

Q3 业绩环比修复，技改项目稳步推进

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季度报告，2022 年 Q3 公司实现营业收入 19.2 亿元，环比-3.6%；归母净利润 1.2 亿元，环比+18.4%；扣非净利润 1.0 亿元，环比+18.6%。
- **宏观层面：**2022 年 9 月 14 日，工信部等四部门印发《原材料工业“三品”实施方案》，目标到 2025 年显著增强高温合金等高端材料对重点领域的支撑能力。未来高温合金国产化进程有望加速，高温合金相关企业将迎来重大发展机遇。
- **行业层面：高温合金国产化加快缺口持续扩大。产量：**据万得，2022 年 1-8 月我国重点优特钢企业高温合金产量 1.8 万吨，7-8 月产量 0.5 万吨，7-8 月月均环比上半年月均+13.4%。**需求：**国产大飞机 C919 于 9 月 29 日取得民航适航证，据中国商飞，C919 目前已累计获得 815 架订单并在 2022 年底开始交付，随着 C919 交付进程的推进，高温合金需求将进一步扩大。
- **公司层面：Q3 镍成本回落，高温合金单吨盈利有所好转。价：**2022 年 Q3 合金结构钢/工具钢/不锈钢/高温合金均价环比上半年均价分别+18.0%/-2.3%/+6.9%/+2.1%。**量：**2022 年 Q3 合金结构钢/工具钢/不锈钢/高温合金销量分别为 4.8/1.8/2.4/0.2 万吨。**成本和利润：**据长江有色网，2022Q3 镍板均价 18.4 万元/吨，环比-16.2%。预估公司 Q3 高温合金单吨盈利提升，单吨净利约为 4.4 万元/吨，净利约 0.8 亿元。
- **催化因素：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，预计 2023 年全部投产，将进一步提升公司产品的供应能力，增加公司高附加值产品比重，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。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.7/10.2/13.1 亿元，对应 PE 分别为 72/33/26 倍。我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价 20.40 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7414.43	7987.20	9622.87	10831.57
增长率	18.21%	7.73%	20.48%	12.56%
归属母公司净利润（百万元）	783.39	466.97	1015.57	1307.96
增长率	42.02%	-40.39%	117.48%	28.79%
每股收益 EPS（元）	0.40	0.24	0.51	0.66
净资产收益率 ROE	13.37%	7.35%	13.96%	15.60%
PE	43	72	33	26
PB	5.72	5.28	4.61	4.00

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)	335.26
总资产(亿元)	102.24
每股净资产(元)	2.97

相关研究

1. 抚顺特钢(600399):技改项目持续推进,镍价上涨拖累业绩 (2022-09-05)

盈利预测

关键假设：

合金结构钢：根据公司公告，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 241789/302237/332460 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 42%/-5%/2%，对应毛利率分别为 9.0%/9.0%/11.6%。

工模具钢：根据公司公告，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%/-3%/3%，单位成本分别提高 11%/-6%/4%，对应毛利率分别为 4.5%/7.4%/6.5%。

不锈钢：根据公司公告，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 92352/101776/109918 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%/1%/1%，对应毛利率分别为 11.1%/16.8%/20.0%。

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 10%/2%/2%，对应毛利率分别为 38.1%/38.7%/39.3%。

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 1：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	29.6	35.1	40.5
	增速	15.4%	-1.6%	18.8%	15.5%
	毛利率	16.7%	9.0%	9.0%	11.6%
工模具钢	收入	11.4	12.7	14.0	15.6
	增速	22.1%	11.5%	10.3%	11.2%
	毛利率	7.1%	4.5%	7.4%	6.5%
不锈钢	收入	13.8	15.7	18.6	21.1
	增速	24.9%	13.4%	19.0%	13.4%
	毛利率	22.1%	11.1%	16.8%	20.0%
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%	38.1%	38.7%	39.3%
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	79.9	96.2	108.3
	增速	18.2%	7.7%	20.5%	12.6%

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	20.1%	14.5%	17.0%	18.4%

数据来源：wind，西南证券

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 61/44/33 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 40 倍 PE，对应目标价 20.40 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止至 10.28 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	52.79	0.63	0.79	1.13	1.54	95.61	66.56	46.74	34.20
300855.SZ	图南股份	53.33	0.91	0.80	1.08	1.41	68.59	66.93	49.29	37.77
688122.SH	西部超导	113.00	1.68	2.32	3.12	4.00	49.38	48.75	36.20	28.26
平均值							71.19	60.75	44.08	33.41
600399.SH	抚顺特钢	17.00	0.40	0.24	0.51	0.66	41.34	71.79	33.01	25.63

数据来源：wind，西南证券整理

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	7987.20	9622.87	10831.57	净利润	783.39	466.97	1015.57	1307.96
营业成本	5924.13	6832.96	7986.79	8840.97	折旧与摊销	218.60	394.81	394.81	394.81
营业税金及附加	68.66	84.58	100.09	111.29	财务费用	87.77	159.99	153.93	152.80
销售费用	63.30	76.44	87.18	99.03	资产减值损失	-87.76	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	191.87	359.42	259.82	292.45	经营营运资本变动	-266.89	488.63	-203.63	-38.74
财务费用	87.77	159.99	153.93	152.80	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	1470.57	1266.52	1816.16
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	523.97	1079.59	1375.45	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	471.69	1020.77	1315.95	股权融资	0.00	200.00	0.00	0.00
所得税	0.89	4.72	5.20	7.99	支付股利	0.00	-156.68	-93.39	-203.11
净利润	783.39	466.97	1015.57	1307.96	其他	-140.50	-135.64	-125.37	-124.72
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	-22.32	-168.77	-277.84
归属母公司股东净利润	783.39	466.97	1015.57	1307.96	现金流量净额	137.69	1458.02	1149.09	1563.14
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	2611.07	3760.16	5323.30	成长能力				
应收和预付款项	451.33	620.72	713.99	797.69	销售收入增长率	18.21%	7.73%	20.48%	12.56%
存货	2187.39	2532.01	3029.60	3324.07	营业利润增长率	46.60%	-39.21%	106.04%	27.40%
其他流动资产	1887.59	1013.64	1005.94	1019.57	净利润增长率	42.02%	-40.39%	117.48%	28.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	35.45%	-7.66%	50.94%	18.10%
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%	14.45%	17.00%	18.38%
无形资产和开发支出	756.88	641.85	546.82	451.78	三费率	4.63%	7.46%	5.21%	5.02%
其他非流动资产	34.64	34.42	34.19	33.97	净利率	10.57%	5.85%	10.55%	12.08%
资产总计	10223.59	10906.87	12244.30	13804.44	ROE	13.37%	7.35%	13.96%	15.60%
短期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	ROA	7.66%	4.28%	8.29%	9.47%
应付和预收款项	1124.27	1466.68	1736.72	1973.69	ROIC	14.60%	10.50%	20.42%	25.90%
长期借款	2409.50	2459.50	2509.50	2559.50	EBITDA/销售收入	15.76%	13.51%	16.92%	17.75%
其他负债	830.84	605.73	700.94	869.27	营运能力				
负债合计	4364.61	4551.91	4967.16	5422.46	总资产周转率	0.76	0.76	0.83	0.83
股本	1972.10	1972.10	1972.10	1972.10	固定资产周转率	2.23	2.56	3.41	4.30
资本公积	2178.08	2378.08	2378.08	2378.08	应收账款周转率	18.63	20.36	20.44	20.10
留存收益	1694.49	2004.78	2926.96	4031.81	存货周转率	3.04	2.82	2.84	2.77
归属母公司股东权益	5858.98	6354.96	7277.14	8381.99	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	6354.96	7277.14	8381.99	资产负债率	42.69%	41.73%	40.57%	39.28%
负债和股东权益合计	10223.59	10906.87	12244.30	13804.44	带息债务/总负债	55.21%	54.47%	50.92%	47.57%
					流动比率	3.46	3.88	4.08	4.26
					速动比率	2.13	2.43	2.63	2.90
					股利支付率	0.00%	33.55%	9.20%	15.53%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1168.31	1078.77	1628.33	1923.05	每股收益	0.40	0.24	0.51	0.66
PE	42.80	71.79	33.01	25.63	每股净资产	2.97	3.22	3.69	4.25
PB	5.72	5.28	4.61	4.00	每股经营现金	0.17	0.75	0.64	0.92
PS	4.52	4.20	3.48	3.10	每股股利	0.00	0.08	0.05	0.10
EV/EBITDA	28.94	30.02	19.22	15.48					
股息率	0.00%	0.47%	0.28%	0.61%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，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
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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