



淡化地产，制造业升级星辰大海

2023 年 06 月 27 日

► **钢材端：房地产需求有望企稳，制造业补库进行时。**地产方面，低迷的新开工或仍对一段时间内房地产用钢需求造成一定冲击，但伴随着“三支箭”齐发，房企融资环境改善的拐点确认，房地产正在渡过其最差的时期，未来的需求有望企稳；基建方面仍以稳为主，继续支撑钢材需求；制造业方面，随着企业库存不断降低，伴随着需求回暖，企业利润改善，主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡，进而支撑钢铁需求，提振钢材价格及利润。

► **原料端：积微成著。**伴随着四大矿山产量逐步恢复，焦煤进口明显改善，铁水端近两年持续下行，铁矿和焦煤供需紧张格局已明显改善，而钢厂去年以来一直维持的低库存策略则进一步压制了原材料价格中枢。预计未来铁矿石和焦煤自身价格将跟随钢材价格波动，对钢厂利润的挤压将明显改善。

► **投资建议：淡化地产，制造业高端升级星辰大海。**在稳增长政策和“房住不炒”的基调下，房地产市场未来以稳为主，而我国制造业仍将持续发展，用钢占比将逐年提升，且企业在需求复苏时的补库周期也将放大对钢材的需求，其中高壁垒、高附加值的高端钢材产品将最为受益。

► **普钢板块：关注板材龙头标的。**伴随着下游制造业利润逐步回暖，且原料端供需紧缺格局已有所缓解，钢铁板块盈利未来有望回升，建议关注行业龙头**宝钢股份、华菱钢铁**等。

► **特钢板块：关注成长性较高的标的。**受益于下游航空航天，海洋工程等领域发展，特钢消费前景广阔，部分特钢企业的在建项目有序投产，业绩有望维持高速增长。建议关注**中信特钢、甬金股份**等标的。

► **能源钢材细分领域：**

► **风电：**2023 年风电需求有望明显回暖，风电铸件、齿轮箱、主轴等零部件需求有望明显增加，建议关注**广大特材**。

► **核电及油气开采：**我国核电审批进程加快，且当前仍处于油气开采高景气周期，**久立特材、常宝股份、中洲特材**有望明显受益。

► **火电：**2022-2023 年每年将核准 8000 万千瓦（折合 80GW），2023-2025 年将带来 2 亿千瓦的新增装机量。新增+升级改造产生的需求将由 2021 年的 3.81 万吨提升至 10 万吨，CAGR 为 27.32%，行业龙头**武进不锈**有望明显受益。

► **风险提示：**地产用钢需求不及预期；钢价大幅下跌；原材料价格大幅波动。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600019	宝钢股份	5.53	0.55	0.63	0.84	10	9	7	推荐
000932	华菱钢铁	4.96	0.92	1.03	1.38	5	5	4	推荐
000708	中信特钢	15.01	1.41	1.66	1.88	11	9	8	推荐
002318	久立特材	16.42	1.32	1.35	1.36	12	12	12	推荐
002478	常宝股份	7.16	0.53	0.68	0.70	14	11	10	推荐
603995	甬金股份	22.83	1.27	1.9	2.68	18	12	9	推荐
603878	武进不锈	7.82	0.38	0.69	1.07	21	11	7	推荐
688186	广大特材	31.84	0.48	1.52	2.41	66	21	13	推荐
300963	中洲特材	13.09	0.34	0.48	0.63	38	27	21	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 06 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级



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

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 1.钢铁周报 20230617：钢材价格环比回升，关注后续需求表现-2023/06/17
- 2.钢铁周报 20230610：钢材库存持续去化，现货市场情绪回暖-2023/06/10
- 3.钢铁周报 20230604：政策预期再起，钢材延续去库-2023/06/04
- 4.钢铁周报 20230527：现货市场情绪悲观，关注下游需求表现-2023/05/27
- 5.钢铁周报 20230521：供需双弱格局，库存持续去化-2023/05/21

目录

1 钢铁：“底部”已现，需求复苏支撑钢企利润回暖	3
1.1 2023 年上半年回眸：“弱现实”和“强预期”的博弈	3
1.2 钢材需求：房地产需求有望企稳，制造业补库进行时	5
1.3 钢材供给：粗钢产量继续压减，电炉钢明显下滑	10
1.4 原料端：供给弹性增加助力钢企利润修复	11
1.5 钢材总结：需求有望复苏支撑钢企利润回暖	17
2 投资建议及重点推荐	20
2.1 投资建议：淡化地产，制造业升级星辰大海	20
2.2 重点推荐	25
3 风险提示	42
插图目录	44
表格目录	45

1 钢铁：“底部”已现，需求复苏支撑钢企利润回暖

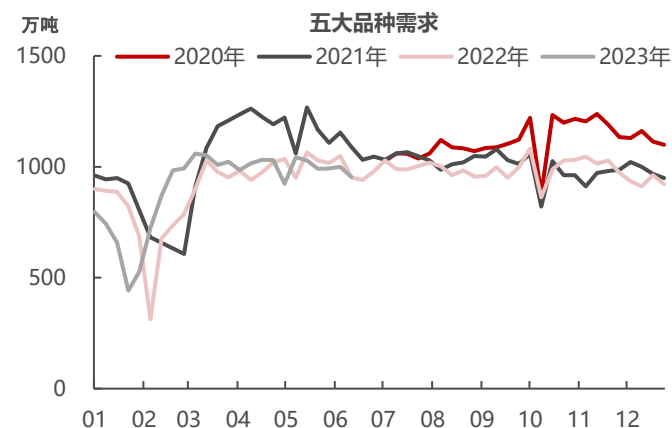
1.1 2023 年上半年回眸：“弱现实”和“强预期”的博弈

“弱现实”和“强预期”的博弈。2022 年由于房地产市场偏弱叠加疫情干扰，钢材需求表现不及预期，价格整体承压运行，但在国内“稳增长”政策的不断刺激下，使得钢铁板块持续处于“弱现实”和“强预期”的博弈中。

2022 年 11 月-2023 年 3 月，疫情影响消退，地产融资端政策放松，钢铁板块估值再度抬升。随着“地产金融十六条”的落地以及疫情影响消退，市场对 2023 年的需求预期好转。在经历过前期的大幅下行后，钢铁板块整体估值较低，需求预期好转后，钢铁板块估值快速修复。

2023 年 4 月至今，需求不及预期，钢铁板块回落。尽管汽车、家电等制造业需求回暖，叠加双焦等原材料供需紧张格局改善，钢企利润开始缓慢修复，但由于房地产需求仍相对偏弱，下游企业仍处于主动去库存周期，且市场担忧海外需求下行，钢铁板块再度回落。

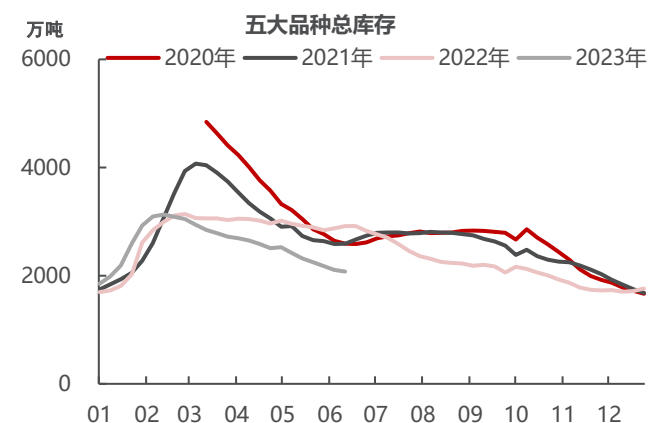
图1：五大品种需求（单位：万吨）（截止至 6 月 16 日）



资料来源：mysteel，民生证券研究院测算，

注：指标通过螺纹、热轧、冷轧、线材、中厚板库存与产量计算所得

图2：五大品种库存（单位：万吨）（截止至 6 月 16 日）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图3：上海 HRB400E 螺纹钢汇总价格（单位：元/吨）（截止至 6 月 16 日）


资料来源：mysteel，民生证券研究院

图4：上海 3mm 热轧卷板汇总价格（单位：元/吨）（截止至 6 月 16 日）

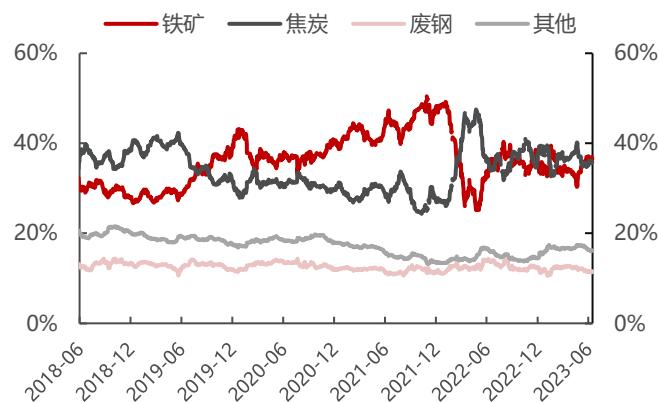

资料来源：mysteel，民生证券研究院

钢材与原材料端价格均同比回落。年初截至 6 月 16 日，螺纹和热卷均价同比分别回落 17.60% 和 16.46%，原料端铁矿普氏均价同比回落 16.26%，废钢均价回落 15.87%，焦炭和焦煤均价分别同比回落 29.43% 和 27.78%。2023 年 6 月 16 日，247 家钢厂盈利率为 51.95%。

表1：2023 年初-6 月 16 日原材料价格上涨较多

项目名称	年初-6 月 16 日均价	同比	6 月 16 日价格	同比
上海螺纹价格（元/吨）	4025	-17.60%	3820	-17.49%
上海热卷价格（元/吨）	4193	-16.46%	4000	-15.79%
焦炭准一价格（元/吨）	2406	-29.43%	1930	-43.56%
主焦煤价格（元/吨）	2137	-27.78%	1663	-48.89%
废钢价格（元/吨）	2729	-15.87%	2577	-21.13%
铁矿普氏价格（美元/吨）	118.75	-16.26%	115.40	-11.81%

资料来源：wind，mysteel，民生证券研究院

图5：钢厂各项成本占比（单位：元/吨）


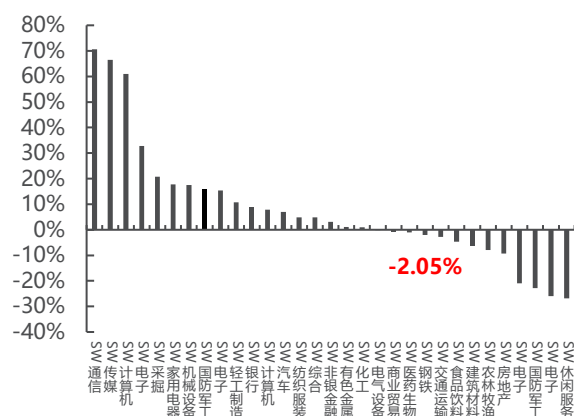
资料来源：mysteel，民生证券研究院

图6：中国钢厂盈利率（单位：%）


资料来源：mysteel，民生证券研究院

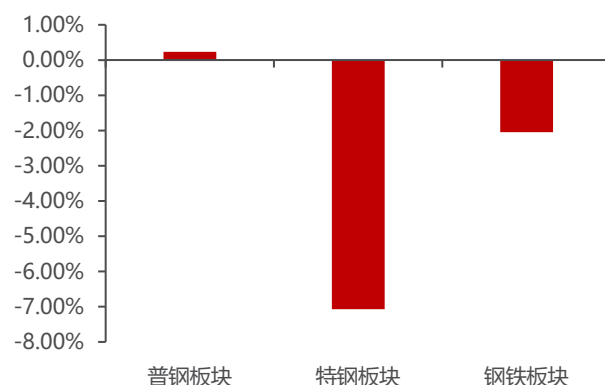
2023/1/1-2023/6/21，钢铁板块回落。由于下游需求偏弱，钢材利润维持低位，SW 钢铁行业指数（总市值加权平均）回落，2023 年至今下跌 2.05%，在 31 个 SW 板块当中排名第 22 位。钢铁行业板块又分为普钢与特钢板块，2022 年至今分别变动 0.23%和-7.07%。

图7：2023/1/1-2023/06/21，钢铁板块下跌 2.05%



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2023/1/1-2023/6/21，特钢板块回落较多



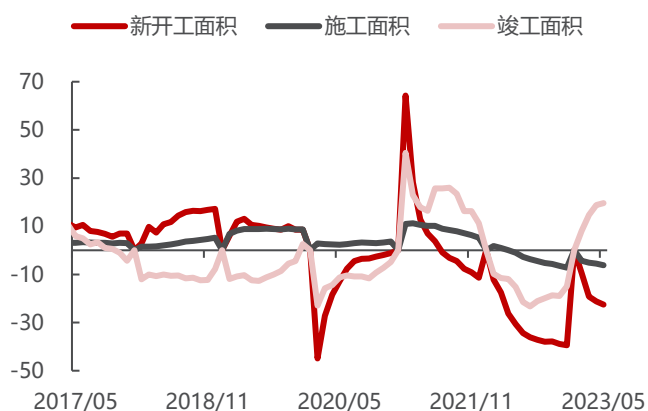
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 钢材需求：房地产需求有望企稳，制造业补库进行时

1.2.1 房地产：底部已现，“三支箭”助力房地产需求企稳

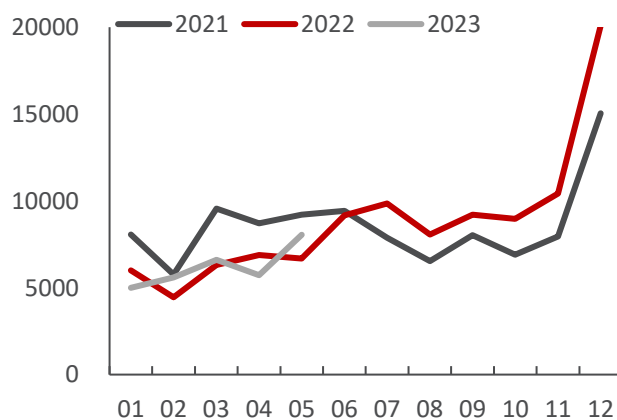
2023 年 1-5 月，房地产开发建设指标同比回落。房地产新开工面积累计同比为 -22.60%，施工面积累计同比为 -6.20%，竣工面积有所回升，累计同比为 19.60%。由于拿地到新开工的传导关系，新开工面积 2021 年下半年以来承压，并拖累施工和竣工面积走弱，而房地产开发进度的放缓又进一步拖累期房销售。作为钢材需求大头，房地产的表现拖累了钢材需求。

图9：房地产开发建设指标累计同比（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：百城土地成交面积累计同比（单位：万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

房地产市场发展将更加稳健，2023 年对钢铁需求将有所回升。在“稳增长”基调下，伴随着“三支箭”齐发，房企融资环境改善的拐点确认，房地产需求 2023 年有望复苏。长期来看，随着房地产调控政策稳步推进，同时保障性住房和长租房市场持续发展，房地产开发企业发展将更加稳健，房地产行业正在向着集约、高效、长期、健康、稳定的方向发展和转变。

