

## 火电锅炉管需求释放，分红再度提升

2023 年 05 月 02 日

**事件概述：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报：**2023 年，公司实现营业收入 35.16 亿元，同比增长 24.2%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 63.4%；扣非归母净利 3.24 亿元，同比增长 83.6%。2024Q1，公司实现营业收入 7.3 亿元，同比减少 15.9%、环比减少 8.2%；归母净利润 0.68 亿元，同比减少 6.3%、环比减少 13.5%；扣非归母净利 0.65 亿元，同比减少 3.3%、环比减少 0.4%。

**点评：毛利水平改善，分红再度提升**

**① 量：管材销量 2023 年同比提升，Q1 同比下滑。**2023 年，武进不锈钢销售无缝管 5.12 万吨，同比增长 10.65%；销售焊管 3.51 万吨，同比增长 21.87%。2024Q1，公司共销售无缝管 1.16 万吨，同比下滑 3.43%，销售焊管 0.71 万吨，同比下滑 25.63%。

**② 价：公司毛利率稳步提升。**无缝管全年均价同比增长 11.64%，焊管价格同比下降 2.82%。公司通过提升高端产品销量，强化成本管控，实现营业收入和净利润的大幅增长。公司毛利率稳步回升，2023 年公司毛利率提升 2.82pct 至 17.12%。分季度看，2024Q1 毛利率为 18.35%，同比提升 4.09pct，环比提升 2.12pct。

**未来核心看点：产品结构不断升级，火电锅炉管需求逐步释放**

**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 拓展海外市场，产品结构不断升级。**公司与国内某石化巨头联合立项，致力于实现乙烯裂解炉对流段炉管的国产化。公司 3500 吨精密管材生产线投产将为公司高盈利能力构筑护城河。公司正式通过了阿美供应商资质认证，被批准的产品范围包括不锈钢无缝管、焊接管，有利于进一步拓展国际市场。

**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 2024-26 年将分别实现归母净利润 4.41/4.90/4.92 亿元，对应 4 月 30 日收盘价，PE 分别为 11、10 和 10 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,516	4,039	4,457	4,471
增长率 (%)	24.2	14.9	10.4	0.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	352	441	490	492
增长率 (%)	63.4	25.5	11.0	0.5
每股收益 (元)	0.63	0.79	0.87	0.88
PE	14	11	10	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

8.59 元


**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 任恒**

执业证书：S0100523060002

邮箱：renheng@mszq.com

### 相关研究

- 武进不锈钢 (603878.SH) 2023 年三季报点评：量价齐升，化工+出口超预期-2023/10/29
- 武进不锈钢 (603878.SH) 2023 半年报点评：化工+出口超预期，火电锅炉管蓄势待发-2023/08/23
- 武进不锈钢 (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
- 武进不锈钢 (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
- 武进不锈钢 (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

# 目录

<b>1 事件概述：公司公布 2023 年年报及 2024 年一季报</b>	<b>3</b>
<b>2 点评：毛利水平改善，分红再度提升</b>	<b>4</b>
1.1 毛利率水平再度提升	4
1.2 2024Q1 盈利水平环比同比皆有所下滑	6
<b>3 核心看点：产品结构不断升级，火电锅炉管需求逐步释放</b>	<b>7</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>8</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>9</b>
<b>插图目录</b>	<b>11</b>
<b>表格目录</b>	<b>11</b>

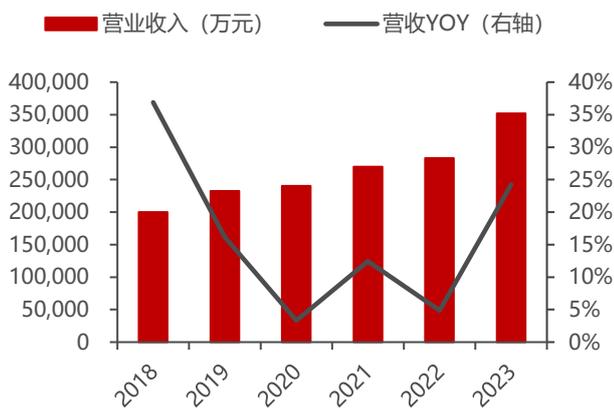
# 1 事件概述：公司公布 2023 年年报及 2024 年一季报

**公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报：**2023 年，公司表现出色，实现营业收入 35.16 亿元，同比增长 24.21%；归母净利润 3.52 亿元，同比增长 63.43%；扣非归母净利润 3.24 亿元，同比增长 83.57%。

