

# 大冶特钢 (000708): 拟关联收购兴澄特钢, 世界级特钢龙头诞生

2019年06月18日

强烈推荐/维持

大冶特钢

公司深度

## 报告摘要:

国内特钢市场的可成长性高, 进口替代空间大。2018 年我国特钢产量为 4407 万吨, 占粗钢产量比重不足 5%, 大幅低于日本、德国等制造业强国 15~25% 的占比。假设未来我国粗钢年产量长期稳定在 6 亿吨, 以 20% 占比计算特钢产量最高可达 1.2 亿吨, 增长空间高达近 200%。2018 年我国进口特钢 404 万吨, 同比增长 20%, 进口金额达到 70 亿美元, 吨钢进口价格 2 倍于出口和国内产品售价, 未来高端特钢的进口替代空间巨大。

高端产能释放持续扩大营收, 增厚利润。大冶特钢是中信泰富旗下的百年钢厂, 拥有 230 万吨高品质特钢产能, 产品广泛应用于汽车、高铁铁路、装备制造和军工等领域。90 万吨优质特殊合金钢棒材产能释放带来产销量和营收持续扩大, 2014-2018 年营收和归母净利润的复合增长率分别达到 14.35% 和 17.45%。3 万吨高品质模具钢项目计划 2019 年底投产试运行。

产品高端且成本控制能力强, 业绩周期属性弱于同行。公司高端品种特钢持续增长, 2018 年达 96 万吨, 研发新产品逐年增长达到 30 万吨, 销售价格波动性弱于普钢和低端特钢。公司成本控制能力强, 期间费率在特钢行业中长期处于最低水平, 2014-2018 年综合毛利率始终稳定在 10~13%。

收购兴澄特钢打造千万吨级的特钢航母, 提升盈利能力和规模效应。兴澄特钢是中信泰富特钢非上市体系的集合体, 具备约 1,200 万吨的精品特钢产能, 2018 年主要单元的吨钢净利润均值为 274.64 元/吨, 高于公司 52.9 元/吨, 收购完成有利于提升公司的盈利能力, 同时以 1300 万吨级体量成为世界上最大的特钢企业, 国内产量占比 30%, 规模效应和协同效应可期。

公司盈利预测及投资评级: 我们预计 2019、2020 和 2021 年营收分别为 125.68、122.36 和 121.49 亿元, EPS 为 1.21 元、1.26 元和 1.36 元, 对应 PE 为 10.71X、10.24X 和 9.49X。2009.6-2019.6 近 10 年间大冶特钢的 PE (TTM) 均值为 16.46 倍, 中位数为 14.58 倍, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: (1) 下游需求不及预期; (2) 收购重组未能过会。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,227	12,573	12,568	12,236	12,149
增长率 (%)	60.0%	22.9%	0.0%	-2.6%	-0.7%
净利润 (百万元)	458	510	543	568	612
增长率 (%)	9.8%	11.6%	6.4%	4.6%	7.8%
净资产收益率 (%)	9.8%	11.6%	9.6%	9.4%	9.4%
每股收益 (元)	0.88	1.14	1.21	1.26	1.36
PE	14.7	11.4	10.7	10.2	9.5
PB	1.4	1.3	1.0	1.0	0.9

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

全球涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产企业。主要生产齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高温合金、高速工具钢等特殊钢材, 产品主要向汽车、石化、电力、机械制造、铁路运输等行业以及航海、航空、航天等领域。

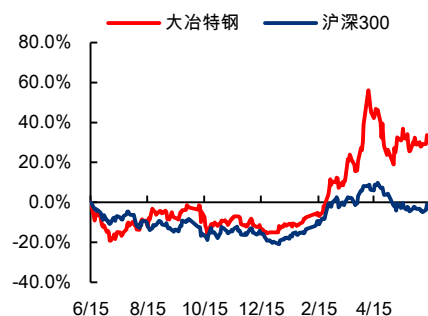
## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-05-30 关于发行股份购买资产事项获得中国证监会受理的公告, 待审核结果

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	12.65-10.48
总市值 (亿元)	56.85
流通市值 (亿元)	56.85
总股本/流通 A 股 (万股)	44941/44941
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.88

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 郑闽钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理: 张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 国内领先的特钢企业 .....	4
1.1 中信泰富旗下的百年炼钢厂 .....	4
1.2 先进的生产设备 丰富的产品种类 .....	5
1.2.1 公司生产设备先进 产能利用率高 .....	5
1.2.2 产品应用于高端装备制造 具有可持续增长性 .....	7
1.3 业绩稳定上涨 大力加码分红力度 .....	9
2. 专注中高端特钢 不惧钢价回调 .....	12
2.1 我国特钢市场空间巨大 高端产能不足 .....	12
2.2 产品高端叠加成本控制强 周期属性弱于同行 .....	14
3. 拟收购兴澄特钢 世界级特钢龙头将诞生 .....	15
3.1 兴澄特钢——中信特钢成员的集合体 .....	15
3.1.1 兴澄特钢（旧）——盈利能力优于上市公司 .....	18
3.1.2 青岛特钢——扭亏为盈 有继续提升的空间 .....	20
3.2 收购完成后年产达 1350 万吨 规模和协同效应可期 .....	20
4. 新增产能接力释放 扩大营收增厚业绩 .....	22
4.1 高品质模具钢生产线待投产 高端产能继续扩大 .....	22
4.2 参与重整格洛斯 无缝管产能增加 .....	22
5. 盈利预测与投资建议 .....	23
6. 风险提示 .....	23
7. 相关报告汇总 .....	25

## 表格目录

表 1: 公司主要产品分类 .....	8
表 2: 公司为 2017 年上市特钢企业期间费用率最低 .....	11
表 3: 兴澄特钢的产能及产能利用情况 .....	17
表 4: 收购标的各子公司的盈利情况（万元） .....	17
表 5: 收购标的兴澄特钢的主要产品销售收入及价格 .....	17
表 6: 兴澄特钢（旧）主要产品介绍 .....	18
表 7: 青岛特钢主要产品 .....	20
表 8: 主要特钢生产基地 .....	20
表 9: 交易前后公司主要数据变动情况 .....	21
表 10: 2018 年各个钢厂的利润情况估计 .....	21
表 11: 合并后大冶特钢的归母净利润低值测算 .....	23

## 插图目录

图 1: 公司具有百年历史，历经四个时期 .....	4
----------------------------	---

图 2: 中信泰富旗下子公司, 中信集团为实际控制人 .....	5
图 3: 公司主要产线及对应产能 .....	6
图 4: 公司高品质棒材生产工艺流程 .....	7
图 5: 公司高品质锻材生产工艺流程 .....	7
图 6: 弹簧钢和轴承钢的营收占比大 .....	8
图 7: 碳结碳工钢毛利率不断上升 .....	8
图 8: 公司主要下游为汽车、铁路及机械制造 .....	9
图 9: 我国高端装备制造业固定资产投资增速总体维持在较高区间 (累计同比%) .....	9
图 10: 公司营收 2014-2018 年 CAGR 为 14.35% .....	10
图 11: 公司净利润 2014-2018 年 CAGR 为 17.45% .....	10
图 12: 公司钢材产能持续增加 .....	10
图 13: 公司毛利率稳定在 10%-13% 之间 .....	10
图 14: 公司期间费用率稳定在 6% 左右 .....	11
图 15: 公司 2018 年股息支付率达到 70% 左右 .....	11
图 16: 新品研发不断 .....	12
图 17: 2018 年海外销售逆势增长 .....	12
图 18: 我国特钢产量整体较少 .....	12
图 19: 我国特钢进口量持续增长 .....	13
图 20: 我国特钢出口量根据国内行情大幅波动 .....	13
图 21: 我国进口特钢单价大幅高于出口单价 .....	13
图 22: 特钢按档次分类 .....	14
图 23: 特钢钢价高于螺纹钢 .....	14
图 24: 特钢毛利率更为稳定 .....	14
图 25: 交易完成后, 泰富投资及其一致行动人持有 83.52% 的股份 .....	15
图 26: 生产基地主要分布 .....	16
图 27: 交易对象所含主要子公司及产能 .....	16
图 28: 兴澄特钢合金钢棒 (扁) 材工艺流程图 .....	19
图 29: 兴澄特钢 (旧) 利润自低谷以来不断走强 .....	19
图 30: 兴澄特钢 (旧) 毛利率高于大冶特钢 .....	19

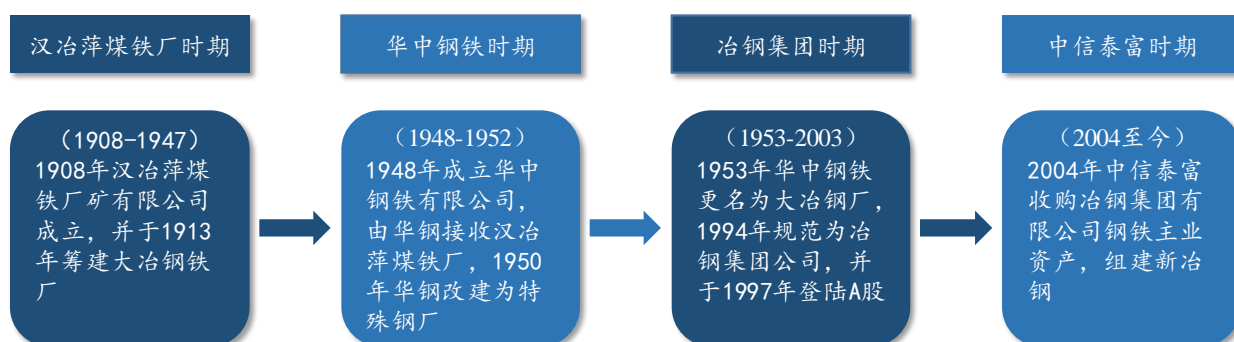
## 1. 国内领先的特钢企业

### 1.1 中信泰富旗下的百年炼钢厂

大冶特殊钢有限公司（以下简称公司）是中国现存最早的钢铁企业之一，目前归属于中信泰富旗下，是具有国际领先技术的特钢公司。

- ◆ 公司历史悠久，可以往前追溯逾百年历史，其中公司共经历了四个时期。第一个时期是汉冶萍煤铁厂时期（1908-1947），汉冶萍公司将大冶铁厂和大冶厂矿合并，定名为“大冶厂矿”；第二时期是华中钢铁时期（1948-1952），华钢接收汉冶萍煤铁厂，此外在迁入大连特殊钢车间后，正式改建为特殊钢厂；第三时期是冶钢集团时期（1953-2003），华钢重新改名为大冶钢厂，并且在规范为冶钢集团公司后，与东风汽车公司、襄阳汽车轴承公司发起设立大冶特殊钢股份有限公司；第四时期是中信泰富时期（2004至今），中信泰富收购冶钢集团钢铁主业，并组建新冶钢（大冶特钢为新冶钢的一部分）。

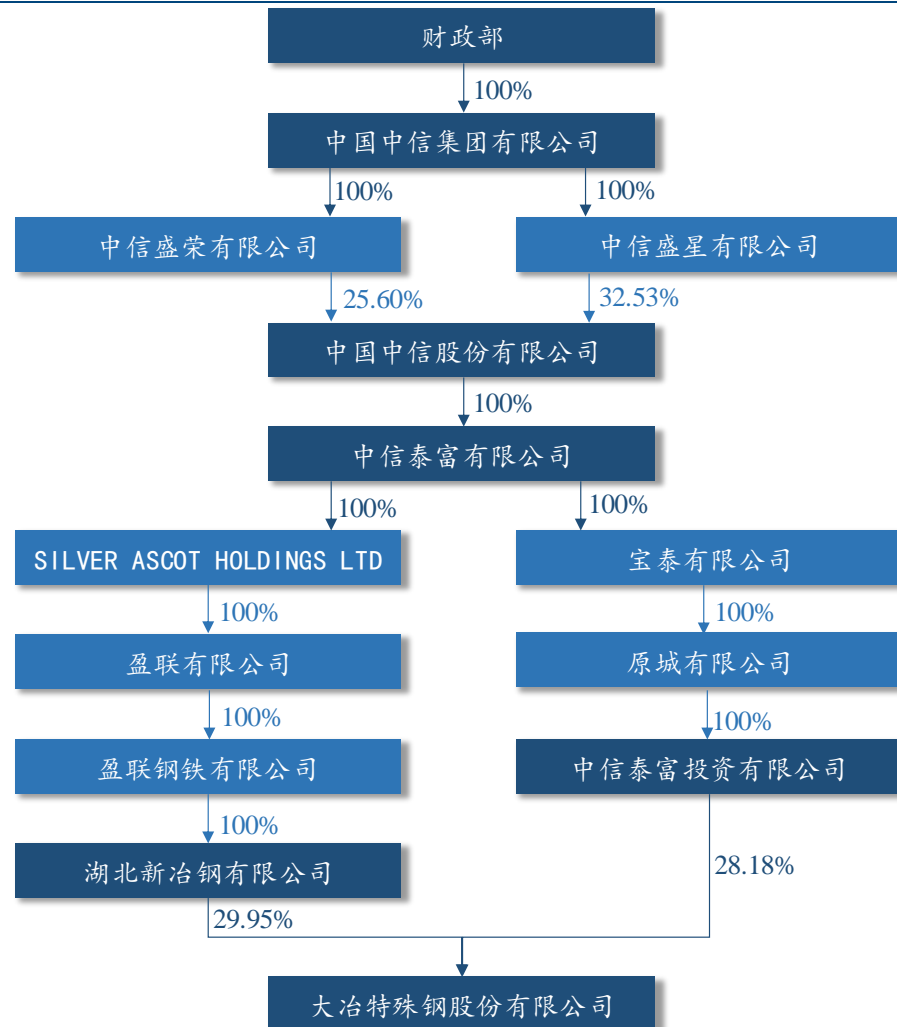
图 1: 公司具有百年历史，历经四个时期



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

- ◆ 公司实际控制人为中信集团。随着中信泰富收购完成，截至 2018 年年底，新冶钢持有公司 29.95% 的股权，而中信泰富投资有限公司持有公司 28.18% 的股权，分列为企业的第一、第二大股东，而两者实际控制人均为中信集团，管理人为中信泰富特钢有限公司（简称中信特钢，因此公司实际控制人为中信集团有限公司）。
- ◆ 中信特钢是目前世界钢种覆盖面大、涵盖品种全，产品种类多的精品特殊钢生产基地。其具有年产 1300 万吨特殊钢能力，旗下子公司有江阴兴澄特钢有限公司，湖北新冶钢有限公司，青岛特殊钢有限公司，靖江特殊钢有限公司，铜陵泰富特种材料有限公司，扬州泰富特种材料有限公司。

图 2: 中信泰富旗下子公司, 中信集团为实际控制人



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

## 1.2 先进的生产设备 丰富的产品种类

### 1.2.1 公司生产设备先进 产能利用率高

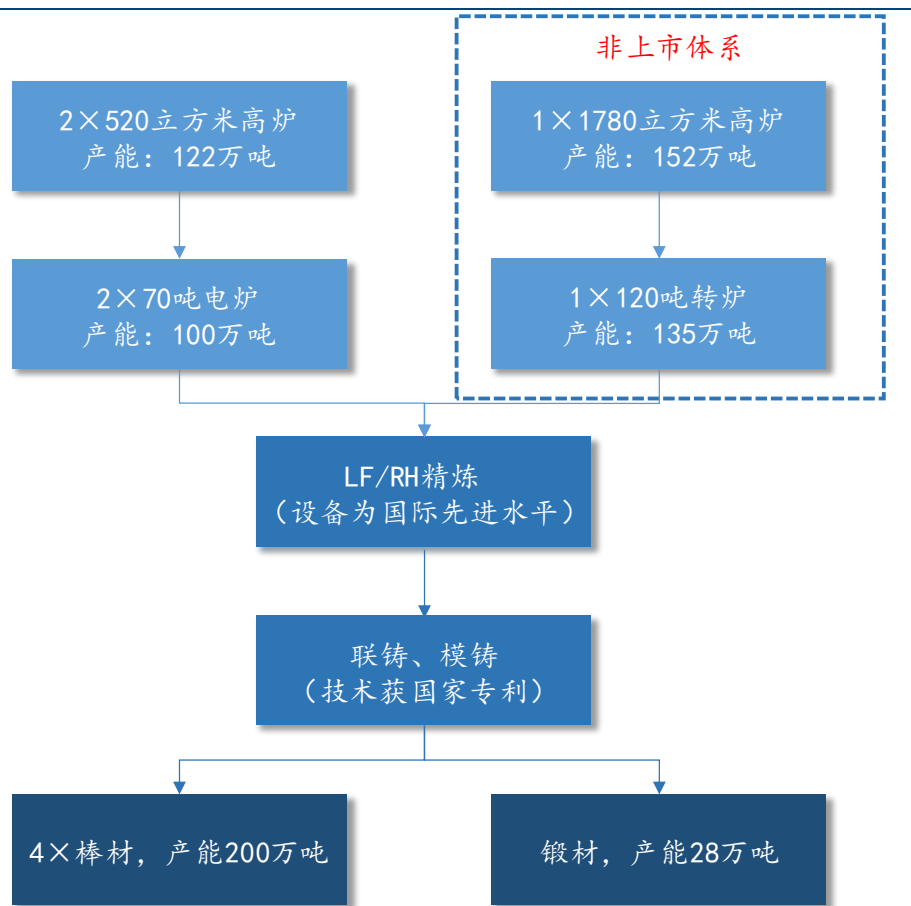
公司主要产品为棒材和锻材, 合计产能分别为 **200 万吨**和 **28 万吨**。公司拥有 2 座 520 立方米的高炉, 合计生铁产能 122 万吨; 2 座 70 吨电炉, 合计炼钢产能 100 万吨, 满产尚不能满足后工序需要。此外公司母公司新冶钢有 1 座 1780 立方米高炉 (产能 152 万吨), 和 1 座 120 吨转炉 (产能 135 万吨) 为公司提供不足铁水的部分。

公司生产设备和工艺全国内领先水平。公司生产设备主要进口来自瑞士、意大利、日本、美国、德国等国家, 具有国际先进水平, 同时公司还配有 ABB 公司的自动控制及传动系统、GE 超声波探伤、Forester 漏磁探伤、计算机在线监控监测系统进一步提升良品率。此外公司应用了新型模铸保护技术 (获国家专

利), 解决了国内外模铸浇注放二次氧化的难题。根据公司产品制造工艺的方向看, 主要包括棒材和锻材产线。

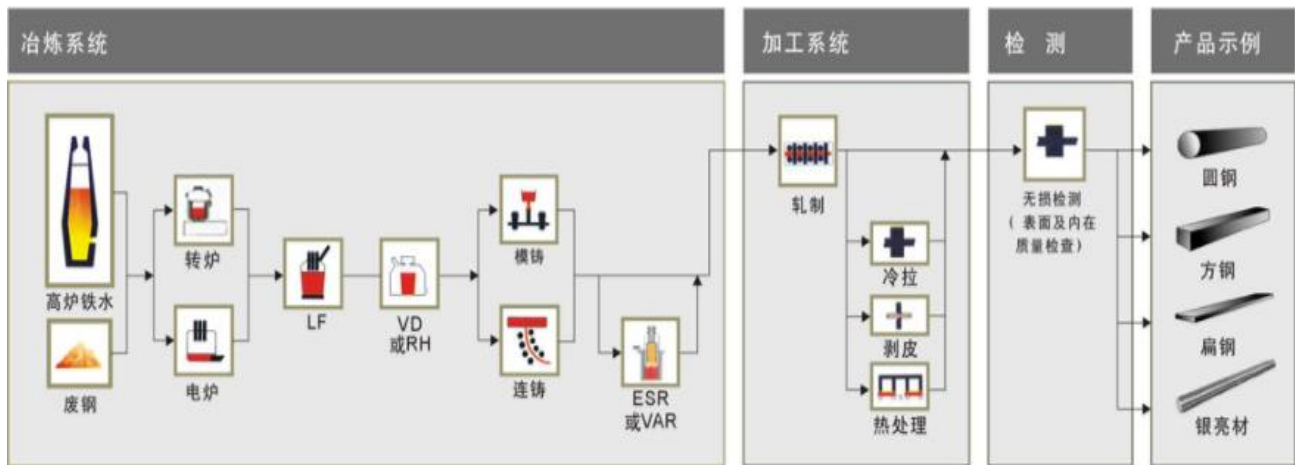
- ◆ 高品质棒材基地有大、中、小三条高标准棒材生产线。其中, 中棒线是工信部 2013 年工业转型升级强基示范工程项目之一, 是全球最先进的轧钢生产线, 引进了意大利达涅利短应力线轧机、德国 KOCKS 公司三辊减定径轧机, 配套 ABB 公司的自动控制及传动系统, 具有大轧机压缩比和大压下量、自由规格(带小数点)高精度轧制、全规格控轧控冷、无需换工装方圆坯共用、冷床后部装有倒棱机方便棒材冷收集后及时倒棱, 双冷床收集便于轧材硬度控制, 3 条超声+漏磁探伤线确保产品高标准零缺陷交货等技术优势。
- ◆ 高合金锻材基地拥有 16 吨保护气氛电渣炉、6 吨真空感应炉和 6 吨真空自耗炉等多台套特种冶炼设备, 电液锤、8MN 快锻机、20MN 快锻机、45MN 快锻机/16MN 径锻、2.5 米环轧机、5 米环轧机及热处理、机加工设备。

图 3: 公司主要产线及对应产能



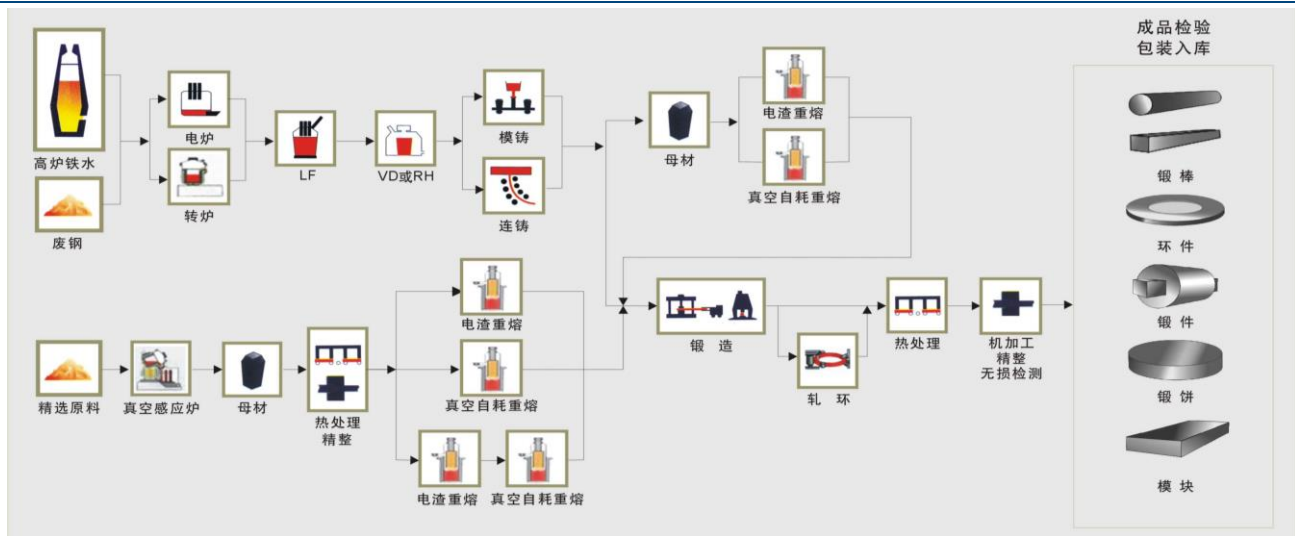
资料来源: 公开资料整理, 兴证券研究所

图 4: 公司高品质棒材生产工艺流程



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 5: 公司高品质锻材生产工艺流程





资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

### 1.2.2 产品应用于高端装备制造 具有可持续增长性

公司产品结构丰富, 广泛应用于汽车、铁路和机械制造业。根据公司经营情况, 可以分为轴承钢、弹簧合结合工钢、冲模不锈钢和碳结碳工钢四大品类, 其中弹簧合结合工钢和轴承钢占比不断提高, 而碳结碳工钢毛利率则随著工艺的改进毛利率不断提高; 从产品的下游行业来看, 公司主要营收来自于钢加工压延业、锅炉及机械制造行业、汽车行业和铁路轴承行业, 2018 年来自于上述下游行业中的营收占比分别为 36.59%、28.50%、17.86%和 12.45%。此外公司还有少量产品用于航空航天行业, 并且公司也在积极研发军工类产品。

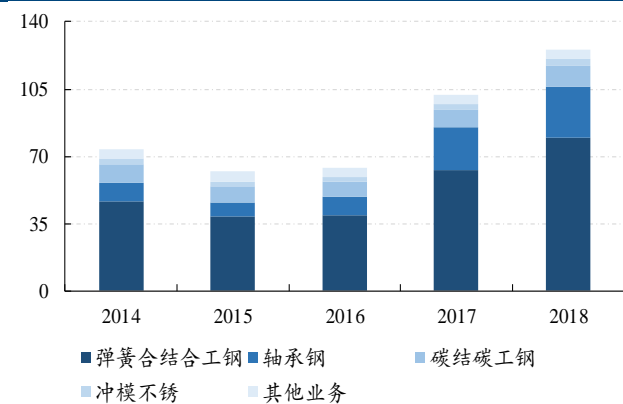
2016年11月，国务院发布《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出进一步发展壮大高端装备和新材料等战略性新兴产业。2016年12月，工信部等部委联合发布《新材料产业发展指南》，提出推进原材料工业供给侧结构性改革，紧紧围绕高端装备制造等重点领域需求，加快调整先进基础材料产品结构的重点任务。当前我国正由制造大国向制造强国转变，未来随着我国经济结构优化调整逐步深化，制造业不断转型升级，以核电工业、高速铁路及汽车工业为代表的高端制造业将迎来快速、可持续发展，有望进一步拉动中高端特钢的需求。

表 1：公司主要产品分类

产品介绍及分类		主要应用	图例
高品质 棒材	碳素结构钢	主要生产用于汽车、石油、化工、煤炭、电力、机械制造、铁路运输等行业以及航天、航空、航海等领域用的圆钢、方钢、扁钢、银亮材。	
	合金结构钢		
	工模具钢		
	轴承钢	<b>主要领域：汽车制造、工程机械、石油钻采、高端制造、风电核电</b>	
	弹簧钢		
	不锈钢		
高合金 锻材	优碳钢	主要生产用于航空航天、核工业、能源环保、海洋等领域的工模具钢、高温合金钢、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	
	合金钢		
	模具钢		
	不锈钢	<b>主要领域：航空航天、海洋工程、高端制造、石油机械、汽车制造</b>	
	高温合金		
	环件		

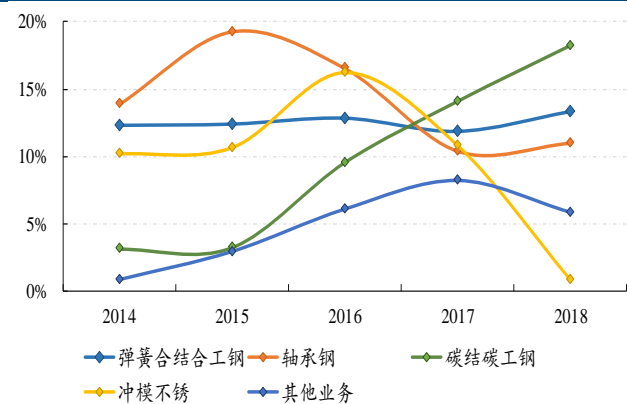
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 6：弹簧钢和轴承钢的营收占比大



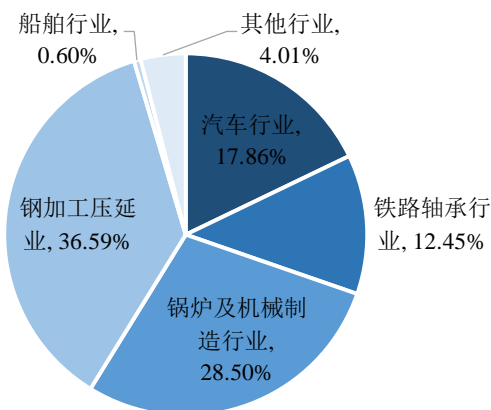
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 7：碳结碳工钢毛利率不断上升



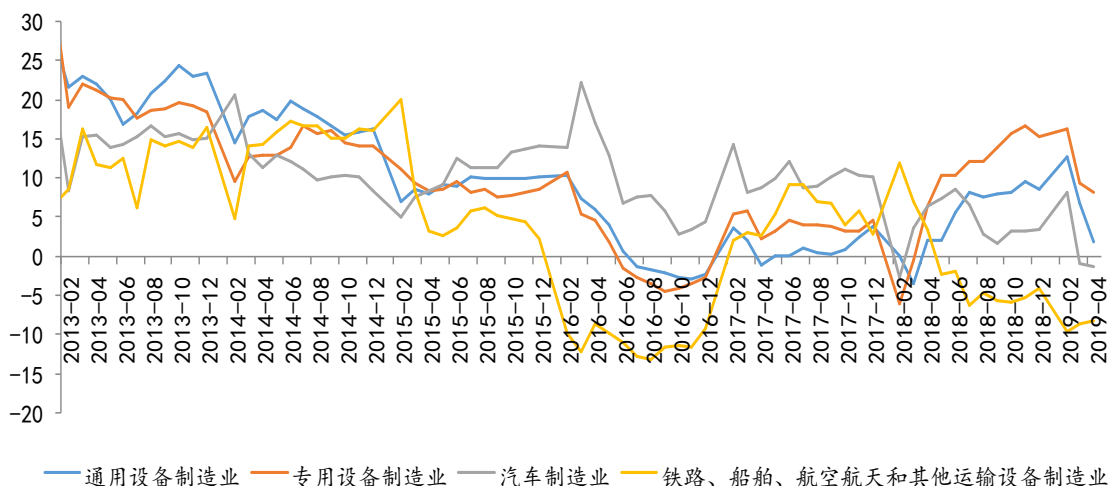
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8: 公司主要下游为汽车、铁路及机械制造



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 9: 我国高端装备制造业固定资产投资增速总体维持在较高区间 (累计同比%)



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

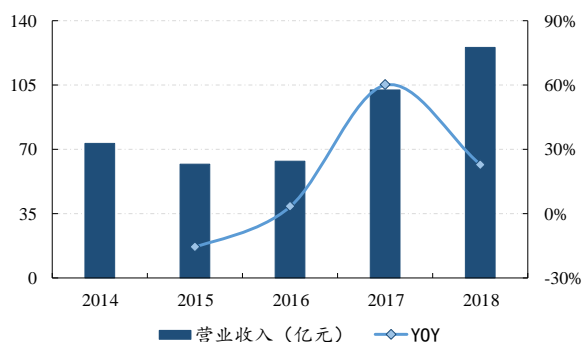
### 1.3 业绩稳定上涨 大力加码分红力度

2018 年公司实现营业收入 125.73 亿元, 同比增长 22.94%, 净利润 5.10 亿元, 同比增长 29.11%, 每股 EPS 为 1.14 元。为公司上市以来最高业绩。公司 2014-2018 年营业收入 CAGR 为 14.35%, 净利润 CAGR 为 17.45%。

