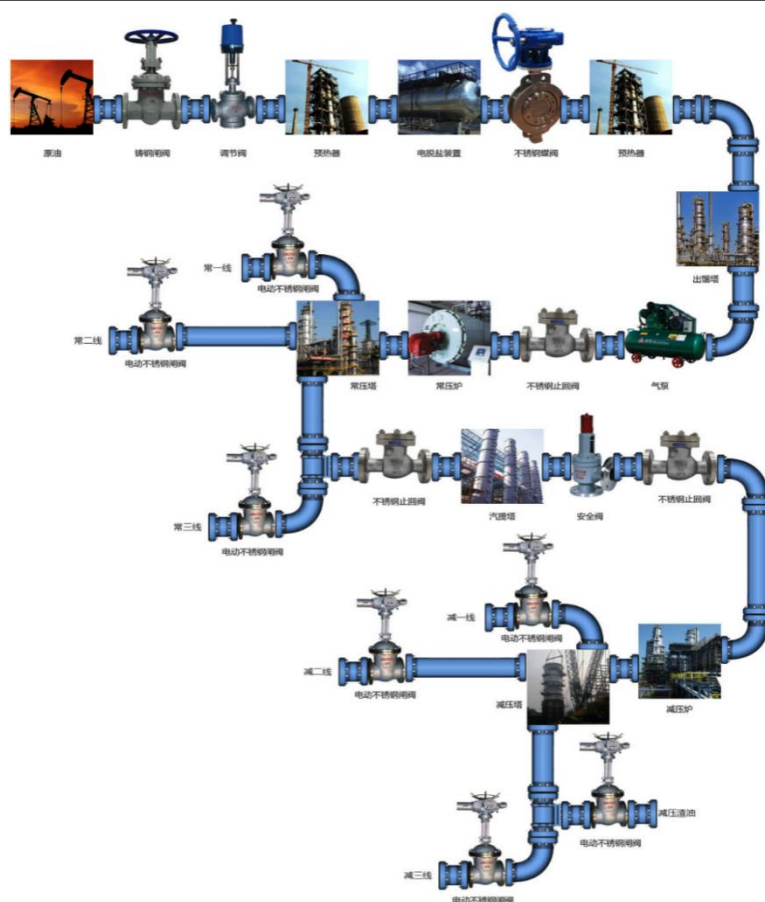
资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院
注：图中为 2019 年数据

图 19: 2022 年中国工业阀门行业下游应用领域分布



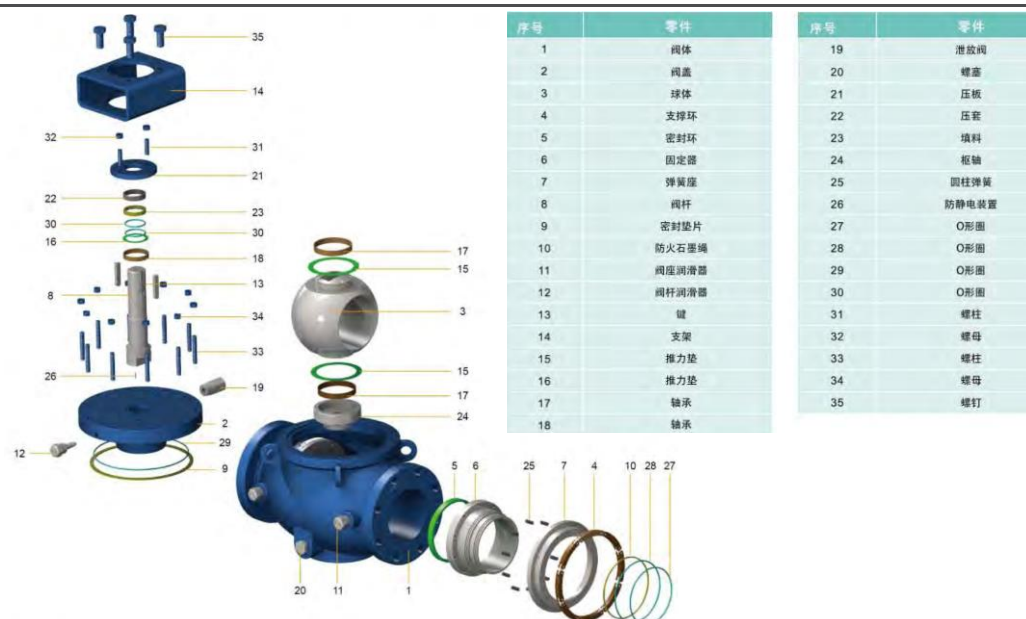
资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

图 20: 炼油厂常减压装置流程及阀门分布顺序图



资料来源：殷德阀门官网，民生证券研究院

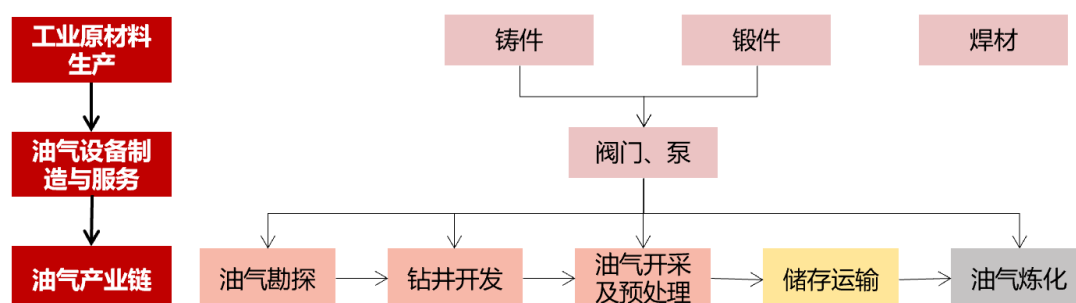
图 21: 固定球阀结构图



资料来源：纽威股份官网，民生证券研究院

公司处于油服产业链上游，为下游油服企业提供高温合金铸件、锻件等原材料。公司客户通过参加阀门产品终端用户的建设工程项目招标取得阀门采购订单，并根据订单需求情况向公司下达特种合金零部件采购订单。**纽威股份是公司第一大客户，是中国大型工业阀门制造商。**公司向纽威股份供应阀体毛坯、弹簧、垫圈等材料，纽威股份将阀体毛坯加工成阀门产品，最终供应给石化企业或石油开采企业以及新能源、船舶等企业。公司在油气领域的项目有万华化学、恒力石化、浙石化、沙特阿美石油 JAZAN 等。公司订单需求依赖于下游油服行业景气度。

图 22：公司产品处于油服产业链上游



资料来源：公司公告，道森股份招股书，民生证券研究院

表 3：公司在石化领域的产品及其应用

| 产品 | 客户与项目 |
|---|--|
| 氧气阀 | Flowserve 奥地利(Valtek)、Flowserve 德国(ARGUS) |
| | GE 日本(Dresser 与 Masoneilan) |
| | 纽威股份关于宁煤、万华化学、恒力石化、浙石化、沙特阿美石油 JAZAN 等项目 |
| 钴铬钨合金焊材、哈氏合金铸/锻件、镍铜合金铸/锻件、镍铬银合金、镍铬合金铸/锻件、双相钢铸/锻件等 | 与中核科技、超达集团、北京航天石化、兰州高压等客户关于万华化学、茂名石化、内蒙古伊泰、南京惠生项目。 |
| | 英国 WEIR、中石化-扬子石化、上海石化、茂名石化、中石油-大庆石化、长庆石化等；壳牌、英国石油、雪佛龙、道达尔、阿曼石油 |

资料来源：中洲特材招股书，民生证券研究院

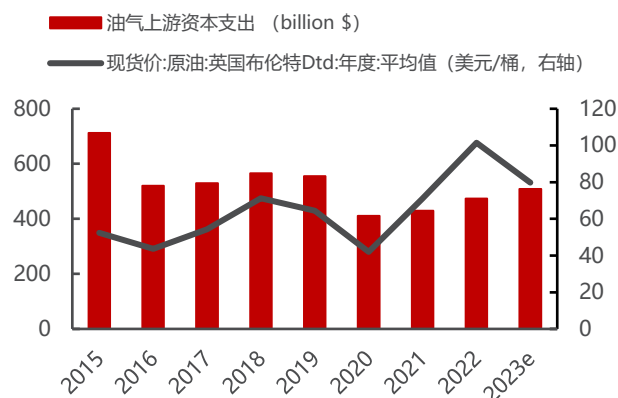
油气上游资本开支增加，油服景气度回升。油价高位带动油气上游资本支出抬升。根据 IEA 数据，2023 年全球油气上游资本开支预计为 5080 亿美元，同比增长 7%。油气公司资本开支增加，油服行业景气度随之回升。国际前三大油服公司经营情况明显改善，23Q1，斯伦贝谢(SCHLUMBERGER)/贝克休斯(BAKER HUGHES)/哈利伯顿(HALLIBURTON)营收同比+30%/+18%/+33%，归母净利润同比+83%/+700%/+148%，支撑公司高温耐蚀合金产品需求增长。

