

化工+出口超预期，火电锅炉管蓄势待发

➤ **事件概述：**公司发布2023年半年报：2023H1，公司实现营收18.28亿元，同比增长44.2%；归母净利润1.84亿元，同比增长123.3%；扣非归母净利润1.74亿元，同比增长209.8%。2023Q2，公司实现营收9.6亿元，同比增长36.9%、环比增长10.6%；归母净利润1.11亿元，同比增长122.3%、环比增长53.4%；扣非归母净利润1.07亿元，同比增长130.3%，环比增长59.9%。

➤ 点评：售价销量双双增长，毛利水平持续提升

① **量：**2023H1公司产销量同比上升。公司2023H1期间生产无缝管2.83万吨，同比上升23.39%，焊管1.79万吨，同比上升35.29%；销售无缝管2.63万吨，同比上涨19.77%，焊管1.66万吨，同比上涨23.19%。

➤ **价：**产品售价提升，公司毛利率改善。2023H1，无缝管均价同比增长19.98%，焊管价格同比增长4.34%，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。2023H1公司毛利率提升3.07pct至15.89%。分季度看，2023Q2毛利率环比提升3.11pct，同比提升3.30pct至17.36%。

➤ 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。**2022年9月国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023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。

② **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现已投产，达产后火电锅炉管产能可达3万吨。

③ **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4.01/5.87/5.99亿元，对应8月22日收盘价，PE分别为11、7和7倍，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期风险；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	3671	4434	4475
增长率（%）	4.9	29.7	20.8	0.9
归属母公司股东净利润（百万元）	215	401	587	599
增长率（%）	22.0	86.4	46.5	2.0
每股收益（元）	0.38	0.71	1.05	1.07
PE	20	11	7	7
PB	1.7	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年08月22日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
7.81元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 任恒

执业证书：S0100523060002

邮箱：renheng@mszq.com

相关研究

1.武进不锈 (603878.SH) 2023H1 业绩快报点评：需求维持高景气，H1 业绩同比大增-2023/07/12

2.武进不锈 (603878.SH) 2022 年年报点评：火电锅炉管需求释放，高端管材龙头盈利增长-2023/04/07

3.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

4.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 2023 年半年报	3
2 点评：售价销量双双增长，毛利水平持续提升	4
2.1 公司产销量同比上升，毛利率水平改善	4
2.2 2023Q2 盈利水平环比同比改善明显	6
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	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

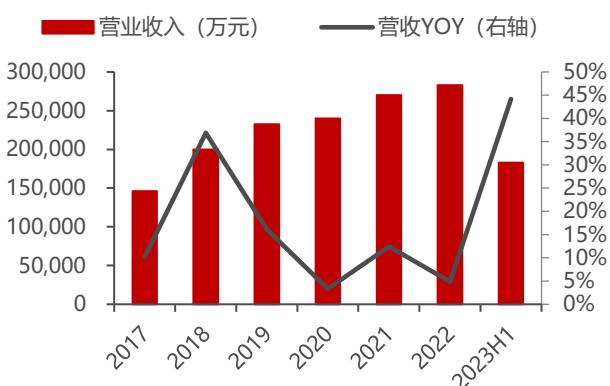
1 事件概述：公司公布 2023 年半年报

公司发布 2023 年半年报：2023H1，公司实现营业总收入 18.28 亿元，同比增长 44.2%；归母净利润 1.84 亿元，同比增长 123.3%；扣非归母净利 1.74 亿元，同比增长 209.8%。

2023Q2，公司实现营业总收入 9.6 亿元，同比增长 36.9%、环比增长 10.6%；归母净利润 1.11 亿元，同比增长 122.3%、环比增长 53.4%；扣非归母净利润 1.07 亿元，同比增长 130.3%，环比增长 59.9%。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 2023H1 营收同比+44.2%



