

强烈推荐-A (维持)

ST抚钢 600399.SH

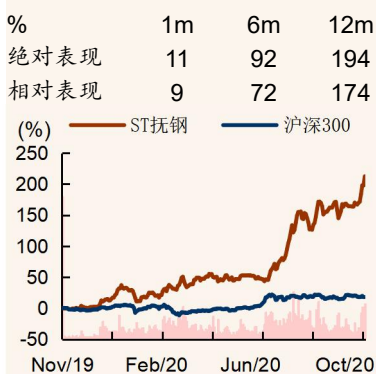
目标估值: Na  
当前股价: 8.75元  
2020年11月02日

盈利大幅超预期, 高温合金龙头王者归来

基础数据

上证综指	3225
总股本(万股)	197210
已上市流通股(万股)	197210
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	173
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	10.9
资产负债率	44.8%
主要股东	东北特殊钢集团股份
主要股东持股比例	29.25%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《ST 抚钢 (600399) —摆脱债务泥沼, 高温合金龙头企业》  
2020-08-31

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
S1090517030002

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn  
S1090519010002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn  
S1090519040002

10月31日, st 抚钢发布三季度报告。

- 10月31日, ST 抚钢发布三季度报告, 公司 1-3 季度实现归母净利润 4.0 亿元, 同比增长 132.6%; 扣非归母净利润 3.58 亿元, 同比增长 116.1%。三季度单季度盈利 2.21 亿元, 同比 356.8%, 扣非 2.07 亿元, 同比 339.5%。公司业绩增长大幅加速。
- 变形高温合金绝对龙头, 产品技术优势明显。公司主要产品分为合金结构钢、不锈钢、合金工具钢以及高温合金四大类。其中, 公司高温合金主要产品为变形高温合金, 产能 5000 吨, 目前是全国高温合金产能最大技术最优的公司。公司“特冶二期”项目将于 2021 年建设完成, 高温合金产能将达到 10000 吨。由于变形高温合金产品技术壁垒高, 产线投入大以及军工资质认证的问题, 公司产品接近垄断市场。
- 高温合金下游需求旺盛。公司高温合金产品基本用于生产军用发动机。随着国产涡扇十的问世, 国产高温合金需求持续提升。据测算, 涡扇十牌号发动机约每年带动 1 万吨高温合金需求。随后续发动机牌号持续问世, 至 2025 年军用高温合金需求约 3 万吨。公司 2020 年前三季度高温合金产量 4300 吨, 销量 4800 吨, 下游需求旺盛, 产品供不应求。
- 生产效率提升, 费用控制良好。公司实际控制人为沙钢董事长沈文荣, 受益于沙钢的生产经营经验。2020 年前三季度, 公司合金结构钢产量提升 11.3%, 工具钢产量提升 12%, 其他钢产品产量提升 27.6%, 不锈钢高温合金产量略有下降, 总体来看生产效率提升明显。从三项费用来看, 公司前三季度费用较去年同期基本持平, 降本增效效果显著。
- 盈利预测与估值: 盈利大幅提升, 降本增效明显。据测算, 预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 6.0 亿元、8.8 亿元、11.7 亿元, eps 分别为 0.30 元、0.44 元、0.60 元, 对应 PE 分别为 28.9 倍、19.7 倍、14.7 倍。给予强烈推荐评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期、公司项目发展不及预期、原创料价格波动、公司诉讼风险等。

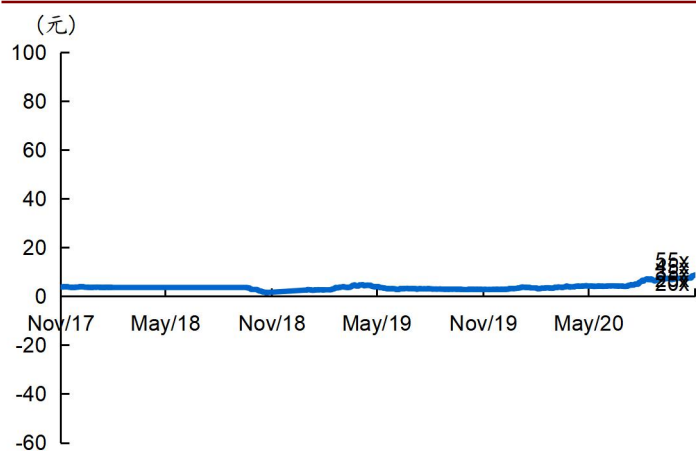
财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	5848	5741	6408	6881	7438
同比增长	17%	-2%	12%	7%	8%
营业利润(百万元)	(261)	297	594	876	1177
同比增长	-130%	-214%	100%	47%	34%
净利润(百万元)	2607	302	596	876	1174
同比增长	240%	-88%	97%	47%	34%
每股收益(元)	1.32	0.15	0.30	0.44	0.60
PE	6.6	57.1	28.9	19.7	14.7
PB	4.1	3.9	3.4	3.0	2.6

资料来源: 公司数据、招商证券

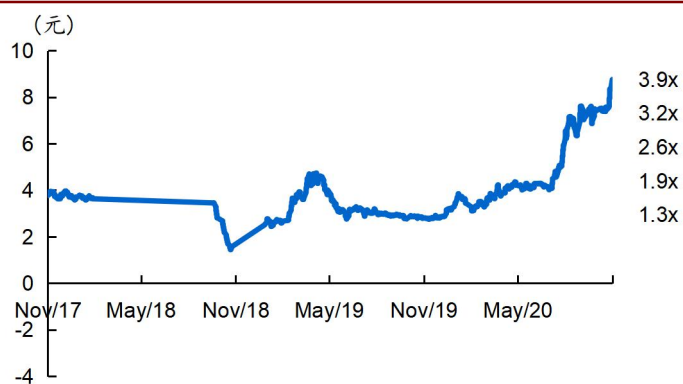
PE-PB Band

图 1: ST 抚钢历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: ST 抚钢历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3616	4272	4862	5111	5280
现金	436	151	505	605	588
交易性投资	0	1208	1208	1208	1208
应收票据	819	611	682	732	792
应收款项	688	607	656	705	762
其它应收款	12	8	9	10	10
存货	1522	1602	1712	1758	1824
其他	138	84	91	93	97
<b>非流动资产</b>	4323	4281	4845	5389	5913
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2691	3354	4000	4616	5206
无形资产	833	799	719	647	582
其他	799	128	127	126	125
<b>资产总计</b>	<b>7939</b>	<b>8553</b>	<b>9707</b>	<b>10501</b>	<b>11193</b>
<b>流动负债</b>	953	1267	1825	1921	1703
短期借款	0	0	486	549	283
应付账款	574	929	997	1024	1063
预收账款	161	208	223	229	238
其他	218	131	119	119	120
<b>长期负债</b>	2816	2810	2810	2810	2810
长期借款	2409	2409	2409	2409	2409
其他	406	400	400	400	400
<b>负债合计</b>	<b>3769</b>	<b>4077</b>	<b>4635</b>	<b>4731</b>	<b>4513</b>
股本	1972	1972	1972	1972	1972
资本公积金	2178	2178	2178	2178	2178
留存收益	20	326	922	1619	2531
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4170	4476	5072	5770	6681
<b>负债及权益合计</b>	<b>7939</b>	<b>8553</b>	<b>9707</b>	<b>10501</b>	<b>11193</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	(124)	1050	661	998	1292
净利润	2607	302	596	876	1174
折旧摊销	164	167	230	251	271
财务费用	313	71	33	33	33
投资收益	0	(20)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(3209)	530	(154)	(117)	(141)
其它	0	0	5	5	5
<b>投资活动现金流</b>	(58)	(1239)	(748)	(748)	(748)
资本支出	(58)	(51)	(798)	(798)	(798)
其他投资	0	(1188)	50	50	50
<b>筹资活动现金流</b>	318	(92)	440	(149)	(562)
借款变动	(2068)	(18)	473	62	(266)
普通股增加	672	0	0	0	0
资本公积增加	2016	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(179)	(263)
其他	(302)	(74)	(33)	(33)	(33)
<b>现金净增加额</b>	<b>136</b>	<b>(281)</b>	<b>353</b>	<b>101</b>	<b>(18)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	5848	5741	6408	6881	7438
营业成本	4998	4790	5144	5284	5481
营业税金及附加	67	66	74	79	86
营业费用	81	84	94	101	109
管理费用	214	163	182	196	212
研发费用	288	302	337	362	391
财务费用	295	65	33	33	33
资产减值损失	(180)	(24)	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
投资收益	1	21	21	21	21
<b>营业利润</b>	(261)	297	594	876	1177
营业外收入	2881	14	14	14	14
营业外支出	13	8	8	8	8
<b>利润总额</b>	2607	304	601	883	1184
所得税	0	2	5	7	10
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	2607	302	596	876	1174

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	17%	-2%	12%	7%	8%
营业利润	-130%	-214%	100%	47%	34%
净利润	240%	-88%	97%	47%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.5%	16.6%	19.7%	23.2%	26.3%
净利率	44.6%	5.3%	9.3%	12.7%	15.8%
ROE	62.5%	6.7%	11.8%	15.2%	17.6%
ROIC	0.5%	5.2%	7.8%	10.3%	12.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.5%	47.7%	47.7%	45.1%	40.3%
净负债比率	30.5%	28.3%	29.8%	28.2%	24.1%
流动比率	3.8	3.4	2.7	2.7	3.1
速动比率	2.2	2.1	1.7	1.7	2.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.6	3.1	3.1	3.0	3.1
应收帐款周转率	3.9	4.2	5.0	5.0	5.0
应付帐款周转率	1.9	6.4	5.3	5.2	5.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.32	0.15	0.30	0.44	0.60
每股经营现金	-0.06	0.53	0.34	0.51	0.66
每股净资产	2.11	2.27	2.57	2.93	3.39
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.13	0.18
<b>估值比率</b>					
PE	6.6	57.1	28.9	19.7	14.7
PB	4.1	3.9	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	121.7	41.4	24.0	17.7	13.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。8年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind 最具影响力分析师等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，9年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**马晓晴：**有色钢铁行业分析师，香港中文大学硕士，2018年3月加入招商证券，曾任职于天风证券，3年钢铁行业研究经验。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。