**2024Q1**，公司实现营业收入 7.30 亿元，同比下降 15.89%、环比下降 8.18%；归母净利润 0.68 亿元，同比下降 6.33%、环比下降 12.82%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比下降 3.33%，环比上升 0.40%，业绩总体符合预期。

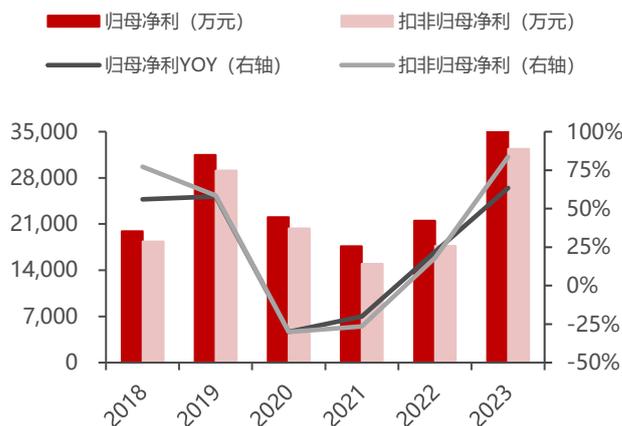
**2024 年公司经营计划：**2024 年较 2023 年实现主营业务收入提高 10%，净利润提高 10%-15%，即实现主营业务收入 38.68 亿元，净利润 3.87-4.05 亿元。

图1：公司 2023 年度营收同比+24.21%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2023 年度归母净利润同比+63.43%



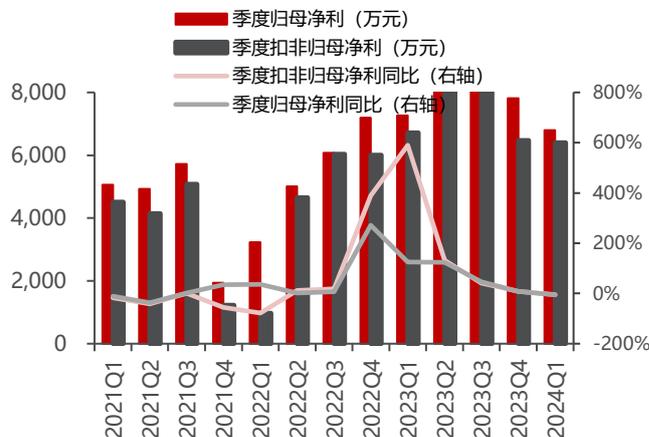
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2024Q1 营收同比-15.89%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2024Q1 归母净利润同比-3.33%



资料来源：wind，民生证券研究院

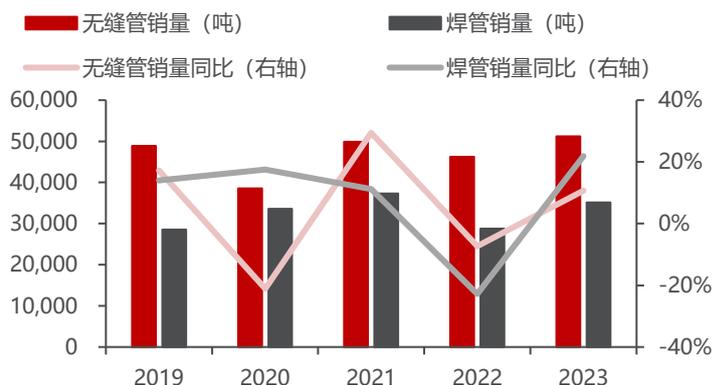
## 2 点评：毛利水平改善，分红再度提升

### 1.1 毛利率水平再度提升

**量：管材销量 2023 年同比提升，Q1 同比下滑。**2023 年，武进不锈销售无缝管 5.12 万吨，同比增长 10.65%；销售焊管 3.51 万吨，同比增长 21.87%。公司电力行业在手订单充足，营收同比增长 55.30%，营收占比同比增长 2.74pct 至 13.69%。2024Q1，共销售无缝管 1.16 万吨，同比下滑 3.43%，销售焊管 0.71 万吨，同比下滑 25.63%。

