

抚顺特钢 (600399)

增持 (维持)

产品结构持续调整, 技改项目按部推进

2023年05月31日

市场数据

日期	2023-05-31
收盘价(元)	8.94
总股本(百万股)	1,972.10
流通股本(百万股)	1,972.10
净资产(百万元)	6,054.37
总资产(百万元)	11,785.43
每股净资产(元)	3.10

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《抚顺特钢 2022 中报点评: 技改项目稳步推进, 产品结构优化调整》2022-08-19

《抚顺特钢 2022 年一季报点评: 一季度高温合金产量高增, 研发费用同比增长 2.2 倍》2022-05-04

《抚顺特钢 2021 年报点评: 经营计划稳中有升, 产能建设再度加码》2022-03-31

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

董昕瑞

dongxinrui@xyzq.com.cn

S0190522120002

投资要点

- 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 2022 年实现营收 78.15 亿元, 同比增长 5.40%; 实现归母净利润 1.97 亿元, 同比下降 74.92%; 扣非后归母净利润 3.31 亿元, 同比下降 51.67% (此前预计归母净利润 1.70-2.50 亿元, 扣非后归母净利润 3.00-3.80 亿元)。基本每股收益 0.10 元/股, 同比下降 75%。2023 年 Q1 实现营收 20.09 亿元, 同比增长 10.24%; 实现归母净利润 0.60 亿元, 同比下降 29.49%; 扣非后归母净利润 0.40 亿元, 同比下降 38.23%。基本每股收益 0.03 元/股, 同比下降 29.49%。
- 不锈钢及高温合金销量同比增长, 持续推进品种结构调整。分产品看, 2022 年公司合金结构钢实现营收 27.89 亿元, 同比下降 7.15%; 毛利率 15.27%, 同比减少 1.46pct, 产销率 101.92%; 工具钢实现营收 12.04 亿元, 同比增长 5.36%, 毛利率 2.19%, 同比减少 4.88pct, 产销率 101.14%; 不锈钢实现营收 16.16 亿元, 同比增长 16.98%, 毛利率 14.59%, 同比减少 7.50pct, 产销率 99.71%; 高温合金实现营收 16.19 亿元, 同比增长 24.16%, 毛利率 27.77%, 同比减少 14.88pct, 产销率 102.26%; 其他产品实现营收 5.21 亿元, 同比增长 3.81%, 毛利率 -0.09%, 同比减少 4.42pct, 产销率 103.70%。2022 年公司合金结构钢/工具钢/不锈钢/高温合金/其他产品销量分别为 23.61 万吨 (同比-25.16%, 下同)/7.20 万吨 (-0.52%)/9.22 万吨 (+23.08%)/0.73 万吨 (+21.28%)/5.61 万吨 (-21.09%); 合金结构钢/工具钢/不锈钢/高温合金/其他产品平均售价分别为 1.18 万元/吨 (同比+23.26%, 下同)/1.67 万元/吨 (+5.23%)/1.75 万元/吨 (-5.57%)/22.07 万元/吨 (+1.73%)/0.93 万元/吨 (+27.10%)。2022 年公司钢产量/钢材产量/营业收入/净利润相较 2022 年经营计划目标下限实际完成率分别为 90.28%/76.12%/97.69%/39.40%。
- 利润率同比下降, 加强研发获得多项成果。2022 年公司整体毛利率为 14.68%, 同比减少 5.42pct; 净利率为 2.51%, 同比减少 8.05pct; 加权平均 ROE 为 3.30%, 同比减少 11.04pct。期间费用总额 6.72 亿元, 同比增长 3.03%, 期间费用占营收比重 8.59%, 同比减少 0.20 pct; 其中, 销售费用 0.52 亿元, 同比减少 18.31%, 占营业收入的 0.66%, 营收占比同比减少 0.19 pct; 管理费用 2.10 亿元, 同比增长 9.32%, 占营业收入的 2.68%, 营收占比同比增加 0.10pct; 财务费用 0.27 亿元, 同比减少 68.67%, 占营业收入的 0.35%, 营收占比同比减少 0.83pct; 研发费用 3.83 亿元, 同比增长 23.88%, 占营业收入的 4.90%, 营收占比同比增加 0.73 pct。公司开展国产化替代项目 56 项, 开展产品认证项目 47 项, 共获得授权专利共 20 项, 其中发明专利 14 项, 实用新型专利 6 项; 公司获批国家课题 6 项, 在研科研课题共计 58 项, 其中国防科工局课题 31 项, 科技部课题 11 项, 中科院课题 1 项, 工信部课题 2 项, 产学研及省、市级课题 13 项; 公司共计开发新产品 271 个, 完成首试制产品 192 个。
- 经营活动产生的现金流净额大幅下降, 应收账款周转率提升。2022 年公司经营活动产生的现金流净额 0.44 亿元, 2021 年为 3.40 亿元, 同比下降 87.03%; 投资活动现金流量净额 0.69 亿元, 2021 年为 -0.54 亿元, 同比增加 1.23 亿元; 筹资活动现金流量净额 0.53 亿元, 2021 年为 -1.40 亿元, 同比增加 1.93 亿元; 应收账款 3.73 亿元, 同比增长 7.96%。公司存货 25.49 亿元, 同比增长 16.53%; 公司应收账款周转率 21.76 次, 同比增加 3.12 次, 存货周转率 2.82 次, 同比减少 0.32 次。
- 在建工程大幅增长, 投资建设技术改造项目。2022 年公司新建 7000 吨快锻机、30 吨真空自耗炉等设备已按计划时间正式投入生产使用。截至 2022 年末, 公司在建工程 6.80 亿元, 同比增长 40.67%。公司拟 2023-2024 年度继续投资建设提升产能及产品质量, 以及节能环保技术改造项目; 项目投资总额预计 10.06 亿元, 其中 2023 年度投资总额 2.5 亿元。
- 2023 年经营计划。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; 实现营业收入 85 亿元至 96 亿元, 对应同比增长 8.77%至 22.84%; 实现净利润 4 亿元至 8 亿元, 对应同比增长 103.55%至 307.11%。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 6.93/12.28/15.13 亿元, 对应 PE 为 25.4/14.4/11.7 倍 (2023.05.31), 维持“增持”评级。
- 风险提示: 产品需求不及预期, 原材料价格大幅波动。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7815	9319	10730	12151
同比增长	5.4%	19.2%	15.1%	13.2%
归母净利润(百万元)	197	693	1228	1513
同比增长	-74.9%	252.9%	77.1%	23.1%
毛利率	14.7%	16.5%	19.5%	20.0%
ROE	3.2%	10.3%	15.4%	15.9%
每股收益(元)	0.10	0.35	0.62	0.77
市盈率	89.7	25.4	14.4	11.7

