

➤ **事件概述:** 2022 年, 公司实现营收 78.15 亿元, 同比增长 5.40%; 归母净利润 1.97 亿元, 同比减少 74.92%; 扣非归母净利 3.31 亿元, 同比减少 51.67%。2023Q1, 公司实现营收 20.09 亿元, 同比增长 10.24%、环比减少 10.20%; 归母净利润 0.60 亿元, 同比减少 29.49%、环比减少 158.74%; 扣非归母净利 0.40 亿元, 同比减少 38.23%、环比减少 48.94%。

➤ **点评: 高温合金贡献提升, 原料价格上涨拖累公司毛利率**

① **量: 2022 年钢材产量同比下滑 17.04%, 高温合金产量增长 21.72%。** 2022 年全年钢材产量 45.67 万吨, 同比下滑 17.06%。结构上看, 高温合金产量 0.72 万吨, 同比+21.72%; 不锈钢产量 9.25 万吨, 同比+12.84%; 工具钢产量 7.12 万吨, 同比-2.21%, 合金结构钢产量 23.17 万吨, 同比-26.41%。2023Q1 高温合金继续放量, 其中销量同比增长 22.20%, 环比增长 19.82%, 至 0.22 万吨。

② **价: 原料成本上涨, 2022 年毛利率下滑 5.42pct。** 2022 年公司合金结构钢售价同比+23.26%, 工具钢售价同比+5.23%, 不锈钢售价同比-5.57%, 高温合金售价同比+1.73%。2022 年公司主要原材料电解镍价同比+44.1%, 钴市场价格同比+13.1%, 总体高于公司产品售价涨幅, 导致 2022 年公司整体毛利率下滑 5.42pct, 至 14.68%。2023Q1 毛利率环比下滑 4.79pct, 同比下滑 4.80pct, 至 11.02%, 2023Q1 业绩同比下滑主要因为产品售价下跌导致毛利下降。

➤ **核心看点**

① **高温合金领域未来贡献可期。** 高温合金对公司毛利贡献较大, 2022 年高温合金对公司毛利贡献提升 1.62pct, 至 39.55%。23Q1 公司高温合金业务稳步增长, 占营收比重同比提升 3.63pct, 至 23.29%。军用等领域需求增长有望带动高温合金产品销量持续提升, 公司高温合金业务贡献可期。

② **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。

③ **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 5.41/7.42/9.85 亿元, 对应现价, 2023-2025 年 PE 依次为 39/29/21 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)	7,815	8,780	10,532	11,825
增长率 (%)	5.4	12.3	20.0	12.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	197	541	742	985
增长率 (%)	-74.9	175.3	37.2	32.8
每股收益 (元)	0.10	0.27	0.38	0.50
PE	108	39	29	21
PB	3.5	3.2	2.9	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价)

谨慎推荐
维持评级
当前价格:
10.73 元

分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@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

2. 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

3. 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

4. 【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

目录

1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报	3
2 点评：高温合金贡献营收提升，原料价格上涨拖累毛利	4
2.1 原料价格上涨挤压毛利，非经常性损益拖累业绩	4
2.2 2023Q1 业绩环比增长、同比下滑	8
3 核心看点：持续加码技改项目，未来 2 年产能加速扩张	10
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

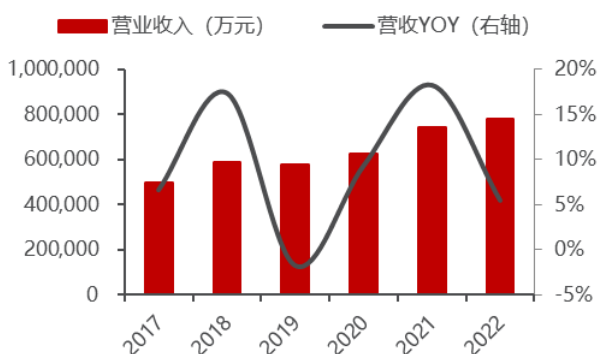
1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司发布 2022 年报：2022 年，公司实现营收 78.15 亿元，同比增长 5.40%；归母净利润 1.97 亿元，同比减少 74.92%；扣非归母净利润 3.31 亿元，同比减少 51.67%。

2023Q1，公司实现营收 20.09 亿元，同比增长 10.24%、环比减少 10.2%；归母净利润 0.60 亿元，同比减少 29.49%、环比减少 158.74%；扣非归母净利润 0.40 亿元，同比减少 38.23%、环比减少 48.94%。

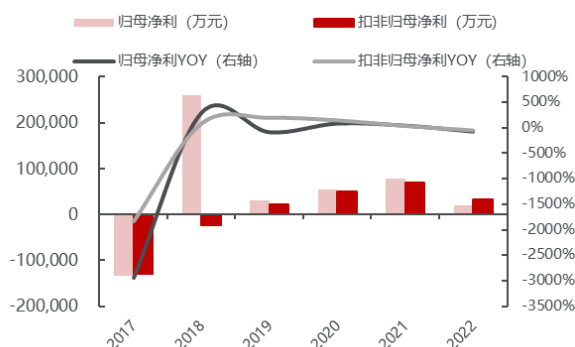
2023 年公司经营目标：2023 年公司计划实现钢产量 65 万吨至 70 万吨、钢材产量 50 万吨至 55 万吨，其中“三高一特”核心产品 8 万吨至 9 万吨。

图1：2022 年，公司实现营收 78.15 亿元



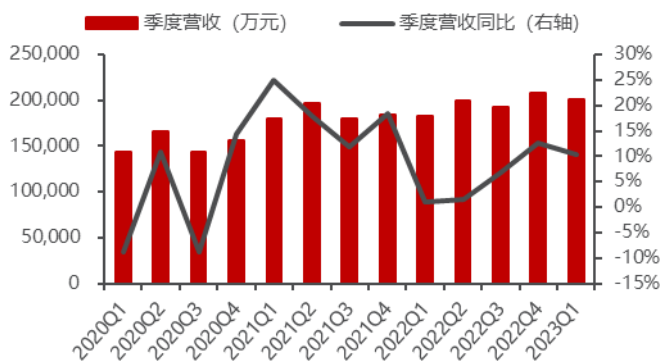
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 1.97 亿元



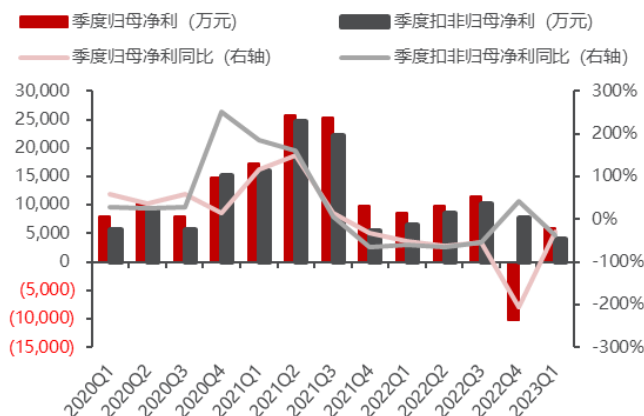
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1，公司实现营收 20.09 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1，公司实现归母净利润 0.60 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: 高温合金贡献营收提升, 原料价格上涨拖累毛利

2.1 原料价格上涨挤压毛利, 非经常性损益拖累业绩

量: 2022 年钢材产量同比下滑 17.04%, 其中高温合金产量增长 21.72%。 2022 年, 部分优特钢市场需求下降。虽然高温合金、超高强度钢等高端产品市场需求持续旺盛, 但汽车钢等产品市场需求受宏观经济影响大幅下降, 2022 年钢材产量 45.67 万吨, 同比下滑 17.06%, 钢材销售量 45.67 万吨, 同比-15.42%。结构上看, 高温合金产量 0.72 万吨, 同比+21.72%, 在钢铁业务中营收占比同比提升 3.27%, 至 20.90%; 受宏观经济影响, 以汽车钢为代表的优特钢市场需求下滑, 合金结构钢产量 23.17 万吨, 同比-26.41%; 此外, 公司不锈钢产量 9.25 万吨, 同比+12.84%; 工具钢产量 7.12 万吨, 同比-2.21%。

2023Q1 高温合金产销量继续攀升。公司 2023Q1 钢材产量环比增长 18.79%, 同比增长 0.07%, 至 13.23 万吨, 钢材销量环比增长 2.68%, 同比增长 0.11%, 至 12.16 万吨。其中高温合金销量同比增长 22.20%, 环比增长 19.82%, 至 0.22 万吨。

价: 原料成本上涨, 2022 年毛利率下滑 5.42pct。 2022 年公司合金结构钢售价同比+23.26%, 工具钢售价同比+5.23%, 不锈钢售价同比-5.57%, 高温合金售价同比+1.73%。2022 年公司镍、钼等主要原材料价格及电价、天然气价格等能源价格大幅上涨, 其中主要原材料电解镍价同比+44.1%, 钼市场价格同比+13.1%, 总体高于公司主要产品售价涨幅, 导致 2022 年公司毛利率下滑 5.42pct, 至 14.68%。分产品看, 高温合金毛利率下滑 14.88pct, 至 27.77%, 其他主要产品毛利率均出现下滑。**2023Q1**, 主要产品售价下滑, 其中合金结构钢销售同比-3.08%, 工具钢售价同比-8.4%, 高温合金售价同比-3.09%, 叠加原材料 (2023Q1 电解镍价格同比+7.45%)、能源成本上涨, 公司 2023Q1 毛利率同比下滑 4.80pct, 环比下滑 4.79pct, 至 11.02%。