- ◆ 产能基本释放完毕, 稳定毛利率共同助力公司业绩增长。1) 90 万吨产线释放完毕。公司于 2014 年投产的年产能 90 万吨优质特殊合金钢棒材生产线于 2015 年 11 月完工正式投产, 2016-2018 年该生产线产能持续释放, 截至 2018 年产能比 2017 年增长 24.27 万吨, 目前该生产线产能基本释放完毕。

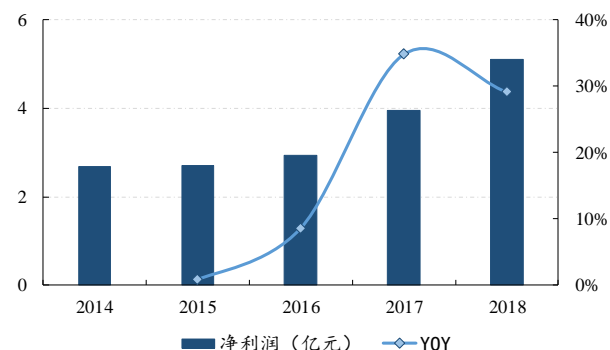
2) 毛利率维持在 10%-13% 之间。公司主要产品毛利率持续保持相对稳定, 即使是在 2015 年的情况下, 公司利润仍然有 2.70 亿元。两者共同作用下推动公司 2016-2018 年业绩持续增长。

图 10: 公司营收 2014-2018 年 CAGR 为 14.35%



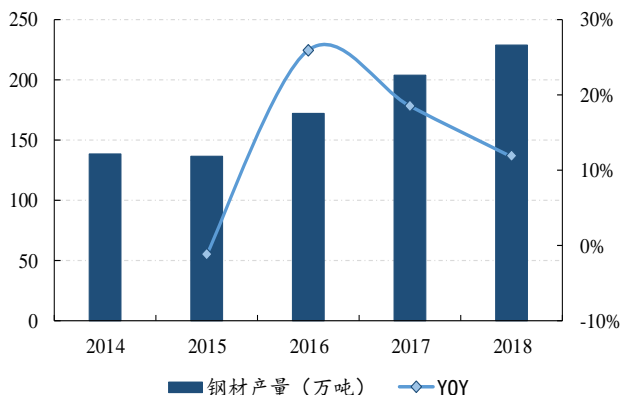
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 公司净利润 2014-2018 年 CAGR 为 17.45%



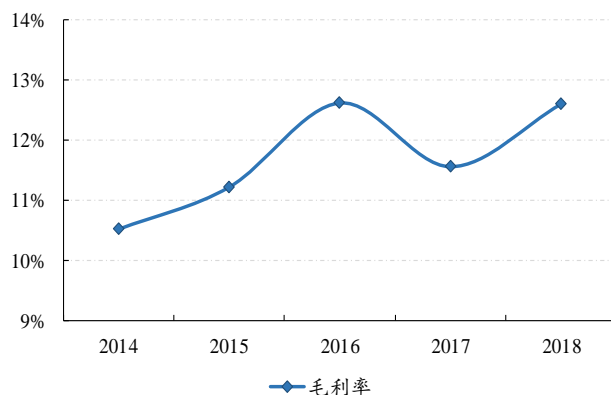
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 12: 公司钢材产能持续增加



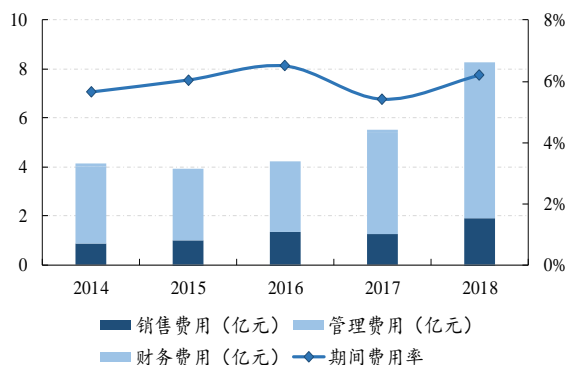
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 13: 公司毛利率稳定在 10%-13% 之间

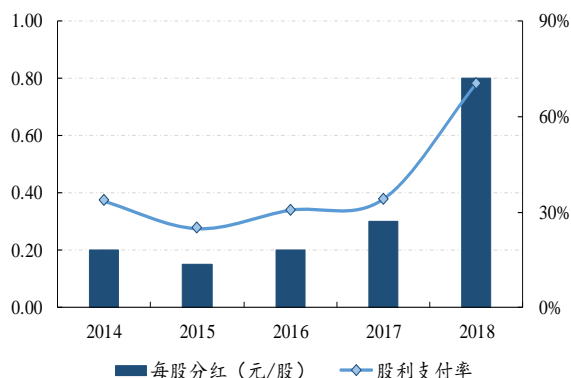


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ 期间费用保持在低水平, 低负债高分红。1) 优良管理和地理位置使公司期间费用率保持在低水平。特钢类企业有息负债水平普遍较低, 因此财务费用处于较低水平, 而大冶特钢凭借地理优势 (能够方便销售给汽车厂商) 和优秀管理层在管理费用以及销售费用上领先于其他企业, 因此公司在 2017 年期间费用率为上市特钢企业最低水平, 基本稳定在 6% 左右。2) 股息支付率大幅提高, 股息率达 8.17%。公司 2018 年有息负债仅为 5 亿元, 而现金却有 19.38 亿元, 因此公司 2018 年开始提高分红比率, 股息支付率从 40% 提高到 70% 左右, 达每股 0.8 元/股, 为公司上市以来分红最高水平。

**图 14: 公司期间费用率稳定在 6% 左右**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 15: 公司 2018 年股息支付率达到 70% 左右**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

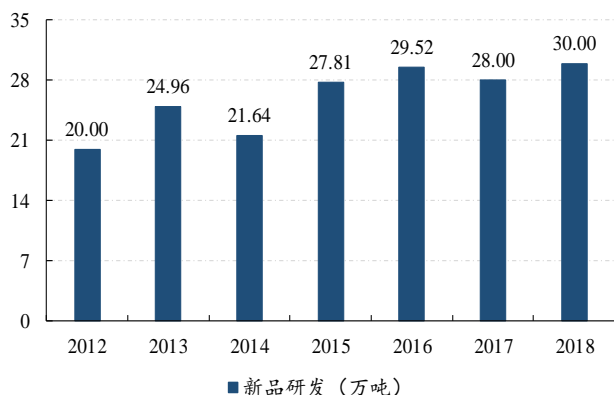
**表 2: 公司为 2017 年上市特钢企业期间费用率最低**

排序	上市钢企	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率
1	大冶特钢	1.23%	4.03%	0.15%	5.41%
2	永兴特钢	1.06%	5.20%	0.05%	6.31%
3	方大特钢	0.87%	6.21%	0.18%	7.25%
4	太钢不锈	2.41%	3.65%	1.88%	7.93%
5	金洲管道	2.27%	5.22%	0.76%	8.25%
6	常宝股份	3.18%	7.00%	0.21%	10.39%
7	久立特材	5.84%	8.63%	0.84%	15.30%
8	西宁特钢	2.73%	4.45%	9.51%	16.69%
9	*ST 抚钢	1.80%	7.05%	8.13%	16.97%

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

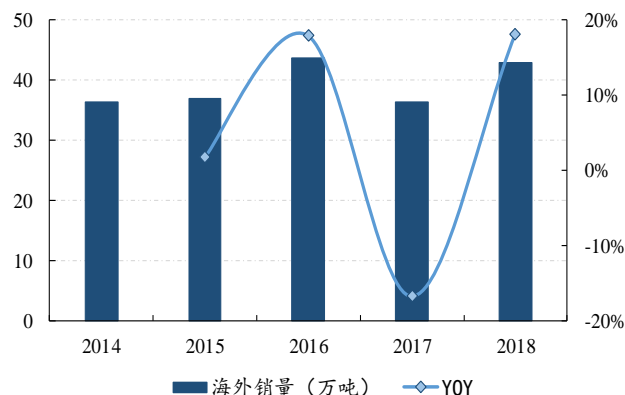
- ◆ **对内提高品质扩大市场, 对外贸易成绩显著。**1) 持续创新扩大进口替代, 高档品种达 96 万吨。公司大力开发新品种, 新品研发生产量持续增长, 2018 全年新产品开发量超 30 万吨, 多项产品通过第二、三方认证/复评。2018 年汽车用钢逆势增长 13.2%, 乘用车用钢相继通过了大众、本田、东风日产等知名车企的认证认可。轴承钢销售增幅达到 9.8%, 高端轴承钢在以国际知名公司 SKF、TIMKEN 等高端用户的供货量同比大幅增长, 盾构机轴承钢、大型潜孔钻头用钢等均填补国内空白顶替进口。尖端品种市场占有率不断提升, 高温合金销量翻番, 特殊不锈钢销量实现突破, 工模具钢、双真空产品销售增幅均超 30% 以上。2) 海外销售调整策略, 出口逆势增长。公司一方面通过降本攻关的方式开拓欧美用户, 稳住欧美销售态势; 另一方面重点开发东南亚市场, 提高对东南亚销售。此外公司在出口的过程种不断提高高附加值产品的比例。2018 年公司出口钢材 42.95 万吨, 同比增加 18.12%, 而创汇总额同比增加 44%, 大幅高于出口量的增加幅度。

图 16: 新品研发不断



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 17: 2018 年海外销售逆势增长



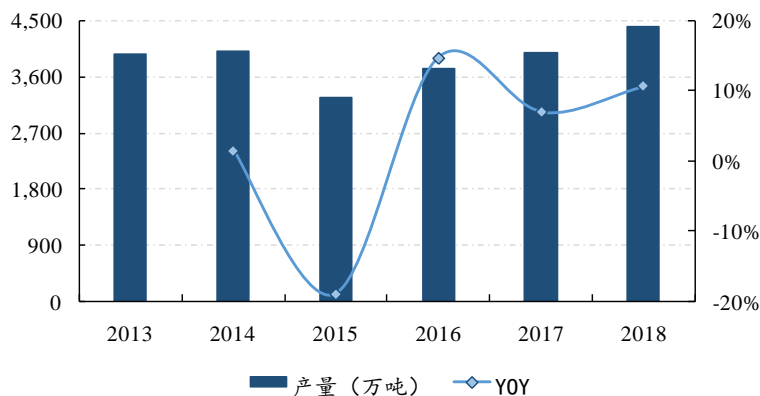
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 专注中高端特钢 不惧钢价回调

### 2.1 我国特钢市场空间巨大 高端产能不足

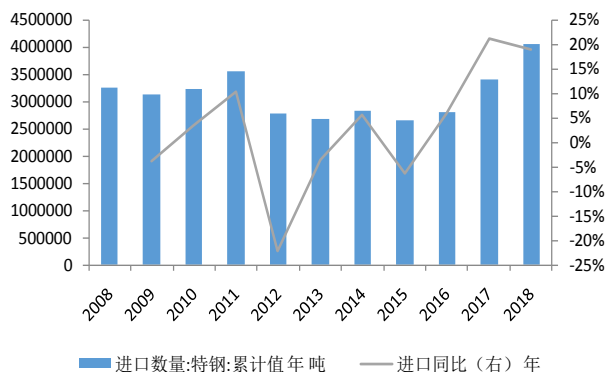
我国特钢产量占比偏低, 未来消费增长空间巨大。根据中国特钢企业协会数据, 2018 年我国特殊钢产量约 4407 万吨, 同期粗钢表观消费量为 9.28 亿吨, 占比仅为 4.74%。《高品质特殊钢科技发展“十二五”专项规划》指出, 全球特钢占比在 10~15%, 其中日本、德国和美国等制造业发达国家的特钢占比分别达到 25%、20%和 10%, 这些国家的特钢占比较高一方面来自于特钢消费高, 另一方面也是粗钢消费减少带来的结果。2019 年我国的粗钢表观消费量有望达到 10 亿吨, 同时随着城镇化率的提升和国家步入后工业化阶段, 保守预测未来我国的粗钢表观消费将逐步减少并在 6 亿吨/年企稳, 按 10%~20% 的特钢占比计, 我国的特钢消费量理论上最高可以达到 1.2 亿吨, 增长空间高达 200%, 增量主要来自于汽车、飞机高铁和高端装备制造业等领域。

图 18: 我国特钢产量整体较少

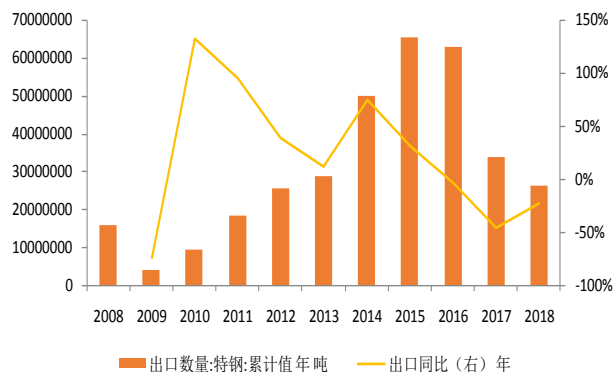


资料来源: 中国特钢协会, 东兴证券研究所

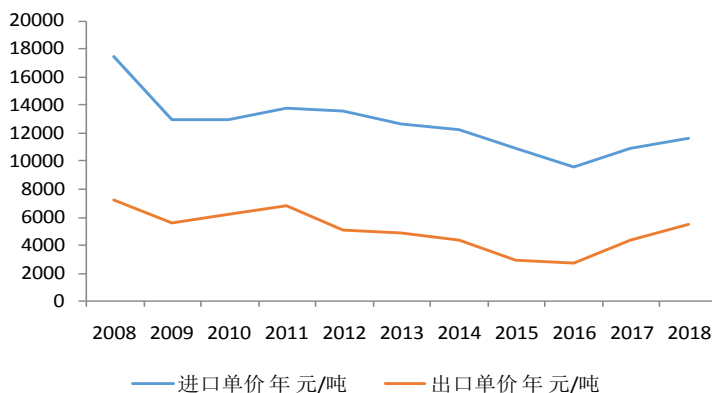
特钢企业在进口替代方面有巨大的营收空间。2018 年我国特钢进口 404 万吨, 占我国特钢年产量的比重约 10%, 同比增长 20%, 进口总额达到 70 亿美元, 进口均价为 11608 元/吨 (按 6.7 汇率计算)。与此同时, 我国特钢出口 2620 万吨, 占我国特钢年产量比重为 60%, 出口总额为 212 亿美元, 出口均价为 5421 元/吨。上述数据表明, 我国高端特钢依赖进口, 而出口则以中低端产品为主, 进口价格 2 倍于出口。

**图 19: 我国特钢进口量持续增长**


资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

**图 20: 我国特钢出口量根据国内行情大幅波动**


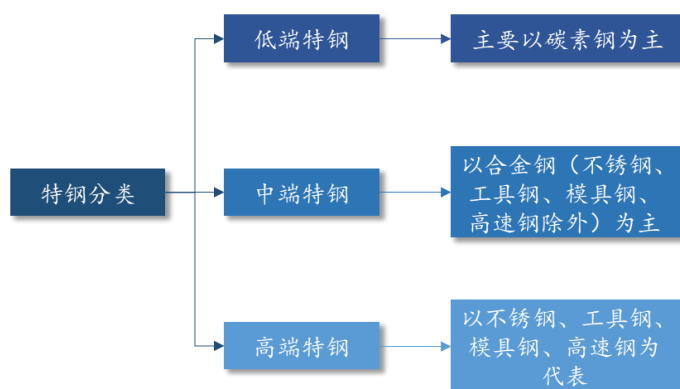
资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

**图 21: 我国进口特钢单价大幅高于出口单价**


资料来源: 海关总署, 东兴证券研究所

我国特钢产业呈现低端产品供应过剩, 高端产品供应不足格局。按技术含量和产品档次分, 可以把特钢分为高、中、低三个层次: 一是以优质碳素钢为主的低端特钢产品; 二是以合金钢 (不锈钢、工具钢、模具钢、高速钢除外) 为代表的中端特钢产品; 三是以不锈钢、工具钢、模具钢和高速钢为代表的高端特钢产品。我国目前高端特钢占比为 13.64%, 中端特钢占比为 66.15%, 低端特钢占比为 20.21%。总体上我国特钢结构以中低端特钢为主, 已经具备可以对外出口能力, 而高端特钢产量不足, 依赖进口弥补。而公司目前主要产品以中高端特钢为主, 其中高端产品达到了 96 万吨, 占到了公司总产量的 40% 左右。未来公司高端产品占比将进一步提高。

图 22: 特钢按档次分类



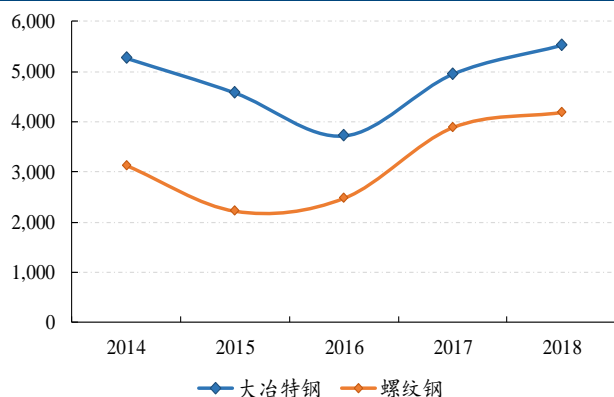
资料来源: 东兴证券研究所

## 2.2 产品高端叠加成本控制强 周期属性弱于同行

**普特共线带来价格联动性。**根据我的钢铁网调研数据, 2018 年国内优特钢厂产能在 7000~8000 万吨, 2016-2018 年平均产能利用率分别为 57%、65%和 66%。全国 58 家钢厂生产优特钢棒材的生产线共计 103 条, 其中 80 条生产线是“专门”生产优特钢棒材, 产量相对稳定, 而另外 23 条普优共线生产线产量随着普特利润差异而有所波动。普优共线的存在导致特钢与普钢价格间具有极强的相关性。

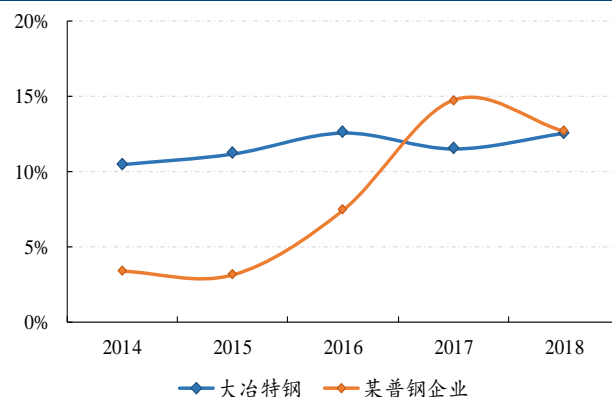
**公司中高端产品占比高, 特钢毛利率趋于稳定。**2014-2018 年间大冶特钢的毛利率稳定在 10%-13%之间, 尤其是在 2014-2016 年间逆势提升, 在售价最低的 2016 年毛利率反而更高, 而某普钢企业的毛利率跨度在 3%-16%之间。公司毛利率稳定一方面得益于公司的产品结构向高端调整 and 价格波动较弱, 大冶特钢的吨钢售价显著高于螺纹钢, 尤其是在 2015 年全行业亏损的情况下, 吨钢价差更大。另一方面来自于公司的经营管理能力。目前公司产品销售渠道中的直供比率达到了 80%, 同时管理效率高, 能够较好的通过控制成本来保证毛利率, 因此我们认为未来钢价下行周期不会对公司产生过多的负面影响。

图 23: 特钢钢价高于螺纹钢



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 24: 特钢销售毛利率更为稳定

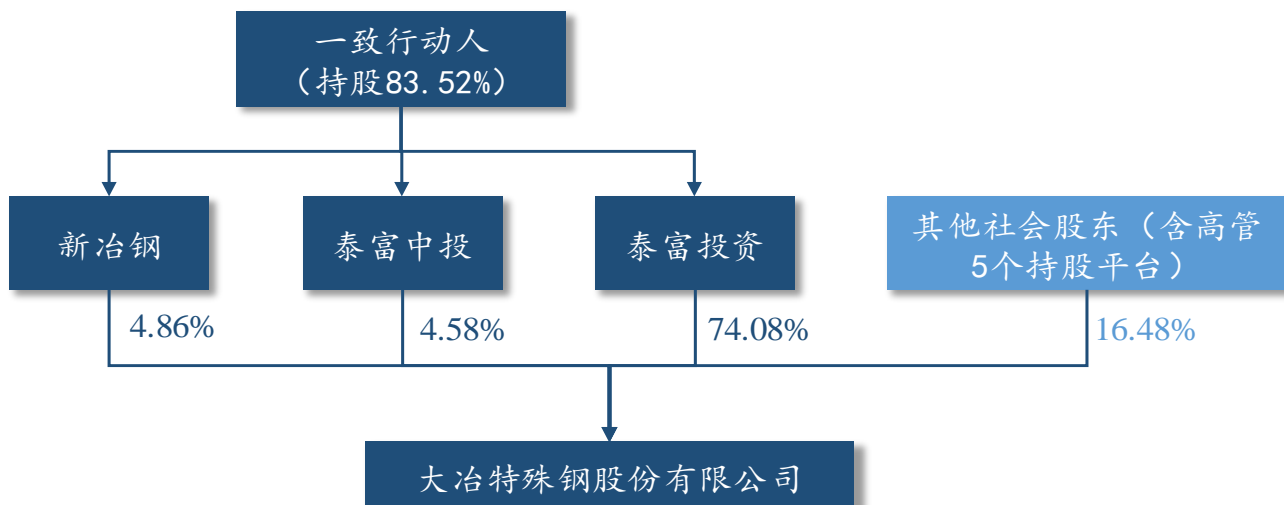


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 3. 拟收购兴澄特钢 世界级特钢龙头将诞生

2018 年公司公告以发行股份的方式购买泰富投资、江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰及江阴信富合计持有的收购兴澄特钢 86.50% 股权。其中江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰及江阴信富为兴澄特钢高管持股平台。初步评估兴澄特钢 100% 股权作价 268 亿元, 对应 86.50% 股权作价为 231.82 亿元, 公司确定发行股份发行价格为 10 元/股 (2019 年 5 月除权除息后为 9.2 元/股), 本次交易对象与公司股东新冶钢和泰富中投均同属于中信集团旗下公司, 因此构成关联交易。完成交易后, 泰富投资与大股东新冶钢和二股东泰富中投构成一致行动人的关系, 合计共持股 83.52%。而江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰及江阴信富 5 个高管持股平台及其他社会股东合计持股 16.48%。

图 25: 交易完成后, 泰富投资及其一致行动人持有 83.52% 的股份



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

#### 3.1 兴澄特钢——中信特钢成员的集合体

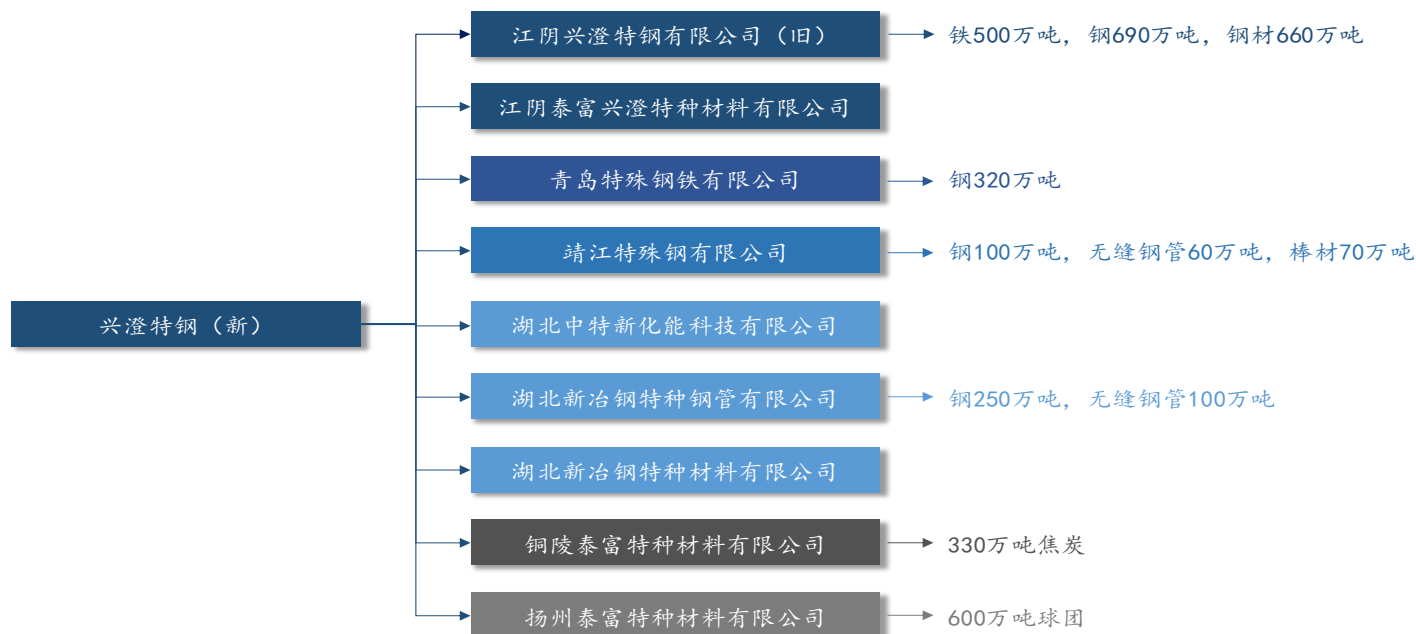
本次交易对象兴澄特钢具备约 1,200 万吨的精品特殊钢产能, 拥有合金钢棒材、合金钢线材、无缝管、中厚板材和连铸合金圆坯“五大产品群”。产品远销全国并出口至美国、欧盟、日本以及东南亚等 60 多个国家和地区, 广泛应用于轴承、汽车、机械、能源、化工、风电等领域。截至 2017 年末, 汽车高端零部件用钢连续 11 年全国销量第一; 高标准轴承钢连续 9 年全球产销量第一。根据公司公告, 兴澄特钢在 2017 年末整合了中信特钢除上市公司以外的其他成员, 主要包括有将青岛特殊钢铁有限公司、靖江特殊钢有限公司、江阴泰富兴澄特种材料有限公司、湖北新冶钢特种钢管有限公司、湖北新冶钢特种材料有限公司、湖北中特新化能科技有限公司、铜陵泰富特种材料有限公司及扬州泰富特种材料有限公司。目前兴澄特钢拥有江阴、青岛、靖江、黄石“四大制造基地”和铜陵、扬州“两大原料基地”。根据公司业务, 其中比较重要的兴澄特钢 (旧) 以及青岛特钢。

图 26: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 27:交易对象所含主要子公司及产能



资料来源：中信特钢官网，东兴证券研究所

**表 3:兴澄特钢的产能及产能利用情况**

项目	2018			2017		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
炼钢	1242	1152	92.75%	1090	930	85.32%

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(2017年度青岛特钢实际产量统计口径为6-12月)

**表 4: 收购标的的各子公司的盈利情况(万元)**

公司	2017 年度	2018 年度	变动	持股比例	备注
<b>兴澄特钢(旧)</b>	<b>113,936.32</b>	<b>169,739.22</b>	<b>55,802.90</b>	—	标的母公司
扬州泰富特种材料有限公司	26,101.79	12,898.58	-13,203.21	100%	
<b>湖北新冶钢特种钢管有限公司</b>	<b>22,763.50</b>	<b>45,504.81</b>	<b>22,741.31</b>	100%	
湖北新化能科技有限公司	8,969.77	11,212.91	2,243.14	100%	
铜陵泰富特种材料有限公司	8,020.77	18,821.63	10,800.86	100%	
铜陵新亚星港务有限公司	7,006.60	3,275.18	-3,731.42	100%	
江阴泰富兴澄工业气体有限公司	3,005.87	4,697.36	1,691.49	100%	
江阴澄东炉料有限公司	-343.91	693.48	1,037.39	100%	
<b>青岛特殊钢铁有限公司</b>	<b>-2,361.20</b>	<b>66,900.38</b>	<b>69,261.58</b>	100%	2017 年重组
江阴兴澄储运有限公司	845.92	891.09	45.17	100%	纳入标的公
扬州泰富港务有限公司	-13,525.19	7,159.56	20,684.75	100%	司
无锡兴澄特种材料有限公司	-15,788.06	6,687.37	22,475.43	100%	
江阴泰富兴澄特种材料有限公司	-27,498.04	19,132.65	46,630.69	100%	
江阴兴澄合金材料有限公司	8,554.20	8,388.03	-166.17	100%	
铜陵新亚星能源有限公司	-1,283.89	47.54	1,331.43	100%	
中信泰富特钢有限公司	255.22	485.22	230	100%	
湖北新冶钢汽车零部件有限公司	797.34	552.35	-244.99	80%	
江阴兴澄金属制品有限公司	-245.41	-242.77	2.64	100%	
湖北新冶钢特种材料有限公司	-	12,487.38	12,487.38	100%	
<b>靖江特殊钢有限公司</b>	<b>-</b>	<b>3,457.10</b>	<b>3,457.10</b>	<b>100%</b>	2018 年新纳
泰富特钢靖江港务有限公司	-	-283.79	-283.79	100%	入合并范围
江苏锡钢集团有限公司	-	-306.97	-306.97	100%	公司
合计	139,211.60	392,198.31	252,986.71		

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

**表 5:收购标的的兴澄特钢的主要产品销售收入及价格**

项目	2018			2017		
	销售收入	销量	价格	销售收入	销量	价格
棒材	1,913,077.93	354.51	5396.40	1,194,262.59	245.96	4855.52
线材	1,170,568.06	220.31	5313.28	696,503.13	174.42	3993.25

钢板	814,662.47	174.79	4660.81	633,998.71	165.46	3831.73
钢管	645,038.29	105.77	6098.50	234,945.78	45.39	5176.16
钢坯	419,368.67	101.23	4142.73	529,295.69	143.65	3684.62
合计	4,962,715.43	956.61		3,289,005.89	774.89	

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

### 3.1.1 兴澄特钢（旧）——盈利能力优于上市公司

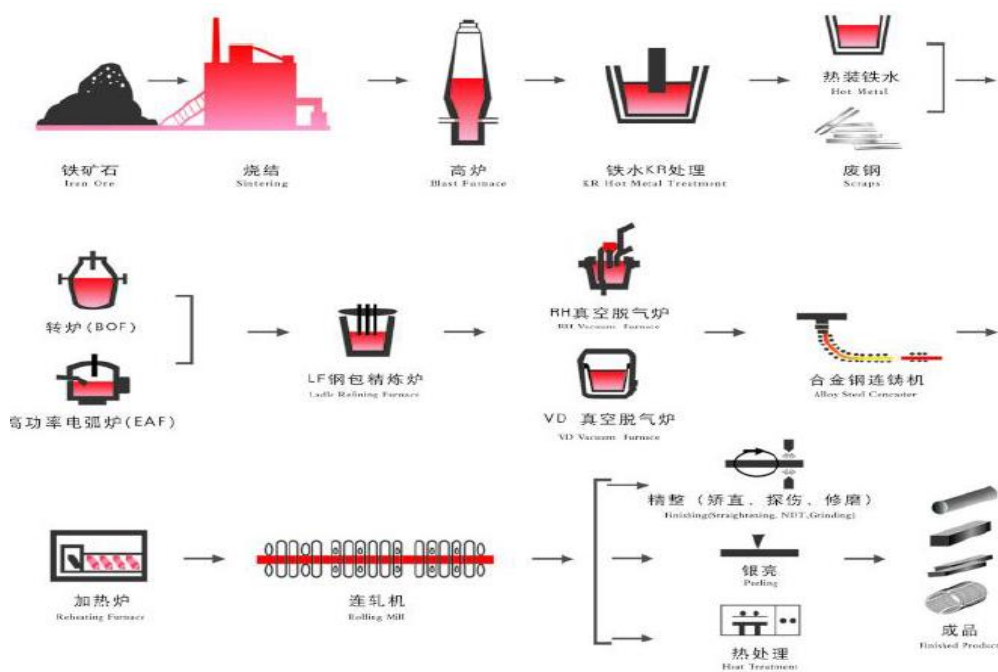
兴澄特钢（旧）拥有员工 8500 多名，具备年产铁 500 万吨、钢 690 万吨、坯材 660 万吨的生产规模。主要设备主要从国外引进，具备连铸、模铸、电渣、双真空等不同工艺的产品生产能力，拥有棒线材生产线 7 条、中厚板生产线 2 条，具备“棒、线、板、坯”各种规格，公司产品主要有轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、系泊链钢、帘线钢、特厚板、容器钢、管线钢、高强耐磨钢等，广泛应用于石油化工、工程机械、汽车用钢、高速铁路、海洋工程、风力发电、新能源等行业。公司产品竞争力显著，在汽车用钢、轴承钢、油田钻具用钢、高强度链条钢、超大直径联铸圆坯在国内具有极高的占有率。轴承钢与超大直径联铸圆坯占有率达到 80%。

表 6: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%	
超大直径联铸圆坯	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

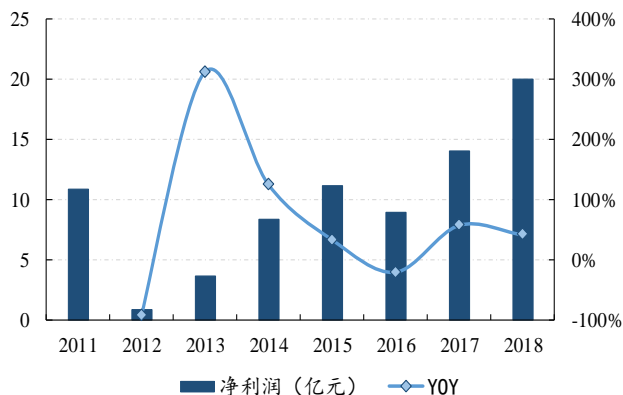
图 28:兴澄特钢合金钢棒（扁）材工艺流程图



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

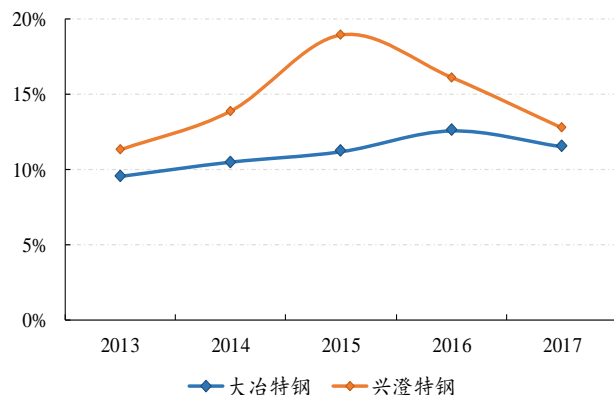
兴澄特钢（旧）利润近年来利润持续增长。由于 2012 年船用板市场较为低迷，导致兴澄特钢 2012 年钢材销量较 2011 年下降 11.28%，毛利率也大幅下滑，造成兴澄特钢业绩大幅跳水。但在经历了 2012 年低谷之后，公司调节产品结构，加大高附加值产品的研发，经营状况开始得到改善，净利润不断提高。**2015 年钢铁全行业亏损的情况下，甚至取得了逆势增长的成绩。**目前兴澄特钢净利润处于同行业的前列，而与上市公司相比，兴澄特钢毛利率显著高于大冶特钢的毛利率，与之合并有利于提高公司的整体盈利水平。

图 29: 兴澄特钢（旧）利润自低谷以来不断走强



资料来源：上海清算所，东兴证券研究所

图 30: 兴澄特钢（旧）毛利率高于大冶特钢



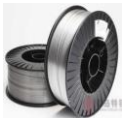


资料来源：上海清算所，其中兴澄特钢 2017 数据为前三季度数据，东兴证券研究所

### 3.1.2 青岛特钢——扭亏为盈 有继续提升的空间

青岛特钢于 2017 年 5 月加入中信泰富特钢集团, 具有年粗钢产能 320 万吨, 拥有精品线、棒、扁钢生产线, 并且引进了国际先进的工艺设备, 采用全线无扭轧制和无张力、微张力轧制技术。青岛特钢致力于技术创新和产品创新, **主要产品为钢帘线、胎圈钢丝用钢盘条、特种焊接用钢盘条、弹簧扁钢等优势产品**。此外青岛特钢还形成一批中高档次优特钢产品, 包括轴承钢、汽车用齿轮钢、弹簧钢、易切削非调质钢、工程机械用钢、桥梁缆索用钢、低合金高强度钢、高压合金管坯钢、合金结构钢、锚链钢、磨球钢等行业高端特种用钢。青岛特钢目前是山东省最大的优特钢线材生产基地。**其中青岛特钢钢帘线、弹簧扁钢以及焊接用钢在国内市场具有一定的市占率。**

表 7: 青岛特钢主要产品

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

**青岛特钢 2018 年实现扭亏为盈, 吨钢利润有望向兴澄特钢母公司看齐。**青岛特钢之前经营状况不佳, 根据北京产权交易所, 2016 年青岛特钢亏损达到了 36.16 亿元, 而 2017 年上半年亏损则缩减至 6.38 亿元。在兴澄特钢介入管理后, 利用自身管理优势, 支持优化品种结构, 提高产品质量, 科学排产, 提高产量, 实现销售创效; 降本增效、对标挖潜, 开展降本攻关项目, 同时控制贷款规模, 改善融资渠道, 有效降低运营及财务成本, 实现扭亏为盈, 根据中信股份的年报, 2018 年青岛特钢实现盈利 6.93 亿元, 吨钢利润 230 元/吨, 与兴澄特钢母公司的 276 元/吨相比仍有提升空间。

### 3.2 收购完成后年产达 1350 万吨 规模和协同效应可期

大冶特钢产能将占中国特钢总体产能的 30% 左右。本次收购完成之后, 中信特钢核心资产将实现整体上市, 而公司作为上市主体将成为新的中信特钢品牌, 成为包括 3000 多个钢种, 5000 多个规格, 门类齐全且具备年产 1350 万吨特钢生产能力的特大型境内特钢品牌, 有利于响应国家打造特钢行业国际优势品牌的钢铁行业战略规划。

表 8: 主要特钢生产基地

序号	公司名	产能 (万吨)	主要产品
1	大冶特钢 (中信泰富特钢集团)	1350	汽车用钢、轴承钢、无缝钢管
2	太原钢铁集团有限公司	1000	不锈钢、碳钢
3	东北特钢集团有限公司	300	轴承钢、不锈钢、工模具钢、高温合金
4	宝钢特钢	220	不锈钢、结构钢

5	西宁特殊钢股份有限公司	150	铁路用钢、不锈钢
6	宝钢不锈	90	太阳能行业用钢、集装箱用不锈钢

资料来源: 中国航天工业, 东兴证券研究所

公司将成为 A 股上市公司盈利能力最强的特钢企业。根据公告兴澄特钢 2018 年营业收入为 664.06 亿元, 净利润为 39.20 亿元。合并之后将使公司资产规模增长 816.71%, 归母净利润增长 664.90%, 而基本每股收益从 1.14 元/股增长到 1.41 元/股, 增长幅度为 23.68%。兴澄特钢 2018 年主要单元的吨钢净利润均值为 274.64 元/吨, 较大冶特钢上市公司的吨钢净利润 221.74 元/吨高 52.9 元, 因此收购目标后有利于提升公司盈利能力, 同时形成一定的规模优势效应。考虑到收购标的部分在建投产带来折旧和摊销规模增加和个别生产设备存在停产预期, 标的公司 2019-2021 年度的承诺净利润分别为 33.4 亿元、33.2 亿元和 33.9 亿元, 略低于 2018 年且承诺相对保守。

**表 9: 交易前后公司主要数据变动情况**

项目	交易前	交易后	增长幅度
资产总额 (亿元)	76.78	703.85	816.71%
归属于母公司所有者权益 (亿元)	44.04	211.91	381.18%
营业收入 (亿元)	125.73	789.89	528.24%
净利润 (亿元)	5.1	44.32	769.02%
归母净利润 (亿元)	5.1	39.01	664.90%
基本每股收益 (元)	1.14	1.41	23.68%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**表 10: 2018 年各个钢厂的利润情况估计**

	粗钢产能 (万吨)	钢材产能 (万吨)	产销量 (万吨)	净利润 (亿元)	吨钢净利润 (元)
兴澄特钢 (旧)	690	660	615	17	276.42
青岛特钢	320	300	300	6.9	230.00
靖江特殊钢	100	70	60	0.3	50.00
新冶钢特种钢管	250	100	70	4.5	642.86
合计/平均	1360	1130	1045	28.7	274.64
大冶特钢	100	230	230	5.1	221.74

资料来源: 中信股份半年报、18 泰富 01 评级报告、公司官网, 东兴证券研究所

收购完成后, 上市公司的成本控制能力和协同效益将更加显著。公司公告指出, 兴澄特钢及各主要下属公司大量使用的大宗原材料等物资, 包括铁矿石、煤炭、合金、电极等, 由中信泰富特钢有限公司作为采购平台实施统一采购, 有利于发挥规模效益, 有效降低采购成本, 合理调配库存, 提高整体经济效益。公司以直接采购为主, 就铁矿石、煤炭等价格透明且存在周期性波动的物资, 公司与主要原料供应商建立了长期的稳定合作关系, 签订长期协议确保物料供应。结合采购需求及成本以询价的方式通过贸易商灵活实施采购行为, 有效降低整体采购成本。就合金、电极等物资, 标的公司遴选合格供应商, 主要以招标的方式实施采购。

## 4. 新增产能接力释放 扩大营收增厚业绩

### 4.1 高品质模具钢生产线待投产 高端产能继续扩大

根据公司 2018 年 5 月的公告, 公司将以 7.35 亿元投资建设产能为 3 万吨/年的高品质模具钢生产线项目, 该生产线项目将对现有的锻造装备升级改造, 是在原有锻造生产工艺上, 增建先进的锻压及特冶设备, 优化主体工艺方案及设备组成。产品方案主要以航空航天、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。项目投产后可实现年新增特冶锻造产品 3 万吨的产能, 使公司整体特冶锻造装备水平和产品档次到达国内一流行列。项目建设期为两年, 预计投产时间为 2019 年底, 达产时间为 2020 年, IRR 为 14% (税后)。

### 4.2 参与重整格洛斯 无缝管产能增加

2019 年 5 月 15 日, 公司召开董事会审议通过了《关于参与浙江格洛斯无缝钢管有限公司破产重整暨受让浙江格洛斯无缝钢管有限公司 100% 股权的议案》, 同意提供 49,155 万元 (最终投入的重整资金金额将在 49,155 万元人民币的基础上, 根据《重整投资协议书》中约定的价格调整机制和结算规则实际结算后确定) 参与格洛斯的破产重整事宜。本次重整完成后, 公司将取得重整后格洛斯 100% 的股权。上市公司通过参与格洛斯破产重整, 将增加近 10 万吨特种无缝钢管生产能力, 同时进一步开拓上市公司在无缝钢管生产制造行业的产品序列及规格, 能有效进一步拓展公司在精品特殊钢行业中的产品门类和竞争实力。

- ◆ 格洛斯拥有 1 条  $\phi 820$  斜轧线和 1 条  $\phi 1200$  冲拔线, 主要生产装备有: 820 斜轧穿孔机组、冷旋机、环形炉、步进式热处理炉、大循环内紊流淬火装置、45MN 立式压机、20MN 卧式压机等, 具备年产无缝钢管 8 万吨能力, 可生产直径为  $\Phi 355 \sim 1200\text{mm}$ , 壁厚 10~200mm 的大口径碳素钢、合金钢和不锈钢管产品。
- ◆ 根据公司公告描述, 格洛斯  $\phi 820$  斜轧钢管生产线产品成材率高、产品精度高。在相同钢种、规格及技术条件下, 格洛斯的制造成本远低于同行, 特别是在批量的气瓶管和管线管市场方面。格洛斯钢管的产品已获得多种认证, 在电站锅炉、石油、炼化、海工、输送气等方面, 格洛斯二方认证和三方认证基本齐全, 国内外许多行业和项目有业绩和资质, 已形成一定市场知名度, 在部分细分市场中有一定份额。
- ◆ 格洛斯是目前国内能够同时生产厚壁和薄壁大口径无缝钢管的极少数企业之一, 采用自主研发、国内创新的锻造加斜轧工艺优化组合, 实现了国内大口径无缝钢管生产技术的新突破, 在用穿孔拔伸工艺生产大直径 (1200mm) 大壁厚 (200mm) 锻造钢管、用斜轧工艺一火生产热轧管束集装箱组件用高压气瓶管和大口径厚壁热轧不锈钢钢管、用穿孔拔伸和斜轧组合工艺生产大直径长尺寸高锻造比钢管等方面属于国内领先水平, 是国内领先的车载天然气钢瓶生产研发基地。
- ◆ 根据调研的 2018 年无缝钢管行业的盈利水平和 2019 年 1 季度的盈利情况看, 保守估计未来 3 年格洛斯无缝钢管产品的吨钢净利均值为 500-1000 元/吨, 假设重组后公司的产能全部释放, 则每年将贡献利润将达到 0.5-1 亿元。

## 5. 盈利预测与投资建议

在我国制造业升级背景下, 特钢需求持续增长, 特钢的弱周期属性有利于企业业绩的稳定成长。在不考虑收购并表的情况下, 我们预计 2019、2020、2021 年营收分别达到 125.68、122.36、121.49 亿元, 归母净利润分别为 5.43 亿、5.68 亿和 6.12 亿 (上期预测值为 5.67、5.93 和 6.02 亿元, 变化主要基于铁矿石涨价带来成本上升), EPS 分别为 1.21 元、1.26 元和 1.36 元, 对应 PE 为 10.71X、10.24X、9.49X。

收购标的兴澄特钢承诺 2019-2021 年的净利润分别不低于 33.4 亿元、33.2 亿元和 33.9 亿元, 收购完成后上市公司的规模效应和协同效应显著, 毛利率有进一步提高的空间, 根据业绩承诺预计收购后上市公司整体 2019、2020、2021 年归母净利润的低值为 34.32 亿元、34.40 亿元和 35.44 亿元, 兴澄特钢以 9.2 元/股的单价收购需增发股份 25.20 亿股, 加上公司原有 4.49 亿股, 以当前股价 12.65 元/股合计市值为 375.55 亿, 对应 PE 高值为 10.94X、10.92X、10.60X。

**2009.6-2019.6 近 10 年间大冶特钢的 PE (TTM) 均值为 16.46 倍, 中位数为 14.58 倍, 25%分位数为 11.01 倍, 无论从收购前还是收购后的估值水平看都处于历史较低位, 同时合并后公司作为世界最大的特钢企业, 较之前应有相当的估值溢价, 维持公司“强烈推荐”评级。**

**表 11:合并后大冶特钢的归母净利润低值测算**

项目	2019E	2020E	2021E
兴澄特钢的承诺业绩 (亿元)	33.4	33.2	33.9
大冶特钢 (亿元)	5.43	5.68	6.12
合并后归母净利润低值 (亿元)	34.32	34.40	35.44

资料来源: 公司公告, 公司年报, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

- (1) 下游需求不及预期; (2) 收购重组未能过会。

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			
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	3947	5201	5899	7012	7703	营业收入	10227	12573	12568	12236	12149
货币资金	1178	1938	2335	3638	4385	营业成本	9045	10989	11189	10852	10739
应收账款	347	498	495	460	472	营业税金及附加	45	62	101	98	85
其他应收款	2	30	30	29	29	营业费用	126	193	151	147	146
预付款项	29	93	93	93	93	管理费用	412	70	70	69	68
存货	1027	902	1207	1098	1042	财务费用	15	-48	401	384	374
其他流动资产	0	26	26	26	26	资产减值损失	71	132	0	0	0
非流动资产合计	2631	2477	2972	2324	2176	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	500	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	2454	2179	2167	2021	1874	营业利润	519	623	657	686	738
无形资产	19	15	13	12	10	营业外收入	9	9	13	13	13
其他非流动资产	35	57	200	200	200	营业外支出	69	31	31	31	31
资产总计	6579	7678	8871	9336	9879	利润总额	458	601	638	668	720
流动负债合计	2475	3139	2878	2946	3061	所得税	63	91	96	100	108
短期借款	0	500	0	0	0	净利润	458	510	543	568	612
应付账款	1453	2026	1638	1760	1756	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	226	166	292	414	536	归属母公司净利润	395	510	543	568	612
一年内到期的非流动	297	0	0	0	0	EBITDA	3154	3304	1205	1218	1260
非流动负债合计	75	135	331	331	331	EPS (元)	0.88	1.14	1.21	1.26	1.36
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	200	200	200		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2550	3274	3210	3277	3392	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	59.98%	22.94%	-0.04%	-2.65%	-0.70%
实收资本 (或股本)	449	449	449	449	449	营业利润增长	N/A	N/A	5.43%	4.47%	7.62%
资本公积	486	486	1363	1363	1363	归属于母公司净利	N/A	4.59%	6.36%	4.59%	7.83%
未分配利润	2867	3242	3351	3465	3587	获利能力					
归属母公司股东权益	4028	4404	5661	6059	6487	毛利率 (%)	11.56%	12.60%	10.97%	11.30%	11.61%
负债和所有者权益	6579	7678	8871	9336	9879	净利率 (%)	4.48%	4.06%	4.32%	4.64%	5.04%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	6.00%	6.64%	6.12%	6.08%	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	9.80%	11.59%	9.59%	9.37%	9.43%
经营活动现金流	355	732	1030	1357	1304	偿债能力					
净利润	458	510	543	568	612	资产负债率 (%)	39%	43%	36%	35%	34%
折旧摊销	2620	2730	148	148	148	流动比率	1.59	1.66	2.05	2.38	2.52
财务费用	15	-48	401	384	374	速动比率	1.18	1.37	1.63	2.01	2.18
应付帐款的变化	0	0	3	35	-12	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	126	122	121	总资产周转率	1.65	1.76	1.52	1.34	1.26
投资活动现金流	-49	-38	-643	500	0	应收账款周转率	32	30	25	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.16	7.23	6.86	7.20	6.91
长期股权投资减少	0	0	-500	500	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.88	1.14	1.21	1.26	1.36
筹资活动现金流	-305	60	10	-554	-557	每股净现金流 (最新	0.00	1.68	0.88	2.90	1.66
应付债券增加	0	0	200	0	0	每股净资产 (最新摊	8.96	9.80	12.60	13.48	14.43
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	14.71	11.39	10.71	10.24	9.49
资本公积增加	0	0	878	0	0	P/B	1.44	1.32	1.03	0.96	0.90
现金净增加额	1	755	397	1303	747	EV/EBITDA	1.56	1.32	3.05	1.95	1.29

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 7. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	钢铁行业深度报告：只争朝夕——估值和成本视角下钢铁股短期博弈的投资价值分析	2019-02-21
行业	东兴证券钢铁行业 2019 年度投资策略报告：在不确定性中寻找确定性	2018-12-14
公司	大冶特钢（000708.SZ）：高分红的特钢龙头，关注兴澄特钢注入	2019-04-02

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 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。