来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

事件

- 公司发布 2022 年年报：实现营收 78.15 亿元，同比增长 5.40%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比下降 74.92%；扣非后归母净利润 3.31 亿元，同比下降 51.67%（符合此前业绩预减公告范围，此前预计 2022 年归母净利润 1.70-2.50 亿元，同比下降 68.09%-78.30%；扣非后归母净利润 3.00-3.80 亿元，同比下降 44.53%-56.21%）。基本每股收益 0.10 元/股，同比下降 75%；加权平均净资产收益率 3.30%，同比减少 11.04pct。
- 公司发布 2023 年一季报：实现营收 20.09 亿元，同比增长 10.24%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比下降 29.49%；扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比下降 38.23%。基本每股收益 0.03 元/股，同比下降 29.49%。
- 2022 年利润分配方案：2022 年度拟不进行利润分配，也不进行资本公积金转增股本和其他形式的分配。

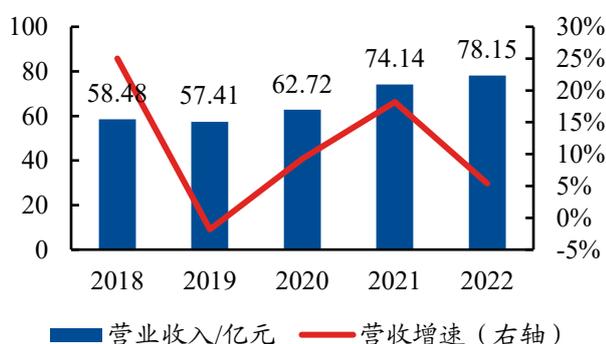
点评

● 营收同比小幅增长，成本上涨影响归母净利润

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，同比下降 74.92%；扣非后归母净利润 3.31 亿元，同比下降 51.67%。

分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 18.22 亿元（同比+1.03%，下同）、19.93 亿元（+1.42%）、19.22 亿元（+6.78%）、20.77 亿元（+12.56%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 0.85 亿元（-50.58%）、0.98 亿元（-62.12%）、1.16 亿元（-54.42%）、-1.03 亿元（-204.34%）。

图 1、2018-2022 年营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018-2022 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2023Q1，公司实现营业收入 20.09 亿元，同比增长 10.24%；实现归母净利润 0.60 亿元，同比下降 29.49%，主要系主要系原材料、能源成本上涨，导致毛利下降

所致；扣非后归母净利润 0.40 亿元，同比下降 38.23%；其他收益 541.27 万元，同比下降 16.87%。

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告期	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2020	Q1	17.18	14.42	22.99%	0.80	14.54%
	Q2	16.83	16.65	26.55%	1.03	18.70%
	Q3	24.68	16.08	25.63%	2.21	40.09%
	Q4	29.17	15.58	24.83%	1.47	26.67%
2021	Q1	16.71	18.03	24.32%	1.73	22.06%
	Q2	24.02	19.65	26.51%	2.58	32.98%
	Q3	23.99	18.00	24.28%	2.54	32.41%
	Q4	15.45	18.46	24.89%	0.98	12.54%
2022	Q1	15.82	18.22	23.32%	0.85	43.46%
	Q2	13.99	19.93	25.51%	0.98	49.80%
	Q3	13.12	19.22	24.59%	1.16	58.90%
	Q4	15.81	20.77	26.58%	-1.03	-

