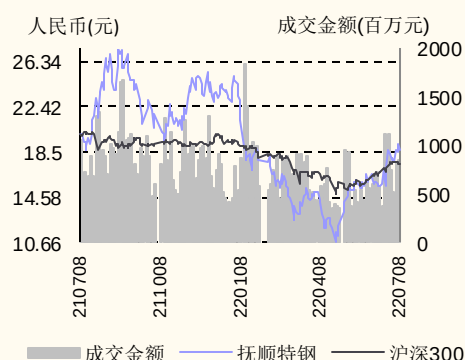


抚顺特钢 (600399.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 18.68 元

短期业绩承压, Q3 有望迎来业绩拐点**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)	368.39
年内股价最高最低(元)	27.47/10.66
沪深 300 指数	4429
上证指数	3356

**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 7 月 8 日晚发布 2022 年中报业绩预告, 2022 上半年公司预计实现归母净利润 1.53 亿元-2.13 亿元, 同比减少 50.6%-64.52%; 实现扣非归母净利润 1.2 亿元-1.8 亿元, 同比减少 55.86%至 70.57%。

评论

- 原材料价格大幅上涨导致业绩承压。**Q2 公司归母净利润 0.68 亿元-1.28 亿元, 环比减少 20%-增加 51%; 同比减少 50%-74%。上半年公司产品主要原材料镍、钴价格大幅上涨, 电解镍均价 20.6 万元/吨, 环比上涨 40%; MB 钴均价 38 美元/磅, 环比上涨 40%。原材料包括电力成本抬升使得上半年业绩承压, 目前镍、钴价格呈下降趋势, 下半年毛利率有望逐渐修复。
- 高温合金技改项目有望逐步放量。**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“三高特”核心产品 7.5-8.5 万吨。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、3 台 12 吨真空自耗炉和相应辅助设施, 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。预计技改项目下半年开始逐步放量, 23-24 年增量集中体现。
- 高温合金老牌龙头, 成长性显著。**公司生产的高温合金在航空航天市占率 80%以上, 超高强度钢占有率 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。上半年东航定增披露 38 架飞机中包括 4 架 C919 国产飞机, 首架交付商用试飞完成, 预计 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

- 《Q1 高温合金产量同环比快速增长-抚顺特钢业绩点评》, 2022.4.29
- 《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
- 《多因素影响, Q4 业绩低于预期-抚顺特钢公司点评》, 2022.1.14
- 《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

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%

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	6	14	23	38
增持	0	1	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.07	1.15	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	2020-08-19	买入	7.09	N/A
2	2020-11-01	买入	8.33	N/A
3	2021-03-31	买入	13.16	N/A
4	2021-08-19	买入	24.40	N/A
5	2022-01-14	买入	17.85	N/A
6	2022-03-30	买入	14.48	N/A
7	2022-04-29	买入	11.31	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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