

中航证券研究所
 分析师: 张 超
 证券执业证书号: S0640519070001
 研究助理: 方晓明
 证券执业证书号: S0640120120034
 电话: 010-59562519
 邮箱: fangxm@avicsec.com

抚顺特钢 (600399) 2021 年报点评:

归母净利增长 42%, 重点关注后续扩产进度

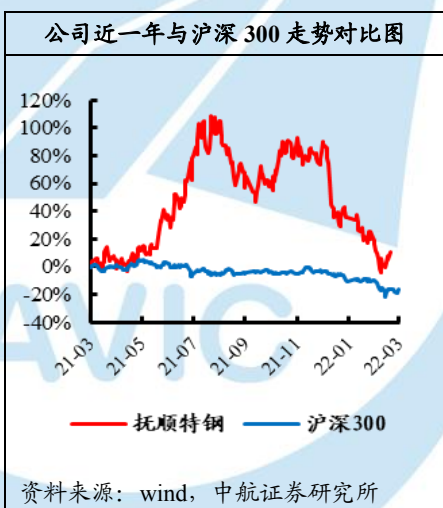
行业分类: 国防军工

2022 年 3 月 31 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.3.31)	14.73
目标价	25.00

基础数据 (2022.3.31)

上证指数	3252.20
总股本 (亿股)	19.72
流通 A 股 (亿股)	19.72
资产负债率 (2021)	42.69%
ROE (摊薄) (2021)	13.37%
PE (TTM)	37.1
PB (LF)	4.96



➤ **事件:** 公司 3 月 31 日公告, 2021 年营业收入 74.14 亿元 (+18.21%), 归母净利润 7.83 亿元 (+42.02%), 毛利率 20.01% (-1.98pcts), 净利率 10.57% (+1.78pcts)。2021Q4 营业收入 18.46 亿元 (+18.46%), 归母净利润 0.98 亿元 (-33.22%)。

➤ **投资要点:**

● “三高一特”产品持续发力, 全年业绩快速增长; 同时受原材料上涨及限产限电影响, 21Q4 成本端承压

2021 年, 公司营业收入 74.14 亿元 (+18.21%), 归母净利润 7.83 亿元 (+42.02%), 扣非归母净利润 6.85 亿元 (+34.33%), 净利润较大幅度提升。毛利率 20.01% (-1.98pcts), 净利率 10.57% (+1.78pcts), 由于原材料上涨, 成本端承压, 毛利率出现小幅下滑; 随着公司经营规模增大, 费率下降, 净利率小幅提升。

2021 年 Q4, 公司营业收入 18.46 亿元 (+18.46%), 但同时营业成本上涨较快, 毛利率 15.45%, 同比-13.72pcts; 进而使得净利率出现一定程度下滑, 为 5.32%, 同比-4.13pcts。

报告期内, 公司实现钢产量 69.15 万吨 (+7.76%), 实现钢材产量 55.06 万吨 (+9.12%)。具体来看:

种类	应用领域	指标	2021年	2020年	变动(%, pcts)
合金结构钢	汽车齿轮、风电减速机	销量(万吨)	31.55	31.38	0.54%
		售价(万元)	0.96	0.83	15.66%
		收入(亿元)	30.04	26.03	15.41%
		毛利率(%)	16.73	19	(2.27)
工具钢	模具制造	销量(万吨)	7.24	6.27	15.47%
		售价(万元)	1.59	1.49	6.71%
		收入(万元)	11.43	9.36	22.12%
		毛利率	7.07	10.31	(3.24)
不锈钢	机械制造	销量(万吨)	7.49	6.48	15.59%
		售价(万元)	1.86	1.71	8.77%
		收入(亿元)	13.81	11.06	24.86%
		毛利率(%)	22.09	23.15	(1.06)
高温合金	航空、航天发动机, 核电	销量(万吨)	0.6	0.58	3.45%
		售价(万元)	21.7	19.94	8.83%
		收入(亿元)	13.04	11.6	12.41%
		毛利率(%)	42.65	40.38	2.27