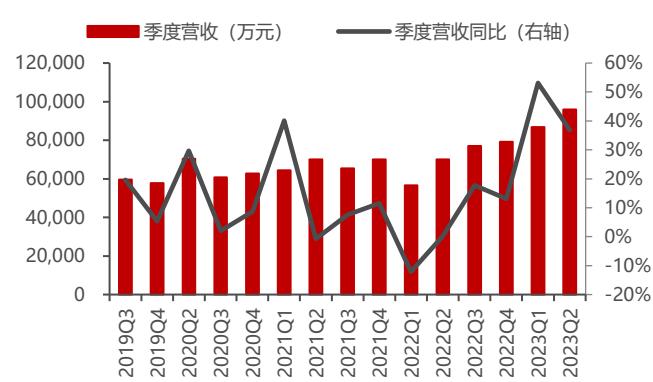
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2023H1 归母净利润同比+123.3%



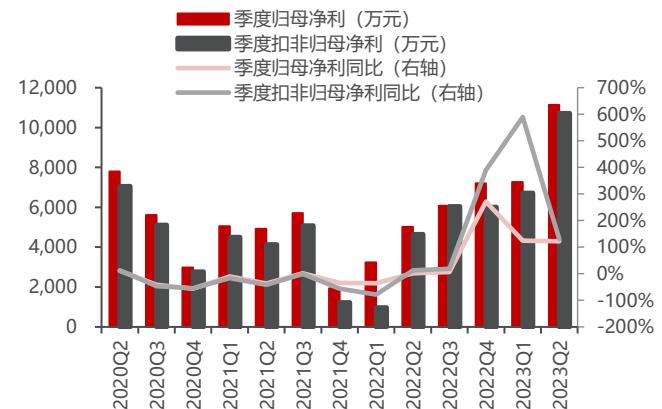
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2023Q2 营收同比+36.9%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2023Q2 归母净利润同比+122.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：售价销量双双增长，毛利水平持续提升

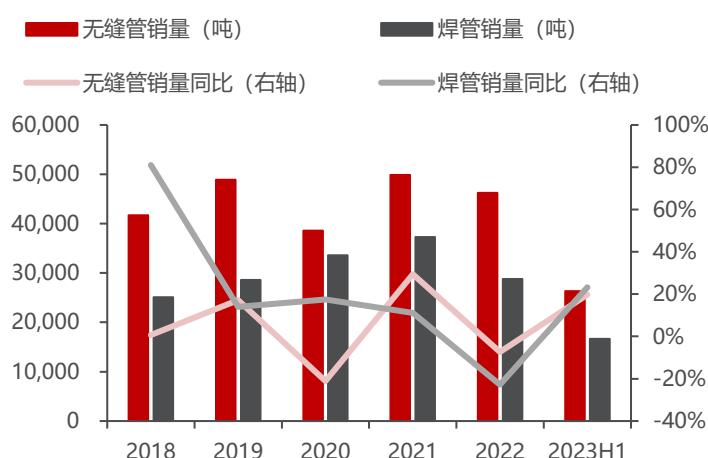
2.1 公司产销量同比上升，毛利率水平改善

量：2023H1 期间公司产销量同比上升。2023H1 期间，公司生产无缝管 2.83 万吨，同比上升 23.39%，焊管 1.79 万吨，同比上升 35.29%；销售无缝管 2.63 万吨，同比上涨 19.77%，焊管 1.66 万吨，同比上涨 23.19%。

价：产品售价提升，公司毛利率改善。2023H1，无缝管均价同比增长 19.98%，焊管价格同比增长 4.34%，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。2023H1 公司毛利率提升 3.07pct 至 15.89%。分季度看，2023Q2 毛利率环比提升 3.11pct，同比提升 3.30pct 至 17.36%。

2023H1 公司合同负债增加明显，同比增长 38.63% 至 1.64 亿元。

图5：2023H1 公司产销量上升



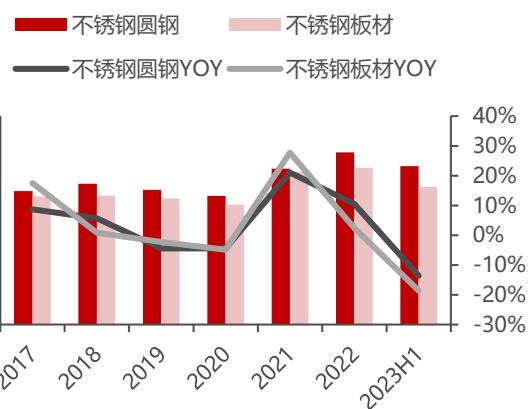
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司产品市场价格情况（单位：元/吨）

