

中信特钢 (000708): 走过疫情, 千亿龙头迎来产业升级新机遇

2020年07月23日

强烈推荐/维持

中信特钢 公司报告

巅峰复盘, 全球领先的特钢联合体如何产生? 起步阶段, 依托国外新引进的先进装备和经营理念, 走上规模化、专业化、高端化的发展道路, 产品兼具高价值、低成本特征, 在短短的几年时间内便发展成为国内领先的特钢生产企业。内生成长期, 公司依托规模化、专业化带来的竞争优势, 顺应市场积极扩大产能。外延并购期, 以兴澄为基础, 通过并购实现了两次跨越式成长。每次完成收购后, 对收购单元的生产、销售进行了协同优化, 被收购单元的经营效益均得到显著的改善。自此, 公司成为全球领先的特钢生产联合体。

百炼精钢, 规模化、专业化和高端化铸成特钢航母。 目前公司拥有优特钢产能 1300 万吨, 下游涵盖汽车、机械、轨交、能源、军工等行业。下游客户众多且分散, 因此具备较强的抵御经济周期或行业波动的能力。在需求不景气时公司凭借专业化优势, 通过产品或价格下沉而占据更多的市场, 马太效应凸显。持续大力开发新品种, 在高标准轴承钢、高端汽车钢等细分领域的市场占有率达到 60% 以上。尽管主流优特钢品种的市场价格随着普钢涨跌表现出一定的同步性, 但公司凭借高端化的产品布局, 盈利能力稳步改善。

走过疫情, 特钢龙头迎来产业升级新机遇。 公司的下游市场成长空间广阔, 疫情之后我国步入产业升级的快轨道, 以汽车机械、能源、军工为代表的高端装备制造将持续扩张。公司未来的成长确定性强, 启动的青岛特钢环保搬迁项目续建工程总计年产 113 万吨坯材。公司的经营性现金流和货币资金充沛, 再加上具有丰富的并购整合经验, 为未来更多的外延式并购提供支撑。降本增效、管理提升等手段持续降低成本, 提高企业自身的价值。

公司盈利预测及投资评级: 半年度业绩预告显示公司受疫情的影响较弱, 我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 693.90 亿元、694.4 亿元和 718.94 亿元; 归母净利润分别为 64.96 亿元、69.32 亿元、73.60 亿元; EPS 分别为 1.29 元、1.37 元和 1.46 元。综合相对估值和 DCF 估值两种方法, 我们认为公司股价的合理区间为 20.55-23.02 元, 给予 3 个月的目标价为 22.0 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 1、原料价格风险; 2、宏观经济风险; 3、企业经营风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,573.07	72,619.87	69,390.02	69,435.91	71,894.37
增长率(%)	22.94%	477.58%	-4.45%	0.07%	3.54%
归母净利润(百万元)	510.18	5,389.00	6,495.70	6,931.77	7,360.43
增长率(%)	29.19%	956.30%	20.54%	6.71%	6.18%
净资产收益率(%)	11.59%	21.34%	21.23%	20.29%	19.40%
每股收益(元)	1.14	1.81	1.29	1.37	1.46
PE	16.30	10.22	14.37	13.47	12.69
PB	1.89	2.18	3.05	2.73	2.46

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

大型特殊钢铁企业, 是全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。主要生产轴承钢、工模具钢、高温合金等特殊钢材, 产品主要向汽车、石油、机械军工、航空航天、新能源等行业

未来 3-6 个月重大事项提示:

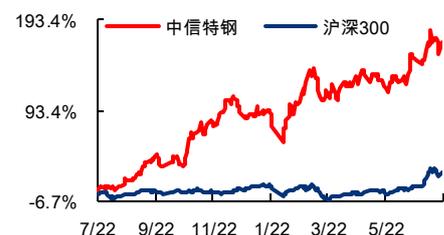
2020 年 9 月 21 日, 限售股(定向增发)解禁, 占总股本的 9.81%。

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间(元)	19.51-6.89
总市值(亿元)	935.24
流通市值(亿元)	141.57
总股本/流通 A 股(万股)	504,714/76,399
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.11

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

研究助理: 张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480118060015

目 录

1. 巅峰复盘：全球领先的特钢联合体如何产生？	4
1.1 起步阶段：专业为王，打造有“高”有“低”的竞争力	4
1.2 内生长：市场为锚，顺势而为扩大产能	5
1.3 外延并购：模式为纲，简单复制实现跨越式成长	6
2. 百炼精钢：规模化、专业化和高端化铸成特钢航母	7
2.1 规模化：产品多元增强抵御风险的能力	7
2.2 专业化：马太效应凸显专业化发展优势	8
2.3 高端化：产品定位高端以保障盈利稳定性	9
2.3.1 依靠高研发投入提升高端产品占比	9
2.3.2 强议价能力打造近似“成本加成”的定价模式	10
3. 走过疫情：特钢龙头迎来产业升级新机遇	11
3.1 制造业转型升级与朱格拉周期共振利好需求	11
3.2 扩大优质产能，内生长确定性高	13
3.3 现金流和货币资金充沛，期待更多的外延式并购	13
3.4 管理赋能提升企业价值	15
4. 盈利预测及投资评级	16
5. 风险提示	17
相关报告汇总	19

插图目录

图 1： 兴澄特钢合金钢棒（扁）材连铸工艺流程图	4
图 2： 我国的汽车产量	5
图 3： 我国的工程机械产量	5
图 4： 生产基地主要分布	6
图 5： 自收购以来大冶特钢的盈利能力显著提升	7
图 6： 自收购以来青岛特钢的净利润持续环比增长	7
图 7： 2019 年公司分行业的营收来源占比情况	7
图 8： 中信特钢的坯材销量稳步增长	7
图 9： 公司的产品结构及主要用途	8
图 10： 2019 年我国重点特钢企业的粗钢产量	8
图 11： 公司在国内优特钢市场的份额持续提升	8
图 12： 中信特钢在 GCr15 轴承钢市场的议价能力高	9
图 13： 2018 年 1-10 月我国轴承钢生产企业的市场占有率	9
图 14： 我国重点特钢企业的轴承钢产量	9
图 15： 我国重点特钢企业的国内轴承钢市场份额提升	9
图 16： 大冶特钢每年保持约 10% 的新产品量	10
图 17： 公司代表产品的市场占有率	10

图 18: 2018 年上市钢企的吨钢研发费用 (元/吨)	10
图 19: 公司的授权专利数量持续增长	10
图 20: 优特钢棒材的销售价格于普钢有联动性	11
图 21: 大冶基地特钢产品的销售毛利率更为稳定	11
图 22: 兴澄基地的净利润	11
图 23: 兴澄基地与大冶特钢的毛利率	11
图 24: 全球正处在新一轮朱格拉周期的起点	12
图 25: 我国的工程机械内销和外销均维持高景气度	12
图 26: 我国的汽车销量到达阶段性的平台期	12
图 27: 2018 年美国的汽车销量创历史新高	12
图 28: 我国汽车的产销量正逐月环比改善	12
图 29: 我国的装备制造业投资正在恢复	12
图 30: 日本的特钢产业在后城镇化时期经历了多次重组	14
图 31: 2019 年公司主要财务指标 (左: 亿元, 右: %)	14
图 32: 主要产品的毛利率 (%)	15
图 33: 公司特钢产品的吨钢成本 (元/吨)	15
图 34: 公司的吨钢期间费用	15
图 35: 四大矿山的铁矿石发运量 (万吨/周)	15
图 36: 2020Q1 利润同比微增	16
图 37: 2020Q1 的期间费用下降 3.4 亿	16

表格目录

表 1: 兴澄特钢 (旧) 主要产品介绍	5
表 2: 青岛特钢的主要产品	13
表 3: 不完全统计的我国主要优特钢生产企业	14
表 4: DCF 模型估值的主要参数	16
表 5: 中信特钢的 DCF 模型估值	17

