

技改项目持续推进，镍价上涨拖累业绩

投资要点

- **事件：**公司发布2022半年度报告，2022年上半年，公司实现营业收入38.2亿元，同比增长1.24%；实现归母净利润1.8亿元，同比减少57.5%。分季度来看，2022Q1/Q2公司分别实现营业收入18.2/19.9亿元，同比增长1.03%/1.42%。
- **高温合金需求旺盛，中高端特钢占比提高。**2022年上半年，公司合金结构钢、不锈钢、工模具钢、高温合金营业收入分别为14.0亿元、7.6亿元、5.9亿元、7.7亿元，同比增长分别为-16.2%、26.4%、6.7%、16.2%。上半年公司合金结构钢、不锈钢、工模具钢、高温合金产量分别为121700吨、44000吨、36900吨、3800吨，同比分别增长-37.3%、15.5%、6.9%、23.0%；销量分别为126700吨、44400吨、34700吨、3600吨，同比分别增长-35.3%、39.6%、-0.8%、16.8%，平均售价分别为11162.6元/吨、17233.4元/吨、16982.2元/吨、213239.5元/吨，同比分别增长30.7%、-8.6%、8.6%、-0.2%。公司积极调整产品结构，加大中高端特钢产量，随着镍价回落，业绩有望迎来修复。
- **技改项目加速推进，不断优化产品结构。**公司正在建设提升公司产能及产品质量的技术改造项目，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，也为公司增加了新的利润增长点，提升公司核心竞争力，对公司未来发展产生积极影响。
- **两机专项带动高温合金需求快速增长。**航发产业高景气持续，“两机专项”蓄势待发。未来十年，中国军用、民用飞机用高温合金需求增量分别为3.0万吨、0.8万吨，2030年军、民品需求将分别达4.1万吨、9.1万吨，10年年均复合增速分别为14.0%、18.6%。在“两机专项”的国产替代进程中，伴随着公司高温合金产能持续释放，未来高温合金利润贡献可观。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润分别为7.5亿元、12.7亿元、15.8亿元，对应EPS分别为0.38元、0.64元、0.80元，未来三年归母净利润将保持26.30%的复合增长率。考虑到公司高温合金产能持续释放且产品结构不断优化，给予公司2023年35倍PE，对应目标价22.40元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下滑、原材料价格波动、项目投产不达预期。

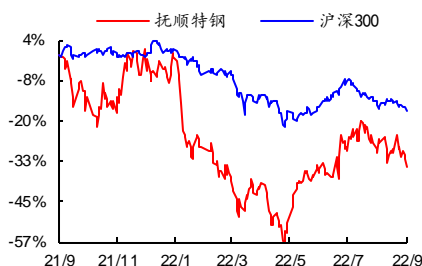
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7414.43	8222.19	9593.91	10829.07
增长率	18.21%	10.89%	16.68%	12.87%
归属母公司净利润(百万元)	783.39	747.39	1265.19	1578.47
增长率	42.02%	-4.60%	69.28%	24.76%
每股收益EPS(元)	0.40	0.38	0.64	0.80
净资产收益率ROE	13.37%	11.26%	16.32%	17.39%
PE	41	43	26	21
PB	5.53	4.88	4.18	3.57

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.72
流通A股(亿股)	19.72
52周内股价区间(元)	10.66-25.35
总市值(亿元)	323.82
总资产(亿元)	102.24
每股净资产(元)	2.97

相关研究

目 录

1 业绩稳中有进，积极调整产品结构	1
1.1 经营业绩保持稳定，超高强度钢、高温合金产量提升	1
1.2 技改项目加速推进，打破重点产品产能瓶颈	3
2 多领域应用，高温合金迎来需求快速增长期	4
2.1 航发产业高景气持续，“两机专项”蓄势待发	4
2.2 气电发展带动我国高温合金需求	5
2.3 石油供需缺口巨大，高温合金需求有望持续提升	7
3 盈利预测与估值	8
3.1 盈利预测	8
3.2 相对估值	9
4 风险提示	10

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 38.2 亿元.....	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 1.8 亿元.....	1
图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）.....	1
图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比.....	1
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况.....	2
图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况.....	2
图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况.....	2
图 8：2017-2022H1 公司特钢销量和单价.....	3
图 9：2017-2022H1 公司高温合金产销量和单价.....	3
图 10：2021 年全球燃气发电 6500TWH，占比 22.2%.....	6
图 11：2021 年我国燃气发电装机容量达到 10800 万千瓦.....	6
图 12：2021 年我国日均消耗石油 1527 万桶，仅次于美国.....	7
图 13：2021 年我国石油消耗量全球占比为 16%.....	7
图 14：乙烯裂解炉内部结构.....	7
图 15：国内乙烯产销量逐年增长.....	7

表 目 录

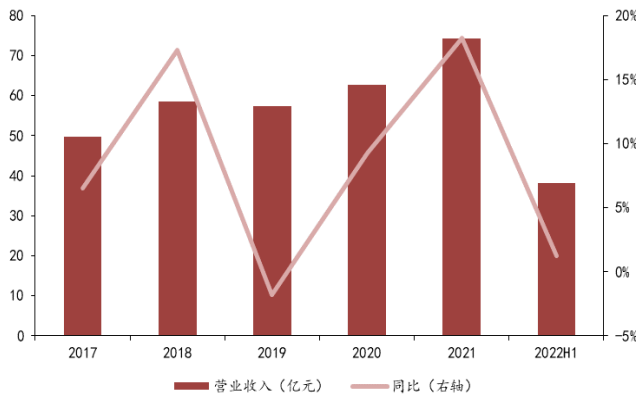
表 1：抚顺特钢技改项目进度.....	3
表 2：未来 10 年我国高温合金在军用飞机领域需求测算.....	4
表 3：未来 20 年我国民航领域高温合金需求测算.....	5
表 4：2021 年服役军舰高温合金需求测算.....	5
表 5：国内乙烯扩产情况.....	8
表 6：分业务收入及毛利率.....	9
表 7：可比公司估值（截止至 9.2 收盘价）.....	10
附表：财务预测与估值.....	11

