

## 原料成本压力有所缓解，高温合金持续放量

➤ **事件概述：**2023H1，公司实现营收 42.21 亿元，同比+10.62%；归母净利润 1.57 亿元，同比-14.27%；扣非归母净利 1.25 亿元，同比-17.05%。分季度看，2023Q2 公司实现营收 22.12 亿元，同比+10.97%，环比+10.13%；归母净利润 0.97 亿元，同比-0.99%，环比+60.91%；扣非归母净利润 0.85 亿元，同比-1.17%，环比+113.36%。

### ➤ 点评：高温合金持续放量

- 量：**23H1 公司实现钢材销量 24.66 万吨，同比+2.07%。23H1，关键产线和重点品种生产入库不断创新高，感应钢入库量同比提高 9.37%，电渣钢入库量同比提升 8.7%，自耗钢入库量同比提升 10.29%。23H1 公司钢材销量 24.66 万吨，测算 23Q2 公司实现钢材销量 12.5 吨，同比-2.42%，环比+2.80%。虽然高温合金、超高强度钢等高端产品市场旺盛（23Q2 高温合金销量同比+33.33%），但由于其他特钢领域需求低迷，导致 23Q2 公司钢材销量同比下滑。
- 价：**成本压力缓解，23Q2 毛利率环比上升。23Q2 公司原料成本压力有所缓解，其中 23Q2 镍价同比-17.82%，环比-12.79%，钴价同比-45.50%，环比-12.14%。产品售价方面，测算高温合金 23Q2 售价环比-1.01%，同比-1.29%；合金结构钢 23Q2 平均售价环比+14.9%，同比+12.51%；工具钢 23Q2 环比+3.43%，同比-5.09%；不锈钢 23Q2 环比+1.72%，同比+6.04%。23Q2 毛利率环比+1.55pct，同比-1.42pct，至 12.57%。

### ➤ 核心看点：

- 高温合金未来贡献可期。**23 H1 公司高温合金业务稳步增长，产品产量同比增长 28.88%，产品销量同比增长 27.32%。军用等领域需求增长带动高温合金销量稳步提升，叠加镍价有所走弱，高温合金业绩贡献可期。
- 2021 年及 2022 年规划的新增产能项目稳步推进中。**公司前期规划的多个技改项目在途，2021 年及 2022 年规划的新增产能项目稳步推进，未来 2 年公司产能有望加速扩张，推动产品结构有望进一步向高端化转变。
- 继续加码技改项目，扩大核心产品产能。**为进一步满足高温合金、超高强度钢等高端产品市场需求，2023 年公司规划继续加码投资建设相关技术改造项目，其中感应钢产能增加 5400 吨、自耗钢产能增加 9720 吨。

➤ **投资建议：**公司重点发展国防军工、航空航天等领域产品，随着多个技改项目逐步投产，公司产品结构进一步优化，驱动业绩释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润依次 4.43/6.52/9.02 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 42/29/21 倍，维持公司“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7815	8650	10411	11792
增长率（%）	5.4	10.7	20.4	13.3
归属母公司股东净利润（百万元）	197	443	652	902
增长率（%）	-74.9	125.4	47.3	38.3
每股收益（元）	0.10	0.22	0.33	0.46
PE	96	42	29	21
PB	3.1	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价）

**谨慎推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**9.54 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu\_zuxue@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 年年报及 2023 年一季报点评：原料上涨拖累业绩，技改项目稳步推进-2023/05/04
2. 抚顺特钢 (600399.SH) 2022 年三季度报点评：销量下滑拖累 Q3 业绩，高温合金等高端产品稳步增长-2022/10/30
3. 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
4. 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
5. 【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)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>7815</b>	<b>8650</b>	<b>10411</b>	<b>11792</b>
营业成本	6667	7445	8850	9857
营业税金及附加	60	62	73	83
销售费用	52	54	66	74
管理费用	210	227	262	297
研发费用	383	346	416	472
EBIT	412	544	786	1058
财务费用	27	39	47	53
资产减值损失	-81	-43	-26	-22
投资收益	22	22	21	24
<b>营业利润</b>	<b>412</b>	<b>491</b>	<b>740</b>	<b>1013</b>
营业外收支	-144	-20	-15	-11
<b>利润总额</b>	<b>268</b>	<b>471</b>	<b>725</b>	<b>1002</b>
所得税	72	28	72	100
<b>净利润</b>	<b>197</b>	<b>443</b>	<b>652</b>	<b>902</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>197</b>	<b>443</b>	<b>652</b>	<b>902</b>
EBITDA	650	792	1061	1341

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1783	1918	1968	2336
应收账款及票据	999	841	937	1051
预付款项	68	89	88	99
存货	2549	2733	2954	3358
其他流动资产	1087	906	951	970
<b>流动资产合计</b>	<b>6487</b>	<b>6487</b>	<b>6898</b>	<b>7814</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3841	4040	4612	4927
无形资产	732	708	685	661
<b>非流动资产合计</b>	<b>5301</b>	<b>5578</b>	<b>6030</b>	<b>6372</b>
<b>资产合计</b>	<b>11788</b>	<b>12066</b>	<b>12928</b>	<b>14186</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2030	1775	1863	2134
其他流动负债	700	739	836	896
<b>流动负债合计</b>	<b>2729</b>	<b>2514</b>	<b>2700</b>	<b>3030</b>
长期借款	2542	2592	2617	2642
其他长期负债	462	462	462	462
<b>非流动负债合计</b>	<b>3004</b>	<b>3054</b>	<b>3079</b>	<b>3104</b>
<b>负债合计</b>	<b>5733</b>	<b>5568</b>	<b>5778</b>	<b>6134</b>
股本	1972	1972	1972	1972
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>6054</b>	<b>6497</b>	<b>7149</b>	<b>8052</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11788</b>	<b>12066</b>	<b>12928</b>	<b>14186</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	5.40	10.68	20.37	13.26
EBIT 增长率	-55.40	32.00	44.36	34.56
净利润增长率	-74.92	125.39	47.26	38.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	14.68	13.93	15.00	16.41
净利润率	2.51	5.12	6.26	7.65
总资产收益率 ROA	1.67	3.67	5.04	6.36
净资产收益率 ROE	3.25	6.82	9.12	11.20
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.38	2.58	2.56	2.58
速动比率	1.38	1.42	1.39	1.41
现金比率	0.65	0.76	0.73	0.77
资产负债率 (%)	48.64	46.15	44.70	43.24
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	16.55	16.50	15.00	15.00
存货周转天数	127.87	129.28	118.00	117.00
总资产周转率	0.71	0.73	0.83	0.87
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.10	0.22	0.33	0.46
每股净资产	3.07	3.29	3.63	4.08
每股经营现金流	0.02	0.23	0.38	0.49
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	96	42	29	21
PB	3.1	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	30.46	25.01	18.65	14.77
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	197	443	652	902
折旧和摊销	237	247	275	283
营运资金变动	-622	-355	-281	-316
<b>经营活动现金流</b>	<b>44</b>	<b>463</b>	<b>752</b>	<b>968</b>
资本开支	-339	-513	-710	-604
投资	374	197	47	48
<b>投资活动现金流</b>	<b>69</b>	<b>-294</b>	<b>-642</b>	<b>-532</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	130	50	25	25
<b>筹资活动现金流</b>	<b>53</b>	<b>-34</b>	<b>-60</b>	<b>-67</b>
<b>现金净流量</b>	<b>165</b>	<b>135</b>	<b>50</b>	<b>369</b>

## 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受到任何形式的补偿。

## 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