抚顺特钢（600399.SH）

预计 2021 年归母净利润同比增长 31.98%~47.74%

事件：公司发布 2021 年业绩预告，预计 2021 年公司实现归母净利润（7.28~8.15 亿元，同比增长 31.98%~47.74%），扣非归母净利润（6.43~7.04 亿元，同比增长 26.07%~38.03%）。单季度来看，2021Q4 公司实现归母净利润（0.43~1.30 亿元，同比 -70.75%~-11.56%），扣非归母净利润（0.13~0.74 亿元，同比 -91.45%~-51.32%）。

短期业绩波动主要系阶段性因素，核心关注扩产节奏：公司 2021Q4 单季度业绩实现较大幅度下滑，根据 2021 年三季报，这主要受国家限制钢业产能政策、限电政策、能源和原材料成本上升等阶段性因素影响。长期来看，公司作为国内军用高温合金、高强钢的核心卡位企业，所处航空发动机、导弹、军机等航空航天长期成长的赛道，重要的是高温合金的高壁垒铸就了很好的产业竞争格局，未来将长期受益于军、民用航空发动机等赛道的发展。中期来看，尤其 2022 年是抚钢扩产产能释放的第一年，根据 2021 半年报所述 2022H1 陆续有快锻机、真空感应炉等设备投产，随着产能瓶颈打破，公司有望在未来 4 年保持 30%~50%业绩增长。

坚定看好抚钢：我们一再重申坚定看好航空发动机赛道，尤其是航发赛道中壁垒极高、供给稀缺、格局确定的变形高温合金卡位龙头。

1、两机赛道“航空发动机+燃气轮机”是军工领域中长坡厚雪最佳赛道，是典型的拥有长期成长大空间、高壁垒、好格局的大赛道。4 大成长逻辑奠定 10 年以上持续快速成长期，催生万亿级别赛道：WS10 等主力型号大批产、新型号不断迭代投产、维修市场快速打开、商发产业化进程提速。此外还有燃气轮机、核电等民用市场需求不断扩容。

2、抚钢是两机赛道中供给非常稀缺的公司，变形高温合金市占率超 80%。

1）高壁垒带来稳固的产业格局。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。抚顺特钢拥有国内同行难以超越的科研能力和工艺技术，是军工配套材料重要的研发和生产基地，在军品领域具备显著的规模优势。高壁垒铸就寡头特征的产业格局，很难有新进入者致使抚钢拥有长期较高确定性的成长。

2）核心卡位：抚顺特钢在国内航空航天变形高温合金市占率 80%以上，高强钢市占率 95%以上。拥有极高的市占率既证明了公司的能力，其订单节奏也决定了整个产业链的交付情况，换句话说，这类企业订单、业绩释放不出来，军工产业链景气度或被证伪。

3、此外，抚钢还是我国军机、导弹等赛道的核心卡位企业。高强钢：抚顺特钢在国内率先研发生产 A100 钢、300M 钢，产品广泛应用于飞机起落架、航空发动机轴、导弹、舰艇壳体等关键部件，因此抚钢也是“军机、导弹”等产品的核心供应商，军机、导弹放量列装也会带动高强钢需求持续增长。

投资建议：抚顺特钢是我国军工装备放量建设的基石企业，三高一特产品在航发、军机、导弹等高壁垒领域拥有很高的市占率且有望长期保持，意味着拥抱抚钢则是拥抱军工行业的高景气度。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.82、10.93、16.51 亿元，对应估值 54X、38X、25X，维持“买入”评级。

风险提示：军品放量、公司扩产进程等不及市场预期、原材料及能源价格波动。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,741	6,272	6,908	7,648	8,481
增长率 yoy（%）	-1.8	9.3	10.1	10.7	10.9
归母净利润（百万元）	302	552	782	1,093	1,651
增长率 yoy（%）	-88.4	82.6	41.7	39.8	51.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.15	0.28	0.40	0.55	0.84
净资产收益率（%）	6.7	11.0	13.5	15.8	19.3
P/E（倍）	139.1	76.2	53.7	38.4	25.4
P/B（倍）	9.4	8.4	7.2	6.1	4.9

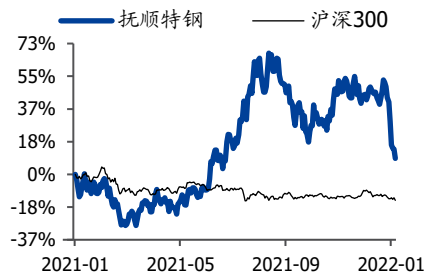
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2022 年 1 月 13 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	特钢 II
前次评级	买入
1 月 13 日收盘价(元)	17.85
总市值(百万元)	35,201.99
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)	30.42