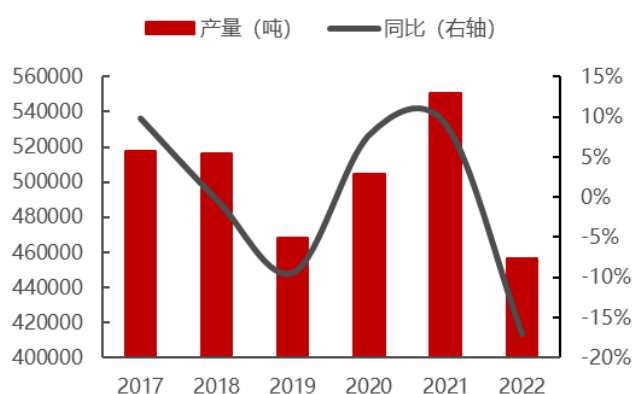
表1: 公司产品产销情况

产品名称	经营指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023Q1
合金结构钢	产量 (万吨)	31.96	31.48	23.17	7.37
	销量 (万吨)	31.38	31.55	23.61	6.56
	平均售价 (元/吨, 不含税)	8,294.37	9,582.69	11,811.55	10,879.49
工具钢	产量 (万吨)	6.27	7.28	7.12	1.69
	销量 (万吨)	6.27	7.24	7.20	1.68
	平均售价 (元/吨, 不含税)	14,919.62	15,883.55	16,714.18	15,569.92
不锈钢	产量 (万吨)	6.25	8.19	9.25	2.15

	销量 (万吨)	6.48	7.49	9.22	2.15
	平均售价 (元/吨, 不含税)	17,073.77	18,556.13	17,522.30	18,430.80
高温合金	产量 (万吨)	0.55	0.59	0.72	0.24
	销量 (万吨)	0.58	0.6	0.73	0.22
	平均售价 (元/吨, 不含税)	199,434.87	216,993.07	220,738.56	209,598.04

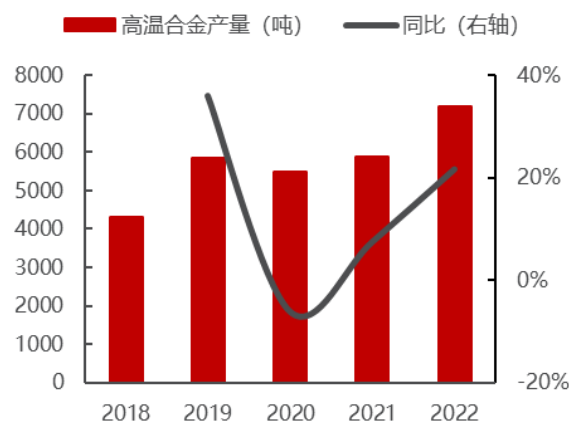
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图5: 公司 2022 年钢材产品产量同比-17.04%



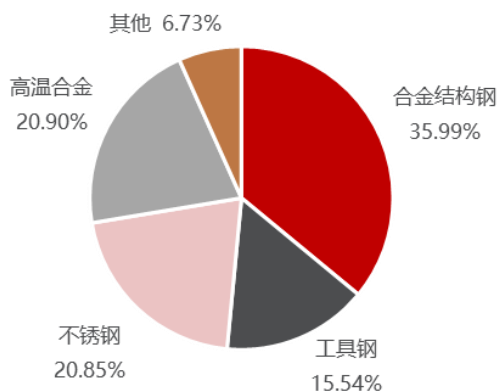
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 公司 2022 年高温合金产量同比+21.72%



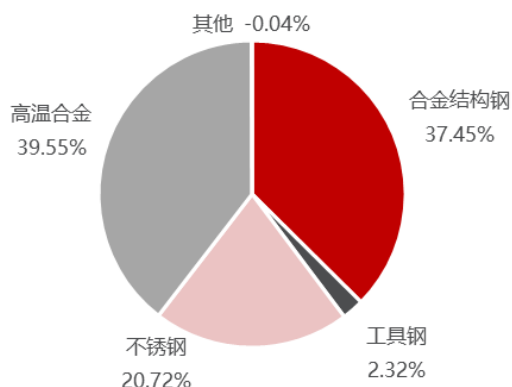
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2022 年公司钢铁业务营收分布



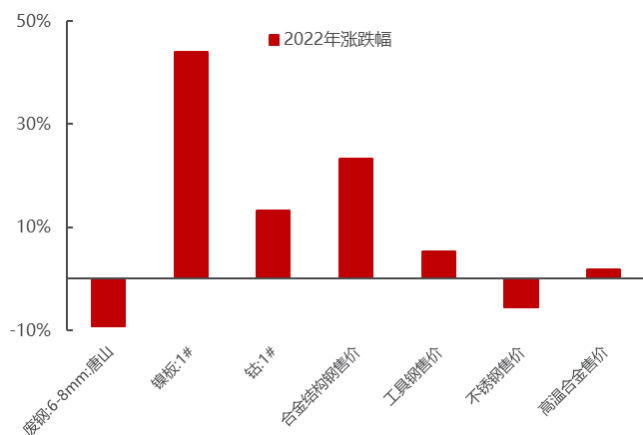
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2022 年公司钢铁业务毛利分布