**价：公司毛利率稳步提升。**无缝管全年均价同比增长 11.64%，焊管价格同比下降 2.82%。公司通过提升高端产品销量，强化成本管控，实现营业收入和净利润的大幅增长。公司毛利率稳步回升，2023 年公司毛利率提升 2.82pct 至 17.12%。分季度看，2024Q1 毛利率为 18.35%，同比提升 4.09pct，环比提升 2.12pct。

图5：2023 年公司产销量同比上升



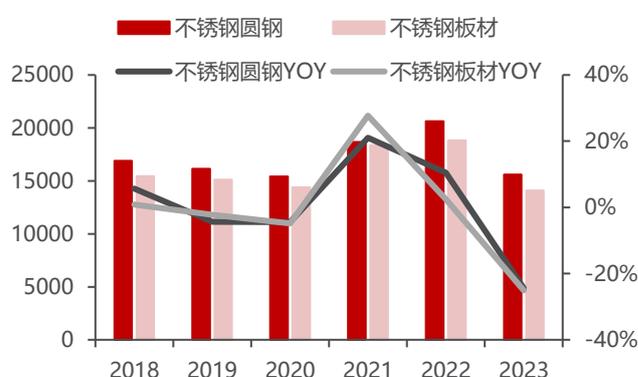
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司产品市场价格情况（单位：元/吨）



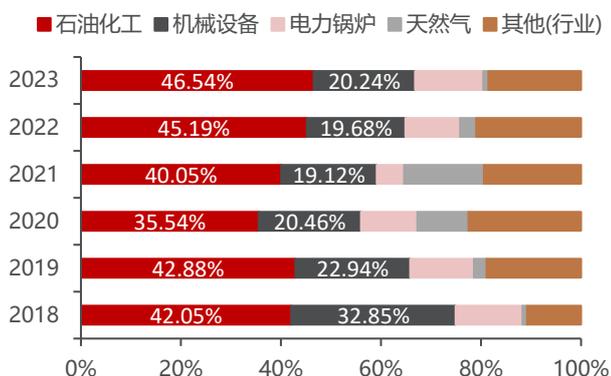
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：不锈钢原材料价格情况（单位：元/吨）



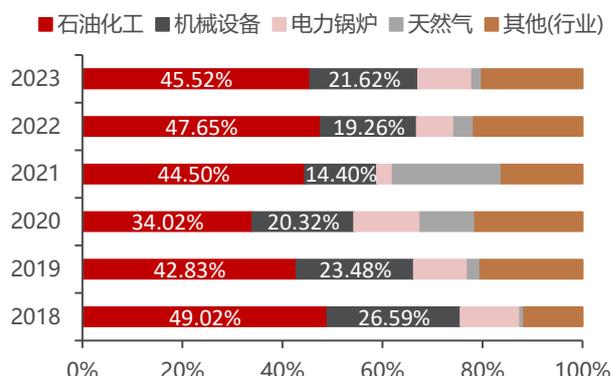
资料来源：wind，民生证券研究院

图8: 2023 年分行业营收占比



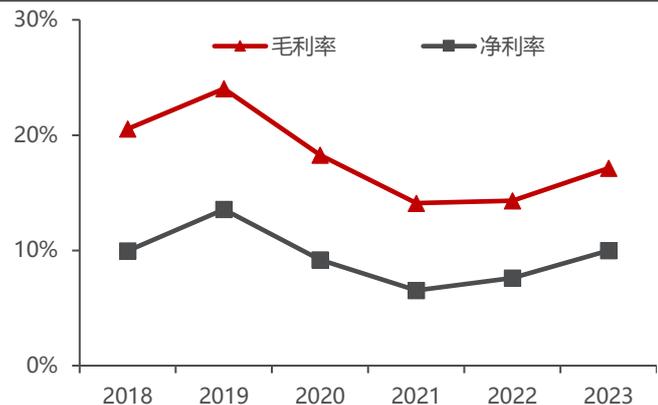
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2023 年分行业毛利占比



