

抚顺特钢 (600399.SH)

2021Q1 归母净利润 1.73 亿元，同比增长 115.53%

事件：公司发布 2021 年一季报。2021Q1 公司实现营收（18.03 亿元，+25.08%），归母净利润（1.73 亿元，+115.53%），扣非归母净利润（1.61 亿元，+186.16%）。

利润表：2021Q1 公司营收同比增长 25.08%，主要系合金结构钢、工具钢等产品的销量大幅增长。分产品看，高温合金销量（0.15 万吨，+0.00%），平均售价（21.11 万元/吨，-1.06%）；合金结构钢销量（10.03 万吨，+29.09%），平均售价（0.78 万元/吨，-7.04%）；其他特钢销量（1.53 万吨，+33.04%），平均售价（0.66 万元/吨，-0.02%），这或表明公司 2021Q1 产能更多倾向于高强钢、其他特钢产品，合金结构钢平均售价下降或是产品销量结构原因，因为弹用与军机起落架用高强钢单价不一致所致。其他如工具钢销量（1.76 万吨，+32.33%），平均售价（1.53 万元/吨，+1.75%）；不锈钢销量（1.55 万吨，-5.49%），平均售价（1.88 万元/吨，+19.99%）。2021Q1 公司毛利率（35.32%，+2.61pct），我们认为原因主要是公司特钢产品放量下的规模效应，及如不锈钢产品售价大幅提升等。

资产负债表与现金流量表：2021 年 Q1 期末应收账款（6.38 元，较期初增长 41.67%），系销售收入增加导致赊销期内应收账款增加所致；存货 17.65 亿元，较期初增长 11.26%；经营活动产生的现金流量净额为-4.16 亿元，同比-897.52%，主要系公司生产量加大导致存货增加、销售量增加、应收账款增加等因素所致。

抚顺特钢是我国武器装备放量建设的基石企业，其显著的规模优势将使其成为军工高景气的长期核心受益者。

1) 需求端：军工高景气周期开启，抚钢是我国航空发动机、导弹、军机等军工高景气度赛道的核心卡位企业。我国航空航天高温合金、超高强度钢等产业已从研究进入到全面大规模国产化的拐点，武器装备批量列装带来特钢需求的爆发。抚钢专业生产特钢 80 余年，拥有国内同行难以超越的科研能力和工艺技术，造就了军品特钢领域显著的规模优势，2019 年国庆阅兵中展示的新式武器中，所使用的特钢大多由抚钢提供。由于军品“预研、科研、型研”的产品应用路线，抚钢不仅起草国家特殊钢产品标准，而且常年承担国家国防军工特殊钢新材料科研课题，意味着长期下抚钢在军品领域仍将保持显著的规模优势，是军工长周期高景气度的核心受益者。

2) 供给端：抚钢的高温合金在航空航天市场占有率高达 80% 以上，超高强度钢在航空航天市场占有率高达 95% 以上，是军工高壁垒、高增长细分方向的长期的、具备较高确定性的受益者。

高温合金：高壁垒铸就寡头特征的产业格局，抚钢航空航天市占率高达 80% 以上，很难有新进入者致使抚钢拥有长期较高确定性的成长。高温合金材料是航空航天领域的战略军事物资，其工艺为非标准化，因此对研发实力、经验积淀要求很高；下游是航空发动机等产品也要求非常高的质量稳定性，因此高温合金行业有着非常强的市场先入壁垒，一旦进入用户的供应链体系，一般不会轻易更换。

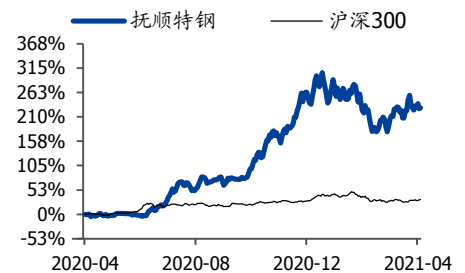
超高强度钢：国内率先研发生产 A100 钢、300M 钢，航空航天市占率高达 95% 以上。高强钢产品广泛应用于飞机起落架、航发机轴、导弹、舰艇壳体等关键部件，因此抚钢也是“军机、导弹”等产品核心供应商。

买入（维持）

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 钢铁 |
| 前次评级 | 买入 |
| 4月29日收盘价(元) | 13.88 |
| 总市值(百万元) | 27,372.75 |
| 总股本(百万股) | 1,972.10 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 25.28 |

