

抚顺特钢(600399.SH)

中国特殊钢的摇篮，成长的高温合金龙头

投资要点：

➤ 坚持稳健经营，锚定“特钢更特”

历经重整，抚顺特钢引入世界500强企业沙钢集团，实施混合所有制改革，注入发展新动能。公司积极应对行业严峻形势，坚持稳健经营，2023年实现营业收入85.75亿元，同比增长9.72%；实现归母净利润3.62亿元，同比增长84.43%。同时，公司产品定位“特钢更特”，与国内特殊钢行业主要科研部门建立了战略合作关系，2023年研发费用率达4.16%，持续投入研发巩固技术领先优势，特种冶炼装备精良，掌握特钢冶炼生产全流程。

➤ 技改项目稳步推进，打破高端材料生产瓶颈。

公司围绕“三高一特”高端产品积极推进技改项目，各项目建设时间节点稳步推进。公司均质化项目、产业化一期项目、第三炼钢厂新建20台电渣炉技改项目等一批重点项目已在2023年投产，按照计划2024年还将有一批提升产能及产品质量的相关项目落地。技改项目的稳步推进，有力支撑了公司产品结构优化和高端产品产能释放，助力公司把握国内高温合金市场的增长机会。

➤ 国防军工及航空航天领域快速发展，拉动高温合金市场需求。

在先进的航空发动机中，高温合金用量所占比例已高达50%以上，约占原材料价值的35%。军用飞机的列装增量和维修存量市场潜力大，民航国产大飞机项目加快推进，应用在军民领域的国产航空发动机均取得进展，国产化步伐加快。2022年国内高温合金缺口或达2.8万吨，且供给增速低于需求增速，缺口有进一步扩大的趋势，高温合金存在国产替代空间。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利分别为5.66/8.18/10.67亿元，对应EPS为0.29/0.41/0.54元/股。我们认为，公司作为国内特殊钢和高温合金龙头公司，技术研发实力和先进生产制造能力兼备，叠加公司技改项目陆续投产，支撑高温合金高端产品产能持续释放，有望把握国内高温合金市场的增长机会。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

➤ 风险提示

(1) 原材料价格上涨超预期；(2) 技改项目投产不及预期；(3) 下游需求不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,815	8,575	9,871	10,873	11,962
增长率	5%	10%	15%	10%	10%
净利润(百万元)	197	362	566	818	1,067
增长率(%)	-75%	84%	56%	44%	30%
EPS(元/股)	0.10	0.18	0.29	0.41	0.54
市盈率(P/E)	65.4	35.5	22.7	15.7	12.1
市净率(P/B)	2.1	2.0	1.9	1.7	1.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所
注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

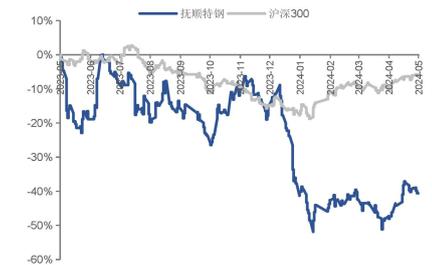
买入（首次评级）

当前价格：6.52元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1972/1972
总市值/流通市值(百万元)	12858/12858
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	46.77
一年内最高/最低(元)	11.23/5.09

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：王保庆 (S0210522090001)
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn
联系人：胡森皓 (S0210122070105)
邮箱：HSH3809@hfzq.com.cn

相关报告



投资要件

关键假设

(1) 量：公司产品结构继续优化，技改项目如期投产，高温合金等高端产品产能释放。保守假设公司完成 2024 年 56-62 万吨钢材生产计划的最低目标，预计公司 2024-2026 年生产 56/59/62 万吨钢材，其中高温合金产量分别为 0.99/1.19/1.42 万吨。

(2) 价：高温合金市场保持增长且国产替代进口存在空间，公司产研一体高温合金产品保持竞争力，预计价格稳定增长，其他中低端钢材价格伴随经济复苏和需求改善整体趋稳。预计 2024-2026 年高温合金单吨售价 23/23.5/23.8 万元/吨。

(3) 利：镍等主要原材料价格同比高位回落，原料价格波动对公司定价以及盈利造成一定影响，同时公司聚焦优势品种，强化产品附加值提升利润空间。预计 2024-2026 年公司平均毛利率为 16.22%/17.92%/19.1%，其中高温合金毛利率为 28.29%/30.8%/31.68%。

我们区别于市场的观点

市场担忧钢铁行业产能过剩，亏损加剧，公司盈利能力下降。我们认为：当下钢铁行业进入深度调整，钢铁需求结构发生变化，下游制造业接力建筑业拉动用钢需求，伴随制造业转型升级，对钢铁材料提出更高性能要求。航空航天、汽车、新能源以及其他高端制造行业和领域加快发展，“三高一特”等高性能材料需求稳步增长。公司产品定位“特钢更特”，产品向高端化发展，不断筑高行业壁垒，同时伴随上游原材料成本趋于回落，支撑公司盈利能力持续改善。

股价上涨的催化因素

(1) 高温合金价格上涨；(2) 钢铁产品价格上涨；(3) 合金、废钢等原料价格下跌。

估值和目标价格

选取高温合金制造企业钢研高纳、图南股份、隆达股份，特钢企业中信特钢作为可比公司，以 2024 年 5 月 22 日收盘价计算，可比公司 2024-2026 年预测 PE 均值分别为 23.8/18.8/15.6 倍。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.66/8.18/10.67 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.41/0.54 元/股。我们认为，公司作为国内特殊钢和高温合金龙头公司，技术研发实力和先进生产制造能力兼备，叠加公司技改项目陆续投产，支撑高温合金高端产品产能持续释放，有望把握国内高温合金市场的增长机会。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

投资风险

(1) 原材料价格上涨超预期；(2) 技改项目投产不及预期；(3) 下游需求不及预期。



正文目录

1 抚顺特钢：中国特殊钢的摇篮，成长的高温合金龙头	5
1.1 老牌特钢涅槃重生，沙钢成为第二大股东	5
1.2 产品定位“特钢更特”，合金牌号齐全	6
1.3 坚持稳健经营，业绩保持韧性	7
2 行业层面：航空航天领域加速发展，拉动高温合金需求	9
2.1 优异的耐热先进材料，应用领域广泛	9
2.1.1 军机动力系统材料价值凸显，列装增量和维修存量市场潜力大	11
2.1.2 民航业复苏机队规模继续扩大，国产飞机研制加快抢占市场份额	12
2.1.3 高温合金是火箭发动机关键用材，商业航天将进入发展新阶段	15
2.2 高温合金需求持续增长，国产替代空间仍存	16
3 公司层面：产品结构持续优化，技改项目投产放量	17
3.1 持续巩固先进生产制造能力，不断拓展技术领先优势	17
3.2 产品结构持续调整优化，高温合金产能不断释放	19
3.3 原材料价格同比回落，公司盈利状况有望持续改善	21
4 盈利预测与投资建议	21
4.1 盈利预测	21
4.2 投资建议	22
5 风险提示	23

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构图	5
图表 3：公司产品系列分类	6
图表 4：公司营业收入情况	7
图表 5：公司归母净利润情况	7
图表 6：公司单季营业收入情况	7
图表 7：公司单季归母净利润情况	7
图表 8：特钢业务贡献主要主要营收（亿元）	8
图表 9：特钢业务贡献主要毛利（亿元）	8
图表 10：2023 年公司特钢产品产量结构	8
图表 11：2023 年公司特钢产品销量结构	8
图表 12：2023 年公司各业务产品营收占比	8
图表 13：2023 年公司各业务产品毛利占比	8
图表 14：公司毛利率和净利率情况	9
图表 15：公司期间费率情况	9
图表 16：高温合金化学元素及其作用	9
图表 17：高温合金品种需求占比（按制造工艺划分）	10
图表 18：高温合金品种需求占比（按基体元素划分）	10
图表 19：高温合金的下游应用	10
图表 20：高温合金在航空发动机中的应用	11
图表 21：高温合金作为航空发动机热端承力部件	11
图表 22：国防支出规模持续增长	11
图表 23：国防支出增速保持稳定	11
图表 24：军用飞机组成价值占比	12
图表 25：发动机使用的原材料价值占比	12
图表 26：近年来我国现役军机数量整体增长	12
图表 27：2023 年各国军用飞机现役军机占比	12
图表 28：航空发动机预计未来国产替代产品情况	12
图表 29：民航旅客周转量受新冠疫情冲击骤降	13
图表 30：民航货邮周转量受新冠疫情冲击回落	13



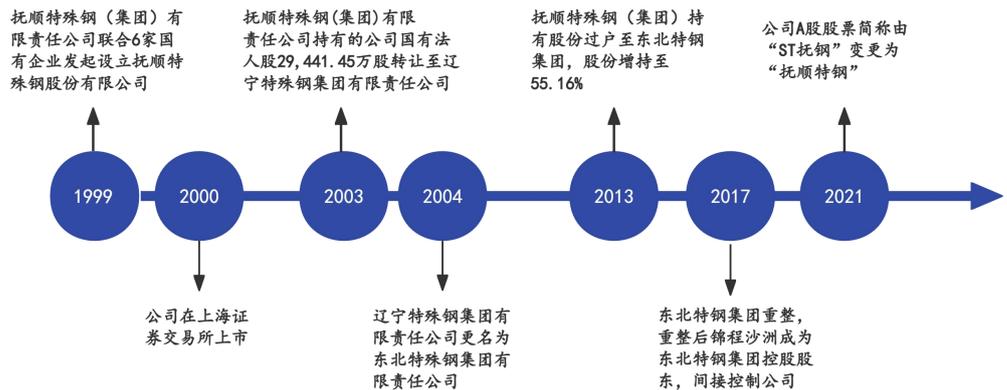
图表 31:	民航运输飞机数量趋势	13
图表 32:	民航当月旅客及货邮周转量趋势	13
图表 33:	2023 年三大航空公司民航机队整体结构	14
图表 34:	2023-2024 年三大航空公司飞机引进计划	14
图表 35:	空客/波音飞机的发动机制造商排名	14
图表 36:	部分在产飞机及其发动机统计表	14
图表 37:	长征 5 号运载火箭结构图	16
图表 38:	固体发动机（上）和液体发动机（下）结构图	16
图表 39:	商业航天液体火箭发动机	16
图表 40:	重点企业高温合金粗钢产量	17
图表 41:	重点企业高温合金钢材产量	17
图表 42:	中国高温合金产量趋势	17
图表 43:	中国高温合金需求量趋势	17
图表 44:	公司特钢产品生产工艺流程	18
图表 45:	公司研发费用趋势	19
图表 46:	公司研发人员趋势	19
图表 47:	公司钢材产销数量趋势	19
图表 48:	公司各钢材产品产量结构趋势	19
图表 49:	公司高温合金产销数量趋势	19
图表 50:	公司高温合金产销占比趋势	19
图表 51:	2023 年公司新建和在建技改项目	20
图表 52:	2023 年特钢业务成本构成情况	21
图表 53:	镍价格趋势	21
图表 54:	钴价格趋势	21
图表 55:	废钢年价格趋势	21
图表 56:	公司业绩拆分预测表	22
图表 57:	可比公司估值表	23
图表 58:	财务预测摘要	24

1 抚顺特钢：中国特殊钢的摇篮，成长的高温合金龙头

1.1 老牌特钢涅槃重生，沙钢成为第二大股东

抚顺特殊钢股份有限公司（简称“抚顺特钢”）是国家级高新技术企业，1999年6月，抚顺特殊钢（集团）联合6家国有企业发起设立抚顺特殊钢股份有限公司。2000年12月，公司股票在上海证券交易所上市。公司生产了新中国第一炉高速钢、第一炉奥氏体不锈钢、第一炉超高强度钢、第一炉高温合金、第一炉超低碳不锈钢等，是我国特殊钢材料重要的研发和生产基地，被誉为“中国特殊钢的摇篮”。

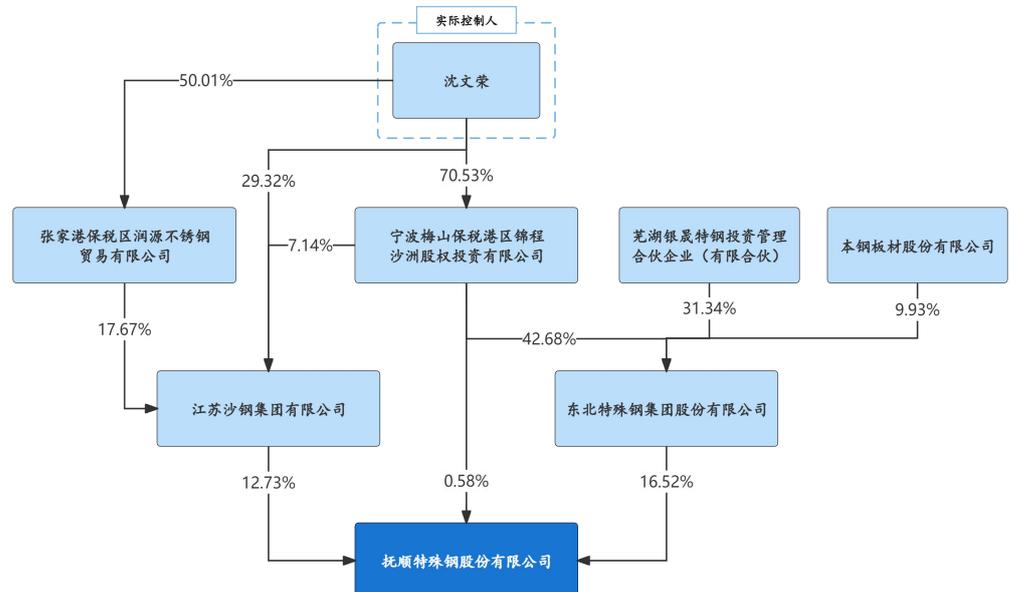
图表 1: 公司发展历程



数据来源：公司公告、华福证券研究所

抚顺特钢控股股东是东北特殊钢集团股份有限公司（简称东北特钢集团）。2017年，东北特钢集团重整完成后，宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司（实际控制人为沙钢集团董事局主席沈文荣先生）成为东北特钢集团的控股股东，并间接成为抚顺特钢的控股股东。2023年，东北特钢集团将其持有的公司25,100.00万股（占公司总股本的12.73%）无限售条件流通股转让给沙钢集团，过户登记完成后，东北特钢集团仍为第一大股东及母公司，沙钢集团成为公司第二大股东。

图表 2: 公司股权结构图



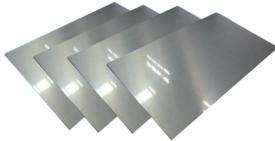
数据来源：公司 2023 年年报、华福证券研究所
备注：时间截至公司 2023 年年报披露时间

1.2 产品定位“特钢更特”，合金牌号齐全

公司拥有包括高温合金、超高强度钢、特种冶炼不锈钢、高档工模具钢、高档汽车钢、高速工具钢、钛合金、减速机、增速机行业用钢等各类产品 5400 多个牌号特殊钢新材料的生产经验，以“高、精、尖、奇、难、缺、特、新”的产品发展理念促进中国合金材料的发展。产品被广泛应用于航空航天、国防军工、能源电力、石油化工、交通运输、机械机电、环保节能等领域，是国内重要的特殊钢新材料供应商之一。

公司通 ISO 9001 质量管理体系认证、IATF16949 汽车行业质量管理体系认证、GJB9001C 军工行业质量管理体系认证、AS/EN9100D 航空航天质量管理体系认证等；产品性能和质量检验实验室先后获得 NADCAP 实验室和 IOS/IEC17025 实验室认可；先后通过英国劳氏 LR、德国劳氏 GL、美国 ABS、挪威 DNV 等多家国际知名船级社认证。

图表 3: 公司产品系列分类

产品系列	系列分类	系列介绍	图例
高温合金系列	航空、航天用高温合金，舰船用高温合金，能源及电力用高温合金，汽轮机用高温合金，石油石化用耐腐蚀合金，标准件用高温合金	公司能够按照通用标准（GB、GJB、HB、ASME、AMS、ISO）和用户特殊要求生产高温合金和耐腐蚀合金系列产品，涵盖锻材、锻件、轧材、冷热轧板材、冷拔材等 800 多种规格。	
超高强度钢系列	低合金超高强度钢、防弹钢板、马氏体时效钢、高合金超高强度钢	超高强度钢产品纯度及综合性能国内领先，部分产品实物质量已经达到或超过国外领先产品的实物水平。D406A、980、18Ni 系列材料、300M、D6AC、30CrMnSiNi2A 等多种高强度材料，产品质量与国外同类产品相当。	
工模具钢系列	压铸模具钢、铝型材挤压模具钢、热锻模具钢、耐蚀塑料镜面模具钢、精密冷冲模具钢、车灯模具钢、预硬化塑料模具钢、高速钢	公司能够按照通用标准（GB、ISO、AISI、DIN、JIS）和用户特殊要求生产冷作模具钢、热作模具钢、塑料模具钢等系列产品，涵盖锻材、锻件、轧材等品种 2100 多个规格，被广泛应用于前沿和高端行业。	
不锈钢系列	航空、航天用不锈钢、核能用不锈钢、火电用不锈钢及耐热钢、石油石化用不锈钢、气阀用不锈钢、交通运输用不锈钢、纺织用不锈钢、医疗用不锈钢、锅炉管道用不锈钢	公司已经形成了 EAF+LF+VOD/VHD、VIM+VAR、VIM+ESR、UHP+AOD+LF+VD+ESR 等多条不锈钢冶炼生产线，能够生产各种马氏体、奥氏体等不锈钢产品，涵盖锻轧棒材、方扁材、管坯、薄板材等，被广泛应用于核能、汽轮机、石油石化、交通运输、工程机械、医疗等领域。	
钛合金系列	航空、航天用钛合金、潜艇及常规兵器应用、医疗及日常生活等应用、化工、汽车及能源等工业上的应用	公司钛合金的生产历史悠久，1965 年研制出的 TA7 板材，用于我国第一颗人造地球卫星-东方红一号。公司拥有系统和完善的钛合金科研试制、生产组织、质量控制和质量保证体系，主体设备从国外引进，装备处于国内领先水平。	
合金结构钢系列	汽车用齿轮钢、胀断连杆用钢、曲轴用钢、铁路用钢、减速机用钢、风电用钢、石油石化用钢、煤矿机械用钢、凿岩、钎具用钢	汽车钢产品通过一汽大众、上海大众、韩国现代、上海通用、博世等公司认证，是一汽集团、上汽集团等企业的重要供应商。风电、减速机用钢质量优越，规格齐全，主要用于制作高档齿轮、齿圈、输入轴、传动轴、输出轴、叶片与机仓紧固件等。	
轴承钢系列	汽车及铁路轴承钢、风电轴承钢、军甲轴承钢、航空发动机轴承钢、工业用轴承钢	公司轴承钢按照冶炼工艺可以分为双真空冶炼、电渣冶炼和电炉精炼三类，其质量可满足国家标准、治标、国军标、SKF 等标准要求。公司轴承钢产品以圆棒材为主，可按照用户需求生产板材、方扁钢、环形锻件等产品。	

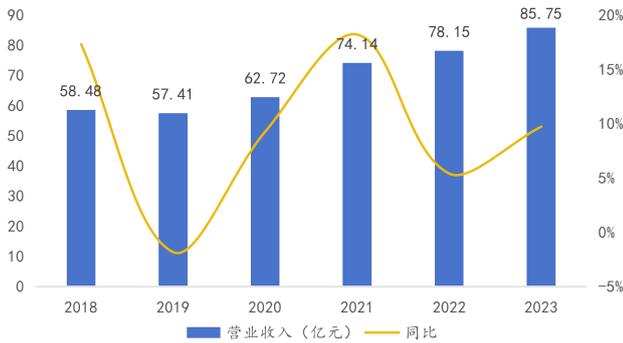
数据来源：公司官网、华福证券研究所

1.3 坚持稳健经营，业绩保持韧性

2022-23年，中国钢铁行业发展面临的外部环境严峻，整体呈现出“需求减弱、价格下跌、成本上升、利润下滑”的运行态势，行业出现大面积亏损，据中钢协统计，2022年我国重点统计会员钢铁企业实现营业收入65875亿元，同比下降6.35%；实现利润总额982亿元，同比下降72.27%。2023年，钢铁行业继续面临挑战，行业总体运行呈现“三高三低”特点，即高产出、高出口、高成本，低需求、低价格、低效益。在供需矛盾和原料成本高企的双重挤压下，行业利润持续磨底。

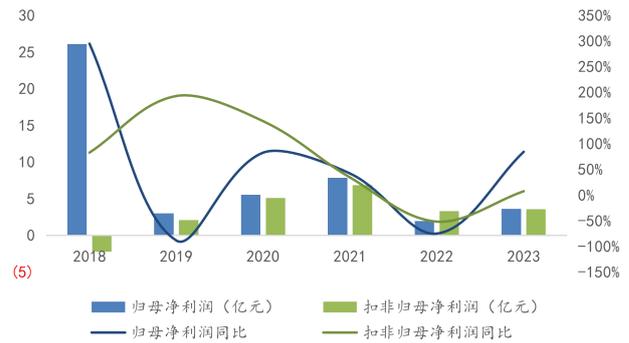
在此背景下，公司在关键产品和产品结构上持续发力，2023年实现营业收入85.75亿元，同比增长9.72%；实现归母净利润3.62亿元，同比增长84.43%；实现扣非归母净利润3.56亿元，同比增长7.54%。

图表 4: 公司营业收入情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

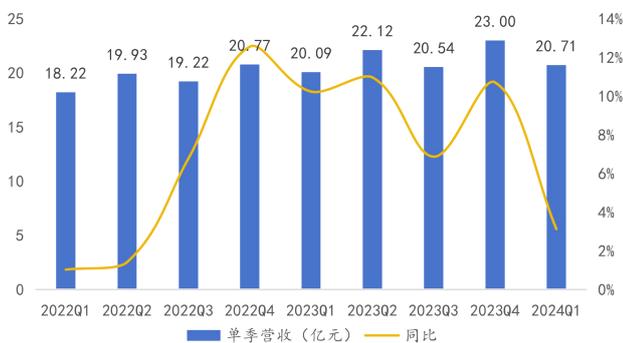
图表 5: 公司归母净利润情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