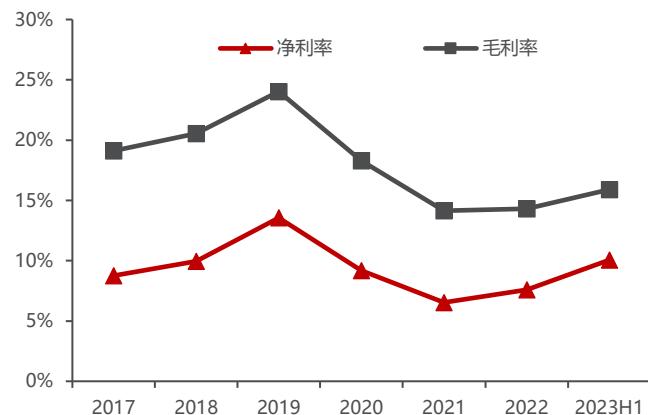


资料来源：wind，民生证券研究院

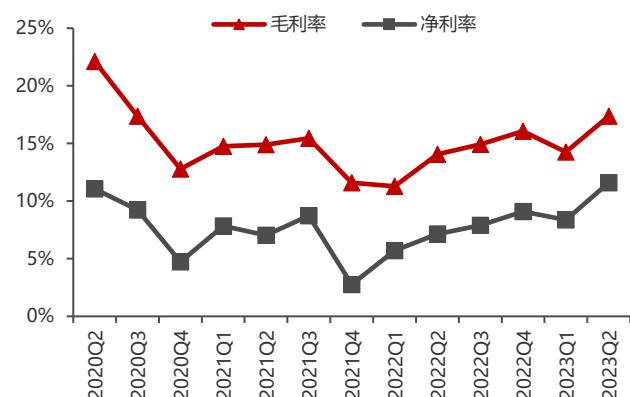
图7：不锈钢原材料价格情况（单位：元/吨）



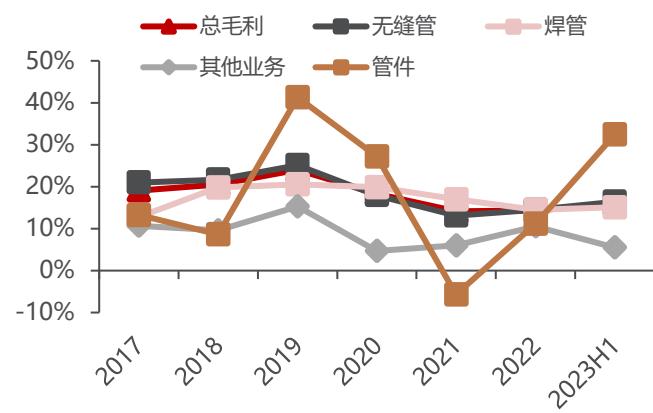
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图8：2023H1 公司毛利率升至 15.89%