1 业绩稳中有进，积极调整产品结构

1.1 经营业绩保持稳定，超高强度钢、高温合金产量提升

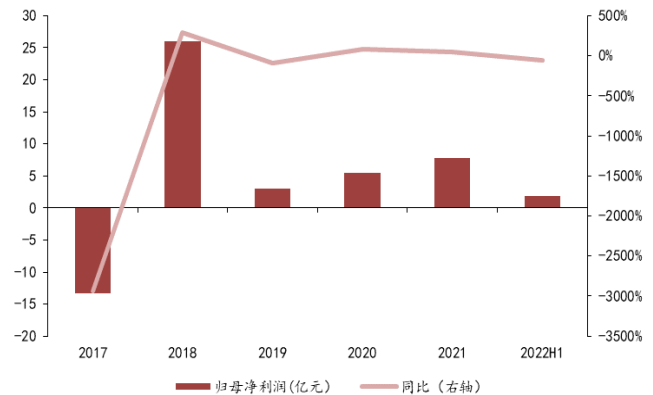
营收小幅增长，归母净利润下滑。2022年上半年，公司实现营业收入38.2亿元，同比增长1.24%；实现归母净利润1.8亿元，同比减少57.5%。分季度来看，2022Q1/Q2公司分别实现营业收入18.2/19.9亿元，同比增长分别为1.03%/1.42%。上半年，虽然高温合金、超高强度钢等高端产品市场需求依然旺盛，但是原材料价格和能源价格的大幅上涨及部分民用产品市场持续低迷等不利因素对公司盈利能力造成一定影响，导致归母净利润同比下降较多。

图 1：2022H1 公司营业收入 38.2 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

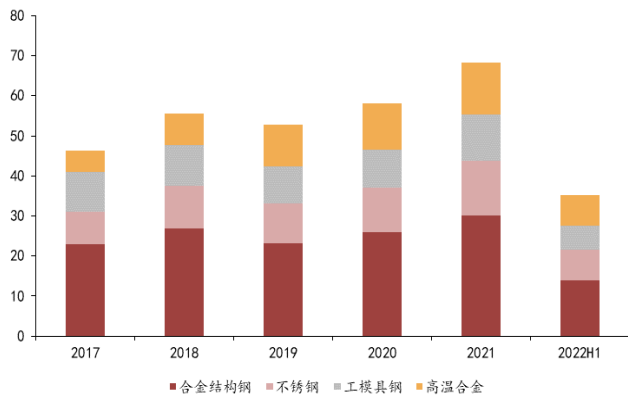
图 2：2022H1 公司归母净利润 1.8 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

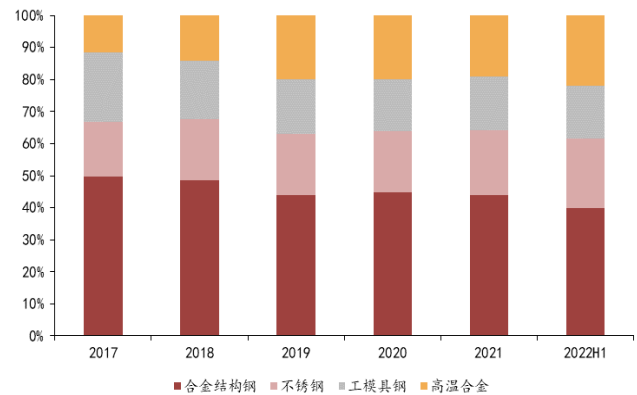
合金结构钢需求不及预期，中高端特钢占比提高。2022年上半年，公司合金结构钢、不锈钢、工模具钢、高温合金营业收入分别为14.0亿元、7.6亿元、5.9亿元、7.7亿元，同比增长分别为-16.2%、26.4%、6.7%、16.2%，合金结构钢收入下滑主要系汽车用钢需求不及预期。公司营收结构较为稳定，2022年上半年合金结构钢、不锈钢、工模具钢、高温合金营收占比分别为36.8%、19.9%、15.3%、20.1%。

图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）



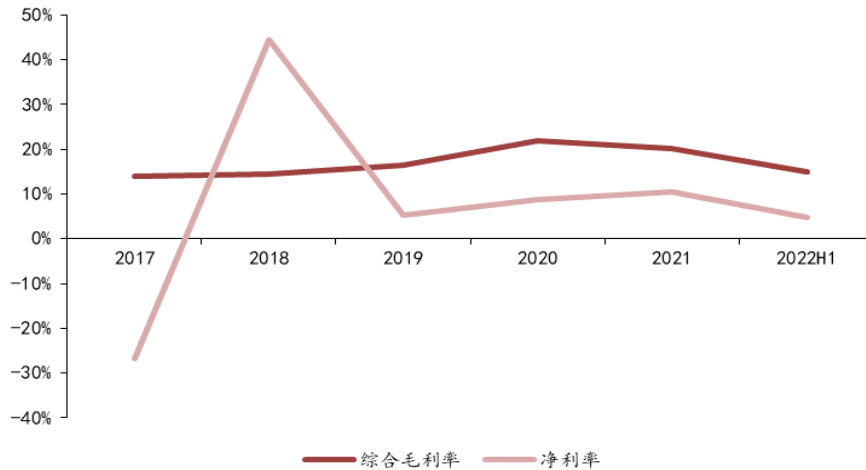
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比



