

管理改善生产理顺，高温合金龙头整装再发

老牌军工特钢龙头，技术优势明显。

公司是历史悠久的军工特钢龙头，拥有传统高端特钢及高温合金两大业务。抚顺特钢是我国高端钢材龙头，主要产品分为两大类，一类是以合金结构钢、模具钢、不锈钢为主的传统特钢，另一类是以高温合金为主的尖端材料。

优质民企沙钢入主管理，降本减费效果显著。

2019 年公司高管团队正式完成换血，优秀民营企业沙钢集团掌舵，公司毛利率和三费得到了大幅改善。2019 年全年公司钢铁整体毛利 16.69%(同比+2.38%)，其中传统特钢板块通过深挖管理成本整体下降，吨毛利上升至 1226.7 元（同比+148.5 元）。公司管理费用、财务费用同比下降 5000 万元（-23.79%）和 2.3 亿元（-78.10%）。管理改善明显，后续空间巨大。

高温合金加速放量，行业确定性放量龙头充分受益。

我国高温合金行业供需缺口巨大且有望长期维持；需求端短期内集中放量，军机换装、“两机专项”带来航空发动机用量快速增长。供给端壁垒高、认证周期长、新增产能少。公司目前高温合金产能 5000 吨。2021 年下半年 5000 吨新产线投产，业绩空间巨大。

盈利预测与投资建议

我们预计 2020—2022 年公司营业收入分别为 61.27、67.53 和 74.22 亿元，同比增速分别为 6.7%、10.2%和 9.9%；归母净利润分别为 4.9、6.5、8.9 亿元，同比增长 62.2%、32.8%和 36.8%，对应的 PE 估值分别为 30.4、22.9 和 16.7 倍，给予“增持”评级。

风险提示： 高温合金需求增长不及预期；传统特钢业绩改善不及预期

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,848	5,741	6,127	6,753	7,422
增长率(%)	17.3	-1.8	6.7	10.2	9.9
净利润(百万元)	2,607	302	490	651	890
增长率(%)	-294.9	-88.4	62.2	32.8	36.8
ROE(%)	62.5	6.7	9.9	11.6	13.7
EPS(元/股，摊薄)	1.32	0.15	0.25	0.33	0.45
P/E(倍)	5.7	49.3	30.4	22.9	16.7
P/B(倍)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.3

ST 抚钢 (600399)

首次评级

增持

罗兴

luoxingbj@csc.com.cn

15216710811

SAC 执证编号：S1440520020001

发布日期：2020 年 09 月 08 日

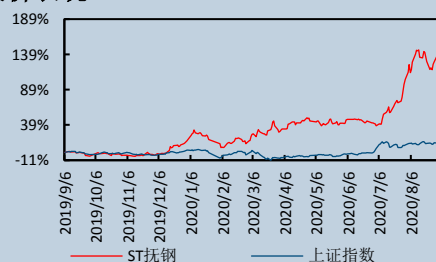
当前股价：7.55 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	21.38/22.04	76.4/61.92	158.56/146.19
12 月最高/最低价 (元)			7.8/2.74
总股本 (万股)			197,210.0
流通 A 股 (万股)			197,210.0
总市值 (亿元)			148.89
流通市值 (亿元)			148.89
近 3 月日均成交量 (万)			1,825.8
主要股东			
东北特殊钢集团股份有限公司			29.25%

股价表现



相关研究报告

目录

投资要件	1
投资看点一：沙钢入主，管理降本增效空间巨大	1
投资看点二：高温合金加速放量，行业确定性放量龙头充分受益。	1
公司简介：高端特钢龙头供应商，经营不善陷入困境	2
历史悠久的高端特钢供应商，工艺装备行业领先	2
传统特钢和“三高一特”产品双管齐下	4
资产重组完成，管理层全面换血，成本费用下降可期	6
沙钢集团实控，管理层换血完成	6
财务杠杆下降，人员大幅精简，期间费用下降	6
传统特钢对管理水平更为依赖，提升空间巨大	8
高温合金确定性放量，产能释放驱动业绩成长	10
高温合金：技术水平最高的钢材品种，当前市场供不应求	10
供给格局：抚钢产能遥遥领先，军用高温合金处于垄断地位	11
公司层面：产能扩张，高温合金业务迎来量价齐升	12
盈利预测与估值比较	14
核心假设：抚钢管理改善空间尚大、高温合金业务产能扩张	14
盈利预测	16
风险提示	17
报表预测	18

投资要件

投资看点一：沙钢入主，管理降本增效空间巨大

沙钢集团是我国规模最大民营钢铁集团，管理能力与成本控制水平极强，2019 年抚钢高管团队正式完成换血。沙钢集团掌舵弥补公司管理不善短板，大幅提升盈利水平。

2019 年沙钢入主管理改善成果初步体现：公司钢铁整体毛利 16.69%(同比+2.38%)，其中营收占比最大的合金结构钢 13.09% (同比+2.4%)，利润贡献最大的高温合金 37.98% (同比+1.35%)。传统特钢板块吨毛利达 1226.7 元 (同比+148.5 元)。分品种看，合金结构钢、合金工具钢、不锈钢吨成本 (除原材料和燃料外) 大幅下降 277.3、535.5、161.7 元；公司管理费用、财务费用同比下降 5000 万元 (-23.79%) 和 2.3 亿元 (-78.10%)。

我们判断管理改善过程刚刚开始空间尚大，管理的挖潜空间巨大。一方面来自于期间费用的下降，公司目前尚有 24 亿长期借款，0.7 亿元左右的年平均财务费用，若盈利归还借款后财务费用会有下降空间；此外员工的精简也在持续进行，管理费用也有进一步下降的空间。另一方面是来自于传统特钢品类毛利率的提升。传统特钢板块的技术壁垒相对较弱，对精细化的经验管理更为依赖，而“三高一特”产品的技术壁垒极高，对技术创新和研发水平更为依赖。若传统特钢业务能达到行业平均毛利率水平，可以额外贡献毛利 2.78 亿元。

投资看点二：高温合金加速放量，行业确定性放量龙头充分受益。

公司角度看，2019 年高温合金产销分别为 5842、5482 吨，吨钢单价 19.1 万/吨，毛利率 37.98%。高温合金业务实现量价齐升，实现收入 10.48 亿元，同比+33.35%。

行业角度看：我国高温合金行业供需缺口巨大且有望长期维持；需求端短期内集中放量，军机换装、“两机专项”带来航空发动机用量快速增长，军舰加速列装、大型发电设备新建、国家管网大建设带动下游燃气轮机用量增长。供给端壁垒高、认证周期长、新增产能少。

