

买入 首次

抚顺特钢 (600399)

2015年1月19日

## 军工材料巨头，业绩井喷前夕

2014年1月16日收盘价：28.38元  
6个月目标价：45.50元

军工行业核心分析师：徐志国  
SAC 执业证书编号：S0850514060004  
xzg9608@htsec.com  
010-58067931

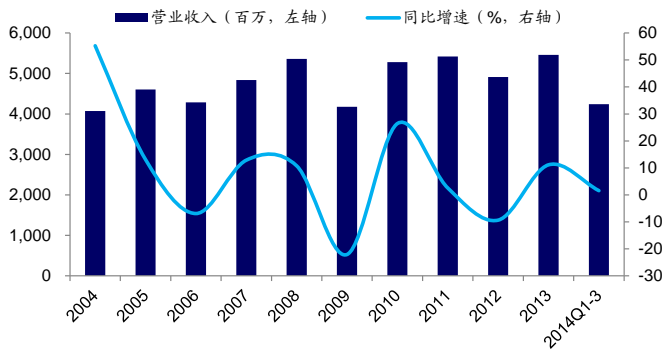
机械行业首席分析师：龙华  
SAC 执业证书编号：S0850511020001  
longh@htsec.com  
021-23219411

机械行业高级分析师：熊哲颖  
SAC 执业证书编号：S0850513010001  
xyz5559@htsec.com  
021-23219407

联系人：赵晨  
zc9848@htsec.com  
010-58067988

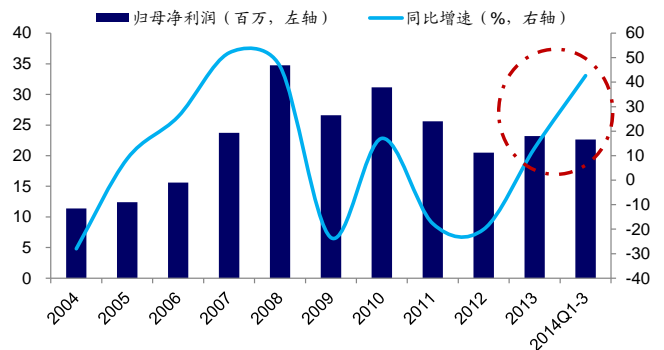
公司业绩快速增长，主要源于产品结构优化，高毛利率的高温合金产品快速放量。公司2014年前三季度实现营业收入42.43亿元（YOY1.58%），归属母公司净利润为0.23亿元（YOY42.66%），EPS0.04元。我们认为公司前三季度收入同比基本持平情况下，业绩快速增长的主要原因是产品结构调整，高毛利率的高温合金产品营业收入大幅增长。

图 1 抚顺特钢营业收入及增速



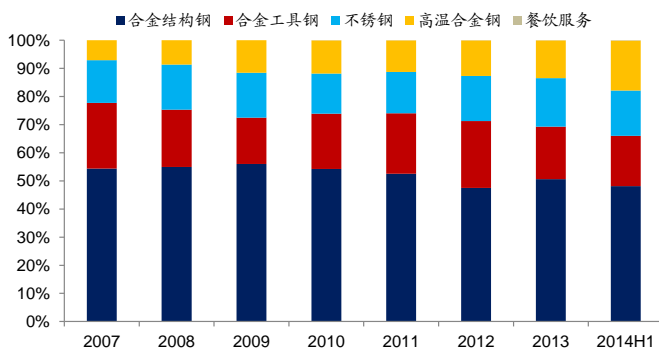
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 抚顺特钢净利润进入快速上升通道



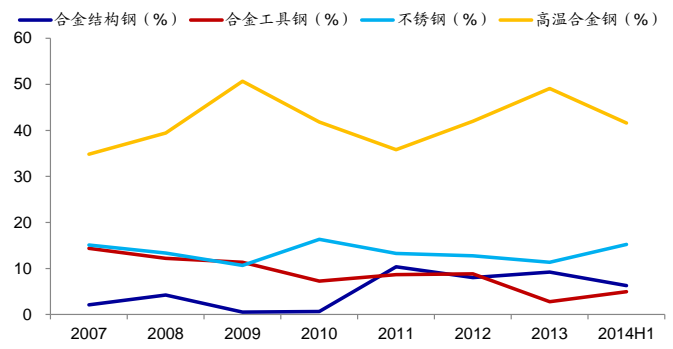
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 3 各产品收入占比：高温合金占比快速提高



资料来源：公司年报，2014年半年报，海通证券研究所

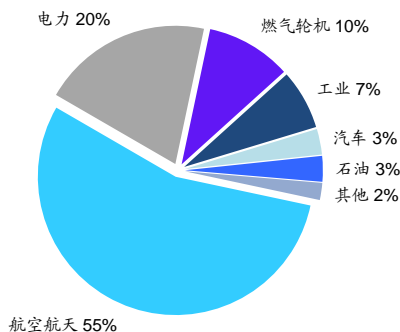
图 4 各产品毛利率：高温合金毛利率远高于其它产品



资料来源：公司年报，2014年半年报，海通证券研究所

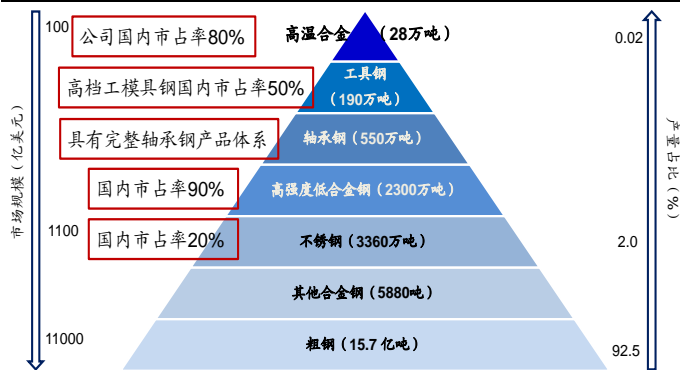
未来 20 年我国高温合金市场需求近 3000 亿元，高温合金产品将拉动公司业绩实现爆发式增长。我国海空军装备建设提速，民用航空市场需求更为庞大，舰船、发电等燃气轮机国产化是大势所趋，我们预计未来 20 年我国发动机及燃气轮机需求超万亿，带来约 3000 亿元的高温合金需求。高温合金产品 2013 年产量 3023 吨，贡献公司 60% 的毛利，我们预计 2014 年全年产量有望达到 5000 吨。公司二期技改项目于 2013 年启动，预计 2015 年完工。项目建成后公司高温合金产能将有望达到 1 万吨，且大规模生产后毛利率将有望进一步提升，预计 2015 年公司业绩将迎来爆发式增长。

图 5 2012 年全球高温合金应用领域



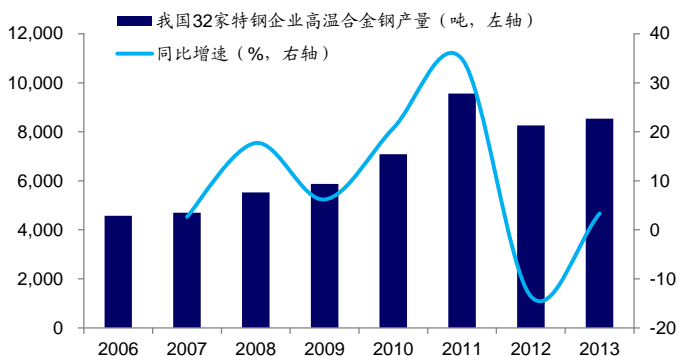
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 6 2012 年全球高温合金消费 28 万吨产值 100 亿美元



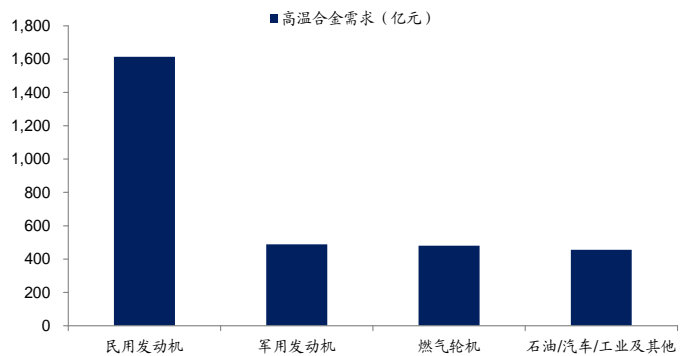
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 2006-2013 年我国 32 家特钢企业高温合金钢产量



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 8 未来 20 年我国高温合金需求约 3000 亿元

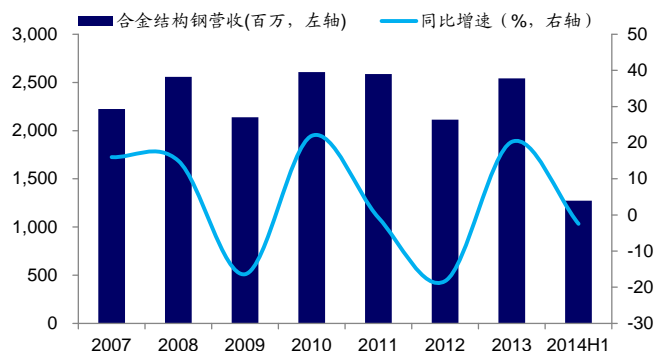


资料来源：Wind，海通证券研究所

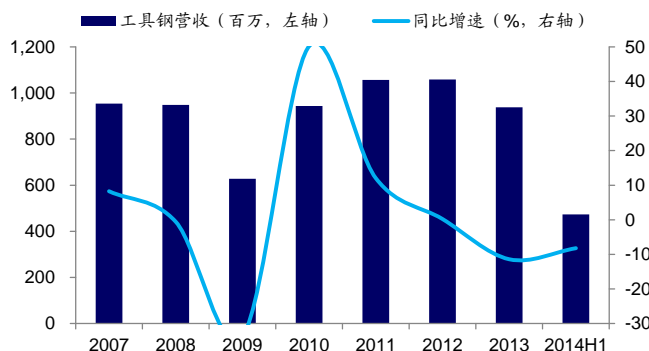
高强钢、特冶不锈钢未来将复制高温合金发展模式，产量、毛利率均大幅提升，带来巨大业绩弹性。公司的产品主要应用于航空、航天、兵器、舰船等军用领域以及核电、石化等民用领域。随着我国大力发展高端装备制造业，特钢下游需求量高速增长。公司高温合金军品国内市场占有率达到 80% 以上，高强钢国内市场占有率达到 90% 以上，未来将极大受益于我国高端装备制造业大发展。公司自 2009 年开始的百亿技改分两期，预计二期将于 2015 年建成。技改结束后公司三大特钢**高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢产能将分别由 2013 年的 3023 吨、5075 吨、4333 吨分别提升至年产能 1 万吨，且规模化生产后毛利率水平有望大幅提升。**公司将突破产能瓶颈，迎接下游巨大需求，业绩将迎来井喷式增长。

**盈利预测与投资建议：**随下游需求高速增长，公司技改项目大幅提升产能，公司业绩有望迎来大爆发。再考虑公司非公开发行募集资金及降息带来的财务费用降低，以及定向增发后对股本的稀释，我们预计公司 2014-2016EPS 分别为 0.07、0.65、0.98 元。海、空军装备建设不断提速、核电重启将带来巨大需求，公司极富成长性，可比公司钢研高纳 2015 年估值为 51 倍，考虑公司二期技改完成带来的巨大业绩弹性，以及长期快速成长的确定性，我们给予公司 2015 年 70 倍 PE，对应六个月目标价 45.50 元，首次给予“买入”评级。

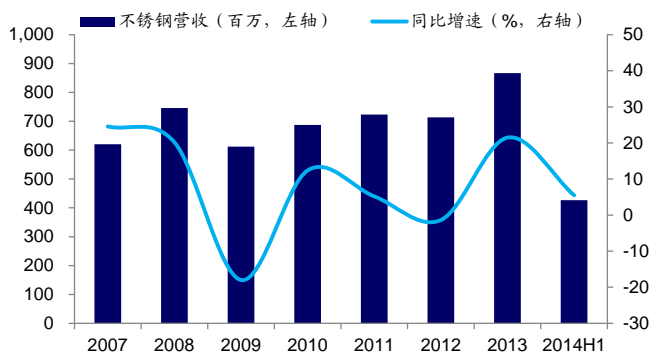
**风险提示。**技改进程低于预期，军品订单大幅波动，技改筹资导致短期财务紧张。

**图 9 合金结构钢营业收入及增速**


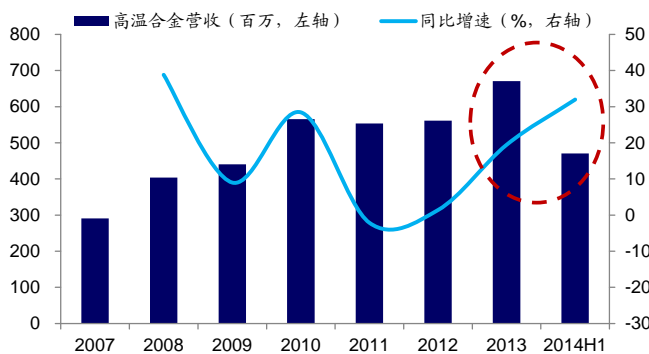
资料来源：公司年报，2014 年三季度，海通证券研究所

**图 10 工具钢营业收入及增速**


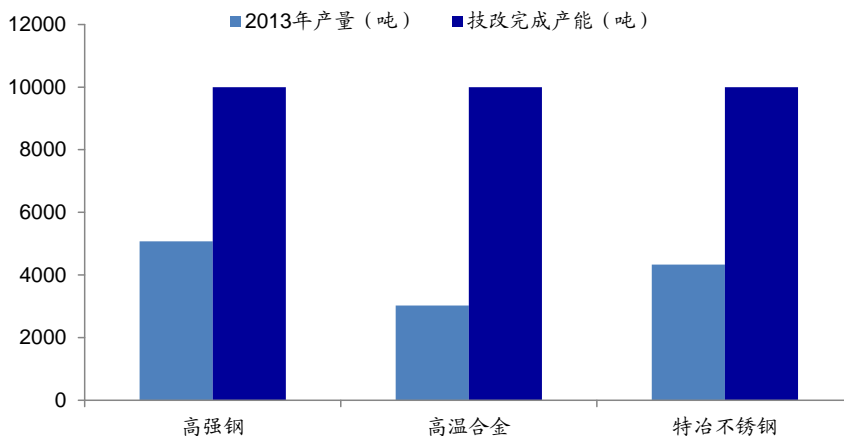
资料来源：公司年报，2014 年三季度，海通证券研究所

**图 11 不锈钢营业收入及增速**


资料来源：公司年报，2014 年三季度，海通证券研究所

**图 12 高温合金营业收入及增速**


资料来源：公司年报，2014 年三季度，海通证券研究所

**图 13 公司二期技改完成后特钢产能将大幅提升**


资料来源：公司 2012 年度股东大会会议资料，海通证券研究所

**表 1 抚顺特钢盈利预测**

财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	1%	2%	10%	14%	EPS	0.04	0.07	0.65	0.98
毛利率	13%	14%	18%	19%	BVPS	3.29	3.33	6.45	6.99
期间费率	12%	12%	9%	8%	<b>估值</b>				
销售净利率	0%	1%	6%	8%	P/E	636.40	383.91	43.94	28.93
<b>成长能力</b>					P/B	8.62	8.51	4.40	4.06
收入增长率	11%	2%	17%	16%	P/S	2.70	2.66	2.68	2.30
利润增长率	13%	66%	930%	52%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
总资产周转率	0.47	0.48	0.49	0.53	营业收入	5460	5542	6494	7562
应收账款周转率	3.08	3.37	3.71	4.13	营业成本	4753	4782	5343	6144
存货周转率	2.19	2.33	2.48	2.67	营业税金及附加	26	25	26	26
<b>偿债能力</b>					销售费用	71	73	77	83
资产负债率	85%	85%	70%	70%	管理费用	192	197	208	219
流动比	0.72	0.74	1.00	1.05	财务费用	371	392	293	264
速动比	0.49	0.52	0.76	0.81	其他费用/(-收入)	(22)	(25)	(24)	(27)
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营业利润	25	49	524	798
现金及现金等价物	2718	3114	4841	5872	营业外净收支	6	3	3	4
应收款项	1770	1645	1750	1831	利润总额	31	51	528	802
存货净额	2173	2056	2150	2304	所得税费用	8	13	132	200
其他流动资产	18	18	21	25	净利润	23	38	396	601
<b>流动资产合计</b>	<b>6755</b>	<b>6896</b>	<b>8818</b>	<b>10078</b>	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	2896	2707	2536	2382	归属于母公司净利润	23	38	396	601
在建工程	835	835	835	835					
无形资产及其他	921	895	892	890	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
长期股权投资	40	40	40	40	经营活动现金流	172	499	1017	1411
<b>资产总计</b>	<b>11509</b>	<b>11435</b>	<b>13183</b>	<b>14287</b>	净利润	23	38	396	601
短期借款	3326	3326	2326	2326	少数股东权益	0	0	0	0
应付款项	5749	5653	6170	6927	折旧摊销	271	313	293	276
预收帐款	79	80	93	109	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	227	227	227	227	营运资金变动	(121)	161	335	543
<b>流动负债合计</b>	<b>9381</b>	<b>9286</b>	<b>8816</b>	<b>9588</b>	投资活动现金流	(803)	25	3	2
长期借款及应付债券	220	220	220	220	资本支出	1409	(190)	(171)	(154)
其他长期负债	196	196	196	196	长期投资	(4)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>416</b>	<b>416</b>	<b>416</b>	<b>416</b>	其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>9797</b>	<b>9702</b>	<b>9232</b>	<b>10005</b>	筹资活动现金流	1027	(17)	822	(270)
股本	520	520	613	613	债务融资	522	0	(1000)	0
股东权益	1712	1733	3951	4283	权益融资	0	0	2000	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11509</b>	<b>11435</b>	<b>13183</b>	<b>14287</b>	其它	998	0	0	0
					现金净增加额	397	507	1842	1144

资料来源: 公司 2013 年报, 海通证券研究所

备注: 相关指标以 2015 年 1 月 16 日收盘价计算。

## 信息披露

### 分析师声明

龙 华：机械行业首席分析师  
徐志国：军工行业核心分析师  
熊哲颖：机械行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中航飞机（000768.SZ）、航空动力（600893.SH）、中航重机（600765.SH）、成发科技（600391.SH）、钢研高纳（300034.SZ）、航天动力（600343.SH）、中国重工（601989.SH）、闽福发 A（000547.SZ）。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。