

# 抚顺特钢 (600399.SH) 买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 业绩环比改善，技改项目有序推进

### 事件

公司发布 23 年半年报，1H23 实现营收 42.2 亿元，同增 10.62%；实现归母净利润 1.57 亿元，同减 14.27%；实现扣非归母净利润 1.25 亿元，同减 17.05%。2Q23 公司实现营收 22.12 亿元，环增 10.1%；实现归母净利润 0.97 亿元，环增 61.67%。

### 评论

**成本端压力有所缓解，产品结构调整助力稳步经营。**2Q23 原材料端成本有所缓解，Q2 电解镍均价 18.3 万元/吨，环降 12.4%；公司毛利率 12.57%，环增 1.55pcts；净利率 4.38%，环增 1.38pcts。公司持续推进产品结构调整以及降本增效，围绕特冶不锈钢、高档工模具钢以及以风电为主的电渣轴承钢进行开发，稳定提升接单量，表现出较强的韧性，1H23 实现钢产量 33.91 万吨，同增 5.51%，钢材产量 25.65 万吨，同增 8.55%。

**高温合金建设项目进展顺利。**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 吨感应炉也已经投入生产。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，当前除 12 吨真空感应炉及部分附属设备正在调试中，其他建设项目均已投入生产。提升军品产能技术改造项目设备预计 23 年 12 月安装完成。当前公司项目建设进展顺利，将进一步增强公司产品供应能力，提升公司核心竞争力。

**高温合金需求旺盛，公司作为龙头将率先受益。**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”期间军品放量和国产飞机放量，行业技术壁垒高、产能集中度高等特点使公司产品附加值更高、业绩弹性更大。当前军工行业进入装备更新换代关键时期，需求的稳步增长将带动高温合金的市场规模进一步扩大，公司作为行业龙头，将充分受益行业增长带来的业绩弹性。

### 盈利预测&投资建议

根据公司业务规划与 1H23 业绩，分别下调公司 23-25 年归母净利润 28%、33%、38%，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 5.33 亿元、6.54 亿元、7.47 亿元，对应 EPS 分别为 0.27 元、0.33 元、0.38 元，对应 PE 分别为 35 倍、29 倍、25 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

设备投产不达预期；原材料价格大幅波动；需求不达预期。

### 金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

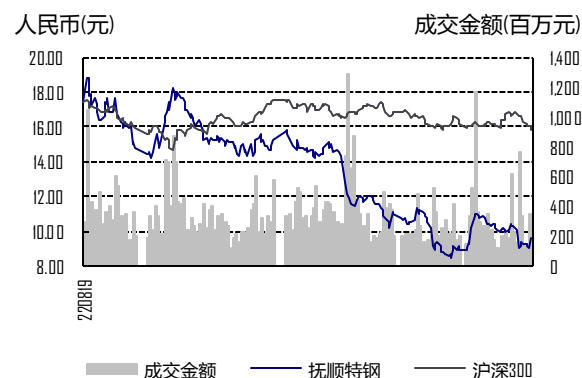
分析师：宋洋（执业 S1130523070004）

songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：9.54 元

### 相关报告：

1.《抚顺特钢公司点评：高温合金销量高增，项目有序推进》，2023.4.20



### 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	9,110	10,060	11,180
营业收入增长率	18.21%	5.40%	16.57%	10.43%	11.13%
归母净利润(百万元)	783	197	533	654	747
归母净利润增长率	42.02%	-74.92%	171.36%	22.67%	14.23%
摊薄每股收益(元)	0.397	0.100	0.270	0.332	0.379
每股经营性现金流净额	0.17	0.02	0.53	0.49	0.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.37%	3.25%	8.37%	9.67%	10.36%
P/E	62.36	143.61	35.28	28.76	25.18
P/B	8.34	4.66	2.95	2.78	2.61