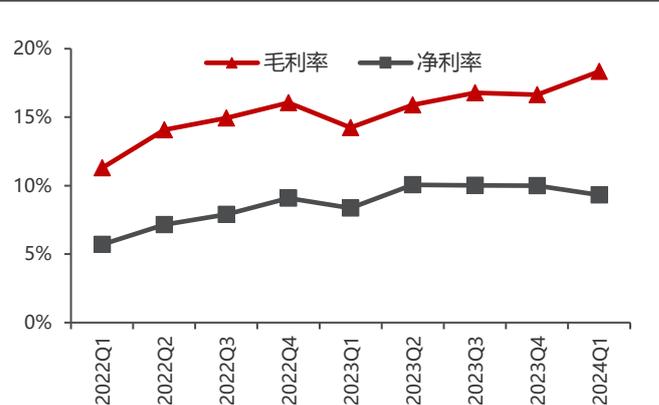
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2023 年公司毛利率回升至 17.12%



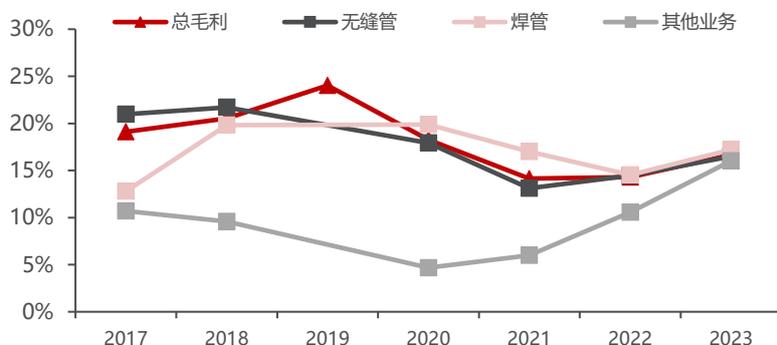
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2024Q1 公司毛利率回升至 18.34%



资料来源: wind, 民生证券研究院

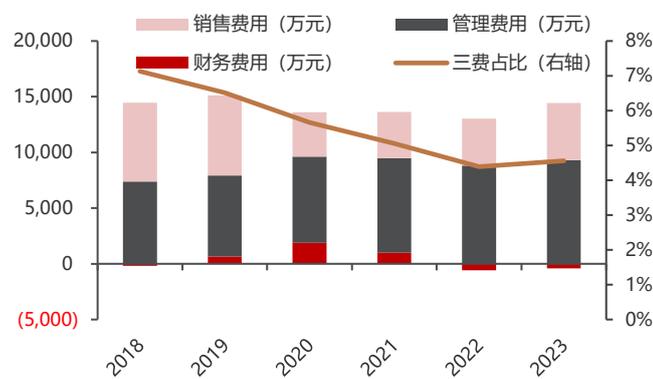
图12: 分产品毛利率



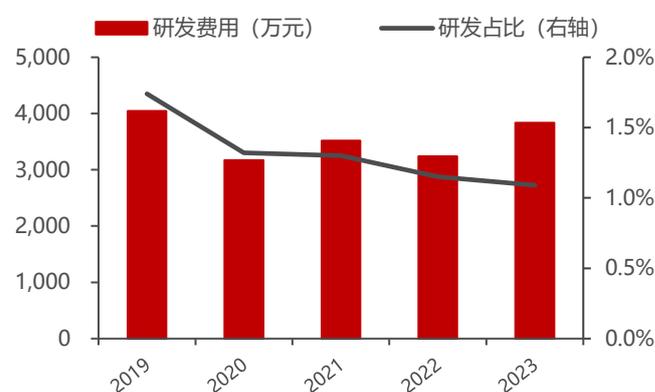
资料来源: wind, 民生证券研究院

**2023 年期间费用同比增长。**2023 年, 公司期间费用同比增加 12.83%至 1.40 亿元, 期间费用率同比增加 0.17pct 至 4.56%, 其中销售费用同比增加 22.00%至 0.51 亿元, 销售费用率同比增加 0.61pct; 管理费用增长 5.55%至 0.93 亿元, 管