图 23: Brent 原油价格走势 (单位: 美元/桶)



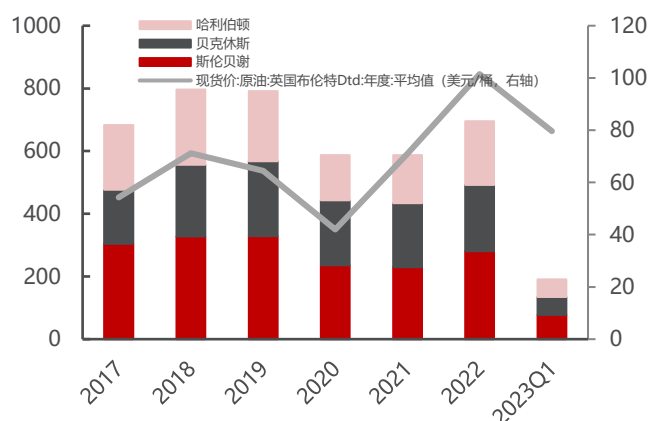
资料来源: Wind, 民生证券研究院 (注: 原油价格为截至 7 月 26 日均价)

图 24: 全球油气行业上游资本开支



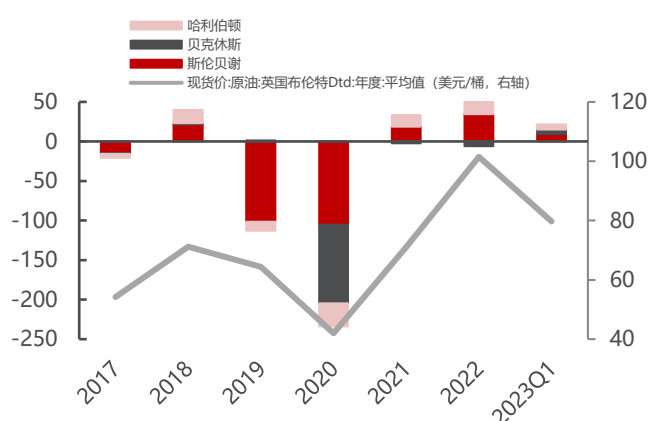
资料来源: IEA, 民生证券研究院 (注: 原油价格为截至 7 月 26 日均价)

图 25: 全球前三大油服公司营收 (单位: 亿美元)



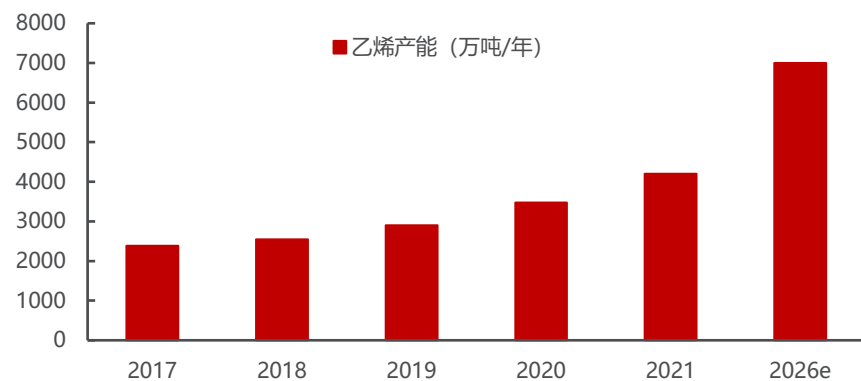
资料来源: Wind, 民生证券研究院 (注: 原油价格为截至 7 月 26 日均价)

图 26: 全球前三大油服公司归母净利润 (单位: 亿美元)

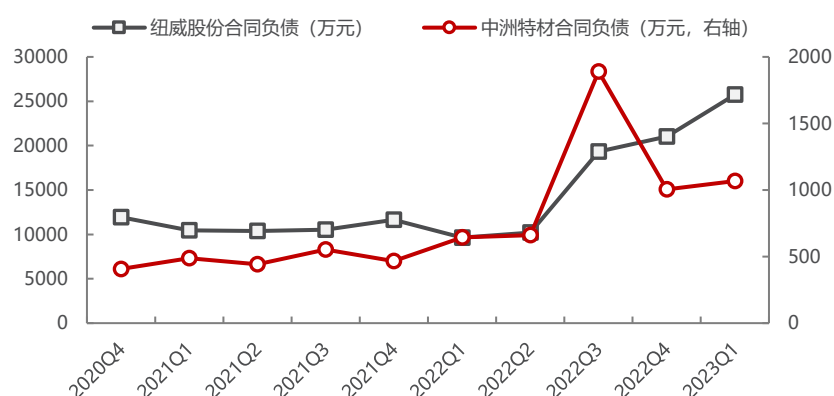


资料来源: Wind, 民生证券研究院 (注: 原油价格为截至 7 月 26 日均价)

炼化领域资本支出扩张, 基础化工原料产能释放, 带动公司高温耐蚀合金产品需求增长。炼化领域资本支出扩张, 以乙烯为例, 乙烯是世界上产量最大的化学产品之一, 乙烯工业是石油化工产业的核心。2017-2021 年随着原料多元化发展和下游需求稳定增长, 中国乙烯产能快速提升, 2017 至 2021 年 CAGR 达到 15.22%。据《中国石化市场预警报告 2022》预测, 中国乙烯产能仍将保持较快的产能扩张速度, 2022-2026 年中国乙烯在建产能 2795 万吨/年, 预计到 2026 年全国乙烯产能将达到 6996 万吨/年。下游炼化产能持续扩张, 带动公司耐蚀高温合金产品需求稳步增长。从订单的角度看, 公司与大客户纽威股份合同负债整体向好, 侧面佐证公司油气领域订单较为旺盛。