表2：房地产政策逐步放松

日期	房地产相关政策
2022/9/29	央行、银保监会发布通知，对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。按照“因城施策”原则，符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求，自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
2022/11/11	人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。包括保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度 6 方面。
2022/11/14	银保监会、住建部、央行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》。三部门将指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
2022/11/21	央行、银保监会联合召开全国商业银行信贷工作座谈会，表示在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划。
2022/11/28	证监会决定在股权融资方面调整优化 5 项措施：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策，与境内 A 股政策保持一致，恢复以房地产为主业的 H 股上市公司再融资；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。
2022/12/16	中央经济工作会议提出，有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。
2023/1/13	新华社刊发报道称为贯彻落实中央经济工作会议部署，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，拟重点推进 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间，推动行业向新发展模式平稳过渡。
2023/4/28	中共中央政治局召开会议指出坚持房住不炒，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作。在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023/6/20	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023 年 6 月 20 日 LPR 为：1 年期 LPR 为 3.55%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，均较前值下行 10 个基点。LPR“降息”将对房地产市场、信贷市场、经济修复等带来多重利好，目前全国统一首套住房商业性个人住房贷款利率下限为 4.1%

资料来源：国务院，发改委，央行，银保监会，中共中央政治局会议，民生证券研究院

2023-2025 年，我们预计房地产用钢需求同比分别为-5%、5%和 4%。伴随着房地产政策的放开，房地产市场未来有望企稳回暖，但考虑到从新开工至竣工大约 9-12 月的施工周期，前期低迷的新开工数据仍将拖累 2023 年整体的房地产用钢需求。

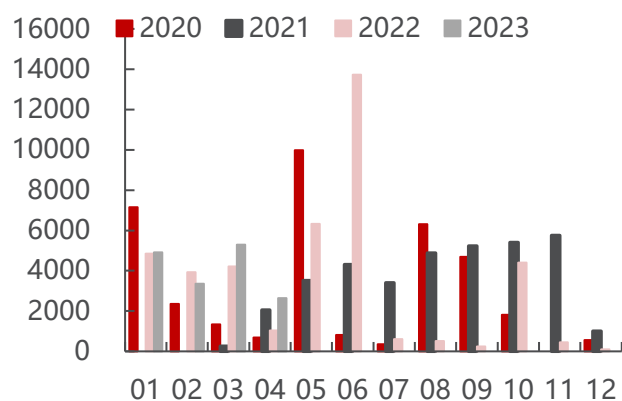
表3：地产用钢量测算

	单位	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
房地产开发投资完成额	亿元	147602	132842	126200	132510	137810
增速	%	4.40%	-10%	-5.00%	5.00%	4.00%
单位投资额用钢量	万吨/亿元	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
房地产用钢量	万吨	43127	38814	36874	38717	40266
增速	%	4.40%	-10.00%	-5.00%	5.00%	4.00%

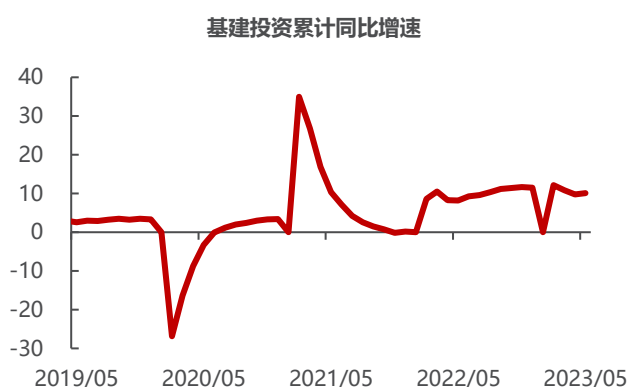
资料来源：wind，国家统计局，民生证券研究院测算

1.2.2 基建：“稳增长”续支撑基建用钢需求

2023 年 1-5 月基建投资累计同比增速为 10.05%，“稳增长”支撑基建需求逐步释放。基建行业在我国的经济发展中占据着重要的地位，是保障我国经济稳增长的重要手段。2023 年财政支出仍呈现出明显的“前置”特征，专项债主要集中于今年上半年发行。此外，2023 年全国一般公共预算财政支出规模将达到 27.51 万亿，同比增长 5.6%。随着优质项目的释放，基建领域将持续提振用钢需求。

图11：地方政府新增专项债（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图12：基建投资累计同比增速（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2.3 制造业：制造业投资尚有韧性，关注企业补库需求

制造业固定资产投资 1-5 月累计同比为 6.0%，企业库存逐步下行。2022 年至 2023 年 4 月份，制造业企业经历了主动去库存周期，产成品及原料库存均快速回落，已分别降至 2%和 5.9%的低位，企业的主动去库存周期接近尾声。2023 年，

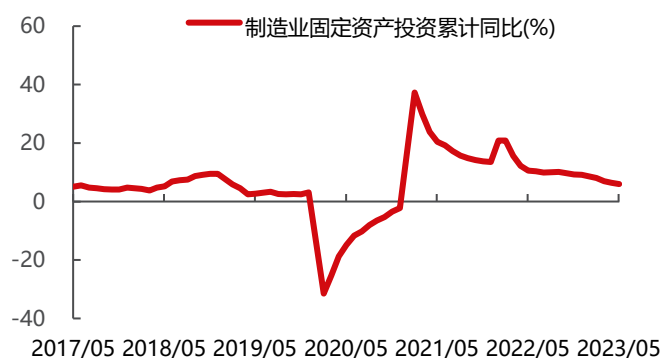
伴随着疫情影响消退后消费的复苏,在国内友好信贷环境下,相关制造业投资有望改善,同时企业主动去库存也将逐步向主动补库存阶段过渡。

制造业细分领域中:

汽车与四大家电产量 1-5 月累计同比分别为 7.10%和 11.65%。伴随疫情的消退,国内消费的回暖,汽车与家电产量同比均有增长,我们预计 2023 年用钢需求有望稳定增长。

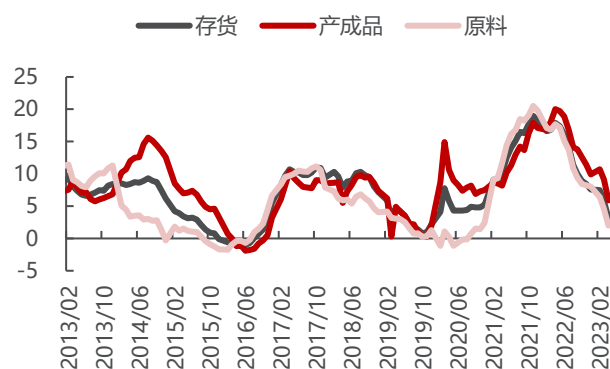
我国船舶在手订单 1-4 月累计同比回落至 12.29%。随着全球运力紧缺的缓解,船舶耗钢需求有望回落。

图13: 制造业固定资产投资累计同比 (单位: %)



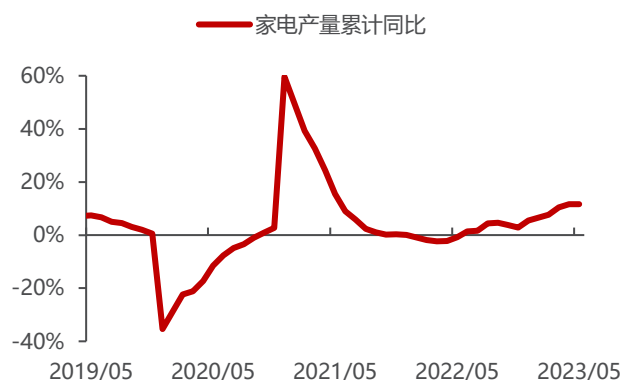
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 工业企业存货库存同比 (单位: %)



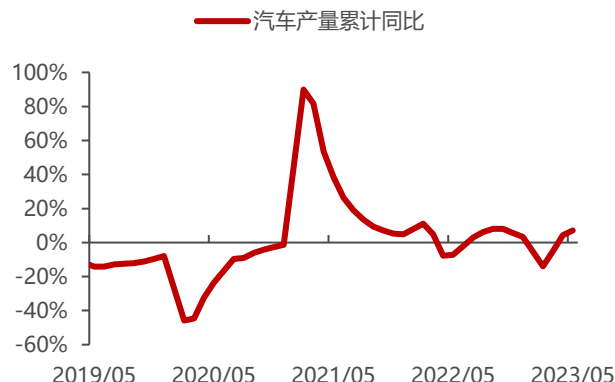
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 四大家电产量累计同比



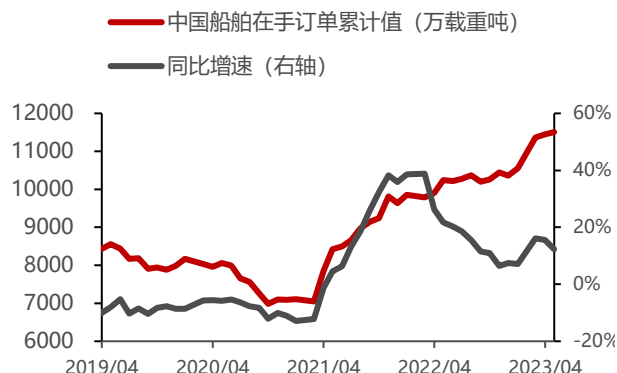
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 汽车产量累计同比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图17：中国船舶在手订单及累计同比



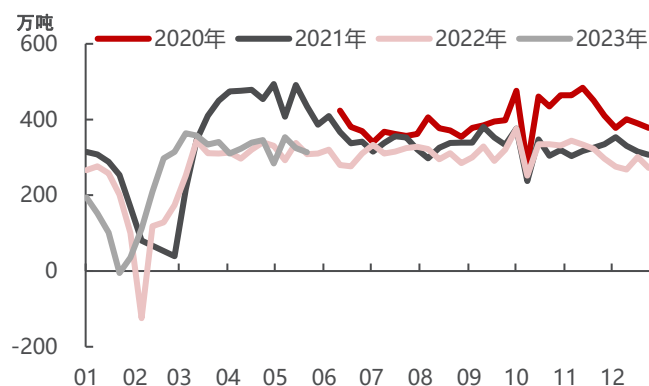
资料来源：wind，民生证券研究院

1.2.4 需求总结：房地产需求有望企稳，制造业补库进行时

地产方面，偏弱的新开工或仍对一段时间内房地产用钢需求造成一定冲击，但伴随着“三支箭”齐发，房企融资环境改善的拐点确认，房地产正在渡过其最差的时期，未来的需求有望企稳；**基建方面**仍以稳为主，继续支撑钢材需求；**制造业方面**，随着企业库存不断降低，伴随着需求回暖，企业利润改善，主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡，进而支撑钢铁需求。

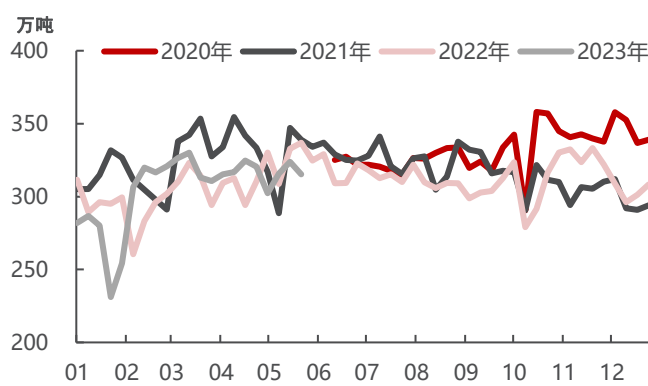
“稳增长”政策持续推进，房地产需求有望企稳。2022年12月，中央经济工作会议再度强调，2023年的经济工作仍然以“稳字当头、稳中求进”以应对尚不牢固的经济恢复基础，以及需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。随着稳增长政策的推进，2023年下半年钢材需求边际改善预期仍然较强。

图18：螺纹表观需求 (单位：万吨)



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图19：热卷表观需求 (单位：万吨)



资料来源：mysteel，民生证券研究院

1.3 钢材供给：粗钢产量继续压减，电炉钢明显下滑

铁水与粗钢产量累计同比提升。由于房地产需求回落，钢企利润承压，2023 年 1-5 月，全国粗钢产量累计 4.45 亿吨，同比增量 961.3 万吨，同比上升 2.2%；生铁产量 3.75 亿吨，同比增量 1387.6 万吨，同比上升 3.8%，而炼钢端废钢需求同比下滑 4.3%。

废钢供给紧缺提振铁水需求。粗钢的铁元素供应主要来源于生铁和废钢。当前废钢价格仍然较高，较高的短流程成本使得电炉钢被迫大面积减产；而长流程端，废钢较高的价格相较于铁水逐渐丧失了性价比，钢厂在转炉中下调了废钢使用比例，并不断提升铁水产量，使得今年铁水产量同比增幅仍高于粗钢产量。

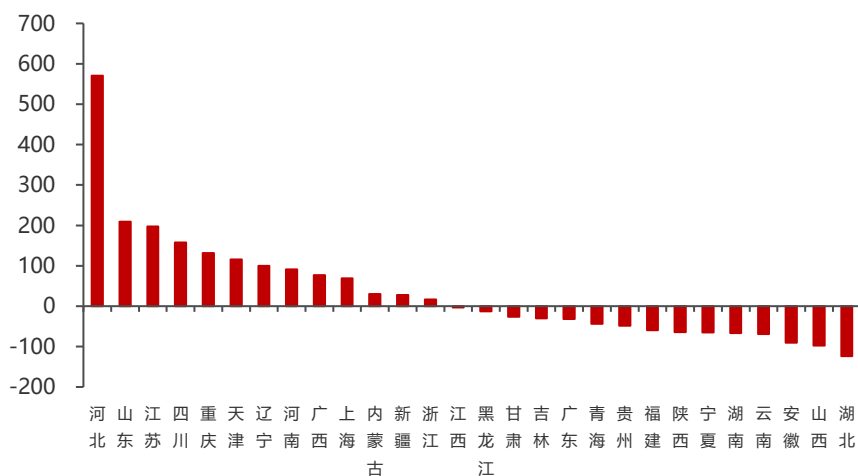
表4：2023 年 1-5 月粗钢铁水产量（单位：万吨，%）

日期	生铁产量	同比增减	同比	废钢需求	同比增减	同比	粗钢产量	同比增减	同比
2023 年 1-5 月	37474.4	1387.6	3.8%	9067.0	-410.2	-4.3%	44462.9	961.3	2.2%
2023/05	7700.1	12.6	0.2%	1728.3	-79.3	-4.4%	9012.3	-60.7	-0.7%
2023/04	7784.0	106.2	1.4%	1913.7	-126.8	-6.2%	9263.5	-14.0	-0.2%
2023/03	7806.8	647	9.0%	2226.4	129.8	6.2%	9572.6	743.1	8.4%
2023/02	7213.1	606.5	9.2%	1610.9	-52.2	-3.1%	8434.8	536.9	6.8%

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

湖北、山西、安徽地区粗钢产量下滑较多，河北、山东等地同比增加。2023 年 1-5 月，作为钢材主产地，湖北、山西与安徽地区粗钢产量分别同比下滑 124、98 和 90 万吨，下滑较多；而河北、山东地区粗钢产量 1-5 月同比分别增加 571 和 210 万吨。

图20：1-5 月各省份粗钢产量同比增减（单位：万吨）

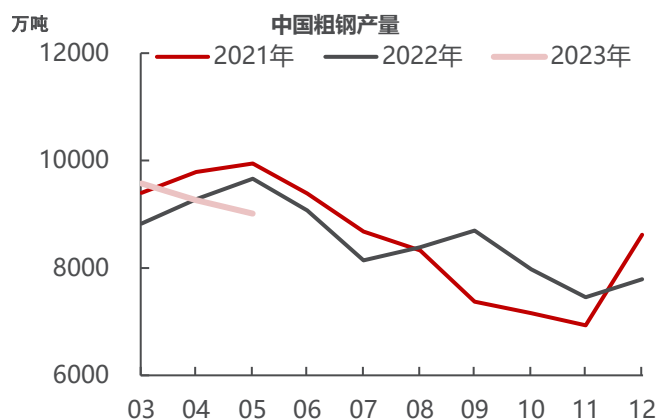


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

“双碳”大背景下，持续贯彻粗钢产量压减任务。“碳达峰、碳中和”的提出，使得钢铁市场供给格局正逐步发生改变。根据财新网，2023 年粗钢产量调控政策

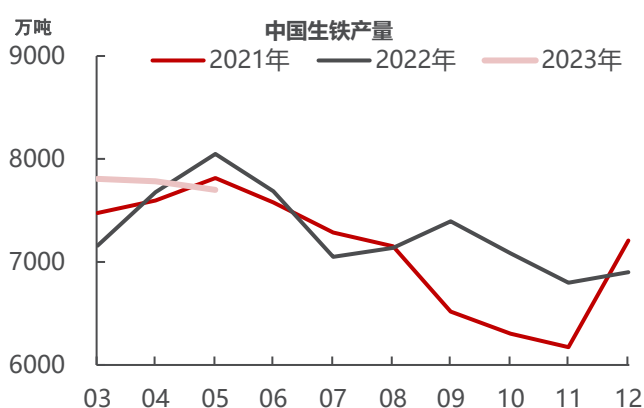
定调为平控，即在 2022 年 10.18 亿吨基础上不增不减。下半年再根据实施情况进行动态调整、总量控制。

图21：中国月度粗钢产量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图22：中国月度生铁产量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

1.4 原料端：供给弹性增加助力钢企利润修复

1.4.1 废钢：上半年价格坚挺，下半年价格有望回落

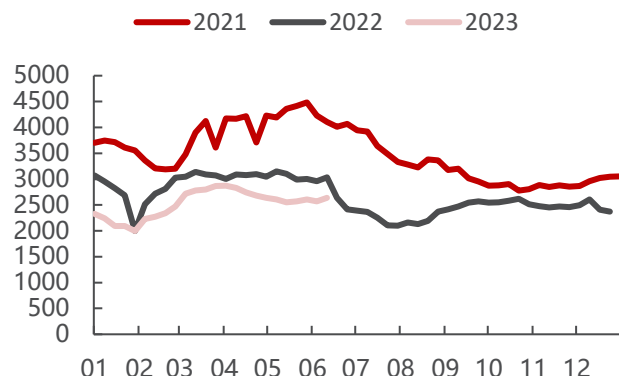
短流程钢厂亏损，下半年废钢价格有望转弱。当前废钢价格仍然偏高，较高的短流程成本使得电炉钢被迫大面积减产；而长流程端，废钢较高的价格相较于铁水逐渐丧失了性价比，钢厂在转炉中下调了废钢使用比例，废钢需求明显回落，1-5月废钢用量预计同比回落4.3%，预计有望压制后续废钢价格。

图23：废钢价格（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：61家样本公司废钢消耗量（单位：元/吨）



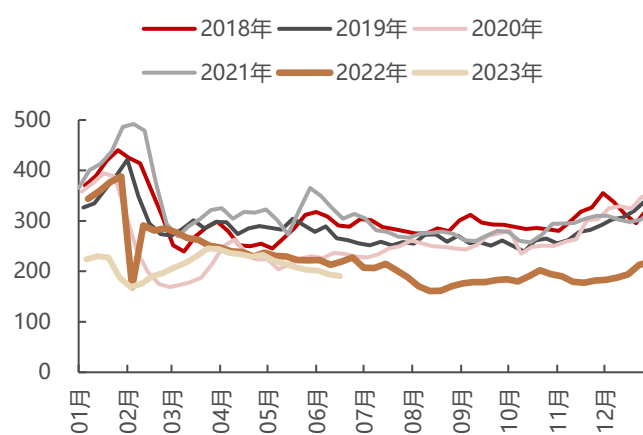
资料来源：mysteel，民生证券研究院

图25：87家独立电弧炉钢厂产能利用率（单位：%）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图26：钢厂废钢库存偏低（单位：万吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

国内进入钢铁报废加速期，预计2025年废钢回收量将达到3.33亿吨。废钢来源主要包括三部分：自产废钢（钢铁及产品制造环节新废料）、社会回收废钢（加工废钢和老旧废钢）和进口废钢。其中社会回收废钢是主要来源，2019年占比达到83.3%。根据钢铁工业协会统计，中国钢铁制品的平均使用周期为20-27年，中国自2000年前后钢铁消费量开始快速增长，目前钢铁制品报废量进入加速期，根据贾逸卿等学者《中国废钢资源化利用趋势：2020-2035年分析预测》使用生命周期法预测，在不考虑进口废钢的情况下，国内废钢供应仍有望持续增加，到2025年中国废钢利用量有望达到3.33亿吨，社会回收废钢占比上升至86.6%。废钢中有大约85%左右可用于炼钢（转炉+电炉）。考虑到废钢进口量，据此测算，到2025年可用于电炉炼钢的废钢有望达到2.89亿吨，能够充分满足国内电炉发展的原料需求。

表5：2025年可用于电炉炼钢的废钢量有望达到2.89亿吨（单位：亿吨）

项目	2025年废钢量预测
国内废钢	3.33
废钢净进口	0.07
废钢总量	3.4
可用于炼钢的比重	85%
可用于炼钢的废钢量	2.89

资料来源：《中国废钢资源化利用趋势：2020-2035年分析预测》贾逸卿、柳群义、段红梅著，民生证券研究院

1.4.2 铁矿：钢厂低库存压制铁矿价格中枢

2023年上半年铁矿港口库存共下滑约335.69万吨，钢厂主动去库致使铁矿价格中枢回落。需求端，粗钢及铁水产量维持同比正增长，支撑了铁矿石等原材料

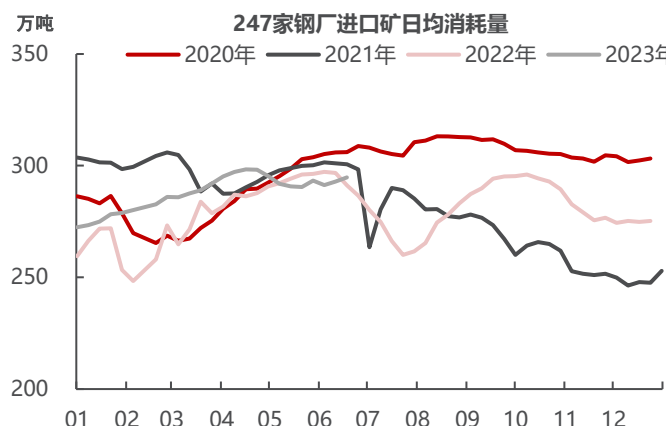
需求，供给端主流矿山增长较为缓慢，非主流矿伴随着铁矿价格的下滑发运逐步回落，叠加上半年巴西雨季等季节性因素，使得港口铁矿上半年去库 335.69 万吨。但由于下游需求偏弱，钢厂对原料采取了主动去库存措施，致使铁矿价格中枢回落。

图27：普氏指数（单位：美元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图28：247家钢厂进口矿日均消耗量（单位：万吨）



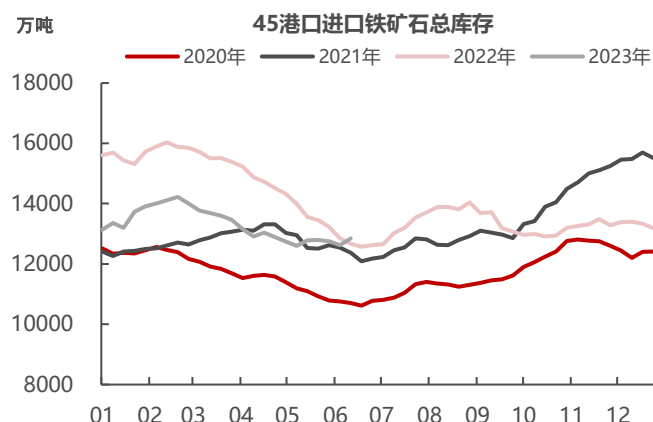
资料来源：mysteel，民生证券研究院

图29：全球铁矿石发货量季节性（单位：万吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图30：45港口进口铁矿石总库存（单位：万吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

2023 年供需基本平衡，钢厂补库将成为价格主驱动。目前主流矿山纷纷秉承“价值大于产量”的理念，根据四大矿山最新的财年目标预测，预计 2023 年产量增量不大，且前期经历主动去库存后，钢厂铁矿库存已降至低位，若未来需求恢复得以验证，钢厂利润回暖，钢厂将对铁矿重新补库将在一定程度上支撑铁矿价格，但对钢厂利润的挤压将明显改善。

表6：四大矿山铁矿供给预测（单位：亿吨）

供给	2021	2022	2023E	2023 年变化
淡水河谷	3.14	3.1	3.15	0.05
力拓	3.22	3.23	3.28	0.05
必和必拓	2.84	2.84	2.84	0
FMG	1.85	1.89	1.91	0.02
合计	11.05	11.06	11.18	0.12

资料来源：Mysteel，矿山财报，民生证券研究院

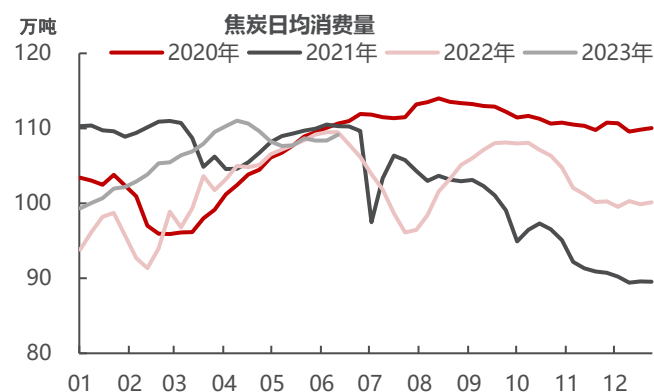
中国矿产资源集团成立将增强钢企铁矿议价权。中国是全球最大的铁矿石消耗国，且进口矿依赖率接近 80%。然而，自 2019 年淡水河谷发生矿难以来，铁矿价格上涨严重侵蚀了国内钢厂的利润。国内钢企较低的集中度使得我国钢企在铁矿议价方面处于相对弱势地位。**2022 年 7 月 19 日，中国矿产资源集团有限公司成立，旨在增强我国重要矿产资源供应保障能力，保障产业链供应链安全。**若藉由中国矿产资源集团实施铁矿石集中采购制度，集中式整合国家铁矿进口业务，将有效提升我国对于铁矿石的议价能力，从而提振我国钢厂盈利能力。

1.4.3 双焦：焦煤供需紧张格局改善，焦炭成本支撑减弱

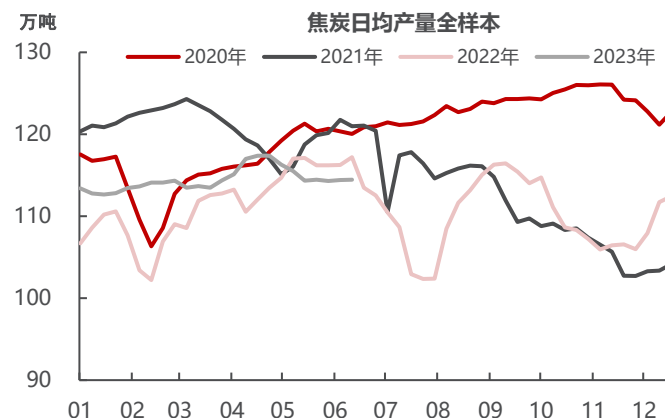
焦炭成本支撑逐步减弱。焦煤供需紧张格局改善，价格已明显回落，焦炭现货成本支撑逐步减弱，从而助力钢厂冶炼端利润修复。

图31：日照港准一价格（单位：元/吨）

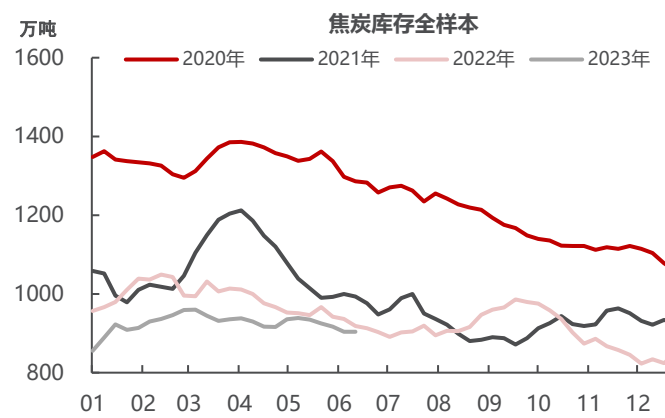

资料来源：mysteel，民生证券研究院

图32：焦炭日均消费量（单位：万吨）


资料来源：mysteel，民生证券研究院

图33：焦炭日均产量全样本（单位：万吨）


资料来源：mysteel，民生证券研究院

图34：焦炭库存全样本（单位：万吨）


资料来源：mysteel，民生证券研究院

进口仍有增量，焦煤供需紧张或将缓解。国内焦煤产量维持稳定，进口焦煤持续提升，有望持续提振焦煤供应。随着焦煤供需紧张缓解，对焦化厂利润的挤压也将明显减弱。

蒙煤口岸通关量持续增长。蒙煤进口以汽运为主，前期受疫情影响进口量持续低迷。2022年5月以来，随着疫情影响得以控制，以及AGV无人驾驶车辆的投入，蒙煤通关量开始逐渐回升。2023年1-5月份，我国共进口蒙煤1844万吨，同比增长77%，预计下半年蒙煤进口仍将保持高位运行。

俄罗斯煤炭出口更多地转向亚洲市场。受俄乌冲突影响，欧美大幅减少俄罗斯煤炭的进口，使其被迫转向亚洲市场。2023年1-5月，我国进口俄罗斯焦煤1164万吨，同比增长72.45%，预计下半年俄罗斯焦煤进口将维持高位。

关注澳煤进口放开的预期。我国2020年进口澳洲焦煤3536万吨，2021和2022年分别仅剩617万吨和217万吨。2023年5月，我国进口澳大利亚焦煤28万吨，环比增长约11万吨。若澳煤继续恢复进口，将有效改善国内焦煤供需情况，因此需要关注澳煤进口重新放开的预期。

图35: 蒙古煤月度进口量 (单位: 吨)