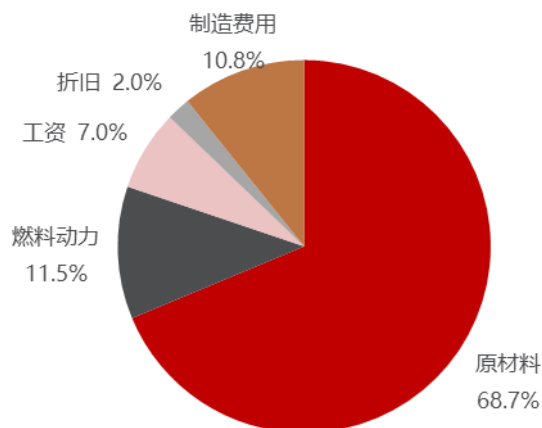
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9：2022 年主要原材料价格上涨



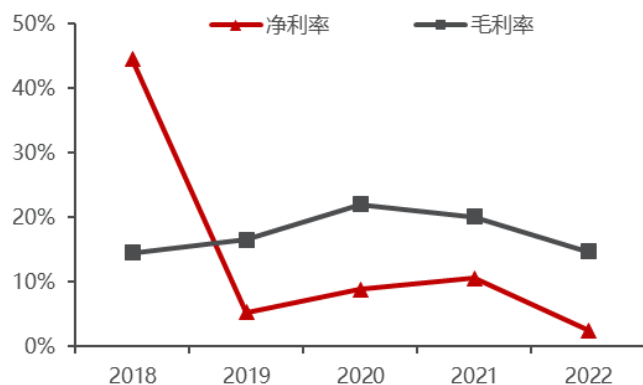
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022 年公司钢铁生产成本分布



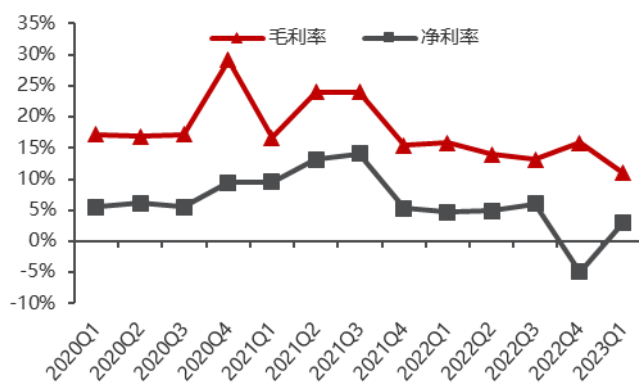
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2022 年公司毛利率下滑



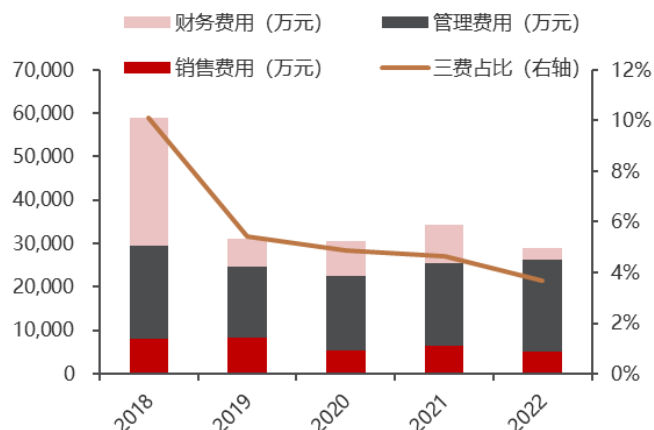
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2023Q1 毛利率下滑至 11.02%

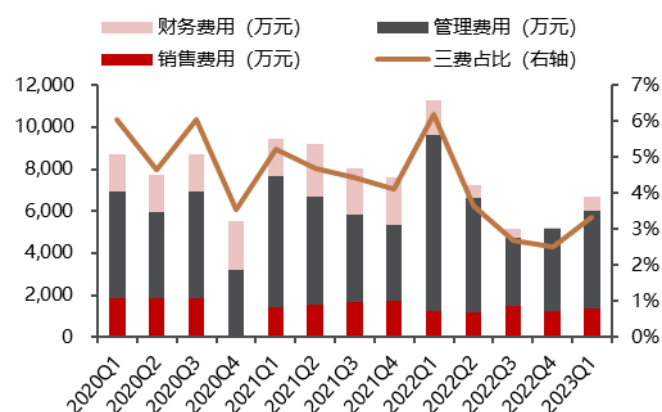


资料来源：wind，民生证券研究院

三费占营收比重下滑。公司 2022 年期间费用同比减少 15.74%至 2.89 亿元，占营收比重下滑至 3.70%。其中，销售费用减少 18.31%至 0.52 亿元，主要是职工薪酬及商标使用费减少所致；管理费用增加 9.32%至 2.10 亿元，主要为职工薪酬增加所致；财务费用减少 68.67%至 0.28 亿元，主要是公司大部分理财产品转变成银行存款，利息收入增加所致。**公司 2023Q1 期间费用同比减少 40.56%至 0.63 亿元，期间费用率同比减少 2.8pct 至 3.3%。**其中，销售费用同比增长 12.01%至 0.14 亿元；管理费用同比减少 45.10%至 0.46 亿元；财务费用同比减少 57.26%至 0.07 亿元。