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

1、《抚顺特钢（600399.SH）：中国特殊钢的摇篮，军工装备放量建设的基石企业》2021-04-21



3) 盈利端：装备产品放量带来规模效应提升，内部管理改善降本增效明显。下游航空航天装备放量，上游军工新材料盈利弹性更强。例如航发用高温合金相对于航发、军机消耗属性更强，再叠加国产替代需求，因此高温合金增速预计更高；盈利端看下游装备从“多品种、小批量”进入“大规模批产”，钢企盈利的规模效应有望显现。抚钢拥有 5400 多个牌号特殊钢的生产经验，这也意味着其具备极强的生产组织能力，下游产品放量后叠加加大高毛利产品销售、特钢产品成材率的提升和返回料的利用，盈利能力有望继续提升，高温合金产品毛利率明显提升（由 2018 年 36.63% 升至 2020 年 40.38%）。

沙钢入主，内部管理改善降本增效明显。2016 年原控股股东东北特钢债券违约致使公司破产重整，2017 年沙钢集团入主，公司资产负债率由 2017 年末的 111.78% 降至 2020 年末的 45.46%，财务费用率由 2017 年的 8.13% 降至 2020 年的 1.29%，销售费用率由 2017 年的 1.80% 降至 2020 年的 0.86%，管理费用率由 2017 年的 3.38% 降至 2020 年的 2.73%。2020 年公司营收（62.72 亿元，+9.26%），归母净利润（5.52 亿元，+82.46%），盈利能力大幅提升。2021Q1 公司销售、管理、财务费用率同比分别下降 0.49、0.07、0.25pct，内部管理改善持续推进。

投资建议：抚顺特钢是我国军工装备放量建设的基石企业，三高一特产品在航发、军机、导弹等高壁垒领域拥有很高的市占率且有望长期保持，意味着拥抱抚顺则是拥抱军工行业的高景气度。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 8.25、11.70、15.51 亿元，对应估值 33X、23X、18X，维持“买入”评级。

风险提示：军品放量、公司扩产进程等不及市场预期、原材料价格波动风险，测算结果误差。

| 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 5,741 | 6,272 | 6,805 | 7,680 | 8,601 |
| 增长率 yoy（%） | -1.8 | 9.3 | 8.5 | 12.9 | 12.0 |
| 归母净利润（百万元） | 302 | 552 | 825 | 1,170 | 1,551 |
| 增长率 yoy（%） | -88.4 | 82.6 | 49.6 | 41.7 | 32.6 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.15 | 0.28 | 0.42 | 0.59 | 0.79 |
| 净资产收益率（%） | 6.7 | 11.0 | 14.1 | 16.7 | 18.1 |
| P/E（倍） | 90.8 | 49.7 | 33.2 | 23.4 | 17.7 |
| P/B（倍） | 6.1 | 5.4 | 4.7 | 3.9 | 3.2 |

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4272 | 4993 | 5491 | 5824 | 5931 |
| 现金 | 151 | 861 | 933 | 902 | 1073 |
| 应收票据及应收账款 | 1218 | 450 | 846 | 1197 | 1091 |
| 其他应收款 | 8 | 14 | 28 | 29 | 26 |
| 预付账款 | 84 | 200 | 108 | 240 | 150 |
| 存货 | 1602 | 1586 | 1695 | 1574 | 1709 |
| 其他流动资产 | 1208 | 1881 | 1881 | 1881 | 1881 |
| 非流动资产 | 4281 | 4230 | 4783 | 5173 | 5543 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 3354 | 3390 | 3897 | 4260 | 4631 |
| 无形资产 | 799 | 783 | 735 | 687 | 639 |
| 其他非流动资产 | 128 | 58 | 151 | 226 | 273 |
| 资产总计 | 8553 | 9224 | 10274 | 10996 | 11474 |
| 流动负债 | 1267 | 1378 | 1667 | 1485 | 1758 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 108 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 929 | 913 | 935 | 964 | 1074 |
| 其他流动负债 | 339 | 464 | 624 | 522 | 684 |
| 非流动负债 | 2810 | 2815 | 2499 | 2114 | 1704 |
| 长期借款 | 2409 | 2409 | 2093 | 1708 | 1299 |
| 其他非流动负债 | 400 | 406 | 406 | 406 | 406 |
| 负债合计 | 4077 | 4193 | 4165 | 3599 | 3463 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 1972 | 1972 | 1972 | 1972 | 1972 |
| 资本公积 | 2178 | 2178 | 2178 | 2178 | 2178 |
| 留存收益 | 319 | 870 | 1696 | 2866 | 4417 |
| 归属母公司股东权益 | 4476 | 5030 | 6109 | 7397 | 8012 |
| 负债和股东权益 | 8553 | 9224 | 10274 | 10996 | 11474 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1050 | 620 | 892 | 1342 | 1841 |
| 净利润 | 302 | 552 | 825 | 1170 | 1551 |
| 折旧摊销 | 167 | 194 | 176 | 195 | 216 |
| 财务费用 | 65 | 81 | 78 | 85 | 73 |
| 投资损失 | -20 | -32 | -10 | -25 | -34 |
| 营运资金变动 | 523 | -269 | -174 | -76 | 52 |
| 其他经营现金流 | 13 | 94 | -4 | -7 | -17 |
| 投资活动现金流 | -1239 | 74 | -565 | -379 | -336 |
| 资本支出 | 51 | 85 | 553 | 390 | 370 |
| 长期投资 | -1192 | 112 | 150 | 173 | 198 |
| 其他投资现金流 | -2380 | 272 | 138 | 184 | 232 |
| 筹资活动现金流 | -92 | -89 | -78 | -85 | -73 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -92 | -89 | -78 | -85 | -73 |
| 现金净增加额 | -281 | 605 | 249 | 878 | 1431 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5741 | 6272 | 6805 | 7680 | 8601 |
| 营业成本 | 4790 | 4893 | 5270 | 5856 | 6473 |
| 营业税金及附加 | 66 | 76 | 75 | 65 | 65 |
| 营业费用 | 84 | 54 | 48 | 46 | 43 |
| 管理费用 | 163 | 171 | 163 | 154 | 146 |
| 研发费用 | 302 | 407 | 395 | 392 | 378 |
| 财务费用 | 65 | 81 | 78 | 85 | 73 |
| 资产减值损失 | -63 | -65 | -48 | -54 | -69 |
| 其他收益 | 14 | 37 | 9 | 25 | 36 |
| 公允价值变动收益 | 16 | 9 | 4 | 7 | 17 |
| 投资净收益 | 20 | 32 | 10 | 25 | 34 |
| 资产处置收益 | 1 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 297 | 588 | 848 | 1193 | 1579 |
| 营业外收入 | 14 | 17 | 8 | 18 | 26 |
| 营业外支出 | 8 | 54 | 5 | 5 | 6 |
| 利润总额 | 304 | 551 | 851 | 1206 | 1599 |
| 所得税 | 2 | -1 | 26 | 36 | 48 |
| 净利润 | 302 | 552 | 825 | 1170 | 1551 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 302 | 552 | 825 | 1170 | 1551 |
| EBITDA | 626 | 878 | 1159 | 1533 | 1944 |
| EPS (元) | 0.15 | 0.28 | 0.42 | 0.59 | 0.79 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | -1.8 | 9.3 | 8.5 | 12.9 | 12.0 |
| 营业利润(%) | 214.1 | 97.7 | 44.2 | 40.7 | 32.4 |
| 归属于母公司净利润(%) | -88.4 | 82.6 | 49.6 | 41.7 | 32.6 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 16.6 | 22.0 | 22.6 | 23.7 | 24.7 |
| 净利率(%) | 5.3 | 8.8 | 12.1 | 15.2 | 18.0 |
| ROE(%) | 6.7 | 11.0 | 14.1 | 16.7 | 18.1 |
| ROIC(%) | 6.2 | 8.7 | 11.3 | 14.2 | 16.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 47.7 | 45.5 | 40.5 | 32.7 | 30.2 |
| 净负债比率(%) | 59.6 | 38.8 | 28.5 | 17.2 | 7.3 |
| 流动比率 | 3.4 | 3.6 | 3.3 | 3.9 | 3.4 |
| 速动比率 | 2.0 | 1.8 | 1.7 | 2.2 | 1.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 4.2 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| 应付账款周转率 | 6.4 | 5.3 | 5.3 | 5.3 | 5.3 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.15 | 0.28 | 0.42 | 0.59 | 0.79 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.53 | 0.31 | 0.45 | 0.68 | 0.93 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.27 | 2.55 | 2.97 | 3.56 | 4.35 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 90.8 | 49.7 | 33.2 | 23.4 | 17.7 |
| P/B | 6.1 | 5.4 | 4.7 | 3.9 | 3.2 |
| EV/EBITDA | 46.2 | 32.2 | 24.1 | 18.0 | 13.9 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com