

抚顺特钢 (600399)

证券研究报告

2022年07月11日

基本面筑底或已完成，大宗原材料价格进入下行通道或驱动企业拐点将至

● **22Q2 业绩或实现基本面筑底，大宗原材料价格下行公司拐点或将至**

公司发布 2022 年半年度业绩预减公告，22H1 公司预计实现归母净利润 1.53 亿元至 2.13 亿元，同比-50.6%至-64.52%；预计实现扣非归母净利润 1.2 亿元至 1.8 亿元，同比-55.86%至-70.57%。公司业绩大幅降低主要系 22H1 期间公司使用的镍、钴等主要原材料价格及能源价格较上年同期大幅上涨，受此影响，公司主要产品成本上升，毛利率下降所致。

我们认为，高温合金及航发产业链受到大宗原材料（镍为主）价格快速提升影响，整体业绩有所承压。根据 Wind 数据披露，自 6 月 8 日以来，镍价（沪镍交易合约）进入快速下行通道，以抚顺特钢为代表的高温合金产业链上游企业或已完成基本面筑底过程，预计 22Q3 伴随原材料下行通道或将迎来业绩拐点。同时，产业链上、中、下游成本压力解除后，产业链各环节对应企业预计将迎来成本压力下行阶段下的业绩释放窗口。

● **公司扩产节奏稳定扎实，有望突破现有产能瓶颈**

产能端，公司扩产、行业高景气度及下游需求持续兑现，22Q4 将迎来集中投产期。据公司公告披露，公司在建重要生产项目及技术改造项目涵盖 30 吨/12 吨/1 吨/200kg 真空感应炉、30 吨真空自耗炉、70MN 快锻机、60 吨操作机、20 吨无轨车等多个设备，预计将于 2022-23 年逐步实现投产。我们认为，公司扩产节奏稳定扎实，预计新产能逐步投产后现有特冶及非特冶产能瓶颈将实现突破，业绩有望进一步释放。

● **军工新材料产业高景气周期持续兑现，公司作为“中国特殊钢的摇篮”有望充分受益于此进程**

我们认为，军工新材料是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快，军工新材料板块高景气周期有望持续兑现。公司作为我国不可替代的国防军工、航空航天等高科技领域使用特殊钢材料的生产研发基地，以特殊钢和合金材料的研发制造为主营业务，“三高一特”（高温合金、超高强度钢、高档工模具钢、特冶不锈钢）为公司核心产品，下游广泛应用于军工、机械、船舶以及新兴产业等国民经济大部分行业，被誉为“中国特殊钢的摇篮”，其中（变形）高温合金在航空航天市场占有率高达 80%以上，超高强度钢在航空航天市场占有率高达 95%以上，为该领域龙头企业。预计公司三高一特业务有望充分受益于军工新材料产业高景气周期，对应产品或将快速放量。

盈利预测与评级：综上所述我们认为，公司当前或已完成基本面筑底，结合大宗原材料下行、公司扩产扩张、行业需求等因素，预计公司业绩或将迎来拐点。由于公司 2021 年业绩低于市场预期及 2022 年受到大宗原材料涨价影响，我们进行基数调整，2022-23 年公司营业收入预计由 83.67/94.56 亿元调整至 84.70/100.03 亿元，预计 2024 年为 124.23 亿元；2022-23 年归母净利润预计由 11.25/14.61 亿元调整至 7.01/13.50 亿元，预计 2024 年为 17.55 亿元；对应 EPS 为 0.36/0.68/0.89 元，PE 为 52.52/27.29/20.99x，维持“买入”评级。

风险提示：行业风险；宏观流动性风险；原材料价格波动风险；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露的半年报为准。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,272.49	7,414.43	8,469.77	10,002.83	12,423.21
增长率(%)	9.26	18.21	14.23	18.10	24.20
EBITDA(百万元)	1,376.15	1,520.28	1,129.91	1,721.69	2,128.49
净利润(百万元)	551.61	783.39	701.49	1,349.87	1,754.95
增长率(%)	82.64	42.02	(10.46)	92.43	30.01
EPS(元/股)	0.28	0.40	0.36	0.68	0.89
市盈率(P/E)	66.78	47.02	52.52	27.29	20.99
市净率(P/B)	7.32	6.29	5.81	4.79	3.90
市销率(P/S)	5.87	4.97	4.35	3.68	2.97
EV/EBITDA	21.68	32.32	32.90	21.37	16.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	钢铁/特钢 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.68 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,972.10
流通 A 股股本(百万股)	1,972.10
A 股总市值(百万元)	36,838.83
流通 A 股市值(百万元)	36,838.83
每股净资产(元)	3.01
资产负债率(%)	43.66
一年内最高/最低(元)	29.30/10.30

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

李鲁靖 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519050003
lilujing@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

张明磊 联系人
zhangminglei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《抚顺特钢-半年报点评:净利润同比+135.21%实现超预期增长，国产超高强度钢/变形高温合金龙头进入高景气兑现期》 2021-08-20
- 《抚顺特钢-公司点评:净利润同比+126%-145%实现超预期增长，产业高景气度凸显》 2021-07-07
- 《抚顺特钢-首次覆盖报告:我国变形高温合金龙头，涅槃重生望受益于十四五高景气周期》 2021-05-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	861.28	1,153.05	1,199.55	1,428.38	2,014.53
应收票据及应收账款	450.34	345.46	642.68	968.89	1,308.70
预付账款	200.22	89.62	331.83	664.78	882.43
存货	1,585.97	2,187.39	2,601.86	2,597.84	3,644.35
其他	1,895.54	1,903.84	1,720.44	1,870.80	1,944.74
流动资产合计	4,993.35	5,679.36	6,496.36	7,530.69	9,794.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,389.59	3,269.16	3,433.67	3,503.51	3,564.78
在建工程	30.33	483.55	245.62	177.52	161.74
无形资产	783.05	756.88	718.81	683.33	648.85
其他	27.22	34.64	30.77	29.26	30.10
非流动资产合计	4,230.18	4,544.23	4,428.87	4,393.61	4,405.47
资产总计	9,223.53	10,223.59	10,925.23	11,924.31	14,200.21
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	913.44	1,117.37	951.59	738.31	1,022.30
其他	464.49	523.50	715.84	610.40	857.28
流动负债合计	1,377.93	1,640.87	1,667.43	1,348.72	1,879.58
长期借款	2,409.50	2,409.50	2,509.50	2,509.50	2,509.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	405.76	314.24	408.12	376.04	366.13
非流动负债合计	2,815.26	2,723.74	2,917.62	2,885.54	2,875.63
负债合计	4,193.19	4,364.61	4,585.05	4,234.26	4,755.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,972.10	1,972.10	1,972.10	1,972.10	1,972.10
资本公积	2,178.08	2,178.08	1,972.10	1,972.10	1,972.10
留存收益	3,048.27	3,872.57	4,368.08	5,717.95	7,472.90
其他	(2,168.11)	(2,163.76)	(1,972.10)	(1,972.10)	(1,972.10)
股东权益合计	5,030.35	5,858.98	6,340.18	7,690.05	9,445.00
负债和股东权益总计	9,223.53	10,223.59	10,925.23	11,924.31	14,200.21

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	551.61	783.39	701.49	1,349.87	1,754.95
折旧摊销	193.93	218.60	241.99	259.77	277.66
财务费用	88.62	79.03	104.73	80.06	78.14
投资损失	(32.18)	(34.44)	(16.40)	(39.52)	(27.45)
营运资金变动	(811.78)	(897.05)	(640.69)	(1,002.65)	(1,088.18)
其它	629.39	190.64	18.49	147.80	68.17
经营活动现金流	619.60	340.17	409.61	795.33	1,063.30
资本支出	132.15	615.80	36.62	258.10	298.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(57.69)	(669.78)	(187.71)	(740.20)	(696.16)
投资活动现金流	74.45	(53.98)	(151.08)	(482.10)	(397.57)
债权融资	2,422.50	2,409.50	2,522.50	2,518.17	2,516.72
股权融资	(77.69)	(83.43)	(325.02)	(80.06)	(78.14)
其他	(2,434.29)	(2,466.57)	(2,409.50)	(2,522.50)	(2,518.17)
筹资活动现金流	(89.48)	(140.50)	(212.02)	(84.39)	(79.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	604.57	145.69	46.50	228.83	586.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,272.49	7,414.43	8,469.77	10,002.83	12,423.21
营业成本	4,893.36	5,924.13	6,896.52	7,799.55	9,603.37
营业税金及附加	76.02	68.66	76.23	83.02	99.39
销售费用	53.79	63.30	78.77	85.02	106.84
管理费用	171.11	191.87	211.74	230.07	248.46
研发费用	406.80	308.87	440.43	520.15	633.58
财务费用	80.65	87.77	104.73	80.06	78.14
资产/信用减值损失	(64.98)	(87.76)	(86.95)	10.42	(23.64)
公允价值变动收益	9.18	13.96	18.49	147.80	68.17
投资净收益	32.18	34.44	16.40	39.52	27.45
其他	26.42	(52.75)	(69.78)	(374.64)	(191.24)
营业利润	587.96	861.94	783.19	1,381.86	1,772.69
营业外收入	16.80	8.33	18.00	53.24	71.42
营业外支出	54.10	85.99	96.18	82.53	85.64
利润总额	550.66	784.28	705.01	1,352.57	1,758.47
所得税	(0.95)	0.89	3.53	2.71	3.52
净利润	551.61	783.39	701.49	1,349.87	1,754.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	551.61	783.39	701.49	1,349.87	1,754.95
每股收益(元)	0.28	0.40	0.36	0.68	0.89

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.26%	18.21%	14.23%	18.10%	24.20%
营业利润	97.69%	46.60%	-9.14%	76.44%	28.28%
归属于母公司净利润	82.64%	42.02%	-10.46%	92.43%	30.01%
获利能力					
毛利率	21.99%	20.10%	18.57%	22.03%	22.70%
净利率	8.79%	10.57%	8.28%	13.49%	14.13%
ROE	10.97%	13.37%	11.06%	17.55%	18.58%
ROIC	12.14%	17.33%	14.38%	21.85%	

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	45.46%	42.69%	41.97%	35.51%	33.49%
净负债率	31.04%	21.44%	20.87%	14.17%	5.32%
流动比率	3.62	3.46	3.90	5.58	5.21
速动比率	2.47	2.13	2.34	3.66	3.27

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	7.52	18.63	17.14	12.41	10.91
存货周转率	3.94	3.93	3.54	3.85	3.98
总资产周转率	0.71	0.76	0.80	0.88	0.95

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.28	0.40	0.36	0.68	0.89
每股经营现金流	0.31	0.17	0.21	0.40	0.54
每股净资产	2.55	2.97	3.21	3.90	4.79

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	66.78	47.02	52.52	27.29	20.99
市净率	7.32	6.29	5.81	4.79	3.90
EV/EBITDA	21.68	32.32	32.90	21.37	16.98
EV/EBIT	25.18	37.72	41.87	25.17	19.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com