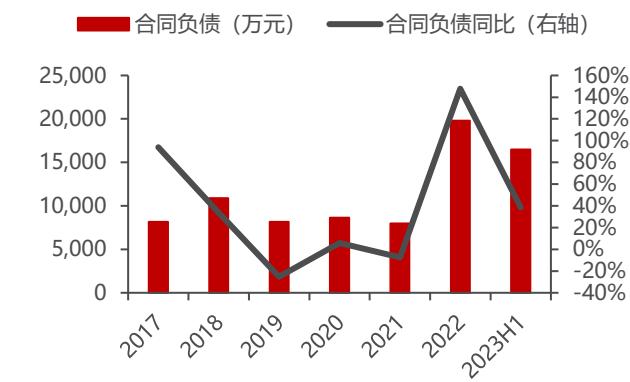
资料来源：wind, 民生证券研究院

图9：2023Q2 公司毛利率回升至 17.36%


资料来源：wind, 民生证券研究院

图10：2023H1 分产品毛利率


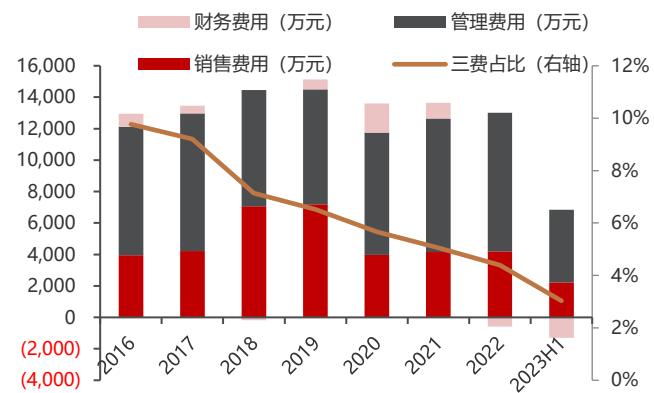
资料来源：wind, 民生证券研究院

图11：2023H1 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项科目替代。

2023H1 期间费用减少。公司 2023H1 期间费用同比减少 9.83%至 0.55 亿元，期间费用率同比减少 1.84pct 至 3.03%，其中销售费用增长 15.78%至 0.22 亿元；管理费用增长 17.94%至 0.46 亿元； 财务费用 2022 年为-0.06 亿元，2023H1 为-0.13 亿元，主要系汇兑收益增加所致。**2023H1 公司研发费用微增，**同比上升 3.20%至 0.16 亿元，主要系工资薪金与直接投入分别增加 0.01 亿元。

图12：2023H1 公司期间费用下滑


资料来源：wind, 民生证券研究院

图13：2023H1 研发费用同比微增

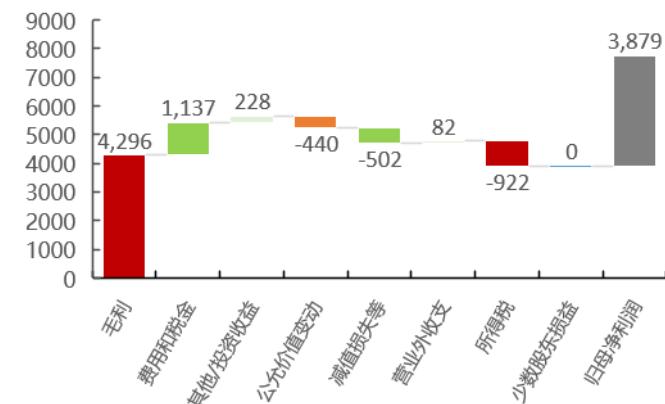

资料来源：wind, 民生证券研究院

2023H1 公司共计提减值损失 1473.13 万元，同比减少 3.43%。其中计提信用减值损失 323.01 万元，同比减少 64.23%；计提资产减值损失 1150.12 万元，同比增加 84.80%。

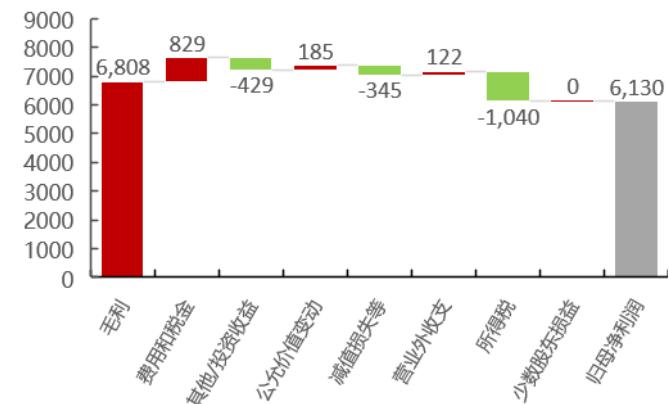
2.2 2023Q2 盈利水平环比同比改善明显

2023Q2 vs 2023Q1：2023Q2 归母净利润环比增加 3879 万元，主要的增利点在于毛利 (+4296 万元)、费用和税金 (+1137 万元)、其他/投资收益 (+228 万元)；主要的减利点包括公允价值变动 (-440 万元)、减值损失等 (-502 万元)、所得税 (-922 万元)。

2023Q2 vs 2022Q2：2023Q2 归母净利润同比增加 6130 万元，主要的增利点在于毛利 (+6808 万元)、费用和税金 (+829 万元)、公允价值变动 (+185 万元)、营业外收支 (+122 万元)。主要的减利点包括其他/投资收益 (-429 万元)、减值损失等 (-345 万元) 及所得税 (-1040 万元)。其中毛利大幅增长主要因公司产品均价增幅明显，并提升火电锅炉管等高端产品销量，强化成本管控。

图14：2023Q2 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15：2023Q2 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。2022 年 9 月国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023 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	0.1
	新建装机量（GW）	28.05	28.23	60	80	60	60
	新建钢管需求	2.81	2.82	6.00	8.00	6.00	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，发改委等《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。该项目经审批与进一步技术调研，现已投产，目前正在建设中，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加。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 4.01/5.87/5.99 亿元，对应 8 月 22 日收盘价，PE 分别为 11、7 和 7 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	3671	4434	4475
营业成本	2425	3017	3519	3550
营业税金及附加	14	18	22	22
销售费用	42	51	62	63
管理费用	88	110	133	134
研发费用	32	40	49	49
EBIT	216	437	655	665
财务费用	-6	-7	2	0
资产减值损失	-16	-15	-13	-12
投资收益	18	18	20	20
营业利润	233	446	659	672
营业外收支	12	12	12	12
利润总额	246	458	671	685
所得税	31	57	84	86
净利润	215	401	587	599
归属于母公司净利润	215	401	587	599
EBITDA	289	512	738	757

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	506	566	651	843
应收账款及票据	613	749	908	920
预付款项	22	25	29	29
存货	1053	1251	1464	1479
其他流动资产	610	644	701	704
流动资产合计	2804	3236	3753	3974
长期股权投资	0	18	38	58
固定资产	650	649	655	663
无形资产	135	135	134	134
非流动资产合计	1013	998	1036	1113
资产合计	3817	4234	4789	5087
短期借款	170	130	110	100
应付账款及票据	736	949	1107	1117
其他流动负债	250	264	305	307
流动负债合计	1156	1343	1521	1524
长期借款	55	35	25	15
其他长期负债	25	27	27	27
非流动负债合计	80	62	52	42
负债合计	1236	1405	1573	1566
股本	401	561	561	561
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2581	2829	3215	3521
负债和股东权益合计	3817	4234	4789	5087

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	29.70	20.79	0.91
EBIT 增长率	13.92	102.77	49.93	1.48
净利润增长率	22.00	86.44	46.45	1.97
盈利能力 (%)				
毛利率	14.30	17.81	20.65	20.65
净利润率	7.60	10.93	13.25	13.39
总资产收益率 ROA	5.64	9.47	12.27	11.78
净资产收益率 ROE	8.34	14.18	18.27	17.01
偿债能力				
流动比率	2.43	2.41	2.47	2.61
速动比率	1.45	1.42	1.44	1.57
现金比率	0.44	0.42	0.43	0.55
资产负债率 (%)	32.39	33.19	32.86	30.79
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	0.91	0.98	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.38	0.71	1.05	1.07
每股净资产	4.60	5.04	5.73	6.28
每股经营现金流	-0.04	0.54	0.73	1.15
每股股利	0.27	0.36	0.52	0.53
估值分析				
PE	20	11	7	7
PB	1.7	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	14.37	8.10	5.62	5.48
股息收益率 (%)	3.46	4.58	6.70	6.84
现金流量表 (百万元)				
净利润	215	401	587	599
折旧和摊销	73	75	83	92
营运资金变动	-337	-175	-262	-40
经营活动现金流	-21	305	409	646
资本开支	-86	-56	-90	-137
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	87	-30	-90	-137
股权募资	0	0	0	0
债务募资	92	-60	-30	-20
筹资活动现金流	-24	-215	-235	-317
现金净流量	43	60	85	192

插图目录

图 1: 公司 2023H1 营收同比+44.2%	3
图 2: 公司 2023H1 归母净利润同比+123.3%	3
图 3: 公司 2023Q2 营收同比+36.9%	3
图 4: 公司 2023Q2 归母净利润同比+122.3%	3
图 5: 2023H1 公司产销量上升	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: 2023H1 公司毛利率升至 15.89%	5
图 9: 2023Q2 公司毛利率回升至 17.36%	5
图 10: 2023H1 分产品毛利率	5
图 11: 2023H1 公司合同负债增加明显	5
图 12: 2023H1 公司期间费用下滑	6
图 13: 2023H1 研发费用同比微增	6
图 14: 2023Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	6
图 15: 2023Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	6

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	7
表 2: 公司不锈钢管投产计划	7
公司财务报表数据预测汇总	10

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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

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