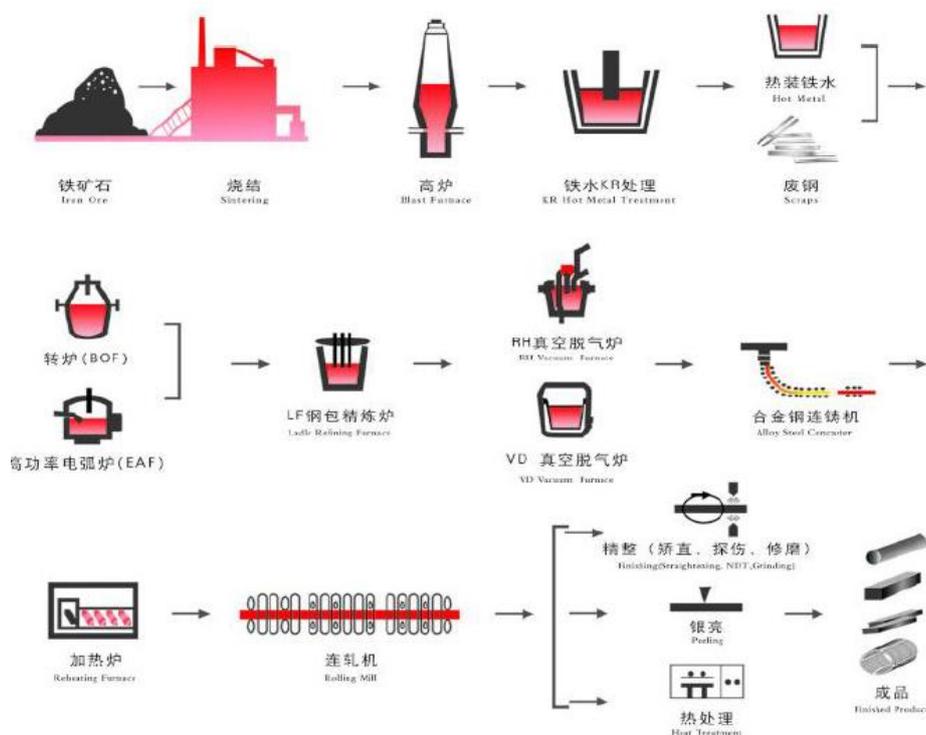
1. 巅峰复盘：全球领先的特钢联合体如何产生？

1.1 起步阶段：专业为王，打造有“高”有“低”的竞争力

中信泰富特钢集团股份有限公司（简称中信特钢）的前身是1993年江阴钢厂与香港中信泰富合资组建的“中外合资江阴兴澄钢铁有限公司”（后更名江阴兴澄钢铁有限公司，简称“兴澄特钢”）。由于特钢产品的规格牌号众多，多以小批量生产为主，导致传统模铸特钢企业的生产成本偏高，同时产品质量很难得到专业化的提升。兴澄特钢依托国外新引进的先进装备和经营理念，走上规模化、专业化、高端化的发展道路，产品兼具**高价值、低成本**特征，在短短的几年时间内便发展成为国内领先的特钢生产企业。

- ◆ 1993年12月3日，兴澄特钢正式挂牌成立，从德国全线引进现代化的“四位一体”连铸连轧短流程特钢生产线。1998年我国第一条100吨直流电弧炉炼钢-精炼-连铸-连轧短流程特钢产线全线贯通。2002年，兴澄特钢产量达141万吨，优特钢占90%以上，合金钢占比达到65%。
- ◆ 1998年公司突破了“连铸工艺不能生产轴承钢”的情况，以连铸工艺生产出符合国家标准和用户需求的轴承钢，并使轴承钢的质量达到国际权威标准。此后，兴澄特钢的发展势如破竹，1999年就开发了5个系列、9个钢种，2000年又开发了7个系列、11个钢种。
- ◆ 2000年，兴澄特钢合金弹簧钢产量、合结钢产量以及冶炼电耗、人均产钢、人均利税、人均创收、资金回笼率、全员总产值生产率等八项指标位列全国特钢行业第一，成为全国特钢行业中运营得最好的企业。

图1：兴澄特钢合金钢棒（扁）材连铸工艺流程图



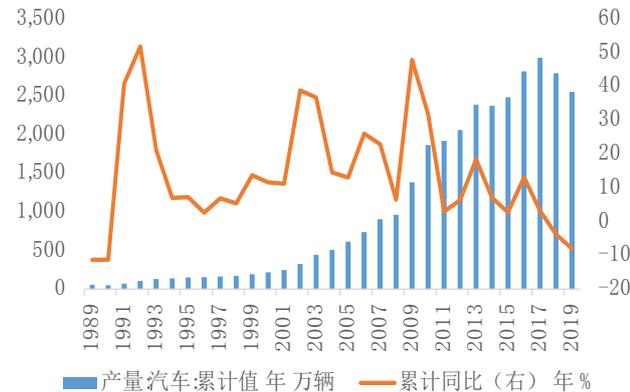
资料来源：《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，东兴证券研究所

1.2 内生成长: 市场为锚, 顺势而为扩大产能

21 世纪初是我国汽车、机械、船舶等装备制造业的高速发展的黄金时期。公司依托规模化、专业化带来的竞争优势, 顺应市场积极扩大产能, 兴澄本部的产能由最初的 140 万吨提高至目前的 600 万吨以上。同时, 随着我国制造业的转型升级和消费升级, 公司的产品结构也不断地向高端化拓展, 高端品种的占比提升。

- ◆ 截至目前, 兴澄特钢 (旧) 拥有员工 8500 多名, 具备年产铁 500 万吨、钢 690 万吨、坯材 660 万吨的生产规模。拥有棒线材生产线 7 条、中厚板生产线 2 条, 具备“棒、线、板、坯”各种规格和连铸、模铸、电渣、双真空等不同工艺的产品生产能力。
- ◆ 产品主要有轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、特厚板、容器钢、管线钢、高强耐磨钢等, 广泛应用于石油化工、工程机械、汽车用钢、高速铁路、海洋工程、风力发电、新能源等行业。公司产品竞争力显著, 汽车用钢、轴承钢、油田钻具用钢、高强度链条钢、超大直径连铸圆坯在国内具有极高的占有率。

图2: 我国的汽车产量



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 东兴证券研究所

图3: 我国的工程机械产量



资料来源: 中国工程机械工业年鉴, 东兴证券研究所

表1: 兴澄特钢 (旧) 主要产品介绍

产品	用途	地位	图例
汽车用钢	用于制作汽车曲轴、连杆、齿轮、弹簧、标准件等	高端汽车用钢国内市场占有率达 50%	
轴承钢	主要应用于汽车、冶金机械、静电家电、精密机床、动力能源等领域	高标准轴承钢国内市场占有率达 80%	
油田钻具用钢	广泛应用于国内各大油田	钻具用钢国内市场占有率 30% 以上	
高强度链条钢	应用于各种船只的锚链制造及各类海洋平台的系泊链制造	国内市场占有率达 80%	

产品	用途	地位	图例
超大直径连铸圆坯	主要应用于风电、石化、锅炉、机械制造、铁路等行业大型设备	连铸大圆坯市场占有率达 50%	

资料来源：兴澄特钢官网，东兴证券研究所

1.3 外延并购：模式为纲，简单复制实现跨越式成长

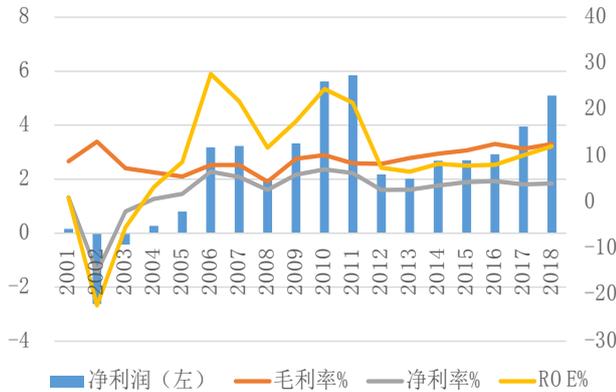
公司以兴澄为基础，通过外延式并购实现了两次跨越式成长：（1）并购大冶特钢、石家庄钢铁；（2）收购青岛特钢、靖江特钢。公司依托技术、管理和市场优势，对收购单元的生产、销售进行了专业化、高端化改造和协同优化，被收购单元的效益均得到显著改善。自此，公司成为全球领先的特钢生产联合体。