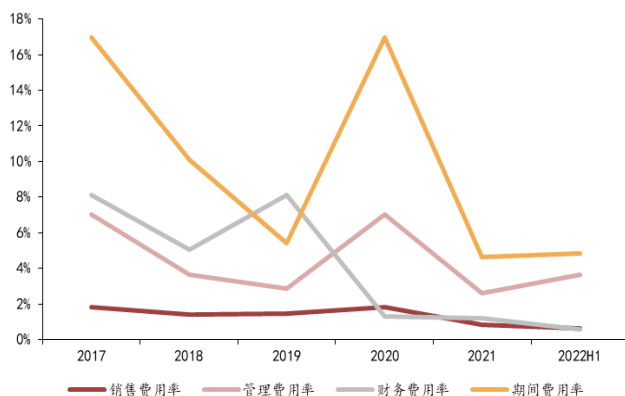
数据来源：wind，西南证券整理

公司净利率毛利率均有所下滑。2022年上半年公司综合毛利率为14.9%，较去年同期下降5.66pp；净利率为4.8%，较去年同期下降6.63pp。主要系公司采购的镍、钴等主要原材料价格大幅波动，同时，能源价格较去年同期大幅增长，公司成本大幅上涨。与此同时，公司三费保持相对稳定，研发费用有所增加，净利率进一步下降。

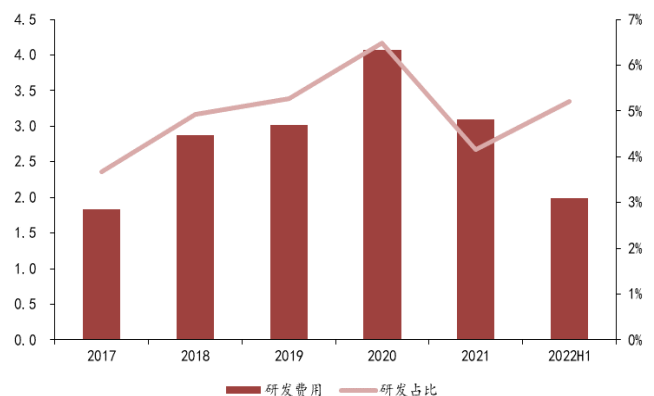
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

期间费用率保持稳定，研发费用增加。2022年上半年公司期间费用率为4.9%，较去年同期下降0.09pp。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.6%、3.6%、0.6%，较去年同期分别下降0.15pp、-0.61pp、0.55pp。2022年上半年公司研发投入2.0亿元，研发占比5.2%，同比增加41.4%。

图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况


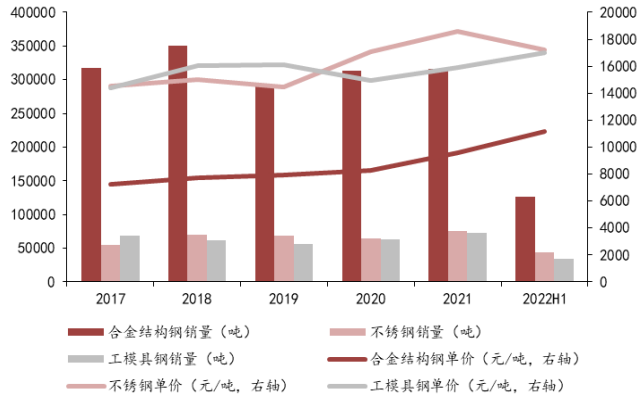
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况


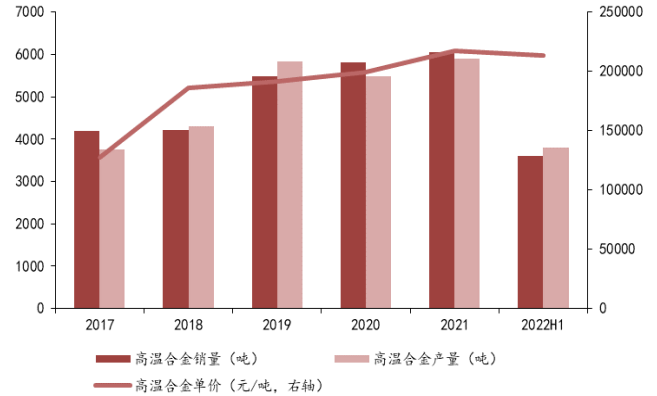
数据来源：wind，西南证券整理

推进产品结构调整，超高强度钢、高温合金产量提升。2022年上半年公司合金结构钢产量为121700吨，同比减少37.3%，销量为126700吨，同比减少35.3%，平均售价为11162.6元/吨，同比增加30.7%；不锈钢产量为44000吨，同比增加15.5%，销量为44400吨，同比增长39.6%，平均售价为17233.4元/吨，同比减少8.6%；工模具钢产量为36900吨，同比增加6.9%，销量为34700吨，同比减少0.8%，平均售价为16982.2元/吨，同比增加8.6%。2022年上半年公司高温合金产量为3800吨，同比增长23.0%，销售量3600吨，同比增长

