

限产政策导致产量下滑，拖累 2021Q4 业绩

2022 年 01 月 14 日

事件概述：1 月 13 日，公司发布公告：预计 2021 年实现归母净利润 7.28 亿元至 8.15 亿元，扣非后归母净利润 6.43 亿元至 7.04 亿元。据此测算，2021Q4 公司实现归母净利润 0.43 亿元至 1.30 亿元，环比 Q3 -83.12%至-48.86%；扣非归母净利润 0.13 亿元至 0.74 亿元，环比 Q3 -94.25%至-66.82%，低于我们的预期。

分析与判断：

► **2021Q4 业绩下滑或是限产所致。**在国家“压减粗钢产量”、“能耗双控”等政策大背景下，假定公司 2021 年钢材产量与 2020 年持平，据此测算，2021Q4 公司钢材产量 7.08 万吨，环比 Q3 大幅下滑 43.27%，同比 2020Q4 大幅下滑 40.10%。产销量下滑或导致单吨钢材的折旧摊销费用上升。

► **2021Q4 产品价格环比下滑，原料成本下滑，电力成本上升。**价格方面，2021Q4 不锈钢市场价格环比小幅下滑 0.60%，合金结构钢市场价格环比下滑 3.22%，工模具钢市场价格环比上涨 1.86%。**原料方面**，2021Q4 废钢市场价格环比下滑 6.48%，但随着电价市场化改革加速推进，电价上涨可能影响公司生产成本。**整体看**，2021Q4 业绩环比大幅下滑的主要原因是产销量以及产品价格的下降。

► **高温合金领域未来贡献可期。**高温合金对公司毛利贡献较大，2020 年公司高温合金毛利率高达 40.38%，为公司贡献毛利超过 32%。公司高温合金在航空航天市场占有率高达 80%以上。军用等领域高温合金的需求增长有望带动高温合金产品销量的提升，进一步增厚公司业绩。

► **技改项目加码，未来 2-3 年内新增产能 12.4 万吨，产品结构有望进一步向高端化转变。**公司四大主打产品高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢、高档工模具钢广泛服务于航空航天、国防军工、能源电力、石油化工、交通运输、机械机电、节能环保等六大领域。公司多个技改项目在途，预计未来 2-3 年内新增产能达 12.4 万吨，其中 2022 年是投产高峰期。公司高端产品下游景气度高，公司高温合金现有产能约为 5000 吨，随着技改项目投产，未来产能或将提升至万吨以上。公司在特钢市场需求稳定增长的背景下，持续加大研发投入，并加码多个技改项目，高端产品产能扩张可期，产品结构有望进一步向高端化转变。

► **投资建议：**公司重点发展国防军工、航空航天等领域产品，随着技改项目逐步投产，公司产品结构进一步优化，竞争力有望不断增强，驱动业绩释放。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润依次 7.73/10.08/12.84 亿元，对应 2022 年 1 月 13 日收盘价 17.85 元，2021-2023 年 PE 依次为 46/35/27 倍，首次覆盖，给予公司“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**产品需求不及预期，原材料价格大幅波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,272	6,794	7,856	9,130
增长率（%）	9.3	8.3	15.6	16.2
归属母公司股东净利润（百万元）	552	773	1,008	1,284
增长率（%）	82.6	40.2	30.3	27.4
每股收益（元）	0.28	0.39	0.51	0.65
PE	64	46	35	27
PB	5.8	8.4	7.2	6.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 13 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

17.85 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,272	6,794	7,856	9,130
营业成本	4,893	5,184	5,965	6,890
营业税金及附加	76	68	86	99
销售费用	54	58	67	78
管理费用	171	199	224	260
研发费用	407	395	467	547
EBIT	552	891	1,047	1,256
财务费用	81	101	86	61
资产减值损失	-65	-65	-38	-13
投资收益	32	31	37	43
营业利润	588	803	1,007	1,283
营业外收支	-37	-27	3	3
利润总额	551	776	1,010	1,286
所得税	-1	2	2	2
净利润	552	773	1,008	1,284
归属于母公司净利润	552	773	1,008	1,284
EBITDA	746	940	1,081	1,292

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	861	1,587	1,964	2,516
应收账款及票据	450	555	618	731
预付款项	200	172	213	240
存货	1,586	1,633	1,897	2,227
其他流动资产	1,896	2,018	2,098	2,204
流动资产合计	4,993	5,965	6,791	7,917
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,390	3,575	3,781	3,952
无形资产	783	760	738	716
非流动资产合计	4,230	4,129	4,044	3,959
资产合计	9,224	10,093	10,835	11,876
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	913	980	1,123	1,299
其他流动负债	464	494	585	667
流动负债合计	1,378	1,474	1,708	1,966
长期借款	2,409	2,409	1,909	1,409
其他长期负债	406	406	406	406
非流动负债合计	2,815	2,815	2,315	1,815
负债合计	4,193	4,290	4,024	3,781
股本	1,972	1,972	1,972	1,972
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,030	5,804	6,811	8,095
负债和股东权益合计	9,224	10,093	10,835	11,876

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.26	8.32	15.62	16.23
EBIT 增长率	105.37	61.46	17.55	19.93
净利润增长率	82.64	40.22	30.27	27.43
盈利能力 (%)				
毛利率	21.99	23.70	24.07	24.54
净利润率	8.79	11.38	12.83	14.06
总资产收益率 ROA	5.98	7.66	9.30	10.81
净资产收益率 ROE	10.97	13.33	14.79	15.86
偿债能力				
流动比率	3.62	4.05	3.98	4.03
速动比率	2.33	2.82	2.74	2.77
现金比率	0.63	1.08	1.15	1.28
资产负债率 (%)	45.46	42.50	37.13	31.84
经营效率				
应收账款周转天数	26.21	30.34	28.96	29.42
存货周转天数	118.30	119.56	119.14	119.28
总资产周转率	0.68	0.67	0.73	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.39	0.51	0.65
每股净资产	2.55	2.94	3.45	4.10
每股经营现金流	0.31	0.44	0.41	0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	64	46	35	27
PB	5.8	8.4	7.2	6.0
EV/EBITDA	41.49	52.86	45.13	36.97
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	552	773	1,008	1,284
折旧和摊销	194	49	34	35
营运资金变动	-269	-124	-320	-397
经营活动现金流	620	872	818	965
资本开支	-85	30	68	67
投资	112	-99	51	51
投资活动现金流	74	-38	156	161
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-13	0	-500	-500
筹资活动现金流	-89	-108	-597	-575
现金净流量	605	726	377	551

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001