理费用率同比下滑 0.69pct；财务费用同比增加 30.31%至-0.04 亿元，系公司发行可转债后计提利息增加所致。公司研发费用同比上升 18.27%至 0.38 亿元，研发费用率同比下滑 0.07pct。

**图13：公司期间费用**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图14：2023 年研发费用同比增长**


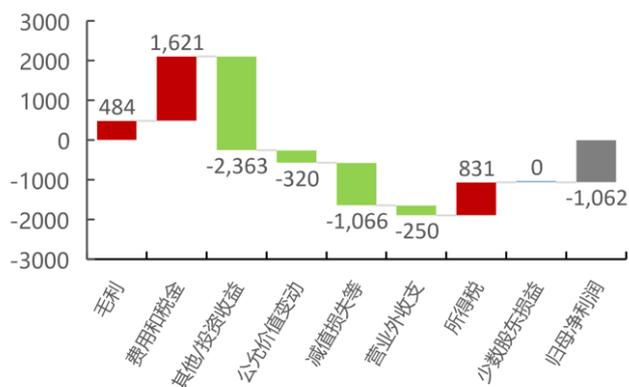
资料来源：wind，民生证券研究院

**公司 2023 年每股现金分红增加，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.3 元 (含税)。**较 2022 年每 10 股现金红利的 3.80 元 (含税) 增加 1.50 元，股利支付率提升 13.79pct 至 84.57%。公司现金分红总额为 2.97 亿，同比增加 95.39%。

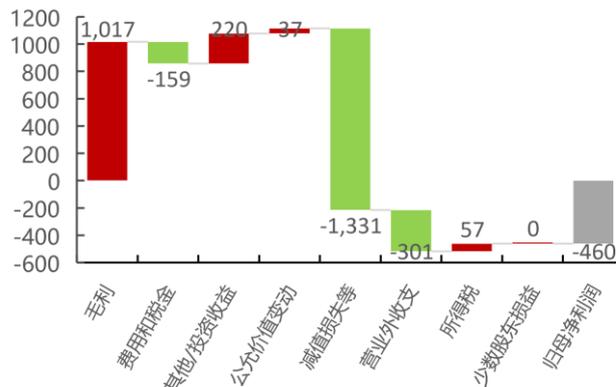
## 1.2 2024Q1 盈利水平环比同比皆有所下滑

**2024Q1 vs 2023Q4：2024Q1 归母净利润环比下降 1062 万元**，主要的增利点在于毛利 (+484 万元)、费用和税金 (+1623 万元)、所得税 (+831 万元)；主要的减利点包括其他投资收益 (-2363 万元)、公允价值变动 (-320 万元)、减值损失等 (-1066 万元)、营业外收支 (-250 万元)。

**2024Q1 vs 2023Q1：2024Q1 归母净利润同比下降 460 万元**，主要的增利点在于毛利 (+1017 万元)、其他投资收益 (+220 万元)、所得税 (+57 万元)；主要的减利点包括费用和税金 (-159 万元)、减值损失等 (-1331 万元)、营业外收支 (-301 万元)。

**图15: 2024Q1 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16: 2024Q1 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: 产品结构不断升级, 火电锅炉管需求逐步释放

**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 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。

**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, 2023 年已投产。新增产能的投放将有助于公司把握火电需求复苏机遇, 同时拓展高端管材业务, 提升盈利能力。

**拓展海外市场, 产品结构不能升级。**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, 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。报告期内公司正式通过了阿美供应商资质认证, 获得“供应商批准证书”, 被批准的产品范围包括不锈钢无缝管、焊接管, 沙特阿美是世界最大的石油生产公司, 有利于进一步拓展国际市场, 提升公司产品出口竞争力, 有望显著增厚公司业绩。