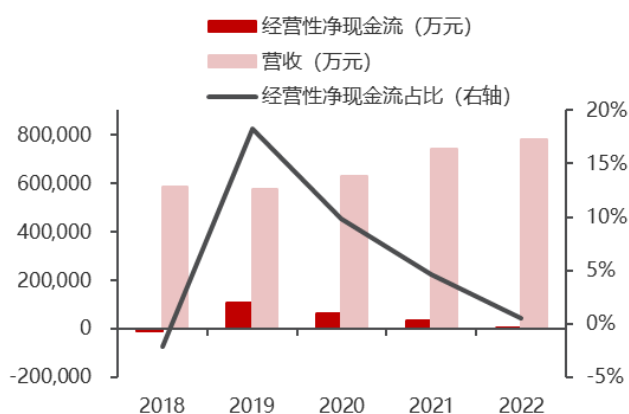
图13: 2022 年公司三费占营收比重下滑


资料来源: wind, 民生证券研究院

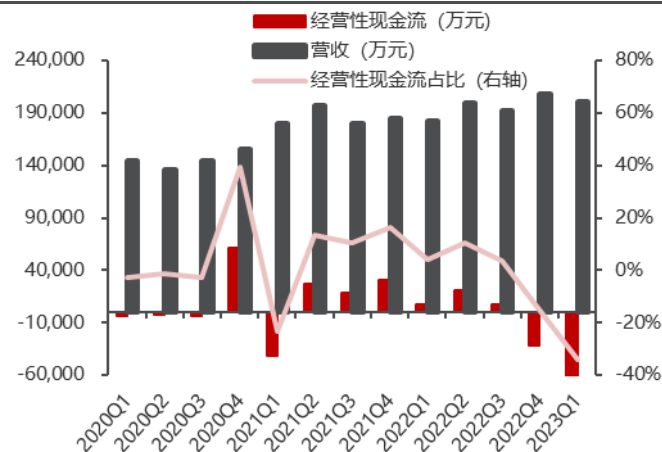
图14: 2023 年 Q1 期间费用同比减少


资料来源: wind, 民生证券研究院

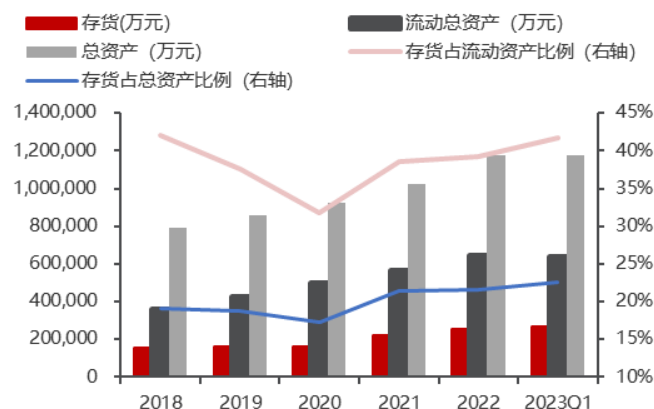
存货增加, 经营活动产生的现金流量净额减少。2022 年公司主要原材料价格上涨较大, 导致公司存货同比+16.53%, 至 25.49 亿元。经营活动产生的现金流量净额减少 2.96 亿元 (同比-87.03%), 至 0.44 亿元, 主要系期末存货及库存商业票据增加所致。23Q1 公司经营性净现金流为-6.87 亿元, 同比减少 1059.66%, 环比减少 120.62%, 主要系 23Q1 票据库存增加, 同时存货增加, 导致现金流量减少所致。相较 22 年末, 23Q1 存货金额增长 4.62%, 至 26.67 亿元。

图15: 2022 年公司经营性净现金流减少


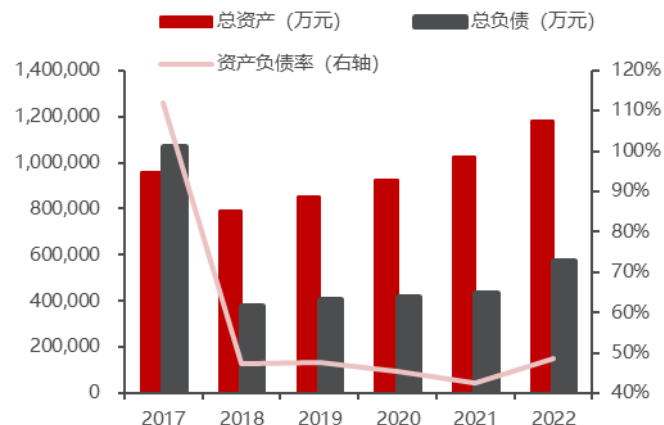
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2023Q1 公司经营性净现金流减少


资料来源: wind, 民生证券研究院

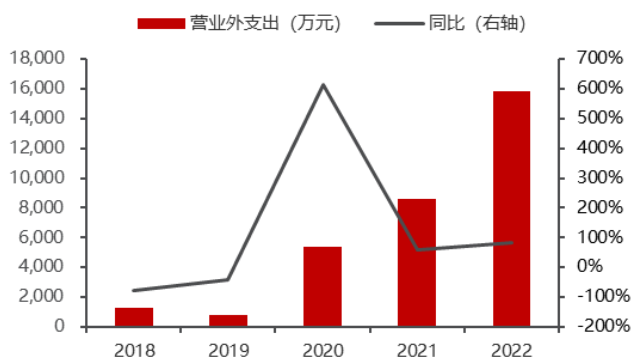
图17: 2022 年公司存货增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

