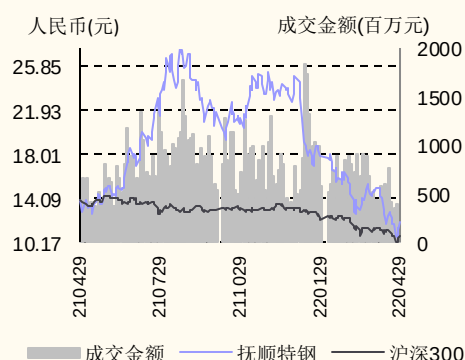


抚顺特钢 (600399.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 12.06 元

Q1 高温合金产量同环比较快增长**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)	237.84
年内股价最高最低(元)	27.47/10.66
沪深 300 指数	4016
上证指数	3047

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,272	7,414	8,150	9,770	11,600
营业收入增长率	9.26%	18.21%	9.92%	19.88%	18.73%
归母净利润(百万元)	552	783	790	1,066	1,386
归母净利润增长率	82.64%	42.02%	0.90%	34.90%	29.94%
摊薄每股收益(元)	0.280	0.397	0.401	0.541	0.703
每股经营性现金流净额	0.31	0.17	0.53	0.62	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.97%	13.37%	12.48%	15.29%	17.75%
P/E	53.27	62.36	37.00	27.43	21.11
P/B	5.84	8.34	4.62	4.19	3.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 29 日晚发布 2022 年一季报, 2022 年一季度公司实现营收 18.22 亿元, 同比增长 1.03%; 实现归母净利润 0.85 亿元, 同比减少 50.58%; 实现扣非归母净利润 0.65 亿元, 同比减少 59.84%; 实现 EPS 为 0.0433 元。

评论

- **Q1 费用率提升导致业绩承压。**Q1 公司营收环减 1.3%; 归母净利润环减 13.27%; 毛利率 15.82%, 环增 0.37pcts; 净利率 4.69%, 环减 0.63pcts; 管理费用 0.84 亿元, 费用率环增 2.66pcts; 研发费用 0.98 亿元, 费用率环增 2.4pcts。Q1 公司合金结构钢销量 5.74 万吨, 环减 6.5%, 售价环减 1.7%; 工具钢销量 1.63 万吨, 环减 17.7%, 售价环减 2.1%; 不锈钢销量 2.27 万吨, 环减 1.7%, 售价环减 7.6%; 高温合金销量 0.18 万吨, 环增 28.6%, 售价环增 2.4%。22 年公司计划实现钢产量 68-74 万吨、钢材产量 54-60 万吨, 其中“三高一特”核心产品 7.5-8.5 万吨。
- **高温合金技改项目持续推进。**22-23 年公司拟计划投资 10.76 亿元建设技改项目, 项目主要包含军品产能提升, 新建 1 台 12 吨真空感应炉 (进口)、3 台 12 吨真空自耗炉 (进口) 和相应辅助设施, 实现感应钢产能增加 0.48 万吨/年、自耗钢产能增加 0.54 万吨/年; 连轧厂轧线及冷床区域增加产能约 20 万吨/年; 新建 12 台保护气氛电渣炉增加电渣钢产能 2.88 万吨/年等, 预计 23-24 年技改项目产能增量开始体现。
- **公司是高温合金老牌龙头, 成长性可期。**公司生产的高温合金在航空航天市占率 80% 以上, 超高强度钢占有 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、产能集中度高等特点使公司产品附加值更高、业绩弹性更大。21 年国产飞机 C919 正式量产, 测算 25 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

- 预计 22-24 年公司归母净利润分别为 7.9 亿元、10.66 亿元、13.86 亿元, 实现 EPS 分别为 0.4 元、0.54 元、0.7 元, 对应 PE 分别为 37 倍、27 倍、21 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. 《业绩略低于预期, 期待高温合金技改项目推进 - 抚顺特钢业绩点评》, 2022.3.30
2. 《多因素影响, Q4 业绩低于预期-抚顺特钢公司点评》, 2022.1.14
3. 《Q2 业绩符合预期, 受益军工高景气周期 - 抚顺特钢 2021 半年报 ...》, 2021.8.19

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,741	6,272	7,414	8,150	9,770	11,600
增长率		9.3%	18.2%	9.9%	19.9%	18.7%
主营业务成本	-4,790	-4,893	-5,924	-6,467	-7,637	-8,914
%销售收入	83.4%	78.0%	79.9%	79.3%	78.2%	76.8%
毛利	951	1,379	1,490	1,684	2,133	2,686
%销售收入	16.6%	22.0%	20.1%	20.7%	21.8%	23.2%
营业税金及附加	-66	-76	-69	-75	-90	-107
%销售收入	1.2%	1.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-84	-54	-63	-70	-83	-99
%销售收入	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	-163	-171	-192	-211	-253	-300
%销售收入	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-302	-407	-309	-340	-407	-483
%销售收入	5.3%	6.5%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	335	671	858	988	1,300	1,696
%销售收入	5.8%	10.7%	11.6%	12.1%	13.3%	14.6%
财务费用	-65	-81	-88	-123	-110	-130
%销售收入	1.1%	1.3%	1.2%	1.5%	1.1%	1.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	16	9	14	0	0	0
投资收益	20	32	34	34	34	34
%税前利润	6.5%	5.8%	4.4%	3.7%	2.7%	2.1%
营业利润	297	588	862	930	1,254	1,630
营业利润率	5.2%	9.4%	11.6%	11.4%	12.8%	14.1%
营业外收支	7	-37	-78	0	0	0
税前利润	304	551	784	930	1,254	1,630
利润率	5.3%	8.8%	10.6%	11.4%	12.8%	14.1%
所得税	-2	1	-1	-139	-188	-245
所得税率	0.8%	-0.2%	0.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	302	552	783	790	1,066	1,386
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	302	552	783	790	1,066	1,386
净利率	5.3%	8.8%	10.6%	9.7%	10.9%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	302	552	783	790	1,066	1,386
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	190	275	255	206	218	229
非经营收益	35	62	49	135	137	139
营运资金变动	523	-269	-747	-82	-199	-395
经营活动现金净流	1,050	620	340	1,049	1,222	1,358
资本开支	-51	-85	-254	-400	-400	-400
投资	-1,192	112	156	0	0	0
其他	4	48	44	34	34	34
投资活动现金净流	-1,239	74	-54	-366	-366	-366
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-13	-13	-65	68	11	30
其他	-79	-77	-84	-485	-598	-727
筹资活动现金净流	-92	-90	-148	-418	-587	-697
现金净流量	-281	605	138	266	269	296

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	151	861	1,153	1,419	1,688	1,984
应收款项	1,226	1,255	1,243	1,373	1,646	1,954
存货	1,602	1,586	2,187	2,215	2,432	2,839
其他流动资产	1,292	1,291	1,096	1,136	1,159	1,185
流动资产	4,272	4,993	5,679	6,142	6,925	7,962
%总资产	49.9%	54.1%	55.6%	56.5%	58.5%	61.0%
长期投资	19	24	27	27	27	27
固定资产	3,458	3,420	3,753	3,960	4,155	4,339
%总资产	40.4%	37.1%	36.7%	36.4%	35.1%	33.2%
无形资产	804	786	759	746	733	720
非流动资产	4,281	4,230	4,544	4,738	4,920	5,092
%总资产	50.1%	45.9%	44.4%	43.5%	41.5%	39.0%
资产总计	8,553	9,224	10,224	10,880	11,846	13,054
短期借款	13	13	0	68	79	109
应付款项	1,022	1,092	1,260	1,372	1,620	1,892
其他流动负债	232	273	381	378	443	516
流动负债	1,267	1,378	1,641	1,818	2,143	2,518
长期贷款	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409	2,409
其他长期负债	400	406	314	319	321	322
负债	4,077	4,193	4,365	4,547	4,873	5,249
普通股股东权益	4,476	5,030	5,859	6,333	6,973	7,804
其中：股本	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972
未分配利润	220	717	1,459	1,933	2,573	3,404
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,553	9,224	10,224	10,880	11,846	13,054

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.153	0.280	0.397	0.401	0.541	0.703
每股净资产	2.270	2.551	2.971	3.211	3.536	3.957
每股经营现金净流	0.532	0.314	0.172	0.532	0.620	0.689
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.160	0.216	0.281
回报率						
净资产收益率	6.75%	10.97%	13.37%	12.48%	15.29%	17.75%
总资产收益率	3.53%	5.98%	7.66%	7.26%	9.00%	10.61%
投入资本收益率	4.82%	9.02%	10.35%	9.53%	11.67%	13.95%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.82%	9.26%	18.21%	9.92%	19.88%	18.73%
EBIT增长率	68.41%	100.17%	27.73%	15.21%	31.53%	30.48%
净利润增长率	-88.42%	82.64%	42.02%	0.90%	34.90%	29.94%
总资产增长率	7.73%	7.85%	10.84%	6.42%	8.87%	10.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.2	30.8	19.6	19.6	19.6	19.6
存货周转天数	119.0	118.9	116.2	125.0	116.2	116.2
应付账款周转天数	44.8	49.6	45.6	45.6	45.6	45.6
固定资产周转天数	213.3	197.2	160.9	146.7	122.2	102.4
偿债能力						
净负债/股东权益	23.76%	9.38%	5.44%	1.90%	-1.98%	-5.17%
EBIT利息保障倍数	5.2	8.3	9.8	8.1	11.9	13.0
资产负债率	47.67%	45.46%	42.69%	41.79%	41.14%	40.21%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	10	13	14	37
增持	1	5	6	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.33	1.32	1.30	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	2020-04-29	买入	4.31	5.30 ~ 5.30
2	2020-08-19	买入	7.09	N/A
3	2020-11-01	买入	8.33	N/A
4	2021-03-31	买入	13.16	N/A
5	2021-08-19	买入	24.40	N/A
6	2022-01-14	买入	17.85	N/A
7	2022-03-30	买入	14.48	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