高温合金新增产能项目即将落地，按保守预估 2020-2022 年的产销量分别为 6000 吨、8000 吨和 10500 吨，全面达产后预计可达到 12000 吨。公司 2019 年高温合金吨钢毛利在 7 万元左右，今年单价进一步上涨，吨钢毛利预估可达到 8 万元，量价双增情况下，2020-2021 年公司高温合金板块毛利预估可达到 5 亿元 (同比+26%)、6.7 亿元 (同比+33%) 和 8.8 亿元 (同比+31%)。全部满产后按照 12000 吨产量，8 万元吨毛利计算，毛利接近 10 个亿，比 2019 年高温合金板块的毛利增加了 6 个亿。

公司简介：高端特钢龙头供应商，经营不善陷入困境

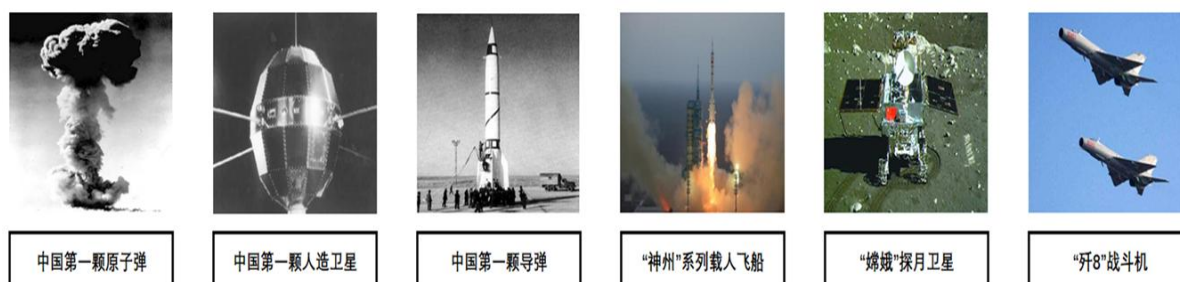
历史悠久的高端特钢供应商，工艺装备行业领先

抚顺特钢是历史悠久的老牌钢厂，1937 年建厂，1957 年生产我国第一炉高温合金，是我国特钢发展的先行者。抚钢参与了我国建国以来的重大国防项目，包括并不限于“两弹一星”、“神舟飞船”、“嫦娥”探月卫星等，是当之无愧的老牌特钢领军者，是中国不可替代的国防军工、航空航天等高科技领域使用特殊钢材料的生产研发基地。高端特钢行业具有技术壁垒高、认证周期长、客户黏性强的特点，抚顺特钢拥有悠久的历史与行业地位，竞争力极强。

生产设备先进，工艺流程完善。抚顺特钢前期投入 9.7 亿元构建 30t、20t 真空反应炉、30t 真空自耗炉等设备，拥有国内规模最大、国际领先的特冶炉群，配套的锻造、轧制、精轧、冷拔、板材生产线组距齐全，后部精整、热处理、质量检测设备、设施完善。

在过去的三个“五年计划”中，作为国防科工局民口配套的核心、骨干企业，抚顺特钢承担和参与国防科工局 190 余项军工新材料科研课题，在研课题 39 项，同时还承担了 6 个军工固定资产投资建设项目，每年承接在研、在役武器装备配套材料订单十几亿元。

图表1： 公司参与了我国建国以来多项重大国防工程



资料来源：公司官网，中信建投

2009 年抚顺特钢斥资百亿进行产线改造，旨在打造一流的军工用钢和高端特钢产线；2012 年又马上推进了技改二期项目，拟斥资 20 亿元进一步扩大高端特殊合金业务的产能规模。但是由于控股股东东北特钢不断恶化的财务状况，抚钢在资本市场的融资渠道受限，只能通过银行贷款来完成项目推进。沉重的财务负担叠加钢铁产能过剩，使得抚钢的经营表现开始下滑。

2016 年，公司控股股东东北特钢集团出现首只债券违约，随着无力偿付债券并计提减值，东北特钢集团正式进入破产重整程序。经过一年多的时间于 2017 年 12 月重整正式完成，沙钢集团出资 45 亿元成为东北特钢的实际控制人，本钢板材出资 10.38 亿元参股，剩余债权通过增发的方式完成债转股。

2018 年初，抚顺特钢经自查发现了资产不实的情况，进而引出涉及连续 8 年总计 19 个亿的财务造假事件。抚顺特钢陷入资不抵债的困境，进入破产重整程序。2018 年 12 月 28 日正式完成重整，按每 10 股转增 5.17 股，每股价格 7.92 元的方式用于偿还债务及补充公司流动性。

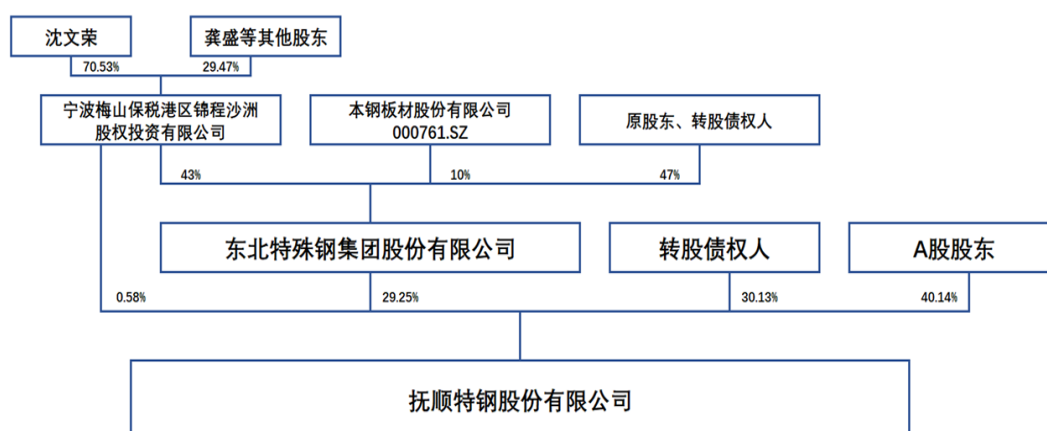
请参阅最后一页的重要声明

图表2：抚顺特钢大事记

2002年12月	抚顺特钢经营陷入困境，由大连钢铁集团托管，随后重组为辽宁特钢集团
2003年12月	北满特钢严重亏损，与辽宁特钢集团合并成为东北特钢集团
2009年1月	抚顺特钢技改一期项目开始建设，合计投资约62亿元
2011年3月	抚顺特钢技改二期项目启动，预计投资29亿元
2016年3月	东北特钢首只债券违约，打破公募债刚兑预期
2016年8月	抚顺特钢终止20亿用于技改二期的定向增发预案
2016年10月	多只债券违约、资不抵债，东北特钢进入破产重整程序
2017年9月	重整完成，东北特钢实际控制人变更，沙钢集团入主
2018年1月	公司经自查发现资产不实情况，连续8年财务造假涉及19亿元利润总额
2018年9月	抚顺特钢进入破产重整程序
2018年12月	公司完成重整计划复牌