图 27：中国乙烯产能变化


资料来源：wind，中国石化市场预警报告 2022，民生证券研究院

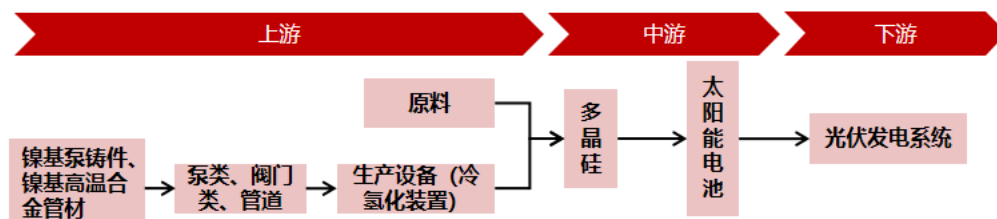
图 28：公司与纽威股份合同负债变化


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 多晶硅产能扩张，助推公司新能源领域产品开拓

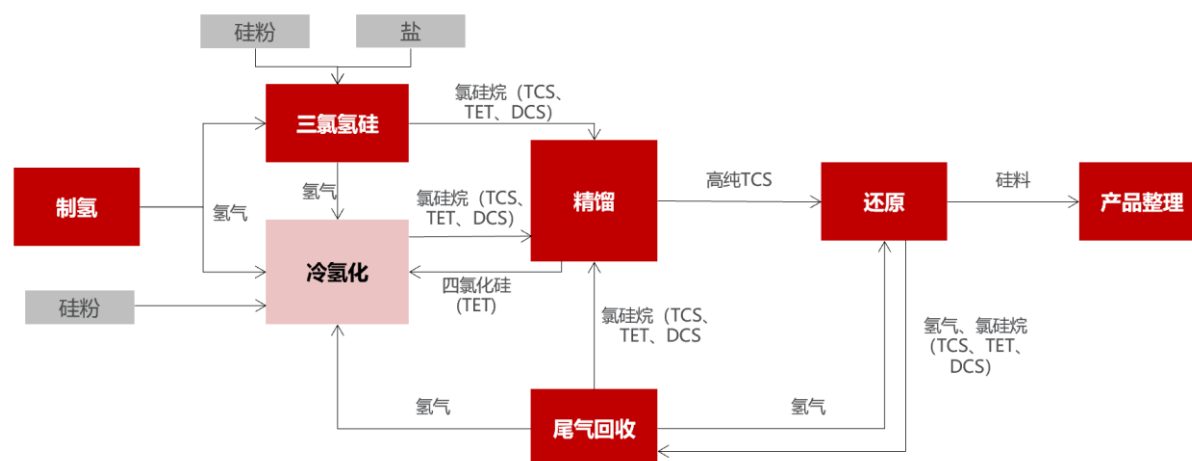
公司为多晶硅生产设备提供原材料，产业链下游对应光伏等领域。公司在多晶硅领域的代表性应用有新疆大全多晶硅冷氢化装置镍基泵、新疆特变电工多晶硅项目的镍基合金高温合金管材等，公司也是东方希望新疆一期、二期项目的材料供应商，公司生产的镍基高温合金泵零部件，使多晶硅冷氢化泵寿命提升 6 倍。目前，改良西门子法加冷氢化工艺是多晶硅行业通用的技术路线，占据全球光伏多晶硅生产的 95%以上，因而冷氢化装置是多晶硅生产的主要装置之一。冷氢化工序能将三氯氢硅合成过程中产生的四氯化硅（TET）转化为三氯氢硅，并有效利用三氯氢硅合成工序和尾气回收的氢气，公司产品主要用于加氢装置。

图 29：多晶硅产业链



资料来源：公司公告，中商产业研究院，民生证券研究院

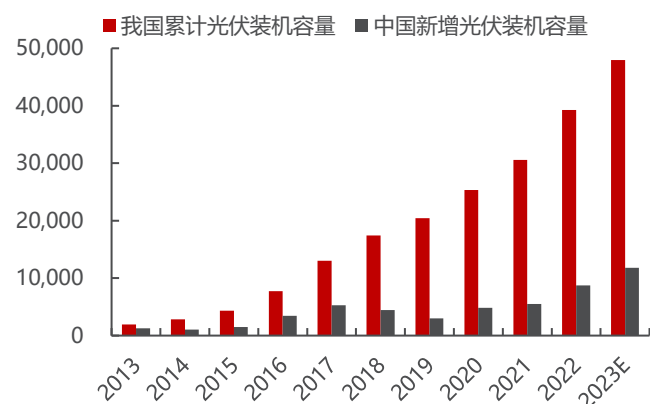
图 30：多晶硅生产工艺（改良西门子法）



资料来源：大全能源招股说明书，民生证券研究院

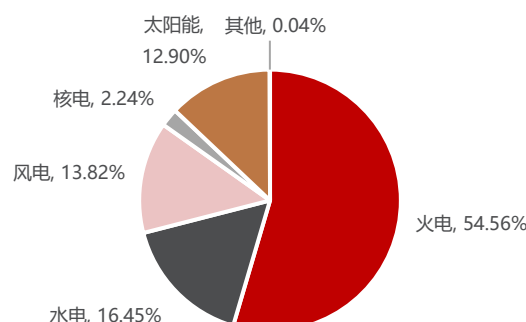
“双碳”驱动，光伏装机量有望长期维持增长。“双碳”背景下，光伏等新能源结构性提升，按照国家碳达峰行动计划方案，2030 年风电、太阳能发电总装机容量达 12 亿千瓦以上，对应 1200GW，截至 2022 年底，风电装机容量约 3.7 亿千瓦，太阳能发电装机容量约 3.9 亿千瓦，还存在 4.4 亿千瓦的差距。据国家能源局统计，我国 2022 年底新增光伏发电并网装机容量约 8,741 万千瓦，累计装机 3.93 亿千瓦，同比增长 28.43%，光伏装机的快速增长带动多晶硅产量提高。

图 31：我国光伏装机容量（单位：万千瓦）



资料来源：国家能源局，中商情报网，民生证券研究院

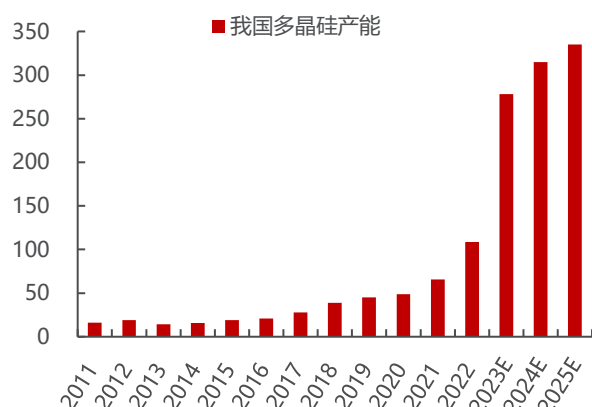
图 32：2021 年底我国电力装机构成情况



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

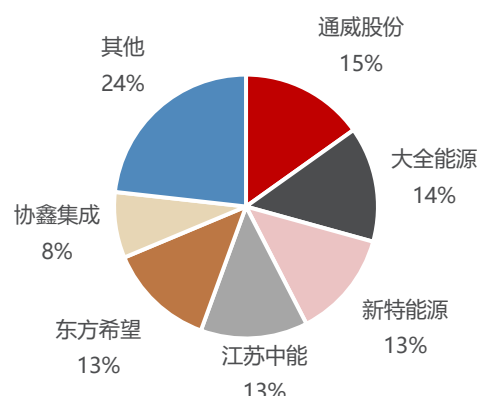
多晶硅项目加速释放，助推公司新能源领域产品开拓。得益于下游光伏行业持续高景气度，2021 年以来，多晶硅供不应求加剧，国内新增产能加快建设，据上海有色网，2022 年建成投产的多晶硅产能达 42.8 万吨，总产能达 108.5 万吨，同比增长 65.14%。目前，多晶硅行业的主要企业通威股份、协鑫科技、大全能源、新特能源、东方希望等企业仍在积极扩产。上海有色网预计 2023 年全国多晶硅产能将达 278 万吨，多晶硅产能基数的扩大及新增项目投资将助推公司高温合金材料消费放量。

图 33：多晶硅产能情况（单位：万吨）



资料来源：上海有色网，民生证券研究院

图 34：2021 年中国多晶硅市场竞争格局（按产量）



资料来源：中商情报网，民生证券研究院

表 4：部分多晶硅企业新增产能情况

| 公司 | 项目名称 | 项目类型 | 项目产能 (万吨) | 项目进度 |
|------|----------------------------------|------|-----------|-------------------------------|
| 大全能源 | 内蒙古包头一期 | 新增产能 | 10 | 2023 年 4 月投产，同年 6 月达产 |
| | 内蒙古包头二期 | 新增产能 | 10 | 2023 年底建成投产 |
| 新特能源 | 年产 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济建设项目（一期） | 新增产能 | 20 | 预计一期 2023 年 6 月投产（一期 10 万吨/年） |
| 东方希望 | 宁夏晶体新能源材料项目 | 新增产能 | 40 | 在建 |
| | 乌海东晶光伏全产业链项目 | 新增产能 | 6.25 | 在建 |
| 通威股份 | 永祥能源科技一期 12 万吨项目建设， | 新增产能 | 12 | 预计将于 2023 年三季度投产 |
| | 云南通威二期 20 万吨高纯晶硅绿色能源项目 | 新增产能 | 20 | 2023 年 3 月开工，计划 2024 年内竣工 |
| | 内蒙古通威硅能源 20 万吨高纯晶硅及配套项目 | 新增产能 | 20 | 计划 2024 年内竣工 |
| 协鑫科技 | 乌海年产 10 万吨颗粒硅项目 | 新增产能 | 10 | 预计 2023 年 4 季度竣工 |
| | 内蒙古鑫元包头项目（共 3 期） | 新增产能 | 30 | 一期 10 万吨已于 2022 年底完工 |
| | 呼和浩特 10 万吨颗粒硅项目 | 新增产能 | 10 | 预计 2023 年底投产 |