股价走势



作者

分析师　余平
执业证书编号：S0680520010003
邮箱：yuping@gszq.com

相关研究

1、《抚顺特钢（600399.SH）：2021 年前三季度归母净利润 6.85 亿元，同比增长 69.39%》2021-10-31
2、《抚顺特钢（600399.SH）：2021H1 实现归母净利润 4.3 亿元，超市场预期》2021-08-19
3、《抚顺特钢（600399.SH）：2021H1 归母净利润预增 126.38%~145.47%，超市场预期》2021-07-07

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4272	4993	6586	6275	7662
现金	151	861	1237	1567	1686
应收票据及应收账款	1218	450	1387	647	1609
其他应收款	8	14	10	17	13
预付账款	84	200	113	234	151
存货	1602	1586	1957	1929	2322
其他流动资产	1208	1881	1881	1881	1881
非流动资产	4281	4230	4499	4786	5084
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3354	3390	3612	3885	4191
无形资产	799	783	735	687	639
其他非流动资产	128	58	152	215	254
资产总计	8553	9224	11085	11061	12747
流动负债	1267	1378	2859	2142	2584
短期借款	0	0	595	0	0
应付票据及应付账款	929	913	1134	1112	1344
其他流动负债	339	464	1130	1031	1240
非流动负债	2810	2815	2414	2014	1606
长期借款	2409	2409	2008	1608	1200
其他非流动负债	400	406	406	406	406
负债合计	4077	4193	5273	4156	4190
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	319	870	1652	2745	4396
归属母公司股东权益	4476	5030	5812	6905	8556
负债和股东权益	8553	9224	11085	11061	12747

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1050	620	127	1732	891
净利润	302	552	782	1093	1651
折旧摊销	167	194	184	203	221
财务费用	65	81	-3	-26	-70
投资损失	-20	-32	-10	-21	-36
营运资金变动	523	-269	-821	495	-856
其他经营现金流	13	94	-5	-12	-19
投资活动现金流	-1239	74	-437	-457	-464
资本支出	51	85	269	287	298
长期投资	-1192	112	0	0	0
其他投资现金流	-2380	272	-169	-170	-166
筹资活动现金流	-92	-89	91	-349	-308
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-401	-400	-408
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	-92	-89	492	51	100
现金净增加额	-281	605	-220	926	119

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5741	6272	6908	7648	8481
营业成本	4790	4893	5439	5965	6525
营业税金及附加	66	76	69	61	34
营业费用	84	54	69	61	42
管理费用	163	171	173	153	85
研发费用	302	407	408	398	365
财务费用	65	81	-3	-26	-70
资产减值损失	-63	-65	-48	-54	-110
其他收益	14	37	9	25	33
公允价值变动收益	16	9	5	12	19
投资净收益	20	32	10	21	36
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	297	588	827	1147	1699
营业外收入	14	17	8	18	26
营业外支出	8	54	21	26	6
利润总额	304	551	814	1139	1720
所得税	2	-1	33	46	69
净利润	302	552	782	1093	1651
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	302	552	782	1093	1651
EBITDA	626	878	1058	1377	1938
EPS（元）	0.15	0.28	0.40	0.55	0.84

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-1.8	9.3	10.1	10.7	10.9
营业利润(%)	214.1	97.7	40.7	38.6	48.2
归属于母公司净利润(%)	-88.4	82.6	41.7	39.8	51.0
获利能力					
毛利率(%)	16.6	22.0	21.3	22.0	23.1
净利率(%)	5.3	8.8	11.3	14.3	19.5
ROE(%)	6.7	11.0	13.5	15.8	19.3
ROIC(%)	6.3	8.8	9.1	12.1	15.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.7	45.5	47.6	37.6	32.9
净负债比率(%)	58.0	37.1	37.4	12.7	4.4
流动比率	3.4	3.6	2.3	2.9	3.0
速动比率	2.0	1.8	1.3	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.2	7.5	7.5	7.5	7.5
应付账款周转率	6.4	5.3	5.3	5.3	5.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.28	0.40	0.55	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.31	0.06	0.88	0.45
每股净资产(最新摊薄)	2.27	2.55	2.95	3.50	4.34
估值比率					
P/E	139.1	76.2	53.7	38.4	25.4
P/B	9.4	8.4	7.2	6.1	4.9
EV/EBITDA	69.4	48.7	40.7	30.3	21.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2022 年 1 月 13 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

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

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

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