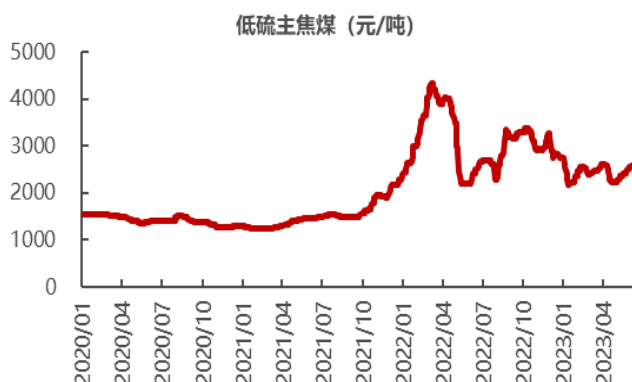
资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图36: 焦煤进口利润 (单位: 元/吨)



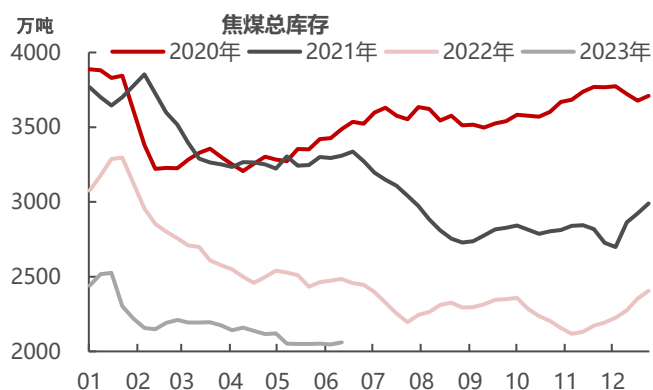
资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图37: 低硫主焦煤价格 (单位: 元/吨)



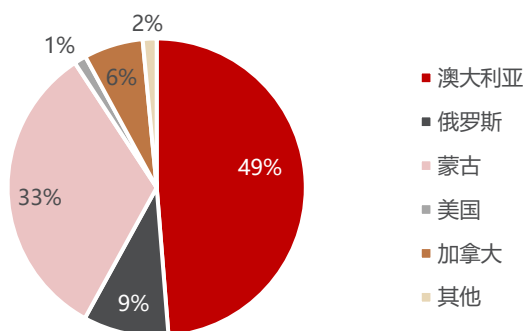
资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图38: 焦煤总库存 (单位: 万吨)



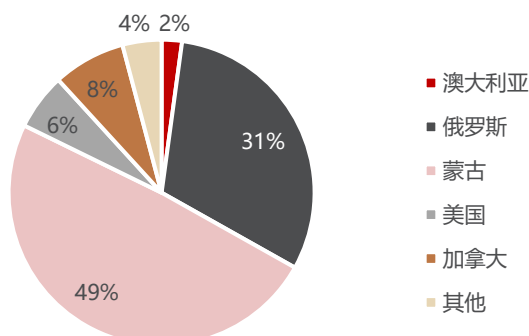
资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图39: 2020 年我国焦煤进口占比



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图40: 2023 年 1-5 月我国焦煤进口占比



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

1.5 钢材总结：需求有望复苏支撑钢企利润回暖

“政策底”已现，需求有望复苏支撑钢企利润回暖。2022 年钢企利润持续低迷，但伴随着“三支箭”齐发，房企融资环境改善的拐点确认，房地产需求 2023 年有望复苏，进而支撑 2023 年钢材需求边际改善预期增强；而钢材原料端废钢、焦煤等供给弹性有望回升，价格表现或将弱于成材，进而助力钢厂冶炼端利润修复。

图41：螺纹钢高炉毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图42：螺纹钢电炉毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图43：冷轧卷板毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图44：热轧卷板高炉毛利（单位：元/吨）



资料来源：mysteel，民生证券研究院

我国钢材需求将长期维持低速增长。我国已进入经济转型期，而房地产去杠杆是我国在这一时期的典型表现，钢材消费增速趋缓不可避免。但由于我国经济仍在发展过程中，城镇化建设尚未完成，因此也不宜对房地产乃至全部用钢需求给予过分悲观的预期，我们预计未来我国钢材需求将长期维持低速增长。

表7：钢材供需长期展望

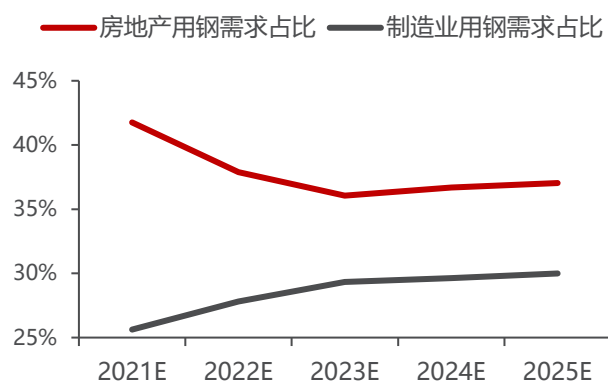
单位：万吨	内需比例	2021 (需求为预测值)	2022E	2023E	2024E	2025E
房地产需求	44%	43126.95	38814.26	36873.54	38717.22	40265.91
增速 (%)			-10.00%	-5.00%	5.00%	4.00%
基建需求	15%	14702.37	15878.56	16513.70	16513.70	16678.84
增速 (%)			8.00%	4.00%	0.00%	1.00%
机械需求	19%	18623.00	19740.38	20924.81	21971.05	23069.60
增速 (%)			6.00%	6.00%	5.00%	5.00%
汽车需求	5%	4900.79	5194.84	5454.58	5672.76	5842.95
增速 (%)			6.00%	5.00%	4.00%	3.00%
家电需求	2%	1960.32	2058.33	2099.50	2141.49	2184.32
增速 (%)			5.00%	2.00%	2.00%	2.00%
船舶需求	1%	980.16	1176.19	1176.19	1152.67	1152.67
增速 (%)			20.00%	0.00%	-2.00%	0.00%
其他	14%	13722.21	13859.43	13998.03	14138.01	14279.39
增速 (%)			1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
净出口		5263.00	5000.00	4500.00	4500.00	4500.00
增速 (%)			-5.00%	-10.00%	0.00%	0.00%
国内钢材需求合计		103278.80	101721.99	101540.35	104806.89	107973.66
增速 (%)		-3.00%	-1.51%	-0.18%	3.22%	3.02%
国内粗钢产量		103278.80	102039.45	102039.45	102039.45	102039.45
增速 (%)		-3.00%	-1.20%	0.00%	0.00%	0.00%
供需缺口		0.00	317.46	499.11	-2767.44	-5934.21

资料来源：wind，弘则研究，民生证券研究院预测

备注：假设 2021 年钢材供需一致

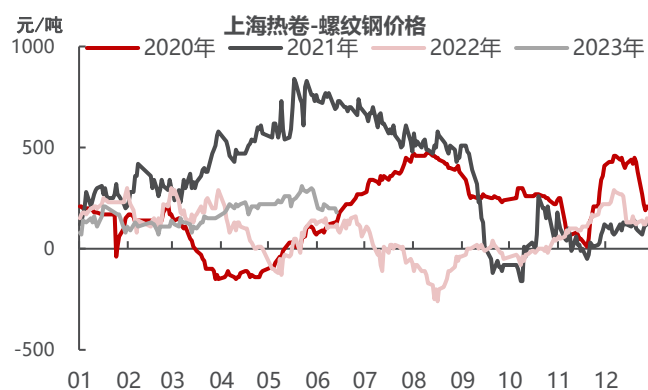
淡化房地产预期，关注制造业高端升级驱动。在稳增长政策推进下，房地产市场用钢有望企稳，但在“房住不炒”的基调下，已难再回到“高杠杆，快周转”的模式，其对钢铁增量需求的贡献已明显下滑。党的二十大报告指出，实施产业基础再造工程，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，体现了对大力发展高端制造业的决心。我国制造业用钢占比将逐年提升，2025 年有望达到 30%，且企业在需求复苏时的补库周期也将放大对钢材的需求，将明显提振钢厂利润。

图45：房地产和制造业用钢需求占比预测



资料来源：弘则研究 2022 年度报告，民生证券研究院测算

图46：卷螺差 (单位：元/吨)



资料来源：mysteel，民生证券研究院

2 投资建议及重点推荐

2.1 投资建议：淡化地产，制造业升级星辰大海

普钢板块：关注板材龙头标的。伴随着下游制造业利润逐步回暖，且原料端供需紧缺格局已有所缓解，钢铁板块盈利未来有望回升，尤其是龙头企业高端品种比例不断提高进一步增厚利润，建议关注行业龙头**宝钢股份、华菱钢铁**等。

特钢板块：关注成长性较高的标的。受益于下游航空航天，海洋工程等领域发展，特钢消费前景广阔，部分特钢企业的在建项目有序投产，业绩有望维持高速增长。建议关注**中信特钢、甬金股份**等标的。

能源钢材细分领域：

- **风电：**2023年风电需求有望明显回暖，风电铸件、齿轮箱、主轴等零部件需求有望明显增加，建议关注**广大特材**。
- **核电及油气开采：**我国核电审批进程加快，且当前仍处于油气开采高景气周期，主打核电、油气开采等高端管材研发的**久立特材、常宝股份、中洲特材**有望明显受益。
- **火电：**2022-2023年每年将核准8000万千瓦（折合80GW），2023-2025年将带来2亿千瓦的新增装机量。新增+升级改造产生的需求将由2021年的3.81万吨提升至10万吨，CAGR为27.32%，行业龙头**武进不锈**有望明显受益。

2.1.1 高端汽车板不断升级

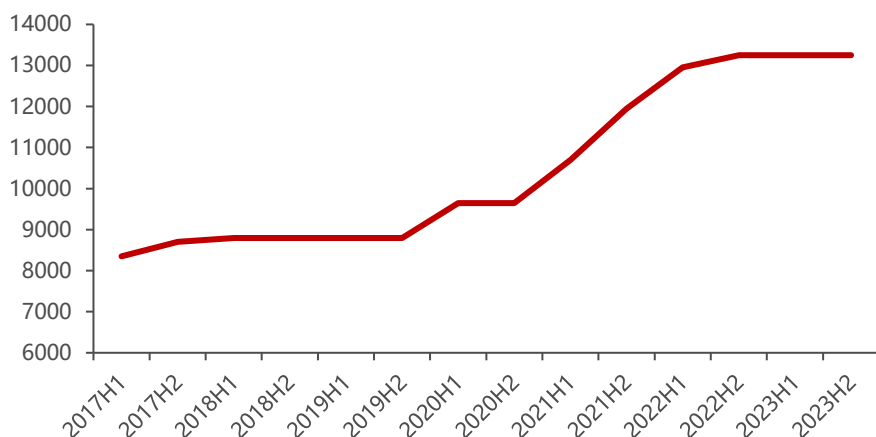
铝硅镀层热成形钢Usibor®成为车身结构设计的首选。新一代铝硅镀层热成形钢Usibor®2000强度高达2000兆帕，尤其适用于车身的防侵入零件；与之配套激光拼焊使用的热成形钢Ductibor®1000极具延展性，且抗拉强度达到1000兆帕以上，可在高强度和高韧性之间达到完美的平衡，适用于发生碰撞时需要吸能的部件。通过Usibor®2000的超高强度来设计更强更轻的零件，汽车设计师可去除常规设计中的某些加强件，从而减少零件总数；通过Ductibor®1000来设计“软区”使得车辆在碰撞性能中的表现更为出色；通过激光拼焊技术，可将不同牌号、不同厚度的Usibor®和Ductibor®结合起来设计成特定的强度和韧性要求，让车身关键部位在实现更安全碰撞性能的同时达到减重的效果。另外，通过热成形加工工艺，Usibor®2000和Ductibor®1000很容易被加工成具有高度复杂的几何形状，且冲压出的零件具有更出色的精度。凭借这样丰富的设计自由度，汽车设计师可以进行更具创意、更安全、更轻量化车身结构设计。

华菱安赛乐米塔尔汽车板有限公司（VAMA）由湖南钢铁集团与安赛乐米

塔尔合力创建，其中华菱钢铁持股比例为50%，安赛乐米塔尔持股比例为50%。

2023年上半年，VAMA二期将按计划稳步实现量产，热成形产品生产产能进一步扩大，生产规格也更加全面；同时也将引进并生产安赛乐米塔尔第三代冷成形超高强钢Fortiform®及锌铝镁合金镀层Zagnelis®产品，可进一步满足国内汽车制造商对超高强钢和高抗腐蚀性外板的需求。

图47：VAMA 公司 Usibor®1500 基价（单位：元/吨）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.1.2 火电用超级不锈钢锅炉管需求有望持续放量

煤电锅炉管核准放量，超级不锈钢锅炉管需求释放。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。根据国际能源网，专家预计 2022-2023 年每年核准约 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，则 2022-25 年新增+升级改造产生的需求将由 2021 年的 3.81 万吨提升至 10 万吨，CAGR 为 27.32%。

技术与认证壁垒双加持，超级不锈钢锅炉管行业集中度较高。作为超超临界机组顶级管材，超级不锈钢管对晶粒度、高温强度、抗腐蚀性能要求较高。制管工艺对成品的性能影响很大，其中关键工艺包括冷变形前的高温软化处理、大变形量冷轧和冷变形后的稍低温度下的固溶处理。由于工艺的特殊性，因此对钢管厂的整体综合能力，特别是技术与设备能力提出了更高的要求，且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8：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（万吨）	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	4.88	8.00	9.00	10.00
YOY			28.28%	63.89%	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

2.1.3 核电审批速度加快，高端管材有望受益

自 2019 年核电审批重启以来，我国新建核电机组审核加速。2019 年以来，我国核准了 11 个核电项目，共 21 台机组，其中 2022 年中国共核准 5 个核电项目，每个项目均有两台核电机组，总计 10 台核电机组，为过去十多年来最多的一年。核电复苏势头强劲，发展潜力十足，核电用材料需求或将持续向好。

核电蒸汽发生器 U 形传热管是压水堆核电站一回路与二回路之间压力边界的重要组成部分，是防止放射性裂变产物外泄的主要屏障。在核电站运行阶段，核电蒸汽发生器用 690 合金 U 形传热管需要承受长时间高温、高压的一回路介质，管外侧需要抵抗腐蚀性沉淀物以及支撑板、防震条磨损等带来的影响，因此产品技术和质量要求极为苛刻，制造工艺极其复杂。为打破国外对核电蒸汽发生器用 690 合金 U 形传热管的垄断局面，2007 年，宝钢与江苏银环、中广核集团共同出资组建了宝银特种钢管有限公司，先后攻克了真空冶炼、电渣重熔、锻造、热挤压和弯管成型等一系列工艺技术难题，并相继取得了国家核安全局颁发的核一级热挤压管制造许可证和核一级成品 U 形传热管制造许可证。久立特材也已成为国内仅有的两家具制造资质的公司之一，成功实现该领域的进口替代。

2.1.4 油气开采维持高景气周期，高端材料国产化进行时

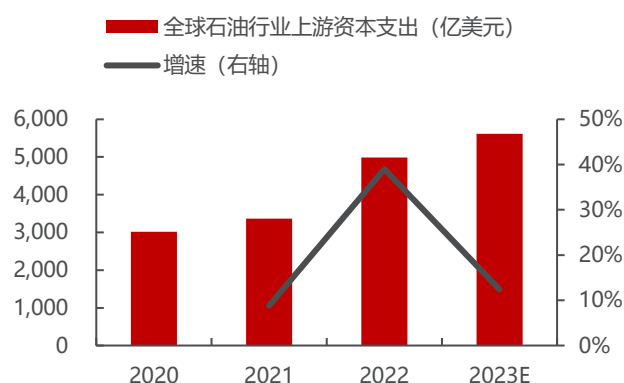
油气开采维持高景气周期。2022 年油气价格处于历史相对高位，提振油气开采需求。根据 IHS 数据，2023 年全球油气上游资本开支预计为 5600 亿美元，同比增长 12%。

图48：布伦特原油价格走势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图49：全球石油行业上游资本开支（单位：亿美元，%）



资料来源：中海油服公告，民生证券研究院

油井管包括钻柱构件、套管和油管等，通过专用螺纹连接形成钻柱、套管柱和油管柱。钻柱是油气开发的主要工具，套管柱和油管柱则是封隔地层和开采油气的唯一通道。套管寿命决定油气井寿命，从而决定油气田的寿命。国内外油井管普遍采用美国石油学会(API)标准进行生产。上世纪 90 年代前，受生产能力和技术水平所限，我国只能生产少部分 API 标准 H40~N80 低端油套管，进口量高达 90%，而钻柱构件基本依靠进口，成为制约我国油气工业发展的瓶颈。

我国油井管国产化技术与产品体系已形成。我国目前已构建了油井管合金化成分和组织控制体系，揭示了不同合金体系材料的强韧化与耐腐蚀机理与规律，发明了 50 多个油井管产品新钢种，建成 20 余条油井管专用生产线，研发了高端产品制造关键技术，解决了复杂工况油井管高纯净度、低偏析、高尺寸精度、窄幅性能控制等关键技术难题，实现油井管全面国产化与工业化应用并大批量出口，覆盖 10 大类高端产品，整体技术和能力达到国际先进水平，部分技术处于国际领先地位，宝钢集团、华菱钢铁、常宝股份均为代表企业。

镍基合金油井管国产化进行时。高酸性油气田是指油气资源中含有很高的硫化氢（一种特毒性气体）含量，同时又含有二氧化碳等腐蚀性气体。对于这些地质结构复杂、高温高压、高腐蚀介质环境的大型高酸性天然气来说，一般常用的钢材无法都满足其对腐蚀的高要求。基于此，镍基合金油井管凭借合金含量高达 80%；高温变形抗力大，一般需要通过挤压工艺；材料强度高；抗腐蚀性能优异等优点，在高酸性油气田得到了良好的应用。2007 年宝钢首次试制成功，填补了国内空白。久立特材目前也正在积极拓展镍基合金油井管领域。

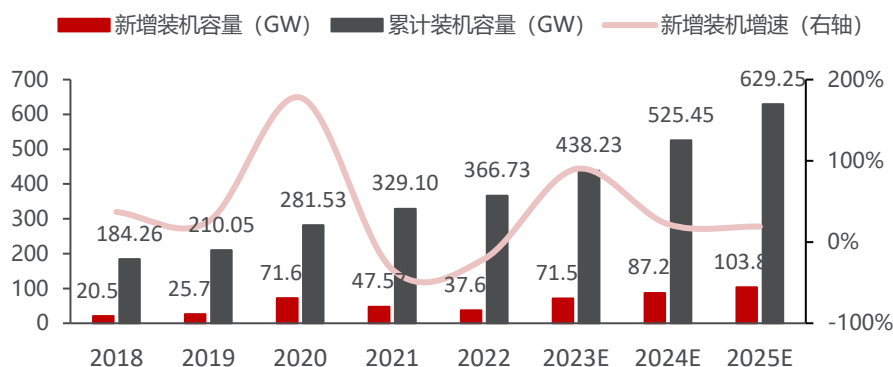
中洲特材主营铸造高温耐蚀合金、变形高温耐蚀合金以及特种合金焊材等产品。2022 年，公司油气行业收入占比仍在 50%以上，主要面向于阀门制造生产企业。公司在铸件、锻件、焊材生产上拥有 12 项核心技术，产品牌号规格达 300 多

种，已经形成了较为齐全的高温耐蚀合金材料体系。

2.1.5 风电底部涅槃，零部件需求有望回升

双碳政策基调下稳定风电行业健康发展。2022 年国内进入风电全面平价，风电装机量受到上游供应链和疫情等因素影响不及预期，新增装机量为 37.63GW，同比下滑 20.9%。然而 2022 年风电累计招标达 111.92GW，结合国家“十四五”风电装机政策，2022-25 年国内新增装机容量共约 300GW，则我们预计 2023-25 年装机量分别为 71.50GW、87.23GW、103.80GW。

图50：国内风电装机量预测以及增速



资料来源：北极星风力发电网，国家能源局，民生证券研究院测算

2021-2025 年国内铸件需求 CAGR 为 13.18%。根据中国铸造协会，每 MW 风电整机大约需要 20~25 吨铸件，考虑到大型化趋势下风电铸件的每 MW 的摊薄效应，即随着风电单机容量上升，每 MW 铸件用量下降，我们保守估计下 2021-2025 年每 GW 铸件用量为 2.2/2.1/2.0/1.9/1.8 万吨，可得出 2025 年国内风电铸件新增需求达 186.84 万吨，2022-2025 CAGR 为 33.22%，其中 2023 年在低基数效应下为需求增速最高的一年。

表9：风电铸件需求测算

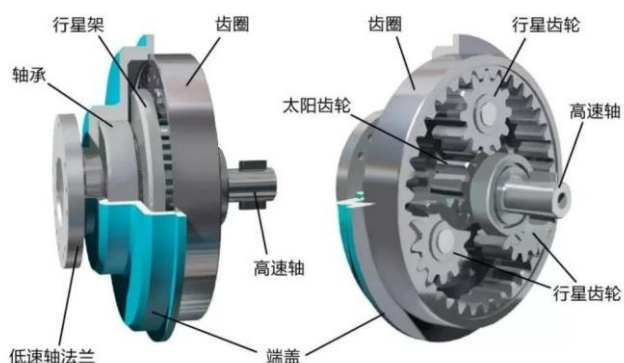
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
国内风电新增装机量 (GW)	47.57	37.63	71.50	87.23	103.80
YOY	-33.63%	-20.90%	90.00%	22.00%	19.00%
风电铸件单耗 (万吨/GW)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
国内风电铸件需求 (万吨)	104.65	79.02	142.99	165.73	186.84
YOY	-33.63%	-24.49%	80.95%	15.90%	12.74%

资料来源：GWEC，国家能源局，北极星风力发电网，中国铸造协会，民生证券研究院测算

齿轮箱加工难度大，壁垒较高。风电齿轮箱起到将主轴较低转速通过增速达到可驱动发电机组工作所需的转速的作用，作为风电机组常见的故障发生点，由于其工作环境比较恶劣，因此对其纯净度、稳定性要求较高，具体如材料的抗弯强度和疲劳强度，热处理等级不低于 MQ，齿轮精度在 5 级以上，生产技术难度较高。齿轮箱重要零部件包括行星销轴、行星齿轮、太阳轮、内齿圈、扭力臂/齿轮箱端盖、齿轮箱体/行星架等。

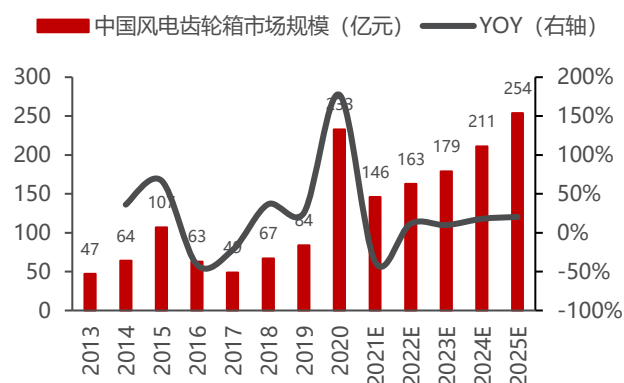
2021-2025 我国齿轮箱市场规模 CAGR 为 14.85%。据华经产业研究院数据，随着风电景气度持续，预计 2025 年我国市场规模可达 254 亿元，CAGR 为 14.85%。

图51：行星轮系齿轮箱内部构成



资料来源：网络公开资料，民生证券研究院

图52：预计 2025 年中国市场规模可达 254 亿元



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

2.2 重点推荐

2.2.1 宝钢股份：降本增效提质优化，龙头地位巩固

产销量持续增加，产品结构优化。公司2022年实现“1+1+N”产品销量 2538万吨，销量同比上升 183万吨。2023Q1“1+1+N”产品销量 627.4万吨，同比增加 10.6万吨。2022年，冷轧汽车板、取向硅钢、新能源汽车用高牌号无取向硅钢、精品能源及结构船舶类用钢等高盈利产品实现增量超100万吨，冷轧汽车板和取向硅钢市占率实现双提升。推进绿色低碳品牌建设，扎实推进“Beyond超越行动”，宝钢汽车板 SMARTeX和硅钢 BeCOREs成为“双领军”品牌，热轧及线材产品环境声明在中国钢铁行业 EPD平台首发。2023Q1，宝钢低碳钢（BeyondECO®-30%）量产供货第一卷下线。

重点项目持续推进。2023年，公司预算安排固定资产投资资金 282.8亿元，主要用于宝山基地取向硅钢产品结构优化（二步）及能效达标项目改造、青山基地硅钢规划系列项目、东山基地氢基竖炉系统、梅山基地环保达A等项目预付款及进度款；并投入一定资金用于智慧制造等技改项目。2023Q1，公司无取向硅钢产品结构优化项目全线投产，为目前全球唯一完全面向新能源汽车行业的

高等级无取向硅钢专业生产线。东山基地国内首座百万吨级氢基竖炉炉壳吊装全部完成，工程建设进入炉顶结构安装高峰期。此外，公司与沙特阿拉伯国家石油公司、沙特公共投资基金共同投资设立沙特厚板公司，预计年产 250 万吨直接还原铁、167 万吨钢、150 万吨厚板。

持续深化成本削减。围绕采购物流降本、能源成本削减、配煤配矿结构优化、重点费用管控、技术经济指标改善等，全方位开展成本削减，2022年实现成本削减 93.5亿元，2023Q1实现成本削减 14.8亿，均超额完成目标，有力支撑公司经营业绩。

盈利预测与评级：公司作为钢铁龙头企业，伴随国内经济复苏带动吨钢盈利回暖，我们预计公司2023-25年将分别实现归母净利润139.46/187.27/213.59亿元，对应6月21日收盘价，PE分别为9、7和6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。

表10：宝钢股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	369,058	367,132	369,147	380,832
增长率（%）	1.0	-0.5	0.5	3.2
归属母公司股东净利润（百万元）	12,187	13,946	18,727	21,359
增长率（%）	-48.4	14.4	34.3	14.1
每股收益（元）	0.55	0.63	0.84	0.96
PE	10	9	7	6
PB	0.6	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.2 华菱钢铁：业绩韧性显现，产品优化升级加快

区域龙头，南方精品钢材生产基地。公司分别在湖南省湘潭市、娄底市、衡阳市、广东省阳江市设有生产基地，拥有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢、钢材深加工等全流程的技术装备，产品结构齐全、下游覆盖行业广泛，主要品种间具备较强的柔性生产切换能力。2022年，公司重点品种钢销量1,588万吨，占比60%，较2021年提升 5个百分点；13个大类品种 90个钢种替代“进口”。公司在细分领域市场打造了一批“隐形冠军”产品，带动了产品结构由中低端同质化向中高端精品差异化的转变。

公司加快产线结构调整升级。公司积极推动品种结构从“中低端”向“中高端”转变，加快产线结构升级，加大研发投入。宽厚板方面，继续巩固在造船、海工、高建桥梁、风电等下游细分市场的竞争优势；薄板方面，进一步延伸产业链，提升产品附加值，包括投资建设汽车板二期项目，产品定位于高端汽车板，以满足新能源汽车领域高速增长的需求；投资建设电工钢一期项目，产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢；工业线棒材方面，积极推动优特钢转型；无缝钢管方面，加大炼钢系统的升级改造，进一步提升在油气、机加工、压

力容器等领域的竞争力。

投资建议：公司作为湖南龙头企业，产品结构不断优化升级，叠加国内经济逐步复苏带动吨钢盈利回暖，我们预计公司2023-25年将分别实现归母净利润71.35/95.07/108.24亿元，对应6月21日收盘价，PE分别为5、4和3倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格高位波动，下游需求不及预期，产能不及预期。

表11：华菱钢铁盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	168,637	166,801	167,739	172,384
增长率（%）	-1.7	-1.1	0.6	2.8
归属母公司股东净利润（百万元）	6,379	7,135	9,507	10,824
增长率（%）	-34.1	11.9	33.2	13.9
每股收益（元）	0.92	1.03	1.38	1.57
PE	5	5	4	3
PB	0.7	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.3 中信特钢：积极调整产品结构，全年业绩韧性较强

“十四五”规划实现特钢年产量超过2000万吨。公司发展战略规划“十四五”期间实现特钢年产量超过2000万吨目标，其中2023年公司规划实现销量1771万吨，同比16.68%。

高端产品布局加速，产品结构持续优化。2022年2月，公司成功发行50亿元可转债，募集资金主要投向公司重点发展的“三高一特”等项目，其中特冶锻造产品升级改造项目（二期）规划“三高一特”产品产能3.9万吨，特冶锻造产品升级改造项目（三期）规划“三高一特”产品产能5.3万吨。在航空航天、能源等领域高端钢材材料加速进口替代的大背景下，公司规划的高端产品项目发展空间广阔。

无缝钢管板块业绩贡献可期。2021年初公司从上海电气集团有限公司竞得上海电气集团钢管有限公司40%的股权，其核心资产为天津钢管有限公司的无缝钢管产能，2022年天津钢管效益明显改善，产品结构不断优化。2023年1月公司成功竞得上海中特泰富钢管有限公司（原上海电气集团钢管有限公司）60%股权，取得天津钢管控股权。公司已拥有500万吨的无缝钢管产能，成为全球规模最大的无缝钢管生产企业，未来业绩贡献可期。

盈利预测与评级：公司是全球领先的专业化特殊钢材料制造企业，随着未来高端产品项目逐步投产，公司产品结构将进一步优化。我们预计公司2023-2025年归母净利润依次84.02/95.03/107.90亿元，对应6月21日收盘价，2023-2025年PE依次为9、8和7倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

表12：中信特钢盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	98,345	107,756	115,164	120,988
增长率（%）	-0.3	9.6	6.9	5.1
归属母公司股东净利润（百万元）	7,105	8,402	9,503	10,790
增长率（%）	-8.6	18.2	13.1	13.5
每股收益（元）	1.41	1.66	1.88	2.14
PE	11	9	8	7
PB	2.09	1.87	1.69	1.53

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.4 久立特材：产品结构高端布局，投资收益助推业绩

持续布局高端产品，促进产品结构优化。公司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15万吨工业用不锈钢管的生产能力。近年来公司在油气、核电、航空航天等领域加速高端产品布局，包括镍基合金油井管、蒸发器 U 型传热管等高附加值、高技术壁垒的产品。公司高端产品布局逐步展现成效，未来公司还将持续加大科研力度，开拓高端市场。

把握下游行业景气需求，加快产能释放。2022年，公司下游油气、核电行业景气度持续回暖，公司积极推进投产项目的产能释放，从而满足下游工业用不锈钢管的多种需求。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”工程进度均达到100%。投产后，公司高端不锈钢管产能有所提升，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”、“合金公司二期项目”、“预制管建设项目”与“特冶二期项目”截至2022年底投产进度分别为50%、100%、100%、40%和10%，也将助力公司产能持续扩张，业绩持续释放。

盈利预测与投资建议：锂价下行或将拖累公司投资收益，但伴随高端产能逐步投放，公司主营业务盈利能力进一步增强，我们预计公司2023-2025年将实现归母净利润13.21、13.26和14.94亿元，对应6月21日收盘价，PE分别为12、12和11倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格上涨，下游需求不及预期，产能不及预期。

表13：久立特材盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,537	7,340	7,821	8,353
增长率（%）	9.4	12.3	6.6	6.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1,288	1,321	1,326	1,494
增长率（%）	62.2	2.6	0.4	12.7
每股收益（元）	1.32	1.35	1.36	1.53
PE	12	12	12	11
PB	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.5 常宝股份：先进产能持续释放，Q1 业绩超预期

油气与火电锅炉管需求维持高景气。油气管道方面，公司抓住行业市场回暖机遇，重点做好国外市场开发和认证工作，积极拓展海外市场。2023年全球油气投资有望持续增长进一步提振油气管道需求。火电锅炉管方面，2022年9月国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023两年火电将新开工1.65亿千瓦，每年核准8000万千瓦，2024年保证投产8000万千瓦，预计三年总量在2亿千瓦，公司火电锅炉管需求有望得到提振。

公司先进产能持续释放。公司重回能源管材主线业务，引进由德国西马克设计制造的世界上第一条最新技术PQF连轧机组，并于2021年6月18日投产试运行。公司目前已具备100万吨中小口径特种专用管生产能力，在下游需求良好的背景下，支撑公司2022年产品销量较去年同期实现较大幅度的增长。

新建新能车用管产线，打造新盈利增长点。公司拟投资建设年产5万吨的新能源汽车用精密管产线，预计项目达产后新增年营业收入5.25亿元，年利润总额6307万元，项目税后IRR为11.65%，税后投资回收期为9.33年（含建设期）。项目建设有利于公司布局新能源汽车产业，提升公司特色产品市占率。

盈利预测与投资建议：受益于行业需求上升，新增产能不断释放，原材料价格下行，公司钢管产品销量与毛利率有望提升，我们预计2023-25年归母净利润预计依次为6.04/6.19/7.23亿元，对应6月21日收盘价的PE为11x、10x和9x，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产进程不及预期；冷轧不锈钢需求不及预期；原材料价格大幅波动。

表14：常宝股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,223	6,909	7,248	8,093
增长率（%）	47.2	11.0	4.9	11.7
归属母公司股东净利润（百万元）	471	604	619	723
增长率（%）	246.8	28.2	2.5	16.8
每股收益（元）	0.53	0.68	0.70	0.81
PE	14	11	10	9
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.6 甬金股份：加码冷轧产能+横向拓展新材料业务，未来成长可期

加码冷轧不锈钢产能，成长性再上台阶。公司多个不锈钢冷轧项目处于有序建设投产中，在建或拟建的新增产能全部建成后，公司将在全球实现冷轧不锈钢

板带年产能549.75万吨。预计2022-2025年公司冷轧不锈钢产量CAGR达到33.49%，规模效应将逐步显现，驱动公司业绩高增长。

实施多元化发展战略，布局钛合金和柱状电池专用外壳材料板块业务。公司2022年规划“年产6万吨钛合金新材料项目”和“年产22.5万吨柱状电池专用外壳材料项目”，新材料项目是公司利用产业链整合优势实施一体两翼，多元化发展战略的体现。两个新材料项目一期预计2024年一季度达到试生产阶段。

盈利预测与评级：公司是精密冷轧不锈钢带行业龙头，随着多个项目逐步投产，公司业绩有望加速释放。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为7.27/10.24/12.62亿元，对应6月21日收盘价，2023-2025年PE依次为12、9和7倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：项目投产进程不及预期；冷轧不锈钢需求不及预期；原材料价格大幅波动。

表15：甬金股份盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	39,555	48,108	68,132	96,604
增长率（%）	26.1	21.6	41.6	41.8
归属母公司股东净利润（百万元）	487	727	1,024	1,262
增长率（%）	-17.7	49.4	40.8	23.2
每股收益（元）	1.27	1.90	2.68	3.30
PE	18	12	9	7
PB	2.2	1.5	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至2023年6月21日

2.2.7 武进不锈：火电锅炉管需求释放，高端管材龙头盈利增长

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2022-2023年每年核准约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。

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于2023年5月份投产，达产后火电锅炉管产能可达3万吨。

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。

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6

月21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；原材料价格上涨风险；下游需求不及预期等。

表16：武进不锈盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2,830	3,685	4,479	4,520
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）	0.38	0.69	1.07	1.09
PE	20	11	7	7
PB	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.8 广大特材：多点开花亮点频现，Q1 业绩大幅增长

风电领域景气度持续，大型化趋势推动产业升级。国家能源局设立目标，2023 年风电装机规模达 430GW 左右，将新增装机容量 65.56GW。需求提升伴随大型化趋势，行业壁垒提高，行业集中度将进一步提升；随着公司技改项目达产，现有铸件总产能达到 20 万吨铸件毛坯以及 15 万吨精加工，后续业绩有望提升。

齿轮精加工项目放量可期。2022Q4，首批约 50 台套设备已逐步完成安装调试，进入试生产状态，已向南高齿小批量供应。达产后，公司将具备年产风电机组大型齿轮箱零部件及其他精密机械部件共计 8.4w 件的精加工能力。

混改项目成功落地，铸钢件产能持续增长。广大东汽合资公司铸钢件产能已从 1w 吨升至 3w 吨。2022 年生产铸钢件 18496 吨，同比+96.90%至 1.85w 吨；销售同比+106.98%至 1.64w 吨；并实现营收 10.03 亿元，同比+72.08%；净利润升至 0.20 亿元，扭亏为盈，同比+0.36 亿元。

高端特殊合金领域募投投产，进口替代市场广阔。公司持续推进特殊合金产能扩建项目，预计 2024 年末项目达产后，将为公司带来 3700 吨高温合金等特殊合金新增产能，随着国内需求增长以及军工认证后，产能释放有所保障。

盈利预测与投资建议：受益于行业需求与新业务放量，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 3.26/5.17/6.84 亿元，对应 6 月 21 日收盘价，PE 分别为 21、13 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。

表17：广大特材盈利预测与财务指标

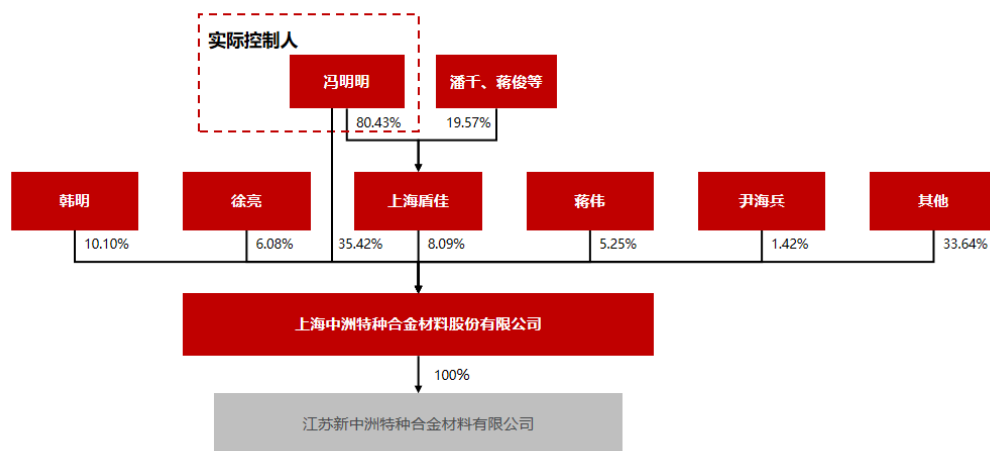
项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,367	4,784	5,568	6,342
增长率（%）	23.0	42.1	16.4	13.9
归属母公司股东净利润（百万元）	103	326	517	684
增长率（%）	-41.5	216.8	58.6	32.3
每股收益（元）	0.48	1.52	2.41	3.19
PE	66	21	13	10
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：数据截至 2023 年 6 月 21 日

2.2.9 中洲特材：专注高温合金主业，深耕民用领域

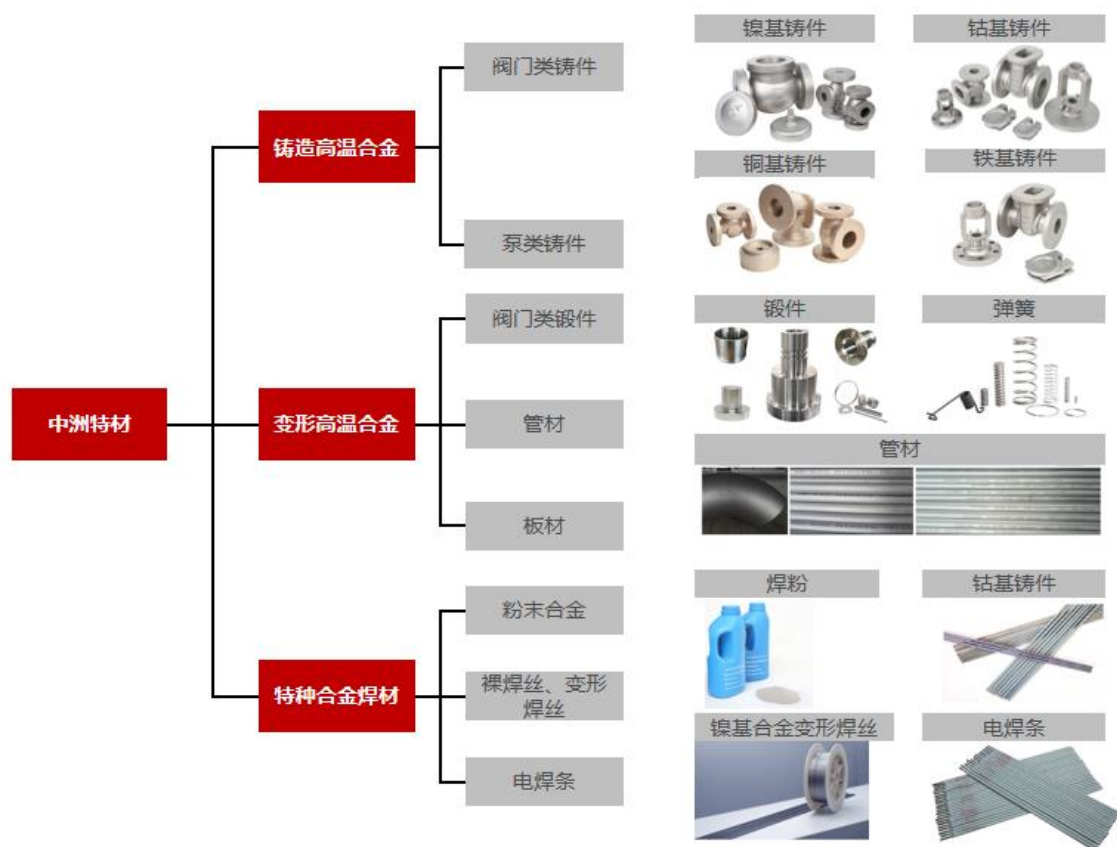
公司控股股东和实控人为冯明明，合计持有 41.93%股份。董事长冯明明先生直接持有公司 35.42%的股份，并通过上海盾佳投资管理有限公司间接持有公司 6.51%的股份，合计持有 41.93%的股份。**子公司情况：**江苏新中洲特种合金材料有限公司是公司唯一的子公司，系全资控股，主要从事铸造高温耐蚀合金制品、变形高温耐蚀合金制品的研发、生产和销售，是发行人主营业务的重要组成部分。

图53：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）

公司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包括阀门类铸件、泵类铸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、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。

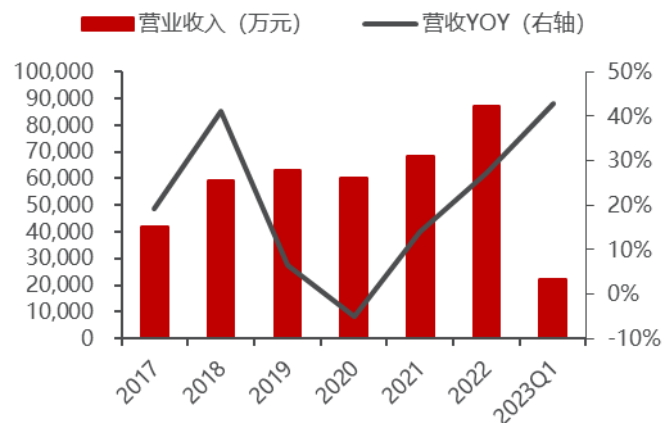
图54：主营三大类产品：铸造高温合金、变形高温合金、特种合金焊材



资料来源：公司官网，招股说明书，民生证券研究院

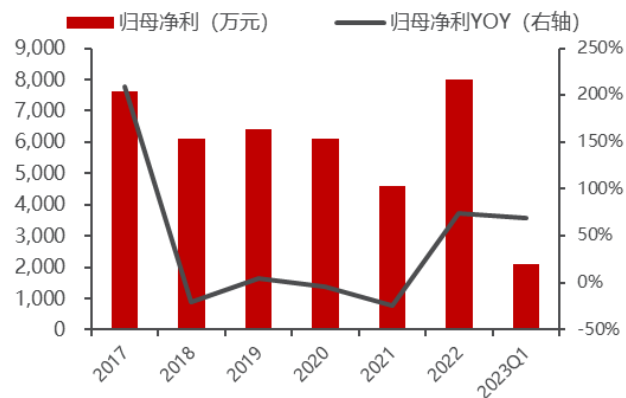
近3年营收规模逐年增长，22年及23Q1盈利水平回升。公司2022年实现营收8.72亿元，同比增长27.38%；实现归母净利润0.8亿元，同比增长73.52%。22年公司产品销量同比+3.95%，至5302.18吨，销量增长拉动公司营收规模增大。23Q1公司实现营收2.23亿元，同比增长42.90%；实现归母净利润0.21亿元，同比增长69.33%。公司盈利水平回升主要得益于产品毛利提高。