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 不锈钢及高温合金销量同比增长，持续推进品种结构调整

2022 年，公司持续深入推进品种结构调整，在高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢等重点产品稳固增长的基础上，在不锈钢、模具钢、轴承钢，风电、核电、兵器、舰船等领域立足长远，培育新市场。一是努力开发新用户，全年开发新客户 256 户，订货 3.3 万吨，同时兼顾老客户，实现增量 6.9 万吨。二是继续狠抓产品认证、国产替代项目，实现新增接单 1.1 万吨，完成了 20 余个品种的国产替代开发。三是积极参与国家课题、国家标准并积极争取专利，全年参与国家课题项目 58 项，已完成 9 项，主编和副主编多项国家标准及团体标准发布实施，已获得授权专利 20 项。此外，还获得冶金科学技术一等奖 1 项，金杯优质产品 5 项，特优产品 1 项，为产品开发奠定了坚实基础。

公司狠抓生产组织全方位系统策划，尤其是第三炼钢厂、锻造厂等重点产线，实现全工序、全流程的细化管控。其中，第三炼钢厂通过提高坩埚使用寿命、优化冶炼工艺、缩短准备时间等措施，全年感应钢产量同比提高 3.5%，自耗钢产量同比提高 8.5%，电渣钢产量同比提高 5%；锻造厂在生产组织模式优化、创新锻造工艺减少火次以及热处理时间优化等方面持续改善，在品种结构更加复杂的情况下全年累计入库量同比提升 4%。针对后部削磨、热处理等工序瓶颈，从工艺改进、设备小改小革等方面持续攻关，第三炼钢厂和锻造厂月均车光量同比分别提高 8.9%和 9.5%，锻造老线、冷拔削皮量月均分别提升 29.94%和 8.6%。

公司降本增效工作持续推进，一是持续开展“三优化”降本工作，如开发高性价比代用料、优化锭/坯型设计，对孔型进行优化等，全年开展项目 238 项；二是持续狠抓按低成本工艺路线生产，如品种冶炼在保证质量的前提下向低成本工艺路线转移，加工部分品种以轧代锻等；三是推进条线联动，如在热处理工艺优化，围绕炉窑满载率、热处理工艺时间缩短、坑冷代退火、辊速提升等措施落实；四是大力推进返回钢使用，提高返回比，在提高产品稳定性的同时有效降低生产成本。

分产品看，2022 年公司合金结构钢实现营收 27.89 亿元，同比下降 7.15%，毛利率 15.27%，同比减少 1.46pct，产销率 101.92%；工具钢实现营收 12.04 亿元，同比增长 5.36%，毛利率 2.19%，同比减少 4.88pct，产销率 101.14%；不锈钢实现营收 16.16 亿元，同比增长 16.98%，毛利率 14.59%，同比减少 7.50pct，产销率 99.71%；高温合金实现营收 16.19 亿元，同比增长 24.16%，毛利率 27.77%，同比减少 14.88pct，产销率 102.26%；其他产品实现营收 5.21 亿元，同比增长 3.81%，毛利率 -0.09%，同比减少 4.42pct，产销率 103.70%。2022 年公司合金结构钢/工具钢/不锈钢/高温合金/其他产品销量分别为 23.61 万吨（同比-25.16%，下同）/7.20 万吨（-0.52%）/9.22 万吨（+23.08%）/0.73 万吨（+21.28%）/5.61 万吨（-21.09%）；合金结构钢/工具钢/不锈钢/高温合金/其他产品平均售价分别为 1.18 万元/吨（同比+23.26%，下同）/1.67 万元/吨（+5.23%）/1.75 万元/吨（-5.57%）/22.07 万元/吨（+1.73%）/0.93 万吨（+27.10%）。

2023Q1，公司合金结构钢实现产量 7.37 万吨，同比增长 20.04%，环比增长 25.77%，销量 6.56 万吨，同比增长 14.31%，环比增长 6.84%，平均售价 1.09 万元/吨，同比下降 3.08%，环比下降 9.99%（推算近似值，下同）；工具钢实现产量 1.69 万吨，同比下降 2.76%，环比增长 0.60%，销量 1.68 万吨，同比增长 3.48%，环比下降 14.29%，平均售价 1.56 万元/吨，同比下降 8.40%，环比下降 4.81%；不锈钢实现产量 2.15 万吨，同比增长 3.12%，环比下降 7.33%，销量 2.15 万吨，同比减少 5.41%，环比下降 10.79%，平均售价 1.84 万元/吨，同比增长 9.67%，环比增长 7.34%；高温合金实现产量 0.24 万吨，同比增长 14.53%，环比增长 60.00%，销量 0.22 万吨，同比增长 22.20%，环比增长 22.22%，平均售价 20.96 万元/吨，同比下降 3.09%，环比下降 12.27%；其他产品实现产量 1.78 万吨，同比增长 3.10%，环比增长 57.52%，销量 1.55 万吨，同比增长 0.89%，环比增长 35.96%，平均售价 0.95 万元/吨，同比增长 17.34%，环比下降 8.87%。

