

抚顺特钢 (600399.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

高温合金销量高增，项目有序推进

事件

公司4月19日晚发布2022年报及2023年一季报，22年公司实现营收78.15亿元，同增5.4%；实现归母净利润1.97亿元，同减74.92%；实现扣非归母净利润3.31亿元，同减51.67%。23年一季度公司实现营收20.08亿元，同增10.24%；实现归母净利润0.60亿元，同减29.49%。

评论

Q1 原料成本上涨导致业绩承压。23Q1 公司产品主要原材料电镍均价20.86万元/吨，同增9%，环减0.7%，公司采取以销定产模式，但仍无法完全将原料涨价增加的成本传导至下游。Q1 公司合金结构钢销量6.56万吨，同增14.31%，售价环减3.08%；高温合金销量0.22万吨，同增22.20%，售价同减3.09%。23 年公司计划实现钢产量65-70万吨、钢材产量50-55万吨，其中“三高”核心产品8-9万吨。

高温合金建设项目持续推进。公司均质高强度大规格高温合金、超高强度钢产业化建设项目：1台30吨真空自耗炉交付生产，1台30吨感应炉正在调试中，预计23年5月进行试生产。高温合金、高强钢产业化技术改造项目（1期）：新建1台12吨真空感应炉、1台1吨真空感应炉、一台200公斤真空感应炉、5台12吨真空自耗炉及其附属设施，整体设备正在调试中，预计23年7月完成。提升军品产能技术改造项目设备预计23年12月安装完成。

高温合金需求旺盛，公司规模技术优势明显。公司生产的高温合金在航空航天市占率80%以上，超高强度钢占有率95%。高温合金未来主要需求来源于“十四五”期间军品放量 and 国产飞机放量，行业技术壁垒高、产能集中度高特点使公司产品附加值更高、业绩弹性更大。22年上半年东航定增披露38架飞机中包括4架C919国产飞机，首架交付商用试飞完成，经测算22-27年军用飞机高温合金总需求合计14.58万吨，平均每年新增需求约3万吨，CAGR达3.1%。

盈利预测&投资建议

根据公司业务规划与23Q1业绩，分别下调公司23-24年归母净利润30%、29%，预计公司23-25年归母净利润分别为7.43亿元、9.82亿元、12.03亿元，对应EPS分别为0.38元、0.50元、0.61元，对应PE分别为30倍、23倍、18倍，维持“买入”评级。

风险提示

高端产品产量释放不达预期；原材料价格大幅波动；需求增速不达预期。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

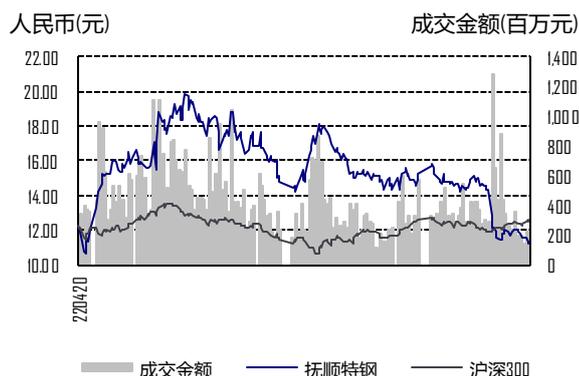
songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.21元

相关报告：

1.《短期业绩承压，Q3有望迎来业绩拐点-抚顺特钢业绩点评》，2022.7.8

2.《Q1高温合金产量同环比较快速增长-抚顺特钢业绩点评》，2022.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,414	7,815	9,770	11,010	12,250
营业收入增长率	18.21%	5.40%	25.02%	12.69%	11.26%
归母净利润(百万元)	783	197	743	982	1,203
归母净利润增长率	42.02%	-74.92%	278.28%	32.11%	22.50%
摊薄每股收益(元)	0.397	0.100	0.377	0.498	0.610
每股经营性现金流净额	0.17	0.02	0.60	0.64	0.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.37%	3.25%	11.44%	13.85%	15.40%
P/E	62.36	143.61	29.74	22.51	18.38
P/B	8.34	4.66	3.40	3.12	2.83