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.3 核电建设加快，核电领域对公司产品需求增量可期

高温合金在核电领域也有较为广泛的应用。在核电装备制造中，高温合金主要应用于承担核反应工作的核岛内，核电装备中主要使用高温合金的部件包括燃料转运装置、控制棒驱动机构、压力容器、蒸发器及堆内构件、燃料棒定位格架、高温气体炉热交换器等。

公司产品位于核电产业链中游，最终应用于核电站设备。公司产品在核电设备的应用场景主要有阀门、给水泵、燃料棒勾爪焊接等。公司向中核科技、纽威股份、大连大高、Velan 等阀门公司提供高温合金铸锻件、焊材，最终制作成阀门应用于核电设备，公司与上海电气、哈电集团、东方电气等核电装备制造企业也建立了长期稳定的合作关系。此外，公司也向中核集团、中广核等下游核电站运营公司提供钴铬钨焊材、双相钢铸/锻件等产品。23 年，公司核电领域订单增量明显。新建产能投产后，核电领域收入有望持续增长，助推公司产品结构优化。

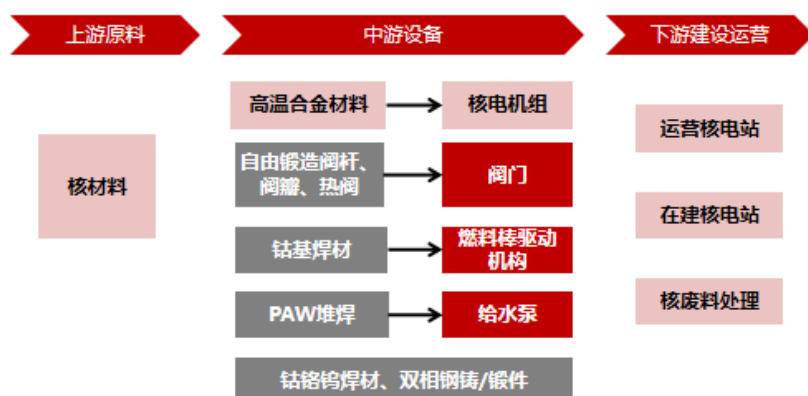
表 5：公司核电产品与服务及其应用领域

| 产品 | 客户与项目 |
|-------------------|----------------------|
| 钴铬钨焊材、双相钢铸/锻件 | 中核集团:秦山核电、田湾核电 |
| | 中广核:大亚湾核电、红沿河核电、三门核电 |
| 焊材 | 中核科技、大连大高、纽威股份、三门核电 |
| PAW 堆焊 | 福清核电 |
| 离心铸造或熔模铸造导向套、阀瓣套筒 | 巴基斯坦卡拉奇核电，华能长兴电厂 |

| | |
|-----------------|------------------------------------|
| 自由锻造阀杆、阀瓣、热阀 | 景德镇电厂、韶关粤华、华能瑞金、姚孟电厂、大唐三门峡、荣成石岛湾核电 |
| 自由锻造阀座、导向套、阀瓣套筒 | 防城港核电 |

资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院

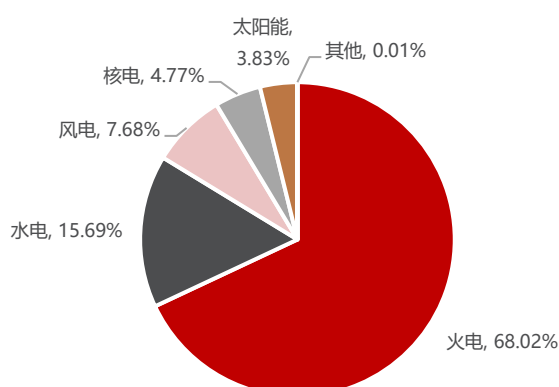
图 35：公司产品处于核电产业链中游



资料来源：中洲特材招股说明书，前瞻产业研究院，民生证券研究院

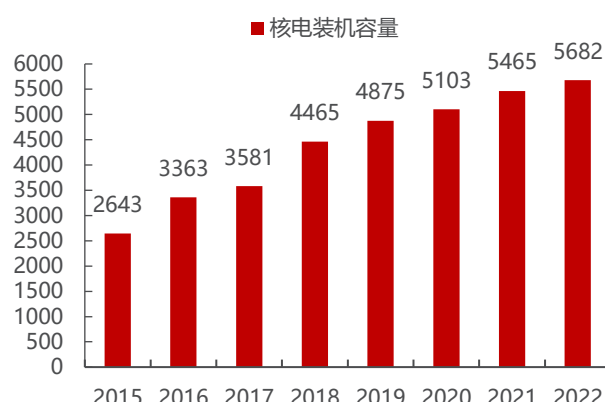
核电装机规模稳步提升，拉动核电产品订单增加。截至 2022 年 12 月 31 日，我国在运核电机组 55 台，在建核电机组 21 台，在建机组数量及装机容量世界第一。“十四五”期间，我国将进一步加快扩大装机规模，保持每年 6~8 台核电机组的核准开工节奏，2025 年核电运行装机容量达 7000 万千瓦左右。中国核能行业协会预测，核能发电量在我国电力结构中占比将于 2035 年达到 10% 左右。未来核电装机规模的扩大将支撑高温合金需求增长。

图 36：中国发电量构成（2021 年）



资料来源：中国核能行业协会《中国核能发展与展望（2022）》，民生证券研究院

图 37：2015~2022 年中国核电装机容量



资料来源：中国核能行业协会，民生证券研究院

3.4 海工领域成为重要发力点，助推公司产品结构优化

海工领域是公司重要发力点。目前，公司在海工领域的主要产品有镍基、铜基高温合金材料，应用场景有铝青铜、锡青铜等船用阀门、船用螺旋桨推进轴承、舰艇加油导流罩系列、潜艇通风阀等。公司船舶领域主要客户有纽威股份、中船重工等。纽威的水下阀门应用于海洋石油开采，其高压自力式控制阀门应用于 FPSO 领域。公司为中船重工提供铜基合金铸件等产品，用于船用阀门。铜基合金具有优异的防腐耐蚀性能，主要应用于船舶制造、海洋油气钻采与运输、海洋工程等领域，应用前景较好。

图 38：公司为海洋工程设备制造提供原材料，主要应用场景为船舶

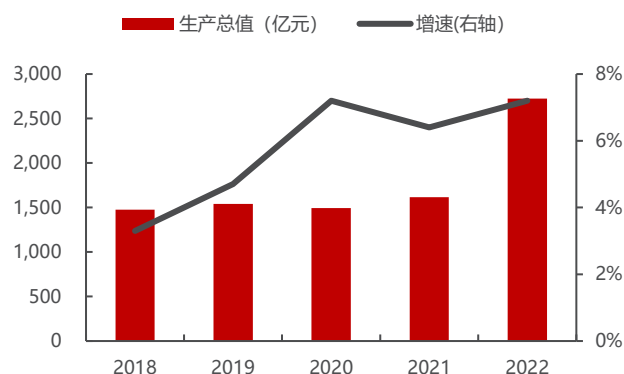


资料来源：中洲特材招股说明书，前瞻产业研究院，中商产业研究院，民生证券研究院

下游海工装备制造的发展拉动公司订单需求增长。海洋工程用合金材料要求有较高的强度、韧性和耐蚀性，镍基、钛基等高性能耐蚀合金可延长结构材料寿命，降低腐蚀率。以海洋油气资源为代表的海洋矿产资源是当前世界海洋资源开发的重点和热点。随着国内对海洋平台、海洋油气开发装备核心技术和关键共性技术的研究的持续投入，深海铺管系统、深海立管系统、水下作业装备等建造能力的增强，配套设备的国产化率将不断提高海洋工程专用设备制造业的快速发展及进口替代趋势，将有力推动国内耐蚀合金业的发展，给公司带来发展机遇。

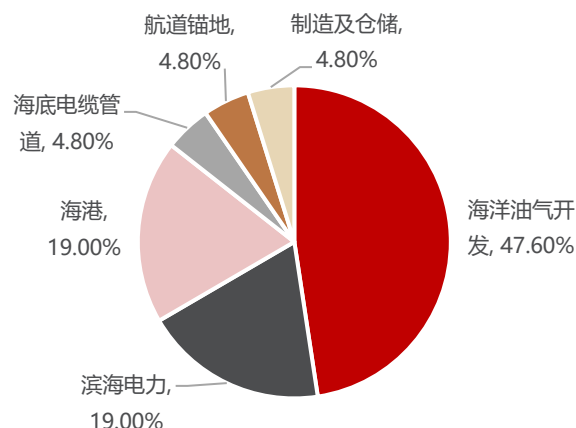
海洋油气装备是海工装备的主力。2022 年，海洋油气业产业增加值 2724 亿元，同比增长 7.2%，海洋油、气产量分别增长 6.3%和 10.2%。据《2021 中国海洋工程年报》数据显示，2021 年，我国新增海洋工程 854 项，海洋油气资源开发类项目工程新增数量占比达 47.6%。海洋油气开发成为我国海洋经济产业发展投资占比最高行业领域，随着海上油气勘探开发向深远海拓展，将支撑深海油气开采设备制造业进一步发展，拉动耐蚀合金需求。

图 39：2018-2022 中国海洋油气产业生产总值



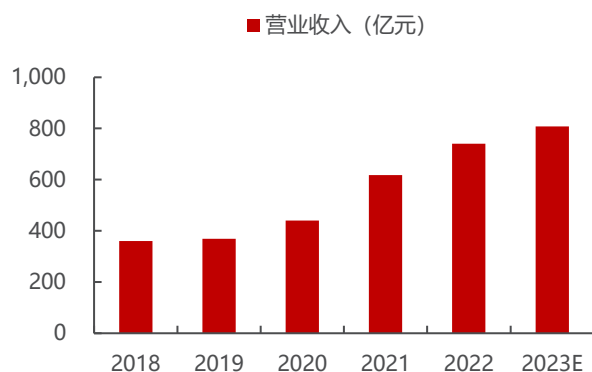
资料来源：中国海洋经济统计公报，民生证券研究院

图 40：2021 年各类型新增重大海洋工程占比



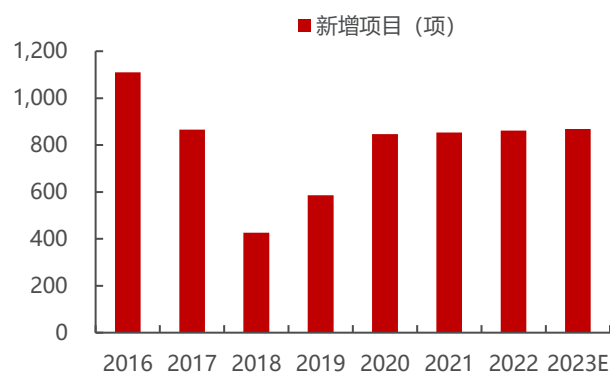
资料来源：2021 中国海洋工程年报，民生证券研究院

图 41：2018-2023 年中国海工装备制造业营收情况



资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

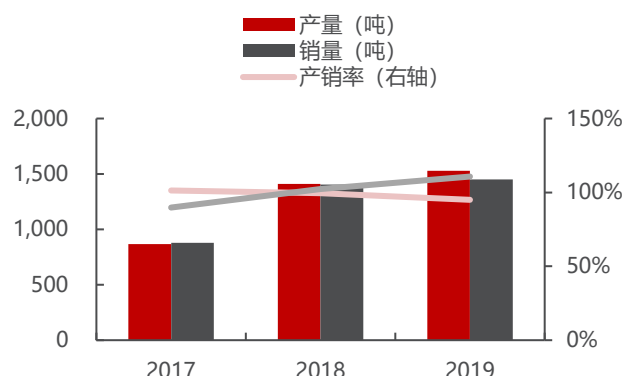
图 42：2016-2023 年中国海洋工程新增项目数



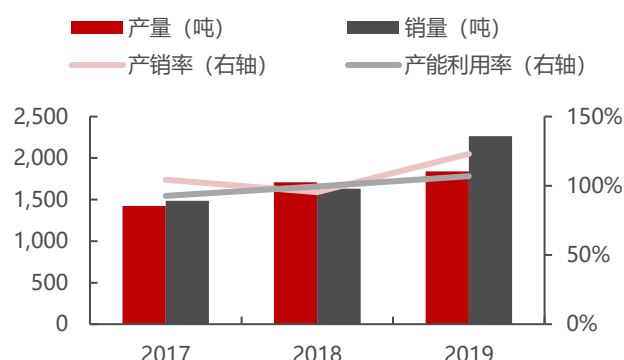
资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

3.5 新增产能项目持续推进，突破产能瓶颈

公司高温合金产能不足。公司产品下游需求旺盛，2022 年公司高温耐蚀合金产量 4396.87 吨，销量 5302.18 吨，产销率达到 120.59%，产能不足成为制约公司发展的瓶颈。由于公司部分工序加工产能不足，公司将生产中的开坯、改锻、机加等非核心工序通过外协完成。

图 43：铸造高温合金产销量及产销率


资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院

图 44：变形高温合金产销量及产销率


资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院

募投项目预计 23 年底完工，将缓解产能瓶颈。 IPO 募投“特种装备核心零部件制品制造项目”预计 23 年下半年投产，原规划产能约 2550 吨，包含 1050 吨铸造高温耐蚀特种合金制品和 1500 吨变形高温耐蚀特种合金制品。23 年 2 月，公司发布公告，终止对“研发检测中心二期建设项目”的募集资金投入，并使用该项目的剩余募集资金向江苏新中洲进行增资，用于实施募投项目“特种装备核心零部件制品制造项目”，项目总投资额 3.35 亿元，公司预计项目达产后，平均每年将为公司带来 54316 万元的营业收入和约 5431 万元的净利润。此外，公司规划在盐城东台基地建设 4500 吨变形高温耐蚀合金制品产能。随着产能不断投放，公司产品交付能力将显著增强。

表 6：特种装备核心零部件制品制造项目

| 项目 | 产品分类 | 扩产形式 | 产能 (吨) | 项目总投资 | 进度 |
|-----------------|------------|--------|--------|---------|---------|
| 特种装备核心零部件制品制造项目 | 铸造高温耐蚀合金 | 新增产能 | 750 | 3.35 亿元 | 23 年底投产 |
| | | 技改替代产能 | 300 | | |
| | 变形高温耐蚀合金 | 新增产能 | 936 | | |
| | | 技改替代产能 | 564 | | |
| 新中洲特种合金制品项目 | 变形高温耐蚀合金制品 | 新增产能 | 4500 | - | - |

资料来源：公司公告，新中洲特种合金制品项目环境影响评价表，民生证券研究院

4 同业分析：独辟蹊径，专注民用领域

公司专注民用领域高温合金业务。国内高温合金及耐蚀合金从业企业主要以国有特钢企业、长期从事高温合金科研工作的部分科研院所所属企业为主，近年来行业内也涌现出不少新兴企业，如钢研高纳、中洲特材、图南合金、应流股份等。公司高温耐蚀合金铸锻件的国内潜在竞争对手主要包括图南股份、钢研高纳、应流股份、抚顺特钢和隆达股份等。

表 7：竞争对手介绍

| 可比公司 | 公司介绍 | 主要高温合金产品 |
|------|---|------------------|
| 图南股份 | 公司主营业务为高温合金、特种不锈钢等合金材料及其制品的研发、生产和销售，主要为航空航天、舰船、能源等领域提供相关产品和服务。 | 铸造、变形高温合金 |
| 钢研高纳 | 我国高温合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一。该公司主要从事镍基、钴基、铁基等高温合金材料、铝（镁、钛）轻质合金材料及制品、高均质超纯净合金的研发、生产和销售，是国内航空、航天、兵器、舰船和核电等行业用高温合金等材料及制品重要的研发生产基地。 | 铸造、变形、新型高温合金 |
| 应流股份 | 主要经营专用设备高端零部件的研发、生产、销售，产品应用于国内外航空、能源、石油天然气、资源等装备。 | 高温合金零部件 |
| 抚顺特钢 | 我国国防军工、航空航天等领域特殊钢材料的生产研发基地。该公司主导产品包括高温耐蚀合金、超高强钢和高强钢、钛合金、合金结构钢、轴承钢、工模具钢、不锈钢等。该公司产品应用于航空、航天、航海、核能、石油、化工、电子、机械、汽车、仪器仪表、交通、轻纺、医疗等领域。 | 变形高温合金 |
| 隆达股份 | 公司开展高温合金业务的时间较短，公司铸造高温合金生产线于 2017 年投产。目前公司高温合金及耐蚀合金业务分部的产品主要有铸造高温合金母合金、变形高温合金、镍基耐蚀合金，主要应用于航空航天和燃气轮机等领域；合金管材业务分部的产品主要有铜镍合金管、高铁地线合金管、高效管、黄铜管、紫铜管。 | 铸造、变形高温合金、镍基耐蚀合金 |

资料来源：中洲特材招股说明书，隆达股份招股说明书，民生证券研究院

表 8：公司与竞争对手业务比较

| 比较项目 | 国内主要高温耐蚀合金企业 | 中洲特材 |
|----------|---|--|
| 经营内容 | 业内大多企业的产品部分为高温耐蚀合金类。 | 产品均为高温耐蚀合金类。 |
| 产业链与产品系列 | 以部分产业链为主。 大型件为主，或集中于铸件（以提供原材料为主），或集中于锻件，或以提供管板为主，极少数企业具备全系列高温耐蚀合金产品。 | 全产业链，提供一站式服务。 全系高温耐蚀合金产品。公司产品专业度高、标准要求严。公司产品门类齐全，涵盖铸件、锻件、焊材及堆焊服务、3D 打印合金粉末。 |
| 经营领域 | 以军工为主，民用为辅，主要领域为军工、航工、核电、燃气轮等领域。 | 以民用领域为主，主要为石化、石油天然气钻采、化工、核电、新能源、汽车配件、模具等领域。 |
| 经营方式 | 国家项目、军工接单与少量市场化开拓相结合。 | 完全市场化模式。 建立在取得国内外客户各项专业的技术认证、产品质量管理认证基础之上。公司为国内外著名客户提供优质服务享誉市场。 |
| 客户群 | 主要面向国内军工及大型客户，客户群相对小。 | 主要面向较高产品标准要求以及较严格产品质量要求的国内外民用领域客户，客户群相对大。 |

资料来源：中洲特材招股说明书，民生证券研究院

营收有望进一步扩大，期待产品结构优化推动毛利率提升。公司高温合金销量及营收规模较可比公司较低，随着新项目逐步投产，公司营收规模将进一步扩大。

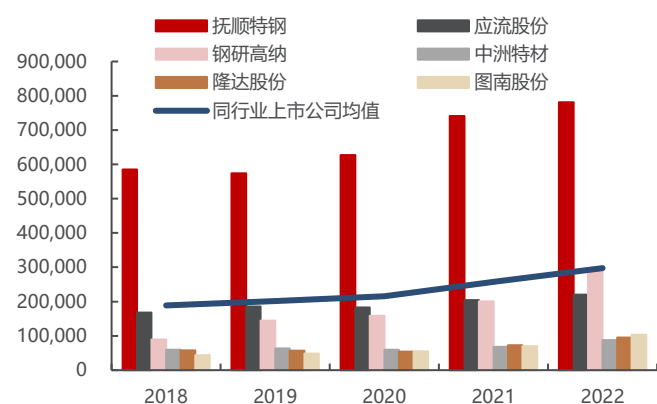
毛利率：公司毛利率低于应流股份、钢研高纳和图南股份。图南股份和钢研高纳的军工客户比例较大，而公司以民用客户为主。军工订单毛利高于民用订单，因而图南股份和钢研高纳的毛利高于公司。应流股份主要提供零部件成品，产品附加值高，且其下游航空航天类客户占比高，因而毛利率较高。公司大部分产品采用“成本加成”的协商定价模式，原材料价格的变动能够充分传导至下游客户，公司的毛利率水平较为稳定，净利率水平也较稳定。**三费费用：**公司三费费用率远低于行业平均水平，费用管控能力较强。

表 9：国内高温合金企业产销量对比

| 公司 | 产品 | 项目 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|------|--------------|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 抚顺特钢 | 变形高温合金 | 营收(亿元) | 7.9 | 10.5 | 11.6 | 13.0 | 16.2 |
| | | 产量(吨) | 4,294 | 5,842 | 5,483 | 5,894 | 7,174 |
| | | 销量(吨) | 4,222 | 5,482 | 5,817 | 6,049 | 7,336 |
| | | 单价(万元/吨) | 18.6 | 19.1 | 19.9 | 21.7 | 22.1 |
| | | 产销率(%) | 98% | 94% | 106% | 103% | 102% |
| 钢研高纳 | 变形/铸造/新型高温合金 | 营收(亿元) | 8.9 | 14.3 | 15.8 | 19.9 | 28.3 |
| | | 产量(吨) | 5,922 | 10,114 | 10,192 | 13,445 | 15,875 |
| | | 销量(吨) | 5,650 | 10,035 | 9,820 | 13,322 | 15,965 |
| | | 单价(万元/吨) | 15.7 | 14.3 | 16.1 | 14.9 | 17.7 |
| | | 产销率(%) | 95% | 99% | 96% | 99% | 101% |
| 图南股份 | 变形/铸造高温合金 | 营收(亿元) | 3.2 | 3.7 | 3.9 | 4.9 | 7.9 |
| | | 销量(吨) | 1,589 | 1,745 | 1,956 | 2,067 | 2,729 |
| | | 单价(万元/吨) | 20.0 | 21.5 | 19.8 | 23.6 | 29.1 |
| 隆达股份 | 变形/铸造高温合金 | 营收(亿元) | 0.4 | 1.1 | 1.8 | 3.1 | 4.7 |
| | | 产量(吨) | 356 | 576 | 974 | 1,678 | 2,472 |
| | | 销量(吨) | 327 | 571 | 931 | 1,611 | 2,152 |
| | | 单价(万元/吨) | 10.7 | 19.1 | 19.8 | 19.0 | 22.0 |
| | | 产销率(%) | 92% | 99% | 96% | 96% | 87% |
| 西部超导 | 变形高温合金 | 营收(亿元) | 0.003 | 0.1 | 0.3 | 1.0 | 1.8 |
| | | 产量(吨) | | 58 | 331 | 555 | 1,168 |
| | | 销量(吨) | | 82 | 246 | 503 | 732 |
| | | 单价(万元/吨) | | 12.5 | 13.9 | 20.2 | 24.7 |
| | | 产销率(%) | | 141% | 74% | 91% | 63% |
| 中洲特材 | 变形/铸造高温合金 | 营收(亿元) | 5.7 | 6.1 | 5.8 | 6.6 | 8.5 |
| | | 产量(吨) | 3,682 | 4,091 | 3,717 | 4,364 | 4,397 |
| | | 销量(吨) | 3,563 | 4,353 | 4,559 | 5,100 | 5,302 |
| | | 单价(万元/吨) | 16.0 | 14.0 | 12.7 | 13.0 | 16.0 |
| | | 产销率(%) | 97% | 106% | 123% | 117% | 121% |

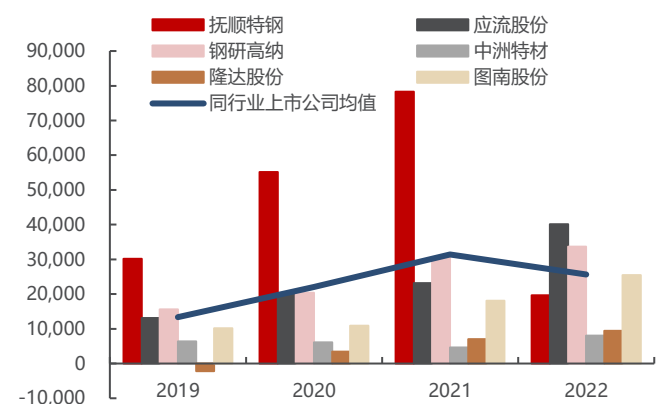
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 45：2018-2022 年高温合金同行业公司营收(单位：万元)



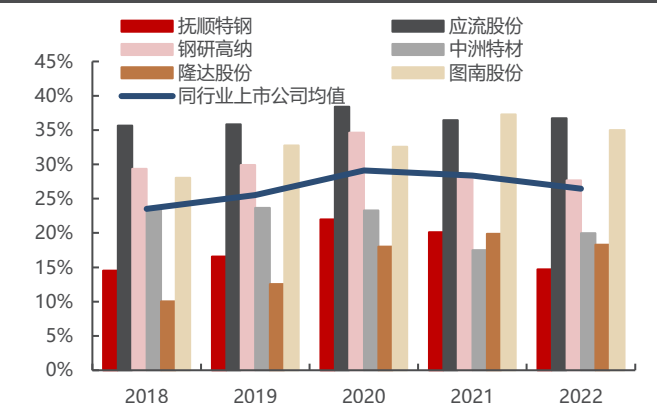
资料来源：wind，民生证券研究院

图 46：2018-2022 年高温合金同行业公司归母净利润(单位：万元)



