

► **事件概述:** 10 月 28 日, 公司发布 2022 三季度报: 2022 前三季度, 公司实现营收 57.37 亿元, 同比增长 3%; 归母净利润 2.99 亿元, 同比减少 56.4%; 扣非归母净利润 2.53 亿元, 同比减少 59.9%。2022Q3, 公司实现营收 19.22 亿元, 同比增长 6.8%、环比减少 3.6%; 归母净利润 1.16 亿元, 同比减少 54.4%、环比增长 18.3%; 扣非归母净利润 1.02 亿元, 同比减少 54%、环比增长 18.9%。业绩低于预期。

► **点评: 销量下滑拖累 Q3 业绩**

① **量: Q3 高温合金, 不锈钢销量维持增长。**公司前三季度钢材销量 34.54 万吨, 同比 -17.35%, 结构上看, 高温合金销量 0.55 万吨, 同比+20.45%, 不锈钢销量 6.81 万吨, 同比+31.45%, 其他钢材品种销量负增长。分季度看, 22Q3 公司钢材销量 10.38 万吨, 同比-11.43%, 环比-18.97%, 其中高温合金、不锈钢销量维持正增长, 高温合金销量环比+5.56%, 不锈钢销量环比+9.22%。整体看, 公司高端产品需求旺盛, 但合金钢等钢种需求不佳, 导致销量下滑。

② **价: Q3 原料成本压力缓解, 但由于能源成本上升, 产品售价下行, 毛利率环比-0.87pct。**三季度原料成本压力环比缓解, 其中镍价环比-16.22%, 钴价环比-29.33%, 废钢价格环比-19.56%, 但由于能源成本上升以及民品需求不佳导致部分产品价格走弱, 公司 Q3 毛利率环比-0.87pct, 同比-10.87pct, 至 13.12%。

③ **三费: Q3 三费大幅下滑。**Q3 公司三费 5152.83 万元, 同比-35.73%, 环比-28.92%, 其中管理费用同比-23.55%, 销售费用同比-8.29%, 财务费用同比-80.52%。年内现汇回款比例增加, 经营活动现金流好转, 公司 Q3 利息收入同比增加 2824 万元, 导致财务费用下滑。

► **未来核心看点: 持续加码技改项目, 产品结构进一步向高端化转变**

① **高温合金未来贡献可期。**2021 年公司高温合金毛利率高达 42.65%, 是公司唯一毛利率上升的业务, 22H1 公司高温合金业务稳步增长, 占营收比重同比提升 2.4pct, 至 20.18%。军用等领域需求增长带动高温合金销量稳步提升, 增厚公司业绩。

② **前期规划的新增 16.68 万吨产能项目稳步推进中。**公司前期规划的多个技改项目在未来, 新增 16.68 万吨产能稳步推进中, 产品结构有望进一步向高端化转变。

③ **加码技改项目, 未来 2 年公司产能有望加速扩张。**为进一步提高公司产品交付能力及产品质量, 公司继续加码投资建设相关技术改造项目, 未来 2 年将增加相关产能 25 万吨以上, 有望持续提升公司国内外市场竞争力和行业影响力。

► **投资建议:** 公司重点发展军工等领域产品, 随着多个技改项目逐步投产, 产品结构有望进一步优化。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 4.67/9.73/12.92 亿元, 对应现价, 2022-2024 年 PE 依次为 72/34/26 倍, 维持公司“谨慎推荐”评级。

► **风险提示:** 项目不及预期; 技术研发风险; 下游需求不及预期等。

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,414	7,869	9,263	10,900
增长率 (%)	18.2	6.1	17.7	17.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	783	467	973	1,292
增长率 (%)	42.0	-40.5	108.7	32.8
每股收益 (元)	0.40	0.24	0.49	0.66
PE	43	72	34	26
PB	5.7	5.3	4.6	3.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 10 月 28 日收盘价)

**谨慎推荐**

**维持评级**

**当前价格:**

**17.00 元**



**分析师 邱祖学**

执业证书: S0100521120001  
邮箱: qizuxue@mszq.com



**分析师 尹会伟**

执业证书: S0100521120005  
邮箱: yinhuiwei@mszq.com

**分析师 张航**

执业证书: S0100522080002  
邮箱: zhanghang@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书: S0100522080006  
邮箱: zhangjianye@mszq.com

**研究助理 孙二春**

执业证书: S0100121120036  
邮箱: sunerchun@mszq.com

**相关研究**

1. 抚顺特钢 (600399.SH) 2022 年半年报点评: 原料上涨拖累业绩, 技改项目稳步推进-2022/08/24
2. 抚顺特钢 (600399.SH) 2021 年年报点评: 持续加码技改项目, 产能释放可期-2022/04/01
3. 【民生金属·公司点评】抚顺特钢 (600399): 限产政策导致产量下滑, 拖累 2021Q4 业绩-2022/01/14

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,414	7,869	9,263	10,900
营业成本	5,924	6,677	7,431	8,679
营业税金及附加	69	63	74	87
销售费用	63	51	60	71
管理费用	192	202	241	272
研发费用	309	370	450	450
EBIT	925	567	1,067	1,410
财务费用	88	45	60	68
资产减值损失	-88	-43	-26	-12
投资收益	34	31	38	44
营业利润	862	496	1,014	1,371
营业外收支	-78	-25	-10	-11
利润总额	784	471	1,004	1,360
所得税	1	5	30	68
净利润	783	467	973	1,292
归属于母公司净利润	783	467	973	1,292
EBITDA	1,143	588	1,119	1,434

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,153	2,153	2,114	2,565
应收账款及票据	345	344	413	485
预付款项	90	80	74	87
存货	2,187	2,543	2,213	2,765
其他流动资产	1,904	1,533	1,519	1,604
流动资产合计	5,679	6,653	6,333	7,505
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,269	3,602	4,239	4,655
无形资产	757	733	710	686
非流动资产合计	4,544	4,945	5,462	5,905
资产合计	10,224	11,599	11,794	13,411
短期借款	0	100	67	79
应付账款及票据	1,117	1,816	1,496	2,193
其他流动负债	523	634	709	824
流动负债合计	1,641	2,550	2,272	3,096
长期借款	2,409	2,409	1,909	1,409
其他长期负债	314	314	314	314
非流动负债合计	2,724	2,724	2,224	1,724
负债合计	4,365	5,273	4,496	4,819
股本	1,972	1,972	1,972	1,972
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,859	6,325	7,299	8,591
负债和股东权益合计	10,224	11,599	11,794	13,411

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	18.21	6.13	17.71	17.68
EBIT 增长率	46.50	-38.74	88.27	32.24
净利润增长率	42.02	-40.45	108.66	32.77
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	20.10	15.14	19.77	20.37
净利润率	10.57	5.93	10.51	11.86
总资产收益率 ROA	7.66	4.02	8.25	9.64
净资产收益率 ROE	13.37	7.38	13.34	15.04
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.46	2.61	2.79	2.42
速动比率	2.03	1.55	1.75	1.48
现金比率	0.70	0.84	0.93	0.83
资产负债率 (%)	42.69	45.46	38.12	35.94
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.32	16.00	15.00	15.00
存货周转天数	114.65	129.28	118.00	105.00
总资产周转率	0.76	0.72	0.79	0.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.40	0.24	0.49	0.66
每股净资产	2.97	3.21	3.70	4.36
每股经营现金流	0.17	0.61	0.53	0.69
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	43	72	34	26
PB	5.7	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	30.42	57.66	29.85	22.63
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	783	467	973	1,292
折旧和摊销	219	21	52	23
营运资金变动	-747	560	-69	0
经营活动现金流	340	1,198	1,054	1,370
资本开支	-254	-426	-547	-447
投资	156	207	47	48
投资活动现金流	-54	-188	-461	-354
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-65	100	-533	-488
筹资活动现金流	-140	-10	-633	-565
现金净流量	138	1,000	-40	451

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026