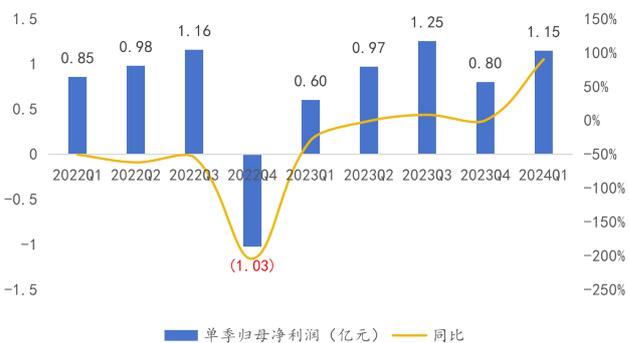
分季度来看，进入2023年公司保持稳健经营，2023年各季度营收分别为20.09亿元、22.12亿元、20.54和23亿元，同比增速分别达10.24%、10.97%、6.87%和10.71%；单季归母净利润持续改善，2023年Q1-Q3归母净利润分别为0.6亿元、0.97亿元和1.25亿元，同比增速分别为-29.49%、-0.99%和8.19%，2023年四季度归母净利润同比实现扭亏为盈，展现出公司较强的业绩韧性。进入2024年，公司一季度实现营收20.71亿元，同比增长3.13%，单季归母净利润1.15亿元，同比增长90.22%，业绩表现持续向好发展。

图表 6: 公司单季营业收入情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

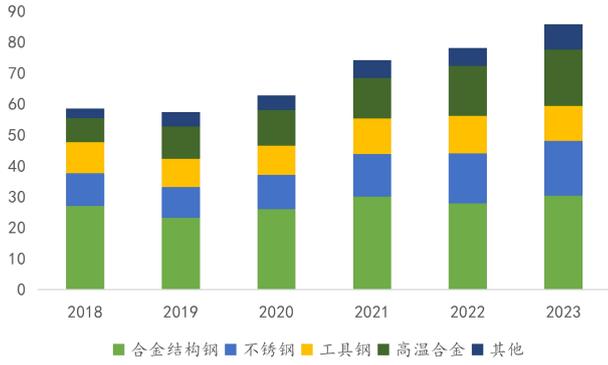
图表 7: 公司单季归母净利润情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

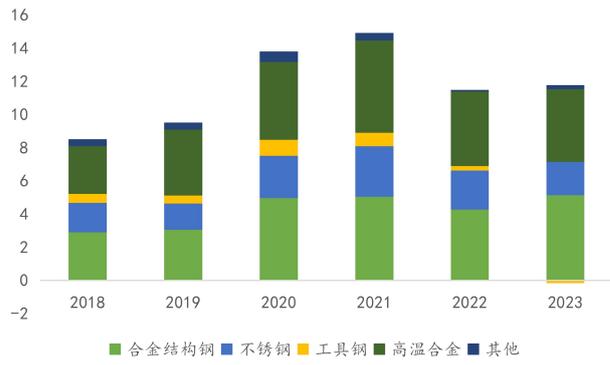
分业务来看，公司业务聚焦在特钢主业。2023年特钢业务贡献营收77.58亿元，占比高达九成，其中合金结构钢/不锈钢/工具钢/高温合金分别实现营收30.34/17.74/11.28/18.22亿元；特钢业务贡献毛利11.33亿元，占总毛利的98%，其中合金结构钢/不锈钢/工具钢/高温合金分别实现毛利5.12/2.01/-0.18/4.39亿元。

图表 8: 特钢业务贡献主要主要营收 (亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

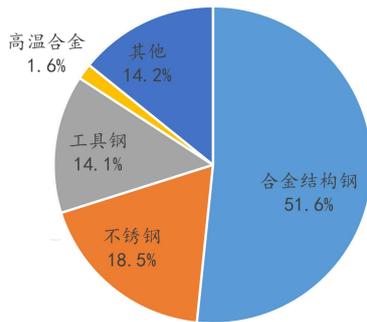
图表 9: 特钢业务贡献主要毛利 (亿元)



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

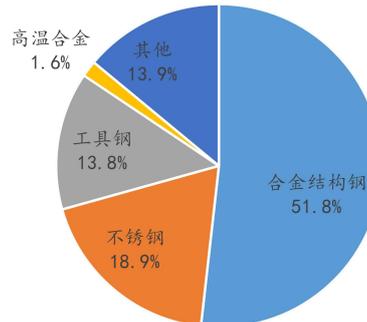
从产品的生产和销售上看, 2023 年公司合金结构钢的产量和销量的占比分别为 51.6% 和 51.8%, 占比均超过钢材产品总数的一半, 其次是不锈钢、工具钢以及其他特钢产品种类。高温合金属于高端金属结构材料, 数量规模低于其他特钢品种, 2023 年高温合金产量达 0.82 万吨, 销量达 0.8 万吨, 分别占总产量和总销售的 1.6%。

图表 10: 2023 年公司特钢产品产量结构



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

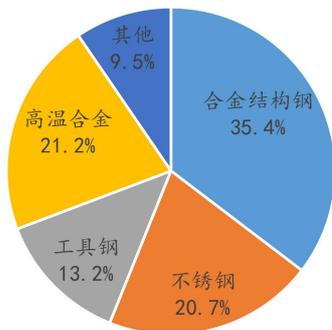
图表 11: 2023 年公司特钢产品销量结构



数据来源: 公司公告、华福证券研究所

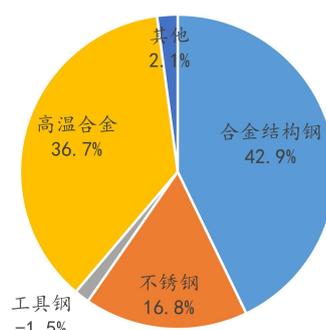
从产品的营收和毛利上看, 合金结构钢贡献了 35.4% 的营收和 42.9% 的毛利, 其次是高温合金、不锈钢等对公司营收和毛利作出重要贡献。值得关注的是, 销量占比仅 1.6% 的高温合金贡献了公司 21.2% 的营收和 36.7% 的毛利, 是公司产生效益最佳的产品品类。

图表 12: 2023 年公司各业务产品营收占比



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 13: 2023 年公司各业务产品毛利占比



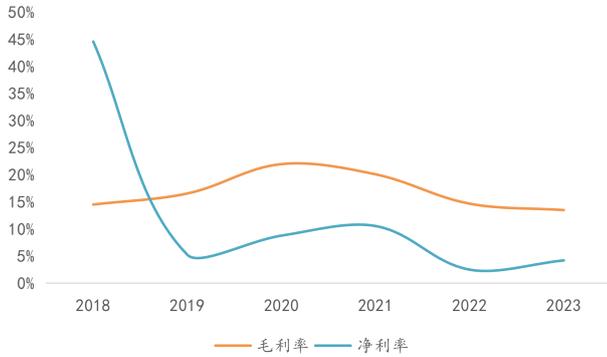
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

受原材料成本高企等因素影响, 近年来公司毛利率和净利率比较承压, 其中 2023



年毛利率继续下滑至 13.51%，净利率有所上升至 4.23%。另一方面，公司积极推进降本增效工作，通过开发高性价比代用料等项目，推进低成本工艺路线转移和条线联动，推进返回钢使用以及提高返回比等方式降低生产成本。2023 年，公司毛利率为 13.51%，较上年下降 1.18 个百分点；净利率为 4.23%，较上年上升了 1.71 个百分点，效益水平有企稳改善的趋势。同时，公司期间费率保持稳定，2023 年销售费用率 0.68%，财务费用率 0.38%，管理费用率 2.92%。

图表 14: 公司毛利率和净利率情况



数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 15: 公司期间费率情况



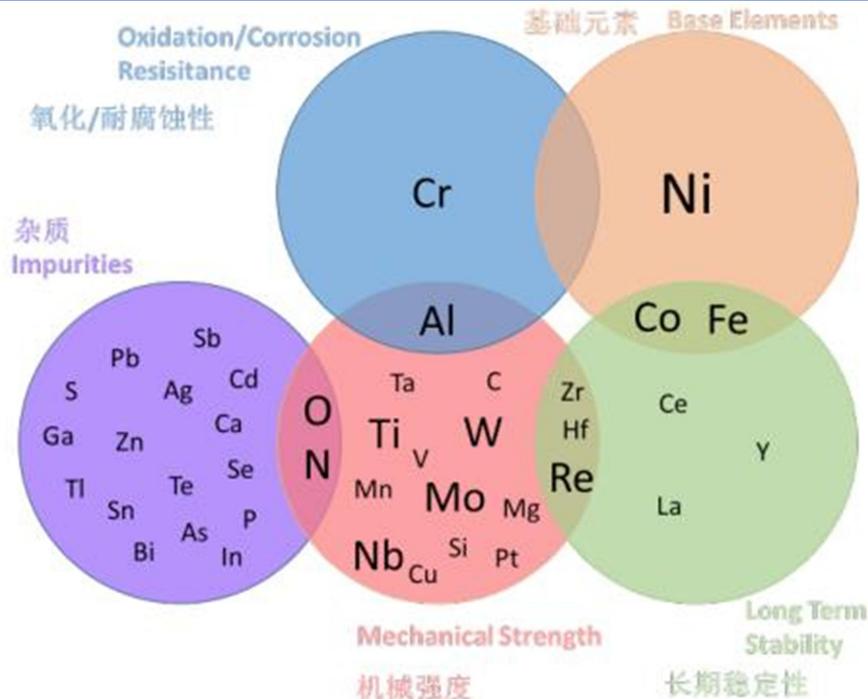
数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

2 行业层面: 航空航天领域加速发展, 拉动高温合金需求

2.1 优异的耐热先进材料, 应用领域广泛

高温合金是以铁、镍、钴为基体元素, 能在 600℃ 以上的高温环境下抗氧化、抗腐蚀、抗蠕变, 并能在较高的机械应力作用下长期工作的合金材料, 又称热强合金、耐热合金、超合金, 广泛应用于航空航天领域和能源领域。

图表 16: 高温合金化学元素及其作用



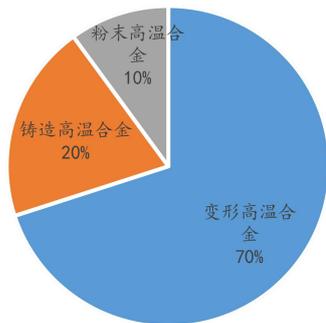
数据来源: 图南股份招股说明书、华福证券研究所

按照制造工艺, 高温合金可划分为变形高温合金、铸造高温合金、粉末高温合金等, 其中变形高温合金的热加工塑性较好, 可以在锻轧机械的外力作用下塑性变形为特定形状和尺寸的锻件和型材, 在固溶、时效状态下的高温强度优异, 其需求