16.8%，平均售价为 213239.5 元/吨，同比减少 0.2%。2022 年上半年，受宏观经济影响，以汽车钢为代表的优钢市场需求较上年同期大幅缩减，公司合金结构钢产量同比大幅降低。公司调整战略，通过市场调研针对潜在新用户专项制定开发合作计划，通过调整产品结构，重点围绕新能源领域用钢，组建专业团队大力开发新市场。

图 8：2017-2022H1 公司特钢销量和单价


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：2017-2022H1 公司高温合金产销量和单价


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 技改项目加速推进，打破重点产品产能瓶颈

近年来，公司高端产品的产能利用率始终保持较高水平，为了进一步推动公司业务发展，打破公司重点产品产能瓶颈，进一步巩固公司行业地位，公司正在建设重要生产项目及技术改造项目。截至 2022 年中报，公司募集资金投资的技术改造项目“进一步提升军品产能技术改造项目”、“连轧厂提升产能技术改造项目”、“第三炼钢厂新建 12 台保护气氛电渣炉技术改造项目”、“第三炼钢厂新建 8 台电渣炉技术改造项目”将于 2022-2023 年进行建设。节能环保技术改造项目“抚顺特钢超低排放技术改造项目”、“物资管理处节能环保技术改造项目”、“第二炼钢厂精炼炉机械泵技术改造项目”将于 2022-2023 年进行建设。信息化建设项目“信息中心 2022 年信息化建设项目”将于 2022-2023 年进行建设。

表 1：抚顺特钢技改项目进度

项目名称	投资金额 (万元)	建设周期
新建提升公司产能及产品质量的技术改造项目		
进一步提升军品产能技术改造项目	14963	2022-2023
连轧厂提升产能技术改造项目	21685	2022-2023
第三炼钢厂新建 12 台保护气氛电渣炉技术改造项目	8500	2022-2023
第三炼钢厂新建 8 台电渣炉技术改造项目	10375	2022-2023
其他	10122	2022-2023
合计	65645	-
新建节能环保技术改造项目		
抚顺特钢超低排放技术改造项目	31000	2022-2023
物资管理处节能环保技术改造项目	4100	2022-2023
第二炼钢厂精炼炉机械泵技术改造项目	3180	2022-2023

项目名称	投资金额（万元）	建设周期
其他	2050	2022-2023
合计	40330	-
信息化建设项目		
信息中心 2022 年信息化建设项目	840	2022-2023
其他	828	2022-2023
合计	1688	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 多领域应用，高温合金迎来需求快速增长期

2.1 航发产业高景气持续，“两机专项”蓄势待发

2020 年中国航空航天领域高温合金需求约为 2.75 万吨，其中军品需求占比约 40%，为 1.10 万吨（数据来源：前瞻产业研究院）。未来十年，中国军用飞机用高温合金累计需求增量 2.97 万吨，2030 年军品需求将达 4.07 万吨，10 年年均复合增速 13.98%。考虑到未来训练演习次数的增加以及老机型十年左右的发动机更换周期，我们假设目前存量飞机数量中的 50% 在未来 10 年内将更换发动机，新交付的飞机数量为存量的一倍。根据西部超导招股说明书，高温合金重量占单台发动机重量的比重约为 50%-60%，高温合金全流程成材率预计为 20%-40%，我们取高温合金重量占单台发动机重量的比重为 50%，成材率为 20%，预计未来 10 年高温合金在军用飞机领域总需求增量为 2.97 万吨，年均需求增量约 0.30 万吨。

表 2：未来 10 年我国高温合金在军用飞机领域需求测算

飞机类型	细分类型	型号	存量飞机数量（架）	飞机更换发动机数量（架）	增量飞机数量（架）	单机发动机数量（台）	发动机总数量（台）	发动机重量（吨）	高温合金需求量（吨）
战斗机	单发	J-7/J10	678	339	678	1	1017	1.7	4322
	双发	H-6/JH-7/Q-5/J-8/J-11/J15/J20	893	447	893	2	2679	1.7	11386
运输机/特种机	双发	737/An-30/challenger 870/Y7/Y12/Z18/MA60/Ka-31/SH-5	102	51	102	2	306	1.2	918
	三发	Tu-154	10	5	10	3	45	2	225
	四发	Il-76/Y-8/Y-9/Y-20	234	117	234	4	1404	2	7020
武装直升机	单发	Z-11	46	23	46	1	69	0.6	104
	双发	Mi-17/171/Z-8/Z-9/Z-10/Z-18/Z-19S -70/AS365/Ka-27/Ka-28	856	428	856	2	2568	0.6	3852
训练机	单发	JJ-7/JL-8/H120/H125MJL-8/JL-9	312	156	312	1	468	1	1170
	双发	L15/Su-27/Y-7/JJ-6/Mi-8	93	47	93	2	279	1	698
合计									29695

数据来源：World Air Force 2021，西南证券整理

2020 年中国航空航天领域高温合金需求约为 2.8 万吨，其中民品需求占比约 60%，为 1.7 万吨。未来十年，中国民用飞机用高温合金年均需求增量约 0.75 万吨，2030 年民品需求将达 9.1 万吨，10 年年均复合增速 18.6%。根据西部超导招股说明书，我们依旧假设高温合金重量占单台发动机重量的比重为 50%，成材率为 20%，测算出未来 20 年中国民航领域高温合金累计需求增量约为 14.9 万吨，年均需求增量 0.75 万吨。由于我们从中国商飞获得的数据是未来 20 年新增飞机数量，并以此测算出未来 20 年民航领域新增高温合金需求量，为了和军品领域需求测算周期保持一致，进而测算出航空航天领域未来 10 年整体高温合金需求增量，我们假设民用航空领域高温合金需求未来 20 年保持线性增长，据此测算出未来 10 年民航领域年均高温合金需求增量 0.75 万吨。

表 3：未来 20 年我国民航领域高温合金需求测算

飞机类型	机型	飞机数量 (架)	单机发动机数量 (台)	发动机总数量 (台)	发动机重量 (吨)	高温合金需求量 (吨)
客机	单通道喷气客机	5937	2	11874	2	59370
	双通道喷气客机	1868	4	7472	4	74720
	涡扇支线客机	920	2	1840	2	9200
货机	新货机	117	2	234	2	1170
	客改货机	491	2	982	2	4910
合计						149370

数据来源：中国商飞，西南证券整理

中国未来将围绕航空母舰打造远洋海军力量，预计未来燃气轮机对高温合金需求将保持稳定。2021 年新下水的军舰中，052D 型驱逐舰、055 型驱逐舰、075 级两栖攻击舰动力均采用柴、燃机相结合的配置。根据北极星电力网资料，该三种舰艇均采用国产 QC280 型燃气轮机，单机重量约为 15 吨。根据中国金属学会高温材料分会资料显示，高温合金重量占单台燃气轮机重量的比重也约为 50%，高温合金全流程成材率预计为 20%-40%，我们假设高温合金部件在燃气轮机中的重量占比为 50%，成材率为 20%，2021 年军舰高温合金需求量约为 975 吨。

表 4：2021 年服役军舰高温合金需求测算

军舰型号	服役数量 (艘)	燃气轮机数量 (台)	燃气轮机重量 (吨)	高温合金需求 (吨)
052D 型驱逐舰	7	2	15	525
055 型驱逐舰	2	4	15	300
075 级两栖攻击舰	2	2	15	150
合计				975

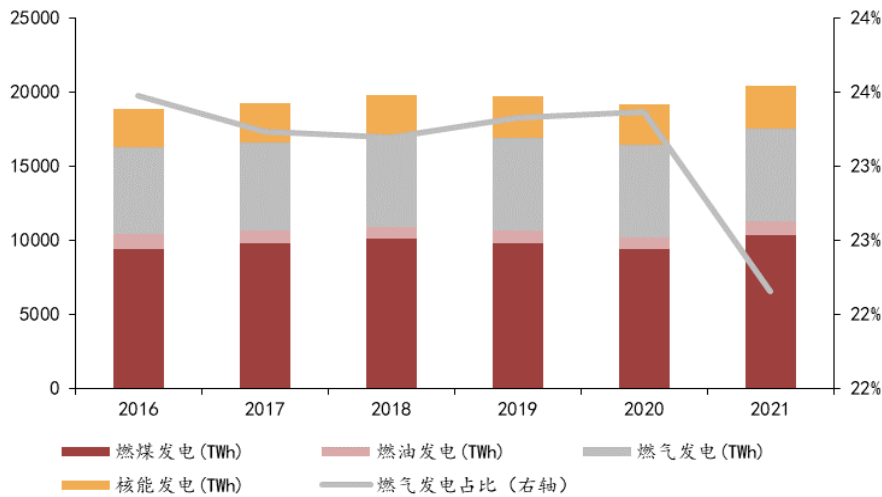
数据来源：北极星电力网，中国金属学会高温材料分会，西南证券整理

2.2 气电发展带动我国高温合金需求

我国燃气发电潜力巨大。在行业的官方统计口径中，气电被归并在“火电”名下，没有正式“名分”。虽然气电装机在“十三五”期间年均增长达到 9.7%，但燃气发电行业真正的“春天”，始终将至而未至。2021 年全球燃气发电 6500TWh，占比 22.2%。同年国内电力市场以原煤发电为主，占比高达 71.1%；燃气发电占比仅为 3%，对比全球电力结构以及美、俄、英、德、日等国均处于较低水平。与传统火电相比，燃气发电较燃煤发电具有很大的优势。(1) 二氧化碳排放量不足燃煤电厂的一半，氮氧化物排放量约为燃煤电厂的 10%，二氧

化硫和烟尘排放几乎为零，环保优势突出。(2) 建设燃气电厂占地面积一般仅为燃煤电厂的54%，能够在用电紧张的城市负荷中心建设，以实现就地供电。(3) 燃气机组具有运行灵活、启停迅速的优势。燃气发电作为我国实现能源转型的重要突破口，发展潜力巨大。

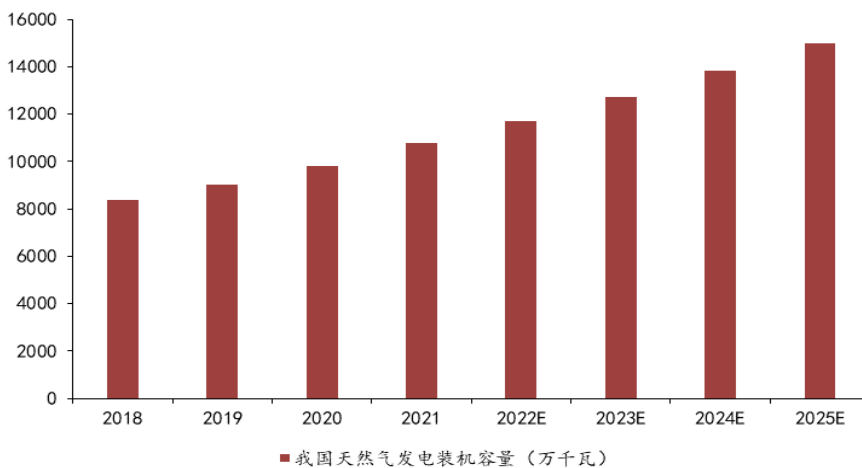
图 10：2021 年全球燃气发电 6500TWh，占比 22.2%



数据来源：IEA，《BP Statistical Review of World Energy June 2017-2020》，西南证券整理

燃气发电机未来四年预计产生高温合金需求 4.2 万吨。我国燃气发电装机容量持续增长，2021 年达到 10800 万千瓦，同比增加 10.2%。按照单台燃气轮机 30 兆瓦计算，考虑 30 兆瓦级燃气轮机重量，以高温合金占比 50%、成材率 20% 计算，每台约消耗 30 吨高温合金，2021 年新增燃气轮机 360 台，高温合金材料消耗量为 1.1 万吨。根据前瞻产业研究院预测，2025 年全国燃气发电装机容量 15000 万千瓦时，按照单台燃气轮机 30 兆瓦计算，将新增燃气轮机 1400 台，产生高温合金需求 4.2 万吨，年均 1.1 万吨。

图 11：2021 年我国燃气发电装机容量达到 10800 万千瓦

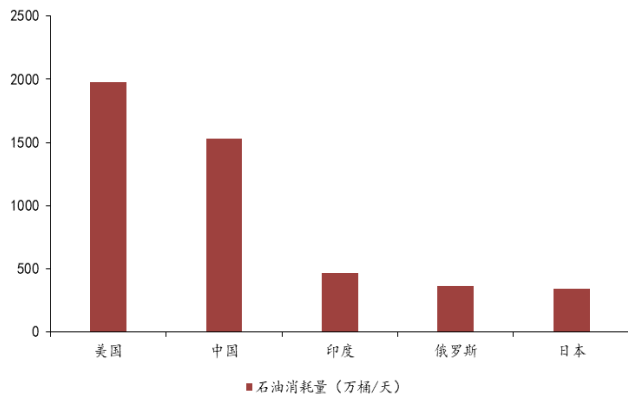


数据来源：中电联，前瞻产业研究院，西南证券整理

2.3 石油供需缺口巨大，高温合金需求有望持续提升

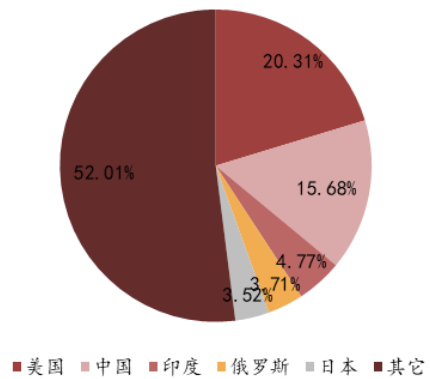
作为全球第二大石油进口国和消费国，中国 2021 年消耗原油 7 亿吨，约每天 1527 万桶，占全球消耗总量的 16%，仅次于美国（1978 万桶/天）。石化设施设备对安全可靠性能要求较高，且大多运行在高温、高压和高腐蚀环境下。由于石化设施设备对安全可靠性能要求较高，且大多运行在高温、高压和高腐蚀等恶劣工况下，对工作在该环境下的不锈钢管相关性能有着较为严苛的要求。因此，耐高温、耐高压、耐高腐蚀的高温合金是石化设施设备中重要的基础部件，尤其在油气开采及炼油厂的烟气轮机中。

图 12：2021 年我国日均消耗石油 1527 万桶，仅次于美国



数据来源：产业研究院数据整理，西南证券整理

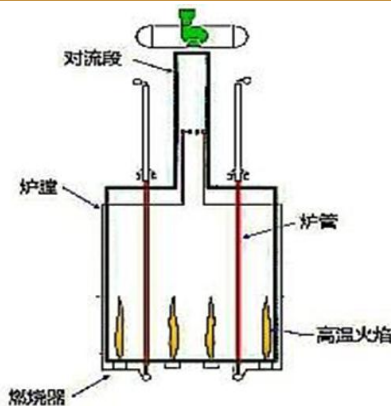
图 13：2021 年我国石油消耗量全球占比为 16%



数据来源：产业研究院整理，西南证券整理

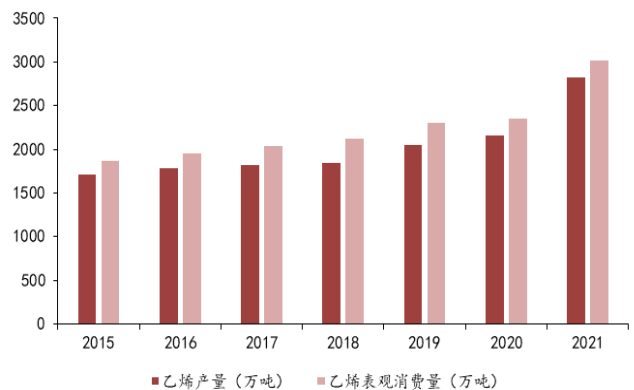
乙烯工业是石油化工产业的核心，其产品占石化产品的 75% 以上。乙烯装置是以石油或天然气为原料，以生产高纯度乙烯和丙烯为主，同时副产多种石油化工原料的石油化工装置。裂解原料在乙烯装置中通过高温裂解、压缩、分离得到乙烯，同时得到丙烯、丁二烯、苯、甲苯及二甲苯等重要的副产品。石油化学工业的挥发油的水蒸气改质炉，其操作的工作温度超过 950° C；乙烯分解炉要在超过 1050° C 的条件下进行作业。这些反应炉设备需使用 Incoloy800 等高温合金。裂解炉管在 1000° C 以上高温长时间工作，又处于腐蚀性介质气氛下，目前世界各国主要采用高铬镍合金并通过离心铸造法生产。