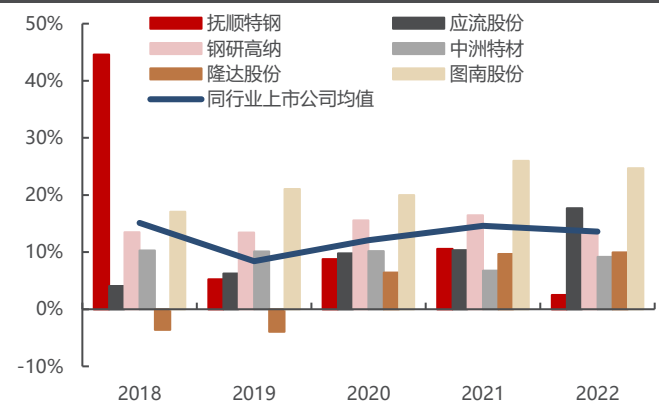
资料来源：wind，民生证券研究院

图 47：毛利率：公司毛利率低于同行业平均水平



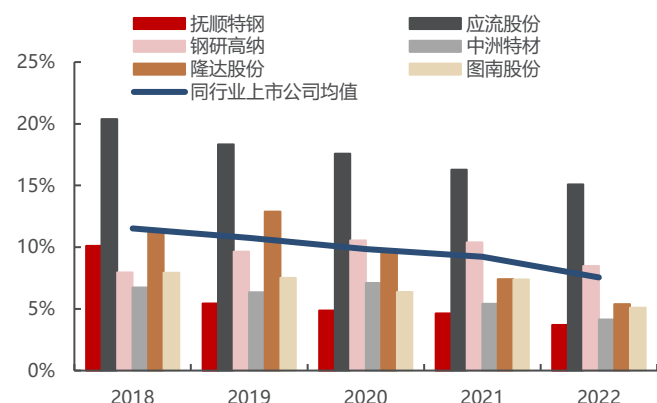
资料来源：wind，民生证券研究院

图 48：净利率：公司净利率低于同行业平均水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图 49：三费费用率：公司的三费费用率较低，费用管控能力较强



资料来源：wind，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们把公司主营高温耐蚀合金业务分为变形高温耐蚀合金、铸造高温耐蚀合金、特种合金焊材三块业务进行拆分预测。

变形高温耐蚀合金业务方面，随着产能投放，预计2023-2025年销售量分别为3215吨/4130吨/5200吨，假设售价分别为14.80/14.65/14.51万元/吨，预计2023-2025年分别实现营业收入47588.8、60524.2与75442.8万元，毛利率分别为21.94%、22.33%与22.63%。

表 10：变形高温耐蚀合金业务收入拆分及预测

| 单位：万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 39920.1 | 47588.8 | 60524.2 | 75442.8 |
| YOY | 33.1% | 19.2% | 27.2% | 24.6% |
| 成本 | 32574.9 | 37146.5 | 47011.7 | 58368.5 |
| 毛利 | 7345.3 | 10442.3 | 13512.6 | 17074.3 |
| 毛利率 | 18.40% | 21.94% | 22.33% | 22.63% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

铸造高温耐蚀合金业务方面，随着产能投放，预计2023-2025年销售量分别为2300吨/3030吨/4000吨，假设售价分别为13.31/13.18/13.05万元/吨，预计2023-2025年分别实现营业收入30616.3、39930.3与52180.9万元，毛利率分别为20.18%、20.71%与21.24%。

表 11：铸造高温耐蚀合金业务收入拆分及预测

| 单位：万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 25397.0 | 30616.3 | 39930.3 | 52180.9 |
| YOY | 31.5% | 20.6% | 30.4% | 30.7% |
| 成本 | 20574.7 | 24438.0 | 31660.8 | 41099.6 |
| 毛利 | 4822.3 | 6178.3 | 8269.5 | 11081.3 |
| 毛利率 | 18.99% | 20.18% | 20.71% | 21.24% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

特种合金焊材业务方面，预计2023-2025年销售量分别为900吨/1050吨/1100吨，假设售价分别为22.71/22.48/22.25万元/吨，预计2023-2025年分别实现营业收入20434.9、23602.3与24478.9万元，毛利率分别为21.94%、22.14%与22.34%。

表 12：特种合金焊材业务收入拆分及预测

| 单位：万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 19743.8 | 20434.9 | 23602.3 | 24478.9 |
| YOY | 15.8% | 3.5% | 15.5% | 3.7% |
| 成本 | 15498.1 | 15952.3 | 18375.7 | 19009.6 |
| 毛利 | 4245.7 | 4482.6 | 5226.6 | 5469.3 |
| 毛利率 | 21.50% | 21.94% | 22.14% | 22.34% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综上，包含其他业务收入，我们预计公司2023-2025年分别实现营业收入10.1、12.7与15.5亿元，分别同比+15.9%、+25.5%与+22.4%；预计毛利率分别为22.00%、22.30%与22.58%。

表 13：公司营业总收入及毛利预测

| 单位：万元 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|---------|----------|----------|----------|
| 收入 | 87239.2 | 101104.3 | 126846.8 | 155263.4 |
| YOY | 27.4% | 15.9% | 25.5% | 22.4% |
| 成本 | 69474.4 | 78857.5 | 98555.9 | 120199.2 |
| 毛利 | 17764.8 | 22246.8 | 28290.8 | 35064.3 |
| 毛利率 | 20.36% | 22.00% | 22.30% | 22.58% |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取有高温合金业务的隆达股份、应流股份作为可比公司。**隆达股份**主营业务为高温合金、合金材料的研发、生产和销售，主要为航空航天、舰船、能源等领域提供相关产品和服务，2022年隆达股份销售高温合金2152吨。**应流股份**主要产品为泵及阀门零件、机械装备构件，高温合金产品主要用在航空航天、油气等领域。据测算，可比公司2023年PE均值为35倍，高于公司的28倍，且公司募投产能逐步释放，未来成长性可期。

表 14：可比公司 PE 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|-------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2022A | 2023E | 2024E |
| 688231.SH | *隆达股份 | 25.13 | 0.45 | 0.56 | 0.74 | 56 | 45 | 34 |
| 603308.SH | *应流股份 | 16.77 | 0.59 | 0.67 | 0.83 | 28 | 25 | 20 |
| 可比公司平均 PE | | | | | | 42 | 35 | 27 |
| 300963.SZ | 中洲特材 | 13.45 | 0.34 | 0.48 | 0.63 | 39 | 28 | 21 |

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：标*公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 7 月 27 日；

5.3 投资建议

公司深耕民用高温合金产品，下游主要应用领域油气资本开支增加，公司产品订单旺盛。此外，公司产品逐步向新能源、核电、海工等领域拓展，产品需求空间打开。随着IPO募投项目产能投放，公司业绩释放可期。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.13/1.48/1.91亿元，对应现价，2023-2025年PE依次为28/21/16倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 项目不及预期风险。公司在建项目如果不能如期完成，或将影响产品产能释放，进而对业绩造成一定影响。

2) 原材料价格波动风险。公司产品主要原材料为镍、钴，镍、钴资源稀少，价格高且波动大，对公司产品毛利率和经营业绩带来风险。

3) 市场竞争风险。近几年，我国高温合金行业涌现了图南股份、隆达股份、派克新材等一批有实力的上市公司，市场竞争日趋剧烈，特别是高温耐蚀合金锻件产品工序相对更易复制，面临的竞争更加激烈。

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 | 872 | 1,011 | 1,268 | 1,553 |
| 营业成本 | 698 | 789 | 986 | 1,202 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 销售费用 | 16 | 17 | 20 | 23 |
| 管理费用 | 24 | 27 | 32 | 36 |
| 研发费用 | 40 | 47 | 58 | 69 |
| EBIT | 84 | 124 | 164 | 213 |
| 财务费用 | -4 | 1 | 3 | 4 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 营业利润 | 88 | 123 | 162 | 209 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 89 | 124 | 163 | 211 |
| 所得税 | 9 | 11 | 15 | 19 |
| 净利润 | 80 | 113 | 148 | 191 |
| 归属于母公司净利润 | 80 | 113 | 148 | 191 |
| EBITDA | 103 | 148 | 202 | 262 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 127 | 137 | 158 | 219 |
| 应收账款及票据 | 457 | 481 | 538 | 634 |
| 预付款项 | 23 | 24 | 30 | 36 |
| 存货 | 309 | 324 | 356 | 412 |
| 其他流动资产 | 194 | 206 | 226 | 258 |
| 流动资产合计 | 1,110 | 1,172 | 1,308 | 1,558 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 154 | 249 | 344 | 381 |
| 无形资产 | 33 | 42 | 49 | 56 |
| 非流动资产合计 | 249 | 359 | 456 | 496 |
| 资产合计 | 1,359 | 1,530 | 1,764 | 2,053 |
| 短期借款 | 100 | 150 | 210 | 280 |
| 应付账款及票据 | 124 | 149 | 192 | 244 |
| 其他流动负债 | 199 | 202 | 211 | 221 |
| 流动负债合计 | 423 | 501 | 612 | 745 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 非流动负债合计 | 10 | 9 | 9 | 9 |
| 负债合计 | 433 | 511 | 622 | 754 |
| 股本 | 156 | 234 | 234 | 234 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 926 | 1,020 | 1,142 | 1,299 |
| 负债和股东权益合计 | 1,359 | 1,530 | 1,764 | 2,053 |

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 | 27.38 | 15.89 | 25.46 | 22.40 |
| EBIT 增长率 | 81.40 | 48.10 | 32.33 | 29.52 |
| 净利润增长率 | 73.52 | 41.16 | 31.32 | 28.90 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 19.98 | 22.00 | 22.30 | 22.58 |
| 净利率 | 9.17 | 11.17 | 11.69 | 12.31 |
| 总资产收益率 ROA | 5.89 | 7.38 | 8.41 | 9.31 |
| 净资产收益率 ROE | 8.64 | 11.07 | 12.98 | 14.71 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.62 | 2.34 | 2.14 | 2.09 |
| 速动比率 | 1.83 | 1.64 | 1.50 | 1.49 |
| 现金比率 | 0.30 | 0.27 | 0.26 | 0.29 |
| 资产负债率 (%) | 31.87 | 33.36 | 35.25 | 36.73 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 131.94 | 121.00 | 105.00 | 101.00 |
| 存货周转天数 | 161.53 | 150.00 | 132.00 | 125.00 |
| 总资产周转率 | 0.70 | 0.70 | 0.77 | 0.81 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.34 | 0.48 | 0.63 | 0.82 |
| 每股净资产 | 3.96 | 4.36 | 4.88 | 5.55 |
| 每股经营现金流 | -0.21 | 0.49 | 0.54 | 0.51 |
| 每股股利 | 0.12 | 0.11 | 0.15 | 0.19 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 39 | 28 | 21 | 16 |
| PB | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 30.36 | 20.98 | 15.41 | 11.88 |
| 股息收益率 (%) | 0.89 | 0.83 | 1.08 | 1.40 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 80 | 113 | 148 | 191 |
| 折旧和摊销 | 19 | 24 | 38 | 49 |
| 营运资金变动 | -156 | -31 | -71 | -136 |
| 经营活动现金流 | -50 | 115 | 126 | 119 |
| 资本开支 | -31 | -118 | -134 | -87 |
| 投资 | -80 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -111 | -132 | -134 | -87 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 100 | 50 | 60 | 70 |
| 筹资活动现金流 | 81 | 27 | 29 | 29 |
| 现金净流量 | -80 | 10 | 21 | 61 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 冯明明持有 41.93%股份, 为公司实控人 | 4 |
| 图 2: 主营三大类产品: 铸造高温合金、变形高温合金、特种合金焊材 | 5 |
| 图 3: 公司高温合金产业链图 | 6 |
| 图 4: 铸造高温耐蚀合金生产工艺流程图 | 6 |
| 图 5: 母合金生产工艺流程图 | 7 |
| 图 6: 变形高温耐蚀合金生产工艺流程图 | 7 |
| 图 7: 2020~2022 年营收规模逐年增大 | 8 |
| 图 8: 2023Q1 年归母净利润+69.33% | 8 |
| 图 9: 2022 年产品销量增长 3.95% | 8 |
| 图 10: 2022 年及 2023Q1 利润率提升 | 9 |
| 图 11: 分产品毛利率情况 | 9 |
| 图 12: 2022 年营收构成 | 9 |
| 图 13: 2022 年毛利构成 | 9 |
| 图 14: 2022 年三费费用率下降 | 10 |
| 图 15: 2020~2022 年研发投入逐年加大 | 10 |
| 图 16: 2022 年境外收入同比增长 50.51% | 10 |
| 图 17: 公司境外业务毛利率较高 | 10 |
| 图 18: 石油化工和化学工业领域是公司产品的主要应用领域 (营收占比口径) | 11 |
| 图 19: 2022 年中国工业阀门行业下游应用领域分布 | 11 |
| 图 20: 炼油厂常减压装置流程及阀门分布顺序图 | 12 |
| 图 21: 固定球阀结构图 | 12 |
| 图 22: 公司产品处于油服产业链上游 | 13 |
| 图 23: Brent 原油价格走势 (单位: 美元/桶) | 14 |
| 图 24: 全球油气行业上游资本开支 | 14 |
| 图 25: 全球前三大油服公司营收 (单位: 亿美元) | 14 |
| 图 26: 全球前三大油服公司归母净利润 (单位: 亿美元) | 14 |
| 图 27: 中国乙烯产能变化 | 15 |
| 图 28: 公司与纽威股份合同负债变化 | 15 |
| 图 29: 多晶硅产业链 | 16 |
| 图 30: 多晶硅生产工艺 (改良西门子法) | 16 |
| 图 31: 我国光伏装机容量 (单位: 万千瓦) | 17 |
| 图 32: 2021 年底我国电力装机构成情况 | 17 |
| 图 33: 多晶硅产能情况 (单位: 万吨) | 17 |
| 图 34: 2021 年中国多晶硅市场竞争格局 (按产量) | 17 |
| 图 35: 公司产品处于核电产业链中游 | 19 |
| 图 36: 中国发电量构成 (2021 年) | 19 |
| 图 37: 2015~2022 年中国核电装机容量 | 19 |
| 图 38: 公司为海洋工程设备制造提供原材料, 主要应用场景为船舶 | 20 |
| 图 39: 2018-2022 中国海洋油气产业生产总值 | 21 |
| 图 40: 2021 年各类型新增重大海洋工程占比 | 21 |
| 图 41: 2018-2023 年中国海工装备制造业营收情况 | 21 |
| 图 42: 2016-2023 年中国海洋工程新增项目数 | 21 |
| 图 43: 铸造高温合金产销量及产销率 | 22 |
| 图 44: 变形高温合金产销量及产销率 | 22 |
| 图 45: 2018-2022 年高温合金同行业公司营收(单位: 万元) | 25 |
| 图 46: 2018-2022 年高温合金同行业公司归母净利润(单位: 万元) | 25 |
| 图 47: 毛利率: 公司毛利率低于同行业平均水平 | 25 |
| 图 48: 净利率: 公司净利率低于同行业平均水平 | 25 |
| 图 49: 三费费用率: 公司的三费费用率较低, 费用管控能力较强 | 25 |

表格目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 公司历史沿革 | 3 |
| 表 2: 公司主要产品与服务及其应用领域 | 4 |
| 表 3: 公司在石化领域的产品及其应用 | 13 |
| 表 4: 部分多晶硅企业新增产能情况 | 18 |
| 表 5: 公司核电产品与服务及其应用领域 | 18 |
| 表 6: 特种装备核心零部件制品制造项目 | 22 |
| 表 7: 竞争对手介绍 | 23 |
| 表 8: 公司与竞争对手业务比较 | 23 |
| 表 9: 国内高温合金企业产销量对比 | 24 |
| 表 10: 变形高温耐蚀合金业务收入拆分及预测 | 26 |
| 表 11: 铸造高温耐蚀合金业务收入拆分及预测 | 26 |
| 表 12: 特种合金焊材业务收入拆分及预测 | 27 |
| 表 13: 公司营业总收入及毛利预测 | 27 |
| 表 14: 可比公司 PE 数据对比 | 27 |

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。本报告清晰准确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。 | 公司评级 | 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 |
| | 行业评级 | 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