

# 兴澄特钢专题报告

## 中国特钢核心资产，未来规模、盈利弹性可期

分析师：李莎

分析师：刘洋



SAC 执证号：S0260513080002



SAC 执证号：S0260519060002



SFC CE.no: BNV167



020-66335140



021-87570852



lisha@gf.com.cn



gzly@gf.com.cn

请注意，刘洋并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

根据 2019 年 7 月 18 日发布的《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，大冶特钢拟以发行股份形式购买泰富投资、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兴澄特钢 86.50% 股权。我们将对兴澄特钢进行深入研究，进一步理解兴澄特钢的核心价值，并基于此分析本次交易的内在意义。

#### 一、兴澄特钢：棒材为核心产品，18 年贡献 29% 营收和 50% 毛利，产品定位高端、议价能力强

兴澄特钢是国内最大的特钢生产企业，最终控制人为财政部。从主营业务看，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢坐拥江阴、青岛、靖江、湖北四大生产基地，2018 年炼钢产能 1242 万吨、营收 654 亿，棒材贡献 29% 营收、50% 毛利；2018 年吨钢售价同比增 18% 至 5011 元，棒材吨钢售价高于行业均值 7%，成本转移能力较强。与国外特钢龙头相比，根据神户制钢官网、大冶特钢年报、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，与神户制钢相比，2018 年公司粗钢产量、营收规模是神户制钢的 1.7、1.4 倍，产品定位相当，吨钢营业利润更高、更稳；与国内大冶特钢相比，2018 年公司销量、营收是大冶特钢的 4.3、5.2 倍，产品更加多元，吨钢毛利、毛利率更高。

#### 二、规模弹性：外部并购、内部整合，四大基地协同发展，沿江、沿海战略支撑扩张空间

多视角观察，兴澄特钢未来规模弹性或可期待。2017 年来兴澄特钢进行了一系列的外部收购和内部整合。外部收购方面，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢 2017、18 年相继收购青岛、靖江板块，新增炼钢产能 420 万吨。收购后的青岛、靖江板块经营显著改善，均实现扭亏为盈。内部整合方面，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢于 2017-18 年完成对中信特钢旗下 17 家企业内部资产整合，形成从原材料到产品、延伸加工、终端服务的完整特钢产业链。目前我国特钢行业集中度仍偏低，中信特钢集团“沿江、沿海”的发展战略规划将支撑兴澄特钢未来扩张的空间，预计未来并购将持续。

#### 三、盈利弹性：质量为本、规模为盾、研发为矛，螺旋强化竞争优势、高效转化为盈利能力

多视角观察，兴澄特钢均具备盈利持续性。从产品质量看，根据中国特钢企业协会、钢联数据，兴澄特钢产品质量等级品率位于特钢业前列，同类产品售价高于市场，享有 15-20% 品牌溢价率；兴澄特钢服务于国际一线制造企业，客户产品敏感性低。从产品规模看，兴澄特钢具备 3000 多品种、5000 多规格，产品线丰富，可满足下游企业整体性需求；同时，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢在高端轴承钢、汽车用钢、海洋系泊链、矿用链条、连铸大圆坯等产品拥有较高市场份额，规模效应将持续转化为盈利能力。从研发产出看，兴澄特钢 2016-2018 年每年专利增量均超过 100 件，2018 年研发人员人均专利 1.4 件，显著高于国内大冶特钢、抚顺特钢。兴澄特钢产品迭代相当快，通过不断推陈出新保持市场份额。根据中国特钢工业协会数据，兴澄特钢近五年新产品产量、产值占比分别在 50%、55% 左右，显著高于同业平均水平。

#### 四、结论：如若收购完成，中国特钢核心资产将实现整体上市，特钢行业兼并重组或拉开序幕

从兴澄特钢的核心价值看：我们认为可以总结为“高企业定位、高创新效率和高盈利能力”的“三高”价值。从本次交易的内在意义看：对大冶特钢，本次交易后兴澄特钢将作为控股子公司纳入上市公司合并报表范围之内，大幅减少上市公司与兴澄特钢之间的关联交易，将有效避免两者之间的同业竞争问题，有利于保障上市公司及全体股东的利益；对中信特钢，本次交易后中信集团特钢资产在 A 股实现整体上市，在 A 股的资产证券化水平将大幅提升，利用资产、品牌、渠道资源及经营管理的有效协同，可以充分激发经营潜力，进一步提升利润水平，实现国有资产保值增值；对国内特钢行业，本次交易后，上市公司特钢产能将达 1300 万吨，成为全球范围内规模最大、品类最全的专业化特钢生产企业。同时，未来上市公司可以借助于资本平台拓宽融资渠道，通过多种方式开展行业整合。国内特钢行业兼并重组空间仍然较大，本次交易或将拉开特钢行业兼并重组进程的序幕。

#### 五、风险提示

宏观经济及特钢行业景气度超预期下滑；兴澄特钢兼并重组进程不及预期；特钢行业竞争超预期加剧。

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
三钢闽光	002110.SZ	CNY	7.97	2019/4/2	买入	15.39	2.37	2.53	3.36	3.15	1.00	0.84	27.8	25.0
方大特钢	600507.SH	CNY	8.28	2019/8/16	买入	12.18	1.63	1.82	5.08	4.55	2.39	1.65	26.8	23.0
久立特材	002318.SZ	CNY	6.76	2019/3/20	买入	9.80	0.49	0.50	13.80	13.52	7.60	6.85	11.5	10.6
鞍钢股份	000898.SZ	CNY	3.14	2019/3/22	买入	7.78	0.88	0.91	3.57	3.45	2.75	2.37	11.3	10.4
马钢股份	600808.SH	CNY	2.67	2019/3/25	买入	5.47	0.72	0.78	3.71	3.42	1.68	1.15	16.5	15.7
南钢股份	600282.SH	CNY	3.00	2019/3/25	买入	5.53	0.82	0.85	3.66	3.53	2.05	1.84	20.3	18.6
韶钢松山	000717.SZ	CNY	3.75	2019/3/31	买入	7.10	1.00	1.05	3.75	3.57	2.01	1.38	28.1	23.8
重庆钢铁	601005.SH	CNY	1.86	2019/4/1	增持	2.67	0.14	0.15	13.29	12.40	5.97	4.79	6.3	6.2
华菱钢铁	000932.SZ	CNY	4.15	2019/8/18	买入	5.94	1.18	1.11	3.51	3.73	1.89	1.87	23.9	19.4
山东钢铁	600022.SH	CNY	1.49	2019/4/4	买入	2.48	0.22	0.25	6.77	5.96	3.79	3.06	10.9	10.6
新兴铸管	000778.SZ	CNY	3.86	2019/4/7	买入	7.00	0.42	0.45	9.19	8.58	4.35	3.88	7.5	7.5
新钢股份	600782.SH	CNY	4.40	2019/4/26	买入	8.46	1.30	1.34	3.39	3.27	2.15	1.62	18.4	16.5
河钢股份	000709.SZ	CNY	2.56	2019/4/27	买入	4.13	0.26	0.27	9.85	9.48	5.01	4.72	4.9	4.9
宝钢股份	600019.SH	CNY	5.84	2019/4/28	买入	9.10	0.75	0.77	7.79	7.59	3.95	3.64	9.1	9.1
首钢股份	000959.SZ	CNY	3.33	2019/4/28	买入	5.44	0.27	0.51	12.33	6.53	6.83	4.75	5.7	9.6
常宝股份	002478.SZ	CNY	5.63	2019/6/19	买入	8.32	0.65	0.77	8.66	7.31	3.91	3.04	14.1	14.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

前言：兴澄特钢的核心价值及大冶特钢拟收购兴澄特钢的内在意义？ .....	7
一、兴澄特钢：棒材为核心产品、18 年贡献 29% 营收和 50% 毛利，产品定位高端、议价能力强 .....	10
（一）股权结构：泰富投资为第一大股东，财政部为公司实际控制人 .....	10
（二）主营业务：拥有四大生产基地、炼钢产能 1242 万吨，棒材贡献 29% 营收、50% 毛利，议价能力强 .....	10
（三）兴澄特钢 VS 神户制钢：2018 年营收和产量规模是日本神户制钢的 1.7 和 1.4 倍，产品定位相当，盈利能力更强 .....	17
（四）兴澄特钢 VS 大冶特钢：2018 年销量和营收是大冶特钢的 4.3 倍和 5.2 倍，产品更为多元，吨钢毛利、毛利率更高 .....	18
二、规模弹性：外部并购、内部整合，四大基地协同发展，沿江、沿海战略支撑扩张空间 .....	21
（一）外部并购：17-18 年相继并购青岛特钢和靖江特钢，利用集团资金和协同优势提升竞争力和盈利能力 .....	22
（二）内部整合：完成对中信特钢旗下 17 家企业内部资产整合，形成从原材料到产品、延伸加工、终端服务的完整特钢产业链 .....	26
（三）扩张战略：特钢行业并购空间广阔、“沿江沿海”以及“精品+规模+服务”发展战略锚定未来扩张蓝图 .....	28
三、盈利弹性：质量为本、规模为盾、研发为矛，螺旋强化竞争优势、高效转化为盈利能力 .....	31
（一）质量优势转化：质量等级品率领先、同品类溢价率达 15-20%，服务于品质要求高、成本敏感度低的高端客户 .....	31
（二）规模优势转化：种类多、规格全、规模大，通过降低过程成本、提升质量控制能力来获得高市占率和高毛利 .....	33
（三）研发优势转化：雄厚研发基础、较高研发投入和转化率驱动高水平的产品迭代速率，不断进军高毛利蓝海 .....	35
四、财务分析：2018 年盈利能力及现金流跃升，偿债能力有待改善 .....	38
（一）盈利能力：受益于行业景气度提升及并购整合，2017 年以来兴澄特钢盈利水平持续向好 .....	38
（二）营运能力：外延并购小幅影响营运能力，但仍较为稳定、可控 .....	39
（三）偿债能力：并购扩张致 2018 年资产负债率达 69%，流动资产对流动负债的覆盖能力欠佳 .....	40
（四）现金流：经营活动现金流入质量在 2017 年后显著提升 .....	41
五、结论：如若收购完成，中国特钢核心资产将实现整体上市，特钢行业兼并重组或拉开序幕 .....	42
六、风险提示 .....	43

## 图表索引

图 1: 泰富投资为兴澄特钢第一大股东, 持股比例 90%, 财政部为公司实际控制人	10
图 2: 兴澄特钢主要产品生产工艺流程图	11
图 3: 2017 年以来兴澄特钢粗钢产能大幅增长, 产能利用率高位波动上升	12
图 4: 2019Q1 兴澄特钢产销率为 86%, 与 2018 年基本持平、较 2017 年提升 3PCT	12
图 5: 2017-2018 年外延并购和内部整合助兴澄特钢营收规模显著增长	13
图 6: 旧口径下, 2009-2016 年兴澄特钢钢板营收占比逐年提升, 合结钢和特钢坯逐年下降	14
图 7: 新口径下, 合金钢棒材营收占比最高, 2017、2018 年分别达 25%、29%	14
图 8: 从整体看, 兴澄特钢吨钢售价趋势上与特钢价格保持一致, 但变动幅度整体滞后反映 (单位: 元/吨)	14
图 9: 从结构看, 2017、2018 年钢管、棒材产品吨钢售价高于公司平均售价 (单位: 元/吨)	14
图 10: 以旧口径观察, 2009-2016 年合结钢和轴承钢毛利占比最高, 2016 年合计占比达 65% (单位: 亿元)	15
图 11: 以新口径观察, 2017-2018 年合金钢棒材贡献主要毛利, 毛利占比合计分别达 47%、50% (单位: 亿元)	15
图 12: 2009-2019Q1 兴澄特钢毛利率呈波动上升趋势, 且除部分年份外, 整体反向于综合钢价指数	16
图 13: 兴澄特钢合金棒材产品的毛利率远高于其他产品, 2018 年高出公司平均毛利率近 9PCT	16
图 14: 09-16 年兴澄特钢吨钢毛利基本稳定在 500-600 元/吨区间, 17 年后受益于行业景气度提升加速向上	16
图 15: 兴澄特钢合金棒材产品的吨钢毛利远高于其他产品, 2018 年高出公司平均吨钢毛利 40% (单位: 元/吨)	16
图 16: 2017 年开始兴澄特钢粗钢产量开始超越神户制钢 (单位: 万吨)	17
图 17: 2017 年开始兴澄特钢营业收入开始超越神户制钢 (单位: 万元)	17
图 18: 2018 年兴澄特钢吨钢售价较神户制钢仅低 6% 左右, 产品定位基本相当 (单位: 元/吨)	18
图 19: 2009-2018 年, 兴澄特钢吨钢营业利润整体高于神户制钢, 且相对更为稳定 (单位: 元/吨)	18
图 20: 2018 年棒材产品贡献兴澄特钢 29% 营收	19
图 21: 2018 年棒材产品贡献大冶特钢 87% 营收	19
图 22: 兴澄特钢吨钢售价显著高于大冶特钢, 产品定位更为高端 (单位: 元/吨)	19
图 23: 2009-2018 年, 兴澄特钢吨钢毛利显著高于大冶特钢且差距波动扩大 (单位: 元/吨)	20

图 24: 2009-2018 年, 兴澄特钢毛利率显著高于大冶特钢, 2018 年差距在 4PCT	20
图 25: 兴澄特钢旗下共有 21 家一级子公司, 其中 20 家为 100%控股	21
图 26: 收购完成后, 2018 年青岛特钢利息费用同比下降 45%, 长期借款平均利率由 5.34%下降为 4.93%	23
图 27: 收购完成后, 2018 年青岛特钢资产负债率由 89%降至 84%, 负债状况有所改善 (单位: 亿元)	23
图 28: 收购完成后兴澄特钢靖江钢铁板块股权结构图	25
图 29: 靖江特钢在合并后不到半年时间内, 经营状况不断改善, 实现扭亏为盈	26
图 30: 外部并购和内部整合后, 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	28
图 31: 2018 年中信特钢、太钢集团和南京钢铁的特钢粗钢产量占全国前三位, 中信特钢占比最高, 达 9.4%	29
图 32: 2016-2018 年国内特钢 CR5 分别仅为 34.1%、29.9%和 32.9%, CR3 分别仅为 26.0%、22.9%和 25.1%	29
图 33: 兴澄特钢钢材质量等级品率连续多年位于特钢行业前列	31
图 34: 2018 年兴澄特钢同类产品售价均高于国内均价, 品牌溢价率在 15-20%之间 (单位: 元/吨)	31
图 35: 兴澄特钢的轴承、汽车、能源三大行业主要客户: 国际知名品牌为主, 定位高端, 成本敏感性较低	32
图 36: 大冶特钢的轴承、汽车、能源三大行业主要客户: 国内品牌为主, 定位中端, 成本敏感性较低	32
图 37: 2014-2018 年兴澄特钢应收账款周转率均值达 41.3, 均值仅次于南钢股份	33
图 38: 汽车零部件涉及多个特钢品种、规格, 兴澄特钢品种多、规格全, 能够满足零部件厂商多钢种采购需求	34
图 39: 全口径统计, 17 年兴澄特钢轴承钢市占率达 22%	34
图 40: 兴澄特钢在高端产品领域市场份额更高	34
图 41: 2017-2018 年兴澄特钢研发投入大幅领先竞争对手 (单位: 亿元)	35
图 42: 2017-2018 年兴澄特钢人均研发投入远超竞争对手 (单位: 万元/人)	35
图 43: 2015 年后兴澄特钢每年新增专利数量逐年增长, 2016 年开始连续三年获得年均 100 项以上的新增专利	36
图 44: 兴澄特钢人均专利数为 1.4, 远高于同期大冶特钢的 0.29 和抚顺特钢的 0.07, 专利研发效率凸显	36
图 45: 近五年兴澄特钢的新产品产值占比例在 50%以上, 高于主要竞争对手和行业平均	37
图 46: 近五年兴澄特钢的新产品产量占比远高于主要竞争对手和行业平均, 产品迭代速率大幅领先	37
图 47: 兴澄特钢毛利率和净利率在 2017 年见底回升, 2018 年分别达 15.55%和 6.00%	38
图 48: 2018 年兴澄特钢 ROE、ROA 分别为 20.16%、6.27%, 双双实现大幅增长	38
图 49: 2016 年以后兴澄特钢管理费用率大幅下降, 2017 期间费用率保持低位波动	38