## 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 2024-26 年将分别实现归母净利润 4.41/4.90/4.92 亿元,对应 4 月 30 日收盘价,PE 分别为 11、10 和 10 倍,维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 项目进度不及预期风险。**公司在建项目若不能如期完成,或将影响产品销售情况,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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,516	4,039	4,457	4,471
营业成本	2,930	3,328	3,671	3,688
营业税金及附加	12	16	18	18
销售费用	51	59	65	66
管理费用	93	101	111	112
研发费用	38	45	49	50
EBIT	388	510	569	569
财务费用	-4	-7	2	0
资产减值损失	-22	-21	-16	-15
投资收益	11	12	13	13
营业利润	406	507	563	565
营业外收支	2	2	2	3
利润总额	408	509	565	568
所得税	56	68	75	76
净利润	352	441	490	492
归属于母公司净利润	352	441	490	492
EBITDA	470	595	659	666

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	640	726	806	918
应收账款及票据	672	807	895	901
预付款项	24	28	31	32
存货	1,190	1,377	1,526	1,534
其他流动资产	655	738	767	768
流动资产合计	3,180	3,676	4,025	4,152
长期股权投资	0	12	25	39
固定资产	789	750	724	708
无形资产	132	132	131	131
非流动资产合计	1,078	1,041	1,060	1,117
资产合计	4,258	4,717	5,085	5,269
短期借款	45	55	55	55
应付账款及票据	774	944	1,042	1,046
其他流动负债	218	252	277	278
流动负债合计	1,037	1,252	1,374	1,380
长期借款	79	179	239	229
其他长期负债	343	344	344	344
非流动负债合计	422	523	583	573
负债合计	1,459	1,774	1,956	1,952
股本	561	561	561	561
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,799	2,943	3,128	3,317
负债和股东权益合计	4,258	4,717	5,085	5,269

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	24.21	14.88	10.36	0.30
EBIT 增长率	79.78	31.73	11.53	-0.14
净利润增长率	63.43	25.53	11.01	0.47
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.66	17.60	17.65	17.52
净利润率	10.00	10.93	10.99	11.01
总资产收益率 ROA	8.26	9.36	9.64	9.34
净资产收益率 ROE	12.56	15.00	15.66	14.84
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.07	2.94	2.93	3.01
速动比率	1.83	1.76	1.74	1.82
现金比率	0.62	0.58	0.59	0.67
资产负债率 (%)	34.27	37.61	38.48	37.05
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	65.98	71.79	71.79	71.79
存货周转天数	148.23	153.36	153.36	153.36
总资产周转率	0.87	0.90	0.91	0.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.63	0.79	0.87	0.88
每股净资产	4.99	5.25	5.58	5.91
每股经营现金流	0.36	0.66	0.77	1.03
每股股利	0.27	0.54	0.54	0.54
<b>估值分析</b>				
PE	14	11	10	10
PB	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	9.66	7.63	6.89	6.82
股息收益率 (%)	3.14	6.32	6.30	6.33

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	352	441	490	492
折旧和摊销	82	84	90	97
营运资金变动	-266	-188	-176	-35
经营活动现金流	200	371	431	579
资本开支	-88	-48	-95	-139
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-166	-36	-95	-139
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-47	58	60	-10
筹资活动现金流	97	-249	-256	-327
现金净流量	131	86	80	113

## 插图目录

图 1: 公司 2023 年度营收同比+24.21%	3
图 2: 公司 2023 年度归母净利润同比+63.43%	3
图 3: 公司 2024Q1 营收同比-15.89%	3
图 4: 公司 2024Q1 归母净利润同比-3.33%	3
图 5: 2023 年公司产销量同比上升	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: 2023 年分行业营收占比	5
图 9: 2023 年分行业毛利占比	5
图 10: 2023 年公司毛利率回升至 17.12%	5
图 11: 2024Q1 公司毛利率回升至 18.34%	5
图 12: 分产品毛利率	5
图 13: 公司期间费用	6
图 14: 2023 年研发费用同比增长	6
图 15: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 16: 2024Q1 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
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