- ◆ 2004 年，经国家发改委、商务部批准，香港中信泰富有限公司正式收购冶钢集团钢铁板块资产。收购完成后，新冶钢实现了由“普钢”向“特钢”、由“常规钢”向“高端钢”、无缝管由“通用”向“专用”的转变。新冶钢的 22 项指标进入全国同行业第一名，63 项指标进入前 5 名，主导产品高速铁路用钢、齿轮钢占据全国市场份额的一半，轴承钢、弹簧钢销量占三分之一。
- ◆ 2005 年中信泰富收购石家庄钢铁 65% 的股权，新增 220 万吨优特钢产能，并在 2010 年出售给河钢。2008 年 5 月，整合了旗下兴澄特钢、新冶钢、铜陵焦化、扬州泰富等相关子公司的中信泰富特钢集团正式成立，形成沿江产业链的战略布局。
- ◆ 2017 年 6 月收购青岛特钢，新增 300 万吨特钢产能，实现了由从“沿江”到“沿江+沿海”产业布局的战略升级。2016 年青岛特钢亏损 36.16 亿元，2018 年实现扭亏为盈，2019 年实现净利润 10.01 亿元。此后相继收购了靖江特钢和浙江泰富钢管，目前公司已具备 150 万吨钢管产能，品种规格更齐全，综合竞争力得到互补性的提升。

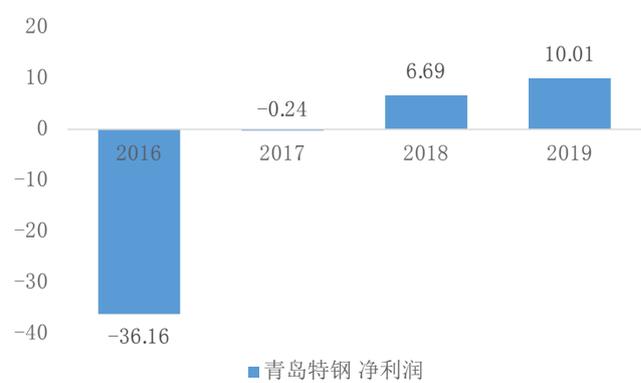
图4：生产基地主要分布



资料来源：中信特钢官网，东兴证券研究所

图5: 自收购以来大冶特钢的盈利能力显著提升


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图6: 自收购以来青岛特钢的净利润持续环比增长


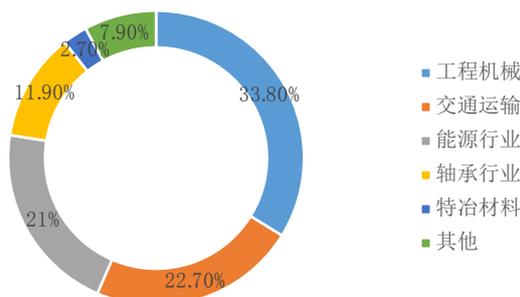
资料来源: 《发行股份购买资产暨关联交易报告书》, 公司年报, 东兴证券研究所

2. 百炼精钢: 规模化、专业化和高端化铸成特钢航母

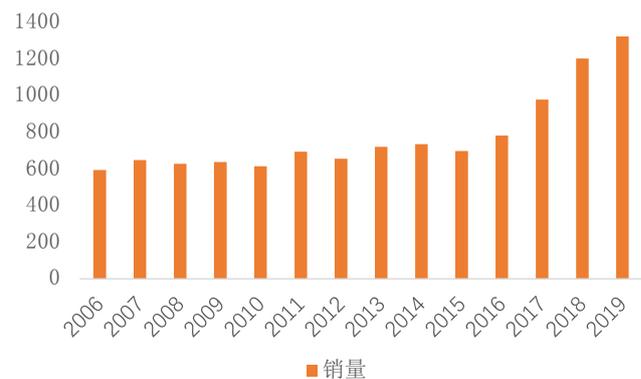
2.1 规模化: 产品多元增强抵御风险的能力

特钢企业的规模化发展不仅能够降低成本, 同时产品多元化也能够规避个别行业景气度波动的影响。目前, 中信特钢拥有特钢产能 1300 万吨, 是全球最大的特钢生产企业, 下游涵盖汽车、机械、轨交、能源、军工等装备制造行业。由于公司的下游客户众多且分散, 因此具备较强的抵御经济或行业波动的能力。在过去 20 多年公司经历了多轮宏观经济周期和产业周期, 期间公司积极优化产品结构, 产销量实现了稳步增长。

- ◆ 相较于普钢, 特钢产品的牌号众多, 生产具有小批量、多规格的特点, 所面对的市场相对分散而稳定。据统计世界上约有特钢近 2000 个牌号、约 50000 个品种规格。
- ◆ 公司的下游市场较分散, 能够根据市场形势及时调整产品结构。从 2017-2019 年公司的营收结构看, 2017 年公司营收占比中最大的汽车行业达到 27%; 2019 年工程机械行业已经成为公司最大的营收来源, 占比达到 33.86%; 其次是交通运输、能源和轴承行业, 分别占比 22.7%、21%和 11.9%。

图7: 2019 年公司分行业的营收来源占比情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图8: 中信特钢的坯材销量稳步增长


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图9: 公司的产品结构及主要用途

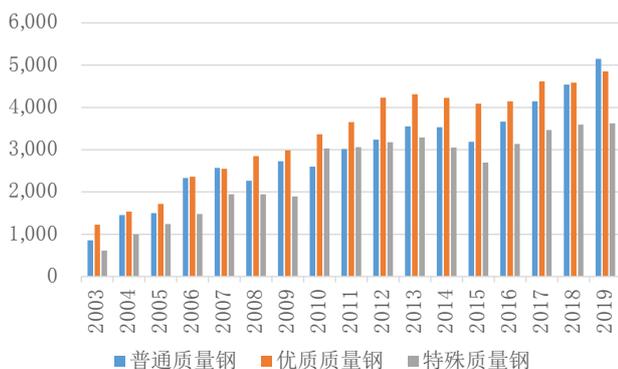
产品类别	年产量(万吨)	代表品种	行业
合金钢棒材	600	<ul style="list-style-type: none"> 轴承钢 齿轮钢 合金弹簧钢 合金管坯钢 油田用钢 	<ul style="list-style-type: none"> 汽车行业 机械行业 电力行业 石油及石化行业 铁路行业
特种中厚板	260	<ul style="list-style-type: none"> 高建钢 高强度船板 高强度耐腐蚀桥梁板 特种耐磨板 塑料模具板 军工用板 	<ul style="list-style-type: none"> 电力行业 建筑行业 船舶行业 机械行业 军工行业 石油及石化行业
特种无缝钢管	150	<ul style="list-style-type: none"> 石油用管 工程用管 超高强度钢管 军工用管 	<ul style="list-style-type: none"> 石油及石化行业 机械行业 军工行业 汽车行业
合金钢线材	273	<ul style="list-style-type: none"> 合金结构钢 轴承钢 弹簧钢 切割丝用钢 帘线钢 高强索钢 	<ul style="list-style-type: none"> 汽车行业 金属制品行业 机械行业 建筑行业
合金钢大圆坯	100	<ul style="list-style-type: none"> 合金结构钢 齿轮钢 轴承钢 	<ul style="list-style-type: none"> 电力行业 石油及石化行业 机械行业
特冶锻造	12	<ul style="list-style-type: none"> 工模具钢 超高强度不锈钢 高温合金 	<ul style="list-style-type: none"> 机械行业 军工及航空航天行业 汽车行业

