

ST 抚钢 (600399.SH) 买入 (维持评级)

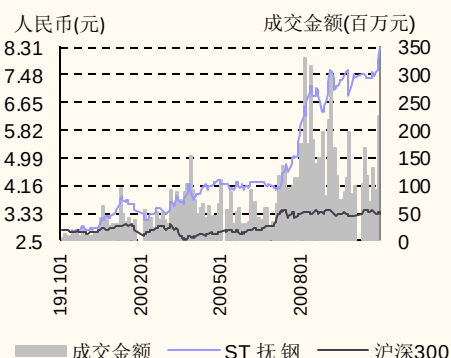
公司点评

市场价格 (人民币): 8.33 元

目标价格 (人民币): 5.30 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	19.72
已上市流通 A 股(亿股)	19.72
总市值(亿元)	164.28
年内股价最高最低(元)	8.34/2.75
沪深 300 指数	4695
上证指数	3225

**相关报告**

- 1.《Q2 业绩同环比继续高增，验证经营改善逻辑-st 抚钢业绩点评》，2020.8.19
- 2.《高端产品放量助力业绩逆势超预期增长-st 抚钢业绩点评》，2020.4.29
- 3.《业绩超预期，高温、高强扩产打开成长空间-st 抚钢业绩点评》，2020.3.31
- 4.《被低估的高温合金老牌龙头-st 抚钢公司深度》，2020.3.15

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

盈利大超预期，中期扩产提升市值空间**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,848	5,741	6,550	7,550	8,750
营业收入增长率	17.32%	-1.82%	14.09%	15.27%	15.89%
归母净利润(百万元)	2,607	302	543	684	864
归母净利润增长率	-294.93%	-88.42%	79.67%	25.96%	26.43%
摊薄每股收益(元)	1.322	0.153	0.275	0.347	0.438
每股经营性现金流净额	-0.06	0.55	0.38	0.34	0.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	62.53%	6.75%	11.31%	13.12%	15.09%
P/E	1.89	21.55	30.27	24.03	19.01
P/B	1.18	1.45	3.42	3.15	2.87

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公告前三季度实现营收 47.14 亿元，同比增长 7.69%；实现归母净利润 4.04 亿元，同比增长 132.57%。

经营分析

- **Q3 业绩大超预期。**公司前三季度扣非净利润分别为 0.56 亿元、0.95 亿元、2.08 亿元，Q3 单季度业绩超过前两季度业绩总和，大幅超预期。判断主要原因为高端产品的价利齐升：一方面，Q3 单季度营收同比增长 24.07%，根据经营数据，虽然销量未有大幅提升，但高端产品售价普遍有所提升，高温合金、不锈钢前三季度售价同比分别上涨 4.6%、18.7%，显示下游需求旺盛。另一方面，高端产品持续向好的同时，带动了毛利率大幅提升，Q3 毛利率 19.61%，较中报提升 2.62 个百分点；此外，重组后成本管控持续推进，Q3 净利率 8.58%，较中报提升 2.68 个百分点，为重组后最好水平，且判断仍有提升空间。
- **中期目标市值上调至 300 亿元。**
 - ✓ **高端产品扩产、放量在即。**今年初公司公布高温合金、超高强钢扩产计划，按扩产设备估算，高端产品高温、高强钢产能将从现有的 2 万吨扩产至 4 万吨左右；按均价 20 万元/吨，中长期公司营收将从现在的 60 多亿跨入百亿营收规模。
 - ✓ **净利率水平进一步提升。**沙钢重组后公司净利率水平已基本恢复至同行业不锈钢、特钢类企业水平。高端产品放量，盈利能力有进一步接近或达到高温合金类企业水平的可能性，如钢研、图南净利率分别为 15%、18%。若未来净利率达到 10% 左右，中长期利润空间有望上调至 10 亿元以上。考虑扩产带来的成长属性以及高温合金公司平均 50-70 倍估值，保守给予 30 倍 PE，中长期目标市值空间有望达到 300 亿元以上。

投资建议&盈利预测

- 按 Q3 净利率水平以及扩产预期，上调盈利预测，20-22 年净利润分别上调 55%、50%、37%。预计公司 20-22 年实现 EPS 分别为 0.28 元、0.35 元、0.44 元，对应 PE 分别为 30 倍、24 倍、19 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 民事索赔风险；大股东质押比例高；高端产品产量释放不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,984	5,848	5,741	6,550	7,550	8,750
增长率		17.3%	-1.8%	14.1%	15.3%	15.9%
主营业务成本	-4,288	-4,998	-4,790	-5,172	-5,909	-6,771
%销售收入	86.0%	85.5%	83.4%	79.0%	78.3%	77.4%
毛利	696	849	951	1,378	1,641	1,980
%销售收入	14.0%	14.5%	16.6%	21.0%	21.7%	22.6%
营业税金及附加	-63	-67	-66	-74	-87	-101
%销售收入	1.3%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.2%
销售费用	-90	-81	-84	-95	-113	-131
%销售收入	1.8%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-351	-214	-163	-185	-215	-249
%销售收入	7.0%	3.7%	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%
研发费用	0	-288	-302	-328	-378	-438
%销售收入	0.0%	4.9%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	192	199	335	697	848	1,061
%销售收入	3.9%	3.4%	5.8%	10.6%	11.2%	12.1%
财务费用	-405	-295	-65	-68	-67	-67
%销售收入	8.1%	5.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-1,052	-180	-63	-16	-2	-3
公允价值变动收益	0	0	16	0	0	0
投资收益	-8	0	20	10	10	10
%税前利润	n.a	0.0%	6.5%	1.6%	1.2%	1.0%
营业利润	-1,249	-261	297	628	794	1,007
营业利润率	n.a	n.a	5.2%	9.6%	10.5%	11.5%
营业外收支	-56	2,868	7	10	10	10
税前利润	-1,305	2,607	304	638	804	1,017
利润率	n.a	44.6%	5.3%	9.7%	10.7%	11.6%
所得税	-33	0	-2	-96	-121	-153
所得税率	n.a	0.0%	0.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-1,338	2,607	302	543	684	864
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-1,338	2,607	302	543	684	864
净利率	n.a	44.6%	5.3%	8.3%	9.1%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-1,338	2,607	302	543	684	864
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,220	344	230	187	183	193
非经营收益	423	312	35	47	52	52
营运资金变动	366	-3,387	523	-29	-251	-299
经营活动现金净流	671	-124	1,089	748	668	811
资本开支	-214	-58	-51	-319	-369	-369
投资	0	0	-1,192	0	0	0
其他	0	0	4	10	10	10
投资活动现金净流	-214	-58	-1,239	-309	-359	-359
股权募资	0	259	0	0	0	0
债权募资	43	395	-13	8	-2	0
其他	-396	-336	-79	-292	-347	-419
筹资活动现金净流	-353	319	-92	-284	-349	-419
现金净流量	104	137	-242	155	-41	33

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,225	436	151	306	266	298
应收账款	1,535	1,520	1,226	1,294	1,491	1,728
存货	1,238	1,522	1,602	1,613	1,843	2,112
其他流动资产	134	138	1,292	1,301	1,314	1,330
流动资产	5,132	3,616	4,272	4,514	4,914	5,468
%总资产	53.6%	45.5%	49.9%	50.4%	51.4%	53.1%
长期投资	15	15	19	19	19	19
固定资产	3,552	3,468	3,458	3,603	3,788	3,965
%总资产	37.1%	43.7%	40.4%	40.2%	39.7%	38.5%
无形资产	867	841	804	819	832	845
非流动资产	4,434	4,323	4,281	4,440	4,639	4,829
%总资产	46.4%	54.5%	50.1%	49.6%	48.6%	46.9%
资产总计	9,566	7,939	8,553	8,954	9,554	10,297
短期借款	4,445	13	13	16	14	13
应付款项	5,261	917	1,230	1,317	1,507	1,731
其他流动负债	-85	24	25	12	13	15
流动负债	9,621	953	1,267	1,345	1,534	1,759
长期贷款	658	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409
其他长期负债	413	406	400	400	400	400
负债	10,693	3,769	4,077	4,154	4,344	4,569
普通股股东权益	-1,127	4,170	4,476	4,800	5,210	5,728
其中：股本	1,300	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972
未分配利润	-2,657	-50	220	545	955	1,474
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,566	7,939	8,553	8,954	9,554	10,297

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	-1.029	1.322	0.153	0.275	0.347	0.438
每股净资产	-0.867	2.114	2.270	2.434	2.642	2.905
每股经营现金净流	0.516	-0.063	0.552	0.379	0.339	0.411
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.110	0.139	0.175
回报率						
净资产收益率	118.72%	62.53%	6.75%	11.31%	13.12%	15.09%
总资产收益率	-13.98%	32.84%	3.53%	6.06%	7.15%	8.39%
投入资本收益率	4.95%	3.02%	4.82%	8.20%	9.44%	11.06%
增长率						
主营业务收入增长率	6.56%	17.32%	-1.82%	14.09%	15.27%	15.89%
EBIT增长率	-59.88%	3.66%	68.41%	107.74%	21.68%	25.11%
净利润增长率	1302.46%	-294.93%	-88.42%	79.67%	25.96%	26.43%
总资产增长率	-9.55%	-17.01%	7.73%	4.70%	6.70%	7.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	67.6	44.4	41.2	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	126.7	100.8	119.0	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	88.2	60.9	44.8	44.0	44.0	44.0
固定资产周转天数	211.6	168.0	213.3	189.4	166.0	144.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-255.52%	47.64%	23.76%	18.99%	18.23%	16.00%
EBIT利息保障倍数	0.5	0.7	5.2	10.2	12.6	15.8
资产负债率	111.78%	47.47%	47.67%	46.40%	45.47%	44.37%

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
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-15	买入	3.75	5.30~5.30
2	2020-03-31	买入	3.85	5.30~5.30
3	2020-04-29	买入	4.31	5.30~5.30
4	2020-08-19	买入	7.09	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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH