

# 提升特冶能力，降低财务风险

抚顺特钢 (600399)

## 事件

公司拟非公开发行股票 1.1 亿股，发行对象已与公司签订了以现金认购的股份认购协议，发行价格为 21.71 元/股，募集资金总额不超过 23.92 亿元，其中用于“特冶二期”项目（即：提高军品生产能力及镍基高温合金材料产业化特冶技术改造二期工程）8 亿元，用于偿还银行贷款 14 亿元，其它用于补充流动资金。本次非公开发行的锁定期为 36 个月。

公司股票将于 1 月 26 日起复牌。

## 点评：

### 募集资金用于提升特冶能力，降低财务费用

目前特种冶炼能力不足制约了公司产品结构调整和材料升级换代。当前高品质特殊钢性能的提升主要是通过特种冶炼技术、提高纯度。常用的特种冶炼方法有感应炉熔炼、真空感应炉熔炼、电渣炉熔炼、等离子弧熔炼、真空电弧炉重熔和电子束熔炼法等。

而另一方面，随着我国国防军工业的高速发展，特别是现代航天、航空业的迅猛发展，以及核电项目重启，国内市场对高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢以及高端工模具钢的需求将快速增长，公司相关产品供不应求，特种冶炼能力不足制约了公司产品的交付能力。

公司非公开发行股票部分募集资金拟用于特冶二期项目，新建“真空感应炉、真空自耗炉、气体保护电渣炉”等设施，新增 3.93 万吨高品质特殊钢铸锭或高温合金、镍基合金、钛合金铸锭。其终端产品主要用于制造战略战术导弹、运载火箭、航空发动机、飞机起落架、核电蒸汽发生器、舰艇动力、超超临界发电机组、石油开采、炼油化工等领域。该项目有利于公司高品质特殊钢产能的释放，从而进一步优化公司产品结构和战略布局，提升公司行业地位和盈利能力。项目建设期为 3 年，预计项目净现值为 21.4 亿元，公司预计内部收益率 29.47%。

此外，募集资金中 14 亿用于偿还银行贷款，有利于增强公司资金实力，优化公司资产结构，降低公司资产负债率，减少公司财务负担。公

首次评级

不评级

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn

010-85130969

执业证书编号：S1440510120040

发布日期：2015 年 1 月 26 日

当前股价：28.38 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         |
|-------------|-------------|---------------|
| 0.00/-12.76 | 42.68/-2.90 | 395.23/332.08 |

12 月最高/最低价 (元) 29.3/5.54

总股本 (万股) 52000.00

流通 A 股 (万股) 45184.91

总市值 (亿元) 147.58

流通市值 (亿元) 128.23

近 3 月日均成交量 (万) 1069.47

主要股东

东北特殊钢集团有限责任公司 49.61%

### 股价表现



### 相关研究报告



司目前资产负债率为 84.94%，短期借款余额超过 36 亿元，前三季度财务费用已达 3 亿元，而同期利润总额只有 0.4 亿元。财务费用对公司净利润影响极大。偿还部分银行贷款之后，资产负债率将降至 67%，并为公司每年新增净利润约 6660 万元。

### 管理层和员工参与非公开发行，增强公司凝聚力

本次非公开发行的发行对象共八名，其中和鑫投资由公司中、高层管理人员及核心技术人员为主出资设立，和鑫投资拟认购本次非公开发行股票不超过 919.21 万股；向日葵 1 号资管计划由公司员工认购，拟认购本次非公开发行股票不超过 89.98 万股。

引入管理层及员工持股，有利于提高公司凝聚力。不过，本次参与认购的公司员工和持股数量均较少，参与对象不超过 787 人，占 13 年公司员工总数量（10574）的 7.44%，参与认购员工平均每人将持股 1100 股左右。

此外，辽宁省国资公司（省国资委旗下国有资本投资运营和管理的主体之一）和钢研大慧（中国钢研科技集团、安泰科技、钢研高纳等设立的投资公司）也作为发行对象参与认购。这些公司因为管理关系和产业链关系，对行业未来发展和公司基本情况较为熟悉，参与认购表明其对公司未来前景非常认可。

### 前景分析及盈利预测

公司是我国特殊钢新材料和国防军工、航空航天、核电、能源装备产业配套材料最重要的生产和科研试制基地，是“中国特殊钢的摇篮”。公司的高品质特殊钢材料（如高温合金、耐蚀合金、超高强度钢、特冶不锈等）无论是技术还是产销量均居于国内领先地位。

公司产品具有极高的技术壁垒和客户壁垒。随着国内航空航天产业的发展以及核电项目重启，国内市场对高温耐蚀合金、超高强度钢以及特冶不锈的需求将快速增长，公司相关产品供不应求。近年来，公司已经投入巨额资金进行技术改造，目前公司处于产品结构调整的关键时期，公司将继续加大投入，扩大高温合金、超高强度钢和特冶不锈的产品规模，以迎接下游市场的飞速发展。当前公司综合毛利率只有 13% 左右，产品结构调整后，项目逐步建成达产后，公司盈利能力也会提升。

军工、核电是公司未来主打行业。公司军品占据国内 60~70% 的市场份额，未来可能行业竞争加剧，宝特和上五会加入竞争，但公司仍能占领绝对领先优势。在该领域当前国家重点科研项目里，公司依然占据 60% 以上份额。预计公司航空航天等军品领域的收入将长期保持在 30~50%，其中航空航天高温合金的需求量在 2020 年预计为 1.5 万吨，航空航天超高强钢的需求届时可达 1.2 万吨，而航空航天特冶不锈钢需求也能达到 2.5 万吨左右。

在核电方面，公司今年国内及出口合计有望供货 12 个机组左右，并有望拿到核 1 级材料资质。就核电领域收入来看，14 年大约 3 亿，15 年有望超过 5 亿元，高成长性已经显现。

此外，在石油、煤化工和高铁轴承钢等方面，也是国产化的最好时机，公司定能在以上领域拔得头筹。我们根据公司投产和产品结构调整的进程，初步预测公司 2014~2016 年分别实现收入 55.4、62.5、78.5 亿元，实现净利润分别为 0.49、3.01、5.18 亿元，EPS 分别为 0.09、0.58、1.00 元，同比分别增长 110%、517%、72%（目前无详细盈利预测模型）。考虑到公司在高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢、高档工模具钢领域的高成长性，以及在航空航天、舰船、核电、能源、石油石化等领域的独特市场地位，可以给予其估值溢价。按照 2016 年



40 倍的估值，目标价 40 元。

#### 盈利预测

|          | 2013A   | 2014F   | 2015F   | 2016F   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万） | 5459.54 | 5542.86 | 6252.05 | 7849.01 |
| 营业收入增长率  | 11.15%  | 1.53%   | 12.79%  | 25.54%  |
| 净利润（百万）  | 23.19   | 48.81   | 301.03  | 517.64  |
| 净利润增长率   | 13.16%  | 110.48% | 516.74% | 71.96%  |
| EPS（元）   | 0.04    | 0.09    | 0.58    | 1.00    |
| P/E      | 709.00  | 302.13  | 48.99   | 28.49   |

资料来源：中信建投研究所



## 分析师介绍

**冯福章：**北京科技大学机械工程博士，机械行业首席分析师，2012年机械行业新财富入围，2012年机械行业水晶球入围，2012年军工行业水晶球第三名。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

袁小可 021-68821600 yuanxiaoke@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

莫智源 0755-23953843 mozhiyuan@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

### 券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 8 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

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

传真：(8621) 6882-1622