

抚顺特钢 (600399)

证券研究报告

2021年05月27日

我国变形高温合金龙头，涅槃重生望受益于十四五高景气周期

- 公司为“中国特殊钢的摇篮”，高温合金航空航天市占率达 80%

公司作为我国不可替代的国防军工、航空航天等高科技领域使用特殊钢材料的生产研发基地，以特殊钢和合金材料的研发制造为主营业务，“三高一特”（高温合金、超高强度钢、高档工模具钢、特种不锈钢）为公司核心产品，下游广泛应用于军工、机械、船舶以及新兴产业等国民经济大部分行业，被誉为“中国特殊钢的摇篮”，其中（变形）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，为该领域龙头企业。

- 重组后财务状况明显改善，公司提质增效涅槃重生

2017 年东北特钢集团实施混合所有制改革，沙钢集团成功进驻公司。重组后公司产品实现快速上量，2020 年经营业绩大幅提升。公司 2020 年实现营业收入 62.72 亿元，同比+9.26%；实现归母净利润 5.52 亿元，同比+82.64%，我们认为主要系两方面原因：1.国防军工终端产品需求大幅提升，驱动公司主营产品实现快速上量；2.公司重组之后经营质量得到有效改善。

21Q1 资产负债表多项财务指标向好，公司主营业务有望实现快速放量。2021Q1 公司存货达 17.65 亿元，较期初增长 11.26%；预收款+合同负债达 2.8 亿元，较期初增长 16.30%。我们认为，公司存货及预收款+合同负债大幅增长，表明公司在手订单充足，公司正处于积极备产备货阶段，有望随“十四五”产业高景气周期实现加速排产。

- “十四五”军工高景气周期已至，高温合金龙头迎风起航

军工新材料是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快。根据政治局第 22 次会议内容，我们认为我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段，新一代航空装备、精确打击武器、无人装备及其中层支撑-信息化、底层支撑-新材料将为主要受益领域，或将在“十四五”迎来高景气阶段，军工新材料望在“十四五”各类装备中起底层基础支撑作用。

据 World Air Forces 2021 统计数据，美国现役各类军机数量为 13,232 架，在全球现役军机中占比为 25%，我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。发动机作为各类航空器核心部件，公司高温合金材料用量约占到其总质量的 40%-60%，主要用于燃烧室、导向叶片、涡轮叶片和涡轮盘四大热端零部件，产品具备较高技术壁垒。同时，公司作为国防科工局民口配套的核心、骨干企业，承担和参与国防科工局 190 余项军工新材料科研课题，在研课题 39 项。我们认为，公司深耕国防军工领域多年，技术、市占率具备明显先发优势，同时考虑高温合金 50%的进口替代空间，预计公司对应产品望伴随“十四五”跨越式武器装备需求增长实现快速放量。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司作为我国高温合金领域龙头企业，对应业务有望充分受益于“十四五”跨越式武器装备需求提升，业绩或实现快速释放。在此假设下，预计 2021-2023 年公司实现营业收入 69.01/77.33/87.46 亿元，对应归母净利润 8.01/10.54/13.67 亿元，对应 EPS 为 0.41/0.53/0.69 元，PE 为 36.75/27.94/21.54x。公司作为我国高温合金龙头企业，2021 年对标可比公司的预测 PE 均值为 50.44x，目标价为 20.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：行业风险；经济环境风险；原材料价格波动风险；中小股东索赔风险等

投资评级

行业	钢铁/钢铁
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	14.49 元
目标价格	20.68 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,972.10
流通 A 股股本(百万股)	1,972.10
A 股总市值(百万元)	28,575.73
流通 A 股市值(百万元)	28,575.73
每股净资产(元)	2.64
资产负债率(%)	45.64
一年内最高/最低(元)	17.15/3.99

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《抚顺特钢-年报点评报告:高温合金市场空间大，债务重组利好公司发展》
2017-03-29

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,741.07	6,272.49	6,900.85	7,733.08	8,745.75
增长率(%)	(1.82)	9.26	10.02	12.06	13.10
EBITDA(百万元)	899.55	1,376.15	1,080.06	1,305.83	1,610.73
净利润(百万元)	302.03	551.61	801.15	1,053.92	1,366.89
增长率(%)	(88.42)	82.64	45.24	31.55	29.70
EPS(元/股)	0.15	0.28	0.41	0.53	0.69
市盈率(P/E)	97.49	53.38	36.75	27.94	21.54
市净率(P/B)	6.58	5.85	5.06	4.28	3.57
市销率(P/S)	5.13	4.69	4.27	3.81	3.37
EV/EBITDA	8.39	21.68	27.00	21.71	17.00

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 我国高温合金龙头企业企业，涅槃重生再起航.....	4
1.1. 公司为“中国特殊钢的摇篮”，深耕多年产品谱系全面.....	4
1.2. 重组后财务状况明显改善，公司提质增效涅槃重生.....	6
2. 数十年磨一剑，核心技术构筑高温合金行业壁垒.....	7
3. “十四五”军工高景气周期已至，高温合金龙头迎风起航.....	10
4. 盈利预测与评级.....	11
5. 风险提示.....	12
5.1. 中小股东索赔风险.....	12
5.2. 原材料价格波动风险.....	12
5.3. 经济环境风险.....	12
5.4. 行业风险.....	12