量约占高温合金的 70%。

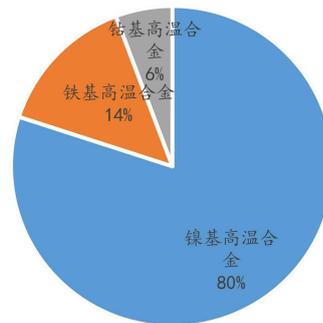
按照基体元素种类，高温合金可划分为铁基高温合金、镍基高温合金和钴基高温合金等，其中镍基高温合金的应用范围较广，需求量约占高温合金的 80%。此外，还可以按照合金强化类型分为固溶强化高温合金和沉淀强化高温合金；可按照合金使用特性分为抗热腐蚀高温合金、低膨胀高温合金和高屈服强度高温合金；可按照合金用途分为涡轮叶片用高温合金、涡轮导向叶片用高温合金和燃烧室用高温合金等。

图表 17: 高温合金品种需求占比(按制造工艺划分)



数据来源: 隆达股份招股说明书、华福证券研究所

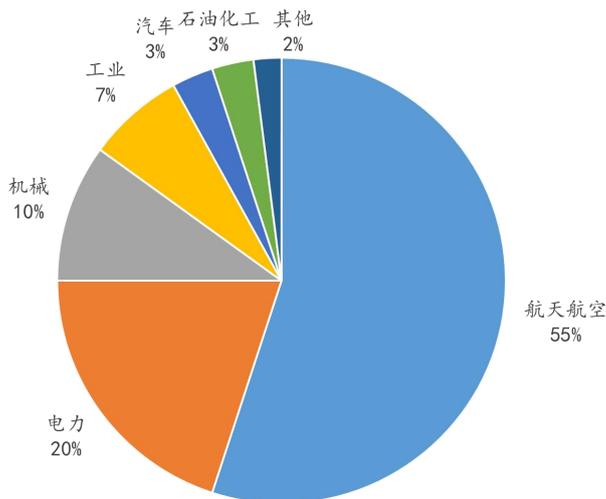
图表 18: 高温合金品种需求占比(按基体元素划分)



数据来源: 隆达股份招股说明书、华福证券研究所

目前，高温合金主要应用于发动机领域，包括航空发动机、航天火箭发动机和各种工业用燃气涡轮发动机。根据 Roskill 统计数据，高温合金在航空航天领域的应用占比 55%，其次是电力领域，应用占比为 20%。作为飞机动力装置的航空发动机，是航空工业中技术含量最高、难度最大的部件之一，对结构材料的性能提出很高要求，特别是金属结构材料需要具备轻质、高强、高韧、耐高温、抗氧化、耐腐蚀等性能。而高温合金作为在 600℃ 以上及一定应力条件下长期工作的金属材料，满足现代航空发动机对材料的苛刻要求，至今已成为航空发动机热端部件不可替代的一类关键材料。

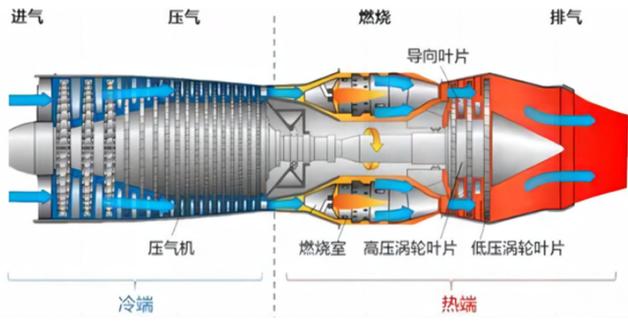
图表 19: 高温合金的下游应用



数据来源: Roskill、前瞻产业研究院、华福证券研究所

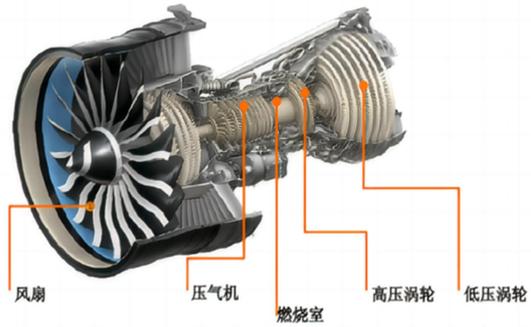
高温合金第一大应用领域是航空航天领域，高温合金用量约占发动机总重量的 40%-60%，主要用于燃烧室、导向器、涡轮叶片和涡轮盘四大热端部件，此外还用于机匣、环件、加力燃烧室和尾喷口等部件。随着我国发展自主航空航天产业，研制国产先进发动机不断取得突破，可预见高端和新型高温合金的市场空间广阔。

图表 20: 高温合金在航空发动机中的应用



数据来源: 材易通公众号、华福证券研究所

图表 21: 高温合金作为航空发动机热端承力部件



数据来源: 钢研高纳招股说明书、华福证券研究所

2.1.1 军机动力系统材料价值凸显, 列装增量和维修存量市场潜力大

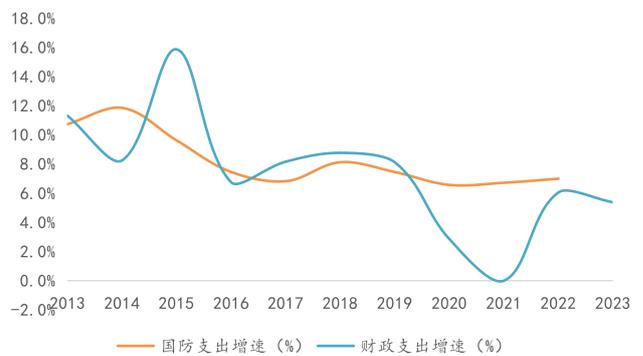
当今世界安全局势动荡, 地区冲突频发, 不确定性和不稳定性上升, 根据国防需求和国民经济发展水平, 近年来我国国防支出规模增速保持稳定, 占财政总支出的比例有所提升。国防支出由 2012 年的 0.67 万亿元增长到 2022 年的 1.48 万亿元, 2022 年占财政总支出的 5.7%, 10 年 CAGR 为 8.2%。2021 年, 在财政总支出同比增速趋近于零的情况下, 同年国防支出保持了适度稳定的增速。2023 年全国一般公共预算安排国防支出 1.58 万亿元, 比上年执行数增长 7.2%, 2024 年全国一般公共预算安排国防支出 1.69 万亿元, 比上年执行数增长 7.2%, 保持国防支出合理稳定增长。根据《新时代的中国国防》白皮书, 近年来增加的国防支出其中一个主要用途是在于加大武器装备建设投入, 淘汰更新部分落后装备, 升级改造部分老旧装备, 研发采购航空母舰、作战飞机、导弹、主战坦克等新式武器装备, 稳步提高武器装备现代化水平。

图表 22: 国防支出规模持续增长



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 23: 国防支出增速保持稳定

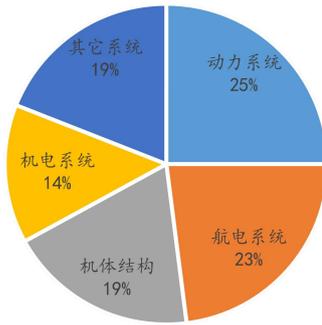


数据来源: Wind、华福证券研究所

在现代战争中, 空中力量是左右战局的关键因素之一。军用战斗机作为空中力量的重要组成部分, 具备卓越机动性、强大的打击能力和远程作战能力, 在空中作战和战略威慑中发挥着不可替代的作用。军用飞机和民用飞机由于用途不同, 各组成部分价值有差异, 但动力系统价值占比相对稳定。在军用飞机上, 动力系统占整机价值比最高达 25%, 机体结构占比约为 19%; 而民用飞机, 机体结构最高达到 36%, 动力系统次之占比 22%。而航空发动机制造成本主要由原材料成本和劳动力成本组成, 分别占比在 40%-60%, 25%-35%。发动机使用的原材料主要是高温合金、钛合金和其他材料, 高温合金价值占比约 35%, 钛合金价值占比约 30%, 其他材料包括铝合金、钢等占剩下的 35%。

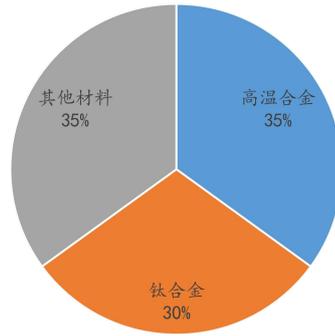


图表 24: 军用飞机组成价值占比



数据来源: 前沿材料、华福证券研究所

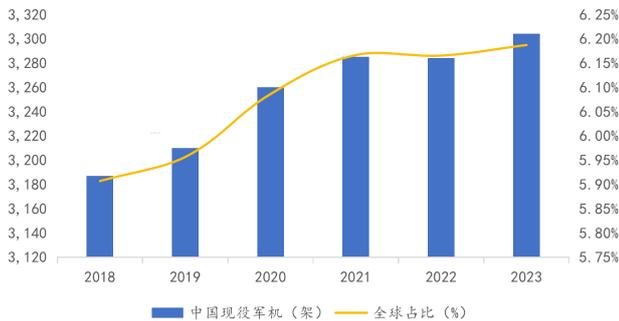
图表 25: 发动机使用的原材料价值占比



数据来源: 前瞻产业研究院、华福证券研究所

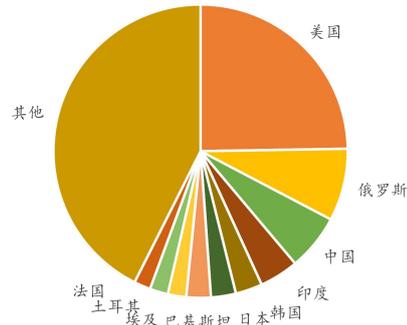
据 World Air Forces 报告, 2023 年我国现役军用飞机数量达 3,304 架, 占全球军用飞机总数的 6%左右, 数量落后于美国 (25%) 和俄罗斯 (8%)。未来我国军用飞机的数量还有继续增长的空间, 且伴随武器装备的更新换代, 军用飞机的列装增量市场将带动高温合金需求增长。另据前瞻产业院数据, 航空发动机全寿命周期要经历研发、采购、使用维护三个阶段, 在全寿命周期费用占比分别为 10%、40%、50%。使用维护阶段的费用占比最高, 更新发动机零部件又占维护阶段费用的 50%, 发动机的维护和零部件的更新将进一步拉动高温合金在军用飞机存量市场的需求。

图表 26: 近年来我国现役军机数量整体增长



数据来源: World Air Forces、华福证券研究所

图表 27: 2023 年各国军用飞机现役军机占比



数据来源: World Air Forces、华福证券研究所

图表 28: 航空发动机预计未来国产替代产品情况

飞机类型	使用发动机型号	预计国产替代
运-20	俄罗斯 D-30 发动机	WS-18/WS-20
教练-10	乌克兰 A1-222-25 发动机	
FC-31	俄罗斯 RD-93 发动机	WS-13
歼-10	俄罗斯 AL-31F 发动机/WS-10	WS-10

数据来源: 前瞻产业研究院、华福证券研究所

2.1.2 民航业复苏机队规模继续扩大, 国产飞机研制加快抢占市场份额

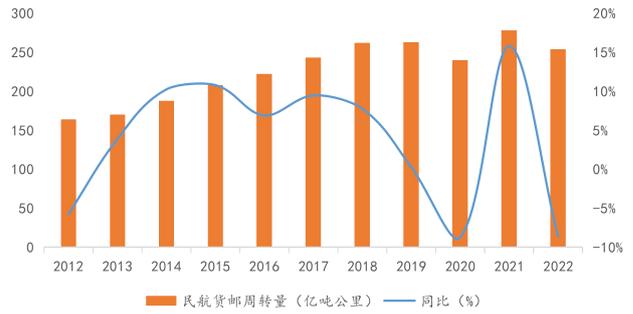
2012 年-2019 年间, 民航业完成旅客周转量的同比增速保持在 10%-15%之间, 受新冠疫情冲击, 2020 年全行业完成旅客周转量同比骤降 46%, 并在 2022 年同比再次大幅下降 40%至 3914 亿人公里。与此类似, 全行业完成货邮周转量在 2020 年和 2022 年同比均下降约 9%, 2022 年全行业完成货邮周转量回落至 254 亿吨公里。

图表 29: 民航旅客周转量受新冠疫情冲击骤降



数据来源: Wind、华福证券研究所

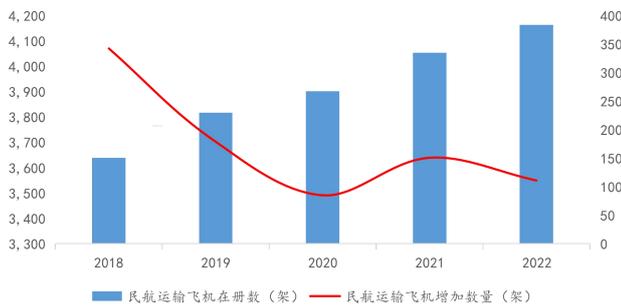
图表 30: 民航货邮周转量受新冠疫情冲击回落



数据来源: Wind、华福证券研究所

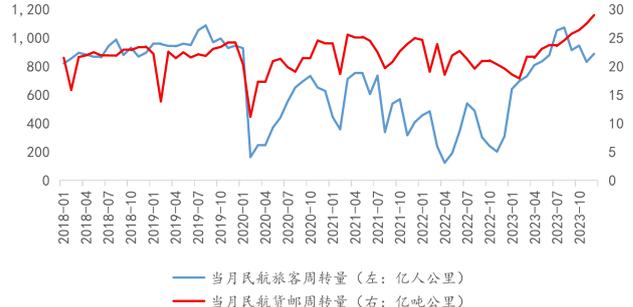
在旅客周转量和货邮周转量下行的背景下, 民航运输机数量继续保持增长。截至 2022 年底, 我国共有运输航空公司 66 家, 比上年底净增 1 家; 境内运输机场 (不含香港、澳门和台湾地区) 254 个, 比上年底净增 6 个; 民航全行业运输飞机期末在册架数 4165 架, 比上年底增加 111 架。进入 2023 年以来, 民航当月旅客周转量和货邮周转量均快速持续回升, 目前已恢复至疫情之前水平, 伴随经济复苏, 我们预计民航运输机数量规模将加快扩大, 民用航空发动机以及高温合金的需求也将随之增长。

图表 31: 民航运输飞机数量趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

图表 32: 民航当月旅客及货邮周转量趋势



数据来源: Wind、华福证券研究所

2023 年 10 月 1 日, 工业和信息化部、科学技术部、财政部、中国民用航空局等 4 部门联合印发《绿色航空制造业发展纲要 (2023—2035 年)》, 纲要提出, 到 2035 年, 建成具有完整性、先进性、安全性的绿色航空制造体系, 新能源航空器成为发展主流, 国产民用大飞机安全性、环保性、经济性、舒适性达到世界一流水平, 以无人化、电动化、智能化为技术特征的新型通用航空装备实现商业化、规模化应用。根据中国商飞公司发布《中国商飞公司市场预测年报 (2022-2041)》, 未来二十年, 中国航空运输市场将接收喷气客机 9,284 架, 其中支线客机 958 架, 单通道客机 6,288 架, 双通道客机 2,038 架。到 2041 年, 中国的机队规模将达到 10,007 架, 占全球客机机队 21.1%。中国航空市场将成为全球最大的单一航空市场。

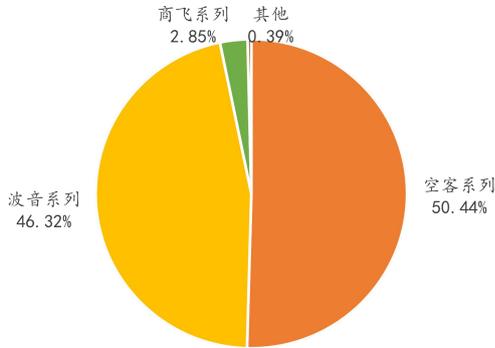
目前国内的民航客机主要依靠进口, 民航机队基本被波音与空客垄断。以我国三大国有民用航空运营集团中国国航、南方航空和中国东航的机队构成来看, 截至 2023 年末, 三大航空公司共有飞机数量 2595 架, 其中空客系列飞机 1309 架, 占比 50%; 波音系列飞机 1202 架, 占比 46%; 中国商飞系列飞机仅 74 架, 占比 3%。根据三大航空公司公布的年度引进计划, 2024 年合计计划引进 183 架飞机, 其中中国商飞系列 (ARJ21 和 C919) 40 架, 占比达到 22%。

随着国产飞机的进一步成熟, 国产飞机的引进占比还有巨大空间, 近期三大航



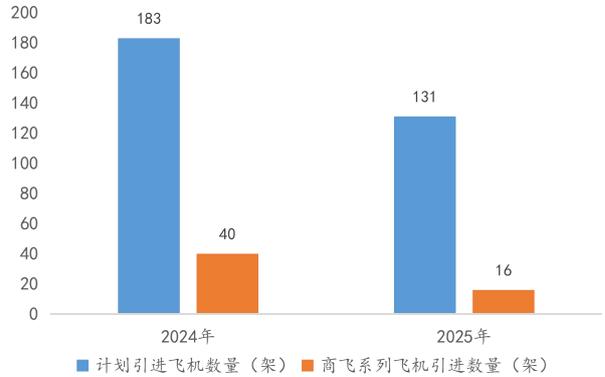
空公司已分别和商飞公司签订协议,分别购买 100 架 C919 大飞机,计划于 2024-2031 年分批交付,按照南方航空最新公告,C919 飞机(基本型)单架售价高达 0.99 亿美元。目前中国商飞 C919 总订单数已接近 1500 架(包含确认订单和意向订单),订单数日益增长也推动 C919 产能逐步扩大,中国商飞计划在 3-5 年内,投入几百亿元用于扩大产能,未来五年内,C919 年产能有望达到 150 架。

图表 33: 2023 年三大航空公司民航机队整体结构



数据来源:中国国航 2023 年年报、南方航空 2023 年年报、中国东航 2023 年年报、华福证券研究所

图表 34: 2023-2024 年三大航空公司飞机引进计划



数据来源:中国国航 2023 年年报、南方航空 2023 年年报、中国东航 2023 年年报、华福证券研究所

图表 35: 空客/波音飞机的发动机制造商排名

排名	制造商	2022/6-2023/6 交付情况		尚未交付情况	
		发动机(台)	占比	发动机(台)	占比
1	CFM 国际公司	1,356	57.1%	15,028	53.2%
2	普拉特·惠特尼	638	26.9%	4,206	14.9%
3	通用电气航空	192	8.1%	1,700	6.0%
4	罗尔斯·罗伊斯	190	8.0%	1,534	5.4%
5	其他	/	/	5,784	20.5%
	总数	2,376	100%	28,252	100%

数据来源:《Commercial Engines report 2023》、华福证券研究所

国产民用航空发动机方面,以 C919 为例,当前仍采用 CFM 国际公司的 LEAP-1C 发动机,中国商飞公司在研的 CJ-1000A 发动机是我国第一款商用航空发动机产品,是目前装配国产大飞机动力的替代选项,CJ-1000A 产品研制开创中国商用航空发动机产业发展先河,“1000”代表发动机推力等级在 10000~1999kgf,“A”是第一型产品代号。2023 年 3 月,CJ-1000A 发动机首次装备在运 20 上,开始了最后阶段的测试飞行,标志着 C919 客机向着 100%国产化的目标更迈进一步。

图表 36: 部分在产飞机及其发动机统计表

公司	飞机类型	发动机数量	发动机选项 1	发动机选项 2	发动机选项 3
空客	A220	2	PW1000G		
	A318	2	CFM56-5B	PW6000	
	A319/A320/A321	2	CFM56-5B	V2500	
	A319neo/A320neo/A321neo	2	Leap	PW1100G	
	A330	2	CF6	PW4000	Trent 700



	A330neo	2	Trent 700		
	A350-900/1000/F	2	Trent XWB		
	737 Max (-7/8/9)	2	Leap		
	747-8	4	GEnx-2B		
	767-300ER/300F	2	CF6	PW4000	RB211
波音	777-200/200ER/300	2	GE90	PW4000	Trent 800
	777-200LR/300ER/F	2	GE90		
	777-8X/9X/F	2	GE9X		
	787 Dreamliner	2	GEnx-1B	Trent 1000	
	C919	2	Leap-1C	CJ-1000AX	
商飞	ARJ21	2	CF34-10		

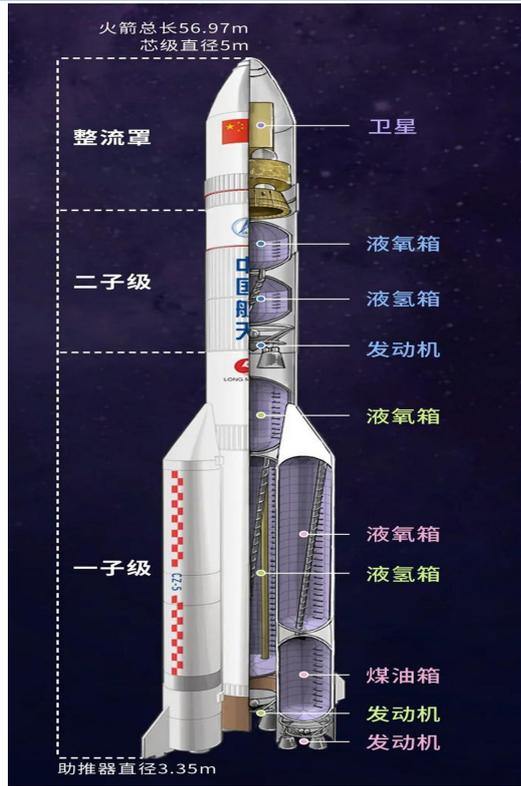
数据来源：《Commercial Engines report 2022》、华福证券研究所

2.1.3 高温合金是火箭发动机关键用材，商业航天将进入发展新阶段

火箭发动机就是利用冲量原理，自带推进剂、不依赖外界空气的喷气发动机。火箭发动机是喷气发动机的一种，将推进剂贮箱或运载工具内的反应物（推进剂）变成高速射流，由于牛顿第三运动定律而产生推力。火箭发动机可用于航天器推进，也可用于导弹等在大气层内飞行。大部分火箭发动机都是内燃机，也有非燃烧形式的发动机。