图 14：乙烯裂解炉内部结构



数据来源：CNKI、西南证券整理

图 15：国内乙烯产销量逐年增长



数据来源：wind，国家统计局，西南证券整理

乙烯用裂解炉管未来四年预计产生高温合金需求量 5 万吨。国内乙烯行业长期存在供不应求的矛盾，2021 年国内乙烯产量 2825.7 万吨，表观消费量 3013.3 万吨。在乙烯盈利能力普遍稳健、供需缺口较大的情况下，新建炼化一体化项目均配套大乙烯项目。随着一批炼化项目配套乙烯装置投产，加之部分扩能改造项目，预计 2021 - 2024 年，我国将新增石脑油裂解乙烯产能约 1670 万吨。假设上述在建产能将于 2025 年全部达产，按照一台 10 万吨产能的乙烯裂解炉中裂解炉管重量为 60 吨来计算，2021-2024 年裂解炉管需求量为 10020 吨。假设高温合金在生产裂解炉管过程中的利用率为 20%，新增乙烯产能带来的高温合金需求为 50100 吨，年均 12525 吨。

表 5：国内乙烯扩产情况

地区	乙烯扩产项目	扩产产能(万吨)	建设情况
漳州	福建古雷石化	100	2021 年投产
天津	中沙（天津）石化扩能	30	2021 年投产
连云港	盛虹炼化	110	2021 年投产
舟山	浙江石化二期	140	2021 年投产
武汉	中韩（武汉）石化扩能	30	2021 年投产
揭阳	中国石油广东石化	120	在建
烟台	南山裕龙石化一期	300	在建
洋浦	中国石化海南炼化	100	在建
宁波	中国石化镇海炼化扩建	120	在建
湛江	巴斯夫（广东）	100	在建
惠州	埃克森美孚	120	在建
盘锦	华锦阿美石化	150	在建
曹妃甸	中化旭阳石化	150	在建
曹妃甸	富海唐山石化	100	在建
合计		1670	

数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

合金结构钢：根据公司半年报数据，考虑到汽车用钢需求量不及预期，预计 2022-2024 年产量增长率分别为 -20%/20%/10%，对应销量分别为 251864/302237/332460 吨。根据原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 30%/-5%/5%，单位成本分别提高 35%/-7%/3%，对应毛利率分别为 13.5%/15.4%/17.0%。

工模具钢：根据公司半年报数据，考虑到公司积极调整产品结构，预计 2022-2024 年产量增长率分别为 8%/8%/8%，对应销量分别为 74721/84945/91741 吨。根据原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 8%/-5%/5%，单位成本分别提高 10%/-6%/4%，对应毛利率分别为 5.4%/6.4%/7.2%。

不锈钢：根据公司半年报数据，考虑到公司积极调整产品结构，预计 2022-2024 年公司产量增长率分别为 15%/8%/8%，对应销量分别为 98949/101776/109918 吨。根据公司降价策略以及原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 -8%/8%/5%，单位成本分别提高 5%/2%/2%，对应毛利率分别为 11.1%/16.0%/18.4%。

高温合金：根据公司募投项目投产节奏，考虑到公司产能爬坡较快且下游需求强烈，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 90%/90%/95%，对应销量分别为 7200/9450/9975 吨。根据原材料上涨趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 2%/3%/3%，单位成本分别提高 5%/2%/1%，对应毛利率分别为 41.0%/41.5%/42.7%。

其他业务：根据近几年数据，假设 2022-2024 年收入增速均为 10%，毛利率均为 10%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
合金结构钢	收入	30.0	30.8	35.1	40.5
	增速	15.4%	2.5%	14.0%	15.5%
	毛利率	16.7%	13.5%	15.4%	17.0%
工模具钢	收入	11.4	12.7	13.8	15.6
	增速	22.1%	11.5%	8.0%	13.4%
	毛利率	7.1%	5.4%	6.4%	7.2%
不锈钢	收入	13.8	16.8	18.6	21.1
	增速	24.9%	21.5%	11.1%	13.4%
	毛利率	22.1%	11.1%	16.0%	18.4%
高温合金	收入	13.0	15.5	21.4	23.3
	增速	12.4%	19.0%	37.9%	8.7%
	毛利率	42.6%	41.0%	41.5%	42.7%
其他业务	收入	5.8	6.4	7.1	7.8
	增速	24.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	74.1	82.2	95.9	108.3
	增速	18.2%	10.9%	16.7%	12.9%
	毛利率	20.1%	16.7%	19.6%	20.9%