图表目录

图 1：公司主营产品——“高温合金系列”.....	4
图 2：公司主营产品——“超高强度钢系列”.....	4
图 3：公司股权结构示意图.....	4
图 4：公司产品工艺路线.....	5
图 5：2017A-2021Q1 公司营业收入情况及同比增速.....	6
图 6：2017A-2021Q1 公司归母净利润情况及同比增速.....	6
图 7：2020 年公司主营业务营业收入拆分（单位：亿元）.....	6
图 8：2020 年公司主营业务毛利润拆分（单位：亿元）.....	6
图 9：2015A-2020A 公司三项费用占营收比重情况.....	7
图 10：2015A-2020A 公司净利率情况.....	7
图 11：2017A-2020A 公司存货及同比情况.....	7
图 12：2017A-2020A 预收款+合同负债及同比情况.....	7
图 13：高温合金下游应用及主要产品.....	8
图 14：高温合金下游应用占比情况.....	8
图 15：高温合金国际发展简史.....	9
图 16：国内高温合金主要厂商产能（单位：吨）.....	9
图 17：中国高温合金行业竞争格局.....	10
图 18：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图.....	10
图 19：国际主要国家军机数量统计.....	11
表 1：公司主营产品简介.....	5
表 2：高温合金分类及材料特性简介.....	7

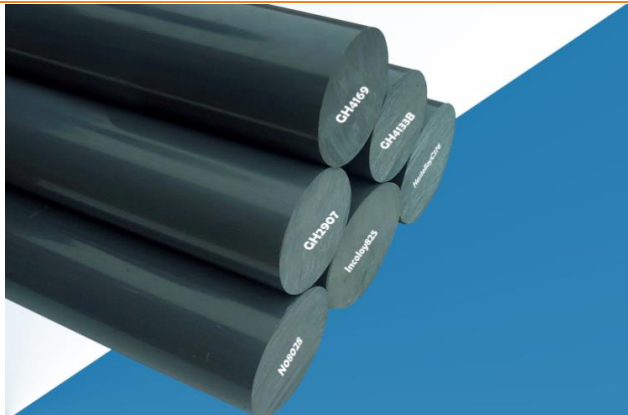
表 3：2021-2023 年盈利预测.....	11
表 4：可比公司 2021 预测 PE.....	11

1. 我国高温合金龙头企业企业，涅槃重生再起航

1.1. 公司为“中国特殊钢的摇篮”，深耕多年产品谱系全面

公司全称抚顺特殊钢股份有限公司，作为我国不可替代的国防军工、航空航天等高科技领域使用特殊钢材料的生产研发基地，始建于1937年，并于2000年在上交所上市。公司以特殊钢和合金材料的研发制造为主营业务，主要产品为高温合金、合金结构钢、工模具钢、不锈钢等，下游广泛应用于军工、机械、船舶以及新兴产业等国民经济大部分行业，被誉为“中国特殊钢的摇篮”，其中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，为该领域龙头企业。

图 1：公司主营产品——“高温合金系列”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

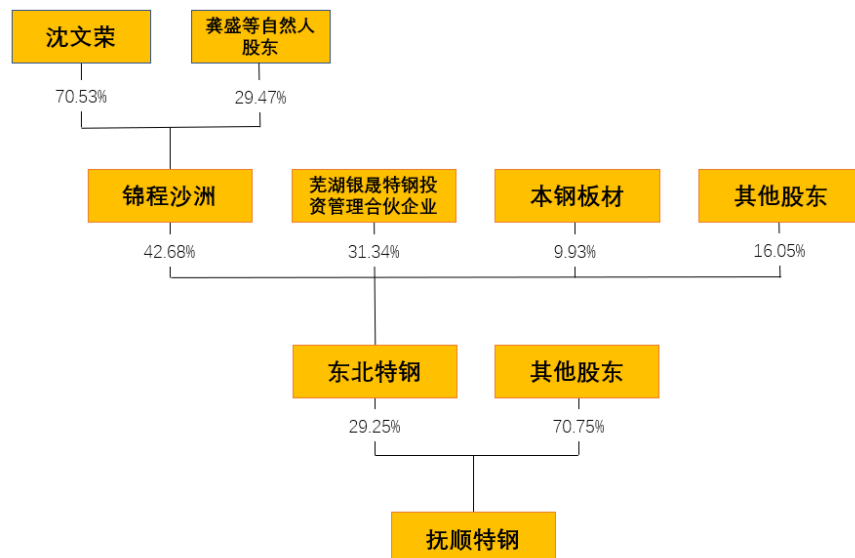
图 2：公司主营产品——“超高强度钢系列”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司隶属于东北特钢集团，高集中度的股权结构有利于提高其管理决策效率。2017年，东北特钢集团实施混合所有制改革，沙钢集团的实际控制人沈文荣成为东北特钢集团的控股股东，并间接成为抚顺特钢的控股股东。据公司公告披露，截止2021年一季度末，东北特钢集团持有公司29.25%的股份。我们认为，公司控股股东持股比例高将有效提高公司管理决策效率；此外，重组完成后沙钢集团由于与公司利益相关度较大，并派驻多位高管参与公司经营，预计对公司财务状况具备较强的边际改善能力。

图 3：公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

目前，公司以“三高一特”（高温合金、超高强度钢、高档工模具钢、特种不锈钢）为核心产品，拥有5400多个牌号特殊钢材料的生产经验。公司产品被广泛应用于航空、航天、兵器、核电、石油石化、交通运输、工程机械、医疗等行业和领域。