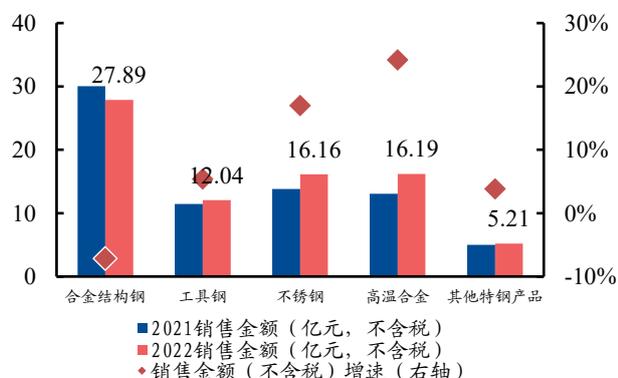
2022 年公司钢产量、钢材产量、营业收入、净利润相较 2022 年经营计划目标下限实际完成率分别为 90.28%、76.12%、97.69%、39.40%。

表 2、2021 年和 2022 年公司经营数据

产品名称	经营指标	2022 年	2021 年	同比增减情况
合金结构钢	销售金额 (亿元, 不含税)	27.89	30.04	-7.15%
	产量 (万吨)	23.17	31.48	-26.41%
	销量 (万吨)	23.61	31.55	-25.16%
	平均售价 (万元/吨, 不含税)	1.18	0.96	23.26%
工具钢	销售金额 (亿元, 不含税)	12.04	11.43	5.36%
	产量 (万吨)	7.12	7.28	-2.21%
	销量 (万吨)	7.20	7.24	-0.52%
	平均售价 (万元/吨, 不含税)	1.67	1.59	5.23%
不锈钢	销售金额 (亿元, 不含税)	16.16	13.81	16.98%
	产量 (万吨)	9.25	8.19	12.84%
	销量 (万吨)	9.22	7.49	23.08%
	平均售价 (万元/吨, 不含税)	1.75	1.86	-5.57%
高温合金	销售金额 (亿元, 不含税)	16.19	13.04	24.16%
	产量 (万吨)	0.72	0.59	21.72%
	销量 (万吨)	0.73	0.60	21.28%
	平均售价 (万元/吨, 不含税)	22.07	21.70	1.73%
其他	销售金额 (亿元, 不含税)	5.21	5.02	3.81%
	产量 (万吨)	5.41	7.51	-27.95%
	销量 (万吨)	5.61	7.11	-21.09%
	平均售价 (万元/吨, 不含税)	0.93	0.73	27.10%

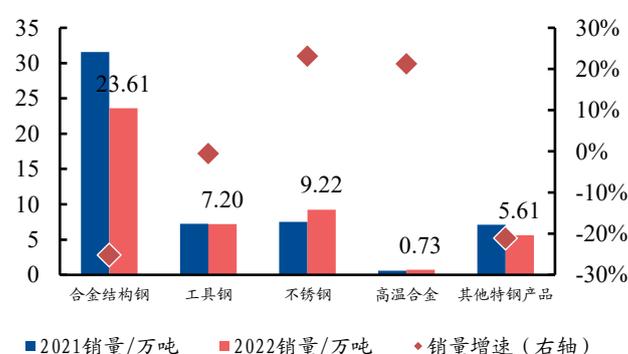
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2021 年和 2022 年公司分产品销售金额 (不含税) 及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2021 年和 2022 年公司分产品销量及增速



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 利润率同比下降，加强研发获得多项成果

2022年，公司整体毛利率为14.68%，同比减少5.42pct；净利率为2.51%，同比减少8.05pct；加权平均ROE为3.30%，同比减少11.04pct。分季度看，公司2022年四个季度毛利率分别为15.82%（同比-0.89pct，下同）、13.99%（-10.03pct）、13.12%（-10.87pct）、15.81%（+0.36pct）；公司2022年四个季度净利率分别为4.69%（-4.90pct）、4.91%（-8.24pct）、6.02%（-8.09pct）、-4.93%（-10.26pct）。

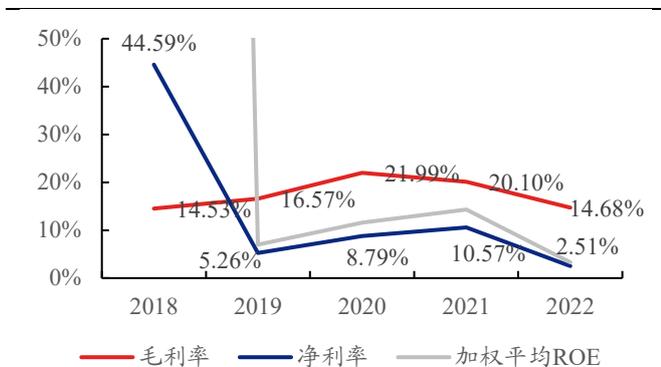
2023Q1，公司整体毛利率为11.02%，同比减少4.80pct；净利率为2.30%，同比减少1.69pct。

