

抚顺特钢 (600399.SH)

2022年归母净利润同比下降74.92%，预计2023Q2业绩拐点将至

事件：公司发布2022年报和2023年一季报。2022年公司实现营收（78.15亿元，+5.40%），归母净利润（1.97亿元，-74.92%）。单季度来看，2022Q4营收（20.77亿元，同比+12.56%，环比+8.09%），归母净利润（-1.03亿元，同比-204.34%，环比-188.57%）；2023Q1营收（20.09亿元，同比+10.24%，环比-3.31%）；归母净利润（0.60亿元，同比-29.49%，环比+1.63亿元）。

1、收入方面：2022年高温合金、不锈钢增长明显，合金结构钢出现下滑。从各产品经营数据来看，高温合金销量同比增长21.26%，整体价格略增，我们认为主要系年内仍执行较多未涨价合同；不锈钢销量同比增长23.08%，主要系公司加大风电、核电、兵器、舰船等领域市场开发；合金结构钢销量同比下降25.16%，主要系受宏观经济影响，汽车、机械等领域优钢市场需求不及预期，但是平均售价同比增长23.26%，我们认为主要系军用高强度钢放量导致整体价格水平提升。

图表：2022年抚顺特钢分产品经营情况

产品名称	经营指标	2022年	2021年	增减情况
合金结构钢	产量(万吨)	23.17	31.48	-26.41%
	销量(万吨)	23.61	31.55	-25.16%
	平均售价(元/吨, 不含税)	11811.55	9582.69	23.26%
	收入(亿元)	27.89	30.04	-7.15%
	毛利率(%)	15.27%	16.73%	-1.46pct
工具钢	产量(万吨)	7.12	7.28	-2.21%
	销量(万吨)	7.2	7.24	-0.52%
	平均售价(元/吨, 不含税)	16714.18	15883.55	5.23%
	收入(亿元)	12.04	11.43	5.36%
	毛利率(%)	2.19%	7.07%	-4.88pct
不锈钢	产量(万吨)	9.25	8.19	12.84%
	销量(万吨)	9.22	7.49	23.08%
	平均售价(元/吨, 不含税)	17522.30	18556.13	-5.57%
	收入(亿元)	16.16	13.81	16.98%
	毛利率(%)	14.59%	22.09%	-7.50pct
高温合金	产量(万吨)	0.72	0.59	21.72%
	销量(万吨)	0.73	0.6	21.26%
	平均售价(元/吨, 不含税)	220738.56	216993.07	1.73%
	收入(亿元)	16.19	13.04	24.16%
	毛利率(%)	27.77%	42.65%	-14.88pct

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、盈利能力方面：由于原材料成本占公司成本超过60%，而2022年以镍为代表的原材料价格涨幅较大，因此即使公司根据原材料价格波动情况调整售价，但盈利能力仍受到较大影响。2022年公司毛利率（14.68%，同比-5.42pct），其中原材料占收入比例（58.62%，同比+5.61pct）；净利率（2.51%，同比-8.06pct），主要系诉讼赔偿及预计负债高达1.24亿元。2023Q1由于镍等原材料价格仍处于高位，公司毛利率（11.02%，同比-4.80pct），净利率（3.00%，同比-1.69pct）。

长期看抚钢的成长逻辑并未改变，高温合金+高强度钢需求旺盛，竞争格局稳定，仍然是卡位非常核心的企业。我们认为后续随着镍价保持下行趋势、2023Q2新产能陆续释放，公司业绩拐点有望在2023Q2显现。

1、需求旺盛：目前军用航发几十年科研转向批产带来放量列装叠加耗材属性，国产商用发动机也在加速研制，高温合金需求非常旺盛，仍然处于供不应求的状态，此外军用高强度钢方面，下游军机、导弹等需求也非常旺盛。近年抚钢高温合金等军用特钢产能利用率较高，2022年公司高温合金营收（16.19亿元，同比+24.16%）。

2、高壁垒、格局稳定：高温合金以其高壁垒铸就了很好的产业竞争格局，其高壁垒体现在：高温合金材料对研发实力、经验积淀要求很高；下游航发等产品也要求非常高的质量稳定性，一旦进入用户供应链体系，一般不轻易更换；大规模生产与小批量生产两回事，这要考虑到批量与成材率的影响。

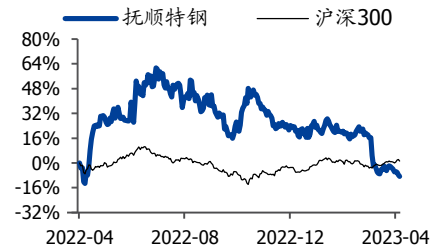
3、产能释放带动收入增长：目前公司扩产的200公斤和1吨真空感应炉已陆续投

买入（维持）

股票信息

行业	特钢II
前次评级	买入
4月19日收盘价(元)	11.21
总市值(百万元)	22,107.24
总股本(百万股)	1,972.10
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	28.13

股价走势



作者

分析师 余平

执业证书编号：S0680520010003

邮箱：yuping@gszq.com

分析师 乾亮

执业证书编号：S0680522120001

邮箱：qianliang@gszq.com

相关研究

- 《抚顺特钢(600399.SH)：2022Q3归母净利润环比增长18.27%，后续季度业绩有望环比增长》2022-10-31
- 《抚顺特钢(600399.SH)：2022H1实现归母净利润1.83亿元，下半年业绩有望逐季改善》2022-08-21
- 《抚顺特钢(600399.SH)：2022Q1实现归母净利润0.85亿元，主要系研发费用大幅增长》2022-04-29



产、30吨和12吨真空感应炉预计23Q2投产、12吨真空感应炉预计23年底投入使用，同时公司计划2023~2024年新投资技改项目，“新建高合金板材生产线项目”年增产能6940吨，“进一步提高军品产能二期项目”感应钢/自耗钢年产能分别提高5400/9720吨。2023Q2开始产能持续释放，将带动公司收入增长。

图表：抚顺特钢扩产项目情况

序号	项目名称	内容	时间安排	产能
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	一台30吨真空感应炉和一台30吨真空自耗炉	30吨真空自耗炉投产，30吨感应炉预计23年5月试生产	项目1和2预计可提升产能约4.28万吨
2	锻造厂新建70MN快锻机技术改造工程	一台70MN快锻机	主机已投入生产	
3	高温合金、高强度钢产业化技术改造项目（1期）	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	部分已经投产，2023年7月全部投产	项目3和4预计可提升产能约4.4万吨
4	锻造厂新建22MN精锻机生产线及附属设施	-	计划2024年3月投产	
5	实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施	-	主线设备2023年12月投产；精整部分2024年12月份投产	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	3台12吨真空自耗炉、1台12吨真空感应炉	预计23年12月份投产	-
7	连轧厂提升产能技术改造项目	-	主机设备23年9月到货，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项目	-	安装完成3台，剩余9台安装中，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	-	项目完成，已进入品种测试阶段	-
10	节能环保技术改造项目	-	预计23年陆续完成	-
11	新建高合金板材生产线项目	年增加高合金板材产能6940吨	23~24年建设	-
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	23~24年建设	感应钢/自耗钢年产能提高5400/9720吨

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4、原材料成本下行叠加规模效应，业绩有望高增长：2022年原材料价格大幅上涨对公司利润造成较大影响，后续随着镍等原材料价格保持下行趋势，再考虑到产能释放公司收入增长带来的规模效应，以及成材率提升等，我们预计公司利润有望迎来高弹性增长。

投资建议：公司预计2023年实现净利润4~8亿元。我们预计2023~2025年公司归母净利润分别为7.52亿元、10.49亿元、13.62亿元，对应PE分别为29X、21X、16X，维持“买入”评级。