数据来源：wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取了行业中与抚顺特钢业务最为相近的三家公司钢研高纳、图南股份、西部超导，2022-2024 年平均 PE 为 52/38/29 倍。抚顺特钢未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内高温合金龙头，高温合金产能及毛利率均高于同行业公司，优势显著；2) 公司高温合金产能持续释放，传统特钢业务也有望稳步增长，具有一定的成长性。结合对标公司的估值和目前抚顺特钢高温合金产能释放节奏，给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 22.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值（截止至 9.2 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300034.SZ	钢研高纳	45.19	0.63	0.82	1.15	1.58	86.75	54.91	39.14	28.55
300855.SZ	图南股份	44.09	0.91	0.79	1.07	1.40	63.64	55.94	41.05	31.45
688122.SH	西部超导	105.14	1.68	2.28	3.10	3.98	49.76	46.18	33.94	26.43
平均值							66.72	52.34	38.04	28.81
600399.SH	抚顺特钢	16.42	0.40	0.38	0.64	0.80	41.34	43.33	25.59	20.51

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

宏观经济下滑，原材料价格波动，项目投产不达预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7414.43	8222.19	9593.91	10829.07	净利润	783.39	747.39	1265.19	1578.47
营业成本	5924.13	6851.85	7709.67	8568.61	折旧与摊销	218.60	394.81	394.81	394.81
营业税金及附加	68.66	87.07	99.79	111.26	财务费用	87.77	159.76	152.55	150.60
销售费用	63.30	78.69	86.92	99.01	资产减值损失	-87.76	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	191.87	287.78	259.04	292.38	经营营运资本变动	-266.89	474.83	-144.14	-46.29
财务费用	87.77	159.76	152.55	150.60	其他	-394.94	-29.83	-84.16	9.34
资产减值损失	-87.76	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	340.17	1736.96	1574.25	2076.93
投资收益	34.44	27.56	22.04	17.64	资本支出	-336.77	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	13.96	12.62	12.49	12.78	其他	282.79	-10.23	51.34	24.82
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-53.98	9.77	51.34	24.82
营业利润	861.94	807.22	1330.49	1647.62	短期借款	0.00	20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-77.65	-52.29	-58.82	-59.50	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	784.28	754.94	1271.67	1588.11	股权融资	0.00	200.00	0.00	0.00
所得税	0.89	7.55	6.47	9.64	支付股利	0.00	-156.68	-149.48	-253.04
净利润	783.39	747.39	1265.19	1578.47	其他	-140.50	-135.41	-123.99	-122.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-140.50	-22.09	-223.47	-325.57
归属母公司股东净利润	783.39	747.39	1265.19	1578.47	现金流量净额	137.69	1724.65	1402.12	1776.18
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1153.05	2877.69	4279.81	6055.99	成长能力				
应收和预付款项	451.33	634.59	705.78	791.42	销售收入增长率	18.21%	10.89%	16.68%	12.87%
存货	2187.39	2539.18	2924.41	3220.69	营业利润增长率	46.60%	-6.35%	64.82%	23.84%
其他流动资产	1887.59	1014.38	1005.84	1019.56	净利润增长率	42.02%	-4.60%	69.28%	24.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.45%	16.56%	37.90%	16.78%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3752.71	3453.16	3153.61	2854.06	毛利率	20.10%	16.67%	19.64%	20.87%
无形资产和开发支出	756.88	641.85	546.82	451.78	三费率	4.63%	6.40%	5.20%	5.01%
其他非流动资产	34.64	34.42	34.19	33.97	净利率	10.57%	9.09%	13.19%	14.58%
资产总计	10223.59	11195.27	12650.46	14427.47	ROE	13.37%	11.26%	16.32%	17.39%
短期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	ROA	7.66%	6.68%	10.00%	10.94%
应付和预收款项	1124.27	1473.97	1680.01	1916.34	ROIC	14.60%	14.80%	24.57%	30.70%
长期借款	2409.50	2459.50	2509.50	2559.50	EBITDA/销售收入	15.76%	16.56%	19.57%	20.25%
其他负债	830.84	606.43	689.85	855.11	营运能力				
负债合计	4364.61	4559.89	4899.36	5350.94	总资产周转率	0.76	0.77	0.80	0.80
股本	1972.10	1972.10	1972.10	1972.10	固定资产周转率	2.23	2.64	3.40	4.30
资本公积	2178.08	2378.08	2378.08	2378.08	应收账款周转率	18.63	20.62	20.14	20.13
留存收益	1694.49	2285.20	3400.92	4726.35	存货周转率	3.04	2.83	2.79	2.77
归属母公司股东权益	5858.98	6635.38	7751.10	9076.53	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.22%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5858.98	6635.38	7751.10	9076.53	资产负债率	42.69%	40.73%	38.73%	37.09%
负债和股东权益合计	10223.59	11195.27	12650.46	14427.47	带息债务/总负债	55.21%	54.38%	51.63%	48.21%
					流动比率	3.46	4.02	4.42	4.64
					速动比率	2.13	2.58	2.97	3.30
					股利支付率	0.00%	20.96%	11.81%	16.03%
					每股指标				
					每股收益	0.40	0.38	0.64	0.80
					每股净资产	2.97	3.36	3.93	4.60
					每股经营现金	0.17	0.88	0.80	1.05
					每股股利	0.00	0.08	0.08	0.13
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1168.31	1361.79	1877.84	2193.03					
PE	41.34	43.33	25.59	20.51					
PB	5.53	4.88	4.18	3.57					
PS	4.37	3.94	3.38	2.99					
EV/EBITDA	27.96	22.74	15.78	12.72					
股息率	0.00%	0.48%	0.46%	0.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn