

# 高温合金项目持续推进，“三高一特”逆势提升

——抚顺特钢 2022 年报点评

## 核心观点

- **事件：公司近期发布 2022 年年报和 2023 年一季报，22 年实现营业收入 78.1 亿元，同比+5.4%；实现归母净利润 2.0 亿元，同比-74.9%。23Q1 实现营业收入 20.1 亿元，同比+10.2%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比-29.5%。营收环比-3.3%，归母净利润扭亏为盈。**
- **全力调整产品结构，“三高一特”逆势提升。**受宏观经济复苏缓慢以及下游开工不顺等不利因素影响，公司特殊钢销量 22 年达 46.4 万吨，同比下滑 14.11%，但核心产品“三高一特”仍有小幅提升，随着 7000 吨快锻机、30 吨真空自耗炉等核心设备的投入和产能爬坡，预计核心产品规模有望持续提升。
- **原材料及能源价格高企，成本滞后传导削弱 22 年盈利。**受民品如汽车行业需求低迷的影响，合金结构钢和工具钢量利均有所下滑。同时原材料端 22 年也大幅承压，一方面公司主要原材料镍、钼等合金价格 22 年大幅上涨，另一方面电力和天然气成本也有所提升，受部分产品生产和调价周期较长的影响，22 年公司毛利率下降 5.4PCT 至 14.7%。
- **持续推动降本增效，实施节能技术改造。**22 年公司开展 283 项“三优化”降本项目，同时狠抓低成本工艺生产路线、推进条线联动、提高返回钢使用。为应对能源成本过高的问题，公司正大力开展节能技术、光伏发电、富氧利用等工作。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑镍价高企对高温合金需求的负作用，我们下调公司高温合金销量和毛利率假设，同时调增研发费用假设，预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.38、0.50、0.57 元（原 23-24 年为 0.52、0.64 元），维持前次 23 年 PE38X 估值，对应目标价为 14.44 元，维持买入评级。

## 风险提示

下游需求不及预期、公司新建项目进度不及预期、下游对供应资质要求降低风险、宏观经济波动风险、原材料价格波动风险、高温合金盈利波动风险。

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,414	7,815	9,314	10,393	11,343
同比增长(%)	18.2%	5.4%	19.2%	11.6%	9.1%
营业利润(百万元)	862	412	881	1,123	1,268
同比增长(%)	46.6%	-52.2%	113.8%	27.5%	12.8%
归属母公司净利润(百万元)	783	197	741	983	1,128
同比增长(%)	42.0%	-74.9%	277.1%	32.7%	14.7%
每股收益(元)	0.40	0.10	0.38	0.50	0.57
毛利率(%)	20.1%	14.7%	18.7%	19.6%	19.8%
净利率(%)	10.6%	2.5%	8.0%	9.5%	9.9%
净资产收益率(%)	14.3%	3.3%	11.5%	13.5%	13.5%
市盈率	27.0	107.5	28.5	21.5	18.7
市净率	3.6	3.5	3.1	2.7	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月08日）	10.71 元
目标价格	14.44 元
52 周最高价/最低价	20.5/10.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	197,210/197,210
A 股市值（百万元）	21,121
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2023 年 05 月 09 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.38	-11.05	-27.04	-24.36
相对表现	-3.21	-9.58	-26.71	-28.3
沪深 300	0.83	-1.47	-0.33	3.94



## 证券分析师

刘洋	021-63325888*6084 liuyang3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523040001

## 联系人

孟宪博	mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军	tengzhujun@orientsec.com.cn
李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn

## 相关报告

书写特钢历史，共創航空新时代：——抚顺特钢首次报告 2022-11-20

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 随着在建项目的投产，预计公司高温合金模将快速发展，并且考虑到宏观经济的复苏和原材料涨价的滞后传导，收入和盈利均有望实现快速增长：
  - 1、销量：预计 23-25 年钢材整体销量分别为 51.8、53.9、55.2 万吨，同比分别为 11.7%、4.0%、2.6%。其中高温合金销量 23-25 年分别为 0.90、1.15、1.40 万吨，同比分别为 23.3%、27.8%、21.7%。
  - 2、吨毛利：预计 23-25 年钢材整体吨毛利分别为 3,333、3,755、4,040 元/吨，同比分别为 35.9%、12.7%、7.6%。其中高温合金吨毛利分别为 71,607、71,123、70,615 元/吨，同比分别为 16.3%、-0.7%、-0.7%，非高温合金钢材吨毛利分别为 2,126、2,285、2,309 元/吨，同比分别为 41.2%、7.5%、1.1%。
- 2) 预计 23-25 年公司销售费用率为 0.61%、0.55%、0.50%，管理费用率为 2.46%、2.37%、2.34%，研发费用率均为 5%，实际所得税率为 8.85%、6.82%、6.00%，所得税率较 22 年大幅下降系考虑公司可抵扣余额亏损 22 年末金额大幅提升。

表 1：盈利预测调整前后对比表

公司	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,905	10,765		9,314	10,393	11,343
<b>变动幅度</b>				<b>-6.0%</b>	<b>-3.5%</b>	
营业利润(百万元)	1,171	1,441		881	1,123	1,268
<b>变动幅度</b>				<b>-24.8%</b>	<b>-22.0%</b>	
归属母公司净利润(百万元)	1,025	1,254		741	983	1,128
<b>变动幅度</b>				<b>-27.7%</b>	<b>-21.6%</b>	
每股收益(元)	0.52	0.64		0.38	0.50	0.57
<b>变动幅度</b>				<b>-27.7%</b>	<b>-22.1%</b>	
毛利率(%)	20.3%	21.4%		18.7%	19.6%	19.8%
<b>变动幅度</b>				<b>-1.6%</b>	<b>-1.8%</b>	
净利率(%)	10.3%	11.6%		8.0%	9.5%	9.9%
<b>变动幅度</b>				<b>-2.3%</b>	<b>-2.1%</b>	

资料来源：东方证券研究所

表 2：收入分类预测表

公司	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>合金结构钢</b>						
销售收入(百万元)	3,184	3,303		3,253	3,524	3,795
<b>变动幅度</b>				<b>2.2%</b>	<b>6.7%</b>	
毛利率	16.2%	16.8%		17.5%	18.8%	18.7%
<b>变动幅度</b>				<b>1.3%</b>	<b>2.0%</b>	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<b>不锈钢</b>						
销售收入（百万元）	1,976	2,218		1,929	2,122	2,188
<b>变动幅度</b>				<b>-2.4%</b>	<b>-4.3%</b>	
毛利率	18.5%	19.4%		21.4%	20.9%	20.3%
<b>变动幅度</b>				<b>2.9%</b>	<b>1.5%</b>	
<b>合金工具钢</b>						
销售收入（百万元）	1,262	1,305		1,257	1,274	1,292
<b>变动幅度</b>				<b>-0.4%</b>	<b>-2.3%</b>	
毛利率	3.7%	5.5%		5.1%	4.9%	4.0%
<b>变动幅度</b>				<b>1.4%</b>	<b>-0.6%</b>	
<b>高温合金</b>						
销售收入（百万元）	2,862	3,302		2,086	2,666	3,245
<b>变动幅度</b>				<b>-27.1%</b>	<b>-19.3%</b>	
毛利率	37.2%	37.0%		30.9%	30.7%	30.5%
<b>变动幅度</b>				<b>-6.3%</b>	<b>-6.3%</b>	
<b>其他特殊钢</b>						
销售收入（百万元）	500	506		675	680	685
<b>变动幅度</b>				<b>35.1%</b>	<b>34.3%</b>	
毛利率	1.7%	1.7%		5.2%	5.1%	5.1%
<b>变动幅度</b>				<b>3.5%</b>	<b>3.4%</b>	
<b>其他业务</b>						
销售收入（百万元）	121	131		114	127	138
<b>变动幅度</b>				<b>-5.9%</b>	<b>-3.5%</b>	
毛利率	10.0%	10.0%		10.0%	10.0%	10.0%
<b>变动幅度</b>				<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
<b>合计</b>						
销售收入（百万元）	9,905	10,765		9,314	10,393	11,343
<b>变动幅度</b>				<b>-6.0%</b>	<b>-3.5%</b>	
<b>综合毛利率</b>						
综合毛利率	20.3%	21.4%		18.7%	19.6%	19.8%
<b>变动幅度</b>				<b>-1.6%</b>	<b>-1.8%</b>	

资料来源：东方证券研究所

## 投资建议

预测公司 2023-2025 年每股收益分别为 0.38、0.50、0.57 元，维持前次 23 年 PE38X 估值，对应目标价为 14.44 元，维持买入评级。

## 风险提示

**下游需求不及预期。**若航空航天、国防军工领域对高温合金的需求不及预期，导致公司产销量或盈利能力不及预期。

**公司新建项目进度不及预期。**公司新建及技改的项目进度落后，高温合金等特冶产品销量不及预期，影响公司主营营业收入。

**下游对供应资质要求降低风险。**若航空航天、国防军工领域放宽对供应商资格的认证，加快验证步伐，则存在竞争加剧风险，从而影响公司盈利水平。

**宏观经济波动风险。**若宏观经济恢复不及预期，则存在公司民品业务产销量或盈利能力不及预期的风险。

**原材料价格波动风险。**公司采取“金属价格+加工费”的产品定价模式，但存在调价周期，若短期内金属价格大幅上涨，成本上涨压力如果不能完全向下游传导，从而影响公司盈利水平。

**高温合金盈利波动风险。**高温合金为公司毛利贡献第一大产品，若吨毛利受需求或原材料影响，则存在盈利不及预期的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,153	1,783	1,397	1,559	1,701	营业收入	7,414	7,815	9,314	10,393	11,343
应收票据、账款及款项融资	1,227	1,413	1,684	1,879	2,051	营业成本	5,924	6,667	7,576	8,358	9,098
预付账款	90	68	82	91	99	营业税金及附加	69	60	72	80	87
存货	2,187	2,549	2,897	3,195	3,478	销售费用	63	52	57	57	57
其他	1,023	673	677	680	682	管理费用及研发费用	501	592	695	766	832
<b>流动资产合计</b>	<b>5,679</b>	<b>6,487</b>	<b>6,737</b>	<b>7,404</b>	<b>8,012</b>	财务费用	88	27	44	53	51
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	37	84	75	40	36
固定资产	3,269	3,841	4,426	5,533	6,478	公允价值变动收益	14	5	5	5	5
在建工程	484	680	1,370	946	739	投资净收益	34	22	30	30	30
无形资产	757	732	732	732	732	其他	81	53	50	50	50
其他	35	48	47	47	46	<b>营业利润</b>	<b>862</b>	<b>412</b>	<b>881</b>	<b>1,123</b>	<b>1,268</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,544</b>	<b>5,301</b>	<b>6,575</b>	<b>7,257</b>	<b>7,995</b>	营业外收入	8	15	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>10,224</b>	<b>11,788</b>	<b>13,311</b>	<b>14,661</b>	<b>16,007</b>	营业外支出	86	158	80	80	80
短期借款	0	0	451	530	480	<b>利润总额</b>	<b>784</b>	<b>268</b>	<b>813</b>	<b>1,055</b>	<b>1,200</b>
应付票据及应付账款	1,117	2,030	2,307	2,545	2,770	所得税	1	72	72	72	72
其他	523	700	768	817	860	<b>净利润</b>	<b>783</b>	<b>197</b>	<b>741</b>	<b>983</b>	<b>1,128</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,641</b>	<b>2,729</b>	<b>3,525</b>	<b>3,892</b>	<b>4,110</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2,409	2,542	2,542	2,542	2,542	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>783</b>	<b>197</b>	<b>741</b>	<b>983</b>	<b>1,128</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.40	0.10	0.38	0.50	0.57
其他	314	462	462	462	462						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,724</b>	<b>3,004</b>	<b>3,004</b>	<b>3,004</b>	<b>3,004</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,365</b>	<b>5,733</b>	<b>6,529</b>	<b>6,896</b>	<b>7,114</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,972	1,972	1,972	1,972	1,972	营业收入	18.2%	5.4%	19.2%	11.6%	9.1%
资本公积	2,178	2,178	2,178	2,178	2,178	营业利润	46.6%	-52.2%	113.8%	27.5%	12.8%
留存收益	1,694	1,891	2,632	3,616	4,743	归属于母公司净利润	42.0%	-74.9%	277.1%	32.7%	14.7%
其他	14	13	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,859</b>	<b>6,054</b>	<b>6,782</b>	<b>7,766</b>	<b>8,893</b>	毛利率	20.1%	14.7%	18.7%	19.6%	19.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,224</b>	<b>11,788</b>	<b>13,311</b>	<b>14,661</b>	<b>16,007</b>	净利率	10.6%	2.5%	8.0%	9.5%	9.9%
						ROE	14.3%	3.3%	11.5%	13.5%	13.5%
						ROIC	12.0%	3.8%	9.1%	10.6%	10.9%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	42.7%	48.6%	49.0%	47.0%	44.4%
净利润	783	197	741	983	1,128	净负债率	21.4%	13.1%	24.0%	19.9%	15.2%
折旧摊销	(17)	198	35	60	51	流动比率	3.46	2.38	1.91	1.90	1.95
财务费用	88	27	44	53	51	速动比率	2.09	1.41	1.06	1.06	1.08
投资损失	(34)	(22)	(30)	(30)	(30)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(176)	475	(320)	(242)	(217)	应收账款周转率	16.3	19.8	20.6	20.0	19.8
其它	(304)	(831)	57	35	31	存货周转率	3.0	2.7	2.7	2.7	2.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>340</b>	<b>44</b>	<b>527</b>	<b>860</b>	<b>1,012</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(245)	(834)	(1,379)	(760)	(804)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	24	0	0	每股收益	0.40	0.10	0.38	0.50	0.57
其他	191	903	35	35	35	每股经营现金流	0.17	0.02	0.27	0.44	0.51
<b>投资活动现金流</b>	<b>(54)</b>	<b>69</b>	<b>(1,320)</b>	<b>(725)</b>	<b>(769)</b>	每股净资产	2.97	3.07	3.44	3.94	4.51
债权融资	(65)	135	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	27.0	107.5	28.5	21.5	18.7
其他	(76)	(82)	407	26	(101)	市净率	3.6	3.5	3.1	2.7	2.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(140)</b>	<b>53</b>	<b>407</b>	<b>26</b>	<b>(101)</b>	EV/EBITDA	23.7	34.7	23.1	17.9	16.2
汇率变动影响	(8)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.3	50.4	23.9	18.8	16.8
<b>现金净增加额</b>	<b>138</b>	<b>165</b>	<b>(386)</b>	<b>162</b>	<b>143</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。