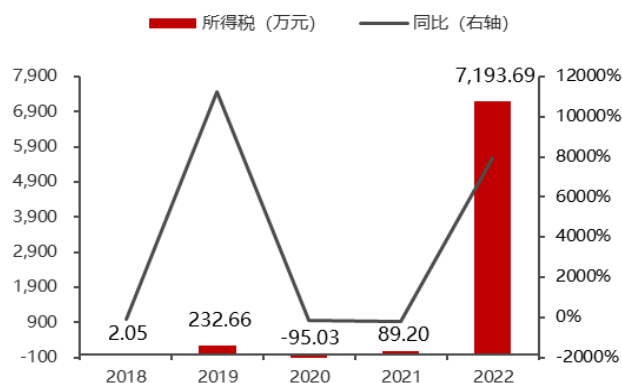
图18: 2022 年公司资产负债率小幅提高


资料来源: wind, 民生证券研究院

营业外支出和所得税费用大幅增加。2022 年营业外支出同比增长 84.15%，至 1.58 亿元，主要因为 2022 年 10 月，法院判决确认吉林银行股份有限公司大连分行对公司享有普通破产债权数额为 24,660.6 万元，公司确认预计负债 0.96 亿元。2022 年所得税费用同比增长 7964.88%，至 0.72 亿元，主要因为 2022 年新购置的设备、器具当年一次性全额抵扣应纳税所得额，公司计提递延所得税负债导致所得税费用增加。

图19: 2022 年公司营业外支出增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2022 年公司所得税费用增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

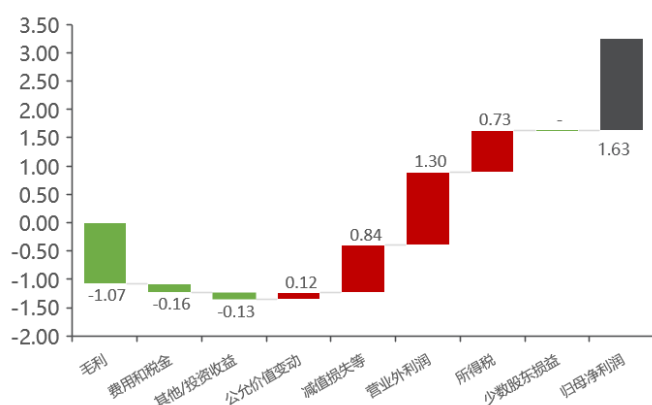
2.2 2023Q1 业绩环比增长、同比下滑

2023Q1 vs 2022Q4: 2023Q1 归母净利润环比增加 1.63 亿元，主要的增利点在于营业外利润 (+1.30 亿元)、减值损失 (+0.84 亿元)、所得税 (+0.73 亿元)；主要的减利点为毛利 (-1.07 亿元)。23Q1 业绩环比增长主要因为非经常性损益减少。

2023Q1 vs 2022Q1: 2023Q1 归母净利润同比减少 0.25 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+0.44 亿元)；主要的减利点为毛利 (-0.67 亿元)。

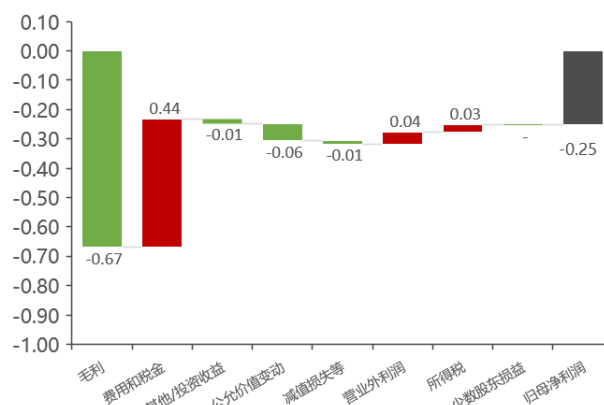
产品售价跌幅大于原料成本降幅，2023Q1 毛利率环比下滑 4.79pct，同比下滑 4.80pct，至 11.02%。主要原材料镍价格环比-0.32%，钴市场价格环比-10.90%，而主要产品售价降幅更为明显。测算 23Q1 公司主要产品高温合金售价环比-9.08%，同比-3.09%，合金结构钢售价环比-29.66%，同比-3.08%，工具钢售价环比-14.17%，同比-8.40%，特冶不锈钢售价环比+5.57%，同比+9.67%，公司 23Q1 毛利率环比下滑 4.79pct，同比下滑 4.80pct，至 11.02%。产品售价下跌导致毛利下滑是公司 23Q1 业绩同比下滑的主要原因。

图21: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



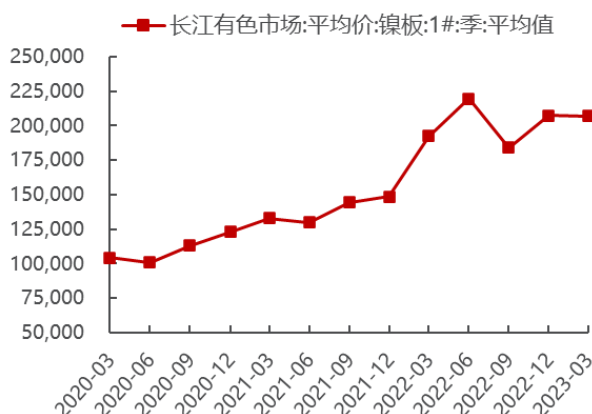
资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)



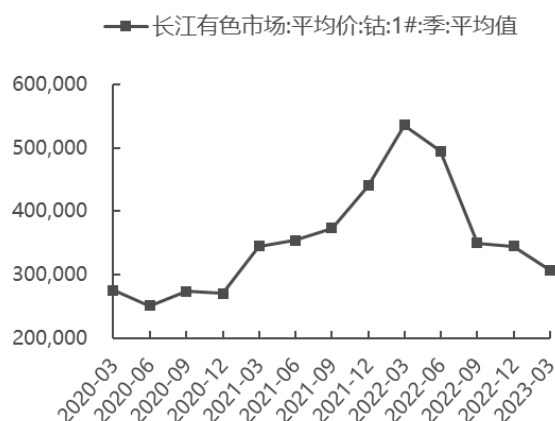
资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2023Q1 镍价环比微幅下滑 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 2023Q1 钴价环比下滑 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：持续加码技改项目，未来 2 年产能加速扩张

高温合金未来贡献可期。高温合金对公司毛利贡献较大，2022 年高温合金对公司毛利贡献提升 1.62pct，至 39.55%。23Q1 公司高温合金业务稳步增长，占营收比重同比提升 3.63pct，至 23.29%。军用等领域需求增长有望带动高温合金产品销量持续提升，公司高温合金业务贡献可期。

2021 年规划的新增 16.68 万吨产能项目稳步推进中，产品结构有望进一步向高端化转变。公司四大主打产品高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢、高档工模具钢广泛服务于航空航天、国防军工、能源电力、石油化工、交通运输、机械机电、环保节能等六大领域。公司前期规划的多个技改项目在途，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。

表2：2021 年规划的新增产能项目稳步推进中

项目	项目内容	新增产能	预计投产时间
均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目	新建一台 30 吨真空感应炉和一台 30 吨真空自耗炉及其附属设施	4.28 万吨	预计 2023 年 5 月试生产
锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程	新建一台 70MN 快锻机、60 吨操作机、20 吨无轨车		主机已投入生产
高温合金、高强钢产业化技术改造项目（1 期）	新建一台 12 吨真空感应炉、一台 1 吨真空感应炉和一台 200kg 真空感应炉及其附属设施；新建五台 12 吨真空自耗炉及其附属设施	4.4 万吨	整体设备正在调试中，预计 2023 年 7 月完成
锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施	相关厂房、设备		2024 年 3 月投产
实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施	相关厂房、设备	8 万吨	2024 年 12 月精整设备投产

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年规划的新增产能项目稳步推进中，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，公司计划于 2022-2023 年投资总额 10.76 亿元，其中，2022 年度投资总额 5.58 亿元，未来 2 年将会增加相关产能 25 万吨以上。公司将突破现有高温合金、超高强度钢等重点产品产能瓶颈，提升国内外市场竞争力和行业影响力。

表3：2022年规划的新增产能项目稳步推进中

项目	项目内容	新增产能	预期完成时间
进一步提升军品产能技术改造项目	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。	增加感应钢产能0.48万吨/年; 增加自耗钢产能0.54万吨/年	计划2023年12月设备安装完成, 并投入使用
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。	增加产能约20万吨/年	预计2024年12月改造完成
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。	增加电渣钢产能2.88万吨/年	预计2023年6月安装完成
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。	增加电渣钢产能2.7万吨/年	项目实施完成, 进入品种测试阶段。
其他	中心实验室高档品种检验能力提升项目、第二炼钢厂新建铸线及更新三台铸钢车项目、66KV变电所新建工程等	对目前设备进行提升、改造以提升产品质量。	-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

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, 公司继续加码投资建设相关技术改造项目, 公司拟2023-2024年计划投资总额10.06亿元, 其中, 2023年度投资总额2.5亿元, 公司将进一步优化高附加值产品结构, 提升重点产品产能。

表4：继续加码技改项目

项目	项目内容	新增产能	建设周期
新建高合金板材生产线项目	拟新建一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。	年增加产能6940吨	2023-2024
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。	感应钢年产能提高5400吨、自耗钢年产能提高9720吨	2023-2024

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

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 5.41/7.42/9.85 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 39/29/21 倍，维持公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) **下游需求不及预期。**如果军工、动力燃机等下游领域发展不及预期，导致公司相关产品订单不足，公司相关产线产能利用率不足，可能会影响公司业绩释放。