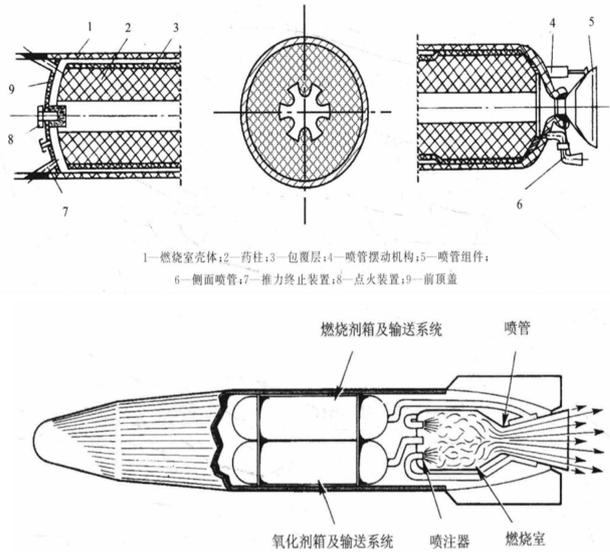
目前主流的火箭发动机有两种：液体火箭发动机和固体火箭发动机。固体火箭发动机由药柱、燃烧室、喷管组件和点火装置等组成。药柱是由推进剂与少量添加剂制成的中空圆柱体，置于燃烧室中。在推进剂燃烧时，燃烧室须承受 3000℃ 左右的高温 and 100bar 以上的高压。而液体火箭发动机一般由推力室、推进剂供应系统、发动机控制系统组成。推力室是将液体推进剂的化学能转变成推进力的重要组件，由推进剂喷嘴、燃烧室、喷管组件等组成。推进剂通过喷注器注入燃烧室，经雾化、蒸发、混合和燃烧等过程生成燃烧产物，以高速从喷管中冲出而产生推力。燃烧室内压力可达 200 大气压（约 202.65 bar）、温度 3000—4000℃。

图表 37: 长征 5 号运载火箭结构图



数据来源: 星球研究所公众号、华福证券研究所

图表 38: 固体发动机(上)和液体发动机(下)结构图



数据来源: 《航空航天概论》第 5 版、星空行者公众号、华福证券研究所

高温合金是火箭发动机核心部件燃烧室和涡轮泵的关键用材。火箭发动机燃烧室需承受高温(3000-4000℃)、高压(20MPa)和高流速(2500-5000m/s)燃气冲刷;高性能涡轮泵需承受超低温液氧和燃料的冲刷,且转速高、压力大、密封性要求高,对高温合金材料要求极高。

2023 年 4 月,航天科技集团六院发布了三款为商业航天量身定做的液体火箭发动机,YF-102、YF-102V、YF-209 液氧甲烷发动机三款发动机将有力促进我国商业航天发展,并提升我国低成本大规模进入空间的能力。10 月 20 日,航天科技集团第四研究院主办的商业航天固体发动机产品推介会,推出 6 款高可靠性、经济性、具备国际先进水平的固体火箭发动机,标志着中国航天固体动力将加速进入高质量发展的新时期。

图表 39: 商业航天液体火箭发动机



数据来源: 我们的太空公众号、华福证券研究所

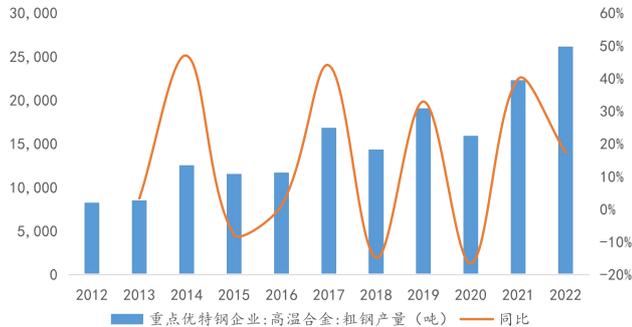
2.2 高温合金需求持续增长, 国产替代空间仍存

近年来,伴随着我国航空航天领域的发展,军用飞机规模扩大和更新换代,国



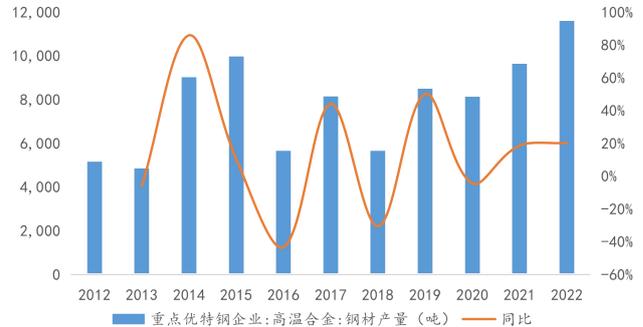
产民用飞机走向世界舞台，国产航空航天发动机不断取得技术突破，研制进度不断加快，国内高温合金需求将迎来快速增长期。按照对重点优特钢企业统计口径，2022年重点企业高温合金粗钢产量2.62万吨，同比增长17%；高温合金钢材产量1.16万吨，同比增长20%。

图表 40: 重点企业高温合金粗钢产量



数据来源: Wind、华福证券研究所

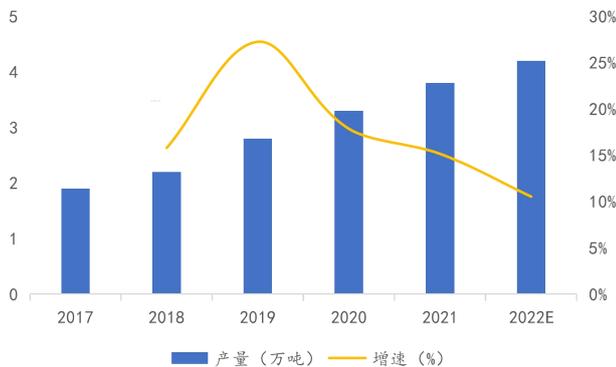
图表 41: 重点企业高温合金钢材产量



数据来源: Wind、华福证券研究所

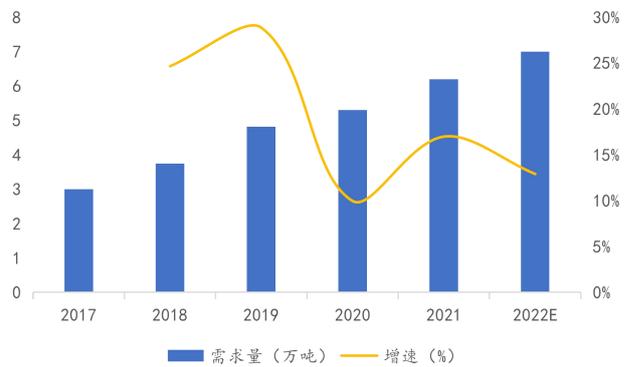
根据观知海内咨询预计，2022年我国高温合金的供给产量约为4.2万吨，同比增长10.53%，而对高温合金的需求达到7万吨，同比增长12.9%。据此计算，国内高温合金缺口较大达2.8万吨，存在一定的进口依存度，且供给增速低于需求增速，缺口有进一步扩大的趋势。

图表 42: 中国高温合金产量趋势



数据来源: 中国特钢企业协会、观知海内咨询、华福证券研究所

图表 43: 中国高温合金需求量趋势



数据来源: 观知海内咨询、华福证券研究所

3 公司层面: 产品结构持续优化, 技改项目投产放量

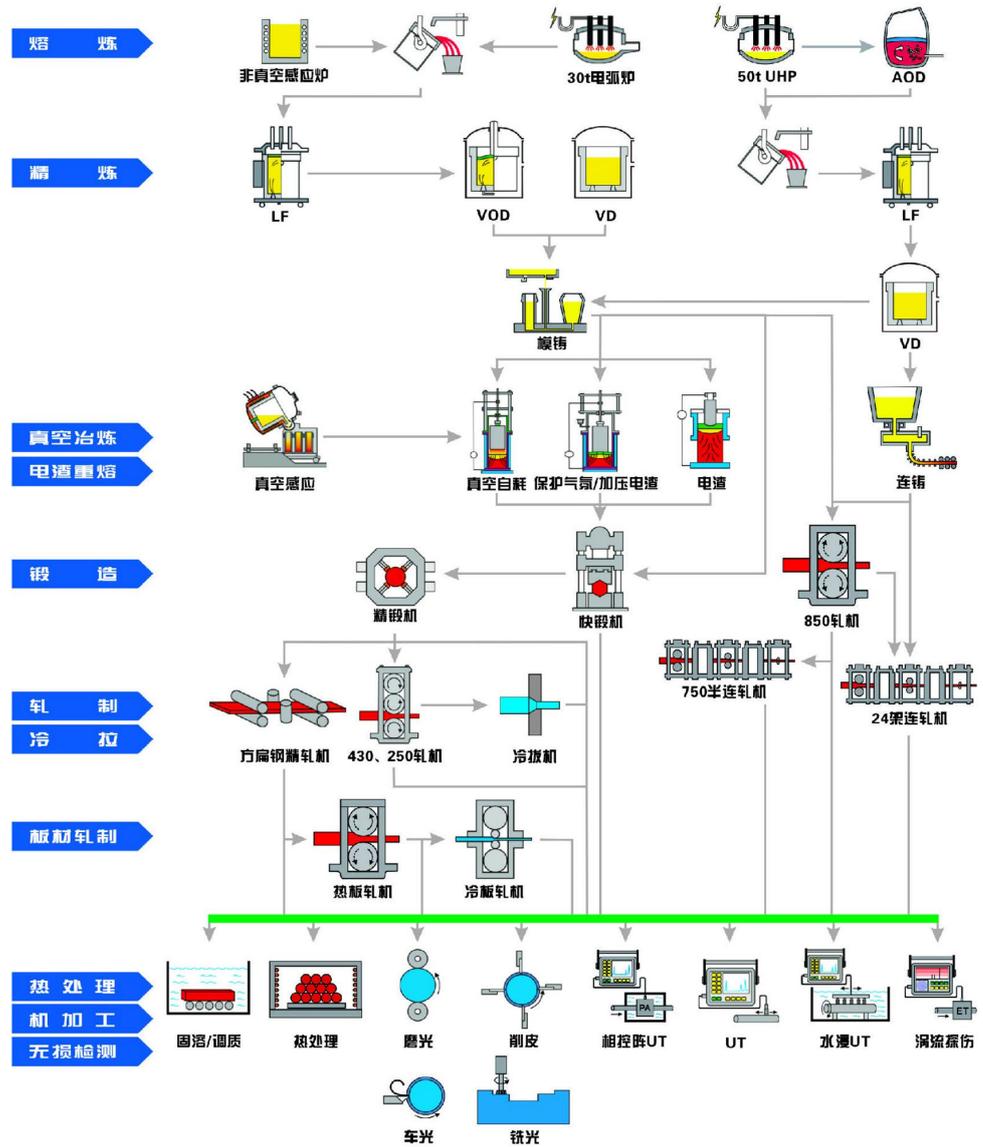
3.1 持续巩固先进生产制造能力, 不断拓展技术领先优势

抚顺特钢具备雄厚的技术基础, 特种冶炼装备精良, 包括超高功率电炉, LF、VD 精炼炉, 各种吨位的电渣炉、真空感应炉、真空自耗炉、大型初轧机、连轧机, 国外引进的快锻机、精锻机、扁钢精轧机以及自主开发的扁钢、模块预硬化调质设备等。