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)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,272</b>	<b>7,414</b>	<b>7,815</b>	<b>9,110</b>	<b>10,060</b>	<b>11,180</b>
增长率	18.2%	18.2%	5.4%	16.6%	10.4%	11.1%
主营业务成本	-4,893	-5,924	-6,667	-7,708	-8,480	-9,388
%销售收入	78.0%	79.9%	85.3%	84.6%	84.3%	84.0%
毛利	1,379	1,490	1,148	1,402	1,580	1,792
%销售收入	22.0%	20.1%	14.7%	15.4%	15.7%	16.0%
营业税金及附加	-76	-69	-60	-70	-78	-86
%销售收入	1.2%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-54	-63	-52	-60	-67	-74
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-171	-192	-210	-228	-252	-280
%销售收入	2.7%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	-407	-309	-383	-410	-453	-503
%销售收入	6.5%	4.2%	4.9%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	671	858	443	634	732	849
%销售收入	10.7%	11.6%	5.7%	7.0%	7.3%	7.6%
财务费用	-81	-88	-27	-44	-47	-54
%销售收入	1.3%	1.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-81	-37	-84	-53	-5	-6
公允价值变动收益	9	14	5	0	0	0
投资收益	32	34	22	40	40	40
%税前利润	5.8%	4.4%	8.3%	6.4%	5.2%	4.6%
营业利润	588	862	412	627	770	879
营业利润率	9.4%	11.6%	5.3%	6.9%	7.6%	7.9%
营业外收支	-37	-78	-144	0	0	0
税前利润	551	784	268	627	770	879
利润率	8.8%	10.6%	3.4%	6.9%	7.6%	7.9%
所得税	1	-1	-72	-94	-115	-132
所得税率	-0.2%	0.1%	26.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	552	783	197	533	654	747
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>552</b>	<b>783</b>	<b>197</b>	<b>533</b>	<b>654</b>	<b>747</b>
净利率	8.8%	10.6%	2.5%	5.9%	6.5%	6.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	552	783	197	533	654	747
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	275	255	321	306	288	318
非经营收益	62	49	148	140	157	178
营运资金变动	-269	-747	-622	72	-131	-155
<b>经营活动现金净流</b>	<b>620</b>	<b>340</b>	<b>44</b>	<b>1,051</b>	<b>968</b>	<b>1,088</b>
资本开支	-85	-254	-339	-703	-703	-703
投资	112	156	374	0	0	0
其他	48	44	34	40	40	40
<b>投资活动现金净流</b>	<b>74</b>	<b>-54</b>	<b>69</b>	<b>-663</b>	<b>-663</b>	<b>-663</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-13	-65	130	54	341	311
其他	-76	-76	-77	-394	-458	-517
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-89</b>	<b>-140</b>	<b>53</b>	<b>-340</b>	<b>-118</b>	<b>-206</b>
<b>现金净流量</b>	<b>605</b>	<b>138</b>	<b>165</b>	<b>48</b>	<b>187</b>	<b>219</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	861	1,153	1,783	1,830	2,016	2,233
应收款项	1,255	1,243	1,432	1,244	1,374	1,527
存货	1,586	2,187	2,549	2,587	2,846	3,151
其他流动资产	1,291	1,096	723	732	740	749
流动资产	4,993	5,679	6,487	6,393	6,975	7,660
%总资产	54.1%	55.6%	55.0%	52.6%	53.1%	53.9%
长期投资	24	27	31	31	31	31
固定资产	3,420	3,753	4,521	4,981	5,412	5,814
%总资产	37.1%	36.7%	38.4%	41.0%	41.2%	40.9%
无形资产	786	759	733	723	713	703
非流动资产	4,230	4,544	5,301	5,750	6,170	6,562
%总资产	45.9%	44.4%	45.0%	47.4%	46.9%	46.1%
<b>资产总计</b>	<b>9,224</b>	<b>10,224</b>	<b>11,788</b>	<b>12,143</b>	<b>13,145</b>	<b>14,221</b>
短期借款	13	0	33	170	511	822
应付款项	1,092	1,260	2,203	2,208	2,429	2,689
其他流动负债	273	381	493	486	526	572
流动负债	1,378	1,641	2,729	2,864	3,466	4,083
长期贷款	2,409	2,409	2,542	2,542	2,542	2,542
其他长期负债	406	314	462	363	371	381
负债	4,193	4,365	5,733	5,768	6,379	7,006
<b>普通股股东权益</b>	<b>5,030</b>	<b>5,859</b>	<b>6,054</b>	<b>6,374</b>	<b>6,767</b>	<b>7,215</b>
其中：股本	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972
未分配利润	717	1,459	1,638	1,958	2,350	2,798
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,224</b>	<b>10,224</b>	<b>11,788</b>	<b>12,143</b>	<b>13,145</b>	<b>14,221</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.280	0.397	0.100	0.270	0.332	0.379
每股净资产	2.551	2.971	3.070	3.232	3.431	3.659
每股经营现金净流	0.314	0.172	0.022	0.533	0.491	0.552
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.108	0.133	0.152
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.97%	13.37%	3.25%	8.37%	9.67%	10.36%
总资产收益率	5.98%	7.66%	1.67%	4.39%	4.98%	5.25%
投入资本收益率	9.02%	10.35%	3.73%	5.88%	6.28%	6.77%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.26%	18.21%	5.40%	16.57%	10.43%	11.13%
EBIT 增长率	100.17%	27.73%	-48.32%	42.99%	15.45%	16.07%
净利润增长率	82.64%	42.02%	-74.92%	171.36%	22.67%	14.23%
总资产增长率	7.85%	10.84%	15.30%	3.01%	8.26%	8.18%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	30.8	19.6	16.8	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	118.9	116.2	129.6	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	49.6	45.6	49.8	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	197.2	160.9	179.4	164.3	157.2	148.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	9.38%	5.44%	3.91%	5.14%	7.13%	7.97%
EBIT 利息保障倍数	8.3	9.8	16.1	14.5	15.6	15.7
资产负债率	45.46%	42.69%	48.64%	47.51%	48.52%	49.27%

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
6	2023-04-20	买入	11.21	N/A

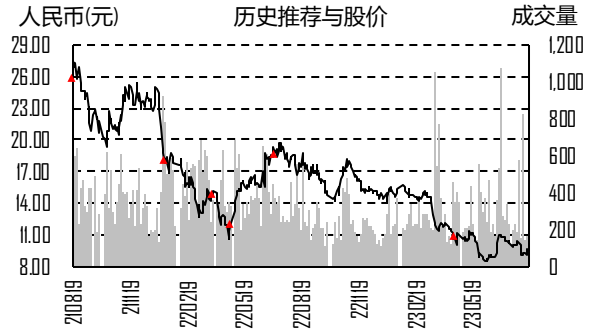
来源：国金证券研究所

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。

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：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806