资料来源：公司公告，中信建投

完成债转股后，控股股东东北特钢集团及一致行动人持股比例为 29%，其他 A 股股东持股比例下降为 40%，而转股债权人则持有 30%的股份。

图表3：抚顺特钢产成重整后的股权结构情况


资料来源：公司公告，中信建投

请参阅最后一页的重要声明

传统特钢和“三高一特”产品双管齐下

公司专注于高端特钢材料及军用特钢材料的研发、生产及销售，主要产品为合金结构钢、工模具钢、不锈钢、高温合金及其他特钢（主要是轴承钢）。主要的下游应用领域为军工、汽车、航天、风电、机械、铁路及石油石化等，是我国高端制造业钢铁材料的供应商。

图表4：公司产品结构及下游情况

产品品种	下游应用	产品描述
合金结构钢	主要供应汽车行业，还有减速机行业、风电行业、塑机行业、石油行业、工程机械行业等	高档合金结构钢产品处于国内领先水平，市场占有率高。其中，针对汽车行业，高档汽车用钢产品处于国内领先水平，是国内众多知名汽车企业产品研发基地，产品大量出口
轴承钢	滚针、滚子轴承、铁路轴承等高档模铸轴承钢	国内轴承钢生产基地之一，高档轴承钢产品处于国内领先水平
工模具钢	冷作模具，塑料模具，热挤压、锻压磨具、高强度（航空、航天、大飞机项目、兵器）等等	国内模具钢研发基地，产品质量处于国内领先水平，锻压模具、冷作模具以及镜面耐蚀塑料模具产品替代进口
不锈钢	航空、航天、电站锅炉、石油石化等	特种不锈钢市场知名度高，产品处于国内同行业领先水平
高温合金	航空、航天、大飞机项目、兵器等	国内高温合金研发基地，质量处于国内领先水平，产品处于国内同行业垄断地位

资料来源：公司公告，中信建投

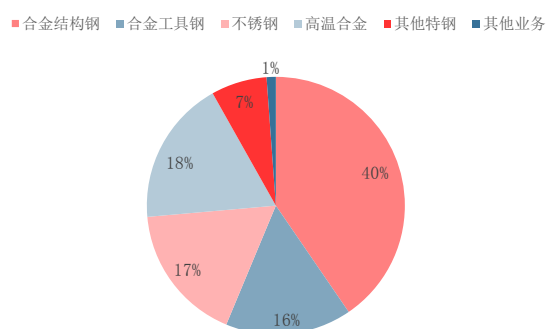
公司的业务可以从两个角度看，分别是传统高端特钢与高温合金业务。传统高端特钢业务主要为合金结构钢、合金工具钢、不锈钢等，2019 年贡献营收合计占 73.6%，毛利率为 12.1%；高温合金业务 2019 年营收 10.5 亿元（同比增长 33.4%），营收占比 18.3%，毛利率则达到 38.0%。

图表5：公司业务拆分

	传统特钢业务	高温合金业务
产销量	合结钢：产量 28.9 万吨；销量 29.1 万吨 工具钢：产量 5.7 万吨；销量 5.6 万吨 不锈钢：产量 7.0 万吨；销量 6.9 万吨	产量：0.58 万吨；销量 0.55 万吨
吨钢单价	合结钢：7970 元/吨 工具钢：16137 元/吨 不锈钢：14463 元/吨	190471 元/吨
毛利率	12.1%	38.0%
生产模式	电炉—精炼炉—模铸/连铸 汽车、风电、机械设备	真空冶炼炉—真空自耗炉—模铸 航空航天、核能电力、海洋船舶、军工

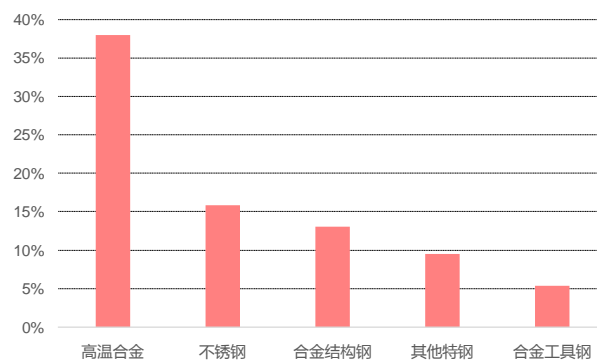
资料来源：公司公告，中信建投

图表6：抚顺特钢分产品营收贡献



资料来源：公司公告，中信建投

图表7：2019 年抚顺特钢各产品毛利率对比



资料来源：公司公告，中信建投

资产重组完成，管理层全面换血，成本费用下降可期

沙钢集团实控，管理层换血完成

控股股东破产重整，优秀民营钢铁巨头沙钢集团入主。抚顺特钢原控股股东为东北特钢集团，由大连特钢集团、抚顺特钢集团及北满特钢重组而成，实际控制人是辽宁省国资委。2016 年起东北特钢发行的多只债券违约，在流动性与资产减值的双重压力下进入破产重整程序。经过近一年的沟通协调，最终引入由民营钢铁集团沙钢集团董事长沈文荣先生 70% 持股的锦程沙洲股权投资有限公司及本钢板材两家投资人，共出资 55 亿元分别持股 43% 及 10%，剩余 47% 股份由转股的债权人及原股东持有。

当前抚顺特钢的高管团队正式换血完成，董事长、财务总监源自沙钢集团。原沙钢集团副总经理、淮钢特钢董事长季永新任董事长，主要高管团队全部更换完毕。随着沙钢集团掌舵，并更加深入到抚顺特钢的日常经营中，过去拖累公司的经营管理能力有望得到大幅优化。

图表8：ST 抚钢高管团队简介

姓名	职位	上任日期	简历
季永新	董事长	2019/9/26	毕业于武汉大学环境化学专业。曾任张家港市环境科学研究所所长，江苏沙钢集团有限公司副总经理，江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司董事长、党委书记。现任江苏沙钢集团董事局常务执行董事、副总裁，东北特殊钢集团股份有限公司副董事长、党委副书记、纪委书记，抚顺特殊钢股份有限公司董事长。
孙立国	总经理	2018/8/31	毕业于鞍山钢铁学院钢铁冶金专业，2009 年毕业于东北财经大学工商管理（EMBA）专业，硕士研究生学历。曾任抚顺特殊钢股份有限公司第一炼钢厂厂长；东北大学冶金技术研究所总经理；抚顺特殊钢股份有限公司项目办公室副主任、第三炼钢厂厂长；抚顺特殊钢股份有限公司副总经理。
祁勇	常务副总经理、董秘	2019/9/26	毕业于燕山大学轧钢机械专业，2010 年毕业于大连理工大学项目管理领域工程专业，工程硕士。曾任东北特殊钢集团股份有限公司办公室主任，东北特殊钢集团大连特殊钢有限责任公司党委书记、副总经理、纪委书记，东北特殊钢集团股份有限公司纪委委员、办公室主任、机关党总支书记。现任抚顺特殊钢股份有限公司董事、常务副总经理兼董事会秘书。
吴效超	财务总监兼财务处处长	2019/9/26	毕业于江苏省冶金经济管理学校，2004 年毕业于中央广播电视大学会计学专业，本科学历。曾任安阳永兴钢铁有限公司财务处处长，沙钢财务有限公司总经理助理。现任抚顺特殊钢股份有限公司财务总监兼财务处处长。
刘晓斌	监事会主席	2019/9/26	毕业于内蒙古工业大学材料物理专业，本科学历，工学学士学位，钢铁冶金专业高级工程师。曾任抚顺特殊钢股份有限公司质量处副处长；抚顺特殊钢股份有限公司企业管理处副处长；抚顺特殊钢股份有限公司公司办公室副主任。现任抚顺特殊钢股份有限公司公司办公室常务副主任，抚顺特殊钢股份有限公司监事。

资料来源：公司公告，中信建投

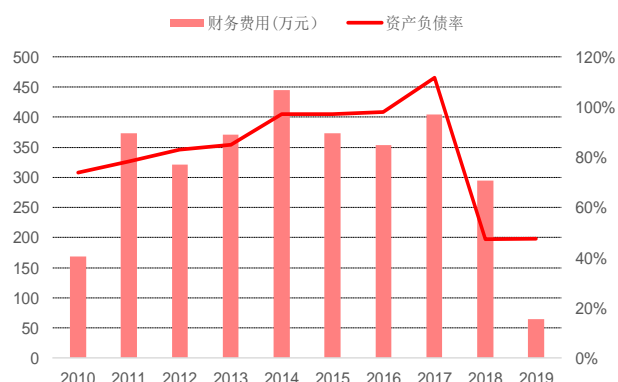
财务杠杆下降，人员大幅精简，期间费用下降

债转股有效降低财务负担，公司资产负债率降至 47%。抚顺特钢过去的融资渠道受限，只能通过银行借款

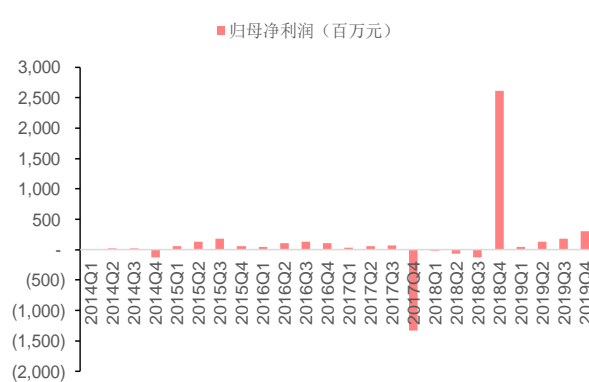
请参阅最后一页的重要声明

推进技术改造等重大项目，积累了沉重的债务负担。本次通过债转股的方式，公司约 50 亿元的债务转为股份，资产负债率降至 47.48%，有息负债占比 28%，卸下了沉重的债务负担。

轻装上阵，公司已经实现扭亏为盈。从当前情况看，抚钢有息债务规模仅剩 24 亿的长期借款，19 年的利息支出为 7000 万，平均利率在 3% 左右，财务费用对毛利的侵蚀水平显著下降。过去财务费用占到营业收入的 8% 左右，严重侵蚀了公司的盈利能力。本次债转股完成后，公司财务费用降至营业收入的 1% 左右，财务负担大幅减轻。

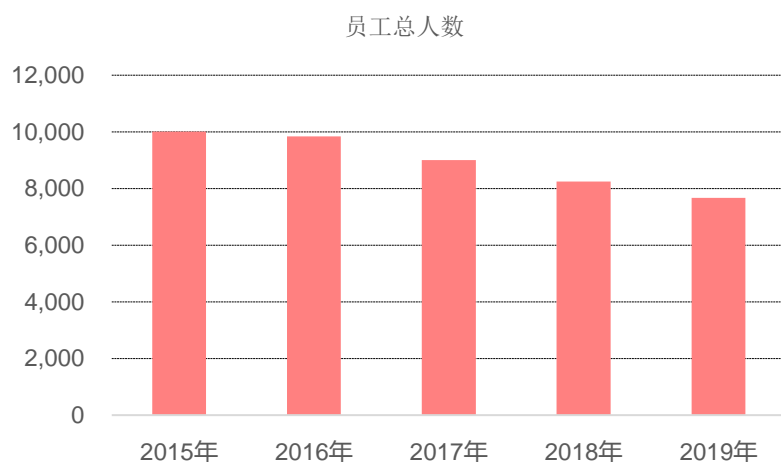
图表9： 公司通过债转股卸下了沉重的债务负担


资料来源：公司公告，中信建投

图表10： 2019 年已实现扭亏为盈（追溯调整）


资料来源：公司公告，中信建投

员工精简开始，三年累计减员 2174 人。2017 年重组完成后，公司员工逐年下降，三年员工分别下降 842、761 和 571 人，累计减员 2174 人，员工降幅达到 22%，后期仍有进一步减员的预期，管理费用有望持续下降。

图表11： 公司员工总人数


资料来源：公司公告，中信建投

常年承接国家课题，研发投入力度大且保持稳定。公司是我国军工配套材料重要的研发和生产基地，研发费用投入常年稳定保持在 4% 左右，研发人员占比 11%，持续的研发投入与强大的研发团队是公司高端特钢产品保证竞争力的基石。沙钢入驻后，研发强度进一步提升。

图表12： 公司特钢研发投入及研发团队情况

	2015	2016	2017	2018	2019
费用化研发支出	181.46	177.48	182.72	287.59	301.94
研发支出占营收比	3.98%	3.79%	3.66%	4.92%	5.26%
研发人员数量	1021	1011	1038	1036	956
研发人员数量占比	11.51%	12.21%	11.53%	12.57%	12.46%

资料来源：公司公告，中信建投

传统特钢对管理水平更为依赖，提升空间巨大

公司业务板块分为传统特钢和“三高一特”产品。传统特钢板块的技术壁垒相对较弱，对精细化的经验管理更为依赖。而“三高一特”产品的技术壁垒极高，对技术创新和研发水平更为依赖。因此在过去两年公司经营较为困难的阶段，高温合金产品和竞品公司毛利率较为接近受影响较小，而更依赖管理的传统特钢业务盈利能力则远弱于行业平均水平。