公司特钢生产的工艺流程包括: 熔炼、精炼、真空冶炼、电渣重熔、锻造、轧制、精轧、冷拔、板材加工、热处理、质量检测等。以炼钢生铁和废钢为原料, 通过电弧炉冶炼和精炼得到优质的钢水, 再通过 LF、VD 精炼炉等进行二次精炼, 通过模铸法铸造成钢锭。对于部分冶炼要求更高的特钢, 则要进行真空感应熔炼铸成电极, 再由真空自耗炉重熔成锭, 即真空下通过自耗电极的方式进行熔炼; 或由电渣重熔即利用电流通过熔渣时产生的电阻热作为热源进行熔炼, 密闭环境下还有采用保护气氛加压的方式进行电渣重熔。经过重熔的钢锭再由快锻机进行锻造, 获得组织均匀致密的钢锭, 再进行轧制、冷拔等工艺, 最后经热处理、表面机械加工、

无损检测等工序，得到各种规格的特钢产品。

图表 44: 公司特钢产品生产工艺流程



数据来源：公司官网、华福证券研究所

公司是国家认定的高新技术企业，是国防军工、航空航天等高科技领域特殊钢新材料的研发、生产基地，常年承担国家国防军工特殊钢新材料科研课题。同时公司与国内特殊钢行业主要科研部门建立了战略合作关系，与中国钢研科技集团、中国科学院金属物理研究所、清华大学、北京科技大学、北京钢铁研究总院、大连理工大学、东北大学等科研机构 and 高等院校建立了稳定的战略合作机制，持续巩固技术领先优势

2023 年，公司研发支出共计 3.57 亿元，研发费用率达到 4.16%，连续多年研发投入达到营业收入的 4% 以上；研发人员数量 900 人，占有员工总数的 13.4%。2023 年公司持续进行产品迭代创新及国产化替代技术攻关，在研科研课题共计 42 项，完成首试制产品 181 个，其中多项高精尖产品已达到国际先进水平，获得发明专利授权 5 项，实用新型专利授权 2 项。

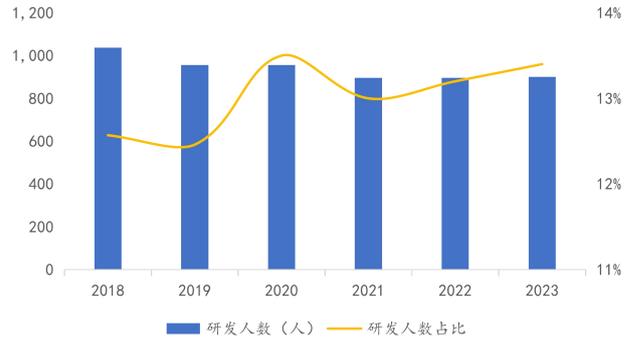


图表 45: 公司研发费用趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 46: 公司研发人员趋势

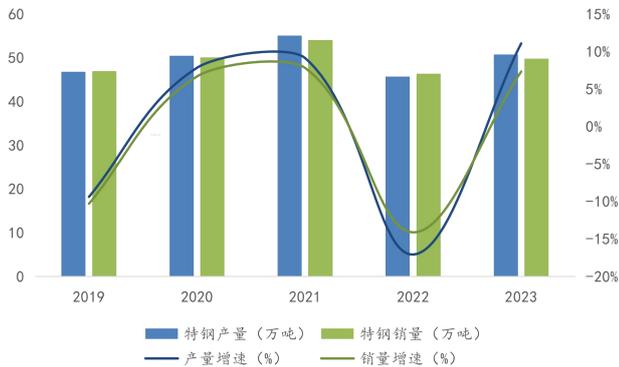


数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

3.2 产品结构持续调整优化, 高温合金产能不断释放

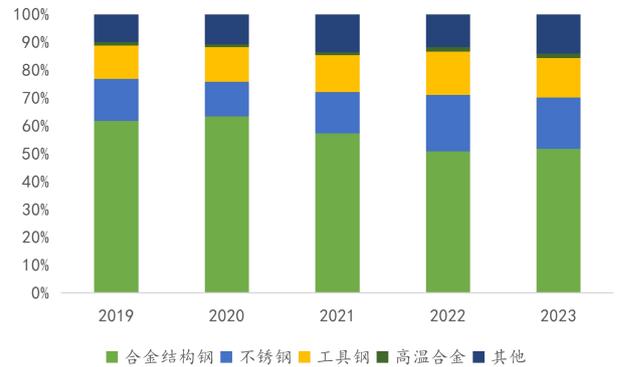
2023 年, 公司全年实现特钢钢材产量 50.72 万吨, 同比增长 11.07%; 公司采取“以销定产”的营销模式, 2023 年产销率在 98% 以上, 全年实现特钢销量 49.78 万吨, 同比增长 7.32%。值得关注的是, 公司产品结构进一步优化, 毛利率较高的高温合金和合金结构钢销量占比进一步扩大。2023 年公司高温合金产量达 0.82 万吨, 同比增长 14.78%, 销量为 0.8 万吨, 同比增长 9.46%, 且伴随着近年来高温合金的产销量的增长, 2023 年公司高温合金销量占比已提升至 1.61%。

图表 47: 公司钢材产销数量趋势



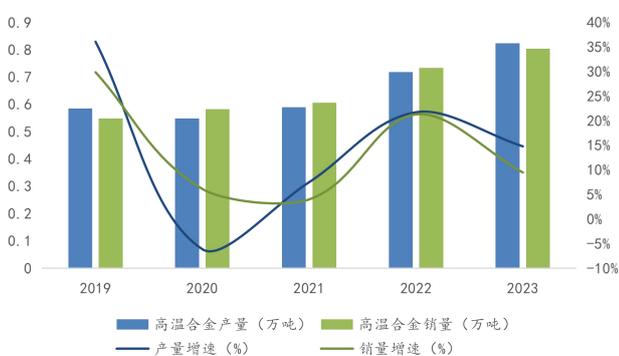
数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 48: 公司各钢材产品产量结构趋势



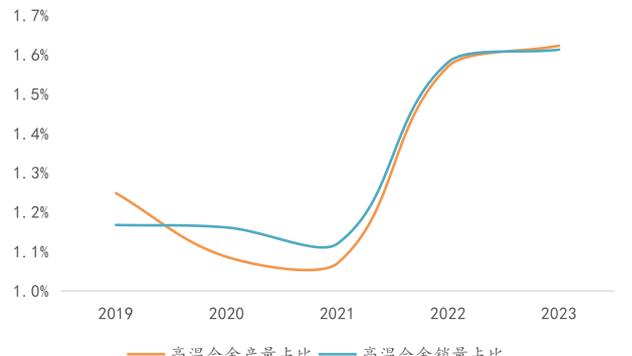
数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 49: 公司高温合金产销数量趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

图表 50: 公司高温合金产销占比趋势



数据来源: 公司历年年报、华福证券研究所

2023 年公司继续围绕“三高一特”(高温合金、超高强度钢、高档工模具钢、特



种不锈钢)高端产品积极推进技改项目,各项目建设时间节点稳步推进,助力公司打破高端产品产能瓶颈。根据公开披露信息,公司均质化项目(均质高强度大规格高温合金、超高强度钢产业化建设项目)、产业化一期项目(高温合金、高强钢产业化技术改造项目1期)、第三炼钢厂新建20台电渣炉技改项目(12台保护气氛电渣炉+8台电渣炉)等一批重点项目已在2023年投产,按照计划2024年还将有一批提升产能及产品质量的相关项目落地。

技改项目的稳步推进,有力支撑了公司产品结构优化和高端产品产能释放,根据公司规划,2024年公司计划实现钢产量72万吨至79万吨、钢材产量56万吨至62万吨,其中“三高一特”核心产品8万吨至9万吨。

图表 51: 2023 年公司新建和在建技改项目

序号	在建项目	项目内容	预计投产时间	产能变化
1	均质高强度大规格高温合金、超高强度钢产业化建设项目	项目主要包括新建1台30吨真空感应炉和1台30吨真空自耗炉及其附属设施。	2023年已投产	增加产能约4.28万吨
2	锻造厂新建70MN快锻机技术改造工程	项目主要包括新建1台70MN快锻机及配套设备设施。	2023年已投产	
3	高温合金、高强钢产业化技术改造项目(1期)	项目主要包括新建1台12吨真空感应炉、1台1吨真空感应炉、1台200公斤真空感应炉、5台12吨真空自耗炉及其附属设施。1台1吨真空感应炉、1台200公斤真空感应炉、5台12吨真空自耗炉已投入生产;1台12吨真空感应炉及部分附属设备正在调试中。	2023年已投产	增加产能约4.4万吨
4	提升产能及产品质量技术改造项目(1)	锻造厂新建22MN精锻机生产线及附属设施。	2024年4月	
5	提升产能及产品质量技术改造项目(2)	实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施。	2024年12月	增加产能8万吨。
6	进一步提升军品产能一期项目	新建1台12吨真空感应炉(进口),3台12吨真空自耗炉(进口),同时增加配套辅助工艺设备及辅助设施。	3台真空自耗炉已投产,12吨真空感应炉于2023年12月末开始热试	增加感应钢产能0.48万吨/年;增加自耗钢产能0.54万吨/年
7	连轧厂提升产能技术改造项目	连轧厂轧线及冷床区域提升生产能力技术改造;精整后部提升生产能力技术改造。	2024年12月	增加产能约20万吨/年
8	第三炼钢厂新建12台保护气氛电渣炉技术改造项目	新建12台3吨保护气氛电渣炉及配套厂房设备设施。11台电渣炉已进入试生产状态,剩余1台已进入品种测试阶段。	2023年已投产	增加电渣钢产能2.88万吨/年
9	第三炼钢厂新建8台电渣炉技术改造项目	新建1台30吨三工位双支臂恒熔速保护气氛电渣炉;3台15吨单支臂保护气氛恒熔速电渣炉;4台3吨恒熔速电渣炉,同时新建配套厂房和辅助设备设施。	2023年已投产	增加电渣钢产能2.7万吨/年
10	节能环保技术改造项目	子项目包括: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等	2023年年内	/
11	新建高合金板材生产线项目	拟新建1条高合金板材生产线,配套辅助工艺设备及辅助设施,替代原有落后生产线。项目生产线基本设计完成,主体设备正在招标中,配套厂房正在施工中。	2024年12月	增加产能0.69万吨/年
12	进一步提高军品产能二期项目	新增1台12吨真空感应炉,6台12吨真空自耗炉,及配套辅助设备设施。已完成6台12吨真空自耗炉的招标。	6台真空自耗炉设备已进入制造周期	增加感应钢产能0.54万吨/年;增加自耗钢产能0.97万吨/年



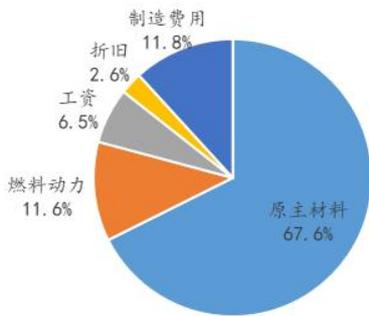
13	节能环保技术改造 工程	通过冶炼流程布局调整，结合智能化、自动化技术实现节约能源，降本增效。项目主体合同签订完成，目前设备正在改造过程中，厂房扩建已开工。	2024年8月	/
----	----------------	---	---------	---

数据来源：公司 2023 年半年报、公司 2022 年年报、公司公告、华福证券研究所

3.3 原材料价格同比回落，公司盈利状况有望持续改善

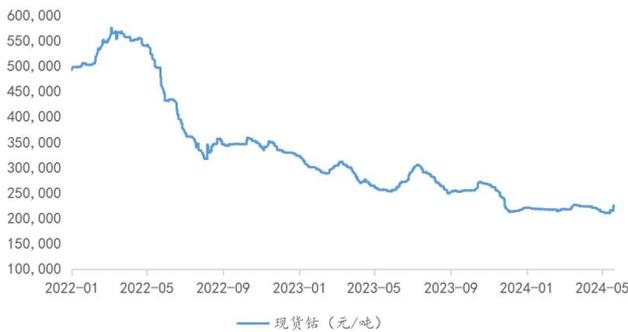
公司采取“以销定产”的营销模式，在订单确认后锁定相应原材料价格，以原材料采购成本、加工费等作为定价基础来调整产品售价，但原材料价格的大幅上涨仍会影响公司业绩，其增加的成本无法完全转移至下游。进入 2023 年，公司使用的镍、钴、废钢等主要原材料价格均从去年高位回落，且价格有继续下探的趋势。公司产品生产周期长，当期原料成本对应之前一个季度的原料价格，原材料价格的回落反映到公司成本有一定的滞后性。随着原料价格同比大幅回落，公司盈利能力的改善将得到显现，以 2023 年为例，原材料采购成本达到 49.57 亿元，占公司总成本的 67.56%，较上一年度占比下降 1.06 个百分点。

图表 52：2023 年特钢业务成本构成情况



数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 54：钴价格趋势



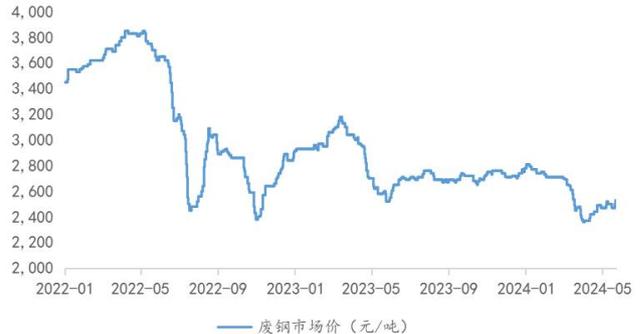
数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

图表 53：镍价格趋势



数据来源：Wind、华福证券研究所

图表 55：废钢价格趋势



数据来源：同花顺 iFinD、华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 量：公司产品结构继续优化，技改项目如期投产，高温合金等高端产品产能释放。保守假设公司完成 2024 年 56-62 万吨钢材生产计划的最低目标，预计公司 2024-2026 年生产 56/59/62 万吨钢材，其中高温合金产量分别为 0.99/1.19/1.42 万吨。

(2) 价：高温合金市场保持增长且国产替代进口存在空间，公司产研一体高温合金产品保持竞争力，预计价格稳定增长，其他中低端钢材价格伴随经济复苏和需求改善整体趋稳。预计 2024-2026 年高温合金单吨售价 23/23.5/23.8 万元/吨。

(3) 利: 镍等主要原材料价格同比高位回落, 原料价格波动对公司定价以及盈利造成一定影响, 同时公司聚焦优势品种, 强化产品附加值提升利润空间。预计 2024-2026 年公司平均毛利率为 16.22%/17.92%/19.1%, 其中高温合金毛利率为 28.29%/30.8%/31.68%。

图表 56: 公司业绩拆分预测表

产品类型	项目 (亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
高温合金	营业收入	11.60	13.04	16.19	18.22	22.73	27.86	33.86
	营业成本	6.92	7.48	11.70	13.83	16.30	19.28	23.14
	毛利	4.68	5.56	4.50	4.39	6.43	8.58	10.73
	毛利率(%)	40.38%	42.65%	27.77%	24.09%	28.29%	30.80%	31.68%
合金结构钢	营业收入	26.03	30.04	27.89	30.34	34.61	36.41	37.82
	营业成本	21.09	25.01	23.63	25.22	28.09	29.04	29.67
	毛利	4.95	5.03	4.26	5.12	6.52	7.37	8.15
	毛利率(%)	19.00%	16.73%	15.27%	16.88%	18.83%	20.25%	21.56%
不锈钢	营业收入	11.06	13.81	16.16	17.74	19.15	21.36	23.70
	营业成本	8.50	10.76	13.80	15.74	16.81	18.71	20.73
	毛利	2.56	3.05	2.36	2.01	2.34	2.64	2.97
	毛利率(%)	23.15%	22.09%	14.59%	11.30%	12.22%	12.38%	12.53%
工具钢	营业收入	9.36	11.43	12.04	11.28	13.39	14.48	15.62
	营业成本	8.39	10.62	11.78	11.46	13.19	14.12	15.15
	毛利	0.97	0.81	0.26	-0.18	0.19	0.36	0.47
	毛利率(%)	10.31%	7.07%	2.19%	-1.64%	1.45%	2.51%	3.04%
其他	营业收入	4.68	5.83	5.87	8.16	8.84	8.61	8.62
	营业成本	4.04	5.37	5.77	7.91	8.31	8.09	8.10
	毛利	0.64	0.45	0.10	0.25	0.53	0.52	0.52
	毛利率(%)	13.60%	7.81%	1.72%	3.08%	5.97%	6.03%	6.03%
合计	营业收入	62.72	74.14	78.15	85.75	98.71	108.73	119.62
	营业成本	48.93	59.24	66.67	74.16	82.70	89.25	96.78
	毛利	13.79	14.90	11.48	11.58	16.01	19.48	22.84
	毛利率(%)	21.99%	20.10%	14.68%	13.51%	16.22%	17.92%	19.10%

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

4.2 投资建议

选取高温合金制造企业钢研高纳、图南股份、隆达股份, 特钢企业中信特钢作为可比公司, 以 2024 年 5 月 22 日收盘价计算, 可比公司 2024-2026 年预测 PE 均值分别为 23.8/18.8/15.6 倍。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.66/8.18/10.67 亿元, 对应 EPS 为 0.29/0.41/0.54 元/股。我们认为, 公司作为国内特殊钢和高温合金龙头公司, 技术研发实力和先进生产制造能力兼备, 叠加公司技改项目陆续投产, 支撑高温合金高端产品产能持续释放, 有望把握国内高温合金市场的增长机会。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。



图表 57: 可比公司估值表

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE			最新股价
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
300034.SZ	钢研高纳	134.95	0.54	0.69	0.86	32.1	25.4	20.2	17.41
300855.SZ	图南股份	105.23	1.04	1.31	1.59	25.7	20.4	16.7	26.62
688231.SH	隆达股份	42.71	0.69	0.92	/	25.2	18.7	/	17.30
000708.SZ	中信特钢	779.79	1.29	1.43	1.55	12.0	10.8	10.0	15.45
	平均					23.8	18.8	15.6	

数据来源: 同花顺 iFinD、华福证券研究所

备注: 数据来自同花顺 iFinD 一致预期和数据截止日期 2024 年 5 月 22 日

5 风险提示

(1) **原材料价格上涨超预期。**原材料价格上涨增加的成本无法完全转移至下游, 若原材料价格大幅上涨, 将影响公司业绩和盈利能力。

(2) **技改项目投产不及预期。**公司技改项目围绕高端钢材扩充产能, 若项目投产不及预期, 将限制高端钢材产能释放, 进而影响公司的销售业绩。

(3) **下游需求不及预期。**公司产品面向军工和民用市场, 若下游需求不及预期, 将影响公司的销售业绩。



图表 58: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	795	697	911	1,471	营业收入	8,575	9,871	10,873	11,962
应收票据及账款	1,494	1,447	1,594	1,514	营业成本	7,416	8,270	8,925	9,678
预付账款	28	41	45	48	税金及附加	58	88	89	94
存货	2,685	3,048	3,290	3,567	销售费用	58	72	80	88
合同资产	0	0	0	0	管理费用	250	288	317	349
其他流动资产	1,148	1,211	1,271	1,335	研发费用	357	411	452	498
流动资产合计	6,149	6,444	7,110	7,936	财务费用	33	58	61	38
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-4	-2	0	0
固定资产	4,586	5,353	5,373	5,244	资产减值损失	-111	-94	-95	-100
在建工程	759	109	59	59	公允价值变动收益	14	5	8	9
无形资产	716	650	592	542	投资收益	15	15	15	15
商誉	0	0	0	0	其他收益	84	84	84	84
其他非流动资产	181	181	181	181	营业利润	399	692	960	1,226
非流动资产合计	6,242	6,292	6,205	6,025	营业外收入	20	15	15	15
资产合计	12,391	12,736	13,315	13,961	营业外支出	63	102	102	102
短期借款	0	0	0	0	利润总额	357	604	873	1,138
应付票据及账款	2,159	2,316	2,410	2,516	所得税	-6	38	55	72
预收款项	0	0	0	0	净利润	362	566	818	1,067
合同负债	260	494	544	598	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	188	188	188	188	归属母公司净利润	362	566	818	1,067
其他流动负债	858	236	253	271	EPS (按最新股本摊薄)	0.18	0.29	0.41	0.54
流动负债合计	3,466	3,234	3,394	3,574	主要财务比率				
长期借款	2,102	2,202	1,802	1,202		2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	405	439	439	439	营业收入增长率	9.7%	15.1%	10.1%	10.0%
非流动负债合计	2,507	2,641	2,241	1,641	EBIT 增长率	31.5%	70.2%	41.0%	25.9%
负债合计	5,973	5,875	5,635	5,215	归母公司净利润增长率	84.4%	56.3%	44.5%	30.4%
归属母公司所有者权益	6,418	6,862	7,680	8,746	获利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	13.5%	16.2%	17.9%	19.1%
所有者权益合计	6,418	6,862	7,680	8,746	净利率	4.2%	5.7%	7.5%	8.9%
负债和股东权益	12,391	12,736	13,315	13,961	ROE	5.6%	8.3%	10.7%	12.2%
					ROIC	4.9%	8.7%	11.2%	13.2%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	48.2%	46.1%	42.3%	37.4%
经营活动现金流	180	1,050	1,011	1,432	流动比率	1.8	2.0	2.1	2.2
现金收益	725	1,021	1,324	1,545	速动比率	1.0	1.1	1.1	1.2
存货影响	-136	-364	-241	-278	营运能力				
经营性应收影响	-344	128	-55	176	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
经营性应付影响	144	156	94	107	应收账款周转天数	20	19	16	16
其他影响	-210	109	-111	-117	存货周转天数	127	125	128	128
投资活动现金流	-736	-436	-334	-235	每股指标 (元)				
资本支出	-1,139	-447	-357	-261	每股收益	0.18	0.29	0.41	0.54
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.09	0.53	0.51	0.73
其他长期资产变化	402	12	23	26	每股净资产	3.25	3.48	3.89	4.44
融资活动现金流	91	-713	-461	-638	估值比率				
借款增加	236	-579	-400	-600	P/E	36	23	16	12
股利及利息支付	-87	-86	-80	-60	P/B	2	2	2	1
股东融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	206	140	108	92
其他影响	-58	-48	19	22					

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn