

中信特钢 (000708): 通过疫情考验, 期待重新起航

2020年08月19日

强烈推荐/维持

中信特钢 公司报告

规模化和专业化优势凸显, 公司 2020H1 的经营业绩稳健。得益于规模化和专业化发展优势, 公司在面对疫情冲击时彰显了极强的抵御经济周期和行业波动的能力, 且特钢市场份额逆势提升。2020H1 公司生产、销售商品坯材 713 万吨、667 万吨, 基本完成年度经营计划的 50%。随着检修高炉复产以及模具钢产线 10 月投产, 实现全年的产销目标无碍。我们预计 2020 年下半年的销售市场将在工程机械高景气和汽车回暖的背景下逐步改善。

管理提升的承诺兑现, 公司 2020H1 的盈利能力稳定。2020H1 公司特钢行业的销售毛利率为 17.42%, 同比下降 0.93 个百分点; 实现销售净利率 7.68%, 同比提高 0.06 个百分点。面对疫情冲击, 公司体现出极强的盈利韧性, 主要有以下几方面的原因: (1) 公司的产品结构高端, 在下游细分行业中的市场份额处于绝对龙头地位, 且 80% 为直销模式, 预计销售价格降幅要低于市场; (2) 公司积极推进原燃料降本, 2020H1 的吨钢营业成本并未受到铁矿石涨价过多的影响; (3) 公司持续推进降本增效, 2020 年作为“管理提升年”, 公司的期间费用从 2019H1 的 27.29 亿元降至 2020H1 的 23.72 亿元。

疫情影响公司的运营质量, 复工复产后改善显著。公司的经营活动现金净流量由 2020Q1 的 4.36 亿元提高至 Q2 的 26.65 亿元, 基本与公司的净利润相匹配, 但较 2019 年同比下滑 48.15%; 应收账款则由 2020Q1 的 28.42 亿元下降至 Q2 的 17.5 亿元, 仍高于 2019 年同期 11.72 亿元。公司的存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率分别由 2019 年度的 13.41、59.35 和 1.81 降至 2020H1 的 3.84、19.39 和 0.49, 但 2020H1 较 2020Q1 环比显著回落。我们认为, 公司的运营质量将继续随着下游的复工复产而持续改善。

公司盈利预测及投资评级: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:

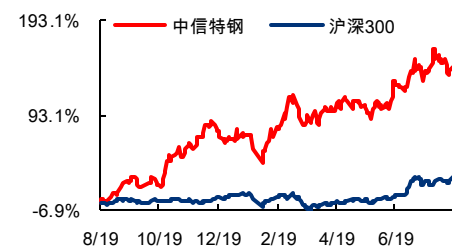
2020 年 9 月 21 日, 限售股 (定向增发) 解禁, 占总股本的 9.81%

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.25-7.7
总市值 (亿元)	945.83
流通市值 (亿元)	143.17
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	1.12

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

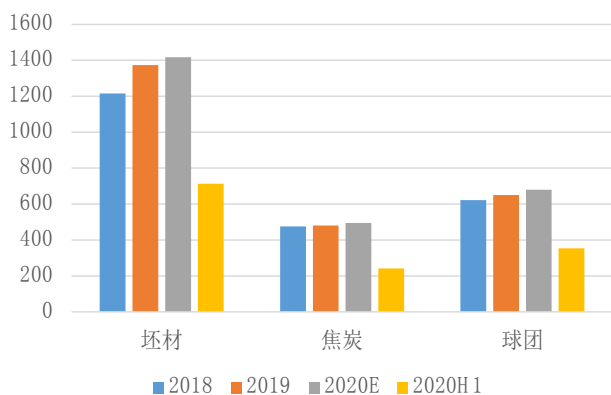
执业证书编号:

S1480520080002

1. 规模化和专业化优势凸显, 公司 2020H1 的经营业绩稳健

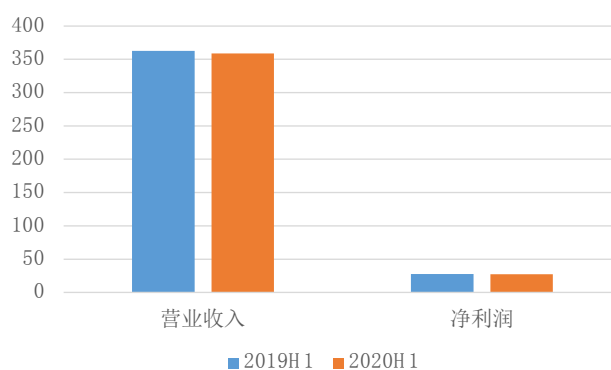
公司基本完成年度经营计划的 50%, 彰显抵御经济周期和行业波动的能力。报告期内, 生产焦炭 242 万吨、球团 353 万吨、铁 584 万吨、钢 712 万吨、商品坯材 713 万吨 (含内供坯材 31 万吨)。上半年完成总销量 667 万吨, 创历史新高。其中在国际市场业务开展困难的情况下, 上半年实现外贸销售总量 72 万吨。2020 年上半年公司实现营业收入 358.69 亿元, 同比减少 1.10%; 归属于上市公司股东的净利润 27.49 亿元。随着公司检修高炉的复产以及特冶产线下半年 10 月投产, 预计公司实现全年的生产和销售目标无碍。

图1: 2020H1 公司主要产品的产量完成年初计划的 50%



资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

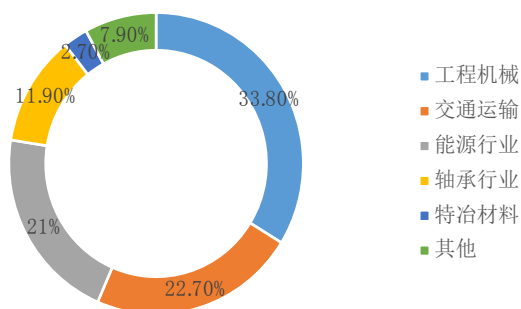
图2: 2020H1 公司的营业收入和净利润



资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

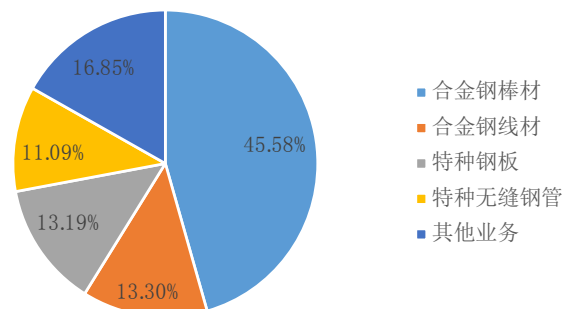
规模化发展是公司抵御经济周期或行业波动能力的来源之一。特殊钢产品的下游众多且分散, 公司的营业来源广泛分布于工程机械、交通运输、能源等装备制造业。2020 年上半年我国的汽车产销量受疫情影响显著, 产量和销量分别累计同比下滑 16.8% 和 16.9%, 同期我国的工程机械销量保持高速增长, 一定程度上对冲了汽车需求的下滑。自 4 月份以来我国的汽车产销量正在加速恢复, 我们预计 2020 年下半年公司的销售市场将在工程机械高景气和汽车回暖的背景下逐步改善。

图3: 2019 年公司的分行业营收占比

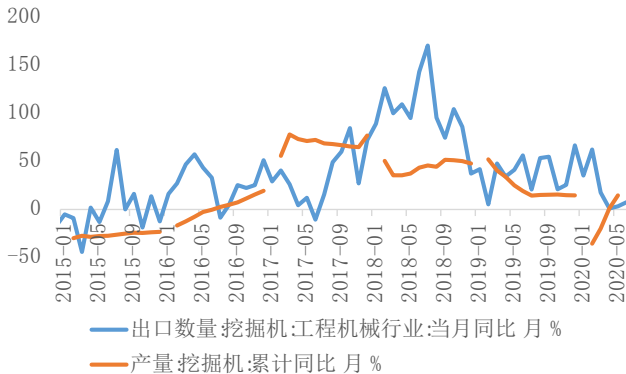


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

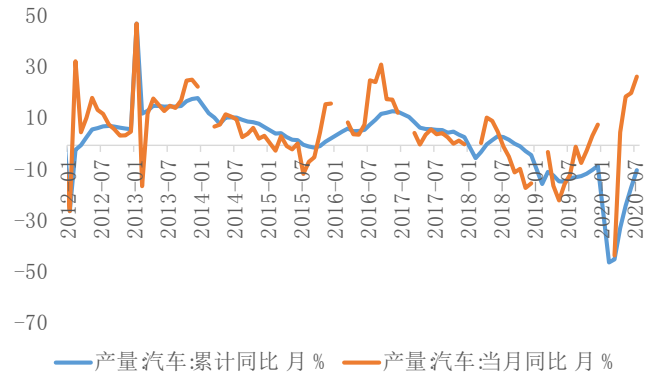
图4: 公司营收按产品类型的占比情况



资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

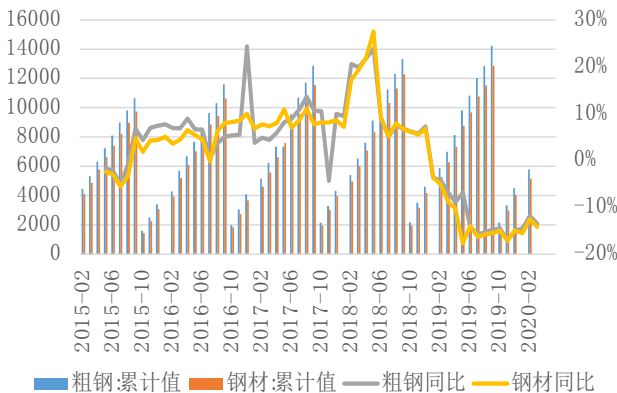
图5: 我国的工程机械内销和外销均维持高景气度


资料来源: Wind, 国家统计局, 东兴证券研究所

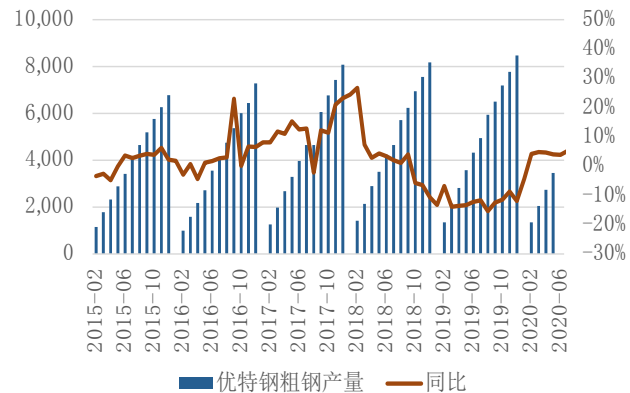
图6: 我国汽车的产销量正逐月环比改善


资料来源: Wind, 国家统计局, 东兴证券研究所

专业化发展是公司抵御经济周期或行业波动能力的来源之二。2020年1-5月,我国重点特钢企业的粗钢产量累计同比下降1.68%,优特钢粗钢产量同比下降3.35%。全行业的优特钢产量降幅大于公司,表明公司在我国优特钢市场的份额在继续提升。我们认为公司有以下的竞争优势:(1)公司实施专业化发展策略,单品具备技术、成本优势,在需求不景气时期,企业能够通过产品价格下沉而占据更多的市场。(2)归因于公司沿海沿江的产能布局,疫情冲击下公司的生产和销售均未受到物流方面的太大阻碍。

图7: 2020H1 特钢企业会员企业粗钢产量降 1.68%


资料来源: 特钢企业协会, 东兴证券研究所 (2020H1为1-5月份数据)

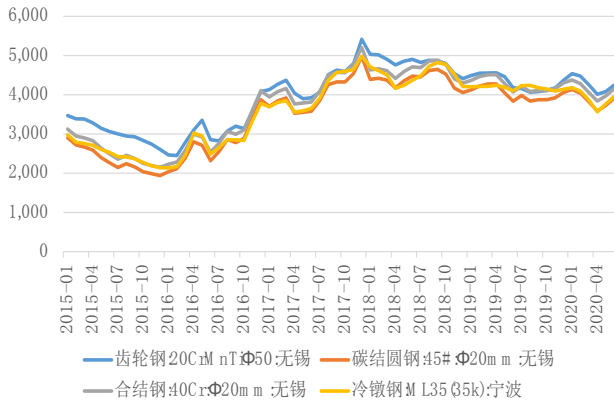
图8: 2020H1 会员企业的优特钢粗钢产量降 3.35%


资料来源: 特钢企业协会, 东兴证券研究所 (2020H1为1-5月份数据, 统计口径为优质质量+特殊质量钢)

2. 管理提升的承诺兑现, 公司 2020H1 的盈利能力稳定

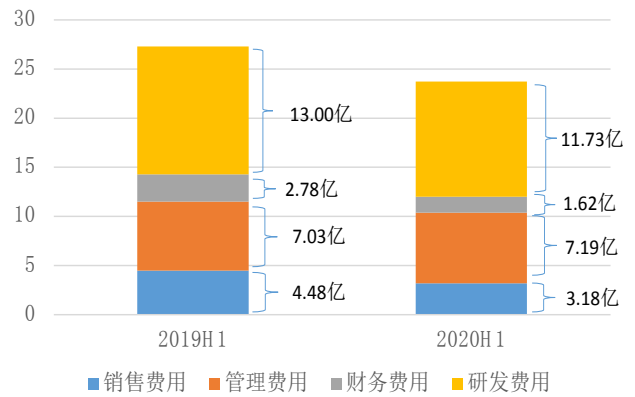
报告期内,公司特钢行业的销售毛利率为17.42%,同比下降0.93个百分点;实现销售净利率7.68%,同比提高0.06个百分点。面对疫情冲击,公司体现出极强的盈利韧性,主要有以下几方面的原因:(1)公司的产品结构高端,在下游细分行业中的市场份额处于绝对龙头地位,且80%为直销模式,与客户间联系紧密,预计销售价格降幅要低于市场;(2)面对铁矿石等原材料涨价,公司积极推进原燃料降本,根据半年公布的营业收入和销量测算的2020H1吨钢营业成本并未受到铁矿石涨价过多的影响;(3)公司持续推进降本增效,2020年作为“管理提升年”,公司的期间费用从2019H1的27.29亿元降至2020H1的23.72亿元。

图9: 市场上主流特殊钢品种的销售价格



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图10: 2020H1 公司的期间费用同比下降



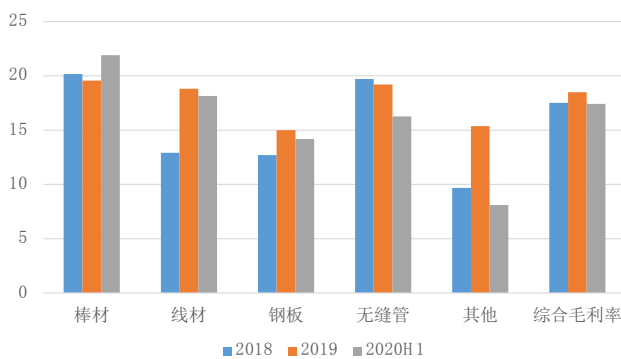
资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

表1: 2018-2020 上半年的国内特钢市场价格及同比变化

品种牌号	2018H1	2019H1	2020H1	2019 同比	2020 同比
齿轮钢:20CrMnTi Φ50:无锡	4912	4465	4267	-9.11%	-4.43%
碳结圆钢:45#:Φ20mm:无锡	4364	4129	3869	-5.38%	-6.30%
合结钢:40Cr:Φ20mm:无锡	4604	4369	4112	-5.10%	-5.88%
冷锻钢:ML35(35k):宁波	4433	4195	3903	-5.38%	-6.96%

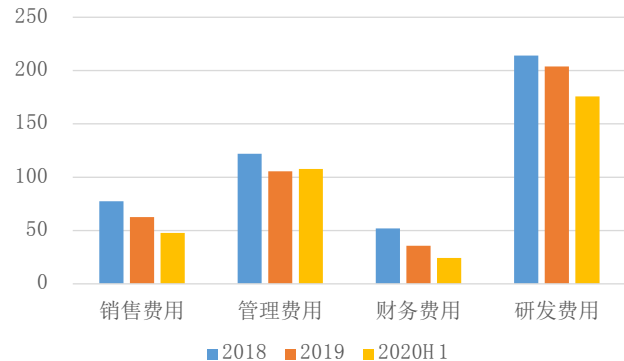
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图11: 主要产品的销售毛利率 (%)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图12: 公司的吨钢期间费用 (元/吨)

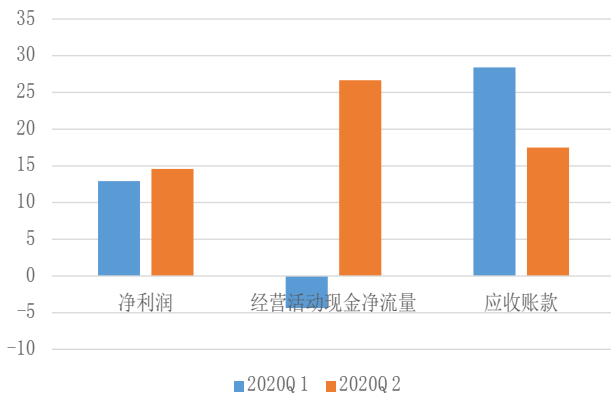


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所 (销售费用下降主要是根据新收入准则, 本期运输费用计入营业成本中所致; 财务费用下降主要是根据新会计准则, 本期票据融资费用计入投资收益中所致)

3. 疫情影响公司的运营质量, 复工复产后改善显著

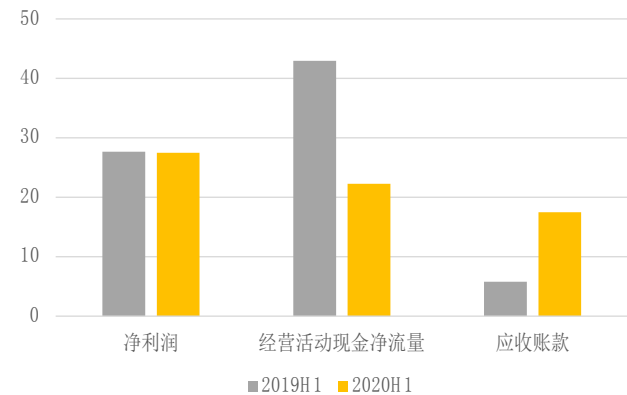
疫情对公司的经营活动现金净流量和应收账款均有影响, 但 2 季度较 1 季度环比显著改善。从 2020Q2 和 2020Q1 的季度经营情况看, 公司的经营活动现金净流量和应收账款情况环比显著改善: (1) 经营活动现金净流量由 2020Q1 的-4.36 亿元提高至 26.65 亿元, 基本与公司的净利润相匹配, 但较 2019 年同期同比下滑 48.15%; (2) 应收账款则由 2020Q1 的 28.42 亿元下降至 17.5 亿元, 仍然高于 2019 年同期 11.72 亿元。我们认为, 公司的经营性现金流和应收账款将继续随着下游的复工复产而持续改善。

图13: 2020Q2 的经营性现金流较 Q1 改善



资料来源: 公司季报及半年报, 东兴证券研究所

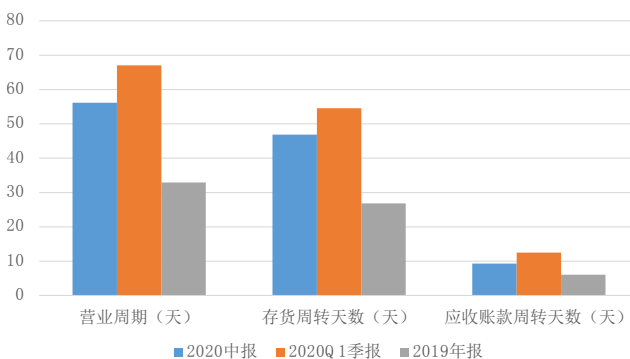
图14: 2020H1 的经营性现金流和应收账款



资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

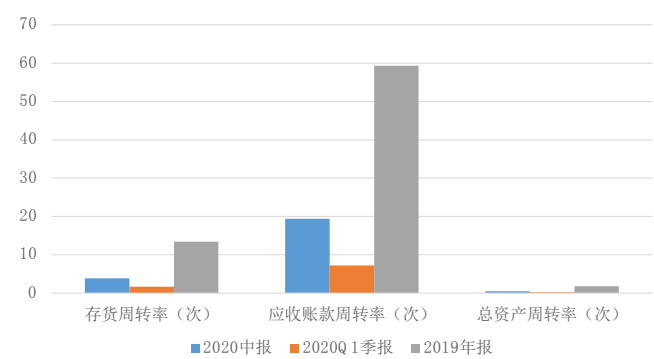
受疫情影响, 公司的存货周转天数和营业周期显著增加, 营业周期、存货周转天数分别由 2019 年的 32.91、26.84 天升至 2020H1 的 56.14、46.84 天, 应收账款周转天数由 2019 年的 6.07 天升至 2020H1 的 9.28 天。与此同时, 公司的存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率分别由 2019 年的 13.41、59.35 和 1.81 降至 2020H1 的 3.84、19.39 和 0.49。随着下游复工复产, 公司的经营效率也环比改善。2020H1 的存货周转天数、营业周期和应收账款周转天数均较 2020Q1 显著回落, 同时存货周转率、应收账款周转率和总资产周转率均环比上升。

图15: 2019-2020H1 公司的营业周期



资料来源: 公司季报及半年报, 东兴证券研究所

图16: 2019-2020H1 公司的营业周转率



资料来源: 公司季报及半年报, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

自国内复工复产以来, 市场主流特殊钢品种的销售价格触底回升。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, 市场成长空间较大。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2: 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%
V_e	93,369.50
V_d	8,494.66
WACC	11.96%

资料来源: 东兴证券研究所

表3: 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%

FCFF 估值	现金流折现值 (百万 元)	价值百分比
- 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	1.66	0.78	0.99	1.17	1.32
财务费用	225.79	7228.93	2516.75	2478.98	2445.63	速动比率	1.37	0.57	0.79	0.99	1.15
应收账款减少	-48	485	575	451	367	营运能力					
预收账款增加	0	0	-356	-2	71	总资产周转率	1.76	1.81	0.96	0.94	0.89
投资活动现金流						应收账款周转率	30	59	33	30	32
公允价值变动收益	-38	-2989	100	100	100	应付账款周转率	7.23	8.63	5.18	5.82	5.79
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.14	1.81	1.29	1.37	1.46
筹资活动现金流						每股净现金流(最新摊薄)	1.68	-0.96	0.43	1.44	1.87
应付债券增加	60	-7797	-4371	-3914	-4044	每股净资产(最新摊薄)	9.80	8.50	6.06	6.77	7.52
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	16.30	10.22	14.37	13.47	12.69
资本公积增加	0	2519	2078	0	0	P/B	1.89	2.18	3.05	2.73	2.46
现金净增加额						EV/EBITDA	8.59	4.09	8.13	7.28	6.30
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）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇	2020-07-23
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

张清清

北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域有丰富的科研成果，在学期间发表十多篇金属新材料相关领域的学术论文，其中包含第一作者身份发表的 5 篇 SCI 论文（累计影响因子 $IF > 10$ ）；2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，期间主持或参与多项新产品的研究开发并应用于国家重点工程项目，对包含钢铁在内的材料企业的运营有深刻的认知和理解；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