2022年，公司期间费用总额6.72亿元，同比增长3.03%，期间费用占营收比重8.59%，同比减少0.20pct；其中，销售费用0.52亿元，同比减少18.31%，占营业收入的0.66%，营收占比同比减少0.19pct；管理费用2.10亿元，同比增长9.32%，占营业收入的2.68%，营收占比同比增加0.10pct；财务费用0.27亿元，同比减少68.67%，占营业收入的0.35%，营收占比同比减少0.83pct，主要系公司大部分理财产品转变成银行存款，利息收入增加所致；研发费用3.83亿元，同比增长23.88%，占营业收入的4.90%，营收占比同比增加0.73pct。

2023Q1，公司期间费用总额1.68亿元，同比下降20.50%，期间费用占营收比重8.34%，同比减少3.23pct；其中，销售费用0.14亿元，同比增长12.01%，占营业收入的0.69%，营收占比同比增加0.01pct；管理费用0.46亿元，同比下降45.10%，占营业收入的2.30%，营收占比同比减少2.31pct；财务费用695.00万元，同比下降57.26%，占营业收入的0.35%，营收占比同比减少0.55pct；研发费用1.01亿元，同比增长2.54%，占营业收入的5.01%，营收占比同比减少0.38pct。

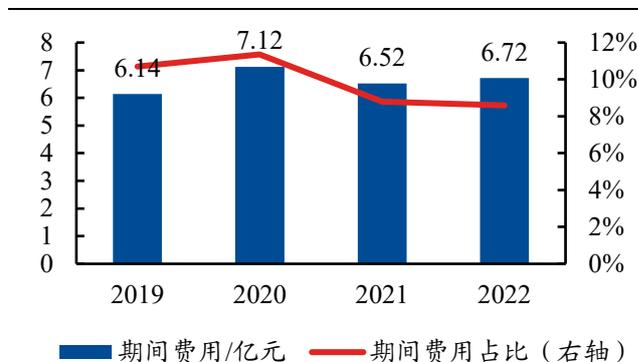
2022年，公司开展国产化替代项目56项，开展产品认证项目47项，共获得授权专利共20项，其中发明专利14项（一种优质难变形高温合金低偏析细晶锻制棒材方法等），实用新型专利6项（一种保护气氛电渣炉用的微正压检测装置等）；公司获批国家课题6项，在研科研课题共计58项，其中国防科工局课题31项，科技部课题11项，中科院课题1项，工信部课题2项，产学研及省、市级课题13项；公司共计开发新产品271个，完成首试制产品192个，其中多项高精尖产品已达到国际先进水平。公司根据国防军工领域对重点产品型号的需求，在高温合金、超高强度钢等重点产品方面持续加大研发力度，深入推进品种结构调整，开展产品认证、国产化替代、科研项目储备等重点工作。

图 5、2018-2022 年毛利率、净利率及加权平均 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2019-2022 期间费用及期间费用率



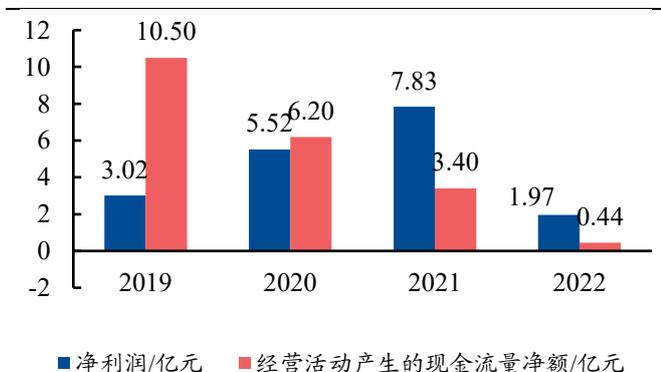
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 经营活动净现金流大幅下降，应收账款周转率提升

2022 年，公司经营活动产生的现金流净额 0.44 亿元，2021 年为 3.40 亿元，同比下降 87.03%，主要系期末存货及库存商业票据增加，导致现金流减少所致；投资活动现金流量净额 0.69 亿元，2021 年为-0.54 亿元，同比增加 1.23 亿元，主要系理财减少项目投资增加所致；筹资活动现金流量净额 0.53 亿元，2021 年为-1.40 亿元，同比增加 1.93 亿元，主要系增加国开行借款所致。

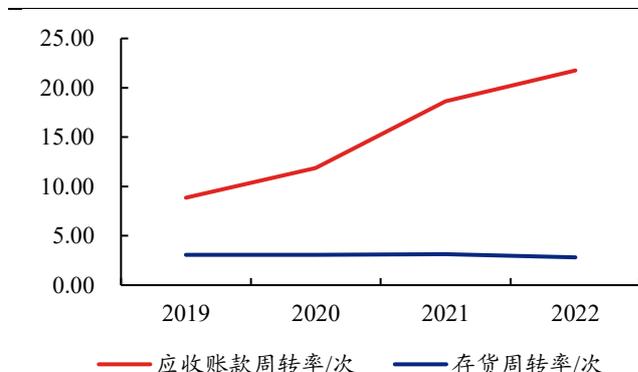
2023Q1，公司经营活动产生的现金流净额-6.87 亿元，22Q1 为 0.72 亿元，同比减少 7.59 亿元，主要系票据库存增加，同时存货增加，导致现金流量减少所致；投资活动现金流量净额 0.92 亿元，22Q1 为-4.62 亿元，同比增加 5.54 亿元；筹资活动现金流量净额-0.19 亿元，22Q1 为 0.76 亿元，同比减少 0.95 亿元。

图 7、2019-2022 净利润（亿元）及经营活动现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2019-2022 应收账款周转率（次）及存货周转率（次）

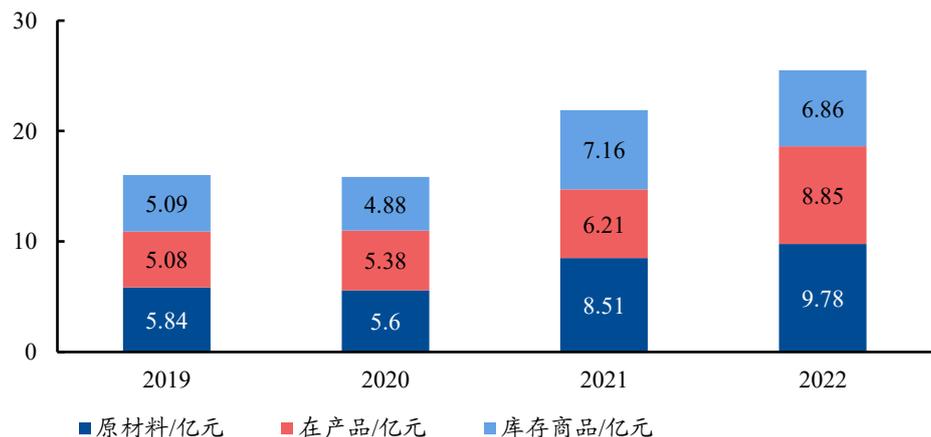


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2022年，公司应收账款和应收款项融资合计7.87亿元，同比下降35.85%；其中应收账款3.73亿元，同比增长7.96%；应收款项融资4.14亿元，同比下降53.02%，主要系本公司持有的应收商业承兑汇票，其业务管理模式主要为收取合同现金流量，将其分类摊余成本计量的金融资产所致。2022年，公司存货25.49亿元，同比增长16.53%；其中原材料账面价值9.78亿元，同比增长14.97%，在产品账面价值8.85亿元，同比增长42.61%，库存商品账面价值6.86亿元，同比下降4.22%。公司应收账款周转率21.76次，同比增加3.12次，存货周转率2.82次，同比减少0.32次。

2023Q1，公司应收账款和应收款项融资合计12亿元，较年初增长52.58%；其中应收账款4.14亿元，较年初增长11.02%；应收款项融资7.87亿元，较年初增长9%。公司存货26.62亿元，较年初增长4.62%。

图9、2019-2022 存货分类（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 在建工程大幅增长，投资建设技术改造项目

2022年，公司为打破高端产品产能瓶颈，进一步推动公司快速发展，按策划继续积极推进各技改项目，持续加强项目施工过程中进度管控及施工质量管控，严格按项目建设时间节点稳步推进，确保各项目按期并高效实施。报告期，新建7000吨快锻机、30吨真空自耗炉等设备已按计划时间正式投入生产使用。截至2022年末，公司在建工程6.80亿元，同比增长40.67%。

表 3、截至 2022 年末公司重要技术改造项目的实施进展情况

项目序号	项目名称	项目主要内容	项目实施进展
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	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	1 台 30 吨真空自耗炉交付生产，1 台 30 吨感应炉正在调试中，预计 2023 年 5 月进行试生产
2	锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造	新建一台 70MN 快锻机及配套设备设施	目前已调试完成，主机已投入生产
项目 1 和项目 2 预计可提升产能约 4.28 万吨			
3	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、一台 200 公斤真空感应炉、五台 12 吨真空自耗炉及其附属设施	整体设备正在调试中，预计 2023 年 7 月完成
4	锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施	主厂房正在施工中，主机设备预计 2023 年 9 月到货，2024 年 3 月设备投产	
项目 3 和 4 预计可提升产能约 4.4 万吨			
5	实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施	主厂房正在施工中，主机设备预计 2023 年 8 月到货，23 年 12 月主机安装完成，2024 年 12 月精整设备投产	
项目 5 预计可实现产能 8 万吨			
6	进一步提升军品产能技术改造项目	设备预计 2023 年 6 月全部到货，计划 2023 年 12 月设备安装完成，并投入使用	
7	连轧厂提升产能技术改造项目	部分设备施工完成，主机设备计划 23 年 9 月份到货，根据生产调整，预计 24 年 12 月改造完成	
8	第三炼钢厂新建 12 台保护气氛电渣炉技术改造	安装完成 3 台，剩余 9 台正在安装中，预计 23 年 6 月安装完成	
9	第三炼钢厂新建 8 台电渣炉技术改造	项目实施完成，目前已进入品种测试阶段	
10	节能环保技术改造项目	公司超低排放等环境保护项目正在开工建设，预计 2023 年陆续完成	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

为扩大公司高端产品产能，提升核心产品交付能力及产品质量，进一步优化高附加值产品结构，提升重点产品产量占比，同时，提升公司清洁化、低碳化发展进程，提升绿色发展水平，公司拟 2023-2024 年度继续投资建设提升产能及产品质量，以及节能环保技术改造项目。项目投资总额预计 10.06 亿元，其中，2023 年度投资总额 2.5 亿元。本次投资项目资金来源为公司自有或自筹资金。

表 4、2023 年-2024 年提升产能及产品质量技术改造项目

项目名称	项目内容	项目效果	投资金额/万元	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	33,080	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	22,554	2023-2024
合计	/	/	55,634	/

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、2023 年-2024 年新建节能环保技术改造项目

项目名称	项目内容	投资金额/万元	建设周期
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。	45000	2023-2024

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 原材料价格波动及计提资产减值准备影响利润表现

2022 年公司使用的镍、钴、钼等主要原材料价格波动较大，进而影响公司成本，原材料成本在公司产品成本构成中占比约 60%-70%，原材料价格大幅上涨对公司业绩产生了一定影响，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，同时，根据主要原材料价格波动情况相应调整产品售价，但仍无法完全将原材料价格上涨增加的成本转移至下游用户，虽然公司不断通过技术创新和工艺优化降低生产成本，并通过技术改造项目的实施扩大产能实现规模经济，但仍存在原材料价格大幅波动给公司盈利能力带来不利影响的风险。2022 年公司高温合金原主材料成本为 10.51 亿元，占高温合金总成本的 89.82%，相较 2021 年原材料成本占比提升 2.53pct。

截至 2022 年末，公司应收账款累计计提坏账准备 3969.54 万元，其中 2022 年增加计提 700.93 万元；其他应收款累计计提坏账准备 5648.98 万元，其中 2022 年增加计提-777.61 万元；应收票据累计计提坏账准备 314.72 万元，其中 2022 年增加计提 314.72 万元；存货跌价准备累计计提 8142.54 万元，其中 2022 年增加计提 2015.19 万元。2022 年计提资产减值准备导致公司利润总额减少 2253.23 万元。

- **重大诉讼导致营业外支出大幅增长**

2022年10月，公司收到辽宁省高级人民法院送达的关于吉林银行股份有限公司大连分行请求确认其对公司破产债权诉讼案的《民事判决书》，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的普通破产债权数额为2.47亿元。截止年报披露日，该案终审尚未判决，公司基于谨慎性考虑，经与法律顾问、年审会计师事务所团队沟通，依据《抚顺特殊钢股份有限公司重整计划》，确认计提预计负债9621.52万元，预计负债计入营业外支出，对公司利润造成一定影响。2022年公司营业外支出为1.58亿元，同比增长84.15%，其中罚款及赔偿1.24亿元，同比增长94.59%。

- **2023年经营计划**

根据公司2022年实际经营情况、财务状况和经营成果，并结合当前主要原材料价格和能源动力价格上涨的实际及公司未来发展规划，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；实现营业收入85亿元至96亿元，对应同比增长8.77%至22.84%；实现净利润4亿元至8亿元，对应同比增长103.55%至307.11%。

- **盈利预测与投资建议**

我们调整盈利预测，预计公司2023-2025年实现归母净利润6.93/12.28/15.13亿元，EPS分别为0.35/0.62/0.77元/股，对应PE为25.4/14.4/11.7倍（2023.05.31），维持“增持”评级。

- **风险提示**

产品需求不及预期，原材料价格大幅波动。

表 6、抚顺特钢分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021A	2022A	YOY
营业收入	1822	1993	1922	2077	2009	10.2%	7414	7815	5.4%
营业成本	1534	1714	1670	1749	1787	16.5%	5924	6667	12.5%
毛利	288	279	252	328	221	-23.2%	1490	1148	-23.0%
销售费用	12	12	15	12	14	12.0%	63	52	-18.3%
管理费用	84	54	32	39	46	-45.1%	192	210	9.3%
财务费用	16	6	4	1	7	-57.3%	88	27	-68.7%
研发费用	98	101	87	97	101	2.5%	309	383	23.9%
资产减值	0	0	0	-81	0	-	-88	-81	-
公允价值	12	4	-7	-5	6	-48.5%	14	5	-65.3%
投资收益	1	4	15	2	1	-27.3%	34	22	-35.4%
营业利润	84	105	131	92	52	-38.0%	862	412	-52.2%
利润总额	87	98	113	-30	59	-32.0%	784	268	-65.8%
归母净利润	85	98	116	-103	60	-29.5%	783	197	-74.9%
EPS	0.043	0.050	0.059	-0.052	0.031	-29.5%	0.397	0.100	-74.9%
销售费用率	0.7%	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	0.0%	0.9%	0.7%	-0.2%
管理费用率	4.6%	2.7%	1.7%	1.9%	2.3%	-2.3%	2.6%	2.7%	0.1%
财务费用率	0.9%	0.3%	0.2%	0.0%	0.3%	-0.5%	1.2%	0.4%	-0.8%
研发费用率	5.4%	5.1%	4.5%	4.6%	5.0%	-0.4%	4.2%	4.9%	0.7%
所得税率	2.1%	0.3%	-2.2%	-239.5%	-1.6%	-3.6%	0.1%	26.8%	26.7%
毛利率	15.8%	14.0%	13.1%	15.8%	11.0%	-4.8%	20.1%	14.7%	-5.4%
归母净利率	4.7%	4.9%	6.0%	-4.9%	3.0%	-1.7%	10.6%	2.5%	-8.1%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6487	7237	9002	11034
货币资金	1783	2058	2682	4205
交易性金融资产	555	683	640	654
应收票据及应收账款	999	939	1424	1690
预付款项	68	80	89	100
存货	2549	2797	3531	3730
其他	532	681	636	655
非流动资产	5301	5349	5342	5308
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3841	4238	4419	4510
在建工程	680	390	255	184
无形资产	732	679	626	574
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	2	-0	-2	-3
其他	46	42	43	43
资产总计	11788	12586	14344	16342
流动负债	2729	2817	3147	3426
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2030	2,176	2,487	2,772
其他	700	641	660	654
非流动负债	3004	3021	3220	3427
长期借款	2542	2608	2791	3003
其他	462	413	429	424
负债合计	5733	5838	6367	6853
股本	1972	1972	1972	1972
资本公积	2178	2178	2178	2178
未分配利润	1638	2267	3382	4755
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	6054	6748	7976	9489
负债及权益合计	11788	12586	14344	16342

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	197	693	1228	1513
折旧和摊销	236	230	253	271
资产减值准备	81	-50	43	18
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-5	-10	-10	-10
财务费用	73	30	33	37
投资损失	-22	-30	-34	-30
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-622	-114	-946	-216
经营活动产生现金流量	44	715	579	1579
投资活动产生现金流量	69	-311	-160	-213
融资活动产生现金流量	53	-130	205	157
现金净变动	165	275	625	1523
现金的期初余额	879	1783	2058	2682
现金的期末余额	1043	2058	2682	4205

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7815	9319	10730	12151
营业成本	6667	7783	8637	9723
税金及附加	60	72	83	94
销售费用	52	56	61	65
管理费用	210	229	247	264
研发费用	383	421	455	486
财务费用	27	30	33	37
其他收益	53	66	70	65
投资收益	22	30	34	30
公允价值变动收益	5	10	10	10
信用减值损失	-2	10	10	10
资产减值损失	-81	-66	-54	-45
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	412	779	1285	1551
营业外收入	15	15	15	13
营业外支出	158	100	70	50
利润总额	268	694	1230	1514
所得税	72	1	1	2
净利润	197	693	1228	1513
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	197	693	1228	1513
EPS(元)	0.10	0.35	0.62	0.77

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	5.4%	19.2%	15.1%	13.2%
营业利润增长率	-52.2%	89.1%	64.9%	20.7%
归母净利润增长率	-74.9%	252.9%	77.1%	23.1%
盈利能力				
毛利率	14.7%	16.5%	19.5%	20.0%
归母净利率	2.5%	7.4%	11.4%	12.4%
ROE	3.2%	10.3%	15.4%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	46.4%	44.4%	41.9%
流动比率	2.38	2.57	2.86	3.22
速动比率	1.41	1.55	1.70	2.10
营运能力				
资产周转率	71.0%	76.5%	79.7%	79.2%
应收帐款周转率	1976.3%	2072.9%	1839.3%	1623.5%
存货周转率	273.3%	282.3%	264.8%	259.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.10	0.35	0.62	0.77
每股经营现金	0.02	0.36	0.29	0.80
每股净资产	3.07	3.42	4.04	4.81
估值比率(倍)				
PE	89.7	25.4	14.4	11.7
PB	2.9	2.6	2.2	1.9

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。 评级标准为报告发布日后的12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。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn