

大冶特钢 (000708)

公司研究/深度报告

高端制造刺激特钢下游需求，多重因素支撑公司估值上修

深度研究报告/钢铁

2019年02月19日

报告摘要:

● 公司从未亏损，具备较强逆周期调节能力

大冶特钢自1993年成立至今的二十四年中，归母净利润从未出现负值，盈利底部坚实。公司存货增速2018年Q2为-14%，并开始连续负增长，在未来经济承压背景下，公司进入主动去库存周期。此外，2018年Q3公司资产负债率41.61%，较2018Q2下降2.16pct，低于行业中值，资产质量在行业中具有一定优势，在宏观经济下行期，资产风险暴露概率较小，公司具备较强逆周期调节能力。

● 公司盈利表现稳定，盈利能力在特钢行业较为突出

与行业中值相比，公司扣非净利增速绝对值在2011年Q1至2018年Q3平均低于行业5.54pct，所以相较特钢行业周期属性更弱，增速波动明显较小，盈利能力更加稳定。2010年至今，公司销售毛利率多数保持在10%-12%区间，保证了公司盈利能够穿越周期。截至2018Q3，公司净资产收益率9.17%，较2017年下降1.02pct，绝对值仍处于2012年以来高位，公司景气度较高。与特钢行业净资产收益率中位数相比，公司2018年Q3数值高于行业中值1.84pct，且从历史数据看，公司净资产收益率在行业中较为突出。

● 拟并购标的盈利水平保持行业首位，公司综合竞争力或进一步提升

公司拟并购标的兴澄特钢是中国特钢技术引领企业，拥有高端特钢产品生产能力，若并购成功后公司特钢产品将更加丰富，具备1300多万吨特钢产能，占全国特钢产能约17%，公司将处于行业领先地位，市场竞争力或进一步增强。公司集中采购优势也将降低原材料成本，产业链的高效整合则将增强公司成本控制能力。兴澄特钢2005年至今从未亏损，且截至2016年连续多年整体盈利水平保持行业首位，若并购完成后将进一步增强上市公司抗周期能力。

● 若并购成功公司盈收将快速增长，盈利规模或超竞争对手。

若并购成功，公司盈利能力得到大幅提高，兴澄特钢2018年全年营业收入664.06亿元，大冶特钢年化后预期营收125.32亿元，届时公司营业总收入增长超5倍。兴澄特钢2018年净利润33.92亿元，大冶特钢年化后预期归母净利4.81亿元，若并购完成后公司2018年预期归母净利将增长近7倍，盈利规模或超过竞争对手。合并后盈利表现或将明显优于同行业其他公司，具有较强配置价值。

● 优质资源若整合，叠加高研发投入，公司具有较大估值上修空间

通过与港股特钢标的进行对比，兴澄特钢将同样具有较高估值水平，且远高于公司目前9倍估值，所以如果并购顺利完成，公司将面临估值重塑。此外，在国家推动科创产业升级背景下，注重研发投入的企业估值水平将提升。特钢作为众多高端制造行业上游，且研发费用与营收比较高，理应获得较高估值。大冶特钢研发营收比4.42%，行业内最高，但市盈率远低于可比公司，公司估值仍有较大上修空间。

推荐

首次评级

当前价格：9.78元

交易数据 2019-2-18

收盘价(元)	9.78
近12个月最高/最低	11.07/8.33
总股本(百万股)	449.41
流通股本(百万股)	449.41
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	43.95
流通市值(亿元)	43.95

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：王介超

执业证号：S0100117060026

电话：010-85127433

邮箱：wangjiechao@mszq.com

研究助理：刘阳

执业证号：S0100118050012

电话：(8610)85127665

邮箱：liuyang_yjy@mszq.com

● 盈利预测与投资建议

公司长期盈利稳定，未来高端制造的发展将有效刺激特钢下游需求，看好公司盈利的持续性，此外，公司拟收购兴澄特钢有望提升综合竞争力。预计公司2018-2020年的EPS分别为1.15元、1.31元、1.38元，对应的PE分别为8.5倍、7.5倍、7.1倍。公司PE处于历史低点，远低于可比公司均值，在可比公司中处于最低水平；PB在此轮周期中亦处于较低水平，且低于可比公司及行业均值。首次覆盖，给予推荐的评级。

● 风险提示

原材料价格大幅波动，资产重组进程存在不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10,227	10,841	11,329	11,725
增长率（%）	60.0%	6.0%	4.5%	3.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	399	517	588	622
增长率（%）	36.3%	29.7%	13.6%	5.9%
每股收益（元）	0.88	1.15	1.31	1.38
PE（现价）	11.1	8.5	7.5	7.1
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、公司产品具备国际先进水平，成长为国内特钢领先企业	4
二、行业供需存在结构性错配，高端制造业刺激高附加特钢发展	9
三、提前应对经济风险，公司具备较强逆周期调节能力	16
四、基金低持仓降低机构交易阻力，股价充分调整估值处于底部	20
五、公司拟收购兴澄特钢，综合竞争力或进一步提升	21
六、优质资源整合叠加高研发投入，公司具有较大估值上修空间	24
七、盈利预测与投资建议	26
插图目录	29
表格目录	29

一、公司产品具备国际先进水平，成长为国内特钢领先企业

公司成立二十载，逐步成长为特钢行业领先企业。大冶特殊钢股份有限公司于1993年5月18日在湖北省黄石市登记注册成立，是由经由湖北省体改委批准，由冶钢集团有限公司作为主要发起人，以其生产经营主体部分与东风汽车公司、襄阳汽车轴承股份有限公司共同发起，以定向募集方式设立而来。公司于1997年深交所上市，在2005年10月被湖北新冶钢有限公司收购，并且后者成为其最大股东。目前，大冶特钢已经逐步发展成为全国规模最大的纯特钢生产企业之一，技术力量雄厚，多项产品具有国际竞争力。

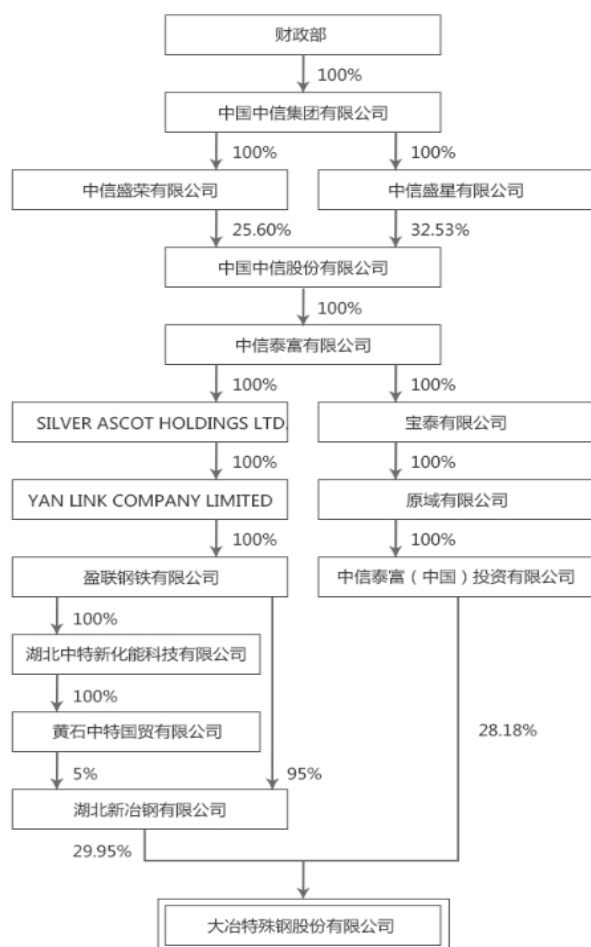
图1：大冶特钢发展历史



资料来源：民生证券研究院整理

中信集团实际控制，公司是中信特钢唯一上市平台。截至2018Q3，湖北新冶钢有限公司持股比例29.95%，是公司第一大股东，中信泰富（中国）投资有限公司持股比例28.18%。其中，湖北新冶钢有限公司与中信泰富（中国）投资有限公司均为中信泰富有限公司100%控股公司，所以大冶特钢实际控制人为财政部下属的中信集团有限公司，而中信泰富特钢集团为公司实际管理人。中信泰富特钢集团旗下拥有多家特殊钢铁公司，其中大冶特钢是唯一上市公司。集团具备年产1300多万吨特殊钢生产能力，工艺技术和装备具世界先进水平，是目前全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地，是合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管、特冶锻造、合金钢线材、连铸合金圆坯等特种钢材生产基地，品种规格配套齐全、品质卓越并具有明显市场竞争优势，产品畅销全国并远销美国、日本以及欧盟、东南亚等60多个国家和地区，获得了一大批国内外高端用户的青睐。

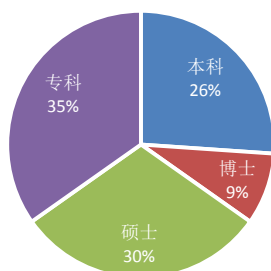
图 2：中信集团控股大冶特钢股权结构分析



资料来源：公司官网，民生证券研究院

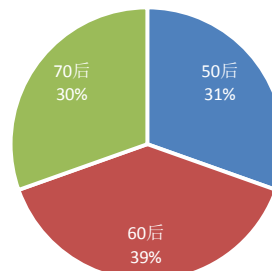
高学历管理者提升管理水平，结构稳定有助效率优化。通过统计发现，从管理层学历看，公司 23 名高管中，有 15 名高管具有本科及以上学历，其中硕士 7 人，博士 2 人，且学历背景均为工程类或财经类。管理层的专业人才高占比有助于公司管理水平的提升，保证企业决策符合行业发展规律。从管理层年龄看，公司管理层以“50 后”、“60 后”、“70 后”为主，其中“60 后”9 人，占比最高，“50 后”与“70 后”分别 7 人，管理层年龄结构呈橄榄型，分布合理。从任职期限看，10 人在高层连续任职 4 年以上，且多数高管此前在中信泰富钢铁集团内部任职经历，对集团发展理念与管理风格具有良好延续性，稳定的管理层有助于公司治理效率的提升。

图 3：公司管理层学历结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司管理层年龄结构



资料来源：wind，民生证券研究院

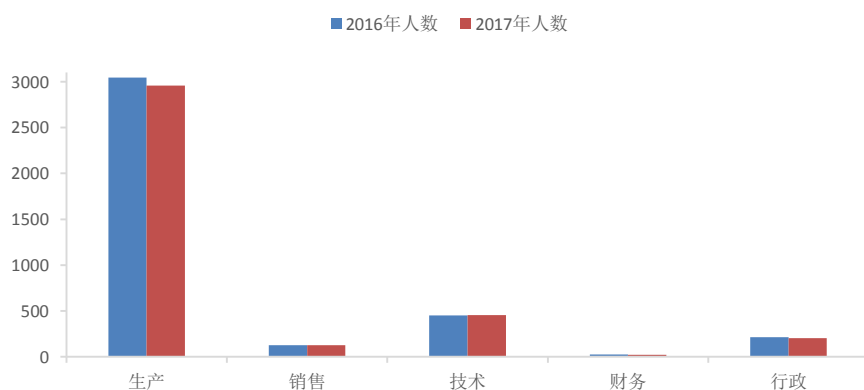
秉承创新、高效发展理念，积极建设具有全球竞争力特钢品牌。中信特钢秉承“诚信、创新、高效、超越、融合”的理念，以造福社会为己任，努力建设环境友好型、资源节约型和社会和谐型企业，着力打造全球最具竞争力的特钢企业集团。大冶特钢作为中信钢铁内部唯一上市平台，公司着力践行集团发展理念，努力通过增加技术研发投入、提高装备水平，从而增强产品竞争力。公司研发费用由 2015 年的 2.25 亿元上涨至 2017 年的 3.57 亿元，公司研发人员数量，由 2015 年的 424 人上涨至 2017 年的 454 人，占比由 11.15% 上升至 12.06%，技术人员占比与人数不断增加。目前，大冶特钢已经发展成为国家高新技术企业，轴承钢荣获国家金质奖、弹簧扁钢荣获国家银质奖，多系列产品被评为中国高新技术产品。

表 1：公司研发支出情况

	2015 年	2016 年	2017 年
研发费用 (亿元)	2.25	2.38	3.57
研发人员数量	424	429	454
研发人员数量占比 (%)	11.15	11.11	12.06

资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：公司人员构成



资料来源：wind，民生证券研究院

公司设备及工艺具有国际先进水平, 产品种类品种齐全。公司拥有瑞士 ABB 超高功率直流电弧炉、意大利达涅利 LF/VD 炉、日本 RH 钢包精炼炉、美国 Consarc 真空感应炉、德国克鲁伯弧形连铸机等具备国际先进水平的主体装备, 配套有 ABB 公司的自动控制及传动系统, GE 超声波探伤、Foerster 漏磁探伤、计算机在线监控监测系统。应用新型模铸保护技术、连铸采用轻压下电磁搅拌等综合技术等先进工艺, 3 条超声+漏磁探伤线确保产品高标准零缺陷交货。此外, 公司拥有 16 吨保护气氛电渣炉、6 吨真空感应炉和 6 吨真空自耗炉等多台套特种冶炼设备、电液锤、不同型号快锻机、2.5 米环轧机、5 米环轧机及热处理机加工组成的高合金钢锻材生产线。产品下游应用领域广泛, 高品质棒材主要应用于汽车、机械制造、铁路、电力与化工等, 高合金段材主要应用于航空航天、核工业、能源环保、海洋等领域的工模具钢、高温合金、耐蚀合金、特种不锈钢、超高强度钢等, 产品覆盖棒材、锻件、模块、环件及饼材等。

表 2: 公司高品质棒材种类及用途

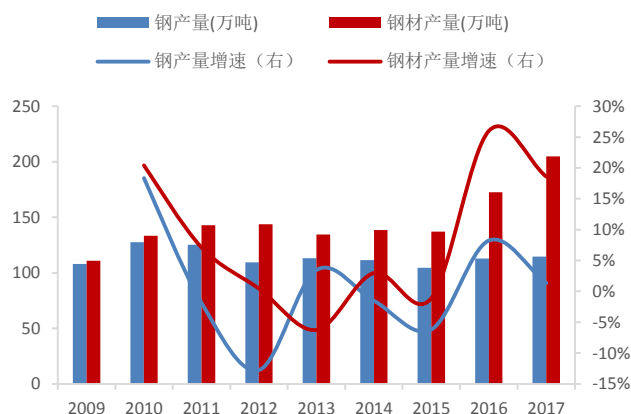
钢类	产品名称	主要用途
碳素结构钢	碳结钢	一般零部件、制作钢球等
	锰钢	
	深冲钢	用于深冲加工等
合金结构钢	调质钢	轴类、机械零件、石油工具
	齿轮钢	汽车变速箱齿轮和后桥齿轮等
	易切削非调质钢	用于曲轴、连杆、轮毂、转向节、传动轴、前轴汽车零部件等
	铁路用钢	铁路道岔、火车钩、车轴等
	工程机械用钢	广泛应用于生产大型工程机械的履带链轨、履带轮毂、链轮、重载轮轴、支重轴等关键零部件等
	钎具钻具钢	主要用于制作石油钻井、矿山开采的钎头钎具等
	船用锚链钢	用于船舶停靠系泊锚
	系泊链用钢	用于固定海洋石油钻采平台
	石油用钢	用于石油钻井钻具、接头等
	锅炉管坯	用于制造过热器、再热器用、高压锅炉管、石化工业用钢管等
	核电用钢	核电重型支撑 QA1 级用材料
	风电用钢	风电电机轴、销、螺栓等
	特殊用途合金钢	用于离屈服强度、高强度极限、高屈强比、高抗疲劳性能等的特殊使用要求
	航空结构钢	飞机零部件等
	特殊车辆用钢	曲轴、扭力轴等零部件
工模具钢	工具钢	量具、刀具及五金工具等
	冷作模具钢	重型五金冲压模、精冲模、冷挤模、冷墩模、刀具、冷轧辊、磨损性塑料成型模
	热作模具钢	金属热锻模、铜合金挤压模、压铸模、金属热锻模、铝合金挤压模、铝合金压铸模
	塑料模具钢	高抛光度要求的塑料模具、离防酸性塑料模、简单小型塑料模具及模架
轴承钢	汽车轴承钢	汽车轴承
	铁路轴承钢	铁路货车、客车轴承
	风电轴承钢	风电轴承等
	军工轴承钢	航空等特殊用途高档轴承
弹簧钢	汽车弹簧钢	货车板簧

	铁路弹簧钢	铁路货车、客车悬挂弹簧、扭杆
不锈钢	不锈钢	不锈钢轴承、螺栓等
	叶片钢	汽轮机叶片
	耐热钢	大型气阀
	无磁不锈钢	无磁模具、无磁仪器用
	航空不锈钢	航空发动机关键部件等

资料来源：公司官网，民生证券研究院

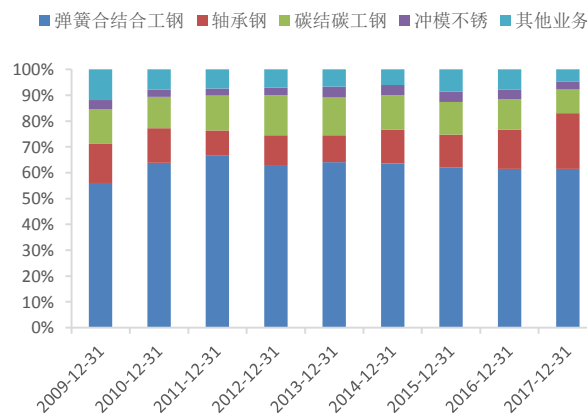
公司产量近年快速增长，营业收入结构稳定。受钢铁行业供给侧改革影响，公司作为细分行业领先企业与优质产能的代表，钢铁产量在 2016 与 2017 年快速增长，抢占了部分被淘汰产能市场份额。公司钢产量由 2015 年的 104.41 万吨增长至 2017 年的 114.51 万吨，钢材产量由 2015 年的 137.02 万吨增长至 2017 年的 204.7 万吨，其中 2016 年两者增速双双创近年峰值，分别为 8%与 26%，虽然 2017 年增速略有下行，预计随着下游需求的增长，产量增速会维持较高水平。公司营业收入中弹簧合结合工钢销售收入占比最大，历史均值超过 60%，2017 年销售收入达到 62.82 亿元，轴承钢销售收入占比在逐年提高，2017 年达到 22.13 亿元，碳结碳工钢收入占比不断下降，整体结构较为稳定。

图 6：公司主要产品产量



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：公司主营产品营业收入结构

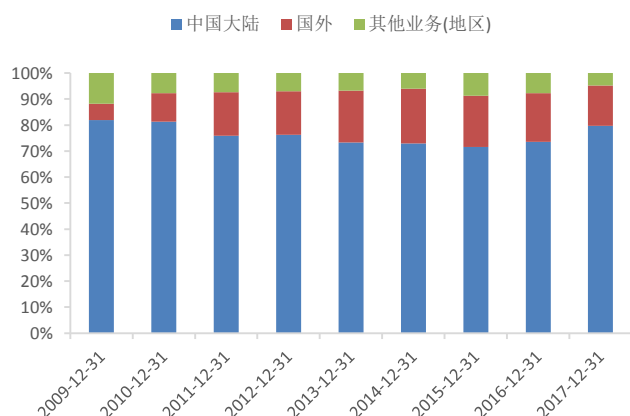


资料来源：wind，民生证券研究院

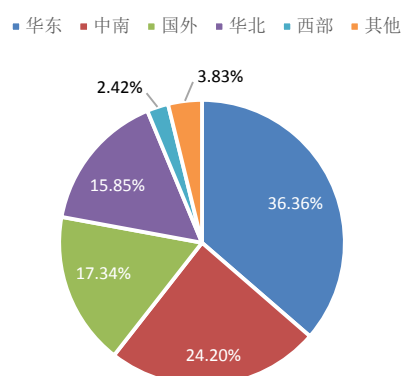
公司产品销售以国内为主，华东、中南地区为主要市场。2009 年至 2017 年，公司产品主要进行内销，平均占比超过 70%，而公司产品外销收入占比在 2015 年后开始逐渐缩小。2018 年上半年，公司产品在国内主要销往华东、中南、华北等地区，收入占比分别为 36.36%、24.20%与 15.85%，上述地区成为公司产品主要消费市场。

图 8：2009-2017 公司分区域销售占比

图 9：2018H1 公司分区域销售占比



资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司产品种类丰富且具有高附加值,是行业全种类产品稀缺标的。通过与可比公司主营产品进行对比,可以发现全部7家公司中,包括久立特材、金洲管道、永兴特钢在内的三家公司主要专营特钢细分产品线,例如不锈钢、刹车片、管材、弹簧扁钢等,下游应用稳定但需求规模具有一定局限性。西宁特钢产品附加值较高,产品涵盖了高合金钢、碳素结构钢等,但产品下游多为铁路运输,需求局限性较大,且易受政策扰动造成营收波动。从产品与下游角度看,大冶特钢是板块内产品种类丰富,下游应用广泛,且高附加值、高科技产品占比最高公司,将最大受益于未来特钢需求规模增长。

表 3: 特钢行业公司主营业务对比

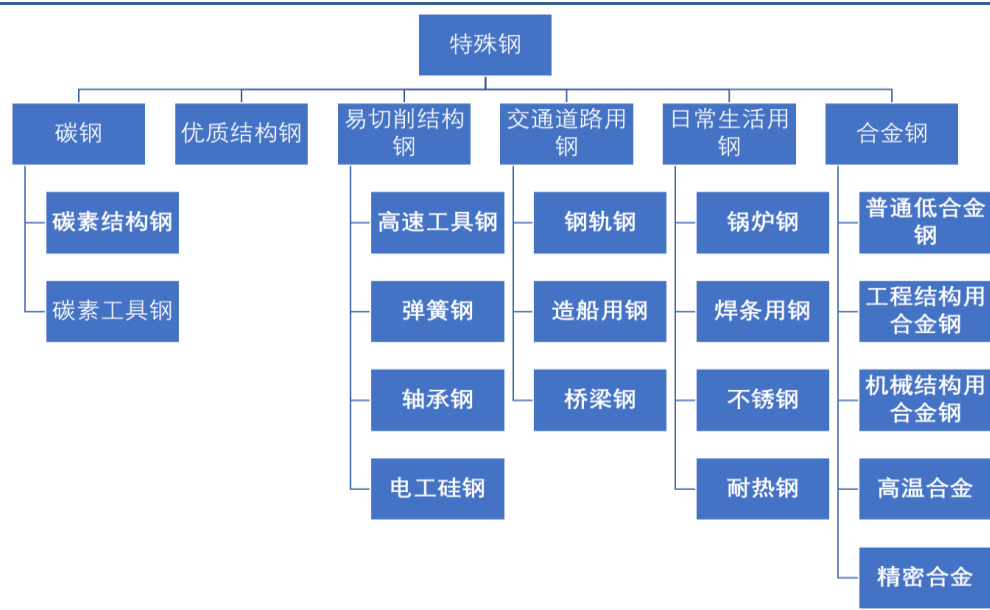
主要产品	
久立特材	双相不锈钢管、船用管、高(低)压加热器管(U 管)、工业配管、锅炉管、焊接管、核电用管、精密仪表管、耐蚀合金、耐高温合金管、热交换器管、钛管、无缝钢管、造纸用管
永兴特钢	奥氏体-铁素体双相不锈钢管管坯、不锈钢无缝管管坯、锻压件、钢丝用不锈钢线材、锅炉用耐热不锈钢无缝管管坯、焊接用奥氏体不锈钢线材、冷镦用不锈钢线材
*ST 抚钢	超高强度钢、大型减速机用钢、高温热锻模材料合金、高温热作模具用合金、耐蚀合金、耐酸耐热不锈钢、汽车用钢、钛合金、新型高温热锻模材料合金、铸造母合金
大冶特钢	齿轮钢、轴承钢、工模具钢、高温合金钢、高速工具钢、冲模不锈钢、弹簧结合工钢、汽车用钢、碳结碳工钢、轴承钢等钢材品种
西宁特钢	不锈钢耐热钢、粗苯、弹簧钢、高淬透性轴承用钢、高碳铬不锈钢轴承钢、合金结构钢、普通轴承用钢、生铁、铁水、碳素结构钢、铁路货车轴承用钢、铁路客车轴承用钢、油井涡轮钻具用耐冲击轴承钢、轧机轴承用钢
常宝股份	聚乙烯绝缘电力电缆、层绞式通信用室外光缆、大对数主干电缆、电缆附件、电力电缆、聚氯乙烯绝缘阻燃电力电缆、海底电缆、交联聚乙烯绝缘低烟无卤船用控制电缆、全介质自承式架空光缆等
金洲管道	ERW 直缝焊石油天然气钢管、FBE/2PE/3PE 防腐钢管、PE 燃气管材管件、PP-R/PE 给水管材管件、钢塑复合管、高频焊管、热浸镀锌管、双面埋弧螺旋钢管

资料来源: wind, 民生证券研究院

二、行业供需存在结构性错配, 高端制造业刺激高附加特钢发展

特殊钢具有不同特殊性能, 产品种类丰富。特钢又称为特种钢或特殊钢, 是与普钢相对的概念, 专指由于成分、结构、生产工艺特殊而具有特殊物理、化学性能或者特殊用途的钢

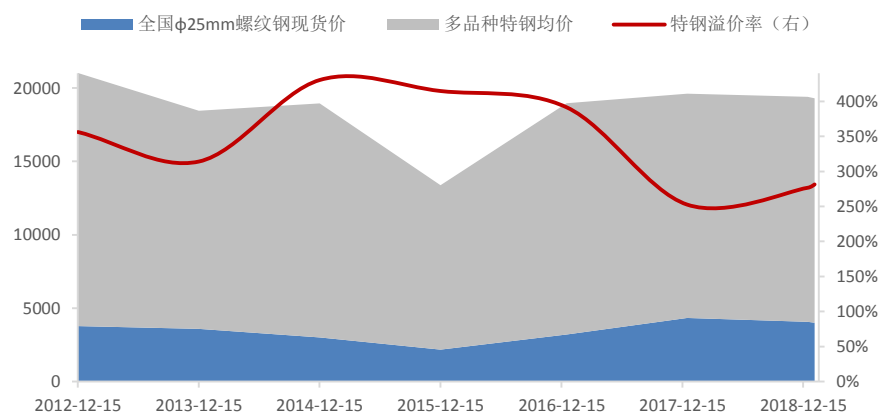
铁产品，与普钢相比，特钢生产工艺更复杂、技术水平要求更高、生产规模更为集约，下游应用主要集中于国防、电力、石化、核电、环保、汽车、航空、船舶、铁路等行业的高端、特种装备制造领域。在我国，特殊钢种类丰富，包含优质碳素结构钢、合金结构钢、碳素和合金工具钢、弹簧钢、轴承钢、高速工具钢、耐热钢和不锈钢、高温合金和精密合金等。特殊钢中种类最多的是合金钢，是在碳素钢中适量地加入一种或几种合金元素后使钢的组织结构发生变化，从而使钢具有各种不同的特殊性能，如强度、硬度大，可塑性、韧性好，耐磨，耐腐蚀，以及其他许多优良性能。

图 10：特殊钢分类


资料来源：民生证券研究院整理

直销使特钢产品价格较为稳定，能够抵御钢铁行业景气度下行。由于特钢产品下游应用具有特殊性，产品销售一般采用直销方式，价格也是与下游公司直接确定，所以和普碳钢相比，特钢价格波动较小。由于普钢作为特钢生产原材料，所以当钢铁行情较好时，原材料价格上涨，特钢企业生产成本上升，挤压了特钢企业一定利润空间，但在钢铁行业景气度较差时，特钢产品凭借其技术优势和稳定需求能够保持较高利润率。此外，特钢产品具有高附加值，属技术密集型产品，而产品的高附加值在售价上得到体现。通过对比特钢产品与螺纹钢产品价格，可以看出多种特钢的平均价格要比螺纹钢价格高出 2.5-4.2 倍之间，其中钢铁行业景气度较低时，特钢溢价更高，在 2017 年螺纹钢价格飞涨的背景下，特钢产品溢价仅有 253%，是 2012 年以来最低水平。

图 11：特钢产品溢价水平



资料来源: wind, 民生证券研究院

特钢发展始于普钢成熟, 水平反映国家钢铁工业能力。特钢是重大装备制造和国家重点工程建设所需的关键材料, 是钢铁材料中的高技术产品, 其生产能力和应用程度代表了一个国家的工业化发展水平, 世界上产钢大国在钢产量达到一定规模后, 其特钢比例都会有所上升。一个国家的钢铁工业先进水平都将从特钢占钢产量的比重、特钢产品结构以及特钢质量和应用中得到如实体现。

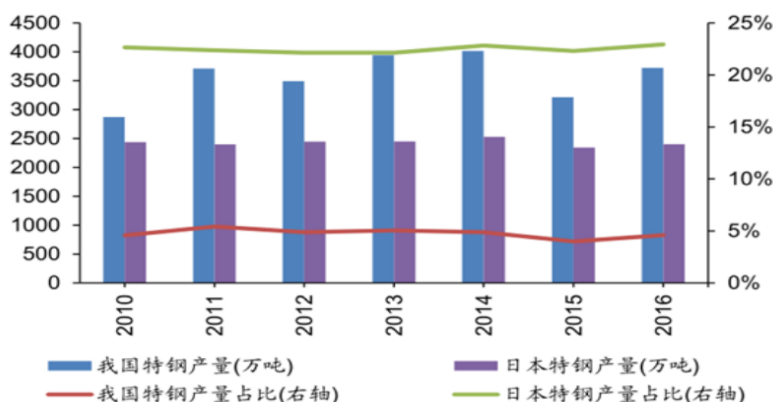
表 4: 中美日钢铁行业发展对比

	美国 (1970s)	日本 (1970s)	中国 (2010s)
粗钢产量见顶时间	1973	1973	2014
粗钢产量见顶时人均 钢铁产量 (吨/人)	0.65	1.08	0.60
粗钢产量见顶时 GDP 全球排名	1	2	2
粗钢产量见顶前 20 年 GDP 平均增速	6.75%	5.78%	10.23%
粗钢产量见顶时城市 化率	73.63%	74.22%	54.77%
粗钢产量见顶时特钢 产量占比	6.97%	7.96%	4.88%

资料来源: 中国产业信息网, 民生证券研究院

我国特钢产量占比较低, 特钢产品结构低端, 未来发展空间巨大。目前我国特钢产量占钢铁总产量的占比较低, 根据中国产业信息网数据显示, 2016 年我国特钢产量约 3725.51 万吨, 占我国当年粗钢产量的 4.61%。与发达国家相比, 2016 年日本特钢产量达到 2403.4 万吨, 占比 22.94%, 法国和德国在 2011 年特钢占比就已经达到 15-22%, 瑞典则高达 45% 左右。从特钢产品结构看, 非合金钢和低合金钢为低端特钢, 合金结构钢和轴承钢、弹簧钢为中端特钢, 合金工模钢、高速钢、高温合金钢、精密合金钢、耐蚀钢等为高端特钢。根据 Mysteel 数据显示, 我国 2016 年高、中、低端合金钢占特钢比例分别为 3%、55%、24%, 而同期日本高端合金钢产量占比为 25%。我国特钢产品以中低端产品为主, 高端产品占比较小。所以, 无论从我国特钢占粗钢产量还是特钢自身产品结构来看, 我国特钢行业仍处在发展初期, 未来行业空间巨大, 尤其是高端特钢产品空间尚未完全打开。

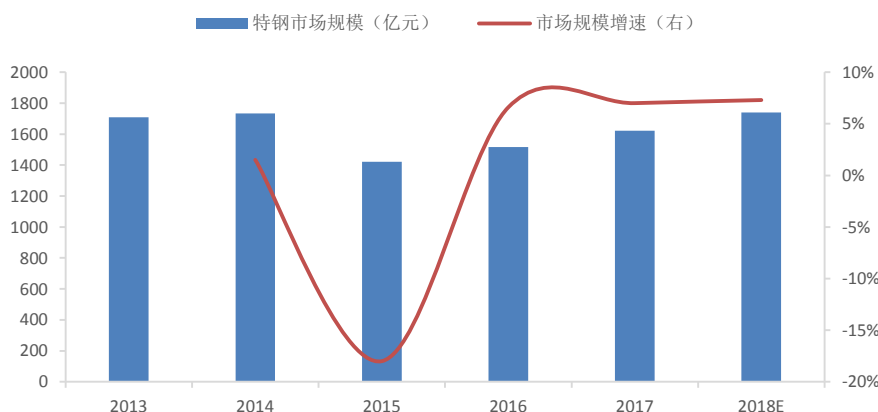
图 12：中日特钢产量对比



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

特钢市场供需关系并不均衡，高附加值特钢未来进口替代空间较大。我国特钢行业市场规模近年不断壮大，2015 年至今保持年均 7% 增速，2017 年市场规模达到 1622 亿元，预计 2018 年将达到 1740 亿元。由于我国特钢高端产品与中低端产品产量差距较大，造成了市场供需关系的不均衡，中低端特钢出现供大于求现象，而高端特钢则供不应求。这种不均衡也可以从进出口情况侧面反映，2017 年 1 月-11 月份，我国钢材出口 6966 万吨，同比下降 30.8%。其中，主要特钢企业棒材、管材、线材出口 161 万吨，同比下降 10.6%。2017 年 1 月-11 月份，我国进口钢材 1210 万吨，同比增长 0.6%。从而看出，高端产品不能完全满足国内市场需要，对进口有较强依赖，所以高端特钢具有极大进口替代空间。

图 13：特钢市场规模不断壮大



资料来源：观研天下，民生证券研究院

高端制造业发展支撑未来高端特钢需求增长。随着 2019 年中央经济工作会议再次强调经济结构优化走向深入，未来制造业转型升级将成为工作重点，《中国制造 2015》等产业规划也彰显我国向产业链上游进军的决心，以汽车、能源、工程机械、国防军工、核工业为代表的高端制造业迎来了快速、可持续发展，中高端特钢的需求也迎来难得的增长机遇。国家借机推出多项产业政策，包括《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《新材料产业发

展指南》等新材料产业规划，将助力特钢行业有序快速发展。

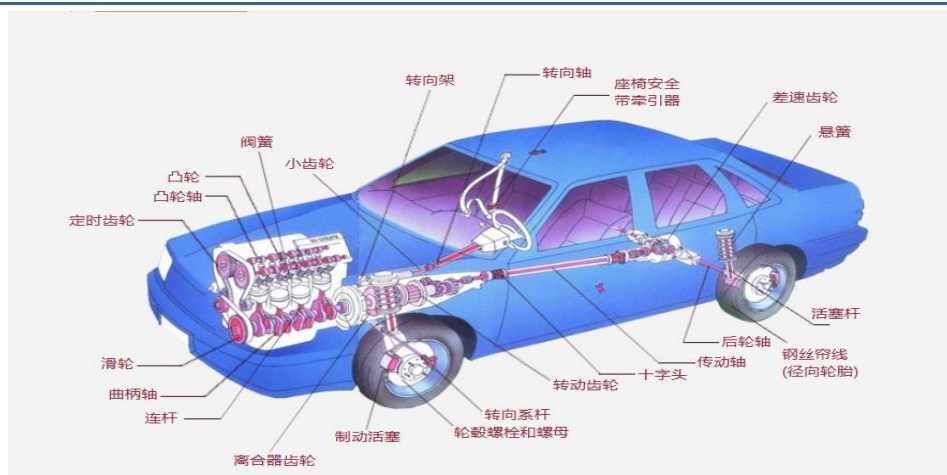
表 5：特钢重点下游行业需求

下游行业	特钢主要应用需求	所需钢材品种
汽车行业	滑轮、冲压模具、悬挂弹簧、轴承、轮轴、活塞杆、传动轴、曲轴、凸轮和齿轮等	合金工具钢、弹簧钢、轴承钢、合金结构钢等
能源行业	发电机转子用钢、超临界和超超临界火电锅炉水冷壁、再热器受热管道、分离器、风电轴承钢、风电齿轮钢、单晶硅切割丝、油井钻铤、钻头、钻杆、钻杆接头、抽油杆、扶正器、螺杆钻具、泵体等	高强度低合金钢、合金结构钢、高温合金等
工程机械	活塞、液压缸、斗、履带(履带轮、链轮、链轨节、销轴、销套)	合金结构钢、中厚壁无缝钢管、易切削非调质钢、特种中厚板等
船舶海工	系泊链、海洋平台、钻杆、集装箱船舶、客轮、散装货轮、液化天然气船等	高强度链条钢、特种中厚板、油田钻具用钢等
铁路行业	车轴、铁路轴承、火车弹簧、车轮等	合金结构钢、轴承钢、连铸合金圆坯、高性能弹簧钢、车轴钢等
国防军工	船用易焊接高强度钢、飞机起落架、航空涡扇发动机、航天火箭发动机、炮管、枪管、导弹壳体等	高强度合金结构钢、不锈钢极薄壁无缝钢管、高温合金等

资料来源：民生证券研究院整理

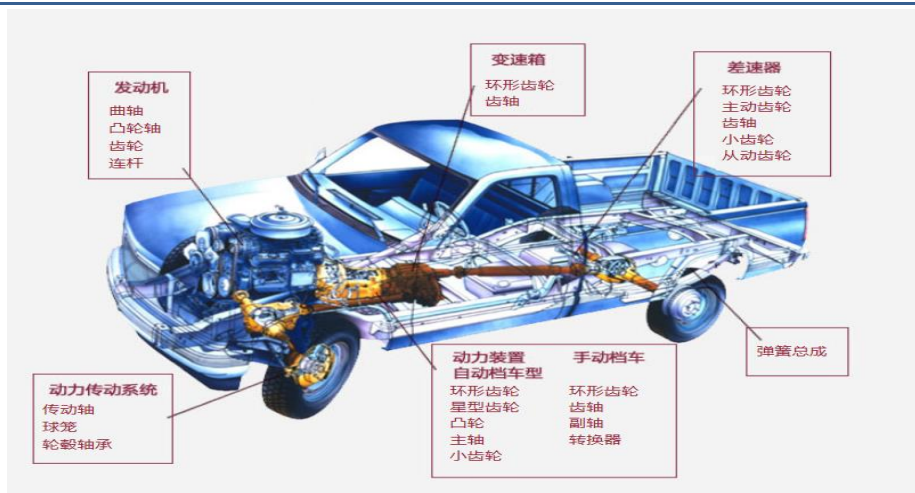
政策促进汽车消费回暖，最大应用领域需求有望延续。2018 年中国汽车年度销量首次下滑，全年销量 2808.1 万辆，较 2017 年下滑 2.8%，其中乘用车下滑 4.1%，商用车增长 5.1%。虽然销量下滑，但我国汽车保有量仍较低，根据统计数据，2018 年我国汽车保有量达到 2.4 亿台，千人汽车保有量仅为 174 台，约为美国的 1/5，韩国的 1/2。因此从人均汽车保有量上来说，目前我国汽车产业仍处于普及期，未来汽车需求有望持续放量，汽车行业发展空间仍然较大。此外，发改委近期表示将制定出台促进汽车产品消费的措施，所以预期政策将有效扩大国内市场汽车销量、缓解宏观经济下行压力。钢材是汽车制造的主要原料，占汽车全部原材料的 72%-88%。根据数据，汽车用特殊钢占特殊钢总产量的 40%，是特殊钢的第一大应用领域，广泛应用于汽车关键零部件如发动机、变速箱、各类轴杆等。汽车用特殊钢主要包括优碳钢、合金结构钢、弹簧钢、齿轮钢、易切钢、冷镦钢和耐热钢等类型。

图 14：特钢产品在轿车上应用



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 15：特钢产品在卡车上应用

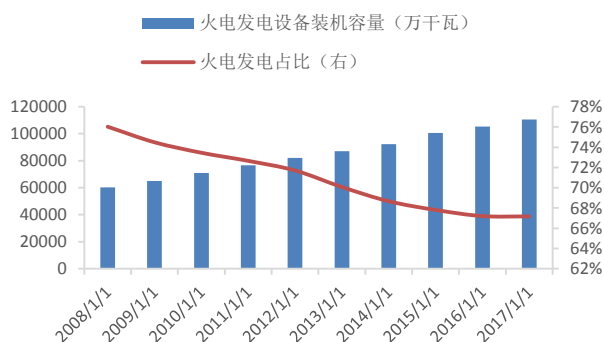


资料来源：公司官网，民生证券研究院

清洁能源发电占比持续提高，非化石能源发电对特钢需求逐渐释放。我国能源长期以煤炭等石化能源为主，火电是我国的主要能源形式，清洁新型能源占比较低，能源结构并不合理。随着我国经济增速放缓，能源消费增速下滑，目前是进行能源结构转型升级最佳时机。“十二五”及“十三五”期间，我国火电发电占比由 73%下降至 67%，风电、核电发电占比均显著增长，分别由 4%增长至 10%、由 1.19%增长至 2.18%，能源结构转型已经取得积极成效。根据我国《能源发展“十三五”规划》预期目标来看，清洁能源消费比重有望在“十三五”期间持续提高。近两年核电核准开工数不及预期，截至 2017 年 9 月 30 日，我国已投运核电机组 37 台，装机容量 3581 万千瓦，在建 2200.4 万千瓦。根据国家能源局规划，到 2020 年我国核电运行和在建装机将达到 8800 万千瓦，但 2017 年原定新核准 8 台目前并没有新核准或新开工机组，我国未来两年核电将投产约 3000 万千瓦。基于 AP1000 的自主化“华龙一号”计算得到的三代核电机组单位投资约为 1.4 万元/千瓦，预计 2020 年前我国核电投资将达 4000 亿元左右，清洁能源应用的持续提升有助相应特钢的需求释放。

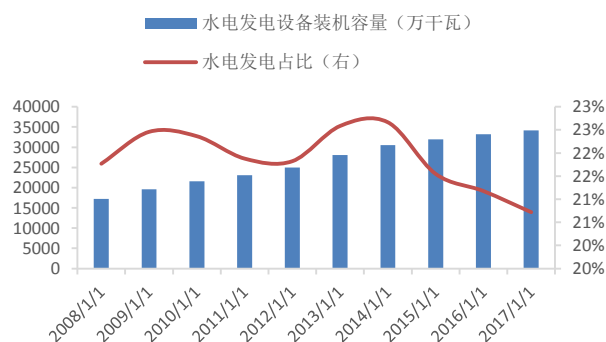
图 16：我国火电发电量及占比

图 17：我国水电发电量及占比



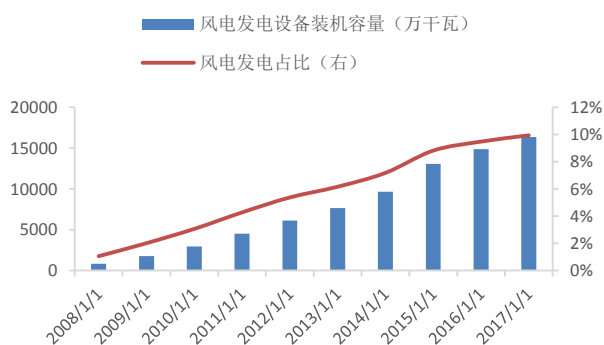
资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图 18: 我国风电发电量及占比

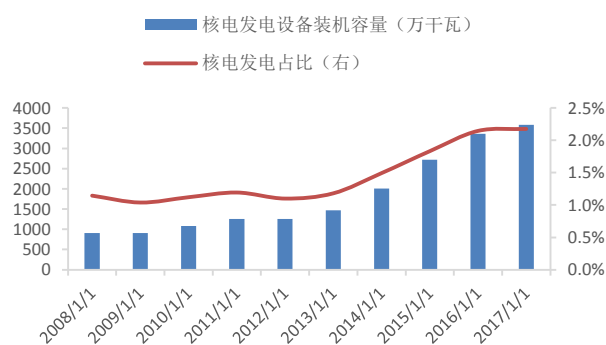


资料来源：钢联数据，民生证券研究院

图 19: 我国核电发电量及占比



资料来源：钢联数据，民生证券研究院



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

基建融资环境改善，高铁投资增长拉动特钢需求。2019 年全球经济增长面临放缓压力，未来贸易差额仍将可能拖累我国经济增长。政府多次强调基建稳增长，相关细则和配套措施正积极落实，配合国务院提前下达地方政府债券额度，且多项政策发力促进基建补短板。2018 年 8-9 月集中发行的地方专项债及第四季度显著放量的城投债为基建投资提供支撑，历史数据表明基建投资与中长期贷款及城投债净融资相关性较高。根据《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》所提出的基建重点领域，交通运输将成为明年基建投资重点领域，且发改委近期密集批复多个高铁建设项目。若按世界银行做出的我国高速铁路平均建设成本 0.87 亿/公里计算，至 2020 年程我国将新增高速铁路里程 1.12 万公里，市场规模可达 9744 亿元人民币；到 2025 年程，我国将新增高速铁路里程 1.62 万公里，市场规模约为 14094 亿元人民币；到 2030 年，我国将新增高速铁路里程 2.63 万公里，市场规模约为 22881 亿元人民币。基建投资在的增长将显著拉动特钢需求，包括轮钢，高性能弹簧钢，车轴钢，铁路轴承等都将显著受益。

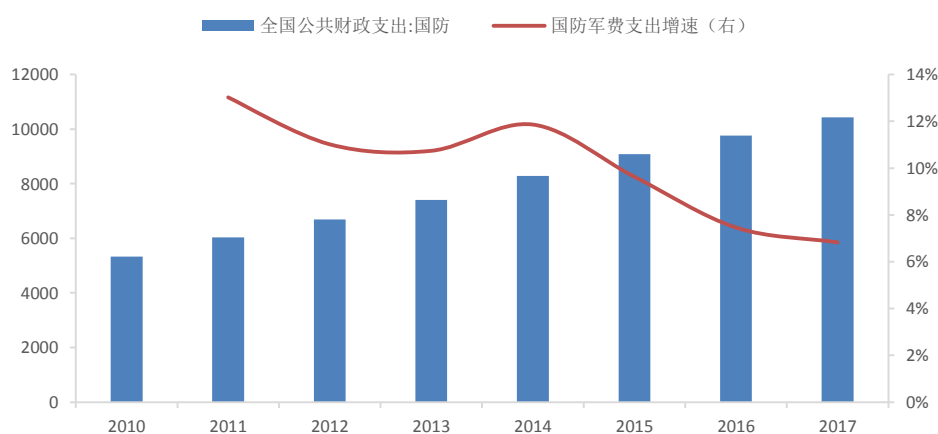
图 20 : 2004-2017 铁路投资完成额



资料来源: wind, 民生证券研究院

作为特殊钢的重点应用领域，国防开支增加将拉动特钢需求。根据数据，2016 年我国军费开支为 9765 亿美元，且 1985 年至今我国军费开支占 GDP 的比例始终保持在 2% 以下，2016 年仅为 1.28%，我国国防支出占比较低，远低于美国的 3.59%。我国人均军费开支仍然较低，2016 年人均国防预算仅为 105.03 美元，低于美日韩与俄罗斯等国家。随着国家近年逐渐加大国防军工投资，重视新型设备研发与生产，由新型高科技设备带来的对特钢的需求也将显著增加。先进材料始终引领和支撑国防装备的发展，也是制约许多武器装备性能提升的瓶颈技术。特钢凭借更加优异的性能，用途广泛、技术壁垒高、产品附加值大，在航空、航天、航海和陆军武器装备的关键部件中广泛使用，在军工产业中的典型应用主要包括船用易焊接高强度钢、重载部件用高强度合金结构钢、飞机起落架、航空涡扇发动机、航天火箭发动机、炮管、枪管、导弹壳体、燃气轮机用高温合金等。

图 21：国防支出不断增加



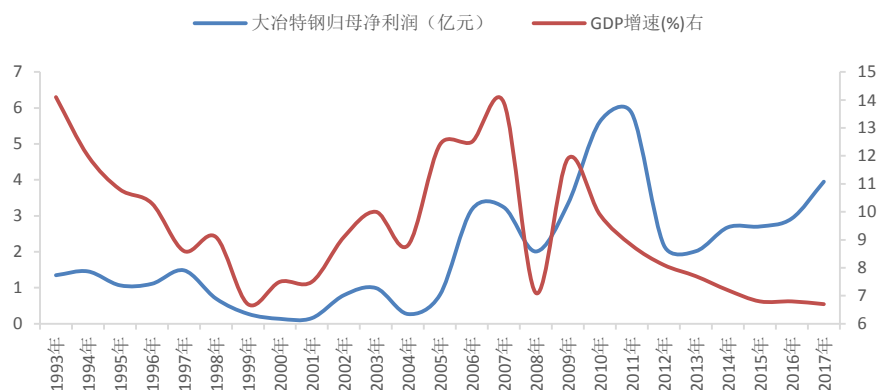
资料来源: wind, 民生证券研究院

三、提前应对经济风险，公司具备较强逆周期调节能力

公司成立至今二十四年从未亏损，周期底部仍能保持正收益。大冶特钢自 1993 年成立

至今的二十四年中，全年归属母公司股东净利润从未出现负值。2001 年，由于 GDP 增速处于周期底部，钢铁行业景气度随宏观经济下滑，导致公司当期归母净利润仅有 1569 万元，是成立至今的归母净利最低值。随后多次周期调整中，公司盈利始终没有击穿这一底线，盈利底部坚实。随着近年我国 GDP 增速进入长期下行区间，2018 年四季度增速仅为 6.4%，全年增速 6.6%，已经到达 1999 年以来经济增速新低位。但由于下游需求以及供给侧改革影响，公司盈利与经济周期出现背离，所以公司盈利历史以及产品特性共同决定即使在未来钢铁行业整体景气度下滑背景下，公司盈利情况将有较好保证。

图 22：公司历史上从未出现亏损

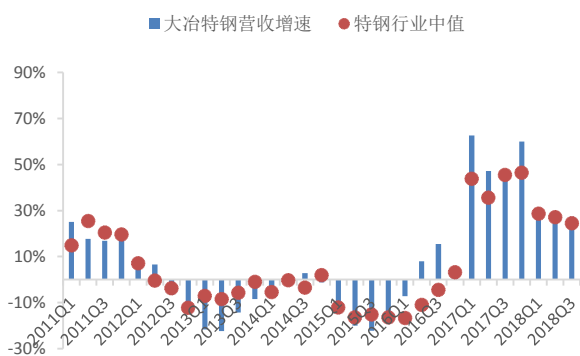


资料来源：wind，民生证券研究院

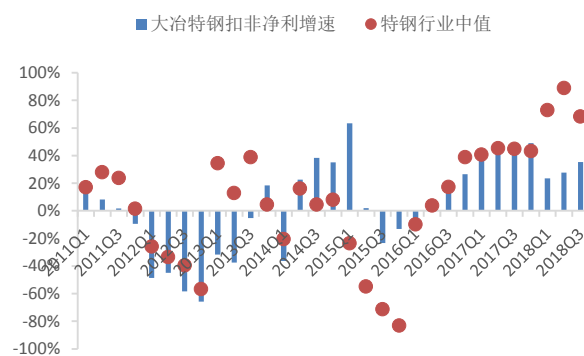
公司具有较弱周期性，盈利增速比同行业公司表现稳定。公司营收与扣非净利增速具有明显周期性。营收增速自 2012 年 Q1 开始进入负增长区间，在 2014 年短暂翻正后再次转为负增长，随后在 2017 年迎来行业景气度上升长周期，虽然 2018Q3 营收增速较 2017Q4 呈明显下行，但增速绝对值仍较高，预计营收未来将缓慢下滑。公司扣非净利增速与行业中值相比，增速波动明显较小。2011 年 Q1 至 2018 年 Q3，公司扣非净利增速绝对值平均低于行业中值 5.54pct，所以相较特钢行业周期属性更弱，盈利能力也就更加稳定。

图 23：公司与行业营收增速时间序列

图 24：公司与行业扣非净利增速时间序列



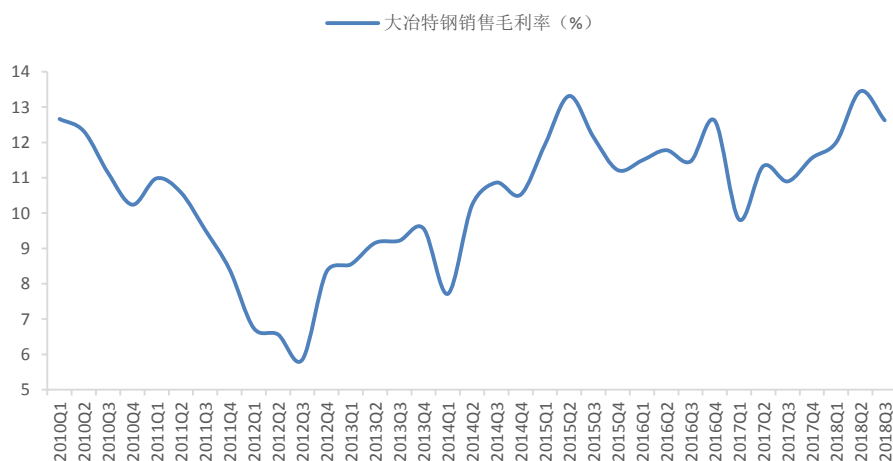
资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司毛利率近年保持稳定, 能够抵御周期下行。2010 年至今, 公司销售毛利率多数保持在 10%-12% 区间, 反映了公司产品由于其直销属性所具有的价格刚性, 公司毛利率保持在高位稳定, 从而保证了公司盈利能够穿越周期。

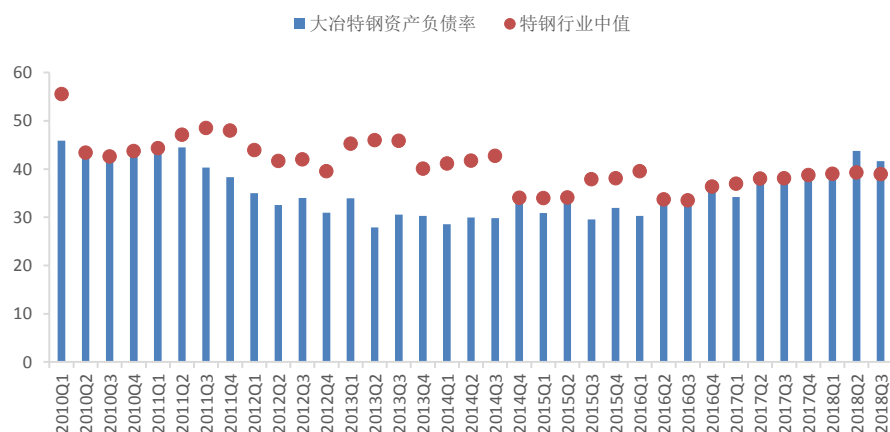
图 25: 公司销售毛利率时间序列



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司资产负债率低, 资产质量较好。公司资产负债率历史数据也能反映行业周期性, 周期向上时资产负债率上升, 反之下降。截至 2018 年 Q3 公司资产负债率 41.61%, 较 2018Q2 下降 2.16pct, 表明行业周期开始下行但处在景气周期顶部。与特钢行业资产负债率中值相比, 公司资产负债率始终较低, 表明资产质量在行业中具有一定优势, 债务偿还压力较小, 在宏观经济下行期, 资产风险暴露概率也较小。

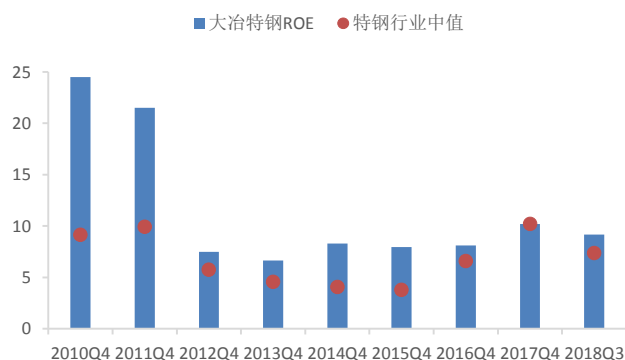
图 26: 公司与行业资产负债率时间序列



资料来源: wind, 民生证券研究院

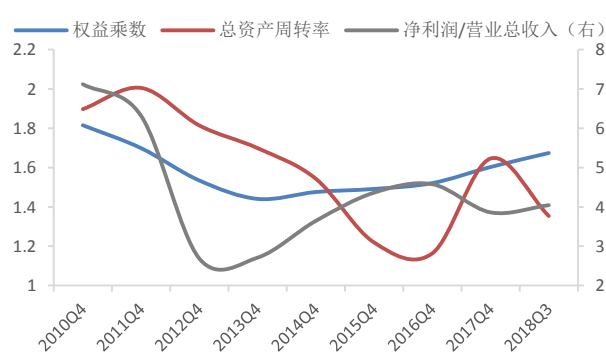
由于净利润率与资产周转率的下滑，公司 2018Q3 的 ROE 窄幅下降，但在行业中仍较为突出。截至 2018Q3，公司净资产收益率 9.17%，较 2017 年下降 1.02pct，绝对值仍处于 2012 年以来高位，公司景气度较高。与特钢行业净资产收益率中位数相比，公司 2018 年 Q3 数值高于行业中值 1.84pct，且从历史数据看，公司净资产收益率在行业中较为突出，表明公司对股东投入资本的利用效率在特钢行业中较高，获利能力较强。通过对公司 ROE 进行拆分，可以发现公司总资产周转率与净利润率均有明显下降，是导致 2018Q3 净资产收益率较 2017 年下降的主要原因，权益乘数虽然有缓慢上升趋势但无法完全对冲。在宏观经济下行背景下，公司净利润率将继续下滑，但特钢的弱周期性也决定了公司盈利能力不会出现大幅下滑。

图 27: 公司与行业 ROE 时间序列



资料来源: wind, 民生证券研究院

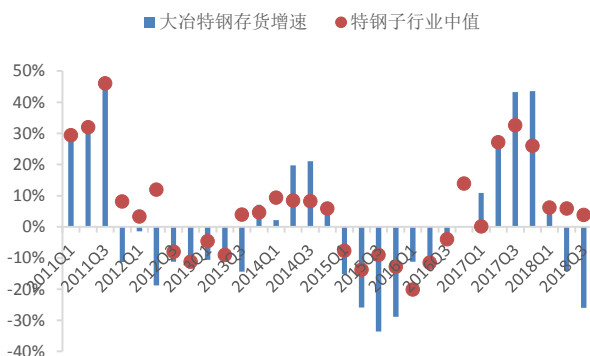
图 28: 公司净利润率与资产周转率的下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

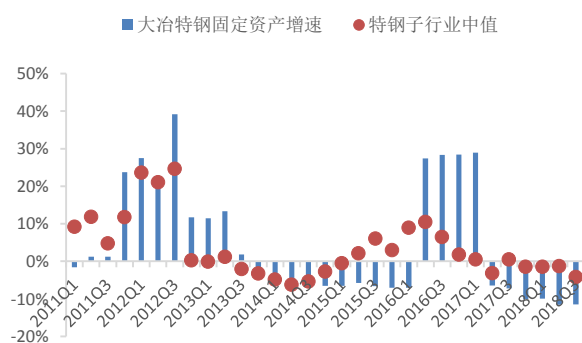
主动去库存应对未来经济下行风险，2017 年 Q2 开始进行逆周期产能收缩。公司存货增速 2018 年 Q2 为-14%，并开始连续负增长，公司进入主动去库存周期。在未来经济承压背景下，公司主动减少库存，除缩减库存费用目的外，更意在成为游刃有余的“轻公司”。此外，公司固定资产增速 2017 年 Q2 为-6%，并自此开始连续负增长，负增速一度扩大至 12%，在行业景气度上升阶段选择逆周期缩减产能。由于公司管理者对未来的准确预判，选择持有金来面对未来的宏观经济变化，等待更好发展机会。

图 29: 公司进入去库存周期



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 30: 公司进行产能收缩

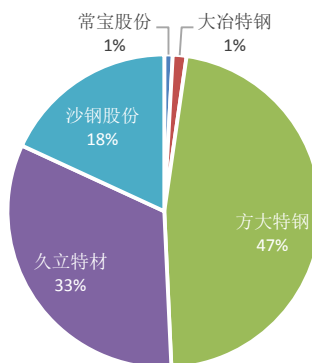


资料来源: wind, 民生证券研究院

四、基金低持仓降低机构交易阻力，股价充分调整估值处于底部

基金持有公司股票仓位较低，机构加仓交易阻力小。根据最新公布的 2018 年四季度公募基金持仓数据，我们统计了普通股票、增强指数、偏股混合与灵活配置四种风格公募基金持仓明细，发现共有 12 家基金公司发行的 13 支基金配置了特钢板块的 5 家公司，特钢板块总持仓规模仅 50.53 亿元，其中大冶特钢持仓市值仅 75 亿元，占持仓规模比为 1.42%，占公司流通股市值比为 0.05%，基金公司对公司主动配置仓位较低。结合公司 2018Q3 披露的前十大流通股股东看，除中信系持股超 58% 外，其他股东比例均为超过 3%，机构未来建仓交易阻力较小。

图 31: 2018Q4 公募基金特钢板块公司仓位占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司股份 2017Q3 以来连续下跌，股价调整或已充分。公司股份自 2017 年 9 月初盘间到达 15.04 峰值后开始进入震荡下行区间，截至 2019 年 2 月 18 日已经累计下跌 36%，跌幅高于钢铁板块、上证综指以及全 A 同期跌幅。此外，自 2010 年以来，当前股价处于 46% 分位数，即当前股价低于历史上 54% 的时间，所以通过以上数据来看公司股份已经得到较为充分调整。

图 32: 2016 至今公司股价表现



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司市盈率处于 13% 历史分位数, 估值底部已经得到夯实。经过 2017 与 2018 年的震荡调整, 公司估计也不断下行, 我们通过计算公司市盈率 (TTM) 历史分位数 (2010 年至今), 发现当前市盈率仅高于历史上 13% 的时间, 已经处于绝对的估值底部。从市净率角度看, 公司当前市净率历史分位数为 21%, 同样处于底部区域。

表 6: 公司处于历史估值底部

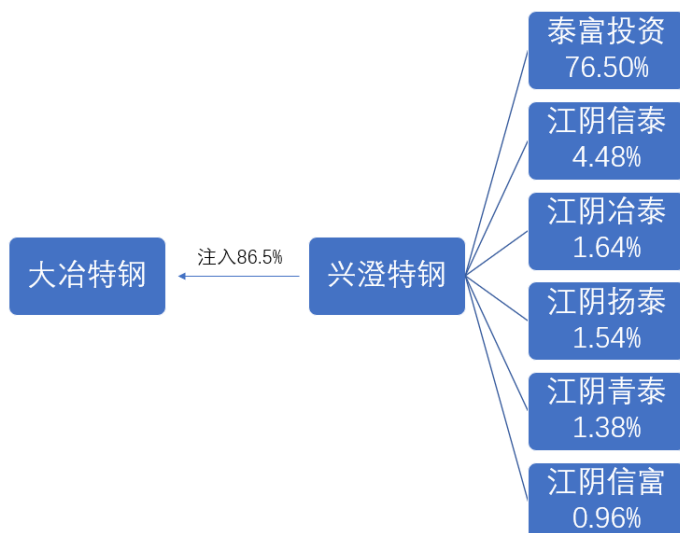
	PE(TTM)	PB(LF)
当前值	8.85	1.03
历史分位数	13%	21%

资料来源: wind, 民生证券研究院 (2019 年 2 月 18 日值)

五、公司拟收购兴澄特钢, 综合竞争力或进一步提升

公告拟收购兴澄特钢, 同一控制人下优质资产并入上市公司。2018 年 12 月, 公司发布公告称拟通过发行股份方式购买中信泰富特钢投资有限公司等持有的江阴兴澄特种钢铁有限公司的控股权。根据公告称, 公司拟以发行股份方式购买泰富投资、江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰及江阴信富持有的兴澄特钢 76.50%、4.48%、1.64%、1.54%、1.38% 及 0.96% 股权, 共计 86.50% 的股权。兴澄特钢与大冶特钢均为中信集团特钢板块核心企业, 并且共同由中信泰富有限公司控股并管理, 通过此次并购重组将显著减少中信集团内部同业竞争和关联交易, 或将显著提升大冶特钢综合竞争力。

图 33: 兴澄特钢资产重组结构

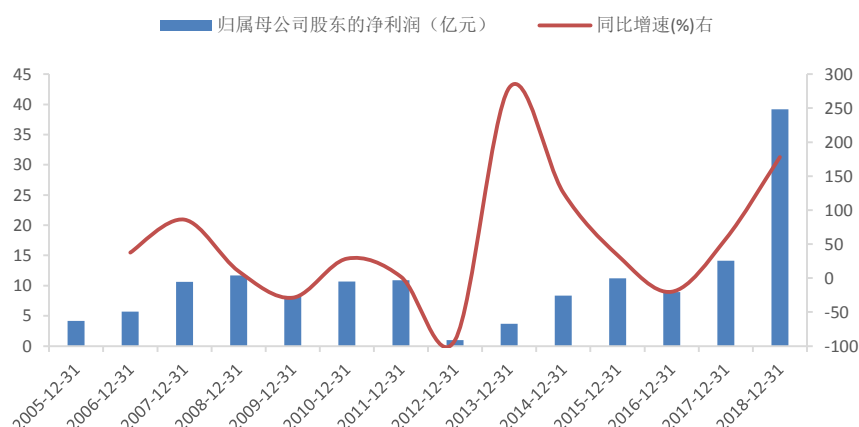


资料来源：公司公告，民生证券研究院

兴澄特钢是中国特钢技术引领企业，拥有领先的高端特钢产品生产能力。兴澄特钢具备约 1200 万吨的精品特殊钢产能，常规品种约 3000 个、供货规格约 5000 个，炼铁、炼钢、轧钢、检测等主要装备均从国外引进，其中棒线材生产线 7 条，中厚板生产线 2 条，具备“棒、线、板、坯”各种规格、品种生产能力。公司产品主要有轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、系泊链钢、帘线钢、特厚板、容器钢、管线钢、高强耐磨钢等，产品畅销全国并远销美国、欧盟、日本以及东南亚等 60 多个国家和地区，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，截至 2017 年末，汽车高端零部件用钢连续 11 年全国销量第一；高标准轴承钢连续 9 年全球产销量第一。截至 2018 年，高标准轴承钢国内市场占有率达 83%；汽车零部件用钢市场占有率达 65%，近五年年均增长率 30% 以上，产品种类实现了除汽车面板以外的所有汽车零部件全覆盖。

拟并购标的 2005 年至今从未亏损，连续多年盈利水平保持行业首位，进一步增强上市公司抗周期能力。2015 年，在钢铁行业整体亏损的情况下兴澄特钢逆势增长，助力集团实现行业净利润排名第一。2016 年，兴澄特钢吨钢效益、整体盈利水平继续保持行业首位。从兴澄特钢 2005 年至今归母净利润来看，2012 年归母净利 0.98 亿元，较 2011 年下降 -91.04%，主要受经济增速放缓的周期因素影响，是 2005 年以来盈利最低点。兴澄特钢在其余几个周期底部均表现均显著强于 2012 年盈利情况，所以具有较强抗周期能力，叠加大冶特钢自身的盈利能力，如果合并能够成功，上市公司在未来钢铁行业整体景气度下滑背景下，盈利表现或将明显优于同行业其他公司，具有较强配置价值。

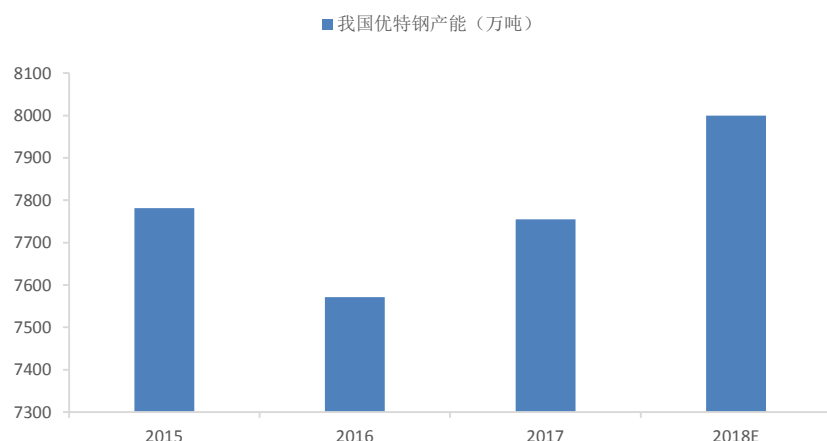
图 34：并购标的 2005 年至今从未亏损



资料来源: wind, 民生证券研究院

两公司合并产能处于行业领先地位, 高端特钢产品将进一步得到丰富。如果本次并购重组顺利完成, 公司将进一步完善自身产品结构, 成为门类齐全且具备年产 1300 多万吨特钢生产能力的特大型境内特钢品牌, 按照 2017 年我国优特钢总产能 7755 万吨计算, 将占国内特钢总产能的 17%, 未来公司产能将处于行业领先地位。公司目前已经具有多种高端特钢产品, 并购标的拥有合金钢棒 (扁) 材、特种中厚板材、特种无缝钢管、合金钢线材、弹簧总成等深加工产品系列, 且拥有集中统一的科研平台中信特钢研究院, 具备行业领先的科技研发实力, 并购完成后公司产品结构得到优化, 高端特钢产品丰富。

图 35: 2015-2018 年我国优特钢产能



资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

集中采购优势降低公司原材料成本, 产业链高效整合增强成本控制能力。若并购成功, 公司将具有更加完善的采购、生产和销售体系, 公司将具有更大的集中采购优势, 从而提高原材料采购的议价能力, 进一步降低生产成本。此外, 标的拥有江阴、青岛、靖江、黄石“四大制造基地”和铜陵、扬州“两大原料基地”, 拥有从原材料资源到产品、产品延伸加工、终端服务介入的完整特钢产业链, 公司产业链的高效整合有助增强成本控制能力, 加快资金与产品周转率, 有利于企业成本的降低。

并购后公司盈利能力得到大幅提高, 盈利规模或超过竞争对手。假设并购顺利完成, 根

据并购交易预案显示,拟并购标的 2018 年全年营业收入 664.06 亿元,公司年化后预期营收 125.32 亿元,并购完成后公司营业总收入增长超 5 倍。拟并购标的 2018 年归母净利润 33.92 亿元,公司年化后预期归母净利 4.81 亿元,并购完成后公司 2018 年预期归母净利将增长近 7 倍。由此可见,由于兴澄特钢具备较好的盈利能力,公司在完成资产重组后,不仅能够完善自身经营业务种类,公司盈利能力也得到大幅提升,每股盈利规模也有显著增长。从盈利规模角度看,或将超越主要板块内部竞争对手。

表 7: 交易前后公司 2018 年主要财务指标变动初步测算

	交易前 (部分根据公司 2018Q3 数据年化得到)	交易后	增长幅度
资产总额 (亿元)	73.2	700.27	856.65%
归属于母公司所有者权益 (亿元)	42.74	210.61	392.77%
营业收入 (亿元)	125.32	789.38	529.90%
净利润 (亿元)	4.81	44.03	814.57%
归母净利润 (亿元)	4.81	38.74	704.60%
总股本 (亿股)	4.49	27.67	516.30%
基本每股收益 (元)	1.07	1.40	30.55%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

并购后公司盈收快速增长,盈利支撑估值具有上修空间。假定公司成功收购兴澄特钢并且在 2019 年开始合并报表,公司营业收入将在同年实现大规模增长。由于兴澄特钢产品具有的高附加值特点,公司毛利率将得到提升,所以预计 2019 年归母净利润将同样有所增长,每股收益将增长不止 30.55%,在盈利增长的支撑下估值具有较大上修空间。

表 8: 假设成功合并兴澄特钢后公司盈利预测与财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,227	10,841	71,657	75,240
增长率 (%)	60.0%	6.0%	561.0%	5.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	399	495	4,693	5,077
增长率 (%)	36.3%	24.1%	848.1%	8.2%
每股收益 (元)	0.88	1.10	1.70	1.83
PE (现价)	11.0	8.8	5.7	5.3
PB	1.1	1.0	0.5	0.3

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

六、优质资源整合叠加高研发投入,公司具有较大估值上修空间

港股优质特钢公司具备高估值,公司若成功并购兴澄特钢或将面临估值重塑。由于 A 股缺乏纯特钢上市公司标的,所以我们在港股中选择最为相似的天工国际对兴澄特钢进行估值对比。港股市值前五的钢铁公司平均估值为 6.15 倍, A 股市值前五的钢铁公司平均估值 9.70 倍,所以 A 股钢铁公司相对港股估值具有 58% 的超出。根绝目前天工国际 17 倍的市盈率,所以兴澄特钢在此假设下将同样具有极高估值水平,且远高于大冶特钢及多数钢铁公司。大冶

特钢目前估值仅为 9 倍，若并购完成后将面临公司估值重塑。

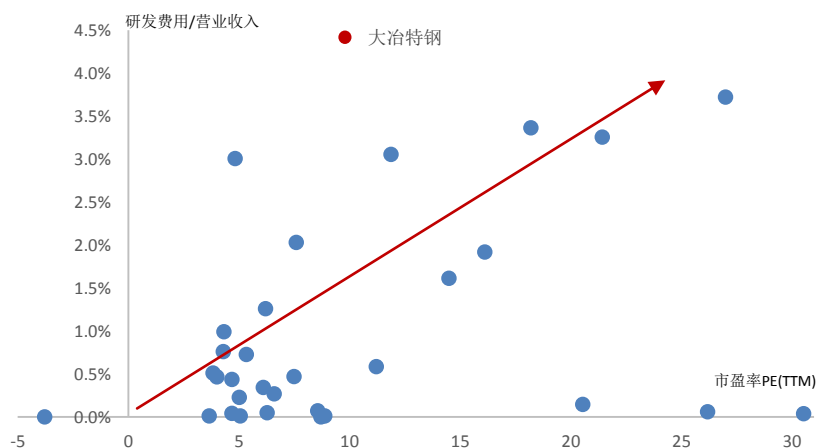
表 9：港股与 A 股钢铁市值前五上市公司估值对比

港股	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	A 股	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)
鞍钢股份	402.26	4.08	宝钢股份	1,545.96	6.65
马鞍山钢铁股份	286.47	3.62	包钢股份	674.66	22.80
中国东方集团	193.57	2.75	鞍钢股份	374.76	4.08
重庆钢铁股份	113.27	3.72	河钢股份	328.12	10.96
天工国际	42.15	16.59	马钢股份	277.22	3.98

资料来源：wind，民生证券研究院（2019 年 2 月 14 日值）

在国家推动科创产业升级背景下，具有高研发投入的公司应获得高估值。党的“十九大”提出“加快建设创新型国家”，表明创新已成为引领发展的第一动力，未来的经济社会发展也将极大依赖科技创新。所以，强化创新第一动力的地位和作用，突出以科技创新引领全面创新变得尤为重要。因此需要引导市场投资价值理念的转变，将资本有效配置到重点高科技与高端制造产业领域，并提升注重研发投入的企业估值水平。特钢作为众多高端制造行业上游，其产品同样具有高科技属性，且研发费用与营收比较高，理应获得较高估值。我们通过对钢铁行业上市公司研发费用/营收以及相应市盈率，可以看出特钢概念公司普遍具有高研发营收比以及高估值，如久立特材研发营收比 3.72%，市盈率 27 倍，常宝股份研发营收比 3.25%，市盈率 21 倍。大冶特钢研发营收比 4.42%，是行业内最高的，但市盈率不到 10 倍，远低于同类型公司，所以从研发投入角度，公司理应获得较高的估值。

图 36：A 股钢铁公司估值与研发投入对比



资料来源：wind，民生证券研究院（2018 年 9 月 30 日值）

特钢公司能否支撑高估值？ A 股中特钢公司平均市盈率在 14 倍左右，大冶特钢目前市盈率不到 9 倍，如果大冶特钢完成对兴澄特钢的并购，我们认为公司估值将大概率上修。主要原因包括，首先，大冶特钢与兴澄特钢在历史上从未出现亏损，即使 2015 年钢铁行业整

体景气度较低，两家公司盈利仍有较好表现，合并后的上市公司抗周期性更强。其次，合并后的大冶特钢将成为 A 股唯一的全种类高端特钢产品生产企业，叠加高端制造刺激特钢产品下游需求，公司景气度或将独立于钢铁行业，并成长为优秀特钢领先企业。在宏观经济下行背景下，大冶特钢或将穿越周期底部，走出一段相对独立的上升行情。

七、盈利预测与投资建议

筛选申万钢铁行业中的特钢生产企业，可比公司 PE 均值为 14.58，而大冶特钢 PE 为 8.85，远低于可比公司均值，在可比公司中处于最低水平；可比公司 PB 均值为 1.46，而大冶特钢 PB 为 1.03，低于可比公司均值。

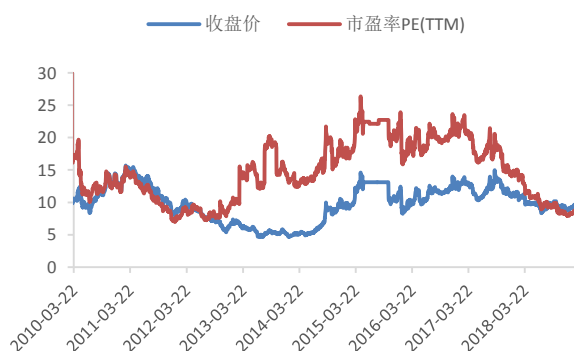
表 10：可比公司估值

公司	股价	PE(TTM)	PB(LF)
大冶特钢	9.78	8.85	1.03
久立特材	7.23	19.94	1.92
金洲管道	5.74	18.06	1.37
常宝股份	5.40	12.45	1.39
永兴特钢	15.19	13.59	1.60
西宁特钢	3.50	-10.30	1.43
*ST 抚钢	3.15	-4.06	-6.52
可比公司均值	-	14.58	1.46

资料来源：公司公告，民生证券研究院（2019 年 2 月 18 日值，求均值时剔除负值项）

纵向来看，经过股价不断下探，公司盈利后 PE (TTM) 震荡下降，目前处于历史低点；自公司上市以来，PB 随行业景气度涨跌，目前也处于较低位置。

图 37：公司 PE (TTM) 及股价



资料来源：wind，民生证券研究院

图 38：上市以来 PB (LF)



资料来源：wind，民生证券研究院

我们预计公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润 5.17 亿元、5.88 亿元、6.22 亿元，EPS 分别为 1.15 元、1.31 元、1.38 元，对应当前股价 PE 分别为 8.5 倍、7.5 倍、7.1 倍。

首次覆盖，给予推荐的评级。

表 11：盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	10,227	10,841	11,329	11,725
增长率 (%)	60.0%	6.0%	4.5%	3.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	399	517	588	622
增长率 (%)	36.3%	29.7%	13.6%	5.9%
每股收益 (元)	0.88	1.15	1.31	1.38
PE (现价)	11.1	8.5	7.5	7.1
PB	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

风险提示：原材料价格大幅波动，资产重组进程存在不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,227	10,841	11,329	11,725
营业成本	9,045	9,561	9,946	10,283
营业税金及附加	45	47	49	51
销售费用	126	173	177	178
管理费用	412	468	482	497
EBIT	599	592	674	717
财务费用	15	(12)	(9)	(16)
资产减值损失	71	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	523	604	683	733
营业外收支	(60)	(32)	(46)	(39)
利润总额	462	572	637	694
所得税	63	55	49	72
净利润	399	517	588	622
归属于母公司净利润	399	517	588	622
EBITDA	829	810	889	926

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1178	1877	3278	4119
应收账款及票据	1712	1831	1430	1647
预付款项	29	30	31	32
存货	1027	1071	1036	1112
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3947	4817	5781	6916
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2454	2471	2390	2342
无形资产	19	18	16	15
非流动资产合计	2631	2233	1840	1435
资产合计	6579	7050	7621	8351
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1684	1495	1490	1563
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2475	2429	2412	2519
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	75	75	75	75
非流动负债合计	75	75	75	75
负债合计	2550	2504	2487	2595
股本	449	449	449	449
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4028	4546	5133	5756
负债和股东权益合计	6579	7050	7621	8351

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	60.0%	6.0%	4.5%	3.5%
EBIT 增长率	68.9%	-1.1%	13.8%	6.4%
净利润增长率	36.3%	29.7%	13.6%	5.9%
盈利能力				
毛利率	11.6%	11.8%	12.2%	12.3%
净利率	3.9%	4.8%	5.2%	5.3%
总资产收益率 ROA	6.1%	7.3%	7.7%	7.5%
净资产收益率 ROE	9.9%	11.4%	11.4%	10.8%
偿债能力				
流动比率	1.59	1.98	2.40	2.75
速动比率	1.18	1.54	1.97	2.30
现金比率	0.48	0.77	1.36	1.63
资产负债率	38.77%	35.52%	32.64%	31.07%
经营效率				
应收账款周转天数	11.29	14.19	13.22	13.55
存货周转天数	35.1	40.9	38.0	39.5
总资产周转率	1.65	1.59	1.54	1.47
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	1.15	1.31	1.38
每股净资产	8.96	10.11	11.42	12.81
每股经营现金流	0.79	1.23	2.82	1.52
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	11.1	8.5	7.5	7.1
PB	1.09	0.97	0.86	0.76
EV/EBITDA	4.24	3.47	1.59	0.62
股息收益率	3.07%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	395	517	588	622
折旧和摊销	231	218	216	210
营运资金变动	(439)	(217)	419	(187)
经营活动现金流	355	551	1,269	684
资本开支	49	(148)	(132)	(156)
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(49)	148	132	156
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(202)	0	0	0
筹资活动现金流	(305)	(0)	0	0
现金净流量	1	699	1,401	841

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：大冶特钢发展历史	4
图 2：中信集团控股大冶特钢股权结构分析	5
图 3：公司管理层学历结构	6
图 4：公司管理层年龄结构	6
图 5：公司人员构成	6
图 6：公司主要产品产量	8
图 7：公司主营产品营业收入结构	8
图 8：2009-2017 公司分区域销售占比	8
图 9：2018H1 公司分区域销售占比	8
图 10：特殊钢分类	10
图 11：特钢产品溢价水平	10
图 12：中日特钢产量对比	12
图 13：特钢市场规模不断壮大	12
图 14：特钢产品在轿车上应用	13
图 15：特钢产品在卡车上应用	14
图 16：我国火电发电量及占比	14
图 17：我国水电发电量及占比	14
图 18：我国风电发电量及占比	15
图 19：我国核电发电量及占比	15
图 20：2004-2017 铁路投资完成额	15
图 21：国防支出不断增加	16
图 22：公司历史上从未出现亏损	17
图 23：公司与行业营收增速时间序列	17
图 24：公司与行业扣非净利增速时间序列	17
图 25：公司销售毛利率时间序列	18
图 26：公司与行业资产负债率时间序列	18
图 27：公司与行业 ROE 时间序列	19
图 28：公司净利润率与资产周转率的下滑	19
图 29：公司进入去库存周期	20
图 30：公司进行产能收缩	20
图 31：2018Q4 公募基金特钢板块公司仓位占比	20
图 32：2016 至今公司股价表现	20
图 33：兴澄特钢资产重组结构	21
图 34：并购标的 2005 年至今从未亏损	22
图 35：2015-2018 年我国优特钢产能	23
图 36：A 股钢铁公司估值与研发投入对比	25
图 37：公司 PE (TTM) 及股价	26
图 38：上市以来 PB (LF)	26

表格目录

表 1：公司研发支出情况	6
--------------------	---

表 2: 公司高品质棒材种类及用途.....	7
表 3: 特钢行业公司主营业务对比.....	9
表 4: 中美日钢铁行业发展对比.....	11
表 5: 特钢重点下游行业需求.....	13
表 6: 公司处于历史估值底部.....	21
表 7: 交易前后公司 2018 年主要财务指标变动初步测算.....	24
表 8: 假设成功合并兴澄特钢后公司盈利预测与财务指标.....	24
表 9: 港股与 A 股钢铁市值前五上市公司估值对比.....	25
表 10: 可比公司估值.....	26
表 11: 盈利预测与财务指标.....	27

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

王介超，咨询师（投资），高级工程师，一级建造师。冶金及建筑行业工作近8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任技术负责人，主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券从事钢铁、建筑、煤炭方向的研究工作。

刘阳，帝国理工学院金融工程硕士，2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。