表 1: 公司主营产品简介

主营产品系列	公司产品介绍	核心牌号	应用领域	示意图
高温合金系列	公司已掌握了已经掌握高温合金和耐蚀合金核心生产技术,能够按照通用标准(GB、GJB、HB、ASME、AMS、ISO)和用户特殊要求生产高温合金和耐蚀合金系列产品,涵盖锻材、锻件、轧材、冷热轧板材、冷拔材等 800 多种规格。	GH2907、GH4169 (IN718)、GH4698、GH2132 (A286)、GH6605 等	航空航天、舰船、能源电力、汽轮机、石油石化等	
超高强度钢系列	公司超高强度钢产品纯洁度及综合性能国内领先,部分产品实物质量已经达到或超过国外领先产品的实物水平。其中,D406A、980、18Ni 系列材料、300M、D6AC、30CrMnSiNi2A 等多种高强钢材料,产品质量与国外同类产品相当,且工艺质量稳定。	D406A、980、18Ni 系列材料、300M、D6AC 等	航空航天、防弹、风电等	
工模具钢系列	能够按照通用标准(GB、ISO、AISI、DIN、JIS)和用户特殊要求生产冷作模具钢、热作模具钢、塑料模具钢、玻璃模具钢、热流道模具钢、无磁模具钢、芯棒、轧辊、高速工具钢、合金工具钢、碳素工具钢等系列产品,涵盖锻材、锻件、轧材、冷热轧板材、冷拔材等品种 2100 多个规格,并可按照用户要求提供调质态产品。	FS413、FS457、DT413、FT64、FS823 等	冷/热作模具、塑料模具、玻璃模具、热流道模具等	
不锈钢系列	已经形成了 EAF+LF+VOD/VHD 等多条不锈钢冶炼生产线,能够生产超低碳、低碳、中高碳各种马氏体、奥氏体、铁素体、双相和沉淀硬化等不锈钢产品,涵盖锻轧棒材、方扁材、管坯、薄板材等,且产品具有质量稳定,超低杂质和有害气体含量的优势	00Cr19Ni10、、1Cr18Ni9Ti、Z2CND18-12NS、1Cr13 等	核能、汽轮机、石油石化、交通运输、工程机械、医疗等行业和领域。	

资料来源:公司官网,天风证券研究所

技术及设备端,公司具备雄厚的技术基础,特种冶炼装备精良。包括真空自耗炉、真空感应炉、保护气氛电渣炉等众多引进设备,配套的锻造、轧制、精轧、冷拔、板材生产线组距齐全,后部精整、热处理、质量检测设备、设施完善,长期承担国家特殊钢新材料的研发任务。

图 4: 公司产品工艺路线



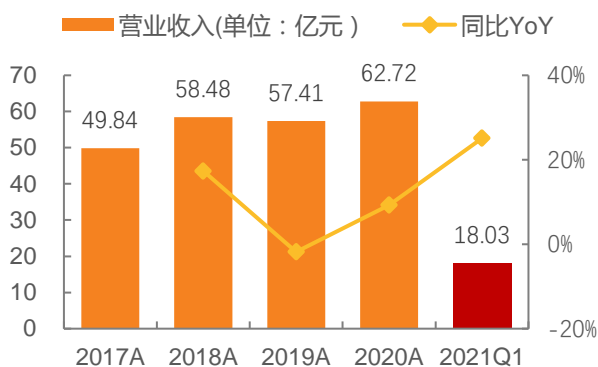
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 重组后财务状况明显改善，公司提质增效涅槃重生

重组后公司产品实现快速上量，2020年经营业绩大幅提升。公司于2018年进行资产重组，当年发生大额非经常损益，因此同比口径不可比。据Wind数据披露，公司2020年实现营业收入62.72亿元，同比+9.26%；实现归母净利润5.52亿元，同比+82.64%，我们认为公司业绩实现大幅提升主要系两方面原因：1.国防军工终端产品需求大幅提升，驱动公司主营产品实现快速上量；2.公司重组之后经营质量得到有效改善。

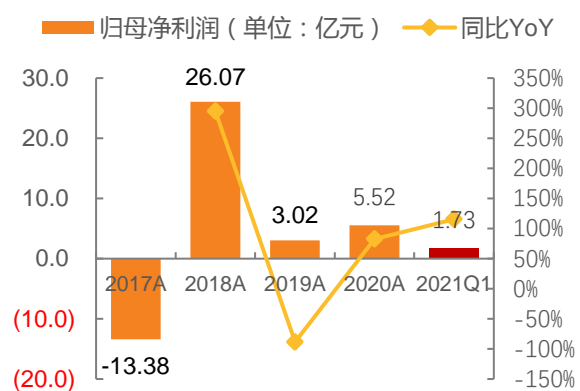
21Q1业绩维持高增长趋势，公司望充分受益于“十四五”国防军工高景气周期。公司已发布2021年一季报，期内公司实现营业收入18.03亿元，同比+25.08%；实现归母净利润1.73亿元，同比+115.53%，我们认为，公司业绩持续维持高增长状态，揭示“十四五”下游跨越式武器装备需求持续提升，产业高景气度凸显，结合我们此前国防军工产业十年高景气周期的判断，预计公司全年业绩有望维持高增长态势。

图5：2017A-2021Q1公司营业收入情况及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

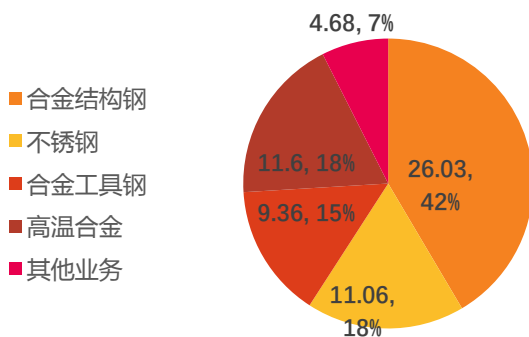
图6：2017A-2021Q1公司归母净利润情况及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

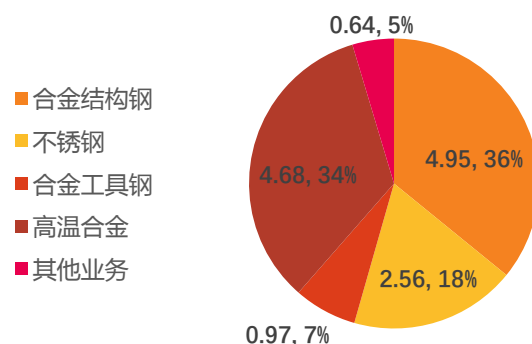
业务结构看，公司维持“三高一特”业务格局，高温合金业务显著具备更高盈利能力。据公司2020年报数据披露，报告期内公司主营业务合金结构钢/不锈钢/合金工具钢/高温合金分别实现营业收入26.03/11.06/9.36/11.6亿元，占总营业收入比重42%/18%/15%/18%，为公司主要收入来源；四项业务毛利润占比分别为36%/18%/7%/34%，其中高温合金业务显著具备更高盈利能力，单项业务毛利率水平达40.38%。

图7：2020年公司主营业务营业收入拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

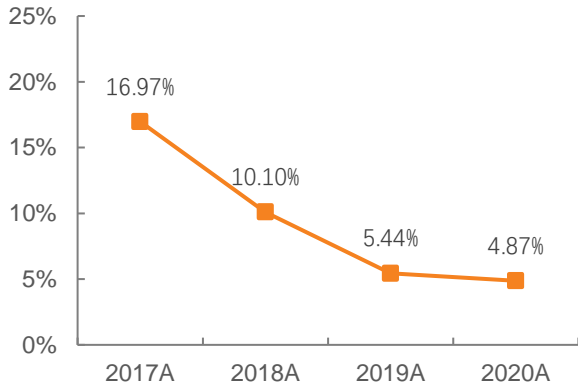
图8：2020年公司主营业务毛利润拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

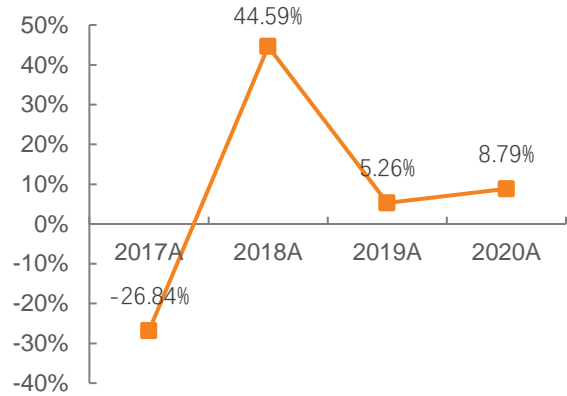
成本端，重组后公司三项费用占营收比重持续降低，提质增效成果显著。据Wind数据披露，2020年公司三项费用总额3.06亿元，占营业收入比重4.87%，较2019年同期降低0.57个百分点，较重组前（以2017年为参考）大幅降低12.10个百分点，提质增效成果显著。2020年公司净利率达8.79%，较2019年同期增长3.53个百分点，盈利能力大幅提升。

图 9：2015A-2020A 公司三项费用占营收比重情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

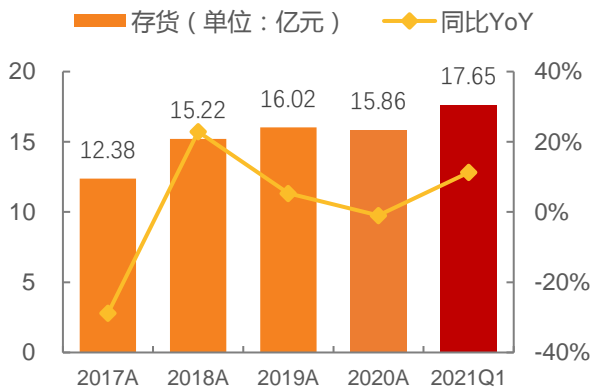
图 10：2015A-2020A 公司净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

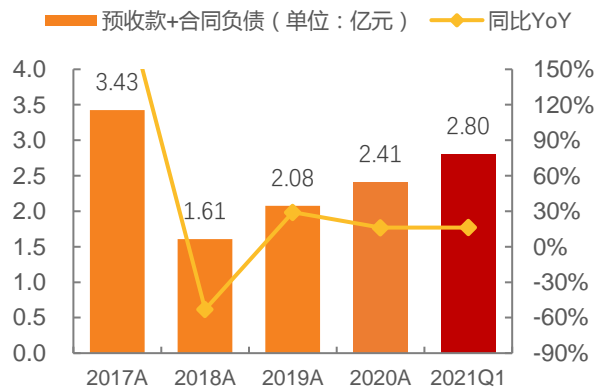
21Q1 资产负债表多项财务指标向好，公司主营业务有望实现快速放量。据公司公告披露，2021Q1 公司存货达 17.65 亿元，较期初增长 11.26%；预收款+合同负债达 2.8 亿元，较期初增长 16.30%。我们认为，公司存货及预收款+合同负债大幅增长，表明公司在手订单充足，公司正处于积极备产备货阶段，有望随“十四五”产业高景气周期实现加速排产。

图 11：2017A-2020A 公司存货及同比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2017A-2020A 预收款+合同负债及同比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 数十年磨一剑，核心技术构筑高温合金行业壁垒

高温合金是指以铁、镍、钴为基，能在 600 °C 以上的高温及一定应力作用下长期工作的一类金属材料。高温合金具有较高的的高温强度，良好的抗氧化和抗腐蚀性能，良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能，其最大特点不是绝对熔点很高，而是在高温下仍然具有良好的特性。

表 2：高温合金分类及材料特性简介

分类标准	种类	材料特性
基体元素	铁基高温合金	又称耐热合金钢，耐热合金钢按其正火要求可分为马氏体、奥氏体、珠光体、铁素体耐热钢等。使用温度较低（600~850℃），一般用于发动机中工作温度较低的部位，如涡轮盘、机匣和轴等零件。
	镍基高温合金	使用温度最高（约 1000℃），广泛用于制造航空喷气发动机、各种工业燃气轮机的最末端零件，如涡轮部分工作叶片、导向叶片、涡轮等。
	钴基高温合金	使用温度约 950℃，具有良好的铸造性和焊接性，主要用于做导向叶片材料，该合金由于

钴资源较少而价格昂贵

制备工艺	变形高温合金	用量最大，需要先制备高温合金母合金，然后通过锻、轧和挤压等冷、热变形手段加工成材，合金化程度和高温强度较低。
	铸造高温合金	使用温度和强度越高，合金化程度越高。这种情况下，传统热加工成形难度加大，加上部分零件结构复杂，需要采用精密铸造工艺制成零件
	粉末冶金高温合金	采用液态金属雾化或高能球磨机制粉，晶粒细小、成分和组织均匀，显著改善了热加工性能，难于变形的铸造高温合金可以通过粉末法改善其热塑性而成为变形高温合金。
	金属间化合物高温合金	Ti-Al 系金属间化合物密度低、比强度、比刚度高以及优良的高温性能是航空航天飞行棋最理想的新型高温结构材料
强化方式	固溶强化高温合金	具有优异抗氧化性，良好的塑性和成型性以及一定的高温强度，主要用于环境温度较高，但承受应力较低的零件，如燃烧室和火焰筒等。
	时效强化高温合金	具有较高的高温强度和蠕变强度以及良好的综合性能，主要用于承受高负荷、环境温度 为高、中温的零件，如涡轮叶片、涡轮盘等。
	氧化物弥散强化高温合金	合金中弥散分布氧化物颗粒，具有高热稳定性，在 1000℃ 以上仍能保持较高的强度
	晶界强化高温合金	在合金中加入微量硼、铈、锆和镁等元素改善晶界状态以提高合金的抗蠕变能力

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

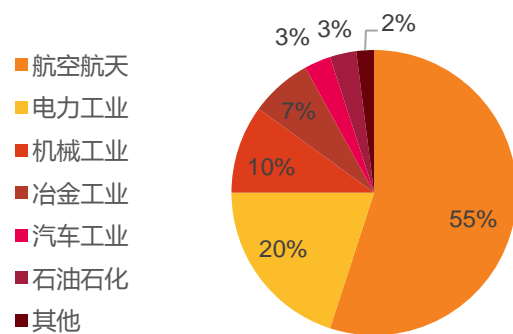
目前，航空航天领域是高温合金的第一大应用场景，需求份额占比为 55%，其次燃气轮机和石油化工领域等能源类引用场景需求占比为 33%，二者合计占到整体需求规模的 88%左右；冶金工业和汽车领域需求占比分别为 7%和 3%。

图 13：高温合金下游应用及主要产品

工业部门		
军工	航空	航空发动机燃烧室、压气机、涡轮盘、叶片、机匣
	航天	火箭发动机燃烧室、涡轮泵
	航海	船用燃气轮机涡轮盘、叶片、壳体
电力	燃气轮机	发电用燃气轮机涡轮盘、叶片、壳体
	核电	核燃料包壳、燃料棒定位格、蒸汽发生器换热器等
机械		过热器管排、集箱、锅炉等
冶金		轧钢厂加热炉垫块、线材连轧导板和高温炉热电偶保护套管等
汽车		涡轮增压器涡轮叶片、排气阀门等
石油石化		制氢设备猪尾管、分联箱、烃裂解管等
其他	医疗器械	人工关节等
	玻璃工业	平板玻璃拉管机大轴、端头、通气管等

资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

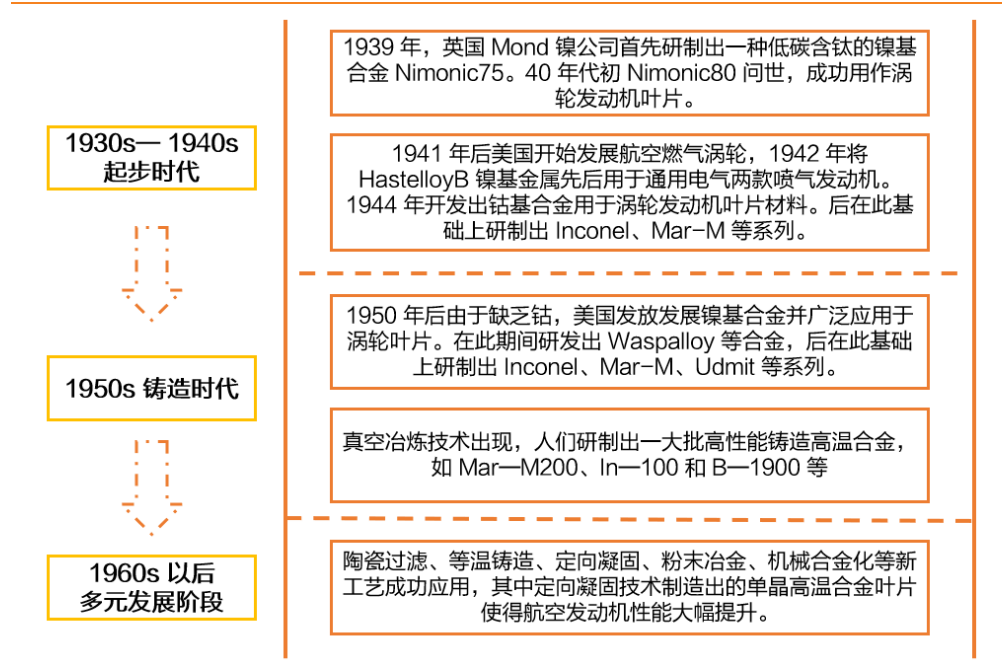
图 14：高温合金下游应用占比情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