图55：2020~2022年营收规模逐年增大



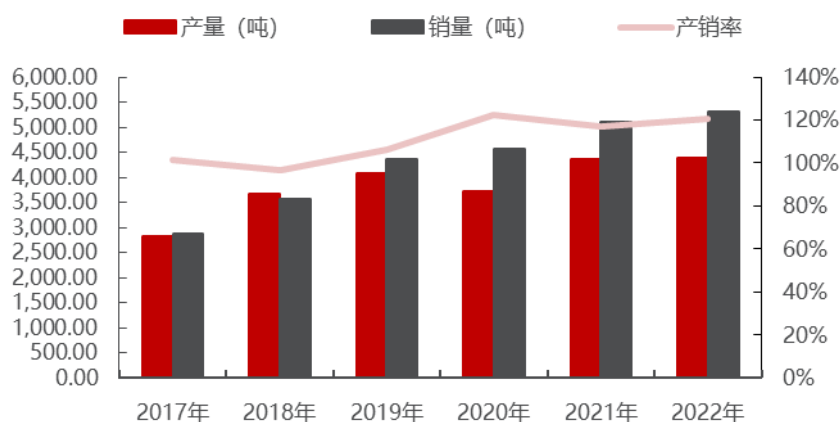
资料来源：wind，民生证券研究院

图56：2023Q1年归母净利润+69.33%



资料来源：wind，民生证券研究院

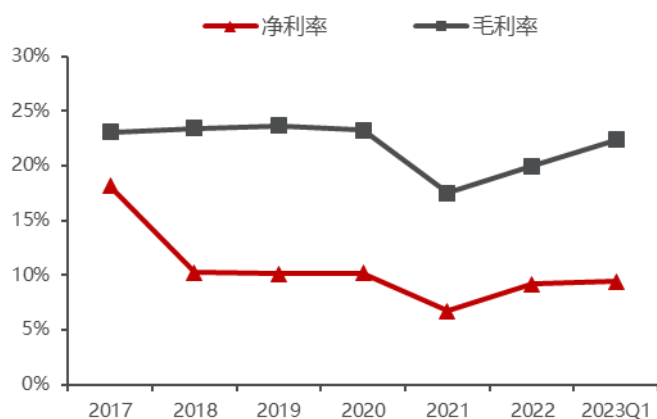
图57：2022 年产品销量增长 3.95%



资料来源：wind，中洲特材招股书，民生证券研究院

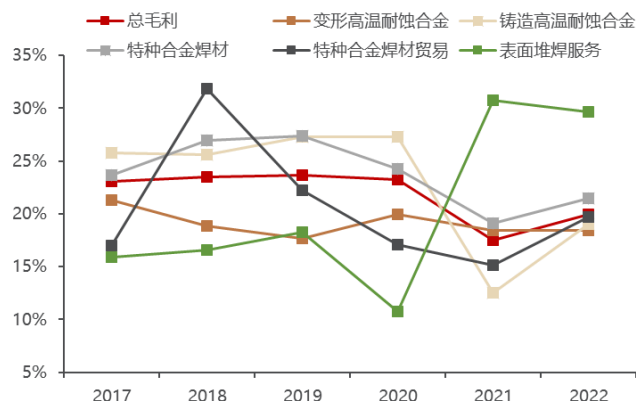
利润率回升，变形高温合金产品贡献主要毛利。22 年主要原料价格上涨，镍价同比+44.11%，钴价同比+13.15%，但公司通过价格联动机制将原料价格波动向下游传导，有效防范了原料价格上涨风险。2022 年公司毛利率同比+2.47%，至 19.98%。23Q1 毛利率环比+4.22%，至 22.4%。分产品看，22 年变形高温合金产品毛利率同比-0.04%，至 18.40%，铸造高温合金产品毛利率同比+6.44%，至 18.99%，特种合金焊材毛利率同比+2.39%，至 21.50%。2022 年，变形高温合金贡献 40%以上的毛利额。

图58：2022 年及 2023Q1 利润率提升



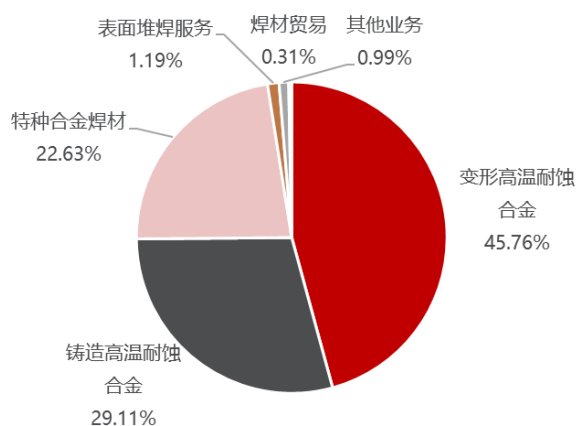
资料来源：wind，民生证券研究院

图59：分产品毛利率情况



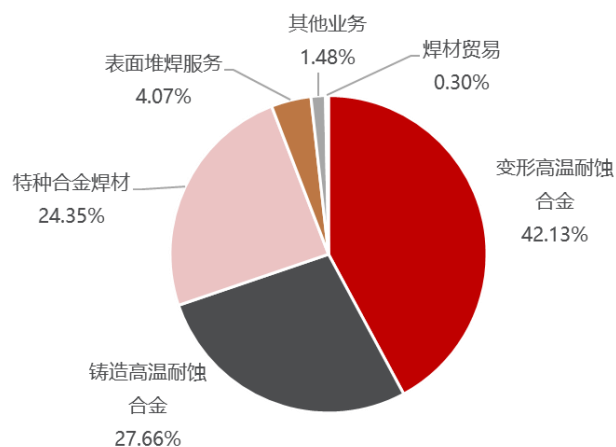
资料来源：wind，民生证券研究院

图60：2022 年营收构成



资料来源：wind，民生证券研究院

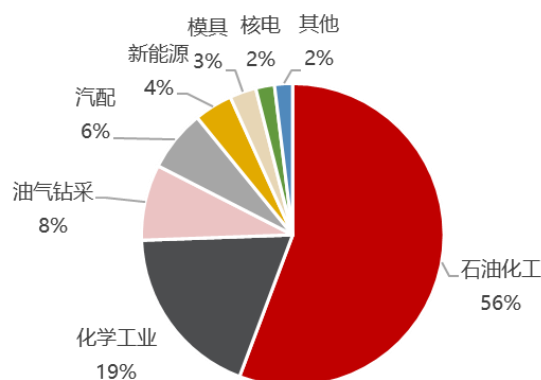
图61：2022 年毛利构成



资料来源：wind，民生证券研究院

油气行业是公司主要收入来源。根据招股说明书，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。2022 年，公司油气行业收入占比仍在 50% 以上。

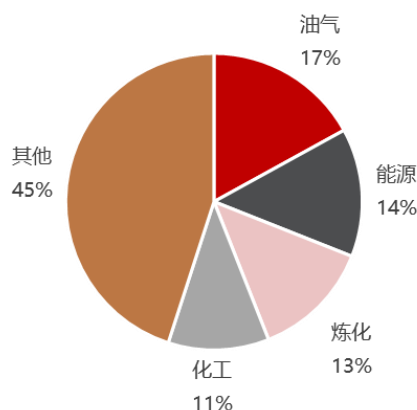
图62：石油化工行业是公司产品的主要应用领域



资料来源：中洲特材招股书，民生证券研究院

注：图中为 2019 年数据

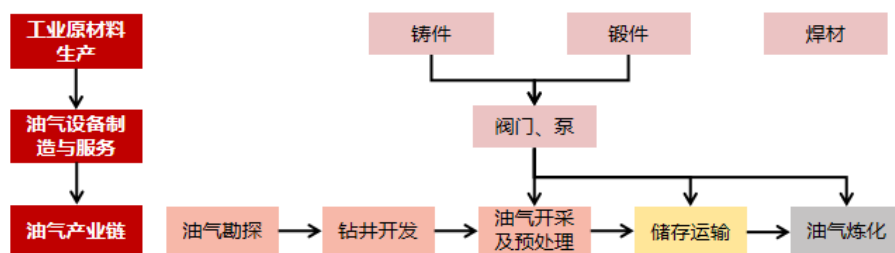
图63：2022 年中国工业阀门行业下游应用领域分布



资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

公司处于油服产业链上游，客户主要为阀门生产制造企业。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，相关项目有万华化学、恒力石化、浙石化、沙特阿美石油 JAZAN 等。

图64：公司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

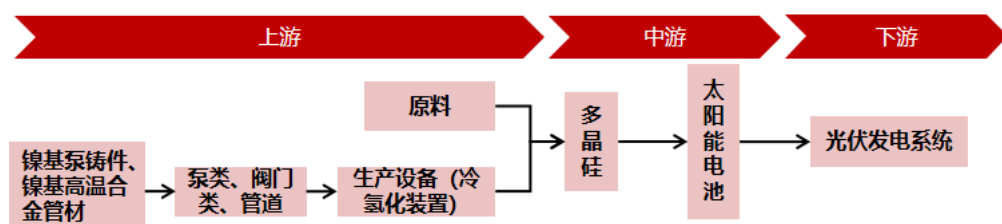
表18：公司在石化领域的产品及应用

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)
	挪威股份关于宁煤、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。
金铸/锻件、镍铬银合金、镍铬合金铸/锻件、双相钢铸/锻件等	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

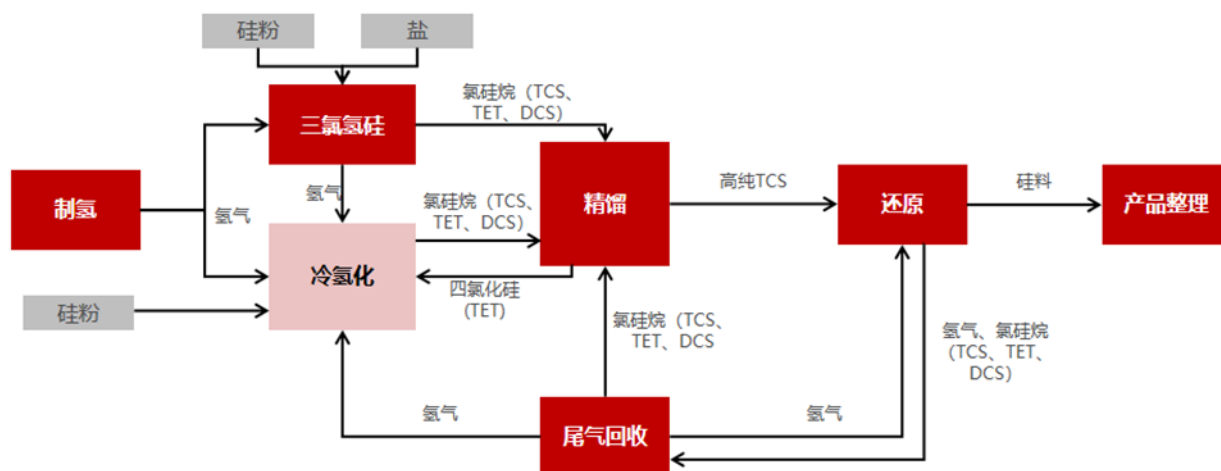
公司为多晶硅生产设备提供原材料，产业链下游对应光伏等领域。公司在多晶硅领域的代表性应用有新疆大全多晶硅冷氢化装置镍基泵、新疆特变电工多晶硅项目的镍基合金高温合金管材等，公司也是东方希望新疆一期、二期项目的材料供应商。目前，改良西门子法加冷氢化工艺是多晶硅行业通用的技术路线，占据全球光伏多晶硅生产的 97%以上，因而冷氢化装置是多晶硅生产的主要装置之一。冷氢化工序能将三氯氢硅合成过程中产生的四氯化硅（TET）转化为三氯氢硅，并有效利用三氯氢硅合成工序和尾气回收的氢气，公司产品主要用于加氢装置。

图65：多晶硅产业链



资料来源：公司公告，民生证券研究院

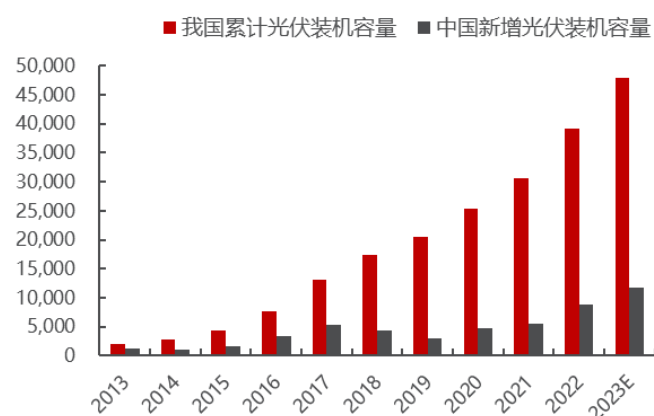
图66：多晶硅生产工艺（改良西门子法）



资料来源：大全能源招股说明书，民生证券研究院

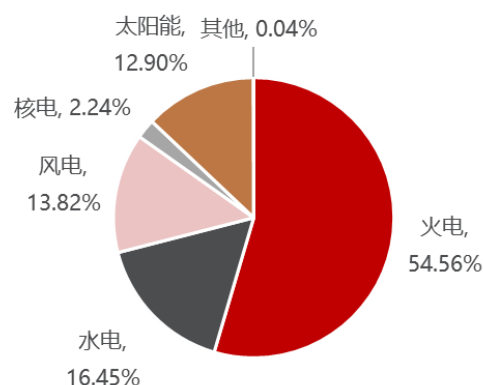
“双碳”驱动，光伏装机量有望长期维持高增长。“双碳”背景下，光伏等新能源结构性提升，按照国家碳达峰行动计划方案，2030年风电、太阳能发电总装机容量达12亿千瓦以上，对应1200GW，截至2022年底，风电装机容量约3.7亿千瓦，太阳能发电装机容量约3.9亿千瓦，还存在4.4亿千瓦的差距。据国家能源局统计，我国2022年底新增光伏发电并网装机容量约8,741万千瓦，累计装机3.93亿千瓦，同比增长28.43%。光伏装机的快速增长要求多晶硅产量提高，拉动上游高温合金需求量增长。

图67：历年我国光伏装机容量（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68：2021年底我国电力装机构成情况

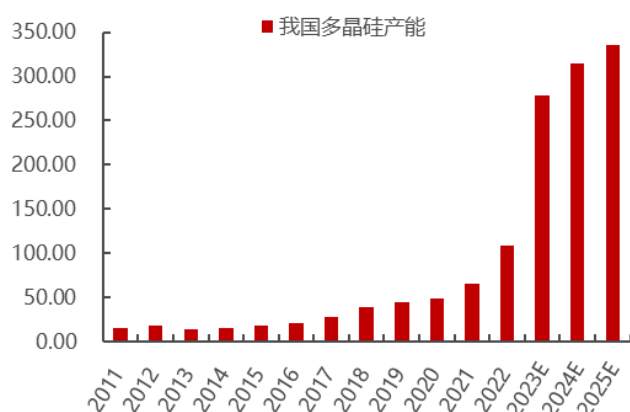


资料来源：国家能源局，民生证券研究院

多晶硅项目加速释放，助推高温合金材料消费放量。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

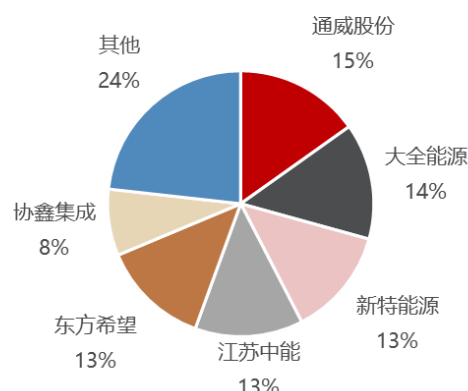
有色网，2022 年建成投产的多晶硅产能达 42.8 万吨，总产能达 108.5 万吨，同比增长 65.14%。目前，多晶硅行业的主要企业通威股份、协鑫科技、大全能源、新特能源、东方希望等企业仍在积极扩产。预计 2023 年全国多晶硅产能将达 278 万吨，多晶硅产能基数的扩大及新增项目投资将助推高温合金耗材消费放量。

图69：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70：2021 年中国多晶硅市场竞争格局（按产量）

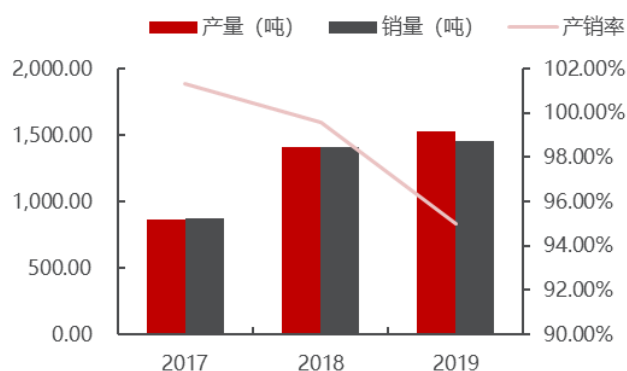


资料来源：中商情报网，民生证券研究院

产能紧张制约企业发展。公司铸造高温合金和变形高温合金的产销率均接近 100%，下游需求旺盛，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，公司委外生产、外协的产值约占现有产值的 10%。

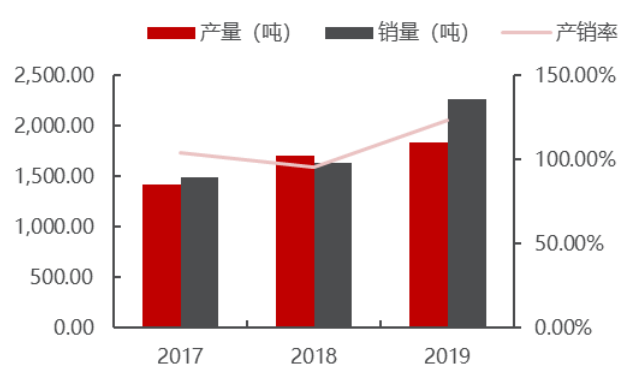
募投项目预计 2023 年完工。公司 2021 年 IPO 募投项目主要包括“特种装备核心零部件制品制造项目”和“研发检测中心二期建设项目”，分别投资 1.49 亿元和 0.45 亿元。“特种装备核心零部件制品制造项目”的建成将缓解产能压力，预计于 2023 年 10 月前达产。项目建成达产后，预计新增年营收 3.11 亿元。

图71：铸造高温合金产销量及产销率



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图72：变形高温合金产量、销量及产销率



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

募投项目预计新增产能 2550 吨。“特种装备核心零部件制品制造项目”投产后，公司将新增年产 1,050 吨铸造高温耐蚀特种合金制品和年产 1,500 吨变形高温耐蚀特种合金制品的产能。截至 2022 年 12 月 31 日，募投资金投资进度为 43.07%。通过本次募投项目，公司将购置如真空炉、1,600 吨快锻机、径锻机、真空脱气精炼炉等先进的生产设备，以替代原有生产效率低的老旧设备，优化产品生产工艺，生产出高性能、高品质的铸造高温耐蚀合金制品和变形高温耐蚀合金制品，以满足下游领域对高温合金不断提高的精度和质量要求，保持公司的核心竞争力和在行业内的领先地位。

表19：特种装备核心零部件制品制造项目

产品分类	扩产形式	应用领域	产能（吨）	项目总投资
铸造高温耐蚀合金	新增产能	核工业、海洋工程、石油开采、煤炭、炼油、化学工程、锅炉制造	750	1.49 亿元
	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	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司主要包括变形高温耐蚀合金、铸造高温耐蚀合金、特种合金焊材等业务。

公司产品主要采用加工费模式，产品售价与原材料（镍、钴等）密切相关。公司订单较好，随着 IPO 募投项目投产，预计公司销量将稳步提升。成本端，主要原材料为镍、钴等，我们预计 2023-2025 年镍价分别为 19.5/19/18.7 万元/吨，钴价分别为 28.8/28.3/27.8 万元/吨。人工成本小幅上升。其他成本随着产能释放，规模效应显现，将有所下滑。

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20：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21：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 1150 吨/1300 吨/1450 吨, 假设售价分别为 17.10/16.93/16.76 万元/吨, 预计 2023-2025 年分别实现营业收入 19665.8、22008.6 与 24302.6 万元, 毛利率分别为 21.86%、22.32%与 22.60%。

表22：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	19665.8	22008.6	24302.6
YOY	15.8%	-0.4%	11.9%	10.4%
成本	15498.1	15367.7	17096.8	18811.1
毛利	4245.7	4298.1	4911.8	5491.5
毛利率	21.50%	21.86%	22.32%	22.60%

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 2023-2025 年分别实现营业收入 100335.2、125253.1 与 155087.1 万元, 毛利率分别为 21.99%、22.34%与 22.62%。

表23：公司营业总收入及毛利预测

单位: 万元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	87239.2	100335.2	125253.1	155087.1
YOY	27.4%	15.0%	24.8%	23.8%
成本	69474.4	78272.9	97277.0	120000.6
毛利	17764.8	22062.3	27976.1	35086.4
毛利率	20.36%	21.99%	22.34%	22.62%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

估值分析：我们选取有高温合金民品业务的隆达股份、应流股份作为可比公司。据测算，可比公司 2023 年 PE 均值为 37 倍，高于公司的 27 倍，且公司募投产能逐步释放，未来成长性可期。

表24：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	27.97	0.45	0.56	0.74	62	50	38
603308.SH	*应流股份	17.34	0.59	0.70	0.89	29	25	19
可比公司平均 PE						46	37	29
300963.SZ	中洲特材	13.09	0.34	0.48	0.63	38	27	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 6 月 21 日；

投资建议：电公司深耕民用高温合金产品，下游主要应用领域油气行业资本开支增加，产品订单饱满。此外，公司产品逐步向新能源领域拓展，产品需求空间打开。随着 IPO 募投项目产能投产，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 1.12/1.47/1.91 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 27/21/16 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动，募投项目建设不及预期，客户集中度较高。

表25：中洲特材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	1,003	1,253	1,551
增长率 (%)	27.4	15.0	24.8	23.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	80	112	147	191
增长率 (%)	73.5	39.9	31.1	30.3
每股收益 (元)	0.34	0.48	0.63	0.82
PE (现价)	38	27	21	16
PB	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 6 月 21 日收盘价)

3 风险提示

1) 地产用钢需求不及预期。地产是钢材重要的消费领域，目前国内地产施工面积累计同比已有所下滑。若后续地产耗钢需求恢复不及预期，届时钢材消费将面临较大挑战。

2) 钢价大幅下跌。目前钢材生产受到国家政策影响，产量受限，一旦国家相关政策放松，钢材供应增速可能出现较大抬升，钢材基本面失衡，钢价下跌拖累钢厂盈利。

3) 原材料价格大幅波动。钢材原料铁矿石进口依存度较高，且受海外四大矿企产出影响较大，一旦出现矿山意外等事件，铁矿石价格可能出现非理性上涨，侵蚀钢企利润。

公司财务报表数据预测汇总（中洲特材）

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	872	1,003	1,253	1,551
营业成本	698	783	973	1,200
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	16	17	19	22
管理费用	24	27	32	37
研发费用	40	46	57	70
EBIT	84	123	162	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	122	161	209
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	89	123	162	211
所得税	9	11	15	19
净利润	80	112	147	191
归属于母公司净利润	80	112	147	191
EBITDA	103	147	200	262

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	127	142	166	218
应收账款及票据	457	477	532	633
预付款项	23	23	29	36
存货	309	322	352	411
其他流动资产	194	206	224	258
流动资产合计	1,110	1,169	1,303	1,555
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	1,528	1,759	2,051
短期借款	100	150	210	280
应付账款及票据	124	148	189	243
其他流动负债	199	202	210	221
流动负债合计	423	500	610	744
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	509	619	754
股本	156	234	234	234
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	926	1,019	1,140	1,297
负债和股东权益合计	1,359	1,528	1,759	2,051

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	15.01	24.83	23.82
EBIT 增长率	81.40	46.80	32.07	30.87
净利润增长率	73.52	39.91	31.14	30.29
盈利能力 (%)				
毛利率	19.98	21.99	22.34	22.62
净利润率	9.17	11.16	11.72	12.33
总资产收益率 ROA	5.89	7.33	8.35	9.32
净资产收益率 ROE	8.64	10.99	12.88	14.74
偿债能力				
流动比率	2.62	2.34	2.14	2.09
速动比率	1.83	1.65	1.51	1.49
现金比率	0.30	0.28	0.27	0.29
资产负债率 (%)	31.87	33.32	35.19	36.74
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	0.76	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	4.35	4.87	5.54
每股经营现金流	-0.21	0.51	0.55	0.47
每股股利	0.12	0.11	0.14	0.19
估值分析				
PE	38	27	21	16
PB	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	29.61	20.85	15.52	11.93
股息收益率 (%)	0.92	0.84	1.10	1.44

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	80	112	147	191
折旧和摊销	19	24	38	49
营运资金变动	-156	-25	-66	-145
经营活动现金流	-50	120	129	109
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	15	25	52

插图目录

图 1: 五大品种需求 (单位: 万吨) (截止至 6 月 16 日).....	3
图 2: 五大品种库存 (单位: 万吨) (截止至 6 月 16 日).....	3
图 3: 上海 HRB400E 螺纹钢汇总价格 (单位: 元/吨) (截止至 6 月 16 日).....	4
图 4: 上海 3mm 热轧卷板汇总价格 (单位: 元/吨) (截止至 6 月 16 日).....	4
图 5: 钢厂各项成本占比 (单位: 元/吨)	4
图 6: 中国钢厂盈利率 (单位: %)	4
图 7: 2023/1/1-2023/06/21, 钢铁板块下跌 2.05%.....	5
图 8: 2023/1/1-2023/6/21, 特钢板块回落较多.....	5
图 9: 房地产开发建设指标累计同比 (单位: %)	5
图 10: 百城土地成交面积累计同比 (单位: 万平方米)	5
图 11: 地方政府新增专项债 (单位: 亿元)	7
图 12: 基建投资累计同比增速 (%)	7
图 13: 制造业固定资产投资累计同比 (单位: %)	8
图 14: 工业企业存货库存同比 (单位: %)	8
图 15: 四大家电产量累计同比.....	8
图 16: 汽车产量累计同比.....	8
图 17: 中国船舶在手订单及累计同比.....	9
图 18: 螺纹表观需求 (单位: 万吨)	9
图 19: 热卷表观需求 (单位: 万吨)	9
图 20: 1-5 月各省份粗钢产量同比增减 (单位: 万吨)	10
图 21: 中国月度粗钢产量.....	11
图 22: 中国月度生铁产量.....	11
图 23: 废钢价格 (单位: 元/吨)	11
图 24: 61 家样本公司废钢消耗量 (单位: 元/吨)	11
图 25: 87 家独立电弧炉钢厂产能利用率 (单位: %)	12
图 26: 钢厂废钢库存偏低 (单位: 万吨)	12
图 27: 普氏指数 (单位: 美元/吨)	13
图 28: 247 家钢厂进口矿日均消耗量 (单位: 万吨)	13
图 29: 全球铁矿石发货量季节性 (单位: 万吨)	13
图 30: 45 港口进口铁矿石总库存 (单位: 万吨)	13
图 31: 日照港准一价格 (单位: 元/吨)	14
图 32: 焦炭日均消费量 (单位: 万吨)	14
图 33: 焦炭日均产量全样本 (单位: 万吨)	15
图 34: 焦炭库存全样本 (单位: 万吨)	15
图 35: 蒙古煤月度进口量 (单位: 吨)	16
图 36: 焦煤进口利润 (单位: 元/吨)	16
图 37: 低硫主焦煤价格 (单位: 元/吨)	16
图 38: 焦煤总库存 (单位: 万吨)	16
图 39: 2020 年我国焦煤进口占比.....	16
图 40: 2023 年 1-5 月我国焦煤进口占比.....	16
图 41: 螺纹钢高炉毛利 (单位: 元/吨)	17
图 42: 螺纹钢电炉毛利 (单位: 元/吨)	17
图 43: 冷轧卷板毛利 (单位: 元/吨)	17
图 44: 热轧卷板高炉毛利 (单位: 元/吨)	17
图 45: 房地产和制造业用钢需求占比预测.....	19
图 46: 卷螺差 (单位: 元/吨)	19
图 47: VAMA 公司 Usibor®1500 基价 (单位: 元/吨)	21
图 48: 布伦特原油价格走势 (单位: 美元/桶)	23
图 49: 全球石油行业上游资本开支 (单位: 亿美元, %)	23
图 50: 国内风电装机量预测以及增速.....	24
图 51: 行星轮系齿轮箱内部构成.....	25
图 52: 预计 2025 年中国市场规模可达 254 亿元.....	25
图 53: 冯明明持有 41.93% 股份, 为公司实控人.....	32
图 54: 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.....	33

图 55: 2020~2022 年营收规模逐年增大	33
图 56: 2023Q1 年归母净利润+69.33%	33
图 57: 2022 年产品销量增长 3.95%	34
图 58: 2022 年及 2023Q1 利润率提升	34
图 59: 分产品毛利率情况	34
图 60: 2022 年营收构成	35
图 61: 2022 年毛利构成	35
图 62: 石油化工行业是公司产品的主要应用领域	35
图 63: 2022 年中国工业阀门行业下游应用领域分布	35
图 64: 公司处于油服产业链上游	36
图 65: 多晶硅产业链	36
图 66: 多晶硅生产工艺 (改良西门子法)	37
图 67: 历年我国光伏装机容量 (单位: 万千瓦)	37
图 68: 2021 年底我国电力装机构成情况	37
图 69: 多晶硅产能情况 (单位: 万吨)	38
图 70: 2021 年中国多晶硅市场竞争格局 (按产量)	38
图 71: 铸造高温合金产销量及产销率	38
图 72: 变形高温合金产量、销量及产销率	38

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 2023 年初-6 月 16 日原材料价格上涨较多	4
表 2: 房地产政策逐步放松	6
表 3: 地产用钢量测算	7
表 4: 2023 年 1-5 月粗钢铁水产量 (单位: 万吨, %)	10
表 5: 2025 年可用于电炉炼钢的废钢量有望达到 2.89 亿吨 (单位: 亿吨)	12
表 6: 四大矿山铁矿供给预测 (单位: 亿吨)	14
表 7: 钢材供需长期展望	18
表 8: 高端不锈钢锅炉管未来需求预测	22
表 9: 风电铸件需求测算	24
表 10: 宝钢股份盈利预测与财务指标	26
表 11: 华菱钢铁盈利预测与财务指标	27
表 12: 中信特钢盈利预测与财务指标	28
表 13: 久立特材盈利预测与财务指标	28
表 14: 常宝股份盈利预测与财务指标	29
表 15: 甬金股份盈利预测与财务指标	30
表 16: 武进不锈盈利预测与财务指标	31
表 17: 广大特材盈利预测与财务指标	32
表 18: 公司在石化领域的产品及应用	36
表 19: 特种装备核心零部件制品制造项目	39
表 20: 变形高温耐蚀合金业务收入拆分及预测	39
表 21: 铸造高温耐蚀合金业务收入拆分及预测	40
表 22: 特种合金焊材业务收入拆分及预测	40
表 23: 公司营业总收入及毛利预测	40
表 24: 可比公司 PE 数据对比	41
表 25: 中洲特材盈利预测与财务指标	41
公司财务报表数据预测汇总 (中洲特材)	43

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