2) **原材料涨价超预期。**公司产品的原材料主要包括镍、钴、废钢等，如果主要原材料镍、钴等采购价格出现大幅波动，将直接导致公司产品成本出现波动，并进而影响公司的盈利能力。

3) **项目进展不及预期。**产业、环保政策等意外性变化可能会影响项目进展，导致公司盈利释放不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,815	8,780	10,532	11,825
营业成本	6,667	7,217	8,603	9,507
营业税金及附加	60	66	76	84
销售费用	52	57	68	77
管理费用	210	233	276	310
研发费用	383	439	527	591
EBIT	412	793	1,018	1,298
财务费用	27	48	53	54
资产减值损失	-81	-43	-26	-12
投资收益	22	22	21	24
营业利润	412	731	965	1,263
营业外收支	-144	-55	-38	-31
利润总额	268	676	927	1,232
所得税	72	135	185	246
净利润	197	541	742	985
归属于母公司净利润	197	541	742	985
EBITDA	650	1,040	1,294	1,581

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,783	2,185	2,332	2,942
应收账款及票据	999	747	877	953
预付款项	68	87	86	95
存货	2,549	2,570	2,955	3,140
其他流动资产	1,087	913	957	971
流动资产合计	6,487	6,501	7,206	8,101
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,841	4,040	4,612	4,927
无形资产	732	708	685	661
非流动资产合计	5,301	5,578	6,030	6,372
资产合计	11,788	12,080	13,236	14,473
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,030	1,659	1,878	1,978
其他流动负债	700	722	817	869
流动负债合计	2,729	2,381	2,695	2,847
长期借款	2,542	2,642	2,742	2,842
其他长期负债	462	462	462	462
非流动负债合计	3,004	3,104	3,204	3,304
负债合计	5,733	5,484	5,899	6,151
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	6,054	6,595	7,337	8,323
负债和股东权益合计	11,788	12,080	13,236	14,473

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.40	12.35	19.95	12.28
EBIT 增长率	-55.40	92.22	28.43	27.44
净利润增长率	-74.92	175.27	37.16	32.81
盈利能力 (%)				
毛利率	14.68	17.79	18.31	19.60
净利润率	2.51	6.16	7.04	8.33
总资产收益率 ROA	1.67	4.48	5.61	6.81
净资产收益率 ROE	3.25	8.20	10.11	11.84
偿债能力				
流动比率	2.38	2.73	2.67	2.85
速动比率	1.38	1.57	1.51	1.67
现金比率	0.65	0.92	0.87	1.03
资产负债率 (%)	48.64	45.40	44.57	42.50
经营效率				
应收账款周转天数	16.55	16.00	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	0.74	0.83	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.10	0.27	0.38	0.50
每股净资产	3.07	3.34	3.72	4.22
每股经营现金流	0.02	0.37	0.42	0.60
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	108	39	29	21
PB	3.5	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	29.81	18.25	14.55	11.53
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	197	541	742	985
折旧和摊销	237	247	275	283
营运资金变动	-622	-236	-349	-223
经营活动现金流	44	732	819	1,175
资本开支	-339	-548	-733	-624
投资	374	197	47	48
投资活动现金流	69	-329	-665	-552
股权募资	0	0	0	0
债务募资	130	100	100	100
筹资活动现金流	53	-1	-8	-12
现金净流量	165	402	147	611

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 78.15 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 1.97 亿元.....	3
图 3: 2023Q1, 公司实现营收 20.09 亿元.....	3
图 4: 2023Q1, 公司实现归母净利润 0.60 亿元.....	3
图 5: 公司 2022 年钢材产品产量同比-17.04%.....	5
图 6: 公司 2022 年高温合金产量同比+21.72%.....	5
图 7: 2022 年公司钢铁业务营收分布.....	5
图 8: 2022 年公司钢铁业务毛利分布.....	5
图 9: 2022 年主要原材料价格上涨.....	6
图 10: 2022 年公司钢铁生产成本分布.....	6
图 11: 2022 年公司毛利率下滑.....	6
图 12: 2023Q1 毛利率下滑至 11.02%.....	6
图 13: 2022 年公司三费占营收比重下滑.....	7
图 14: 2023 年 Q1 期间费用同比减少.....	7
图 15: 2022 年公司经营性净现金流减少.....	7
图 16: 2023Q1 公司经营性净现金流减少.....	7
图 17: 2022 年公司存货增加.....	8
图 18: 2022 年公司资产负债率小幅提高.....	8
图 19: 2022 年公司营业外支出增加.....	8
图 20: 2022 年公司所得税费用增加.....	8
图 21: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元).....	9
图 22: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元).....	9
图 23: 2023Q1 镍价环比微幅下滑 (单位: 元/吨).....	9
图 24: 2023Q1 钴价环比下滑 (单位: 元/吨).....	9

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司产品产销情况.....	4
表 2: 2021 年规划的新增产能项目稳步推进中.....	10
表 3: 2022 年规划的新增产能项目稳步推进中.....	11
表 4: 继续加码技改项目.....	11
公司财务报表数据预测汇总.....	14

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
	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