注: 以上各产品售价为不含税价格, 收入为含税收入

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

高温合金是公司盈利能力最强的业务，营收占比 17.59%，毛利占比 37.32%；产量 0.59 万吨，销量 0.60 万吨，基本平衡。此外，公司主要产品售价均有不同程度上调，但受原材料上涨等因素影响，除高温合金外，毛利率仍出现一定幅度下滑。

2021 年，公司三费费用率 4.63%（-0.25pcts），销售费用率 0.85%，与去年基本持平；管理费用率 2.59%（-0.14pcts），财务费用率 1.18%（-0.10pcts），小幅降低。研发费用率 4.17%（-2.32pcts）。存货 21.87 亿元（+37.92%），增长较快，主要是系大宗原材料上涨；同时，高端产品订单增加、原材料和产成品存储增加。合同负债 3.21 亿元（+33.33%）。公司在建工程 4.85 亿元（+1,494.30%），公司稳步推进技改项目，投入增加较多。

● 全面提产提效，推进产能扩建

报告期是公司全面提产提效的关键一年，公司在生产效率提升、指标改善工作、成材率提升及的降本增效方面均有一定的进展。同时，公司积极投入重点产品开发、创新，报告期内公司重点开发中高端产品市场，紧抓军工行业快速发展的形势；拓展新产品和新市场，累计开发新品种 253 个，新用户 148 户，推进 16 项国产替代进口及 66 项产品认证项目。

此外，近年来，公司高端产品产能利用率始终保持较高水平，为突破公司重点产品产能瓶颈，其主要扩产内容与达产进度如下：

项目名称	公告日期	投资额 (亿元)	建设内容	达产日期	对应产能
均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设	2020 年 3 月 31 日	2.8	新建一台 30 吨真空感应炉和一台 30 吨真空自耗炉及其附属设施。30 吨真空感应炉计划 2022 年 5 月开始安装，计划 2022 年 11 月热试；30 吨真空自耗炉计划 2022 年 4 月安装完成	2022 年 10 月	提升产能 4 万吨
锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程	2020 年 3 月 31 日	2.5	括新建一台 70MN 快锻机、60 吨操作机、20 吨无轨车。该项目的配套厂房及 70MN 快锻机主体已经建设安装完成	2022 年 5 月热试	
高温合金、高强度钢产业化技术改造项目（1 期）	2020 年 3 月 31 日	2.6	新建一台 12 吨真空感应炉、一台 1 吨真空感应炉和一台 200kg 真空感应炉及其附属设施；新建五台 12 吨真空自耗炉及其附属设施。	2022 年下半年陆续投入生产	提升产能 4.4 万吨
锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施	2021 年 3 月 31 日	6.14	主厂房及设备基础部分预计 2022 年下半年施工完成，主机设备预计 2023 年下半年运达公司生产现场并安装调试	计划 2024 年上半年投入生产	
实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施	2021 年 3 月 31 日		新厂房及设备基础部分正在设计当中，工艺设计、轧机及电控部分已定标，正在制造当中	项目整体预计 2023 年底完成	提升产能 4 万吨

节能环保技术改造项目	2021 年 3 月 31 日	0.74	第一炼钢厂新建机械真空泵系统及附属设施项目，整体预计 2022 年底完成。；第二炼钢厂新建机械真空泵系统及附属设施项目，计划 2022 年 5 月份投入运行	2022 年陆续完成	——
进一步提升军品产能技术改造项目	2022 年 3 月 31 日	1.5	新建 1 台 12 吨真空感应炉（进口），3 台 12 吨真空自耗炉（进口），同时增加配套辅助工艺设备及辅助设施。	预计 2023 年底	增加感应钢产能 0.48 万吨/年；增加自耗钢产能 0.54 万吨/年
连轧厂提升产能技术改造项目	2022 年 3 月 31 日	2.17	连轧厂轧线及冷床区域提升生产能力技术改造；精整后部提升生产能力技术改造。	预计 2023 年底	增加产能约 20 万吨/年
第三炼钢厂新建 12 台保护气氛电渣炉技术改造项目	2022 年 3 月 31 日	0.85	新建 12 台 3 吨保护气氛电渣炉及配套厂房设备设施。	预计 2023 年底	增加电渣钢产能 2.88 万吨/年
第三炼钢厂新建 8 台电渣炉技术改造项目	2022 年 3 月 31 日	1.04	新建 1 台 30 吨三工位双支臂恒熔速保护气氛电渣炉；3 台 15 吨单支臂保护气氛恒熔速电渣炉；4 台 3 吨恒熔速电渣炉，同时新建配套厂房和辅助设备设施。	预计 2023 年底	增加电渣钢产能 2.7 万吨/年
其他	2022 年 3 月 31 日	1.01	中心实验室高档品种检验能力提升项目、第二炼钢厂新建铸线及更新三台铸钢车项目、66KV 变电所新建工程等	预计 2023 年底	对目前设备进行提升、改造以提升产品质量。