高温合金材料领域技术含量很高，目前具有完整高温合金体系的国家只有美、英、俄、中四国，能够生产航空航天用高温合金的企业全世界不超过 50 家。不仅仅是生产工艺要求高，长期资金投入、认证时间长和客户黏性也是该行业门槛高的体现之一。高温合金行业无论是军品还是民品，审核严格、时间跨度长、耗时费力，为该行业构筑了天然的进入壁垒。

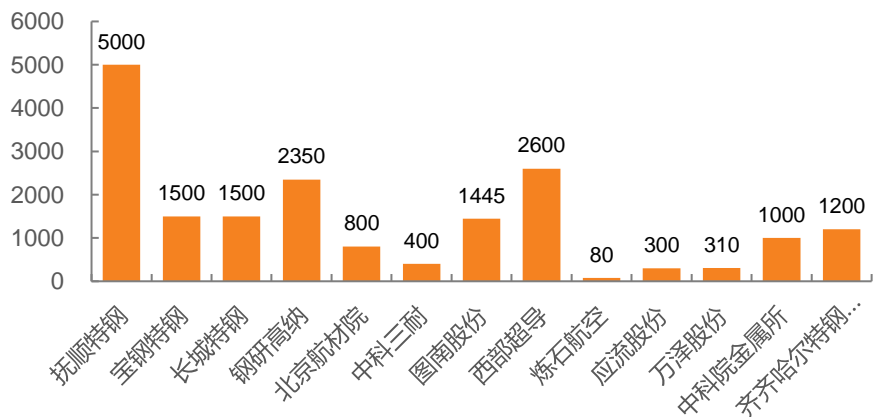
图 15：高温合金国际发展简史



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

目前我国高温合金从业企业数量少，整体技术水平较国外龙头企业仍有较大差距，整体产能和实际有效产能较小，尤其在高端航空航天领域高温合金的产能与实际需求存在较大缺口。据中国产业信息网数据披露，12 家企业高温合金理论产能共计约 2 万吨，目前高温合金 50% 的市场需求依赖进口，考虑到目前我国高温合金有效产能与需求之间的缺口，预计实际对进口的依赖程度更大。同时，由于高温合金有一半是用在航空航天领域，特别是军用品方面，我们认为处于战略安全和保密性的要求，国产龙头厂商的领先优势有望得到保持。

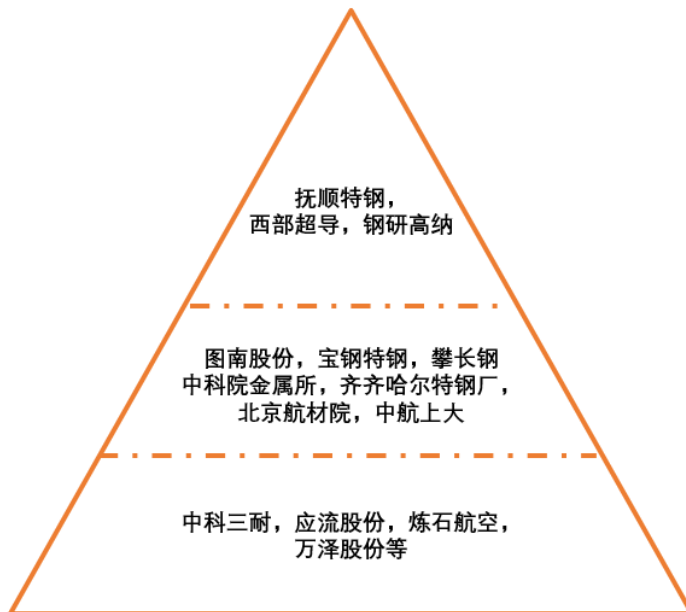
图 16：国内高温合金主要厂商产能（单位：吨）



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

目前国内企业间属于竞争合作关系，直接竞争较少，同时存在上下游合作，以实现技术创新、扩大产能以满足市场需求为主要发展目标。我国目前从事高温合金研究生产的主要企业分为两类，第一类是特钢企业，主要是抚顺特钢、宝钢特钢、长城特钢，主要生产批量较大的合金板材、棒材和锻件，这类产品用量最大，结构简单；另一类是科研院所转型企业，主要是钢研高纳、航材院、中科院金属研究所，主要生产较小批量、结构复杂的高端产品，这两类厂家之间形成了错位竞争的格局。

图 17：中国高温合金行业竞争格局

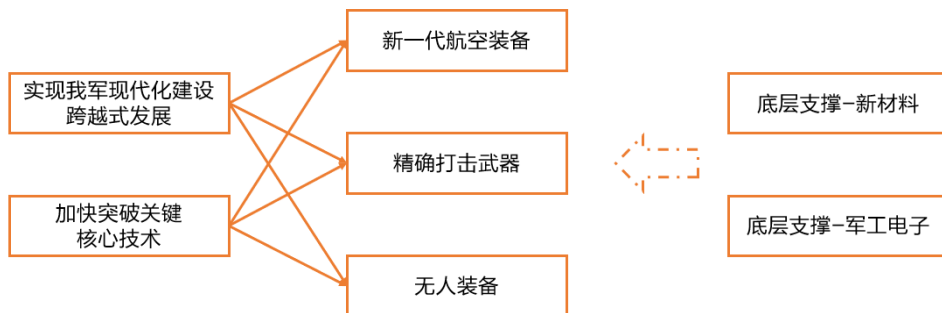


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

3. “十四五” 军工高景气周期已至，高温合金龙头迎风起航

“十四五”方向：军工新材料是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快。第 22 次政治局会议指出我军建设“十四五”规划重点内容：努力实现我军现代化建设跨越式发展，加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术。我们认为，新一代航空装备、精确打击武器、无人装备及其中层支撑-信息化、底层支撑-新材料将为主要受益领域，或将在“十四五”迎来高景气阶段，**军工新材料望在“十四五”各类装备中起底层基础支撑作用。**

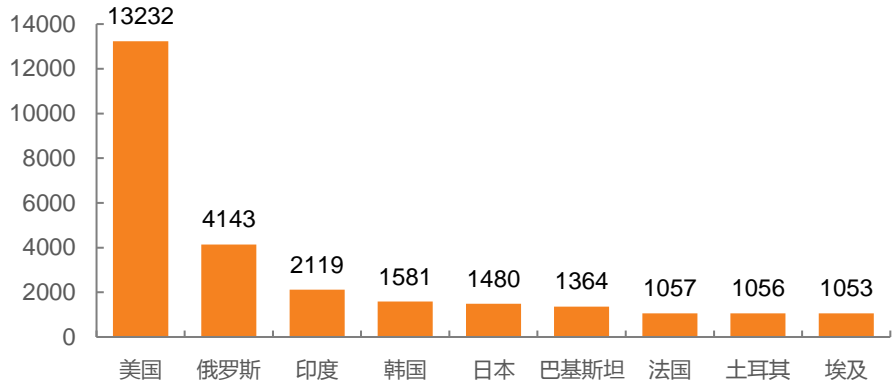
图 18：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

据 World Air Forces 2021 统计数据，美国现役各类军机数量为 13,232 架，在全球现役军机中占比为 25%，**我国目前活跃的各种机型在量/质上均与美国有较大差距。**发动机作为各类航空器核心部件，高温合金材料用量约占到其总质量的 40%-60%，主要用于燃烧室、导向叶片、涡轮叶片和涡轮盘四大热端零部件，以及发动机机匣、环形件、尾喷口等工作温度较高的部位。我们认为，**伴随航空器等跨越式武器装备持续上量，同时考虑高温合金 50% 的进口替代空间，公司对应高温合金产品有望实现加速排产。**

图 19：国际主要国家军机数量统计



资料来源：World Air Forces 2020，天风证券研究所

公司深耕国防军工领域多年，技术、市占率具备明显先发优势，望伴随“十四五”跨越式武器装备需求增长实现快速放量。在过去的三个“五年计划”中，公司作为国防科工局民口配套的核心、骨干企业，承担和参与国防科工局 190 余项军工新材料科研课题，在研课题 39 项，同时还承担了 6 个军工固定资产投资建设项目，每年承接在研、在役武器装备配套材料订单十几亿元。目前，公司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。

4. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为我国高温合金领域龙头企业，对应业务有望充分受益于“十四五”跨越式武器装备需求提升，业绩或实现快速释放。在此假设下，预计 2021-2023 年公司实现营业收入 69.01/77.33/87.46 亿元，对应归母净利润 8.01/10.54/13.67 亿元，对应 EPS 为 0.41/0.53/0.69 元，PE 为 36.75/27.94/21.54x。

表 3：2021-2023 年盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,741.07	6,272.49	6,900.85	7,733.08	8,745.75
增长率(%)	(1.82)	9.26	10.02	12.06	13.10
净利润(百万元)	302.03	551.61	801.15	1,053.92	1,366.89
增长率(%)	(88.42)	82.64	45.24	31.55	29.70
EPS(元/股)	0.15	0.28	0.41	0.53	0.69
市盈率(P/E)	97.49	53.38	36.75	27.94	21.54
市净率(P/B)	6.58	5.85	5.06	4.28	3.57
市销率(P/S)	5.13	4.69	4.27	3.81	3.37

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。公司作为我国特殊钢和合金材料龙头企业，处于航空新材料产业链，通过横向比较，可比公司应为钢研高纳、图南股份、西部超导与中航高科。据 Wind 数据披露，四家可比公司 2021 预测 PE 为 46.07/46.82/47.23/61.64x，均值 50.44x，结合公司 2021 预测 EPS，公司目标价为 20.68 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 2021 预测 PE

股票代码	公司简称	主营业务	2021 预测 PE
300034.SZ	钢研高纳	航空航天高温合金	46.07
300855.SZ	图南股份	高温合金、耐蚀合金等	46.82
688122.SH	西部超导	钛合金、高温合金等	47.23
600862.SH	中航高科	航空碳纤维预浸料等	61.64

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 中小股东索赔风险

2020年，公司以强化执行和持续改进内部控制制度为重点工作，公司正逐步建立健全内部控制制度，但根据中国证监会作出的《行政处罚决定书》和《市场禁入决定书》的相关内容，公司仍面临中小股东索赔的风险。

5.2. 原材料价格波动风险

公司使用的有色金属原材料价格波动较大，进而影响公司成本，主要原材料价格波动可能对公司业绩产生一定影响。公司采取“以销定产”的营销模式，在订单确认后锁定相应原材料价格，以原材料采购成本、加工费等作为定价基础，从而一定程度上规避原材料价格波动风险，但仍无法完全规避或转移风险。

5.3. 经济环境风险

未来国际经济环境仍然复杂，双边和多边贸易纠纷可能是长期、断续的过程，经济增长动能不足。新冠病毒疫情对经济的影响可能是长期的，钢铁行业生产及下游行业消费面临一定负面影响。受未来疫情带来的不确定性影响，公司可能在生产、需求及物流方面面临一定压力。

5.4. 行业风险

国内特殊钢行业竞争激烈，行业集中度在国家政策和市场的驱动下正在加速提升。国内特殊钢行业对比国际先进水平仍有差距，在技术研发、工艺装备方面仍待提升。未来，公司仍将长期面临严峻的竞争形势。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	151.17	861.28	1,576.59	2,389.06	3,348.60
应收票据及应收账款	1,218.31	450.34	584.78	789.99	1,007.75
预付账款	84.07	200.22	126.87	201.30	187.71
存货	1,602.04	1,585.97	1,774.14	1,925.20	2,349.93
其他	1,216.09	1,895.54	1,862.70	1,859.00	1,883.58
流动资产合计	4,271.67	4,993.35	5,925.07	7,164.54	8,777.58
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,354.41	3,389.59	3,255.11	3,114.52	2,970.66
在建工程	103.82	30.33	15.33	8.93	8.37
无形资产	798.58	783.05	752.03	723.72	696.41
其他	24.08	27.22	30.79	23.97	25.77
非流动资产合计	4,280.88	4,230.18	4,053.27	3,871.14	3,701.21
资产总计	8,552.55	9,223.53	9,978.34	11,035.68	12,478.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	928.60	913.44	692.28	694.97	606.15
其他	338.54	464.49	646.92	651.09	814.63
流动负债合计	1,267.14	1,377.93	1,339.19	1,346.06	1,420.78
长期借款	2,409.50	2,409.50	2,409.50	2,409.50	2,409.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	400.15	405.76	408.12	404.68	406.19
非流动负债合计	2,809.65	2,815.26	2,817.62	2,814.18	2,815.69
负债合计	4,076.78	4,193.19	4,156.81	4,160.23	4,236.47
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,972.10	1,972.10	1,972.10	1,972.10	1,972.10
资本公积	2,178.08	2,178.08	2,178.08	2,178.08	2,178.08
留存收益	2,496.66	3,048.27	3,849.43	4,903.34	6,270.23
其他	(2,171.07)	(2,168.11)	(2,178.08)	(2,178.08)	(2,178.08)
股东权益合计	4,475.77	5,030.35	5,821.53	6,875.44	8,242.33
负债和股东权益总计	8,552.55	9,223.53	9,978.34	11,035.68	12,478.80

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	302.03	551.61	801.15	1,053.92	1,366.89
折旧摊销	166.67	193.93	188.49	190.30	191.73
财务费用	70.68	88.62	66.39	70.49	68.37
投资损失	(19.70)	(32.18)	(34.00)	(49.00)	(49.00)
营运资金变动	499.42	(811.78)	(251.54)	(406.63)	(572.19)
其它	30.95	629.39	4.82	10.12	6.88
经营活动现金流	1,050.03	619.60	775.32	869.20	1,012.68
资本支出	126.55	132.15	5.64	18.44	18.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,365.34)	(57.69)	10.71	(4.68)	(3.25)
投资活动现金流	(1,238.79)	74.45	16.35	13.76	15.24
债权融资	2,422.50	2,422.50	2,422.50	2,422.50	2,422.50
股权融资	(59.26)	(77.69)	(76.36)	(70.49)	(68.37)
其他	(2,455.18)	(2,434.29)	(2,422.50)	(2,422.50)	(2,422.50)
筹资活动现金流	(91.94)	(89.48)	(76.36)	(70.49)	(68.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(280.70)	604.57	715.31	812.47	959.55

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,741.07	6,272.49	6,900.85	7,733.08	8,745.75
营业成本	4,790.03	4,893.36	5,352.38	5,945.36	6,691.50
营业税金及附加	66.13	76.02	80.74	78.88	76.09
营业费用	84.16	53.79	56.59	56.45	55.97
管理费用	163.39	171.11	185.63	183.27	147.80
研发费用	301.94	406.80	434.75	471.72	472.27
财务费用	64.58	80.65	66.39	70.49	68.37
资产减值损失	(62.86)	(64.98)	(62.00)	(59.00)	(61.00)
公允价值变动收益	15.51	9.18	4.82	10.12	6.88
投资净收益	19.70	32.18	34.00	49.00	49.00
其他	1.07	26.42	(77.65)	(118.24)	(111.76)
营业利润	297.42	587.96	825.18	1,045.03	1,350.62
营业外收入	14.50	16.80	18.00	32.00	36.00
营业外支出	7.57	54.10	38.00	21.00	17.00
利润总额	304.35	550.66	805.18	1,056.03	1,369.62
所得税	2.33	(0.95)	4.03	2.11	2.74
净利润	302.03	551.61	801.15	1,053.92	1,366.89
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	302.03	551.61	801.15	1,053.92	1,366.89
每股收益(元)	0.15	0.28	0.41	0.53	0.69

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-1.82%	9.26%	10.02%	12.06%	13.10%
营业利润	-214.09%	97.69%	40.35%	26.64%	29.24%
归属于母公司净利润	-88.42%	82.64%	45.24%	31.55%	29.70%
获利能力					
毛利率	16.57%	21.99%	22.44%	23.12%	23.49%
净利率	5.26%	8.79%	11.61%	13.63%	15.63%
ROE	6.75%	10.97%	13.76%	15.33%	16.58%
ROIC	5.86%	12.14%	16.20%	20.09%	24.50%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47.67%	45.46%	41.66%	37.70%	33.95%
净负债率	50.75%	31.04%	14.53%	0.49%	-11.24%
流动比率	3.37	3.62	4.42	5.32	6.18
速动比率	2.11	2.47	3.10	3.89	4.52
营运能力					
应收账款周转率	4.21	7.52	13.33	11.25	9.73
存货周转率	3.68	3.94	4.11	4.18	4.09
总资产周转率	0.70	0.71	0.72	0.74	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.15	0.28	0.41	0.53	0.69
每股经营现金流	0.53	0.31	0.39	0.44	0.51
每股净资产	2.27	2.55	2.95	3.49	4.18
估值比率					
市盈率	97.49	53.38	36.75	27.94	21.54
市净率	6.58	5.85	5.06	4.28	3.57
EV/EBITDA	8.39	21.68	27.00	21.71	17.00
EV/EBIT	10.26	25.18	32.71	25.41	19.30

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com