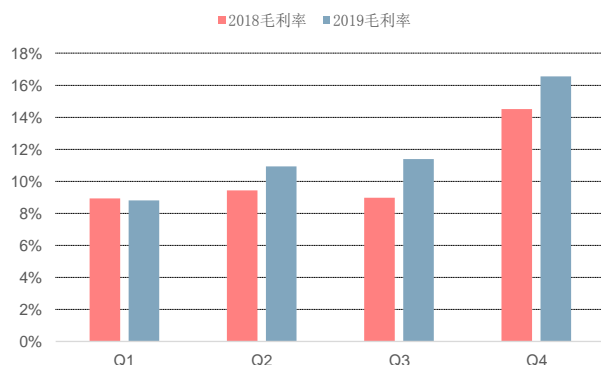
以齿轮钢和模具钢两种传统特钢为例，拆分公司和可比公司广大特材。公司两产品的售价都明显高于广大特材，但毛利率却显著偏低，经营管理的改善空间十分巨大。

图表13： st 抚钢盈利水平与同业竞争公司比较

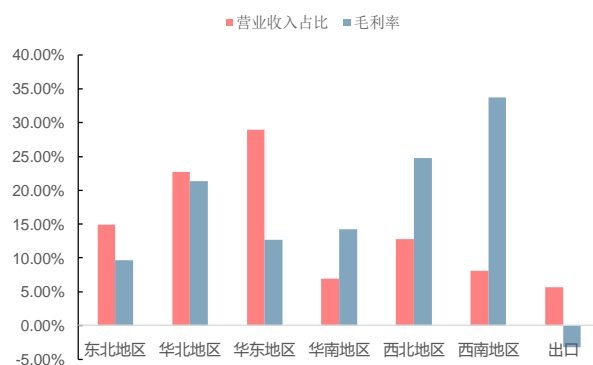
钢种	抚顺特钢		广大特材	
	单价	毛利率	单价	毛利率
齿轮钢	7970	13.1%	6200	20.5%
模具钢	16367	5.4%	9321	20.8%

资料来源：公司公告，中信建投

另一方面，抚钢的传统特钢主要用在汽车、风电、机械制造等领域，考虑到我国华东长三角地区发达的制造业水平，沙钢集团优秀的销售渠道也能加强公司产品在华东、华南的影响力和议价能力。

图表14： 沙钢对 ST 抚钢的整合已经初见成效


资料来源：公司公告，中信建投

图表15： 沙钢集团的销售渠道将改善公司在华东华南业务


资料来源：公司公告，中信建投

请参阅最后一页的重要声明

管理改善空间测算：若毛利率达到行业水平则增幅空间 **79%**。公司传统特钢业务主要为合结钢、模具钢，2019 年吨毛利分别为 1043 元、870 元。作为对标，民营特钢企业广大特材合结钢、模具钢毛利率分别为 20.48%、20.78%，吨毛利分别为 1270 元、1937 元，两者间有较大差距。对标特钢行业龙头中信特钢，其合金棒材毛利率 19.56%，吨毛利 1066 元。考虑到单价差别较大，我们毛利率为衡量标准，若公司的传统特钢业务能够达到行业水平，则可以额外贡献毛利 **2.78 亿元**，增幅空间在 **79%**。

图表16： 特钢吨毛利空间测算

对标									
抚顺特钢			广大特材			中信特钢			
	吨毛利	单价	毛利率	吨毛利	单价	毛利率	吨毛利	单价	毛利率
合结钢	1043.2	7969.6	13.09%	1269.8	6200.2	20.48%	985.7	5039.2	19.56%
工具钢	869.63	16136.8	5.39%	1936.9	9320.78	20.78%			
乐观假设 对标广大特材：毛利率分别提升达到相同水平									
中性假设 对标中信特钢：毛利率提升达到行业水平									
抚钢管理改善后									
乐观				中性					
	吨毛利	毛利增量（百万）	增量空间	吨毛利	毛利增量（百万）	增量空间			
合结钢	1632.2	171.6	56.5%	1558.9	150.26	49.4%			
工具钢	3353.2	139.8	285.5%	3156.4	128.7	262.9%			

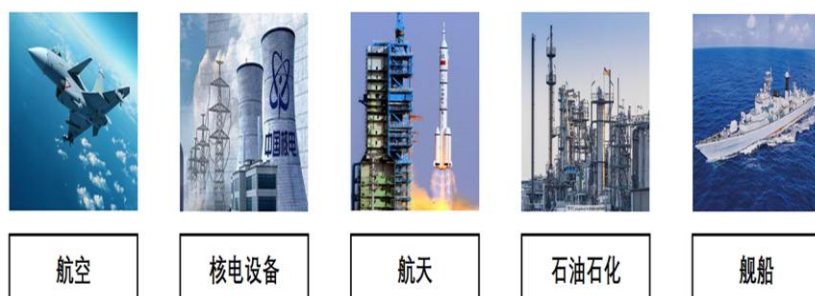
资料来源：公司公告，中信建投

高温合金确定性放量，产能释放驱动业绩成长

高温合金：技术水平最高的钢材品种，当前市场供不应求

高温合金是指以铁、镍、钴为基，能在 600℃ 以上的高温及一定应力作用下长期工作的一类金属材料。具有优异的高温强度，良好的抗氧化和抗热腐蚀性能，良好的疲劳性能、断裂韧性等综合性能，又被称为“超合金”。从国际角度看，目前能够具备高温合金生产能力的企业不超过 50 家，主要为美、英、日、德、法、日、俄和中国。高温合金根本特质在于在较高温下（600℃ 以上）下保持钢材的强度，因此广泛应用于航空航天、电力设备、核能核电、舰船动力、汽车及轨道交通等。

图表17： 高温合金下游应用场景



资料来源:公司公告, 中信建投

变形高温合金占比约 70%，是当前高温合金的主要品种。高温合金产品按照制造工艺主要分为三大类，分别是变形高温合金、铸造高温合金、粉末高温合金。其中高温合金是当前应用最为广泛的品种，主要为结构简单、能够大批量生产的品种，占比达到 70%，主要生产厂家为抚顺特钢、宝钢特钢、长城特钢等。铸造高温合金主要用于生产精密的结构部件，技术水平较高，当前我国生产厂家主要为钢研高纳、图南股份等少数几家。粉末高温合金属于新型高温合金，技术水平极高，当前占比约 10% 左右，主要生产厂家为钢研高纳。

图表18： 高温合金主要分类

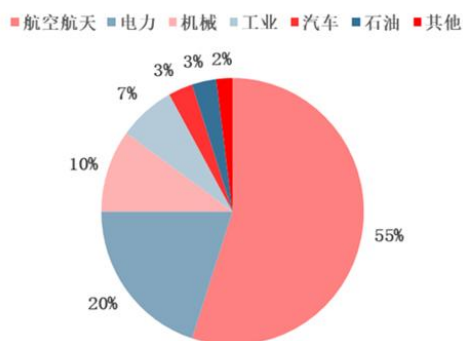
产品类型	主要描述	当前市场情况
变形高温合金	变形高温合金是指可以进行热、冷变形加工，具有良好的力学性能和综合的强、韧性指标，具有较高的抗氧化、抗腐蚀性能的一类高温合金。主要采用常规的锻、轧和挤压等冷、热变形手段加工成材。	变形高温合金是高温合金中应用最广的一类，占比达到 70%。
铸造高温合金	铸造高温合金是指可以或只能用铸造方法成型零件的一类高温合金。对于复杂结构和形状的部件，热加工成形较为困难，必须采用铸造工艺进行生产。	铸造高温合金应用也较为广泛，占比约 20%。
粉末高温合金	粉末高温合金是将高温合金雾化成粉末，再经热等静压成型或热等静压加锻造成型的生产工艺制造出高温合金产品。采用粉末冶金工艺生产改善了热加工性，把本来只能铸造的合金变成可热加工的变形高温合金。	粉末高温合金应用占比约 10%。

资料来源: 中信建投整理

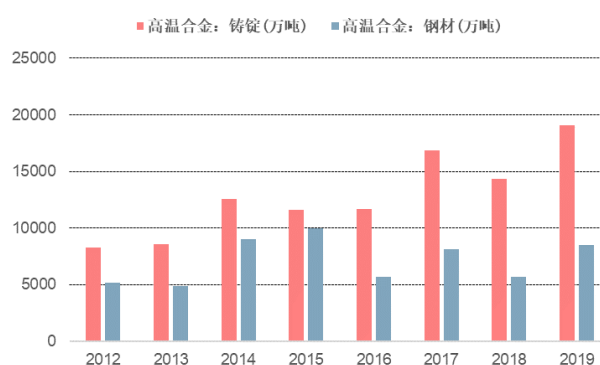
主要应用于航空航天领域，应用领域不断拓展。根据有色金属咨询公司 Roskill 公司的数据显示，高温合金

请参阅最后一页的重要声明

55%应用于航空航天领域，主要涉及航空航天领域发动机等关键部件；20%应用于电力方面，主要应用于大型发电机组的燃气轮机以及核能电力关键零部件；在其他领域，汽车的涡轮增压室、舰船用燃气轮机、石油石化领域等应用场景正在不断拓展。

图表19： 高温合金下游应用情况


资料来源：Roskill，中信建投

图表20： 我国高温合金产量情况


资料来源：Wind，中信建投

供给格局：抚钢产能遥遥领先，军用高温合金处于垄断地位

抚顺特钢是国内老牌的特种钢铁生产企业，高温合金生产历史悠久，产能产量位于行业内的领头位置。从我国当前的高温合金生产格局看，变形高温合金主要是抚顺特钢、宝钢特钢、攀钢长城特钢三大钢铁厂主导；高端高温合金（铸造、粉末及新型高温合金）研发生产代表为钢铁研究总院下属上市公司钢研高纳、北京航材院等。当前抚顺特钢的高温合金产能在 5000 吨/年，远领先于行业水平。公司高温合金产品主要供应于军工产品，覆盖航空发动机、舰船发动机、高强度钢板等关键领域，在军工产品中的市占率达到 80%，是行业内绝对的领头羊。

我国高温合金市场供不应求，技术水平有待进一步加强。2019 年我国当前高温合金铸锭产量约为 1.91 万吨，同比增长 32.95%，钢材产量约为 0.85 万吨，同比增长 50.13%，我国高温合金业务供给出现快速增长的情况。但是放眼整个供需格局看，由于技术壁垒高、认证周期长、资金需求大等因素，我国高温合金产能投产进度较慢，短期内仍然难以满足需求。以 2019 年为例，整体需求在 4 万吨左右，供需缺口在 1 万吨以上，供不应求的问题依然显著。

图表21： 高温合金主要厂商

企业	高温合金产品特点	高温合金产能情况	新增产能状况	新产能投产时间
抚顺特钢	主要以航空发动机用盘、轴用变形高温合金材料为主，规模全国最大。	变形高温合金 5000 吨/年	变形高温合金 5000 吨/年	2022 年全部达产
宝钢特钢	主要以航空发动机用盘、轴用变形高温合金材料为主，主要以棒材、锻件为主。	变形高温合金 1500 吨/年		
长城特钢	主要为锻材和轧材。	变形高温合金 1500 吨/年		
钢研高纳	产品覆盖面广，提供国内超过三层的铸造高温合金，为国内 ODS 唯一制造企业。	变形、铸造、新型高温合金 2300 吨/年		
北京航发院	从事铸造、粉末高温合金，在高温合金单晶叶片和钛铝金属间化合物领域具备较强实力。	铸造、粉末高温合金、金属间化合物 800 吨/年		
中科三耐	铸造高温合金母合金材、燃气轮机叶片	高温合金 400 吨/年		
北满特钢	民用变形高温合金为主	变形高温合金 1200 吨/年		
图南股份	变形高温合金、铸造高温合金	铸造、变形高温合金 1445 吨/年	变形高温合金 650 吨/年 铸造高温合金 350 吨/年	预计 2022 年投产 (假设今年上市)
广大特材	海洋油气等民用变形高温合金为主	低于 1000 吨/年	特殊合金共 3700 吨/年 (包含变形高温合金、耐蚀合金等)	2021 年达产 50% 2022 年达产 80% 2023 年全部达产
西部超导	发动机用高性能高温合金材料及粉末盘		镍基变形高温合金 1900 吨/年 粉末高温合金 600 吨/年	2020 年达产 10% 2021 达产 60% 2022 年完全达产

资料来源：公司公告，中信建投

公司层面：产能扩张，高温合金业务迎来量价齐升

“特冶二期”项目即将完全落地，合金铸锭产能加速释放。抚顺特钢于 2014 年起开始进行“特冶二期”技改项目，引进先进真空感应炉、真空自耗炉以打破高温合金产能瓶颈，曾计划定增募集资金推进项目，但由于控股股东破产而放弃。公司后续通过自有资金及银行贷款继续推进。沙钢集团入主提供资金支持，项目推进速度明显加快，预计 2021 年 6 月即将落地。

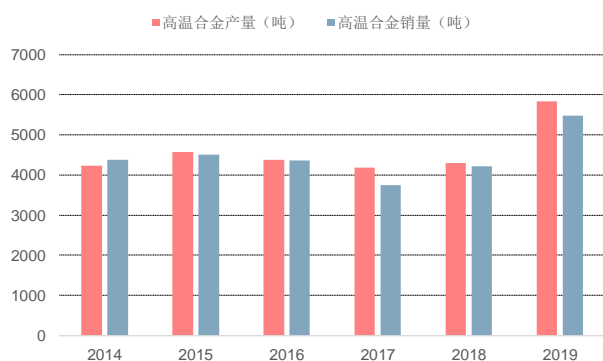
图表22： 抚钢的“特冶二期”技改项目即将落地

项目名称	设备名称	设备数量	主要产品	项目描述
提高军品生产能力	20T 真空感应炉	1	高品质特殊钢	本技术改造项目拟新建 20 吨和 12 吨真空感应炉 2 台、20 吨以及镍基高温合金材料
及镍基高温合金材料产业化特冶技术	12T 真空感应炉	1	铸锭、高温合金、镍基合金、钛合金铸锭等	下真空自耗炉 15 台、气体保护电渣炉 8 台等设施，可有效提高公司的特种冶炼能力，新增 3.93 万吨高品质特殊钢铸锭或高温合金、镍基合金、合金铸锭的生产能力。
改造二期工程	真空自耗炉	15		
	气体保护电渣炉	8		

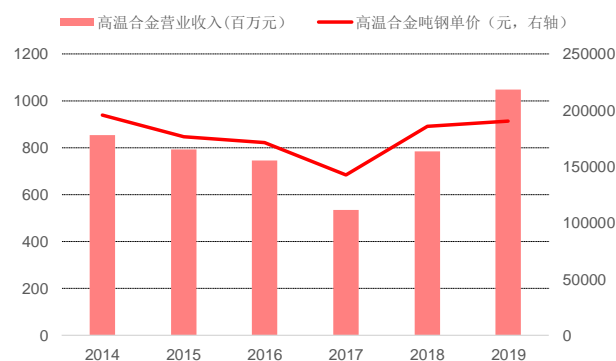
资料来源：公司公告，中信建投

高温合金迎量价齐升，支撑长期成长。公司有悠久的高温合金生产历史，当前在产产能在 5000 吨/年左右。2019 年公司高温合金产销创历史新高，全年生产 5842 吨，销售 5482 吨，产能利用率已经接近 120%。

请参阅最后一页的重要声明

图表23： 高温合金业务产销量突破瓶颈创历史新高


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表24： 抚顺特钢高温合金单价营收加速提升


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

二期技改工程明年投产，产销规模持续爬坡。公司目前的产能是 5000 万吨，二期技改工程完成后，产能规模可以翻倍。根据计划公司二期项目预计明年 6 月份落地，介于公司近期增加了高端高温合金占比，放慢产量增速，按保守预估 2020-2022 年的产销量分别为 6000 吨、8000 吨和 10500 吨，全面达产后预计可达到 12000 吨。公司 2019 年高温合金吨钢毛利在 7 万元左右，今年单价进一步上涨，吨钢毛利预估可达到 8 万元，量价双增情况下，2020-2021 年公司高温合金板块毛利预估可达到 5 亿元（同比+26%）、6.7 亿元（同比+33%）和 8.8 亿元（同比+31%）。全部满产后按照 12000 吨产量，8 万元吨毛利计算，毛利接近 10 个亿，比 2019 年高温合金板块的毛利增加了 6 个亿。

图表25： 高温合金部分盈利空间测算

	2019	2020E	2021E	2022E	满产
吨钢价格（元）	190471	201899	201899	201899	201899
吨钢成本（元）	118125	118075	118075	118075	118075
吨钢毛利（元）	72345	83824	83824	83824	83824
销量（吨）	5500	6000	8000	10500	12000
营业收入（百万元）	1048	1211	1615	2120	2423
营业成本（百万元）	650	708	945	1240	1417
毛利（百万元）	398	503	671	880	1006
同比增幅		26.4%	33.3%	31.3%	14.3%

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测与估值比较

核心假设：抚钢管理改善空间尚大、高温合金业务产能扩张

从传统特钢业务的角度看，特钢板块毛利率有望进一步提升。抚顺特钢合结钢、工具钢毛利率分别为 13.1%、5.4%，与广大特材、中信特钢等特钢板块 20% 的毛利率存在极大差距。沙钢集团入主带来高水平的经营管理有利于降低公司的制造费用等。

图表26：普通特钢的吨钢成本拆分

	合金结构钢			合金工具钢		
	2018	2019	变化	2018	2019	变化
原主材料	3609	3913	304	8385	8882	496
燃料动力	1146	1153	7	2339	2306	(33)
工资	591	561	(30)	1387	1188	(198)
折旧	161	155	(6)	323	269	(55)
制造费用	1374	1145	(229)	2740	2618	(123)
合计	6880	6926	46	15175	15262	87

资料来源：公司公告，中信建投

从成本拆分来看，2019 年公司普通特钢板块的吨钢工资和制造费用都出现了下滑。其中合金结构钢吨钢制造费用下降 229 元，吨钢工资下降 30 元；合金工具钢吨钢公司下降 198 元，吨钢制造费用下降 123 元；公司后期仍有进一步精简人员和加强管理的计划，因此预估公司 2020-2022 年吨钢成本分别下降 50、200、200 元。

另外，公司各产品今年售价按照 H1 均价变动，2021、2022 年保持今年的售价不变，则 2019-2022 年传统特钢的毛利率分别为 12.09%、12.79%、14.64%、16.66%。

不锈钢本年售价大幅增长，贡献较大利润增量。本年不锈钢产品售价整体增长明显，公司 H1 不锈钢产品单价增幅达到 15%。预估 2020 年全年不锈钢板块的产量为 7 万吨，单价均为 1.59 万元（同比+10%），吨钢成本 1.3 万元（同比+7.4%）。

从高温合金业务看，抚钢将迎来量价齐升的成长趋势。公司产能利用率提升明显，2021 年二期技改工程完成产量进一步上升。预估 2020-2021 年产销量为 6000 吨、8000 吨和 10500 吨，吨钢价格为 20 万，吨钢成本为 12 万。

在以上假设前提下，各品种的销量、营收和毛利率如下。

图表27： 公司销量预估

销量（万吨）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合金结构钢	35.02	29.14	30.00	32.00	34.00
合金工具钢	6.24	5.63	5.63	6.00	6.00
不锈钢	7.06	6.88	7.00	7.00	7.00
高温合金	0.42	0.55	0.60	0.80	1.05
其他特钢	3.59	4.75	4.75	4.75	4.75
合计	52.34	46.95	47.98	50.55	52.80

资料来源：公司公告，中信建投

图表28： 公司营业收入预估

营业收入（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合金结构钢	2698.26	2322.34	2462.60	2626.78	2790.95
合金工具钢	1001.88	908.50	872.16	929.48	929.48
不锈钢	1059.23	995.06	1113.66	1113.66	1113.66
高温合金	785.57	1047.59	1211.39	1615.19	2119.94
其他特钢	266.25	401.62	401.62	401.62	401.62
其他业务	36.55	65.96	65.96	65.96	65.96
合计	5847.73	5741.07	6127.40	6752.69	7421.61

资料来源：公司公告，中信建投

图表29： 公司毛利率预估

毛利率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合金结构钢	10.69%	13.09%	14.40%	16.84%	19.28%
合金工具钢	5.45%	5.39%	1.77%	3.06%	4.35%
不锈钢	16.81%	15.87%	17.86%	19.12%	20.38%
高温合金	36.63%	37.98%	41.52%	41.52%	41.52%
其他特钢	8.53%	9.52%	10.11%	12.48%	14.84%
其他业务	49.33%	6.09%	6.09%	6.09%	6.09%
合计	14.53%	16.57%	18.36%	21.00%	23.72%

资料来源：公司公告，中信建投

从费用端看，当前公司总体费用率基本保持稳定。另外，随着公司流动资金增加并进行低风险理财投资，预计投资收益持续上升。

税收方面，2019 年年末存在 7.48 亿元的未抵扣亏损，主要是 17 年亏损导致，该部分到 2022 年失效。2020 年不需要缴纳企业所得税，2021 年开始需要缴纳部分企业所得税，2022 年恢复到正常的 15%（高新技术企业企业所得税率）。

请参阅最后一页的重要声明

盈利预测

综上,我们预计 2020—2022 年公司营业收入分别为 61.27、67.53 和 74.22 亿元,同比增速分别为 6.7%、10.2% 和 9.9%; 归母净利润分别为 4.9、6.5、8.9 亿元,同比增长 62.2%、32.8% 和 36.8%,对应的 PE 估值分别为 30.4、22.9 和 16.7 倍,公司未来成长性较高,相较于同类高温合金企业估值偏低,给予“增持”评级。

风险提示

高温合金需求增长不及预期。高温合金的下游是主要是航空航天发动机领域，公开数据披露较少。虽然从“两机专项”的资金支持、航空发动机的技术进步等测算高温合金的需求增量空间巨大，但仍然存在需求不达预期的可能。

传统特钢业绩改善不及预期。传统特钢业务板块对精细化管理的依赖层度更高，公司管理层虽然已经进行了更换，但仍然存在新管理层整合公司进度较慢，传统特钢业绩改善不及预期的可能。

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3616	4272	5639	5627	6083
现金	436	151	716	574	0
应收票据及应收账款合计	1508	1218	1691	1515	2009
其他应收款	12	8	13	10	16
预付账款	138	84	153	108	179
存货	1522	1602	1666	1820	1880
其他流动资产	0	1208	1400	1600	2000
非流动资产	4323	4281	4890	5520	6165
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2691	3354	3930	4528	5544
无形资产	833	799	735	672	608
其他非流动资产	799	128	225	320	13
资产总计	7939	8553	10529	11147	12248
流动负债	953	1267	1351	1683	1434
短期借款	0	0	70	38	6
应付票据及应付账款合计	574	929	643	1033	746
其他流动负债	379	339	638	611	682
非流动负债	2816	2810	2569	2328	2087
长期借款	2409	2409	2169	1928	1687
其他非流动负债	406	400	400	400	400
负债合计	3769	4077	3920	4010	3521
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	18	319	809	1264	1887
归属母公司股东权益	4170	4476	6609	7137	8727
负债和股东权益	7939	8553	10529	11147	12248

现金流量表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-124	1050	1540	1085	764
净利润	2607	302	490	651	890
折旧摊销	164	167	169	196	231
财务费用	295	65	54	42	43
投资损失	0	-20	-46	-65	-70
经营性应收项目的减少	681	518	1149	45	-71
经营性应付项目的增加	-4694	94	-214	363	-216
其他经营现金流	-3872	19	-276	216	-260
投资活动现金流	-58	-1239	-908	-944	-1190
资本支出	58	51	679	598	613
长期投资	0	-1192	0	0	0
其他投资现金流	0	-2380	-229	-347	-576
筹资活动现金流	318	-92	-67	-283	-284
短期借款	-4439	0	0	0	0
长期借款	1751	0	-241	-241	-241
普通股增加	672	0	0	0	0
资本公积增加	2016	0	0	0	0
其他筹资现金流	318	-92	174	-42	-43
现金净增加额	137	-281	565	-142	-710

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5848	5741	6127	6753	7422
营业成本	4998	4790	5011	5344	5672
营业税金及附加	67	66	71	78	85
销售费用	81	84	90	99	109
管理费用	214	163	174	169	171
研发费用	288	302	306	338	371
财务费用	295	65	54	42	43
资产减值损失	180	-63	0	0	0
公允价值变动收益	0	16	16	16	16
其他收益	13	14	14	14	14
投资净收益	0	20	46	65	70
营业利润	-261	297	483	758	1040
营业外收入	2881	14	14	14	14
营业外支出	13	8	8	8	8
利润总额	2607	304	490	765	1047
所得税	0	2	0	115	157
净利润	2607	302	490	651	890
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2607	302	490	651	890
EBITDA	2831	539	717	1007	1325
EPS（元）	1.32	0.15	0.25	0.33	0.45

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	17.3	-1.8	6.7	10.2	9.9
营业利润(%)	79.1	214.1	62.4	57.0	37.2
归属于母公司净利润(%)	-294.9	-88.4	62.2	32.8	36.8
获利能力					
毛利率(%)	14.5	16.6	18.2	20.9	23.6
净利率(%)	44.6	5.3	8.0	9.6	12.0
ROE(%)	62.5	6.7	9.9	11.6	13.7
ROIC(%)	42.2	6.5	10.0	11.9	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	47.5	47.7	37.2	36.0	28.7
净负债比率(%)	51.9	54.5	38.9	32.0	32.3
流动比率	3.8	3.4	4.2	3.3	4.2
速动比率	2.2	2.1	2.9	2.3	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	8.2	8.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.0	8.1	8.1	8.1	8.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.32	0.15	0.25	0.33	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	0.51	0.78	0.55	0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.26	2.51	2.84	3.29
估值比率					
P/E	5.7	49.3	30.4	22.9	16.7
P/B	3.6	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	6.0	29.9	21.5	15.0	11.3

请参阅最后一页的重要声明

分析师介绍

罗兴：香港科技大学硕士，上海交通大学学士；曾任职于华创证券研究所任高级分析师，某工程公司任工程师。擅长钢、焦、矿价格趋势判断，曾准确把握过去 3 年所有 300-500 以上中级别以上钢价趋势；2019 年全市场最早最坚定推荐铁矿的分析师；2018 年底部独家挖掘钢铁行业标的三钢闽光。

研究助理

王晓芳 17633135967 wangxiaofang@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海
证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话:(8621) 6882-1612
联系人:翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk