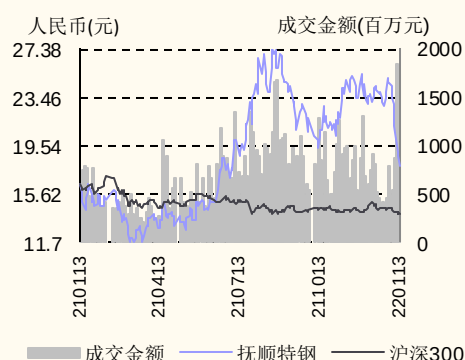


抚顺特钢 (600399.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 17.85 元

多因素影响, Q4 业绩低于预期**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)	352.02
年内股价最高最低(元)	27.47/11.70
沪深 300 指数	4766
上证指数	3555

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,741	6,272	6,820	8,330	9,450
营业收入增长率	-1.82%	9.26%	8.73%	22.14%	13.45%
归母净利润(百万元)	302	552	777	1,136	1,371
归母净利润增长率	-88.42%	82.64%	40.93%	46.14%	20.71%
摊薄每股收益(元)	0.153	0.280	0.394	0.576	0.695
每股经营性现金流净额	0.49	0.24	0.20	0.61	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.75%	10.97%	14.14%	18.39%	19.59%
P/E	21.55	53.27	62.84	43.00	35.62
P/B	1.45	5.84	8.89	7.91	6.98

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 1 月 13 日晚发布 2021 年业绩预告, 2021 年预计实现归母净利润 7.28 亿元-8.15 亿元, 同比增长 31.98%-47.74%; 实现扣非归母净利润 6.43 亿元-7.04 亿元, 同比增长 26.07%-38.03%。

评论

- **限电限产+成本抬升, Q4 业绩低于预期。**Q4 单季度实现归母净利润 0.43 亿元-1.3 亿元, 同比下降 12%-71%, 业绩低于预期。Q4 受钢铁限电限产政策影响, 部分重要原材料价格或将持续上涨, 原材料采购成本上升, 公司产品产销量同比降低; 受国际天然气价格持续上涨影响, 公司能源成本上升, 随着电价市场化改革加速推进, 电价的周期性上涨将直接影响公司生产成本。
- **“三高一特”产能持续扩张。**根据公司公告, 均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目预计 2022 年 6 月左右投产; 锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程预计 2022 年初投入生产, 两个项目预计可提升产能 4 万吨。高温合金、高强钢产业化技术改造一期项目设备预计 2022 年下半年陆续投入生产; 锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施项目预计 2023 年下半年投入生产, 两个项目预计可提升产能 4.4 万吨。实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施项目预计 2022 年底完成, 可提升产能 4 万吨。
- **高温合金龙头, 看好长期发展机遇。**公司生产的高温合金在航空航天市场占有率达 80%以上, 超高强度钢占有率达 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、产能集中度高特点使公司产品附加值更高、业绩弹性更大。2021 年国产飞机 C919 正式量产, 根据军民航空增量测算 2025 年高温合金需求 3.1 万吨, 年化增速为 3.1%。

盈利预测&投资建议

- 根据 2021 年业绩预告, 下调公司 21 年归母净利润 13%, 预计公司 21-23 年实现归母净利润分别为 7.77 亿元、11.36 亿元、13.71 亿元, 实现 EPS 分别为 0.39 元、0.58 元、0.70 元, 对应 PE 分别为 63 倍、43 倍、36 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 高端产品产量释放不达预期; 原材料价格大幅波动; 需求增速不达预期。

相关报告

- 1.《Q2 业绩符合预期, 受益军工高景气周期-抚顺特钢 2021 半年报...》, 2021.8.10
- 2.《摘帽有望落地, 静待高端产品放量-St 抚顺特钢业绩点评》, 2021.3.31

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	5,848	5,741	6,272	6,820	8,330	9,450
增长率		-1.8%	9.3%	8.7%	22.1%	13.4%
主营业务成本	-4,998	-4,790	-4,893	-5,364	-6,363	-7,172
%销售收入	85.5%	83.4%	78.0%	78.6%	76.4%	75.9%
毛利	849	951	1,379	1,456	1,967	2,279
%销售收入	14.5%	16.6%	22.0%	21.4%	23.6%	24.1%
营业税金及附加	-67	-66	-76	-61	-75	-85
%销售收入	1.1%	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-81	-84	-54	-57	-69	-78
%销售收入	1.4%	1.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-214	-163	-171	-184	-225	-255
%销售收入	3.7%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
研发费用	-288	-302	-407	-307	-375	-378
%销售收入	4.9%	5.3%	6.5%	4.5%	4.5%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	199	335	671	847	1,223	1,482
%销售收入	3.4%	5.8%	10.7%	12.4%	14.7%	15.7%
财务费用	-295	-65	-81	-133	-146	-167
%销售收入	5.0%	1.1%	1.3%	1.9%	1.8%	1.8%
资产减值损失	-180	24	81	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	9	18	18	18
投资收益	0	20	32	20	20	20
%税前利润	0.0%	6.5%	5.8%	2.5%	1.7%	1.4%
营业利润	-261	297	588	795	1,158	1,395
营业利润率	n.a	5.2%	9.4%	11.7%	13.9%	14.8%
营业外收支	2,868	7	-37	-10	-10	-10
税前利润	2,607	304	551	785	1,148	1,385
利润率	44.6%	5.3%	8.8%	11.5%	13.8%	14.7%
所得税	0	-2	1	-8	-11	-14
所得税率	0.0%	0.8%	-0.2%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	2,607	302	552	777	1,136	1,371
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,607	302	552	777	1,136	1,371
净利率	44.6%	5.3%	8.8%	11.4%	13.6%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,607	302	552	777	1,136	1,371
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	344	104	129	185	198	216
非经营收益	312	35	62	144	159	163
营运资金变动	-3,387	523	-269	-709	-294	-360
经营活动现金净流	-124	964	474	398	1,199	1,390
资本开支	-58	-51	-85	-422	-522	-622
投资	0	-1,192	112	-232	18	18
其他	0	4	48	20	20	20
投资活动现金净流	-58	-1,239	74	-634	-484	-584
股权募资	259	0	0	0	0	0
债权募资	395	-13	-13	384	28	87
其他	-336	-79	-77	-488	-642	-740
筹资活动现金净流	319	-92	-90	-104	-614	-653
现金净流量	137	-368	459	-340	101	154

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	436	151	861	522	623	777
应收款项	1,520	1,226	1,255	1,627	1,779	2,018
存货	1,522	1,602	1,586	2,351	2,789	3,144
其他流动资产	138	1,292	1,291	1,421	1,436	1,448
流动资产	3,616	4,272	4,993	5,920	6,627	7,386
%总资产	45.5%	49.9%	54.1%	57.1%	58.1%	58.8%
长期投资	15	19	24	24	24	24
固定资产	3,468	3,458	3,420	3,645	3,958	4,354
%总资产	43.7%	40.4%	37.1%	35.1%	34.7%	34.7%
无形资产	841	804	786	787	788	789
非流动资产	4,323	4,281	4,230	4,457	4,771	5,167
%总资产	54.5%	50.1%	45.9%	42.9%	41.9%	41.2%
资产总计	7,939	8,553	9,224	10,377	11,397	12,553
短期借款	13	13	13	316	344	431
应付款项	756	1,022	1,092	1,247	1,479	1,666
其他流动负债	185	232	273	437	515	573
流动负债	953	1,267	1,378	2,000	2,338	2,671
长期贷款	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409
其他长期负债	406	400	406	471	471	471
负债	3,769	4,077	4,193	4,880	5,219	5,552
普通股股东权益	4,170	4,476	5,030	5,497	6,178	7,001
其中：股本	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972
未分配利润	-50	220	717	1,183	1,865	2,688
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,939	8,553	9,224	10,377	11,397	12,553

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.322	0.153	0.280	0.394	0.576	0.695
每股净资产	2.114	2.270	2.551	2.787	3.133	3.550
每股经营现金净流	-0.063	0.489	0.240	0.202	0.608	0.705
每股股利	0.517	0.000	0.000	0.158	0.230	0.278
回报率						
净资产收益率	62.53%	6.75%	10.97%	14.14%	18.39%	19.59%
总资产收益率	32.84%	3.53%	5.98%	7.49%	9.97%	10.92%
投入资本收益率	3.02%	4.82%	9.02%	10.20%	13.56%	14.91%
增长率						
主营业务收入增长率	17.32%	-1.82%	9.26%	8.73%	22.14%	13.45%
EBIT增长率	3.66%	68.41%	100.17%	26.21%	44.33%	21.16%
净利润增长率	-294.93%	-88.42%	82.64%	40.93%	46.14%	20.71%
总资产增长率	-17.01%	7.73%	7.85%	12.51%	9.83%	10.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.4	41.2	30.8	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	100.8	119.0	118.9	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	60.9	44.8	49.6	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	168.0	213.3	197.2	182.8	154.6	143.8
偿债能力						
净负债/股东权益	47.64%	23.76%	9.38%	15.73%	12.81%	10.35%
EBIT利息保障倍数	0.7	5.2	8.3	6.4	8.4	8.9
资产负债率	47.47%	47.67%	45.46%	47.03%	45.79%	44.23%

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
买入	1	2	9	25	48
增持	0	0	3	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.14	1.00

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	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
5	2020-11-01	买入	8.33	N/A
6	2021-03-31	买入	13.16	N/A
7	2021-08-19	买入	24.40	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: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402