风险提示：公司扩产进程等不及市场预期、原材料价格波动。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,414	7,815	9,253	10,844	12,536
增长率 yoy（%）	18.2	5.4	18.4	17.2	15.6
归母净利润（百万元）	783	197	752	1,049	1,362
增长率 yoy（%）	42.0	-74.9	282.8	39.5	29.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.10	0.38	0.53	0.69
净资产收益率（%）	13.4	3.2	11.1	13.4	14.8
P/E（倍）	28.2	112.5	29.4	21.1	16.2
P/B（倍）	3.8	3.7	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月19日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5679	6487	7206	7524	8133
现金	1153	1783	2164	1902	1984
应收票据及应收账款	345	999	934	1043	1106
其他应收款	16	19	23	26	30
预付账款	90	68	119	101	153
存货	2187	2549	2898	3383	3792
其他流动资产	1888	1069	1069	1069	1069
非流动资产	4544	5301	5946	6618	7280
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3269	3841	4539	5280	6001
无形资产	757	732	683	634	587
其他非流动资产	518	728	724	704	692
资产总计	10224	11788	13152	14142	15413
流动负债	1641	2729	3571	4051	4368
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1117	2030	2310	2679	2904
其他流动负债	523	700	1261	1373	1463
非流动负债	2724	3004	2775	2485	2116
长期借款	2409	2542	2313	2023	1654
其他非流动负债	314	462	462	462	462
负债合计	4365	5733	6346	6537	6484
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1972	1972	1972	1972	1972
资本公积	2178	2178	2178	2178	2178
留存收益	1694	1891	2643	3693	5055
归属母公司股东权益	5859	6054	6807	7606	8929
负债和股东权益	10224	11788	13152	14142	15413

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	340	44	943	1147	1395
净利润	783	197	752	1049	1362
折旧摊销	219	236	220	263	307
财务费用	88	27	39	32	27
投资损失	-34	-22	-21	-18	-12
营运资金变动	-747	-622	-42	-171	-281
其他经营现金流	32	228	-5	-8	-8
投资活动现金流	-54	69	-839	-909	-947
资本支出	257	339	646	672	661
长期投资	156	374	0	0	0
其他投资现金流	359	782	-193	-237	-286
筹资活动现金流	-140	53	277	-249	-326
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	132	-229	-289	-369
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-140	-79	506	40	43
现金净增加额	138	165	380	-11	121

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7414	7815	9253	10844	12536
营业成本	5924	6667	7668	8842	10100
营业税金及附加	69	60	67	76	80
营业费用	63	52	56	60	63
管理费用	192	210	222	249	276
研发费用	309	383	426	477	527
财务费用	88	27	39	32	27
资产减值损失	-88	-81	-65	-65	-63
其他收益	77	53	32	23	19
公允价值变动收益	14	5	5	8	8
投资净收益	34	22	21	18	12
资产处置收益	3	0	0	0	0
营业利润	862	412	899	1222	1565
营业外收入	8	15	8	12	11
营业外支出	86	158	76	94	104
利润总额	784	268	831	1140	1473
所得税	1	72	79	91	110
净利润	783	197	752	1049	1362
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	783	197	752	1049	1362
EBITDA	1127	619	1072	1414	1782
EPS (元)	0.40	0.10	0.38	0.53	0.69

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.2	5.4	18.4	17.2	15.6
营业利润(%)	46.6	-52.2	118.2	35.9	28.1
归属于母公司净利润(%)	42.0	-74.9	282.8	39.5	29.8
获利能力					
毛利率(%)	20.1	14.7	17.1	18.5	19.4
净利率(%)	10.6	2.5	8.1	9.7	10.9
ROE(%)	13.4	3.2	11.1	13.4	14.8
ROIC(%)	10.7	3.2	7.8	9.9	11.6
偿债能力					
资产负债率(%)	42.7	48.6	48.2	46.2	42.1
净负债比率(%)	25.3	16.3	13.6	12.3	6.4
流动比率	3.5	2.4	2.0	1.9	1.9
速动比率	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	18.6	11.6	11.6	11.6	11.6
应付账款周转率	5.8	4.2	4.2	4.2	4.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.10	0.38	0.53	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.02	0.48	0.58	0.71
每股净资产(最新摊薄)	2.97	3.07	3.45	3.98	4.67
估值比率					
P/E	28.2	112.5	29.4	21.1	16.2
P/B	3.8	3.7	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	20.1	36.4	21.0	15.9	12.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 19 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com