ST 抚钢（600399）2020 年报点评报告：降本增效治理显著，产能释放驱动增长

中航证券研究所
分析师：张超
证券执业证书号：S0640519070001
电话：010-59562516
邮箱：liangc@avicsec.com

行业分类：军工　　2021 年 3 月 31 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.3.31)	13.10 元
目标价格	17.00 元
基础数据（2021.03.31）	
上证指数	3441.91
总市值（亿元）	258.35
总股本（亿股）	19.72
流通 A 股（亿股）	19.72
资产负债率(2020)	45.46%
ROE（平均）(2020)	11.61%
PE（TTM）	46.83
PB（LF）	5.14

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源：wind，中航证券研究所

➢ **事件：**公司 3 月 30 日公告，2020 营收 62.72 亿元（+9.26%），归母净利润 5.52 亿元（+82.64%），毛利率 21.99%（+5.42pcts），净利率 8.79%（+3.53pcts）。

➢ **投资要点：**

● **国防军工、航空航天特殊钢基地：**公司作为最早的特殊钢企业之一，公司四大主打产品高温合金、超高强度钢、高档工模具钢、特冶不锈钢（三高一特）在国内特钢行业具有优势地位。公司是国防军工、航空航天等高科技领域特殊钢新材料的研发、生产基地，常年承担国家国防军工特殊钢新材料科研课题。每年承接在研、在役武器装备配套材料订单十几亿元。**高温合金在航空航天市场占有率高达 80%以上，超高强度钢在航空航天市场占有率高达 95%以上。**

● **公司盈利能力大幅改善：**公司 2020 年营收、归母净利润同比增长 9.26%和 82.64%，盈利能力全面向好，ROE 提升明显（11.61%，+4.62pcts）。2020 年公司实现钢产量 64.17 万吨（+8.45%），钢材产量 50.46 万吨（+7.84%）。具体产品来看，①**合金结构钢**实现收入 26.03 亿元（+12.09%），毛利率为 19.00%（+5.91pcts）；②**高温合金**实现收入 11.60 亿元（+10.74%），毛利率为 40.38%（+2.40pcts）；③**不锈钢**实现收入 11.06 亿元（+11.11%），毛利率为 23.15%（+7.28pcts）；④**工具钢**实现收入 9.36 亿元（+3.01%），毛利率为 10.31%（+4.92pcts）。在公司产量、收入稳步提升的情况下，净利润的大幅提升，我们认为有以下两方面原因：

① 高端产品助力公司毛利率创新高：公司 2020 年重点发展中高端产品市场，一是瞄准军工、航空航天等领域；二是聚焦市场需求，大力开发高档品种；三是积极开发规模产品品种。全年公司接单总量为 60.52 万吨，其中“三高一特”等重点品种接单 8.48 万吨，同比提升 70%。高端产品的快速增长推动了公司毛利率快速提升（21.99%，+5.42pcts），并创新高。

② 降本增效效果明显：2020 年公司三费占比（4.87%，-0.57pcts）进一步降低。同时公司全力推进工艺优化，技术革新，工艺降本等。通过择机采购、返回钢代用料采购、国产化代用等方式，进一步降低采购成本，促使盈利能力大幅提升。

● **研发投入持续加大，保障高端产品竞争优势：**公司 2020 年研发费用为 4.07 亿元（+34.73%），公司专注于航空、航天、核能等行业用高端合金和特殊钢新材料研发、创新，2020 年公司开发新产品 260 余个，获得 11 项发明专利授权、2 项实用新型专利授权。公司主编的 4 项国家军用标准发布实施，公司副主编的 6 项国家标准、4 项军用标准、1 项冶金行业标准发布实施。

● **高温合金军工增量带动增长，产能上限逐渐打开：**高温合金是国防军工、航空航天领域的重要上游材料。高温合金产品毛利率高，2020 年公司高温合金业务收入占

股市有风险　入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

比为 18%，但营业利润贡献率为 34%，公司拥有目前市场上最高 5000 吨的高温合金产能，随着“十四五”国防装备建设进入高景气时代，有望带动公司高温合金业务快速增长，提升盈利能力。此外公司积极扩增高温合金产能，2020 年公司高温合金生产 5483 吨（产能利用率 110%），产能达到瓶颈。产能方面公司**①2020 年 3 月投资 7.9 亿用于《均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目》、《锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程》和《高温合金、高强钢产业化技术改造项目（1 期）》三个项目**，预计于 2022 年完成；**②2021 年 3 月计划投资 6.88 亿元用于《抚顺特钢提升产能及产品质量技术改造项目》和《抚顺特钢节能环保技术改造项目》**，预计于 2023 年完成。随着公司相关技改、建设项目的推进落地，我们预计公司高温合金产能上线将大幅打开。

- **ST 摘帽条件已满足，沙钢入主效果显著：**2018 年公司因财务造假被证监会立案调查，更名为“*ST 抚钢”，2019 年公司撤销退市风险后更名为“ST 抚钢”，2021 年 3 月 31 日，公司公告申请摘帽。2018 年沙钢集团重组东北特钢成为公司实际控制人，沙钢入主后，公司甩掉沉重的债务包袱，一方面依托自身技术和装备的优势，把主导产业不断做大做强；另一方面通过大力压降生产成本、财务成本，提高了生产经营水平。2019 年，公司在重整后的第一年就实现了扭亏为盈。2020 年在新冠肺炎疫情持续影响的大环境下，公司生产经营实现了逆势增长。

- **投资建议：**①公司作为我国国防军工、航空航天高温合金龙头企业，有望充分受益于军工行业高景气发展；②公司产品结构不断优化，高毛利高端产品增厚盈利；③沙钢入主后，公司降本增效成果明显，运营能力大幅提升；④公司加大技改、建设项目力度，高温合金等高端特钢产能上限逐步打开，带动业绩增长。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 69.71 亿元、77.02 亿元和 83.80 亿元，归母净利润分别为 6.94 亿元、9.26 亿元和 11.53 亿元，EPS 分别为 0.35 元、0.47 元和 0.58 元。我们给予“买入”评级，目标价 17.00 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 48 倍、36 倍及 29 倍 PE。

- **风险提示：**高温合金项目投产不顺、诉讼赔偿风险、原材料价格波动等。

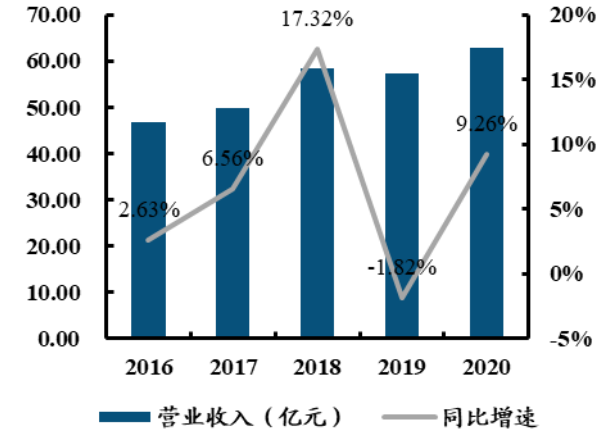
- **盈利预测：**

单位：百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5741.07	6272.49	6970.94	7702.03	8380.35
增长率(%)	-1.82%	9.26%	11.14%	10.49%	8.81%
归属母公司股东净利润	302.03	551.61	693.05	926.72	1152.84
增长率(%)	-88.42%	82.64%	25.64%	33.72%	24.40%
每股收益(EPS)	0.15	0.28	0.35	0.47	0.58

数据来源：WIND，中航证券研究所

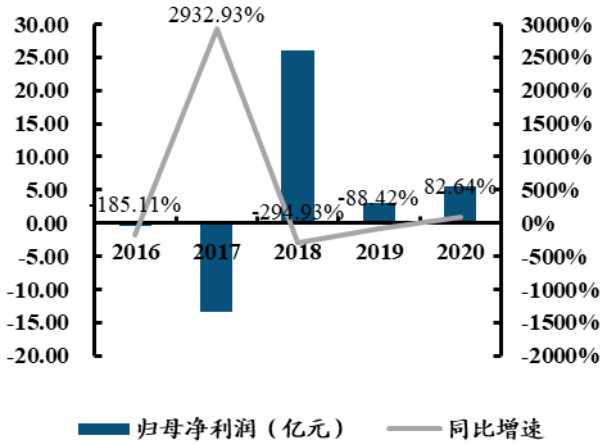
◆ 公司主要财务数据

图 1：公司近 5 年营业收入及增速情况



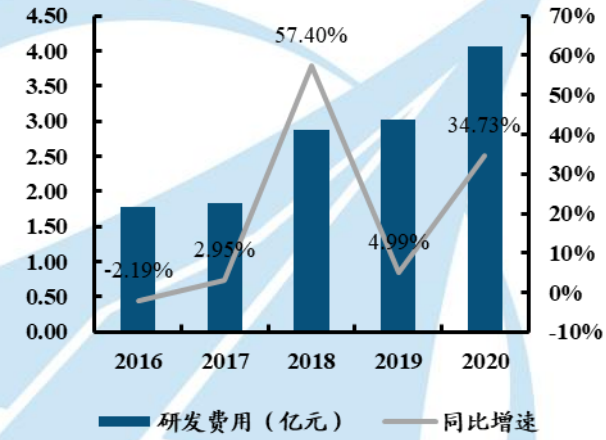
资料来源：wind，中航证券研究所

图 2：公司近 5 年归母净利润及增速情况



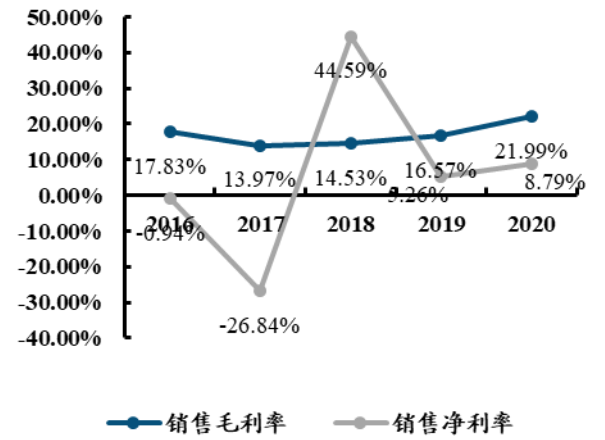
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司近 5 年研发费用情况



资料来源：wind，中航证券研究所

图 4：公司近 5 年毛利率及净利率情况



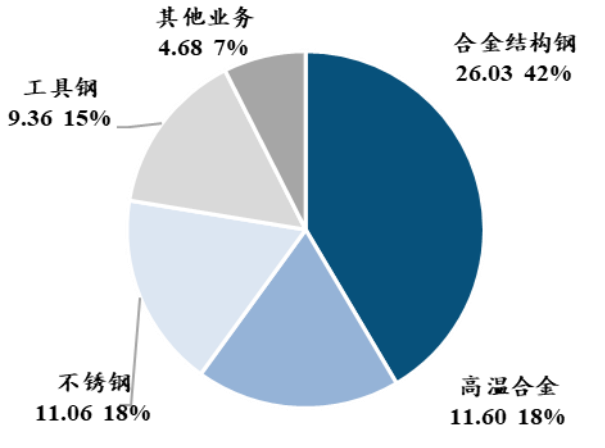
资料来源：wind，中航证券研究所

图 3：公司近 5 年三费情况（亿元）



资料来源：wind，中航证券研究所

图 4：公司 2020 产品结构（亿元）



资料来源：wind，中航证券研究所

报表预测（百万元）						
利润表	**2018A**	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
营业收入	5847.73	5741.07	6272.49	6970.94	7702.03	8380.35
减: 营业成本	4998.23	4790.03	4893.36	5349.52	5815.00	6243.67
营业税金及附加	67.15	66.13	76.02	81.61	90.17	98.11
营业费用	81.18	84.16	53.79	59.25	65.47	71.23
管理费用	214.39	163.39	171.11	174.27	192.55	209.51
财务费用	294.95	64.58	80.65	164.70	161.71	152.75
资产减值损失	179.58	62.86	64.98	64.98	64.98	64.98
营业利润	-275.36	282.49	551.47	676.61	912.16	1140.11
加: 其他非经营损益	2882.69	21.87	-0.81	22.03	22.03	22.03
利润总额	2607.33	304.35	550.66	698.64	934.19	1162.14
减: 所得税	0.02	2.33	-0.95	5.59	7.47	9.30
净利润	2607.31	302.03	551.61	693.05	926.72	1152.84
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	2607.31	302.03	551.61	693.05	926.72	1152.84
资产负债表	**2018A**	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
货币资金	436.07	151.17	861.28	748.36	1146.48	1562.93
应收和预付款项	1657.81	1310.46	664.66	797.59	917.23	1102.62
存货	1521.60	1602.04	1585.97	1903.17	2188.64	2626.37
其他流动资产	0.26	1208.00	1881.45	1090.51	1090.51	1090.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.38	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3467.69	3458.23	3419.92	4068.70	4294.26	4518.05
无形资产和开发支出	832.66	798.58	783.05	783.05	783.05	783.05
其他非流动资产	20.36	24.08	27.22	1.59	0.00	0.00
资产总计	7938.85	8552.55	9223.53	9392.96	10420.16	11683.53
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	916.62	1229.51	1091.73	1383.08	1483.55	1594.08
长期借款	2409.50	2409.50	2409.50	2409.50	2409.50	2409.50
其他负债	442.84	437.77	691.96	230.75	230.75	230.75
负债合计	3768.96	4076.78	4193.19	4023.33	4123.80	4234.33
股本	1972.10	1972.10	1972.10	1972.10	1972.10	1972.10
资本公积	2178.08	2178.08	2178.08	2178.08	2178.08	2178.08
留存收益	19.70	325.59	880.17	1573.22	2499.94	3652.78
归属母公司股东权益	4169.88	4475.77	5030.35	5723.40	6650.11	7802.96
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	4169.88	4475.77	5030.35	5723.40	6650.11	7802.96
负债和股东权益合计	7938.85	8552.55	9223.53	9746.72	10773.92	12037.29
现金流量表	**2018A**	**2019A**	**2020A**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
经营性现金净流量	-124.17	1050.03	619.60	746.83	835.66	844.83
投资性现金净流量	-57.94	-1238.79	74.45	-697.14	-278.14	-278.14
筹资性现金净流量	318.42	-91.94	-89.48	-162.60	-159.40	-150.23
现金流量净额	136.79	-281.10	604.52	-112.92	398.12	416.46

数据来源：WIND，中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ： 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有 ： 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ： 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ： 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性 ： 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持 ： 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。