上述项目全部建设完成后，将进一步提升公司产品的供应能力，增加公司高附加值、高技术含量产品比重，提高公司对国防军工、航空航天、国民经济重点行业原材料需求的保障能力，也为公司增加了新的利润增长点，提升公司核心竞争力。

● 原材料价格大幅上涨或使公司短期盈利能力承压，2022 年可能仍存在产能瓶颈

公司主要原材料镍、钴、铬等主要原材料价格波动较大，原材料成本在公司产品构成中，占比约为 60%-70%，2021 年，受镍价的大幅上涨，公司的业绩受到一定的影响；同时，包含镍在内的部分大宗商品价格在 2022 年大幅上涨其创出历史新高，对公司盈利能力造成不确定性。虽然公司采取以销定产的营销模式，在订单确认后锁价，但也无法完全将原材料价格上涨成本转移到下游。

此外，公司目前中高端产品，如高温合金等，存在一定的产能瓶颈，技改项目产能落地预计为 2022 年下半年，预计产能受限仍将对公司增长造成一定影响。

公司结合当下原材料价格和能源动力价格，预计 2022 年公司计划实现钢产量 68 万吨至 74 万吨、钢材产量 54 万吨至 60 万吨，其中“三高一特”核心产品 7.5 万吨至 8.5 万吨；实现营业收入 80 亿元至 88 亿元，实现净利润 5 亿元至 8 亿元。

➤ **投资建议：**

1. 2021 年，公司营业收入 74.14 亿元（+18.21%），归母净利润 7.83 亿元（+42.02%），归母净利润 7.83 亿元（+42.02%）；毛利率 20.01%（-1.98pcts），净利率 10.57%（+1.78pcts），由于原材料上涨，成本端承压，毛利率出现小幅下滑；随着公司经营规模增大，费率下降，净利率小幅提升。高温合金主要用于航空航天，是公司盈利能力最强的业务，营收占比 17.59%，毛利占比 37.32%。

2. 公司全面原材料价格大幅上涨或使公司短期盈利能力承压，2022 年可能仍存在产能瓶颈。与此同时，公司积极推进产能建设。产能扩建项目中均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目及锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程，将分别于 2022 年 10 月左右投产、2022 年 5 月热试，两者预计提升产能 4 万吨。高温合金、高强钢产业化技术改造项目（1 期）及锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施将分别于 2022 年下半年、2024 年上半年陆续投入生产，两者预计提升产能 4.4 万吨。实林公司新建高温合金小棒材生产线及附属设施预计 2023 年底完成，可提升产能 4 万吨。

公司同时披露新扩产计划，预计投入 10.76 亿元，主要用于高温合金、超高强度钢的能力建设，建设期为 2022-2023 年。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 82.59 亿元、95.03 亿元和 103.48 亿元，归母净利润分别为 7.00 亿元、10.19 亿元及 11.99 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.52 元、0.61 元，我们给予买入评级，目标价 25 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 69、48、41。

风险提示：产能建设推进不及预期；原材料价格波动风险；能源价格波动风险等。

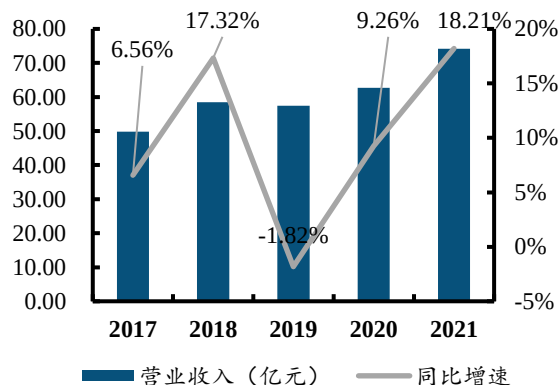
➤ **盈利预测：**

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6272.49	7414.43	8258.64	9502.72	10348.03
增长率	9.26%	18.21%	11.39%	15.06%	8.90%
归属母公司股东净利润	551.61	783.39	700.17	1018.99	1198.58
增长率	82.64%	42.02%	-10.62%	45.54%	17.62%
每股收益 (EPS)	0.28	0.40	0.36	0.52	0.61

数据来源：WIND，中航证券研究所

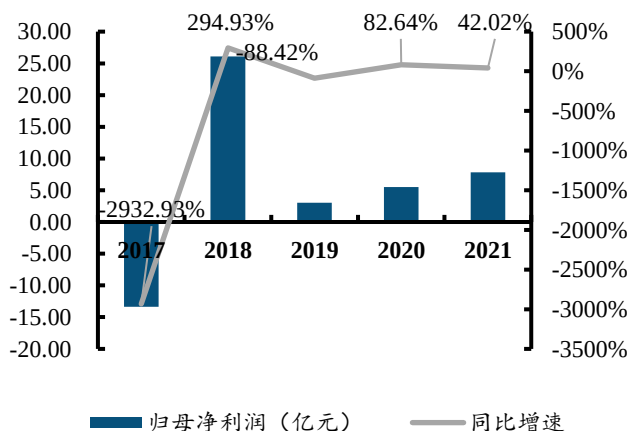
公司近 5 年主要财务数据

图 1：公司近 5 年营业收入及增速情况



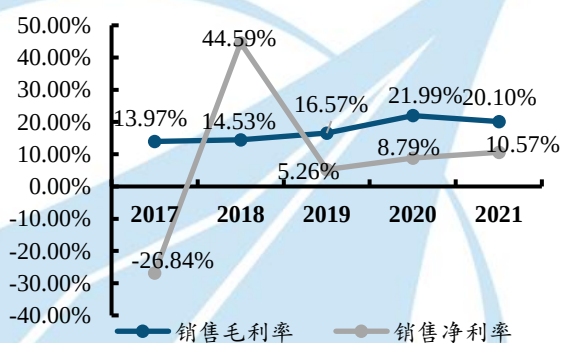
资料来源：wind，中航证券研究所

图 2：公司近 5 年归母净利润及增速情况



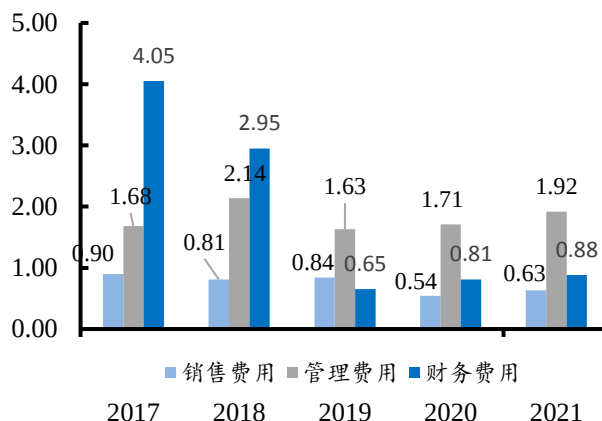
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司近 5 年毛利率及净利率情况



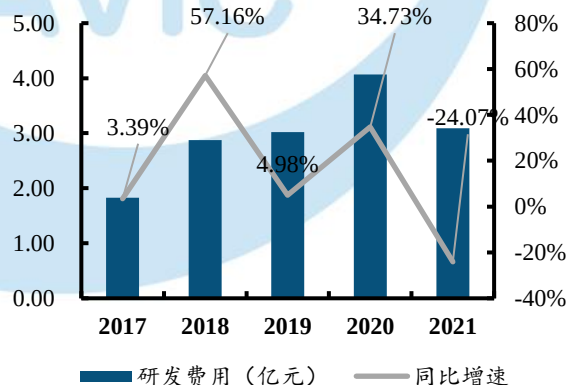
资料来源：wind，中航证券研究所

图 4：公司近 5 年三费情况（亿元）

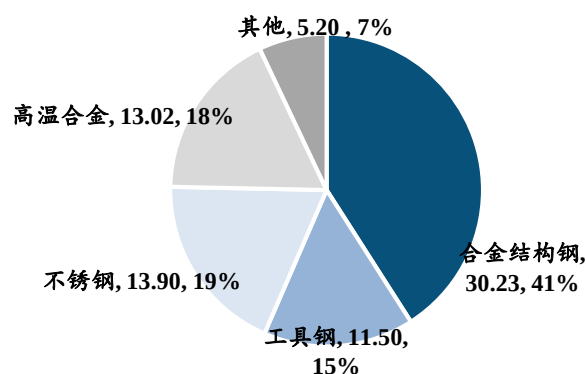


资料来源：wind，中航证券研究所

图 5：公司近 5 年研发费用情况



资料来源：wind，中航证券研究所

 图 6：公司 2021 年钢材制造产品结构收入（亿元）
 （收入为经营数据中销量*单价，不含税）


资料来源：wind，中航证券研究所

报表预测				
利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7414.43	8258.64	9502.72	10348.03
减：营业成本	5924.13	6592.74	7356.41	7970.17
营业税金及附加	68.66	87.46	98.84	106.32
销售费用	63.30	79.04	86.10	94.61
管理费用	500.74	561.59	641.43	698.49
财务费用	87.77	192.10	247.87	224.97
资产减值损失	-87.76	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	34.44	5.00	4.00	3.00
公允价值变动损益	13.96	12.62	12.49	12.78
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	861.94	763.34	1088.56	1269.25
加：其他非经营损益	-77.65	-62.29	-68.82	-69.50
利润总额	784.28	701.06	1019.73	1199.75
减：所得税	0.89	0.89	0.74	1.17
净利润	783.39	700.17	1018.99	1198.58
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	783.39	700.17	1018.99	1198.58
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1153.05	2064.66	2375.68	2587.01
应收和预付款项	451.33	3312.94	3832.93	4232.42
存货	2187.39	2315.22	2608.18	2840.32
其他流动资产	1887.59	989.44	1006.73	1009.39
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3752.71	3904.77	3896.77	3653.97
无形资产和开发支出	756.88	740.48	724.08	707.68
其他非流动资产	34.64	45.81	56.28	66.03
资产总计	10223.59	13373.32	14500.65	15096.82
短期借款	0.00	2686.66	2557.87	1834.20
应付和预收款项	1124.27	1166.07	1349.58	1435.29
长期借款	2409.50	2409.50	2409.50	2409.50
其他负债	830.84	566.26	619.87	655.42
负债合计	4364.61	6828.48	6936.82	6334.41
股本	1972.10	1972.10	1972.10	1972.10
资本公积	2178.08	2178.08	2178.08	2178.08
留存收益	1694.49	2394.66	3413.66	4612.23
归属母公司股东权益	5858.98	6544.84	7563.83	8762.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	5858.98	6544.84	7563.83	8762.41
负债和股东权益合计	10223.59	13373.32	14500.65	15096.82
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	340.17	-1096.26	1061.18	1334.18
投资活动现金流净额	-53.98	-492.38	-393.51	-194.22
筹资活动现金流净额	-140.50	2500.25	-356.65	-928.64
现金流量净额	137.69	911.61	311.02	211.33

数据来源：WIND，中航证券研究所

注：表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。