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	6,272	7,414	7,815	9,770	11,010	12,250	货币资金	861	1,153	1,783	1,917	2,140	2,357	
增长率	18.2%	18.2%	5.4%	25.0%	12.7%	11.3%	应收款项	1,255	1,243	1,432	1,334	1,504	1,673	
主营业务成本	-4,893	-5,924	-6,667	-8,013	-8,908	-9,780	存货	1,586	2,187	2,549	2,689	2,990	3,282	
%销售收入	78.0%	79.9%	85.3%	82.0%	80.9%	79.8%	其他流动资产	1,291	1,096	723	735	744	753	
毛利	1,379	1,490	1,148	1,757	2,102	2,471	流动资产	4,993	5,679	6,487	6,676	7,377	8,065	
%销售收入	22.0%	20.1%	14.7%	18.0%	19.1%	20.2%	%总资产	54.1%	55.6%	55.0%	53.7%	54.5%	55.1%	
营业税金及附加	-76	-69	-60	-75	-85	-94	长期投资	24	27	31	31	31	31	
%销售收入	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	3,420	3,753	4,521	4,981	5,412	5,814	
销售费用	-54	-63	-52	-65	-73	-81	%总资产	37.1%	36.7%	38.4%	40.1%	40.0%	39.7%	
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	786	759	733	723	713	703	
管理费用	-171	-192	-210	-244	-275	-306	非流动资产	4,230	4,544	5,301	5,750	6,170	6,562	
%销售收入	2.7%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	%总资产	45.9%	44.4%	45.0%	46.3%	45.5%	44.9%	
研发费用	-407	-309	-383	-440	-495	-551	资产总计	9,224	10,224	11,788	12,426	13,547	14,626	
%销售收入	6.5%	4.2%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%	短期借款	13	0	33	203	414	456	
息税前利润 (EBIT)	671	858	443	933	1,174	1,437	应付款项	1,092	1,260	2,203	2,296	2,552	2,803	
%销售收入	10.7%	11.6%	5.7%	9.6%	10.7%	11.7%	其他流动负债	273	381	493	516	570	623	
财务费用	-81	-88	-27	-94	-102	-106	流动负债	1,378	1,641	2,729	3,014	3,536	3,881	
%销售收入	1.3%	1.2%	0.4%	1.0%	0.9%	0.9%	长期贷款	2,409	2,409	2,542	2,542	2,542	2,542	
资产减值损失	-81	-37	-84	-55	-6	-6	其他长期负债	406	314	462	369	380	392	
公允价值变动收益	9	14	5	0	0	0	负债	4,193	4,365	5,733	5,925	6,458	6,815	
投资收益	32	34	22	40	40	40	普通股股东权益	5,030	5,859	6,054	6,500	7,090	7,811	
%税前利润	5.8%	4.4%	8.3%	4.6%	3.5%	2.8%	其中：股本	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	
营业利润	588	862	412	875	1,155	1,415	未分配利润	717	1,459	1,638	2,084	2,673	3,395	
营业利润率	9.4%	11.6%	5.3%	9.0%	10.5%	11.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-37	-78	-144	0	0	0	负债股东权益合计	9,224	10,224	11,788	12,426	13,547	14,626	
税前利润	551	784	268	875	1,155	1,415	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	8.8%	10.6%	3.4%	9.0%	10.5%	11.6%	每股指标							
所得税	1	-1	-72	-131	-173	-212	每股收益	0.280	0.397	0.100	0.377	0.498	0.610	
所得税率	-0.2%	0.1%	26.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.551	2.971	3.070	3.296	3.595	3.961	
净利润	552	783	197	743	982	1,203	每股经营现金净流	0.314	0.172	0.022	0.604	0.641	0.772	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.151	0.199	0.244	
归属于母公司的净利润	552	783	197	743	982	1,203	回报率							
净利率	8.8%	10.6%	2.5%	7.6%	8.9%	9.8%	净资产收益率	10.97%	13.37%	3.25%	11.44%	13.85%	15.40%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.98%	7.66%	1.67%	5.98%	7.25%	8.23%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	9.02%	10.35%	3.73%	8.51%	9.86%	11.22%	
净利润	552	783	197	743	982	1,203	增长率							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	9.26%	18.21%	5.40%	25.02%	12.69%	11.26%	
非现金支出	275	255	321	308	289	318	EBIT 增长率	100.17%	27.73%	-48.32%	110.54%	25.80%	22.45%	
非经营收益	62	49	148	141	154	163	净利润增长率	82.64%	42.02%	-74.92%	278.28%	32.11%	22.50%	
营运资金变动	-269	-747	-622	-1	-162	-161	总资产增长率	7.85%	10.84%	15.30%	5.41%	9.03%	7.96%	
经营活动现金净流	620	340	44	1,192	1,263	1,523	资产管理能力							
资本开支	-85	-254	-339	-703	-703	-703	应收账款周转天数	30.8	19.6	16.8	16.0	16.0	16.0	
投资	112	156	374	0	0	0	存货周转天数	118.9	116.2	129.6	125.0	125.0	125.0	
其他	48	44	34	40	40	40	应付账款周转天数	49.6	45.6	49.8	52.0	52.0	52.0	
投资活动现金净流	74	-54	69	-663	-663	-663	固定资产周转天数	197.2	160.9	179.4	153.2	143.6	135.1	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	-13	-65	130	87	211	42	净负债/股东权益	9.38%	5.44%	3.91%	4.19%	3.67%	1.10%	
其他	-76	-76	-77	-479	-587	-684	EBIT 利息保障倍数	8.3	9.8	16.1	9.9	11.5	13.5	
筹资活动现金净流	-89	-140	53	-393	-376	-642	资产负债率	45.46%	42.69%	48.64%	47.69%	47.67%	46.59%	
现金净流量	605	138	165	136	224	218								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-19	买入	24.40	N/A
2	2022-01-14	买入	17.85	N/A
3	2022-03-30	买入	14.48	N/A
4	2022-04-29	买入	11.31	N/A
5	2022-07-08	买入	19.27	N/A

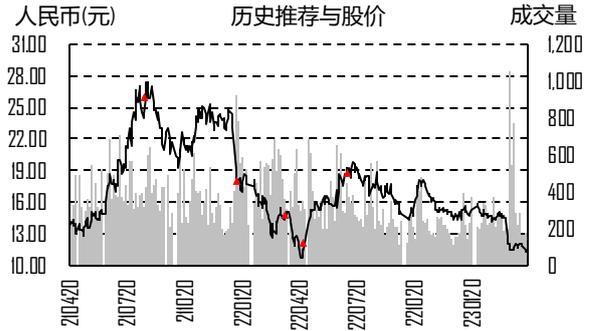
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402