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 专业化: 马太效应凸显专业化发展优势

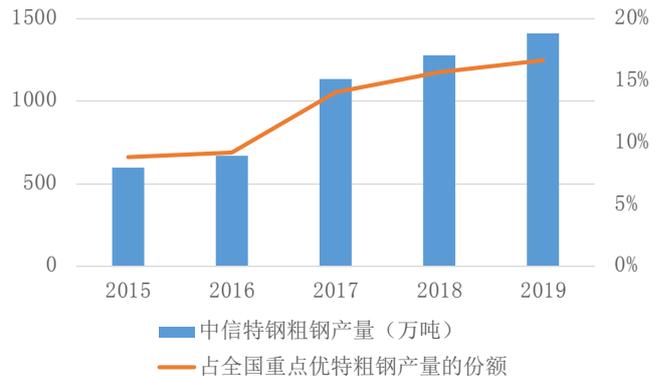
在市场不景气时, 拥有技术、渠道和盈利优势的专业型特钢生产企业往往能够通过产品或价格下沉而占据更多的市场, 公司的核心产品在国内市场的占有率不断提升。以轴承钢为例, 2019年1-9月特钢企业协会公布的我国轴承钢粗钢产量同比下降7.47%, Mysteel 调研的数据显示沙钢、齐鲁、本钢、石钢、西宁、济源、宝特、南钢等钢厂的轴承钢产量均有减少, 中天、巨能等头部供应商的产量相比去年同期略有增加, 其中中信特钢的市场占有率从2018年的42%提高至2019年同期的44%。

图10: 2019年我国重点特钢企业的粗钢产量



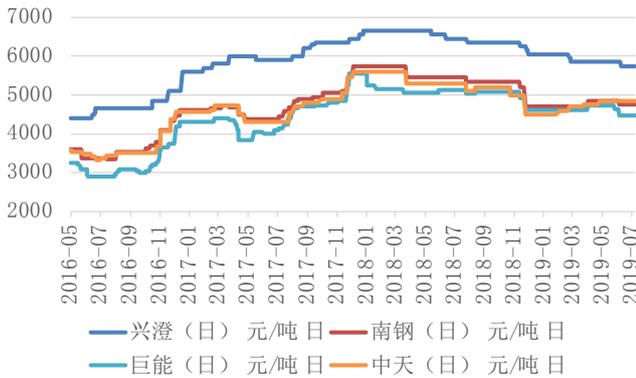
资料来源: 特钢企业协会, 东兴证券研究所

图11: 公司占我国重点企业优特钢产量的份额持续提升



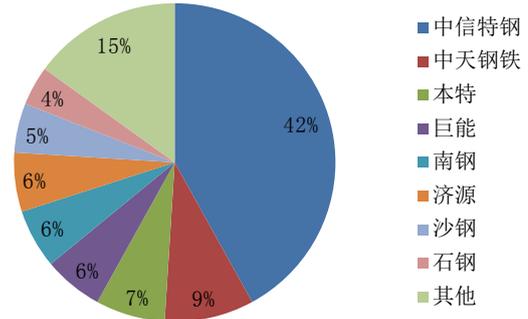
资料来源: 公司年报, Wind, 东兴证券研究所 (2017年前为大冶特钢+兴澄计)

图12: 中信特钢在 GCr15 轴承钢市场的议价能力高



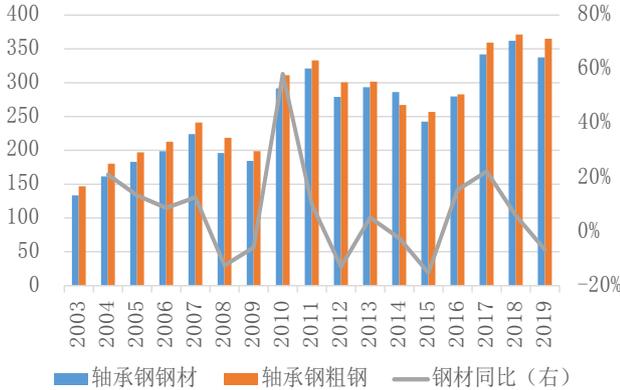
资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图13: 2018年1-10月我国轴承钢生产企业的市场占有率



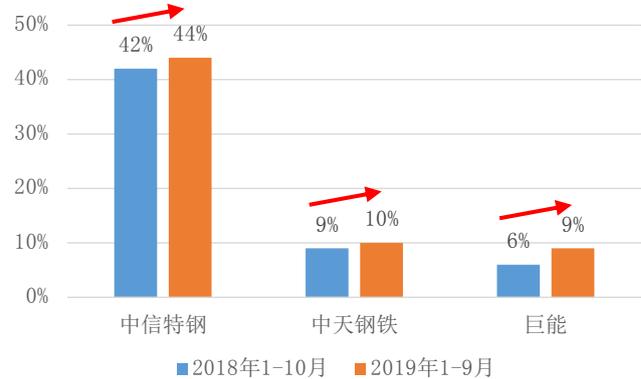
资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图14: 我国重点特钢企业的轴承钢产量



资料来源: 特钢企业协会, 东兴证券研究所

图15: 我国重点特钢企业的国内轴承钢市场份额提升



资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

2.3 高端化: 产品定位高端以保障盈利稳定性

2.3.1 依靠高研发投入提升高端产品占比

公司持续大力开发新品种, 新产品研发量持续增长。以大冶特钢、兴澄特钢为例, 过去每年的新产品量占总产量的比重至少为 10%。公司及主要子公司兴澄特钢、大冶特钢连续多年被认定为高新技术企业, 公司的研发投入占比和吨钢研发投入均远高于同行平均水平。公司在高标准轴承钢、高端汽车钢等细分领域的市场占有率达到 60% 以上, 产品结构的高端化是公司逆周期成长的重要因素之一。

- ◆ 优特钢棒材方面, 作为世界知名轴承钢供应商, 公司为国际品牌轴承公司 SKF、SHAEFFLER、NSK、NTN-SNR 等提供优质钢材。目前, 公司的高标准轴承钢在国内市场占有率达 85%, 连续九年位列世界轴承钢产销量第一, 其生产的高品质轴承钢被国家工信部认定为“单项冠军”。高端汽车钢的市场占有率达到 65%。优特钢线材方面, 青岛基地拥有 270 万吨的线材产能, 其中包括 50 万吨的冷镦钢线材、60 万吨的胎圈钢丝热轧盘条和 40 万吨的帘线钢产能, 冷镦钢线材、帘线钢的市场占有率均达到 20% 以上。
- ◆ 2019 年公司的研发投入占营业收入比例为 3.84%, 环比 2018 年提高 0.24 个百分点。包括 R6 级系泊链钢、2000MPa 级桥梁缆索用钢、2200MPa 级超高强度弹簧钢丝、4000MPa 级超高强度帘线钢、超

纯净连铸轴承钢、42CrMoE 电渣钢、特种无缝管、高温合金和特种不锈钢等若干关键核心材料研发在资质认证、高端客户开发和进口替代等方面均取得突破性进展。

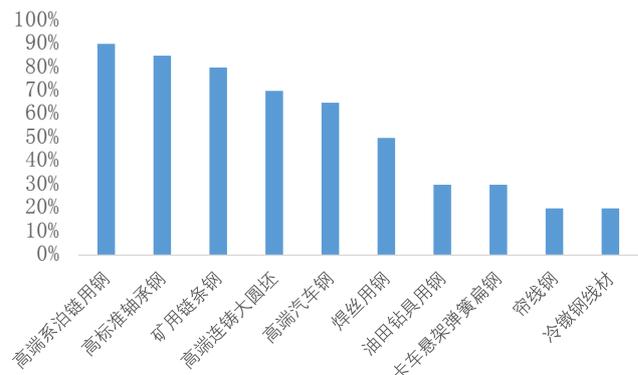
- ◆ 2019 年公司先后承担了 3 项国家“十三五”重点研发项目，获得中国冶金科学技术二等奖 2 项、三等奖 1 项；主持修订 5 个国家或行业标准，参与修订 7 个国家或行业标准；获得授权专利 154 项，累计 791 项，其中发明专利 167 项，并有 1 项授权的国际发明专利。

图16：大冶特钢每年保持约 10%的新产品量



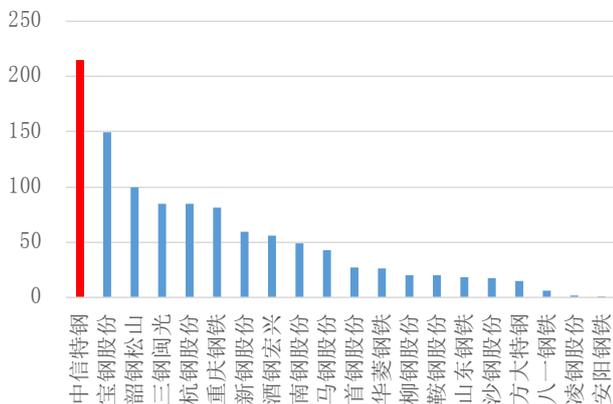
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图17：公司代表产品的市场占有率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图18：2018 年上市钢企的吨钢研发费用（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

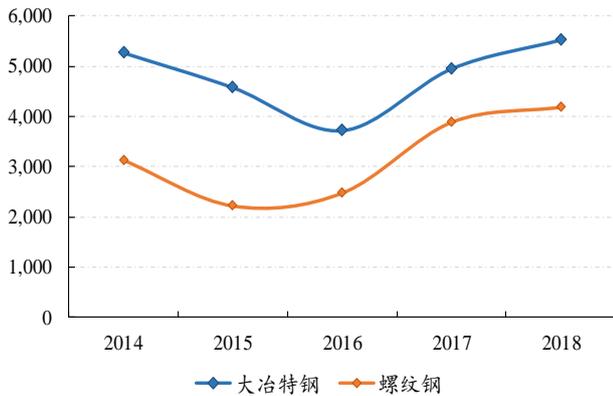
图19：公司的授权专利数量持续增长



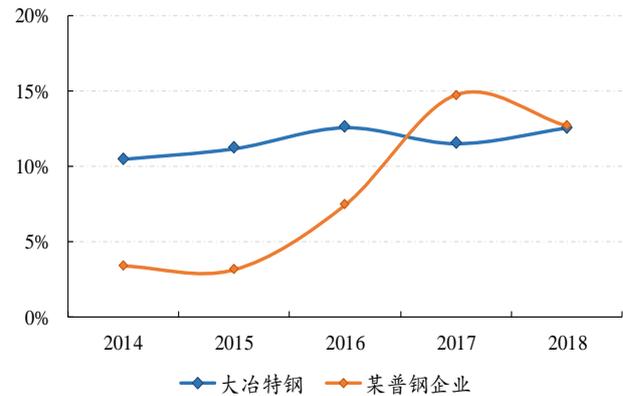
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3.2 强议价能力打造近似“成本加成”的定价模式

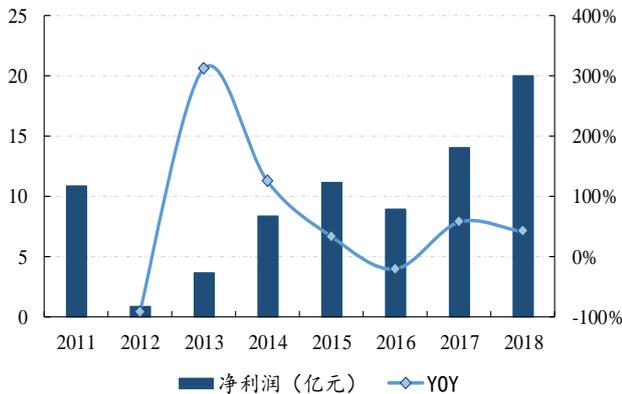
从公司 2011 年以来的盈利情况看，尽管市场上主流的特殊钢品种销售价格随着普钢涨跌表现出一定的同步性，但公司的盈利能力却在稳步改善。业绩的改善主要基于以下几方面的原因：（1）2012 年以来公司调节产品结构，加大高附加值产品的研发，价格波动性较弱。（2）公司核心产品的高市场占有率使得公司对下游有极强的议价能力，稳定的毛利率使得公司的产品拥有类似于“成本加成”的定价模式。（3）公司持续推进降本增效，每年均能够兑现降本增效的目标。我们认为，当未来钢铁行业景气度下行时公司仍然有望依托专业化、高端化的运营维持相对合理的吨钢盈利水平。

图20: 优特钢棒材的销售价格于普钢有联动性


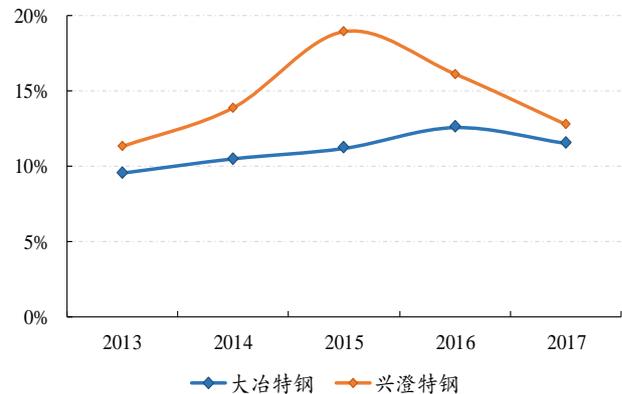
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图21: 大冶基地特钢产品的销售毛利率更为稳定


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图22: 兴澄基地的净利润


资料来源: 上海清算所, 东兴证券研究所

图23: 兴澄基地与大冶特钢的毛利率


资料来源: 上海清算所, 其中兴澄特钢 2017 数据为前三季度数据, 东兴证券研究所

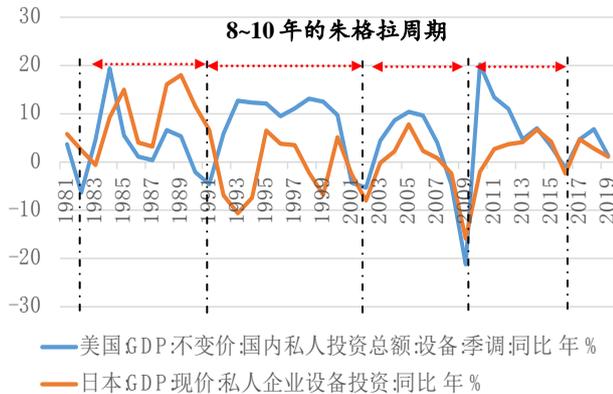
3. 走过疫情: 特钢龙头迎来产业升级新机遇

3.1 制造业转型升级与朱格拉周期共振利好需求

城镇化后期我国步入产业升级的快轨道, 以汽车机械、能源、军工为代表的高端装备制造业将持续扩张。2020年上半年受到疫情影响, 我国的汽车产量、销量分别累计同比下滑 16.8%、16.9%。尽管如此, 自 4 月份以来汽车的产销量正在加速恢复。相比于发达国家, 我国的汽车产销量仍然有较大的增长空间。预计 2020 年下半年公司的销售收入将在工程机械高景气和汽车回暖的背景下逐步改善。长期看, 公司立足于高端装备制造业基础材料的供应, 下游市场将迎来广阔的成长空间。

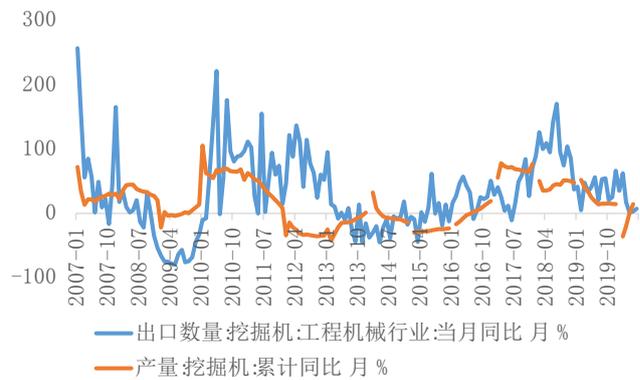
- ◆ 2020 年全球的固定资产投资正处在新一轮朱格拉周期的起点, 对工程机械等设备需求形成强有力的支撑。根据中国工程机械工业协会行业统计数据, 2020 年 1-6 月纳入统计的 25 家主机制造企业, 共计销售各类挖掘机械产品 170425 台, 同比涨幅 24.2%。出口销量 14532 台, 同比涨幅 17.8%。
- ◆ 汽车市场规模与国民收入成正比, 收入增长将带来汽车市场的不断扩张。如果以美国汽车年销量 1800 万辆的峰值和 3.3 亿人口类比计算, 保守测算我国未来的汽车销量峰值都将达到 4000 万辆以上。

图24: 全球正处在新一轮朱格拉周期的起点



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图25: 我国的工程机械内销和外销均维持高景气度



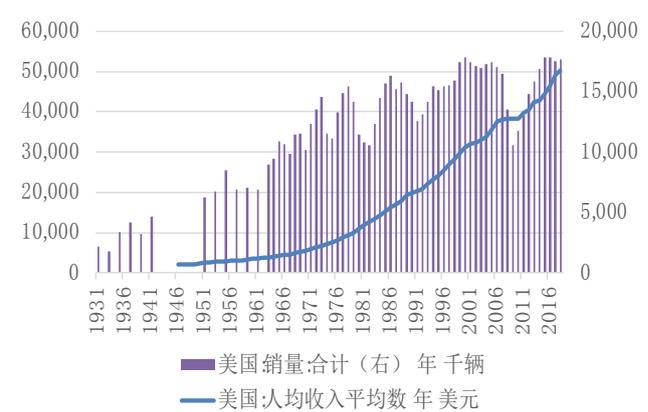
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图26: 我国的汽车销量到达阶段性的平台期



资料来源: 国家统计局, 兴证券研究所

图27: 2018年美国的汽车销量创历史新高



资料来源: 美国商务部, WardsAuto, , 东兴证券研究所

图28: 我国汽车的产销量正逐月环比改善



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图29: 我国的装备制造业投资正在恢复



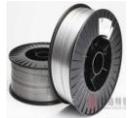
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

3.2 扩大优质产能, 内生成长确定性强

优质产能的释放将扩大营收、增厚业绩, 公司未来的成长确定性强。公司已启动青岛特钢环保搬迁项目续建工程, 该项目计划生产 50 万吨帘线钢、胎圈用钢, 50 万吨焊丝以及 13 万吨钢坯等产品, 总计年产 113 万吨坯材, 预计 2021 年下半年投产。新冶基地的高品质模具钢生产线项目预计 2020 年投入试运行, 可实现年新增特冶锻造产品 3 万吨的产能。

- ◆ **青岛基地:** 项目选址于青岛市西海岸经济新区青岛特钢现厂区内, 紧邻董家口港, 项目总投资 49.83 亿元, 资金来源为自筹资金。本项目建设内容主要包括 1 台 265m² 烧结机; 1 座 1200m³ 高炉炼铁设施; 1 座 100t 转炉及配套脱硫脱磷、精炼设施; 2 台方坯连铸机; 2 条高线。项目建成投产后, 项目年营业收入 50 亿元, 正常年净利润 6 亿元。项目投资财务内部收益率(税后)为 13.4%, 投资回收期 8.7 年。
- ◆ **新冶基地:** 高品质模具钢产线的产品主要以航空航天、舰船、石油石化、汽轮机、机械制造、新能源等行业用的高温/耐蚀合金、特种不锈钢及高端模具钢为主。预计投产达产后 IRR 为 14% (税后)。

表2: 青岛特钢的主要产品

产品	用途	地位	图例
钢帘线	主要用于制造飞机起落架轮胎、大型汽车和高级轿车轮胎中的钢丝线网。	国内市场占有率达 20%	
弹簧扁钢	产品广泛用于铁路、汽车、工程机械等制造业	卡车中悬架板簧市场占有率达 1/3	
焊接用钢	应用于船舶制造、海洋工程、石油管线、压力容器等领域	焊丝市场占有率达 50%	

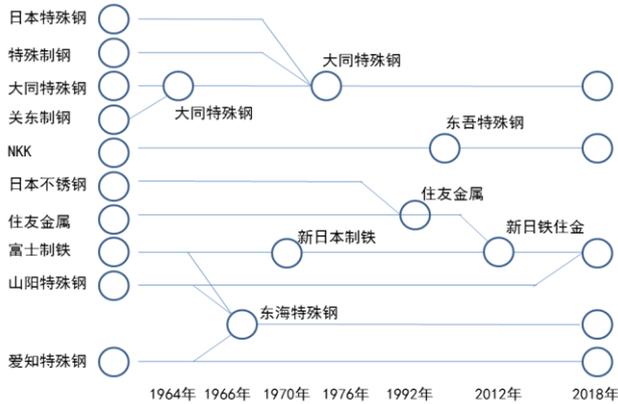
资料来源: 青岛特钢官网, 东兴证券研究所

3.3 现金流和货币资金充沛, 期待更多的外延式并购

从发达国家的钢铁产业转型升级路径看, 后城镇化时期钢铁企业间兼并重组以提高产能集中度是趋势之一。目前无论是我国的钢铁还是特钢行业, 产能集中度相比于发达国家都低得多, 未来提升的空间较大。中信特钢兼具技术、管理和盈利优势, 经营性现金流和货币资金充沛, 再加上公司具有丰富的并购整合经验, 为未来更多的外延式并购提供支撑。

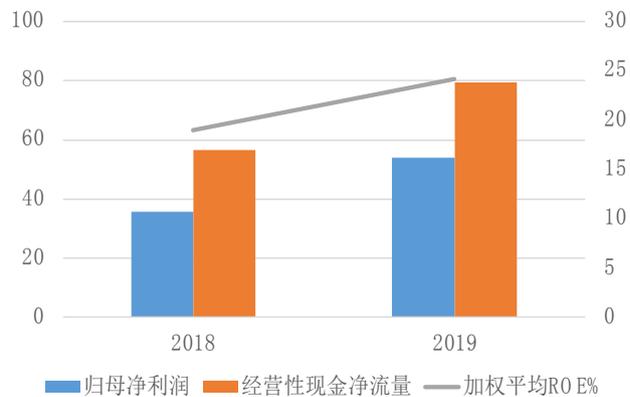
- ◆ 2019 年公司实现经营活动产生的现金流量净额 79.26 亿元, 同比增长 39.99%。截至 2019 年末, 公司账上货币资金 78.38 亿元, 占总资产比例为 14.59%。货币资金、应收账款、应收账款融资和存货四项总和占总资产比例为 36.72%, 表明公司的资产变现能力强, 经营安全边际高。
- ◆ 据特钢协会公布的产量数据和我们不完全统计的企业数据显示, 我国特钢行业的龙头企业中信特钢 2019 年产量占我国重点特钢企业的优特钢总产量尚不足 20%, 前 5 家企业的优特钢产能占比不到 50%, 占全国总的优特钢产能的比例或更低。

图30: 日本的特钢产业在后城镇化时期经历了多次重组



资料来源: 中国特钢企业协会, 东兴证券研究所

图31: 2019年公司主要财务指标 (左: 亿元, 右: %)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

表3: 不完全统计的我国主要优特钢生产企业及产能

所属集团	特钢企业	成立时间	城市	产能
中信特钢	新冶钢	1993	湖北黄石	粗钢 350 万吨, 钢材 330 万吨
	兴澄特钢	1995	江苏江阴	粗钢 650 万吨、钢材 600 万吨
	青岛特钢	2013	山东青岛	粗钢 300 万吨
	靖江特钢	2008	江苏无锡	70 万吨钢管产能
宝武集团	宝钢特钢	2005	上海	粗钢 100 万吨
	宝钢不锈钢	1913	福建福州	粗钢 200 万吨, 钢材 120 万吨
沙钢集团	东北特钢	2004	辽宁大连	粗钢 560 万吨, 钢材 420 万吨
	沙钢淮钢	1970	江苏淮安	粗钢 300 万吨
河钢集团	石家庄钢铁	1957	石家庄	粗钢 300 万吨
	舞阳钢铁	1970	河南舞阳	300 万吨宽厚板
青山控股	青山控股	1992	浙江温州	900 万吨不锈钢
南钢集团	南钢股份	1958	江苏南京	粗钢 1000 万吨 (优特钢 500 万吨)
建龙钢铁	北满特钢	1952	齐齐哈尔	100 万吨
太原钢铁	太钢不锈	1934	山西太原	粗钢 800 万吨 (其中不锈钢 400 万吨)
中天钢铁	中天钢铁	2001	江苏常州	900 万吨 (优特钢占比 60%)
济源钢铁	济源钢铁	1958	河南济源	400 万吨 (优特钢棒线占比 70%)
天津钢管	天津钢管	1989	天津	300 万吨
巨能特钢	巨能特钢	2002	山东寿光	260 万吨特种钢材和石油用管
常州东方特钢	东方特钢	2010	江苏常州	300 万吨
邢台钢铁	邢台钢铁	1958	河北邢台	250 万吨
西宁特钢	西宁特钢	1997	青海西宁	120 万吨
鞍钢集团	长城特钢	1965	四川江油	50 万吨

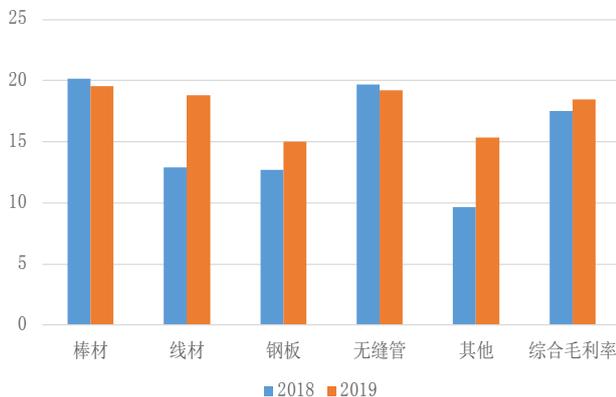
资料来源: 企业网站, 公司年报, 特钢企业协会, 东兴证券研究所

3.4 管理赋能提升企业价值

当行业总量性增长的斜率放缓后, 提质增效成为企业提高自身价值的重要手段之一。合并吸收兴澄特钢、青岛特钢后, 公司及时调整原燃料采购策略以压降采购成本, 制定能源降本目标。公司将 2019 年定为“降本增效年”, 在铁矿石价格大幅上涨的背景下, 吨钢营业成本实际下降 13%。从与行业先进的成本控制企业对比看, 公司在原燃料、期间费用等多角度仍有一定的成本削减空间。公司将 2020 年定为“管理提升年”, 继续深挖降本潜力。我们预计 2020 年公司的吨钢成本将继续下降, 有利于公司高毛利率水平的维持。

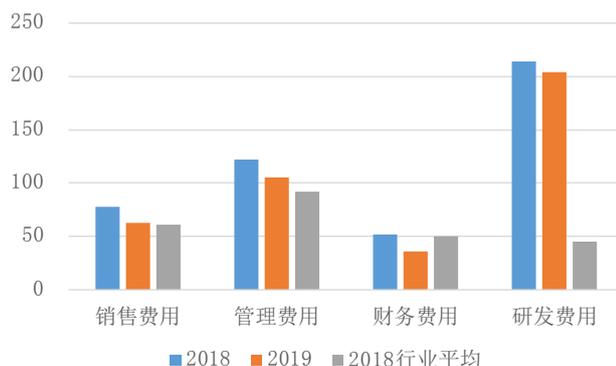
- ◆ 2019 年公司在销量同比增长 10.08%和铁矿石价格大幅上涨的背景下, 营业成本同比降低 1.49%, 吨钢营业成本实际下降 13%。其中, 吨钢原材料、燃料动力成本分别同比下降 15.1%、15.0%, 吨钢折旧摊销同比下降 10.0%。
- ◆ 2020 年公司持续推动降本增效, 1 季度公司严格控制期间费用, 同比 2019 年下降近 3.4 亿。其中管理费用、研发费用和财务费用分别同比去年下降 1.22 亿、1.33 亿和 0.97 亿, 销售费用小幅增长 0.12 亿。
- ◆ 展望 2021 年, 铁矿石为代表的供需关系将转松, 铁水和废钢、焦煤和焦炭等成本将继续走弱, 而得益于公司的产品价格韧性, 我们预计公司的产品毛利率或继续改善。

图32: 主要产品的毛利率 (%)



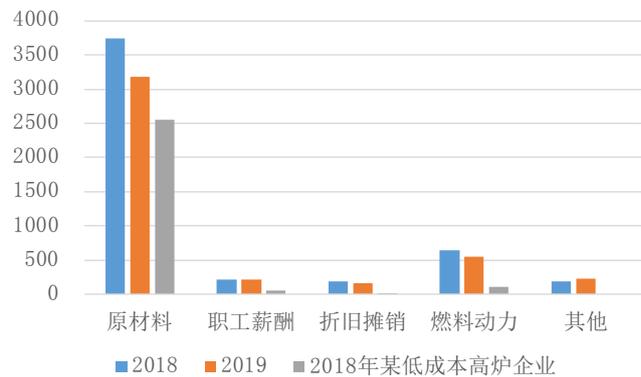
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图34: 公司的吨钢期间费用



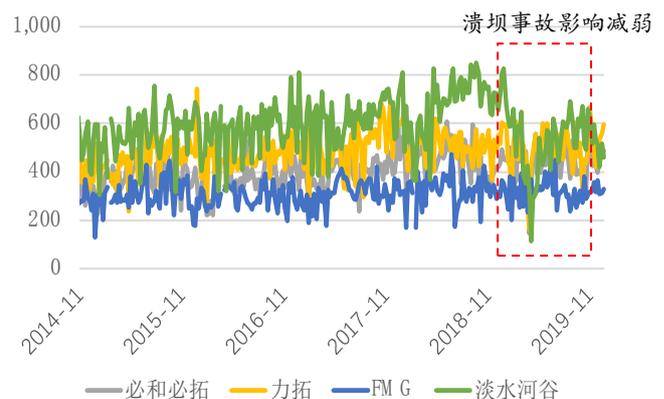
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图33: 公司特钢产品的吨钢成本 (元/吨)



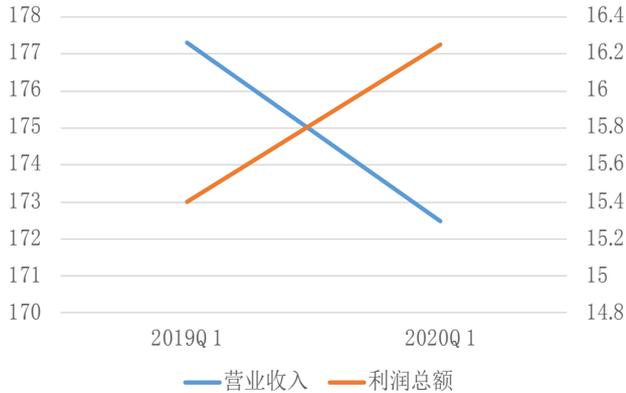
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图35: 四大矿山的铁矿石发运量 (万吨/周)



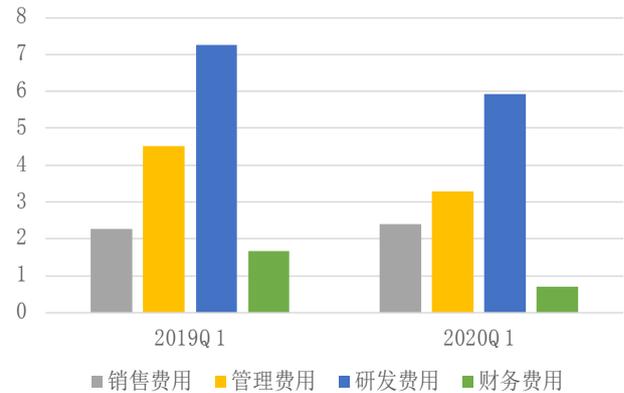
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图36: 2020Q1 利润同比微增



资料来源: 公司季报, 东兴证券研究所

图37: 2020Q1 的期间费用下降 3.4 亿



资料来源: 公司季报, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

2020 年上半年公司预计实现归母净利润为 26.80~28.50 亿元, 与去年同期基本持平。我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 693.90 亿元、694.4 亿元和 718.94 亿元; 归母净利润分别为 64.96 亿元、69.32 亿元、73.60 亿元; EPS 分别为 1.29 元、1.37 元和 1.46 元, 对应 PE 为 14.37X、13.47X 和 12.69X。类比其他 A 股特钢公司的估值, 我们给予龙头中信特钢 2021 年业绩 15 倍 PE, 对应股价为 20.55 元。

由于目前我国优特钢产量占总粗钢产量的比重不足 10%, 对比日本、德国等制造强国 20-25% 的特钢占比看, 我们认为特钢作为具有成长性的细分行业, 公司的成长空间较大。同时公司经历了汽车市场下行和疫情的充分考验, 核心产品的市场份额进一步提升, 在马太效应下公司的成长确定性更强。我们设定股市的平均回报率 R_m 为 11.55%, 中信特钢 β 值为 1.10, 无风险收益率为 2.60%, 则公司的 WACC 为 11.96%。通过 DCF 模型我们测算的公司股价为 23.02 元。

综合两种估值方法, 我们认为公司股价的合理区间为 20.55~23.02 元, 维持“强烈推荐”评级。

表4: DCF 模型估值的主要参数

假设	数值
第二阶段(2025-2032)年数	8
第二阶段增长率	3.00%
长期增长率	2.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 R_f	2.60%
β	1.11
R_m	11.55%
K_e	12.53%
税率	20.00%
K_d	5.60%

假设	数值
Ve	93,369.50
Vd	8,494.66
WACC	11.96%

资料来源: 东兴证券研究所

表5: 中信特钢的 DCF 模型估值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万 元)	价值百分比
第一阶段	39,236.23	34.23%
第二阶段	38,881.80	33.92%
第三阶段 (终值)	36,519.75	31.86%
企业价值 AEV	114,637.77	100.00%
+ 非核心资产价值	10,083.41	8.80%
- 少数股东权益	31.45	-0.03%
- 净债务	8,494.66	-7.41%
总股本价值	116,195.07	101.36%
股本 (百万股)	5,047.00	
每股价值 (元)	23.02	

资料来源: 东兴证券研究所

5. 风险提示

1、原料价格风险; 2、宏观经济风险; 3、企业经营风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	5201	29454	30806	38867	49384	营业收入	12573	72620	69390	69436	71894
货币资金	1938	7838	9999	17254	26701	营业成本	10989	59545	56063	55755	57700
应收账款	498	1949	2305	2307	2235	营业税金及附加	62	553	520	521	539
其他应收款	30	219	209	209	217	营业费用	193	863	1110	1111	1150
预付款项	93	1018	1859	2696	3561	管理费用	70	1446	1527	1528	1582
存货	902	7976	6057	6024	6234	财务费用	-48	485	575	451	367
其他流动资产	26	804	762	763	795	研发费用	0	0	1.387	1.388	1.437
非流动资产合计	2477	43131	40598	38104	35645	资产减值损失	131.67	-402.73	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	84	84	84	84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2179	32743	30767	28785	26797	投资净收益	0.00	-109.43	0.00	0.00	0.00
无形资产	15	4410	3969	3572	3215	加: 其他收益	4	101	5	5	5
其他非流动资产	57	388	388	388	388	营业利润	623	6492	8210	8685	9121
资产总计	7678	72585	71404	76971	85030	营业外收入	9.36	145.72	10.00	80.00	80.00
流动负债合计	3139	37866	31274	33272	37548	营业外支出	31.40	59.52	100.00	100.00	0.00
短期借款	500	2566	0	0	0	利润总额	601	6579	8120	8665	9201
应付账款	2026	14798	11969	11904	12927	所得税	91	1190	1624	1733	1840
预收款项	166	2772	4853	6937	9093	净利润	510	5389	6496	6932	7360
一年内到期的非流动负债	0	110	110	110	110	少数股东损益	0	3	0	0	0
非流动负债合计	135	9443	9428	9430	9434	归属母公司净利润	510	5386	6496	6932	7360
长期借款	0	8385	8385	8385	8385	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3274	47308	40702	42703	46981	成长能力					
少数股东权益	0	31	31	31	31	营业收入增长	22.94%	477.58%	-4.45%	0.07%	3.54%
实收资本(或股本)	449	2969	5047	5047	5047	营业利润增长	20.09%	942.36%	26.45%	5.79%	5.02%
资本公积	486	11285	11285	11285	11285	归属于母公司净利润增长	20.59%	6.71%	20.59%	6.71%	6.18%
未分配利润	3242	10324	13572	17038	20718	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4404	25245	30595	34160	37941	毛利率(%)	12.60%	18.01%	19.21%	19.70%	19.74%
负债和所有者权益	7678	72585	71404	76971	85030	净利率(%)	4.06%	7.42%	9.36%	9.98%	10.24%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.64%	7.42%	9.10%	9.01%	8.66%
						ROE(%)	11.59%	21.34%	21.23%	20.29%	19.40%
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	732	7926	6431	11069	13392	资产负债率(%)	43%	65%	57%	55%	55%
折旧摊销	510	5389	6496	6932	7360	流动比率		0.78	0.99	1.17	1.32
折旧摊销	225.79	7228.93	2516.75	2478.98	2445.63	速动比率		0.57	0.79	0.99	1.15
财务费用	-48	485	575	451	367	营运能力					
应收账款减少	0	0	-356	-2	71	总资产周转率	1.76	1.81	0.96	0.94	0.89
预收账款增加	0	0	2082	2083	2157	应收账款周转率	30	59	33	30	32
投资活动现金流	-38	-2989	100	100	100	应付账款周转率	7.23	8.63	5.18	5.82	5.79
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.81	1.29	1.37	1.46
投资收益	0	-109	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	1.68	-0.96	0.43	1.44	1.87
筹资活动现金流	60	-7797	-4371	-3914	-4044	每股净资产(最新摊薄)	9.80	8.50	6.06	6.77	7.52
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	16.30	10.22	14.37	13.47	12.69
普通股增加	0	2519	2078	0	0	P/B	1.89	2.18	3.05	2.73	2.46
资本公积增加	0	10799	0	0	0	EV/EBITDA	8.59	4.09	8.13	7.28	6.30
现金净增加额	755	-2860	2161	7255	9448						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	中信特钢（000708）：行业竞争格局趋优，精细化管理重塑价值	2020-04-26
公司普通报告	中信特钢（000708）：高质成长的特钢龙头，规模效应提升价值	2020-03-13
公司报告	大冶特钢（000708）中报业绩点评：业绩逆势高增长，特钢航母即将起航	2019-08-20
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之一：乘大国崛起之风，把握军工特钢加速成长期的投资机会	2020-06-28
行业普通报告	钢铁行业报告：龙头钢企海外收购优质铁矿的意义在哪？	2020-06-28
行业普通报告	钢铁行业报告：受疫情影响的钢材需求回补了多少？	2020-06-09
行业普通报告	钢铁行业报告：如何看待方大钢铁集团并购达州钢铁？	2020-06-02
行业普通报告	钢铁行业报告：“两会”的宏观政策如何影响下半年的普钢市场？	2020-05-26
行业普通报告	钢铁行业报告：为什么2季度的铁矿石市场仍是紧平衡	2020-05-19
行业深度报告	疫情冲击下的钢铁市场展望：关注逆周期政策的力度和疫情对铁矿供给的影响	2020-05-11
行业深度报告	2019年钢铁行业回顾专题之特钢：油气管维持高景气，高端特钢盈利向好	2020-05-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526