.....	39
图 50: 2018 年兴澄特钢吨钢财务、管理和销售费用同比分别上升 6.8%、38.4%和下降 0.2% (单位: 元/吨) .....	39
图 51: 2018 年兴澄特钢的流动资产周转情况出现好转, 回升至 2.79 次, 同大冶特钢为 2.75 次 (单位: 次) .....	40
图 52: 2018 年兴澄特钢的存货周转率为 9.8 次, 出现了 5 年以来的首次下降, 但仍处于较为安全位置 (单位: 次) .....	40
图 53: 2017 年后伴随着并购扩张, 兴澄特钢负债总额大幅增加, 2018 年资产负债率达到 68.9%的历史高位 .....	40
图 54: 2018 年公司流动比率和速动比率分别仅为 0.69 次和 0.51 次, 短期偿债能力较为薄弱.....	40
图 55: 2015 年以来公司销售商品、提供劳务收到的现金净额逐年上升, 2018 更是大幅上升至 518 亿元 .....	41
图 56: 公司经营活动净现金流在 2015 年后逐年增长, 但由于营收的更快增长, 与其占比不断下降 .....	41
表 1: 大冶特钢拟发行股份收购兴澄特钢基本情况 .....	7
表 2: 大冶特钢拟发行股份收购兴澄特钢交易完成前后股权占比变动以及股份锁定承诺情况 .....	8
表 3: 兴澄特钢员工持股平台自有: 自筹资金比例为 1: 2.87, 标的资产变更登记完成日为 2018 年 6 月 19 日.....	9
表 4: 兴澄特钢产品涵盖大部分常见特钢品种, 下游行业应用广泛.....	11
表 5: 兴澄特钢江苏江阴、山东青岛、江苏靖江、湖北黄石四大生产基地的基本情况 .....	12
表 6: 从吨钢售价和吨钢成本增幅的剪刀差看, 2018 年公司线材、钢坯、棒材的成本转移能力较强 .....	17
表 7: 2018 年兴澄特钢和大冶特钢经营指标对比 .....	18
表 8: 兴澄特钢专利数量、资格认证数量更多, 客户认可度更高 .....	20
表 9: 青岛特钢目前主要熔炼设备数量以及规格情况.....	22
表 10: 2018 年青岛特钢主要产品吨钢售价大幅提升, 其中线材和圆钢高于市场同类产品同比增幅 (单位: 元/吨) .....	23
表 11: 兴澄特钢收购青岛特钢后, 青岛特钢利润表改善明显.....	24
表 12: 靖江特钢目前主要特钢生产线情况.....	25
表 13: 2017-2018 年兴澄特钢逐步完成对中信特钢旗下 17 家企业的内部资产整合 .....	26
.....	
表 14: 部分“沿江、沿海”且产品与兴澄特钢互补性较强的优质特钢企业.....	30
表 15: 兴澄特钢产品、规格数量多于同行, 能为客户一站式解决采购问题.....	33
表 16: 兴澄特钢拥有的专利对其主要产品实现了不同程度的全口径覆盖, 发明和实用新型专利合计占比 98% .....	36
表 17: 2014-2018 年兴澄特钢资产周转速度 (单位: 次) .....	39

## 前言：兴澄特钢的核心价值及大冶特钢拟收购兴澄特钢的内在意义？

首先，我们将就大冶特钢发行股份购买兴澄特钢86.50%股权的情况进行介绍。

根据大冶特钢于2019年7月18日发布的《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，大冶特钢拟以发行股份形式购买泰富投资、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兴澄特钢86.50%股权。其中：大冶特钢拟向泰富投资发行股份购买其持有的兴澄特钢76.50%股权，拟向江阴信泰发行股份购买其持有的兴澄特钢4.48%股权，拟向江阴冶泰发行股份购买其持有的兴澄特钢1.64%股权，拟向江阴扬泰发行股份购买其持有的兴澄特钢1.54%股权，拟向江阴青泰发行股份购买其持有的兴澄特钢1.38%股权，拟向江阴信富发行股份购买其持有的兴澄特钢0.96%股权。根据中企华出具的、并经中信集团备案的《资产评估报告》（中企华评报字（2019）第1026-01号），以2018年12月31日为评估基准日并选用收益法评估结果为参考，本次交易标的公司兴澄特钢100%股权的评估价值为2,679,698.81万元。经交易双方商议，确定本次交易标的资产兴澄特钢86.50%股权的交易作价为2,317,939.47万元。

大冶特钢拟定本次交易的发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即8.20元/股。经交易各方协商并综合考虑公司每股净资产值等因素，最终确定本次交易的股份发行价格为10.00元/股。在大冶特钢2018年度利润分配实施完毕之后，本次发行股份购买资产的发行价格最终调整为9.20元/股。

表1：大冶特钢拟发行股份收购兴澄特钢基本情况

项目	相关情况
发行前大冶特钢总股本数	449,480,408 股人民币普通股（每股面值 1 元）
发行股票数量	2,519,499,422 股人民币普通股
发行股票价格	9.20 元/股
总对价	2,317,939.47 万元
交易情况	大冶特钢以发行股份的方式购买泰富投资持有的兴澄特钢 76.5%股份；购买江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰、江阴青泰持有的全部兴澄特钢股份，合计 10%。

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

本次交易完成后，大冶特钢原股东将合计持有15.14%股权，而本次交易对手方合计将持有84.86%股权，其中泰富投资将持有75.05%股权，兴澄特钢员工持股平台将持有9.81%股权。

从股份锁定承诺看，大冶特钢原股东——新冶钢和泰富中投承诺：本次交易前已持有的上市公司股份自本次交易完成之日起12个月内不得交易或转让；本次交易对手方——泰富投资自本次发行完成之日起36个月届满之日或在本次交易项下的业绩承诺及补偿义务履行完毕之日（以较晚日为准）前不得转让；江阴信泰等兴澄特

**钢员工持股平台则承诺:** 若对用于认购对价股份的标的资产持续拥有权益的时间(以工商变更登记完成日起算)超过12个月, 则取得的对价股份自本次发行完成之日起12个月内不得交易或转让; 若对用于认购股份的标的资产持续拥有权益的时间不足12个月, 则在本次交易项下取得的对价股份自本次发行完成之日起36个月内不得交易或转让。根据国家企业信用信息公示系统, 由江阴信泰等员工持股平台认缴兴澄特钢新增注册资本所导致的兴澄特钢工商变更登记完成日为2018年6月19日。**因此, 截止至2019年8月16日, 江阴信泰等员工持股平台用于认购对价股份的标的资产持续拥有权益的时间已超过12个月, 则取得的对价股份自本次发行完成之日起12个月内不得交易或转让。**

表2: 大冶特钢拟发行股份收购兴澄特钢交易完成前后股权占比变动以及股份锁定承诺情况

股东	主体性质	交易对价 (亿元)	交易完成前后股权占比		股份锁定承诺
			交易前	交易后	
<b>上市公司原股东</b>					
新冶钢	大冶特钢 原控股股东	-	29.95%	4.53%	本次交易前已持有的上市公司股份自本次交易完成之日起12个月内不得交易或转让
泰富中投	大冶特钢 原第二大股东	-	28.17%	4.26%	本次交易前已持有的上市公司股份自本次交易完成之日起12个月内不得交易或转让
上市公司原中小股东	大冶特钢 原中小股东	-	41.87%	6.34%	-
上市公司原股东合计		-	<b>100.00%</b>	<b>15.14%</b>	-
<b>本次交易对手方</b>					
泰富投资	兴澄特钢 控股股东	205.0	-	75.05%	自本次发行完成之日起36个月届满之日或其在本次交易项下的业绩承诺及补偿义务履行完毕之日(以较晚日为准)前不得转让
江阴信泰	员工持股平台	12.0	-	4.39%	若对用于认购对价股份的标的资产持续拥有权益的时间(以工商变更登记完成日起算)超过12个月, 则其取得的对价股份自本次发行完成之日起12个月内不得交易或转让; 若对用于认购股份的标的资产持续拥有权益的时间不足12个月, 则其在本次交易项下取得的对价股份自本次发行完成之日起36个月内不得交易或转让
江阴冶泰	员工持股平台	4.4	-	1.61%	
江阴扬泰	员工持股平台	4.1	-	1.51%	
江阴青泰	员工持股平台	3.7	-	1.35%	
江阴信富	员工持股平台	2.6	-	0.94%	
本次交易对手方合计		231.8	-	<b>84.86%</b>	-
总计		-	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	-

数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心



另外，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》，江阴信泰等5个兴澄特钢员工持股平台以自有资金出资5.00亿元，以自筹资金出资14.37亿元，因此资金来源中，自有：自筹资金比例约为1：2.87。

表3：兴澄特钢员工持股平台自有：自筹资金比例为1：2.87，标的资产变更登记完成日为2018年6月19日

兴澄特钢员工持股平台	自有资金(亿元)	自筹资金(亿元)	认购对价股份的标的资产工商变更登记完成日
江阴信泰	2.24	6.43	2018年6月19日
江阴冶泰	0.82	2.36	
江阴扬泰	0.77	2.21	
江阴青泰	0.69	1.98	
江阴信富	0.48	1.38	
合计	5.00	14.37	-

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》、国家企业信用信息公示系统、广发证券发展研究中心

以上我们就本次交易的基本情况进行了简要介绍。

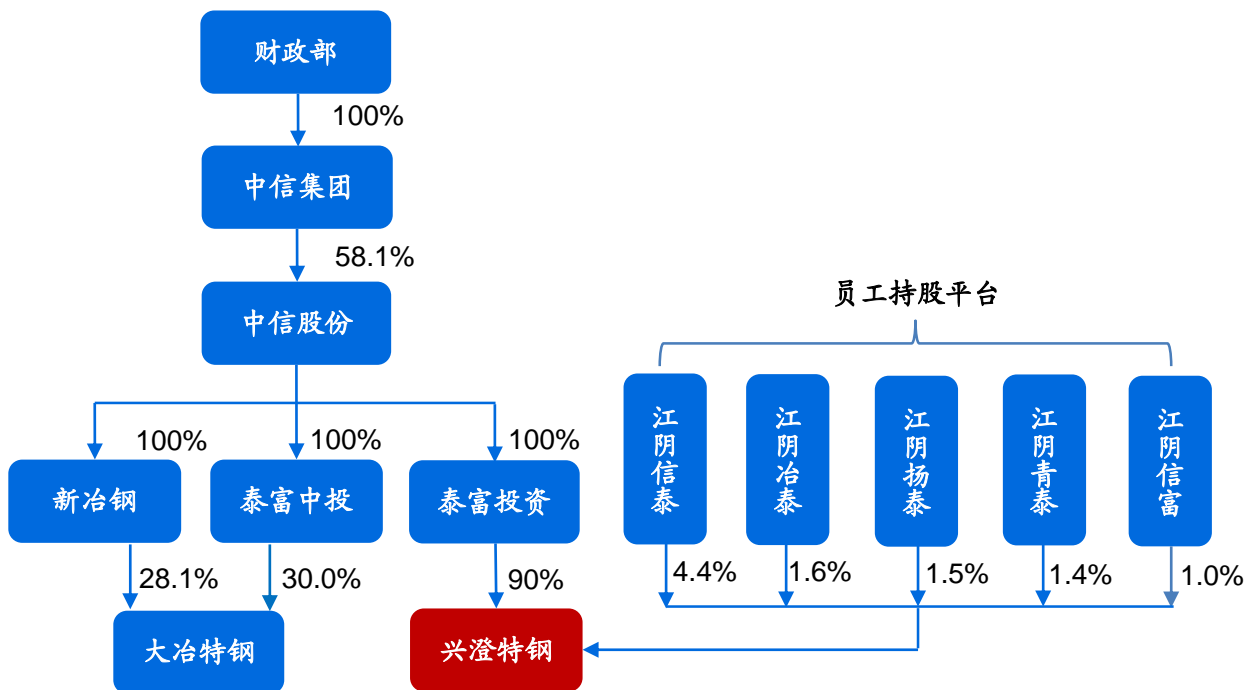
在本篇报告中，我们将重点对兴澄特钢进行深度研究和分析，以期进一步理解兴澄特钢的核心价值，并基于此进一步分析本次交易的内在意义。

## 一、兴澄特钢：棒材为核心产品、18年贡献29%营收和50%毛利，产品定位高端、议价能力强

(一) 股权结构：泰富投资为第一大股东，财政部为公司实际控制人

根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，1994年江苏省计划经济委员会、江苏省对外经济贸易委员会同意江阴钢厂与中信泰富全资附属公司万富投资合资设立兴澄特钢，注册资本为2996万美元。其中江阴钢厂出资1348.2万美元，占注册资本的45%，主要以现有设备、辅助设施及厂房、土地等出资；万富投资出资1647.8万美元，占注册资本的55%，以现汇投入。截止2019Q1，泰富投资为兴澄特钢第一大股东，持股比例90%，五大员工持股平台合计持有10%股权。财政部为公司实际控制人。

图1：泰富投资为兴澄特钢第一大股东，持股比例90%，财政部为公司实际控制人



数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

(二) 主营业务：拥有四大生产基地、炼钢产能1242万吨，棒材贡献29%营收、50%毛利，议价能力强

兴澄特钢是高度专业化的特钢生产企业，产品涵盖大部分常见特钢品种，下游行业应用广泛。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢主要产品包括合金结构钢、碳素结构钢、轴承钢、弹簧钢、齿轮钢、工模具钢等特殊钢材。目前有常规特钢品种3000多个、规格5000多种，产品

主要应用于汽车、轴承、铁路、能源、机械、船舶、建筑桥梁等多个领域。

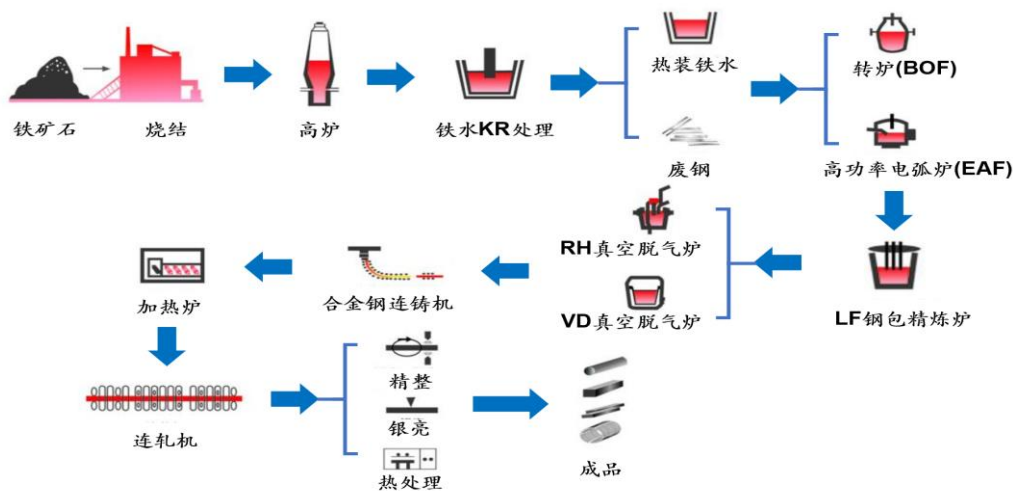
表4: 兴澄特钢产品涵盖大部分常见特钢品种, 下游行业应用广泛

产品种类	主要用途	行业应用情况
合金结构钢	汽车及工程机械结构件	汽车制造、机车、船舶、重型机床制造业
碳素结构钢	汽车及工程机械结构件	各种机械构件、金属制品、汽车、工程机械、船舶及各类五金工具的制造
轴承钢	滚动轴承套圈、滚动体	汽车、工程机械等传动轴、铁路机车、风电等行业
弹簧钢	弹簧及其他弹性元件制造	铁路机车、汽车、工程机械等制造业
齿轮钢	汽车、摩托车变速箱及其传统系统	汽车发动机系统、变速及传动系统零部件
工模具钢	切削工具制造、模具制造	制造压铸、挤压、热锻、轧辊、芯棒、汽车家电等行业工、模具制作
合金钢坯	轴承套圈、法兰等	大型及特大型的轴承套圈、回转支撑、法兰、齿轮、接箍等

数据来源: 公司官网、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》, 兴澄特钢具备连铸、模铸、电渣、双真空等不同工艺产品的生产能力, 可生产棒材、板材的基础产品以及热处理材、弹簧总成等深加工产品。基础产品主要通过高炉炼铁-转炉炼钢(电炉热装铁水)-连铸-连轧等环节生产。

图2: 兴澄特钢主要产品生产工艺流程图



数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

1. 产能及产销量: 并购扩张助炼钢总产能由660万吨升至1242万吨, 产能利用率高位波动上升

目前兴澄特钢拥有江苏江阴、山东青岛、江苏靖江、湖北黄石四大生产基地, 粗钢总产能达1242万吨。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》, 兴澄特钢目前拥有江阴、青岛、靖江、湖北四大生产基地, 粗

钢总产能合计1242万吨，覆盖棒材、线材、钢板、钢管、钢坯等特钢产品线。

表5: 兴澄特钢江苏江阴、山东青岛、江苏靖江、湖北黄石四大生产基地的基本情况

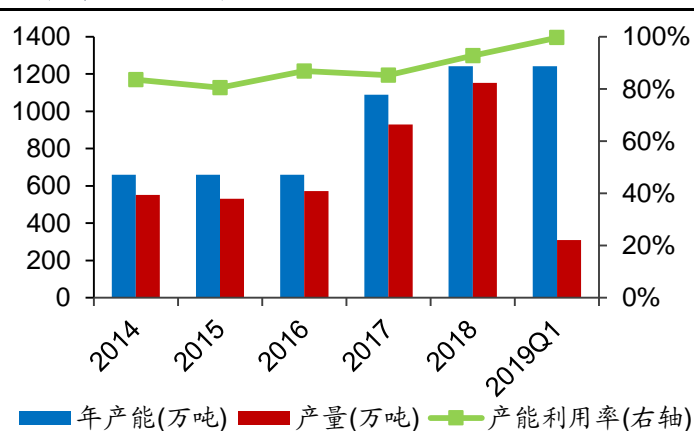
四大生产基地	核心子公司	粗钢产能(万吨)	主要生产设备和优势产品
江苏江阴基地	无锡兴澄特材	690	拥有7条棒材生产线,2条中厚板生产线;优势产品为轴承钢、汽车用钢
山东青岛基地	青岛特钢	320	拥有真空精炼、连铸、专业化精品线、棒、扁钢生产线,整体布局紧凑;优势产品为钢帘线、胎圈钢丝用钢盘条、特种弹丝用刚盘条、弹簧扁钢。
江苏靖江基地	靖江特钢	100	拥有100吨超高功率电炉炼钢、连铸方坯和圆坯生产线、合金棒材热轧生产线、φ258 PQF三辊连轧管热轧生产线、φ100 ASSEL三辊热轧生产线、钢管深加工生产线;优势产品为石油化工领域的各种管件。
湖北黄石基地	湖北新冶钢特种钢管	132	拥有1780立方高炉、2×120吨转炉、460钢管、290钢管等设备;产品以高合金钢管及其管件为主
合计		1242	-

数据来源: 中信泰富官网、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

备注: 囿于数据可得性,湖北板块粗钢产能为兴澄特钢粗钢总产能减去其他三基地粗钢产能计算而得

兴澄特钢通过收购青岛和靖江业务板块,2017年来粗钢产能大幅增长,产能利用率高位波动上升。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》和《兴澄特钢企业社会责任报告》,2017年来兴澄特钢相继收购青岛、靖江业务板块,生产规模迅速扩张。以炼钢口径看,兴澄特钢粗钢产能由2016年前的660万吨升至2018年底的1242万吨。产能扩张的同时,2014年来公司产能利用率也处于较高水平且波动上升,2019Q1达99.7%,较2014年底提升16PCT。从产销率角度来看,2019Q1兴澄特钢产销率为86%,与2018年基本持平,较2017年提升3PCT。

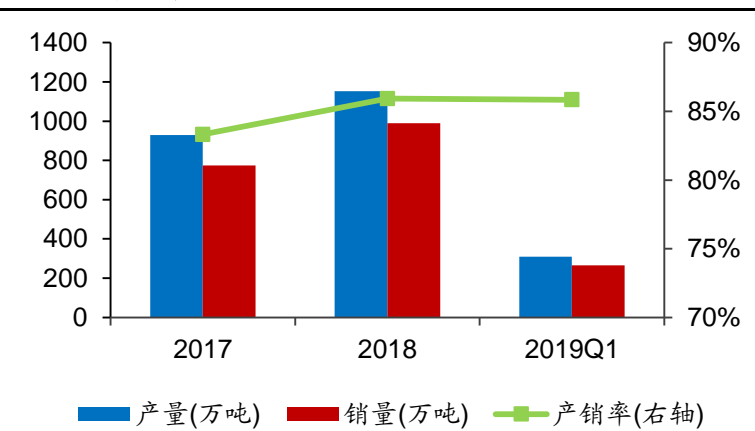
图3: 2017年以来兴澄特钢粗钢产能大幅增长,产能利用率高位波动上升



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

备注: 产能及产能利用率以炼钢环节为基准计算

图4: 2019Q1兴澄特钢产销率为86%,与2018年基本持平,较2017年提升3PCT

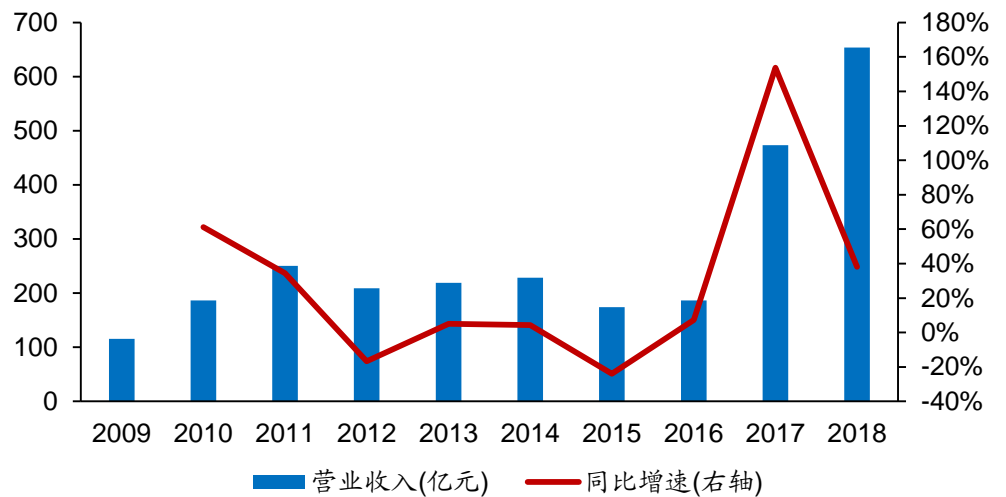


数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

**2. 营收：2018年营收654亿，棒材占比达29%，吨钢售价趋势上特钢价格指数保持一致，但变动幅度滞后反映**

从营收总量看，2017-2018年外延并购和内部整合助兴澄特钢营收规模显著增长。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，2017-2018年一系列外延并购和内部整合助兴澄特钢营收规模显著增长，2018年达654亿元，较2017、2016年分别增长38%、252%。

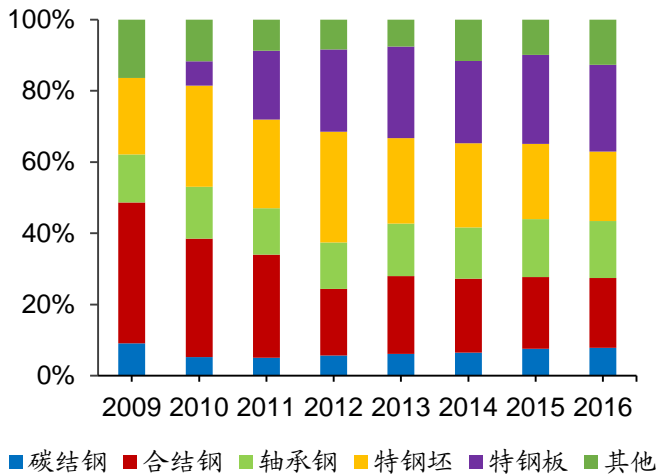
**图5：2017-2018年外延并购和内部整合助兴澄特钢营收规模显著增长**



数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

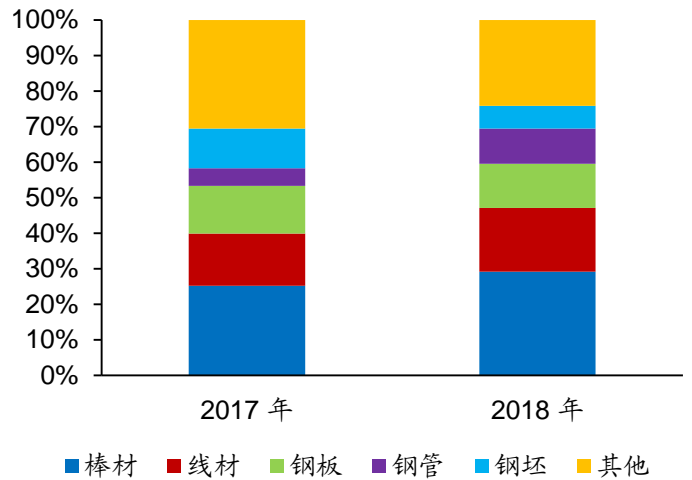
从营收结构看，2017、2018年兴澄特钢合金钢棒材、线材和板材营收占比分别达54%、59%，其中棒材占比最高，2017、2018年分别达25%、29%。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，2017年前兴澄特钢将特钢产品划分为碳素结构钢、合金结构钢、轴承钢、特种钢坯、特种钢板（即“旧口径”）。2017年后外延并购和内部整合使得兴澄特钢业务发生了较大变化，因此公司调整了产品划分方式，分为合金钢棒材、特种中厚板材、特种无缝钢管、合金钢线材、连铸合金圆坯等（即“新口径”）。以旧口径观察，2009-2016年兴澄特钢钢板营收占比逐年提升，合结钢和特钢坯逐年下降，2016年特钢板材、特钢坯和合结钢营收占比分别为24%、20%、20%；以新口径观察，2017-2018年合金钢棒材、线材和板材是兴澄特钢主力产品，2017、2018年营收占比合计分别达54%、59%，其中合金钢棒材占比分别为25%、29%。

图6: 旧口径下, 2009-2016年兴澄特钢钢板营收占比逐年提升, 合结钢和特钢坯逐年下降



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

图7: 新口径下, 兴澄特钢合金钢棒材营收占比最高, 2017、2018年分别达25%、29%

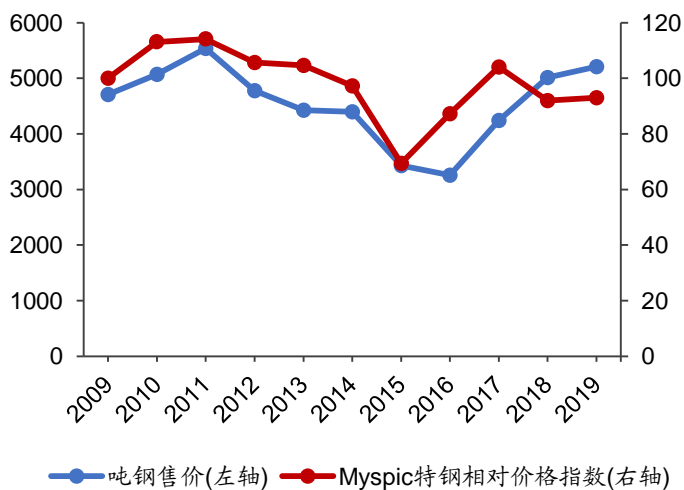


数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

从吨钢售价总体看, 2018年兴澄特钢吨钢售价为5011元/吨, 较2017年增长18%。兴澄特钢吨钢售价趋势上与Myspic特钢相对价格指数基本保持一致, 但变动幅度整体滞后反映。究其原因, 我们认为兴澄特钢以直供体系为主的销售模式使得其定价的波动滞后于市场价格。

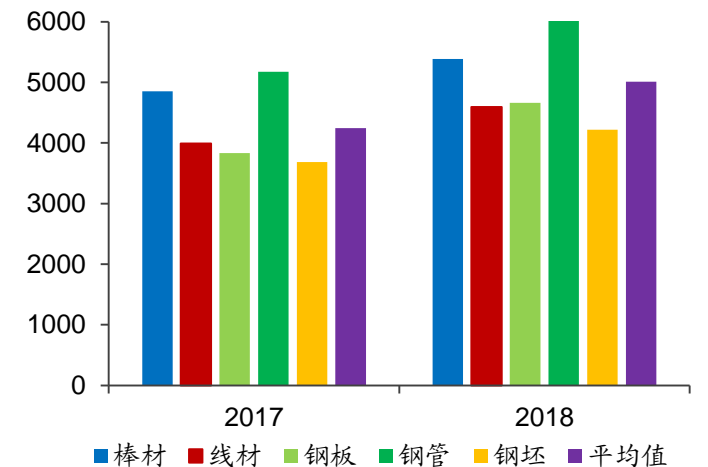
从吨钢售价结构看, 2017、2018年兴澄特钢钢管、棒材产品吨钢售价高于公司平均售价。受益于钢管行业景气度提升, 2018年兴澄特钢钢管吨钢售价达6098元/吨, 较2017年大幅提升18%; 2017、2018年营收占比最高的棒材吨钢售价分别高于平均吨钢售价600元/吨和373元/吨, 棒材吨钢售价与平均吨钢售价的差距有所缩窄。

图8: 从整体看, 兴澄特钢吨钢售价趋势上与特钢价格保持一致, 但变动幅度整体滞后反映(单位: 元/吨)



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

图9: 从结构看, 2017、2018年兴澄特钢钢管、棒材产品吨钢售价高于公司平均售价(单位: 元/吨)



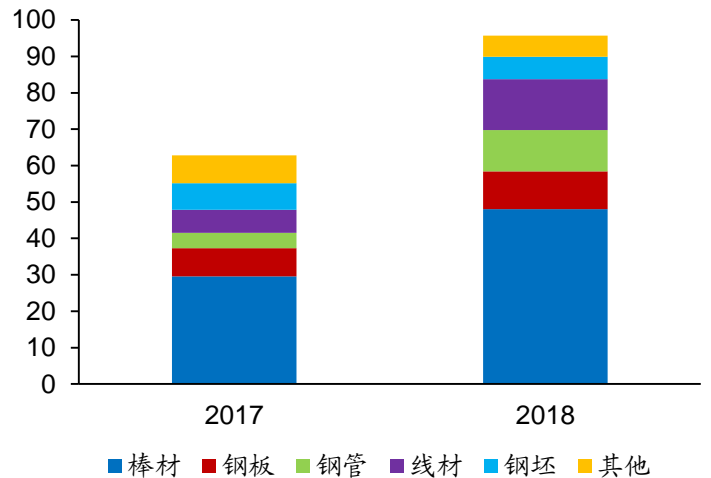
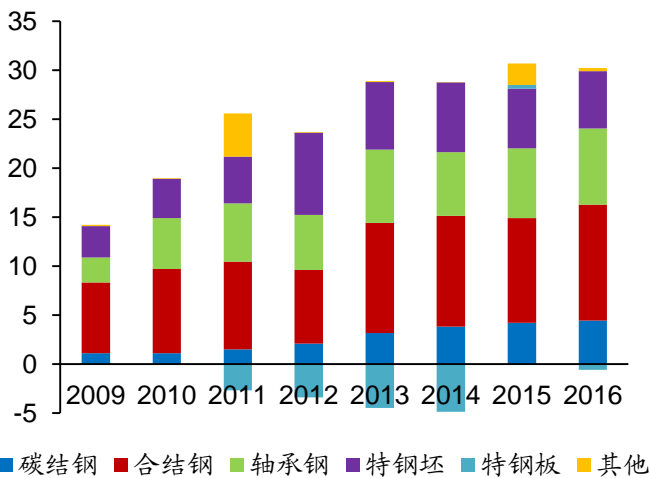
数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

**3. 盈利：棒材贡献50%毛利、毛利率高于平均值9PCT，类似于“成本加成”的加工型企业、吨钢毛利具有“安全垫”，成本转移能力较强**

从毛利结构看，2017、2018年兴澄特钢合金钢棒材毛利占比分别达47%、50%，钢管产品毛利占比提升明显。与前文类似，我们以新旧两种口径来观察兴澄特钢毛利结构。以旧口径观察，2009-2016年兴澄特钢合结钢和轴承钢毛利占比最高，2016年合计占比达65%；以新口径观察，2017-2018年合金钢棒材是兴澄特钢主要毛利贡献产品，2017、2018年毛利占比合计分别达47%、50%；钢管产品毛利占比提升最为明显，2018年占比达12%，较2017年提升5.3PCT。

图10：以旧口径观察，2009-2016年合结钢和轴承钢毛利占比最高，2016年合计占比达65%（单位：亿元）

图11：以新口径观察，2017-2018年合金钢棒材贡献主要毛利，毛利占比合计分别达47%、50%（单位：亿元）



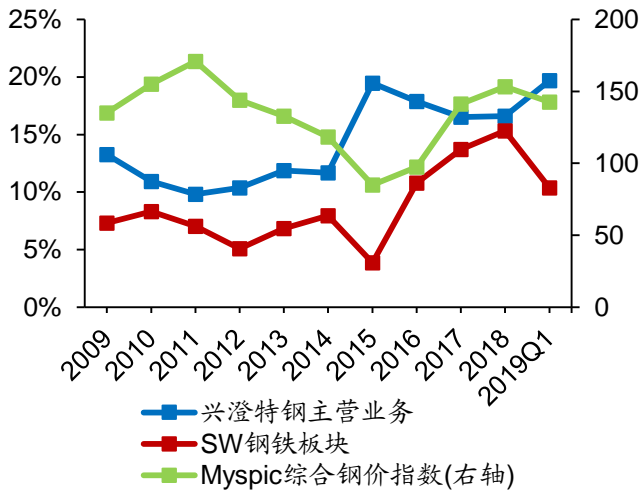
数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

从毛利率看，2009-2019Q1兴澄特钢毛利率整体呈波动上升趋势且整体反向于Myspic综合钢价指数变化，合金钢棒材和钢管毛利率显著高于其他。从整体上看，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，2009-2019Q1兴澄特钢毛利率整体呈波动上升趋势，且除2014年外整体反向于Myspic综合钢价指数变化。相比之下，除部分年份外，申万钢铁板块毛利率却基本同向于Myspic综合钢价指数变化。从结构上看，兴澄特钢合金棒材产品的毛利率以及吨钢毛利远高于其他产品，2018年毛利率和吨钢毛利分别达25%、1352元/吨，分别高出公司特钢产品平均毛利率近9PCT、40%。

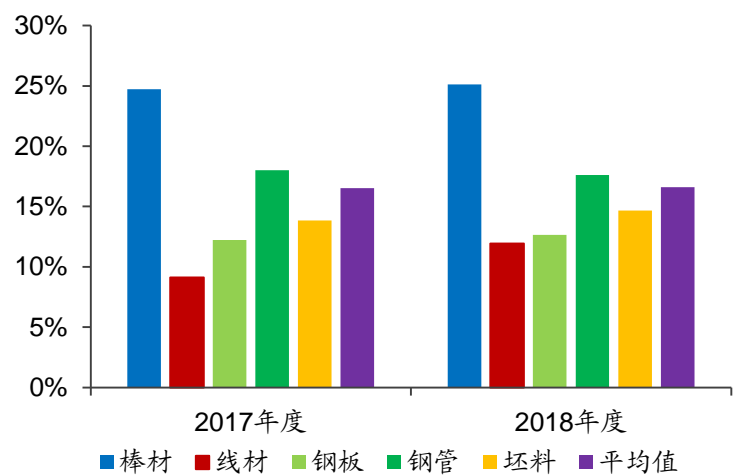
从吨钢毛利看，类似于“成本加成”的加工型企业，毛利具有“安全垫”。尽管2009-2016年Myspic综合钢价指数和特钢价格指数变动幅度较大，但同期兴澄特钢吨钢毛利基本稳定在500-600元/吨区间，盈利模式类似于“成本加成”的加工型企业收取固定的“加工费”的模式，即使在行业景气度下行的过程中也有毛利的“安全垫”，这也是同期其毛利率与Myspic综合钢价指数变化趋势相反的原因。2017年以来受到钢铁行业整体景气度提升的影响，公司吨钢毛利进一步提升，但由于同期售价涨幅更为明显，故公司毛利率有所下降。

图12: 2009-2019Q1兴澄特钢毛利率呈波动上升趋势, 且除部分年份外, 整体反向于综合钢价指数



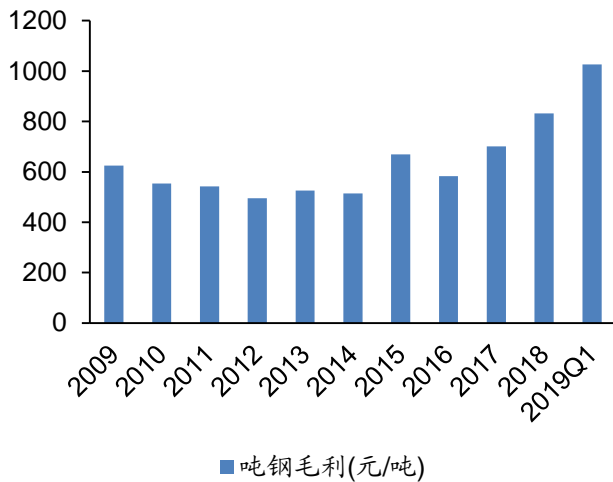
数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

图13: 兴澄特钢合金棒材产品的毛利率远高于其他产品, 2018年高出公司平均毛利率近9PCT



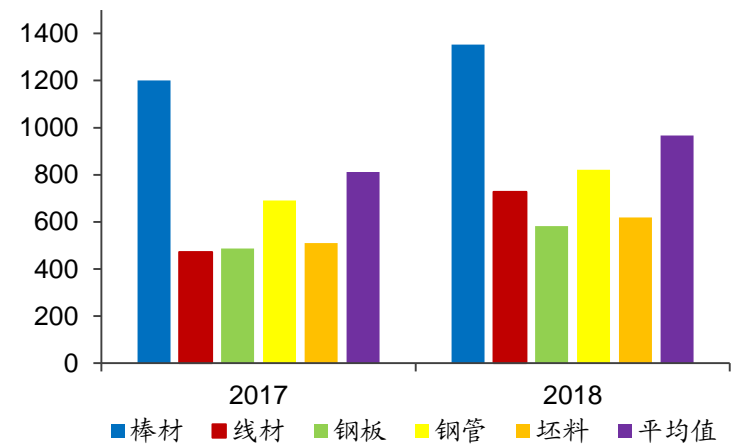
数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

图14: 09-16年兴澄特钢吨钢毛利基本稳定在500-600元/吨区间, 17年后受益于行业景气度提升加速向上



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

图15: 兴澄特钢合金棒材产品的吨钢毛利远高于其他产品, 2018年高出公司平均吨钢毛利40%(单位: 元/吨)



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

我们以吨钢售价和吨钢成本增速的剪刀差来进一步分析兴澄特钢的成本转移能力。从整体上看, 根据《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》, 2018年兴澄特钢吨钢售价和吨钢成本均有上升, 吨钢售价增幅大于吨钢成本增幅0.3%, 表明兴澄特钢能够向下游转移部分成本压力。从结构上看, 除钢板外, 兴澄特钢线材、钢坯、钢管、棒材等产品的吨钢售价涨幅均高于吨钢成本涨幅, 其中线材吨钢售价增幅与吨钢成本增幅的剪刀差最大, 达5.2%。



表6: 从吨钢售价和吨钢成本增幅的剪刀差看, 2018年兴澄特钢线材、钢坯、棒材的成本转移能力较强

产品分类	2017年度		2018年度		吨钢售价增幅 (a)	吨钢成本增幅 (b)	剪刀差 (a) - (b)
	吨钢售价 (元)	吨钢成本 (元)	吨钢售价 (元)	吨钢成本 (元)			
棒材	4856	3655	5384	4032	10.9%	10.3%	0.6%
线材	3993	3521	4594	3867	15.1%	9.8%	5.2%
钢板	3832	3344	4661	4079	21.6%	22.0%	-0.3%
钢管	5176	4486	6098	5277	17.8%	17.6%	0.2%
钢坯	3685	3175	4222	3602	14.6%	13.5%	1.1%
所有产品	4244	3433	5013	4046	18.1%	17.9%	0.3%

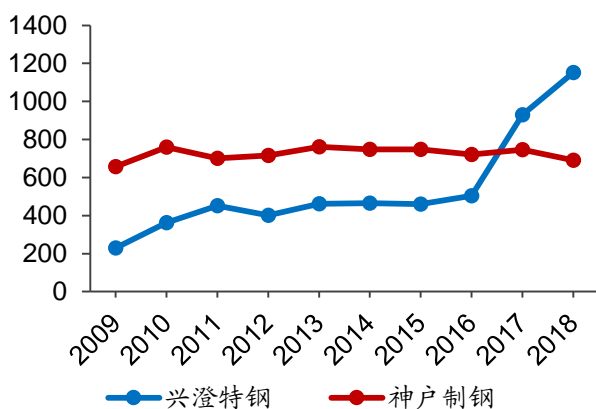
数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

### (三) 兴澄特钢 VS 神户制钢: 2018年营收和产量规模是日本神户制钢的1.7和1.4倍, 产品定位相当, 盈利能力更强

神户制钢是日本最大的特钢企业, 主要生产线材条钢、铸锻钢、厚板、薄板等, 规模与产品结构与兴澄特钢有相似之处。因此我们在下文将兴澄特钢与神户制钢相比, 以分析判断兴澄特钢在全球特钢产业中所处的位置。

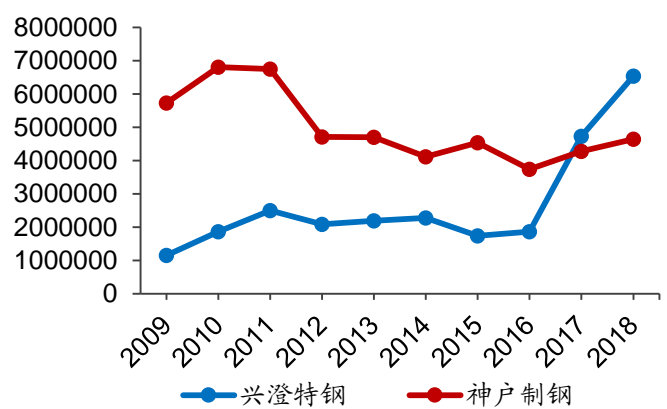
产量及营收规模方面, 根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》以及神户制钢财报, 随着兴澄特钢陆续收购青岛和靖江板块, 2017年后兴澄特钢粗钢产量和营收规模均超过了神户制钢。2018年兴澄特钢粗钢产量达1152万吨、营收654亿元, 产量、营收分别为神户制钢的1.7倍、1.4倍。

图16: 2017年开始兴澄特钢粗钢产量开始超越神户制钢(单位: 万吨)



数据来源: 神户制钢官网、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

图17: 2017年开始兴澄特钢营业收入开始超越神户制钢(单位: 万元)



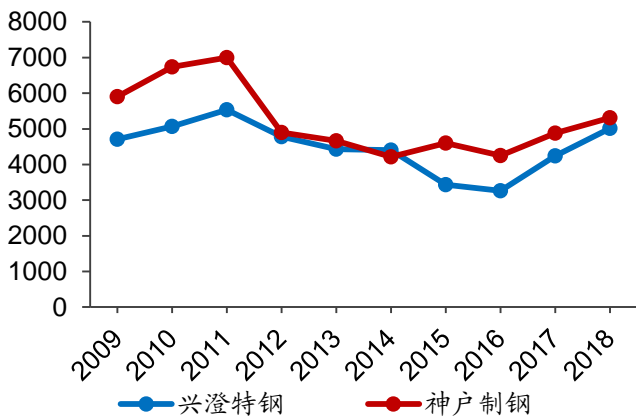
数据来源: 公司公告、《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

备注: 神户制钢营收以人民币对日元平均汇率折算, 下同

**产品定位方面**，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》以及神户制钢财报，2012年后兴澄特钢和神户制钢吨钢售价差距明显缩窄，2018年兴澄特钢吨钢售价较神户制钢低6%左右，产品定位基本相当。

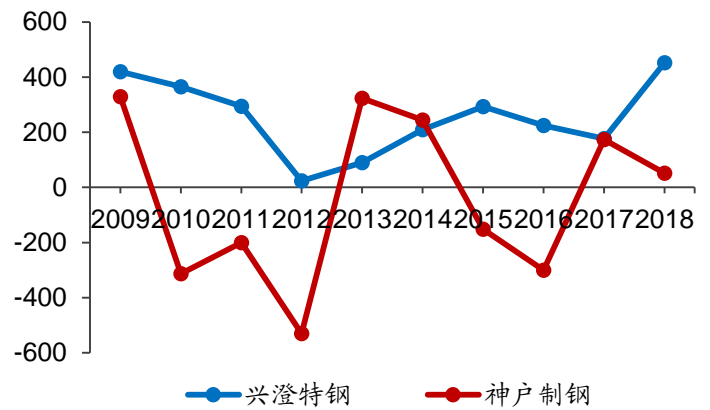
**盈利能力方面**，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》以及神户制钢财报，2009-2018年，兴澄特钢吨钢营业利润整体高于神户制钢，且相对更为稳定。2018年兴澄特钢吨钢营业利润为452元/吨，而同期神户制钢仅为52元/吨，而2017年两者则基本相当。

图18: 2018年兴澄特钢吨钢售价较神户制钢仅低6%左右，产品定位基本相当（单位：元/吨）



数据来源：神户制钢财报、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

图19: 2009-2018年，兴澄特钢吨钢营业利润整体高于神户制钢，且相对更为稳定（单位：元/吨）



数据来源：神户制钢财报、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

备注：神户制钢吨钢营业利润=一般利润(Ordinary Income)/钢材销量；兴澄特钢吨钢营业利润=营业利润/钢材销量

#### （四）兴澄特钢 VS 大冶特钢：2018 年销量和营收是大冶特钢的 4.3 倍和 5.2 倍，产品更为多元，吨钢毛利、毛利率更高

根据前文所述，本次交易的合并方大冶特钢的最终控制人同为中信集团，主要生产齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、高温合金钢、高速工具钢等特殊钢材，拥有1800多个品种、规格。从产品类型看，大冶特钢是国内最为接近兴澄特钢的特钢生产企业。我们在下文将就规模、产品定位和盈利能力等方面对兴澄特钢和大冶特钢进行详细对比，以明确兴澄特钢在国内特钢行业中的地位。

**营收及销量规模方面**，兴澄特钢优势明显。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》和大冶特钢财报，2018年兴澄特钢钢材销量为990万吨，为大冶特钢同期销量的4.3倍；营业收入为654亿元，为大冶特钢同期营收的5.2倍；归母净资产为194亿元，为大冶特钢同期归母净资产的4.4倍。

表7: 2018年兴澄特钢和大冶特钢经营指标对比

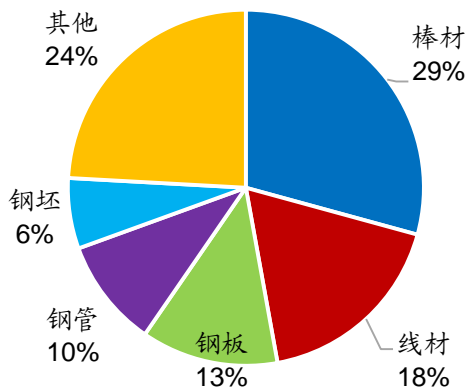
项目	兴澄特钢	大冶特钢	比值
钢材销量（万吨）	990	228	4.3

总资产 (亿元)	625	77	8.1
归母净资产 (亿元)	194	44	4.4
营业收入 (亿元)	654	126	5.2
归母净利润 (亿元)	39	5	7.6

数据来源：大冶特钢财报、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

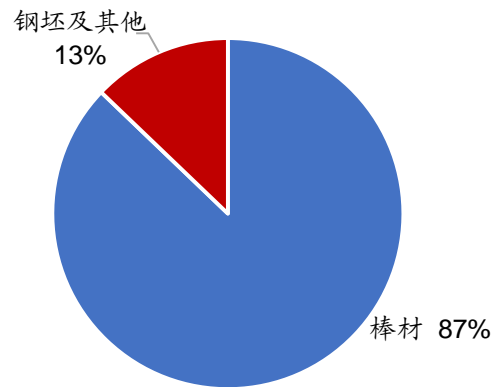
产品结构及产品定位方面，棒材均为两家公司核心产品，兴澄特钢的产品更加多元和高端。产品结构方面，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，2018年棒材产品分别贡献兴澄特钢和大冶特钢29%、87%营收，棒材均为核心产品，兴澄特钢的产品类别更为丰富。产品定位方面，兴澄特钢产品定位更加高端。2009-2018年，两家公司吨钢售价走势一致，但兴澄特钢显著高于大冶特钢，2018年兴澄特钢吨钢售价为大冶特钢的1.4倍。

图20: 2018年棒材产品贡献兴澄特钢29%营收



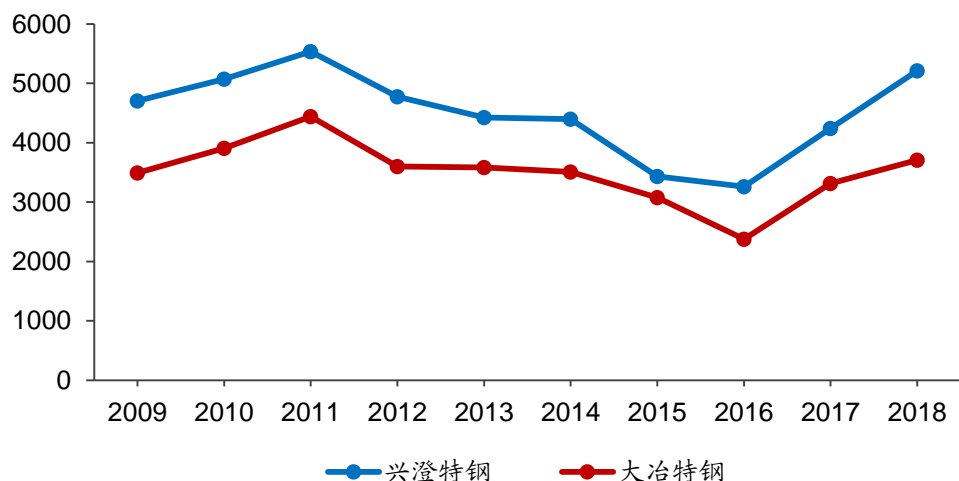
数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

图21: 2018年棒材产品贡献大冶特钢87%营收



数据来源：大冶特钢财报、广发证券发展研究中心

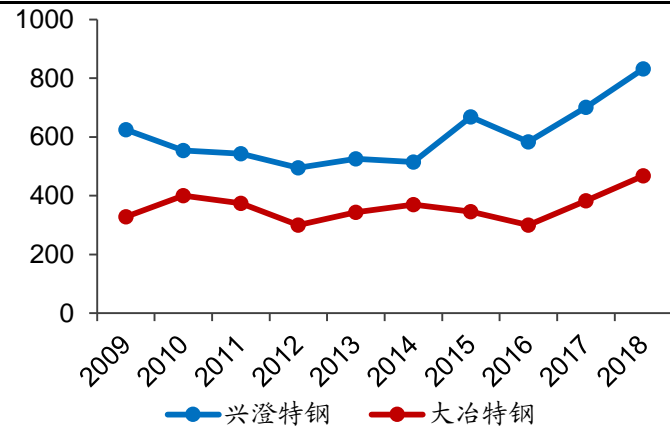
图22: 兴澄特钢吨钢售价显著高于大冶特钢，产品定位更为高端（单位：元/吨）



数据来源：公司公告、《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

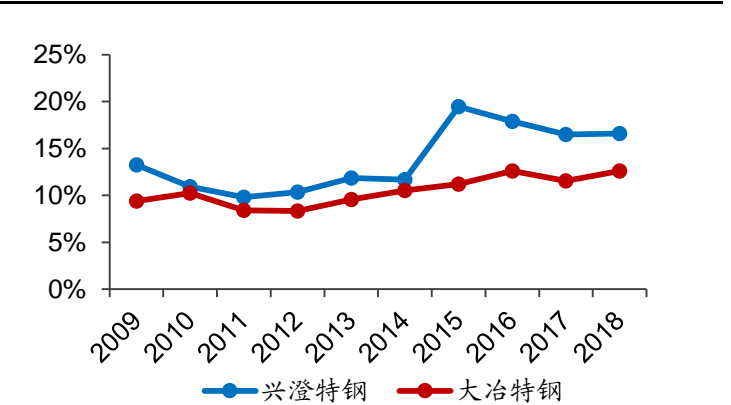
盈利能力方面，兴澄特钢吨钢毛利、毛利率均高于大冶特钢。根据大冶特钢财报和《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》，2009-2018年度兴澄特钢吨钢毛利和毛利率均显著高于大冶特钢。2018年兴澄特钢吨钢毛利较 大冶特钢高365元/吨、毛利率比大冶特钢高4PCT。由此可见兴澄特钢产品附加值更高、盈利能力更强。

图23: 2009-2018年, 兴澄特钢吨钢毛利显著高于大冶特钢且差距波动扩大(单位: 元/吨)



数据来源: 各公司公告、发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)、广发证券发展研究中心

图24: 2009-2018年, 兴澄特钢毛利率显著高于大冶特钢, 2018年差距在4PCT



数据来源: 各公司公告、发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)、广发证券发展研究中心

技术实力方面，兴澄特钢专利数量、资格认证数量更多，客户认可度更高。技术实力方面，根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》及公司财报，兴澄特钢拥有专利638项、资格认证56项，均显著高于大冶特钢。客户认可度方面，兴澄特钢轴承、汽车及能源用钢的客户均定位于国际知名企业，而大冶特钢主要客户多为国内企业，由此可见兴澄特钢产品客户认可度更高。

表8: 兴澄特钢专利数量、资格认证数量更多, 客户认可度更高

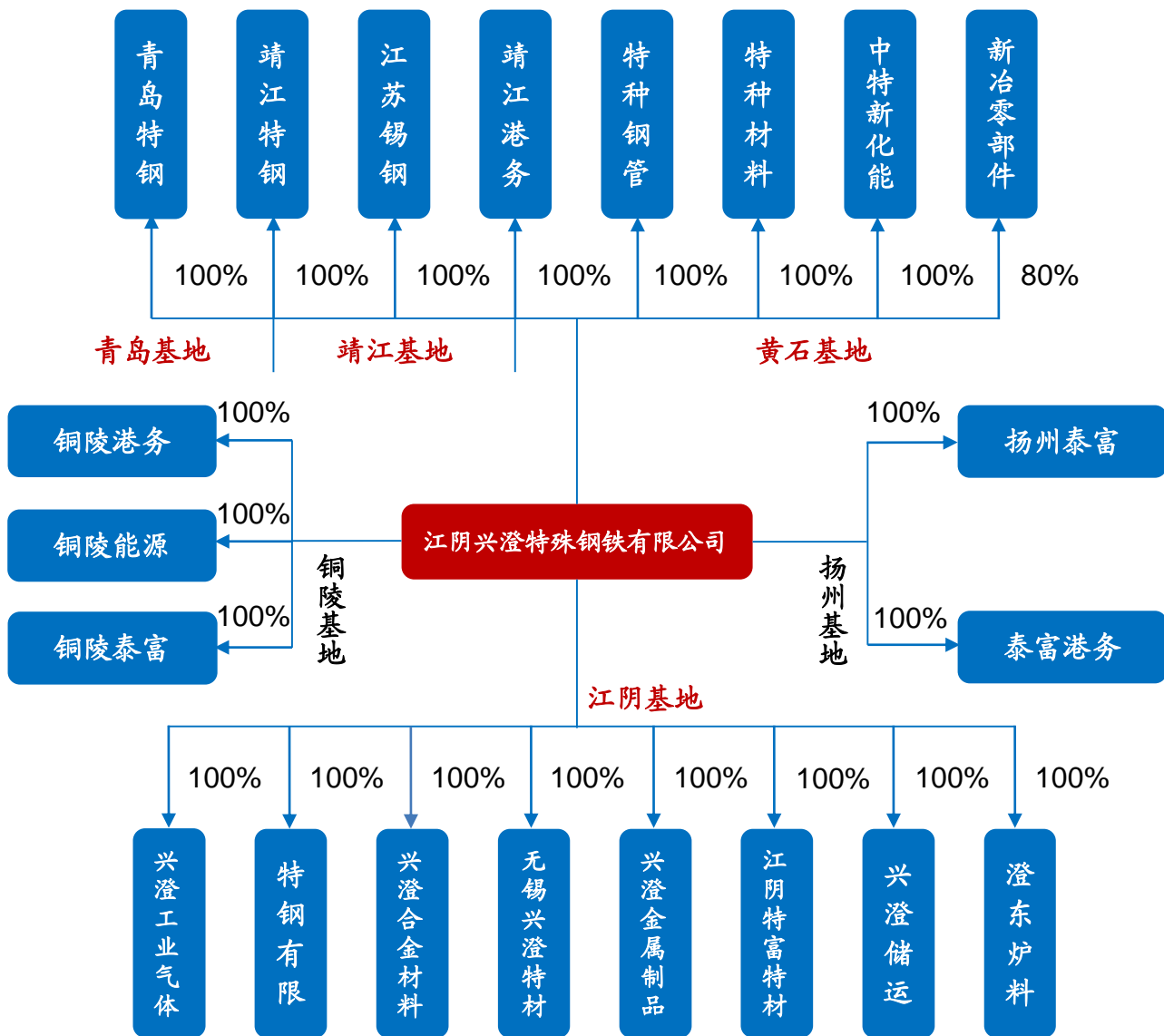
项目		兴澄特钢	大冶特钢	比较
技术实力	专利数量	638 项	133 项	兴澄特钢专利数量更多
	资格认证数量	56 项	24 项	兴澄特钢资格认证数量更多
客户认可	轴承行业	SKF、NSK 等国际一线轴承企业, 高档轴承钢市占率 85%	浙江天马等国内知名轴承企业, 中档轴承钢市占率 40%	兴澄特钢的客户的定位、行业地位更高, 与客户签订了更多战略合作协议, 具有更高的品牌溢价和议价能力, 有利于实现更高的利润空间
	汽车行业	奔驰、宝马、上汽等国内外知名企业, 市占率 80%	东风、吉利等国内自主品牌汽车	
	能源行业	西门子、中石油等国内外知名风电、系铂链、油田客户	江苏振达等国内火电、煤矿机械、锚链客户	

数据来源: 大冶特钢财报、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

## 二、规模弹性：外部并购、内部整合，四大基地协同发展，沿江、沿海战略支撑扩张空间

根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，截至报告书签署日，兴澄特钢旗下共有21家一级子公司，除对新冶零部件公司的持股比例为80%以外，对其余20家一级子公司均实现100%持股。自2017年以来，兴澄特钢对特钢主业和辅助业务进行了一系列的外部收购和内部整合，目前已经形成了青岛、靖江、黄石和江阴四大特钢生产基地以及铜陵和扬州两大原料基地。持续且成功的外部并购和内部整合，使得兴澄特钢在规模快速扩张的同时，经营业绩仍保持了较高水平，成为其业绩弹性的重要来源。我们将在下文中对此进行详细分析。

图25：兴澄特钢旗下共有21家一级子公司，其中20家为100%控股



数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

## （一）外部并购：17-18 年相继并购青岛特钢和靖江特钢，利用集团资金和协同优势提升竞争力和盈利能力

### 1. 2017年收购青岛特钢

#### （1）青岛特钢资不抵债，兴澄特钢于2017年10月完成收购

青岛特钢由青岛钢铁控股集团有限公司（以下简称“青钢集团”）于2011年7月发起成立，注册资本10000万元，青钢集团持有青岛特钢100%股权。受青岛特钢搬迁资本开支大增、钢铁行业整体景气度下滑影响，青岛特钢生产经营遇到困难。截止至2016年底，青岛特钢总资产185亿元，总负债188亿元，所有者权益-3亿元，处于资不抵债状态。

2017年1月24日，青岛市政府与中信集团签署青岛特钢重组框架协议约定在两个国有全资企业之间，采取资产无偿划转方式进行合作重组。青岛特钢全部无偿划转给中国中信集团，中信集团则承接全部债权债务和经营合同。2017年5月15日，青钢集团将所持青岛特钢100%股权无偿划转至中信集团。

2017年9月8日，中信集团将青岛特钢100%股权于北京产权交易所公开挂牌转让。10月24日，中信集团与兴澄特钢签订《产权交易合同》，兴澄特钢受让中信集团所持有的青岛特钢100%股权，转让对价为1.27亿元。至此，兴澄特钢完成对青岛特钢的完全收购。

#### （2）青岛特钢专注于优特钢产品生产，特钢资产优质，区位优势突出

青岛特殊钢铁有限公司（简称青岛特钢）始建于2013年，是青钢集团“十二五”期间通过环保搬迁新成立的大型钢铁企业，厂区位于青岛西海岸经济新区董家口临港产业区，总占地面积9297亩，紧邻董家口港40万吨级矿石码头，区位优势突出。

根据青岛特钢官网，青岛特钢配备65孔7m顶装焦炉、2×240m<sup>2</sup>烧结机、2×1800m<sup>3</sup>高炉、3×100t转炉及真空精炼、连铸、专业化精品线、棒、扁钢生产线等先进生产设备，粗钢产能达320万吨。青岛特钢主营产品为钢帘线、胎圈钢丝用钢盘条、特种焊接用钢盘条、弹簧扁钢等，具有较高的市场知名度。在巩固现有产品品质的基础之上，青岛特钢逐步形成了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。

表9：青岛特钢目前主要熔炼设备数量以及规格情况

设备名称	焦炉	高炉	烧结机	转炉
数量（台套）	2	2	2	3
规格	65孔7m顶装	1800m <sup>3</sup>	240m <sup>2</sup>	100t

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

#### （3）收购完成后吨钢毛利大幅增长，财务费用显著减少，实现扭亏为盈 升级改造、提质增效，青岛特钢吨钢售价改善强于市场。兴澄特钢在完成对青

岛特钢的收购后，在2017~2018年对其原有产线进行了技改升级，增加了相应的精整设施，并对炼钢轧钢车间进行改扩建，提升了产品档次、优化了产品结构。同时充分利用中信泰富特钢集团的销售采购体系，发挥中信泰富特钢的品牌价值，优化客户供应商结构，提升客户供应商议价能力，显著提高了主要产品的吨钢售价。2018年青岛特钢线材、扁钢、圆钢和钢坯吨钢售价大幅提升，同比增幅分别达16.8%、22.2%、10.4%和24.8%，其中线材和圆钢高于市场同类产品的同比增幅。

表10: 2018年青岛特钢主要产品吨钢售价大幅提升，其中线材和圆钢高于市场同类产品同比增幅（单位：元/吨）

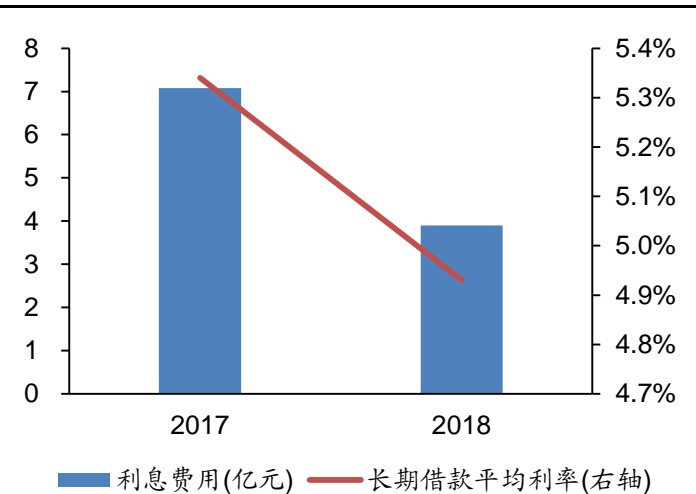
产品大类	2018年	2017年	同比增幅	市场同类产品同比增幅
线材	4072	3488	16.8%	9.8%
扁钢	4489	3673	22.2%	-
圆钢	3786	3430	10.4%	10.1%
钢坯	3813	3056	24.8%	-

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、Wind、广发证券发展研究中心

备注：由于青岛特钢线材产品主要为钢帘线等，因此我们选取了“拉丝材:Q195:Φ6.5:上海”作为市场同类产品；圆钢产品我们选取了“碳结圆钢:45#:Φ20mm:上海”作为市场同类产品

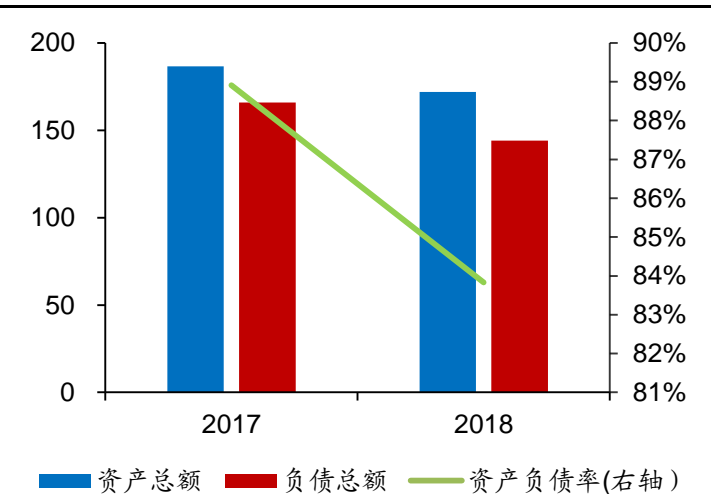
依托集团资金优势置换高息债务、拓宽融资渠道，青岛特钢资产负债率和财务费用双降。收购完成后青岛特钢的资信状况大幅提升，融资渠道改善，2018年财务费用同比下降约2.9亿元，主要是由于利息费用同比下降约3.2亿元。2018年青岛特钢将全部银团贷款及部分短期借款置换为对中信财务公司长期借款，短期借款期末余额大幅下降，长期借款期末余额上升，受益于母公司背书，长期借款平均利率由2017年末的5.34%下降为4.93%。此外，2017年12月25日兴澄特钢向青岛特钢现金增资29.26亿元，使青岛特钢的负债总额和资产负债率实现下降。

图26: 收购完成后，2018年青岛特钢利息费用同比下降45%，长期借款平均利率由5.34%下降为4.93%



数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

图27: 收购完成后，2018年青岛特钢资产负债率由89%降至84%，负债状况有所改善（单位：亿元）



数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

随着收购完成与兴澄特钢的协同效应逐步显现以及2018年钢铁行业景气度提升，青岛特钢的经营状况持续好转。具体来看，青岛特钢营业收入由2017年的122亿元增长到2018年的146.5亿元，增长率达到20%；归母净利润实现扭亏为盈，由2017年的亏损8.7亿元增长到2018年的盈利6.9亿元，其中吨钢毛利大幅增长43%。

表11：兴澄特钢收购青岛特钢后，青岛特钢利润表改善明显

项目	2018年	2017年	同比增幅
钢材销量(万吨)	309	226	37%
营业收入(亿元)	146.5	122.1	20%
吨钢售价(元/吨)	4040	3412	18%
吨钢毛利(元/吨)	563	394	43%
销售费用(亿元)	3.0	2.2	36%
财务费用(亿元)	3.9	6.8	-43%
管理费用(亿元)	3.0	3.2	-6%
研发费用(亿元)	4.7	0.1	4600%
资产减值损失(亿元)	0.03	10.1	-99%
归母净利润(亿元)	6.9	-8.7	-179%

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、Wind、广发证券发展研究中心

## 2. 2018年收购靖江特钢板块

### （1）靖江特钢具有100万吨钢、60万吨无缝钢管和70万吨棒材的配套产能

靖江特钢原名华菱锡钢，位于江苏省靖江市，曾是湖南华菱集团旗下特钢业务公司。公司始建于1958年，是全国72家重点钢铁企业和18家重点特钢企业之一。占地面积220多万平方米，员工1200多人，总资产近80亿元。

根据靖江特钢官网，靖江特钢致力于成为“华东地区最具竞争力的无缝钢管综合服务商和现代化物流基地”，具备年产100万吨钢、60万吨无缝钢管和70万吨棒材的配套产能。通过引进国外生产线和技改，目前靖江特钢已拥有多条优特钢生产线。主要钢管品种涵盖油套管、管线管、机械结构用管、锅炉管、气瓶管、液压支柱管、流经管以及自主研发的特殊气密封螺纹接头、用于特殊环境的非API系列油井管等。棒材产品涵盖轴承钢、齿轮钢、工模具钢、合结钢、优碳钢、弹簧钢、锚链钢等。其产品尺寸精度等方面处于国内一流水平，具有一定的品牌溢价能力。靖江特钢的薄壁钢管产品与原兴澄特钢的中厚壁产品形成互补。收购完成后，兴澄特钢的钢管品种、规格将进一步完善。

另外从地理位置上看，华菱锡钢临江近海，京沪、同三、宁通、宁靖盐高速公路和新长铁路均在此交汇，距上海、南京等中国东部重要的国际航空港仅一个半小



时车程，水陆交通便捷，地理位置优越。且与兴澄特钢厂区仅一江之隔，距离较近，有利于兴澄特钢各基地间产品协同效应的进一步发挥。

表12: 靖江特钢目前主要特钢生产线情况

生产线类型	设备规格	数量	备注
方坯生产	100t 电炉	1	意大利达涅利公司引进
圆坯生产	100t 电炉	1	意大利达涅利公司引进
热轧产线	11 架半连续	1	德国西马克米尔公司引进
	φ258PQF	1	德国西马克米尔公司引进
	φ100ASSEL	1	—
钢管热处理产线	—	2	—
油井管螺纹加工产线	—	4	—

数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

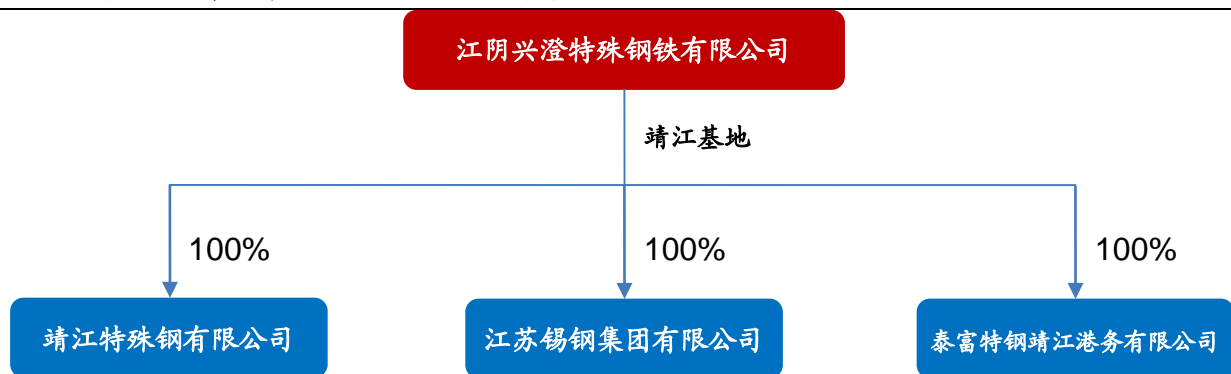
## (2) 通过多次公开竞买, 获得靖江板块100%股权

根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》, 由于行业及经营因素, 华菱锡钢经营困难, 2016和2017年华菱锡钢均出现4亿以上亏损, 2017年总资产42.6亿元、负债70.4亿元, 已资不抵债。

2018年5月, 湖南兴湘重组股权投资基金企业(有限合伙)及湖南省国企并购重组基金管理有限公司将持有的江苏锡钢100%股权及对江苏锡钢和华菱锡钢的53亿元债权公开挂牌转让, 兴澄特钢被确定受让方, 转让价格确定为19亿元; 同时, 华菱集团将持有的华菱靖江港务有限公司(以下简称华菱港务)100%股权公开挂牌转让, 兴澄特钢被确定受让方, 转让价格确定为2.5亿元。2018年6月12日, 兴澄特钢对江苏锡钢及华菱锡钢进行内部股权结构调整, 调整完成后, 兴澄特钢分别直接持有江苏锡钢及华菱锡钢100%股权。

2018年6月28日, 华菱锡钢更名为靖江特殊钢有限公司; 2018年7月3日, 华菱港务更名为泰富特钢靖江港务有限公司。

图28: 收购完成后兴澄特钢靖江钢铁板块股权结构图

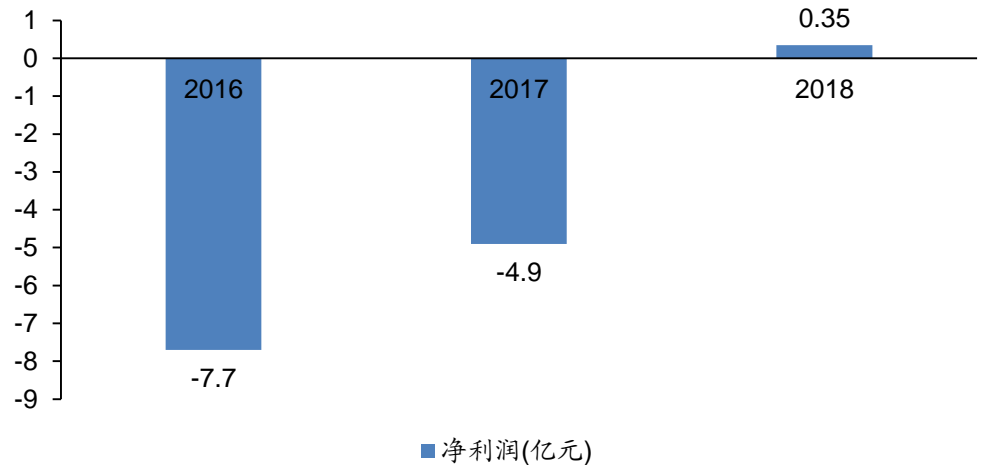


数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

**(3) 收购完成后靖江特钢经营状况迅速改善，不到半年时间扭亏为盈**

2018年6月兴澄特钢完成了对靖江特钢、江苏锡钢和靖江港务的收购，也承接了上述公司的债务。随后兴澄特钢对靖江特钢等进行了特钢主营业务的整合与优化，同时纳入集团统一的采购和销售体系，大幅度降低了期间费用。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，靖江特钢在合并完成后的不到半年时间内，经营状况不断改善，营业收入大幅增长，实现扭亏为盈，2018年实现净利润3457万元，而2016、2017年靖江特钢则分别大幅亏损7.7和4.9亿元。

**图29: 靖江特钢在合并后不到半年时间内，经营状况不断改善，实现扭亏为盈**



数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

**(二) 内部整合：完成对中信特钢旗下 17 家企业内部资产整合，形成从原材料到产品、延伸加工、终端服务的完整特钢产业链**

**1. 2017-2018年兴澄特钢逐步完成对中信特钢旗下17家企业的内部资产整合**

由于历史原因，中信集团特钢板块各公司股权在2017年末前均为中信特钢下属不同主体直接或者间接持有，造成特钢板块内各公司股权分散、架构复杂，且存在交叉持股等问题，增加了财务核算的复杂性，集团管理难度较大。为理顺中信集团特钢板块内部股权关系，为之后特钢整体业务上市创造必要条件，兴澄特钢在2017-2018年期间陆续收购了中信集团特钢板块的其他特钢资产。

**表13: 2017-2018年兴澄特钢逐步完成对中信特钢旗下17家企业的内部资产整合**

序号	被合并方	股权比例	主营业务
1	江阴泰富兴澄特种材料有限公司	100%	热装铁水生产
2	无锡兴澄特种材料有限公司	100%	生产、加工及销售黑色金属材料
3	江阴兴澄合金材料有限公司	100%	研究、开发、生产新型合金材料
4	江阴澄东炉料有限公司	100%	废旧钢铁回收、销售等
5	江阴兴澄金属制品有限公司	100%	合金材料的开发与生产

6	江阴兴澄储运有限公司	100%	货物装卸、驳运、仓储
7	江阴泰富兴澄工业气体有限公司	100%	生产及销售工业气体
8	扬州泰富特种材料有限公司	100%	生产磁铁精粉高品位氧化球团等
9	扬州泰富港务有限公司	100%	提供码头设施服务
10	铜陵泰富特种材料有限公司	100%	焦炭、煤气、煤化工产品生产和销售及售后服务
11	铜陵新亚星港务有限公司	100%	码头建设, 铁矿粉加工及销售等
12	铜陵新亚星能源有限公司	100%	焦炉煤气发电
13	中信泰富特钢有限公司	100%	特钢新品及高新技术的研发, 技术支持、员工培训
14	湖北新冶钢特种钢管有限公司	100%	高合金钢管及管件的生产、销售
15	湖北中特新化能科技有限公司	100%	煤气、焦炭、焦丁、焦粉、烧结矿等产品的生产销售
16	湖北新冶钢特种材料有限公司	100%	生产销售黑色、有色金属材料和相应的工业辅助材料及承接来料加工业务
17	湖北新冶钢汽车零部件有限公司	80%	汽车零部件产品的生产、销售; 机械、电气设备的安装及维修

数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

## 2. 内部整合推动中信特钢管理架构与股权架构逐步趋于一致, 内部资源配置优化, 规模和协同效应更加明显

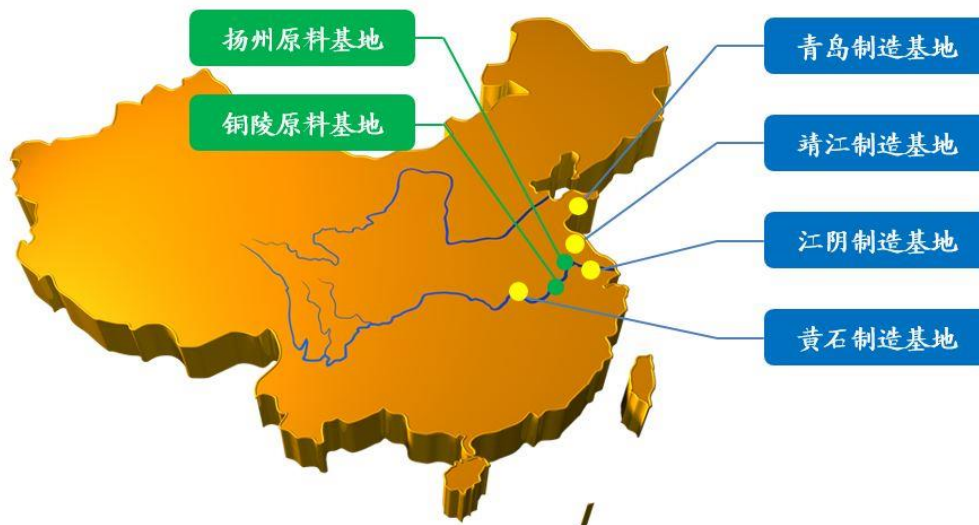
完成上述外部并购和内部整合以后, 兴澄特钢拥有了江阴、青岛、靖江、黄石四大制造基地和铜陵、扬州两大原料基地, 形成了从原材料资源到产品、产品延伸加工、终端服务介入的完整特钢产业链, 规模和协同效应凸显。

**从特钢制造基地看,** 兴澄特钢江阴板块为国内高标准轴承钢、高级齿轮钢、合金弹簧钢、合金管坯钢、易切削非调质钢和中厚合金钢板等特殊钢的生产基地; 湖北板块为中厚壁无缝钢管生产基地; 青岛板块主要产品有弹簧钢、齿轮钢、轴承钢、耐蚀钢等; 靖江板块为薄壁无缝钢管生产基地, 各生产基地产品类别之间形成互补, 完善了兴澄特钢品种、规格, 产品类别协同提升。

**从原料基地看,** 兴澄特钢铜陵板块主要从事焦炭生产, 扬州板块主要从事球团生产。其他辅助性板块还包括提供特定工业气体的江阴泰富兴澄工业气体有限公司, 及提供码头运输等物流服务的江阴兴澄储运有限公司、江阴兴澄港务有限公司等。

**内部资产整合有利于兴澄特钢旗下公司在销售渠道、采购渠道等方面取得进一步的协同效应。** 2018年起兴澄特钢逐步以中信泰富特钢有限公司作为集中采购及销售平台, 统一对外开展采购及销售业务。有利于兴澄特钢对于销售渠道、客户结构、供应商体系进行统筹管理, 提升兴澄特钢旗下企业的采购销售协同, 降低采购成本。

图30: 外部并购和内部整合后, 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



数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

### (三) 扩张战略: 特钢行业并购空间广阔、“沿江沿海”以及“精品+规模+服务”发展战略锚定未来扩张蓝图

#### 1. 外部并购和内部整合具有内在逻辑, 均服务于集团“沿江、沿海”发展战略

通过对兴澄特钢上述外部并购和内部整合的分析, 发现兴澄特钢的并购和整合的特点: 区位在产业链和集团版图扩张决策过程中拥有较高的权重, 均服务于中信特钢集团“沿江、沿海”的发展战略规划。

兴澄特钢四大生产基地均位于沿江、沿海区域。黄石板块位于湖北省黄石市, 处于长江中游段南岸, 境内拥有国家一类水运口岸, 黄石港可常年通航5000吨级船舶, 具备海关、商检等通关功能, 货轮可直达日本、香港以及东南亚国家, 并连通欧美诸国的中转航线; 铜陵板块位于安徽铜陵市, 处于长江中下游段, 境内拥有长江黄金水道143千米, 铜陵港对外籍轮开放, 路上有宁铜铁路、京台高速公路、沪渝高速公路过境而过, 是皖中南交通枢纽; 江阴板块、扬州板块和靖江板块均位于长江下游, 其中江阴和扬州板块拥有十万吨级长江码头和厂区铁路专线, 青岛板块毗邻青岛市黄岛区董家口港区, 坐拥沿海优势区位, 海运交通便利。

#### 2. 展望未来, 壮大“规模”是中信特钢集团的重要发展战略之一, 兴澄特钢外延并购持续性可期

相较于兴澄特钢曾经的并购案例, 我们更关心兴澄特钢外延并购的可持续性。

从钢铁行业兼并重组趋势看, 国家鼓励跨地区、跨所有制兼并重组, 但与2020年钢铁行业产业集中度(CR10)达到60%的差距仍然较大。2016年11月14日工信部发布《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》, 提出要深化区域布局调整、深化国有企业改革力度, 推动行业龙头企业实施跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组, 形成若干家世界级一流超大型钢铁企业集团, 避免同质恶性竞争, 提高区域产业集

中度和市场影响力。《规划》具体提出，到2020年，钢铁行业产业集中度（CR10）达到60%，“十三五”期间累计提高产业集中度25个百分点以上。根据我们于2019年6月3日发布的《钢铁兼并重组专题之中国宝武拟重组马钢集团：行业CR10或升至34.3%、行业兼并重组进程或加速，开创央企-国企重组新模式》报告，若中国宝武重组马钢集团完成后，全国前十大钢企总产能将达3.6亿吨，行业集中度CR10将提升近1.6PCT至34.3%左右，这距离“2020年钢铁行业CR10达到60%”的目标仍有较大差距，我们判断政策端或将进一步加快推动行业兼并重组的进程。

我国特钢行业集中度仍然相对较低，兼并重组空间仍然较大。根据中国特钢企业协会统计数据，2018年我国特钢企业粗钢产量达1.33亿吨，同比增长4.7%，行业集中度仍相对较低，2016、2017、2018年CR5分别仅为34.1%、29.9%和32.9%，CR3分别仅为26.0%、22.9%和25.1%，其中中信特钢市占率最高，达9.4%左右。国内特钢行业集中度较之日本、欧盟等发达经济体的特钢行业存在较大差距，特钢行业兼并重组空间仍然较大。

（备注：中国特钢企业协会所统计的特钢企业粗钢产量，为特钢类企业所生产的普钢、优钢和特殊质量钢产量之和。如若仅考虑优钢和特钢，2018年我国特钢企业生产的优特钢粗钢产量为8402万吨，以此口径计算，中信特钢优特钢粗钢产量占比达15%左右）

图31: 2018年中信特钢、太钢集团和南京钢铁的特钢粗钢产量占全国前三位，中信特钢占比最高，达9.4%

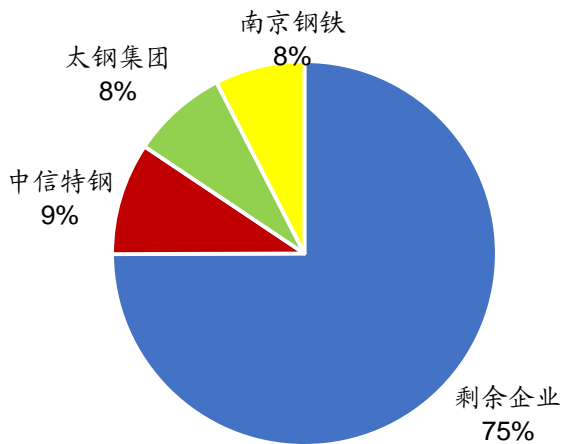
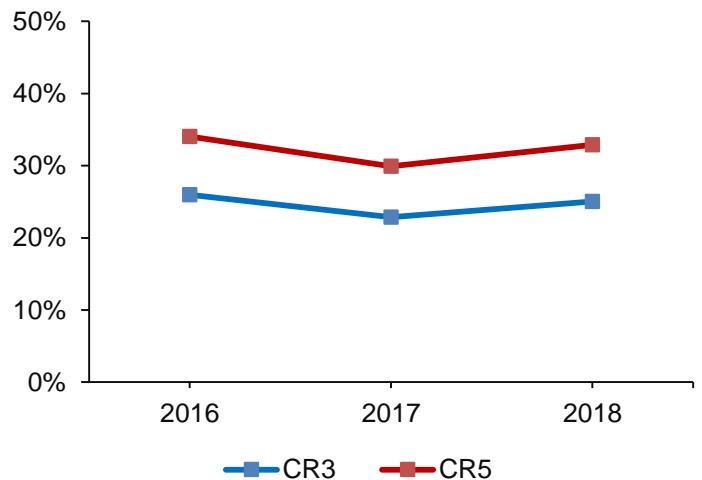


图32: 2016-2018年国内特钢CR5分别仅为34.1%、29.9%和32.9%，CR3分别仅为26.0%、22.9%和25.1%



数据来源：中国特钢企业协会、广发证券发展研究中心

数据来源：中国特钢企业协会、广发证券发展研究中心

追求“规模”效益是中信泰富特钢集团的重要战略目标。根据中信泰富特钢集团官网，中信泰富特钢集团以“精品+规模+服务”为公司的发展战略，力图创建全球最具竞争力的特钢企业集团。“规模”效益仍是公司追求的重要战略目标。

从潜在标的看，“沿江、沿海”且产品互补性强的优质特钢标的或成为兴澄特钢未来的并购目标。根据中国特钢企业协会成员单位信息，我们在表14中以“沿江、沿海”和产品互补性较强为核心标准，梳理了部分优质特钢企业的基本情况。

表14: 部分“沿江、沿海”且产品与兴澄特钢互补性较强的优质特钢企业

企业名称	所在地	是否上市	区位优势	年产能	主要产品
江苏苏钢集团有限公司	江苏苏州	否	有苏南地区最大的运河港	100万吨	中高端汽车发动机用钢、非调质钢、齿轮钢、不锈钢和页岩气用钢
江苏申源特钢有限公司	江苏兴化	否	毗邻泰州港	18万吨	内燃机气阀钢棒、特种不锈钢、高端不锈钢焊丝、气门、减震器
潍坊特钢集团有限公司	山东潍坊	否	毗邻潍坊港	260万吨	钢帘线用钢、胎圈钢丝用钢、高速铁路用钢、海洋工程用钢
江苏福达特种钢有限公司	江苏扬中	否	靠近镇江港兴隆港区	5万吨	热轧材、冷拉材、锻材等高速工具钢
浙江晋椿精密工业有限公司	浙江嘉兴	否	自有两座千吨级运河码头	36万吨	冷拉钢棒、抛光钢棒、研磨钢棒、剥皮棒材、调质棒材

数据来源: 中国特钢企业协会、广发证券发展研究中心

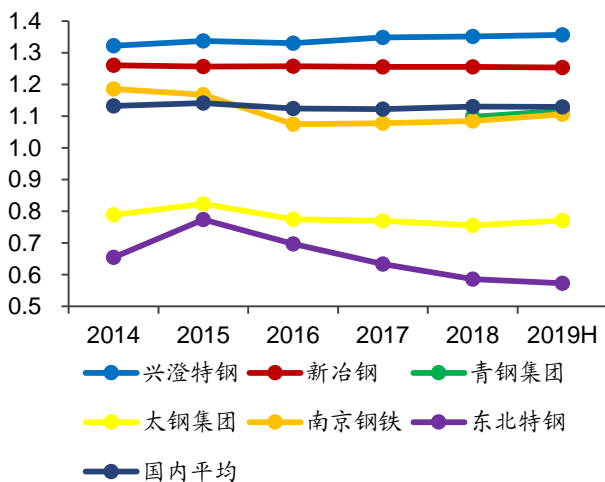
### 三、盈利弹性：质量为本、规模为盾、研发为矛，螺旋强化竞争优势、高效转化为盈利能力

(一) 质量优势转化：质量等级品率领先、同品类溢价率达 15-20%，服务于品质要求高、成本敏感度低的高端客户

**质：**兴澄特钢钢材质量等级品率连续多年位于特钢行业前列。我们以中钢协定期发布的会员企业“钢材质量等级品率”（即不同质量等级产品比例的加权平均，数值越大表示产品质量整体越高）指标看，兴澄特钢钢材质量等级品率在2014-2018年持续位于特钢行业首位，高于新冶钢、太钢集团、南钢集团等特钢业内头部企业。

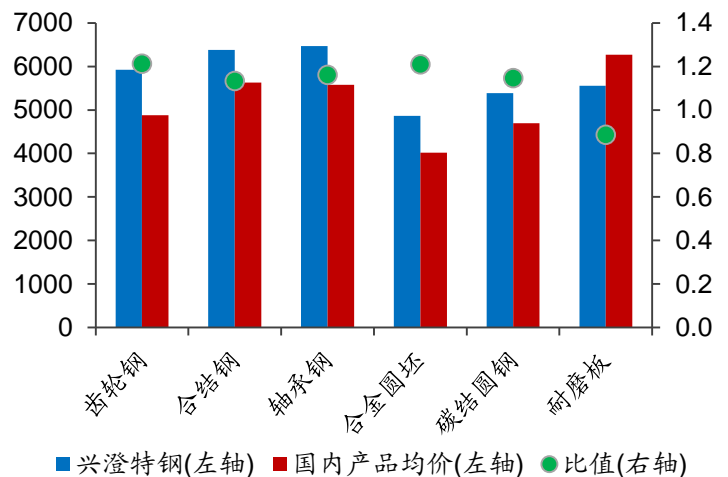
**价：**2018年兴澄特钢同类产品售价均高于国内均价，品牌溢价率在15-20%之间。我们取钢联数据中牌号相同，尺寸相近的产品价格进行比较，可见除耐磨板外，2018年兴澄特钢同类产品售价均高于国内均价，品牌溢价率在15-20%之间。

图33：兴澄特钢钢材质量等级品率连续多年位于特钢行业前列



数据来源：中国特钢企业协会、广发证券发展研究中心

图34：2018年兴澄特钢同类产品售价均高于国内均价，品牌溢价率在15-20%之间（单位：元/吨）



数据来源：钢联数据、广发证券发展研究中心

备注：取牌号相同，尺寸相近的产品进行比较。其中齿轮钢、合结钢、轴承钢、合金圆坯、碳结圆钢、耐磨板的牌号分别是 20CrMnTi、35-42CrMo、GCr15、40Cr、45#、NM400。

**利：**高端客户为主的客户体系是兴澄特钢高价转化为高毛利的必要条件，也是高毛利率可持续的基础。根据兴澄特钢官网以及《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢已建立轴承行业、汽车行业、能源行业三大客户群，客户均为细分领域内国际知名公司，产品定位高端。而产品应用领域较为类似的大冶特钢对应的三大行业客户群则以国内公司为主，产品定位中端。高端制造业的盈利模式是高品质保障下的高营收，以牺牲部分部件质量换来成本的节约则处于相对次要的地位；相比之下，中低端制造业由于产成品竞争激烈、溢价能力有限，对部件成本的节约为首要任务。因此兴澄特钢以高端客户为主的客户体

系成本敏感度相对较低，使得兴澄特钢具备了保持高毛利率的基础。

图35：兴澄特钢的轴承、汽车、能源三大行业主要客户：国际知名品牌为主，定位高端，成本敏感性较低



数据来源：兴澄特钢官网、广发证券发展研究中心

图36：大冶特钢的轴承、汽车、能源三大行业主要客户：国内品牌为主，定位中端，成本敏感性较低



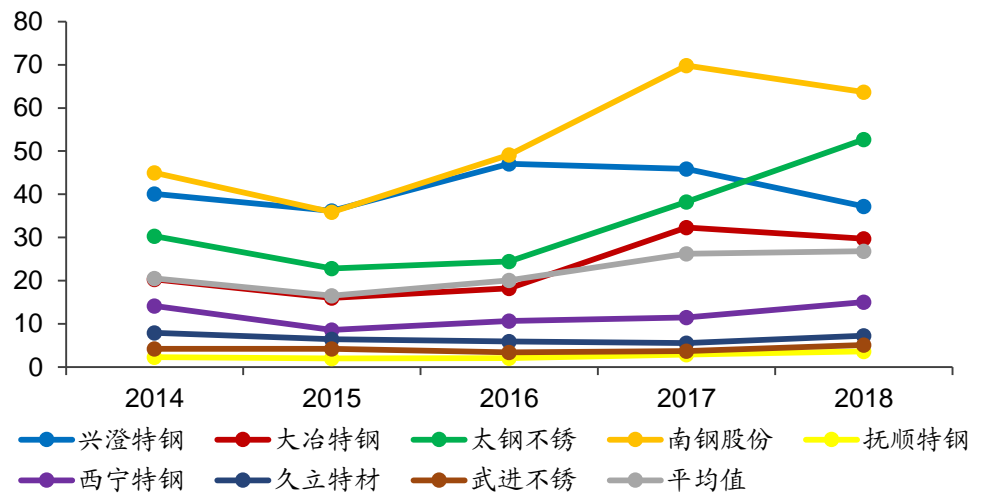
数据来源：《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

较高的应收账款周转率就是兴澄特钢赢得客户信任的外在表现。应收账款周转率高则代表公司回款速度快，出现坏账的可能性低，对客户付款及时性的要求更高。反过来讲，如果客户愿意接受供应商回款及时性的高要求，也就代表了客户对供应商的产品品质具有较高的认同度。根据各公司财报，我们对比了兴澄特钢以及主要特钢类上市公司的应收账款周转率。2014-2018年兴澄特钢应收账款周转率均值达41.3，均值仅次于南钢股份。

备注：以新会计准则为计算依据，应收账款周转率=营业收入 / [(期初应收帐款净额+期末应收帐款净额) / 2]，这与《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》中将应收票据包括在应收账款周转率计算中有所不同。



图37: 2014-2018年兴澄特钢应收账款周转率均值达41.3, 均值仅次于南钢股份



数据来源: 各公司年报、《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

## (二) 规模优势转化: 种类多、规格全、规模大, 通过降低过程成本、提升质量控制能力来获得高市占率和高毛利

兴澄特钢品种、规格数量国内领先, 有利于通过降低客户过程成本、提升客户质量控制能力来获得高市占率和高毛利。由于产品特质的原因, 特钢尤其是高品质特殊钢行业的典型属性为“小批量、多规格、定制化”。因此产品线丰富、型号规格齐全的特钢企业可通过减少客户信息搜寻、检测认证等过程成本、保证产品品质一致性, 通过集约采购最终获得更大的市占率以及更高的毛利率。根据兴澄特钢等公司官网、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》, 兴澄特钢目前具备3000多个品种、5000多个规格, 远多于南钢股份、大冶特钢等国内典型特钢企业。

表15: 兴澄特钢产品、规格数量多于同行, 能为客户一站式解决采购问题

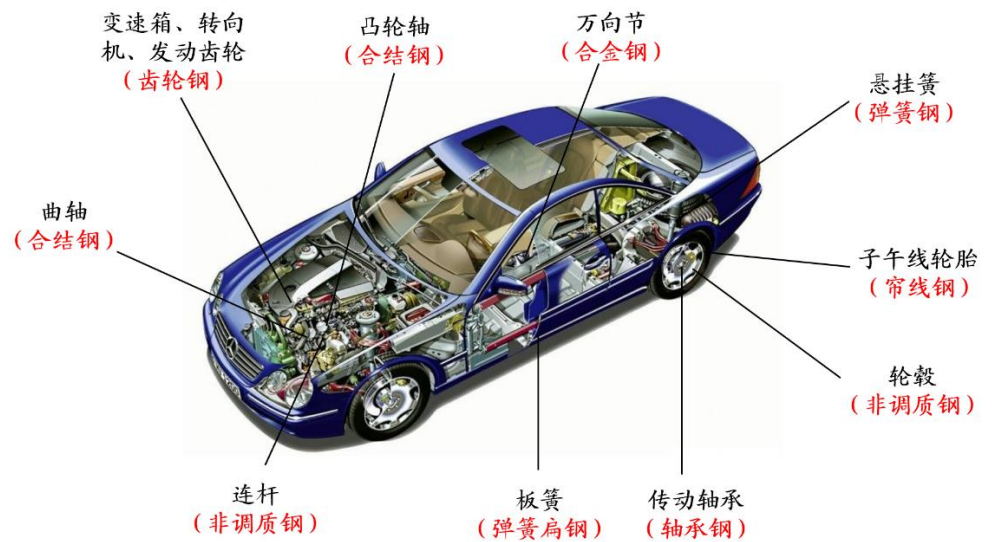
公司名称	产品与规格	优势产品
兴澄特钢	3000 多个品种、5000 多种规格	轴承钢、合金结构钢等汽车用钢
南钢股份	近 300 个钢种、1000 多种规格	轴承钢、齿轮钢、特种中厚钢板
大冶特钢	1800 多种品种、规格	齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、高温合金

数据来源: 各公司官网、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、广发证券发展研究中心

以汽车用钢为例, 兴澄特钢高端汽车用钢占有率达65%以上。我们以特钢消耗量最大的汽车行业为例进一步阐述此观点。在汽车用钢领域, 兴澄特钢产品涉及轴承钢、弹簧钢、帘线钢、非调质钢、合金结构钢、齿轮钢等多个大类, 能够满足零部件厂商多钢种采购需求, 也有利于整车厂商通过控制零部件产品质量一致性来提

升整体质量，这对于高端零部件厂商和整车厂商质量控制尤为重要。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，兴澄特钢高端汽车用钢占有率达65%以上。

图38: 汽车零部件涉及多个特钢品种、规格，兴澄特钢品种多、规格全，能够满足零部件厂商多钢种采购需求



数据来源：兴澄特钢官网、广发证券发展研究中心

除汽车用钢之外，兴澄特钢也将该模式复制于其他领域，在高端产品市占率相当高。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，以产销量为统计口径，在国内市场中，兴澄特钢高标准轴承钢占有率80%以上、高端海洋系泊链钢占有率90%以上、矿用链条占有率80%以上、高端连铸大圆坯占有率超过70%。兴澄特钢在高端产品领域中话语权更大，议价能力更强，这也是公司高毛利能够维持的重要原因。

图39: 全口径统计，17年兴澄特钢轴承钢市占率达22%

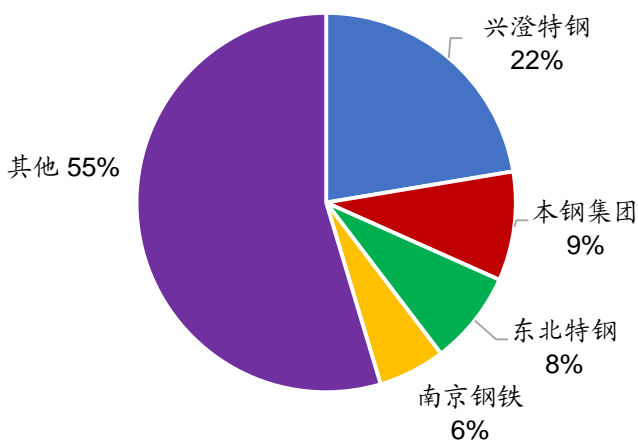
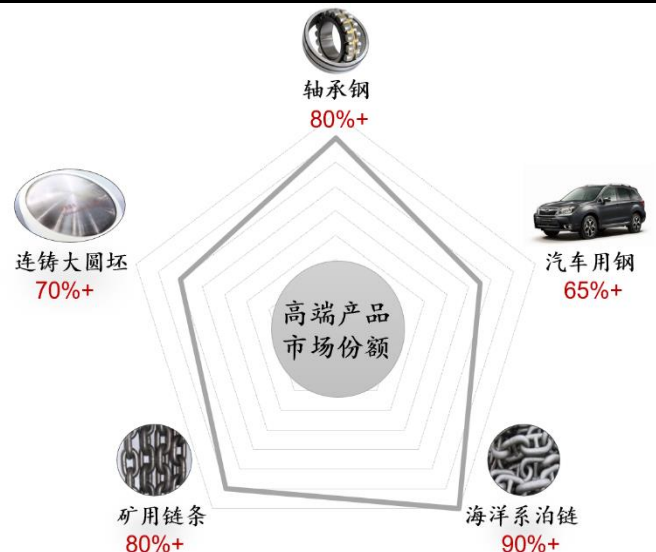


图40: 兴澄特钢在高端产品领域市场份额更高



数据来源：中国特钢企业协会、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

数据来源：中国特钢企业协会、《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、广发证券发展研究中心

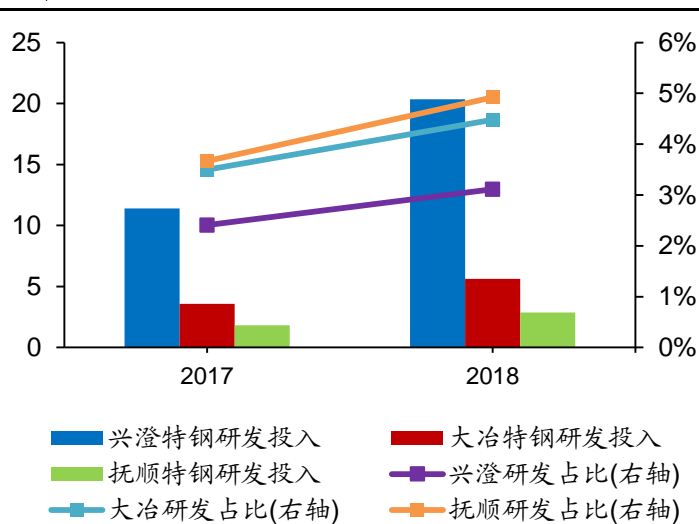
**(三) 研发优势转化: 雄厚研发基础、较高研发投入和转化率驱动高水平的产品迭代速率, 不断进军高毛利蓝海**

兴澄特钢研发能力雄厚, 对特钢产品与技术的研发投入力度在业内首屈一指。高额研发投入和快速产品转化彰显核心竞争力, 构筑行业高壁垒。

从机构设置来看, 兴澄特钢下属的兴澄特钢研究院是国内首家也是唯一一家特钢行业综合性研究院。拥有国家认定企业技术中心、国家认可委员会授权的实验室、博士后科研工作站、江苏省特钢工程中心、北京科技大学研究生培养基地。研究院下设棒线材研究所、板材研究所、工艺研究所、试验检测所、用户技术研究所和海洋工程研究所, 拥有高档次、高精密仪器设备200余台(套), 主要从事特殊钢生产的新材料、新工艺、新技术的开发, 材料的动态与表征性能研究、应用性能研究、环境适应性等研究。目前全院拥有在册中高级研究人员500名, 外聘阵营强大的国内外院士专家, 形成了以钢铁冶金技术和金属材料应用为主体的专家群体及研发人才队伍, 在兴澄特钢品种开发、质量改进、工艺完善等过程中发挥主导作用。

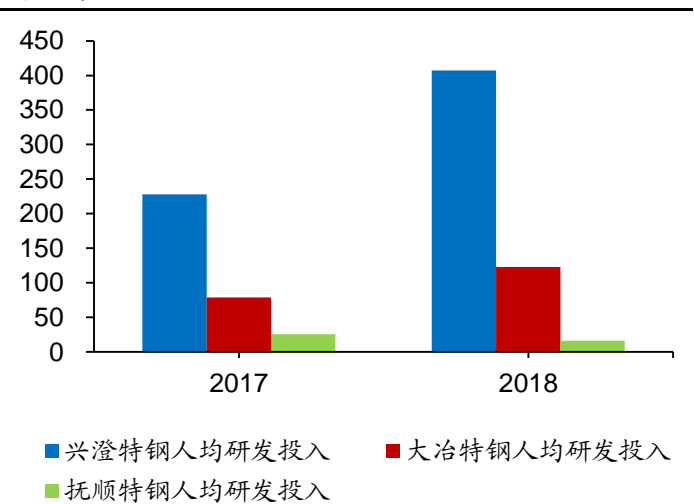
从研发费用来看, 兴澄特钢的研发费用绝对值以及人均研发投入大幅领先于国内竞争对手。我们兴澄特钢、大冶特钢和抚顺特钢作为比较对象。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》和可比公司年报, 从研发费用总额来看, 2017年和2018年兴澄特钢的研发费用投入分别达到11.4亿、20.4亿, 同期大冶特钢和抚顺特钢的研发费用仅为3.6亿、5.6亿和1.8亿、2.9亿元, 兴澄特钢在研发费用总量上大幅领先竞争对手; 从人均研发费用来看, 2017和2018年兴澄特钢的人均研发费用均超过了200万元/人, 2018年更是达到了407万元/人, 远远高于同期大冶特钢和抚顺特钢的人均研发费用。

**图41: 2017-2018年兴澄特钢研发投入大幅领先竞争对手**  
(单位: 亿元)



数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、公司年报、广发证券发展研究中心

**图42: 2017-2018年兴澄特钢人均研发投入远超竞争对手**  
(单位: 万元/人)



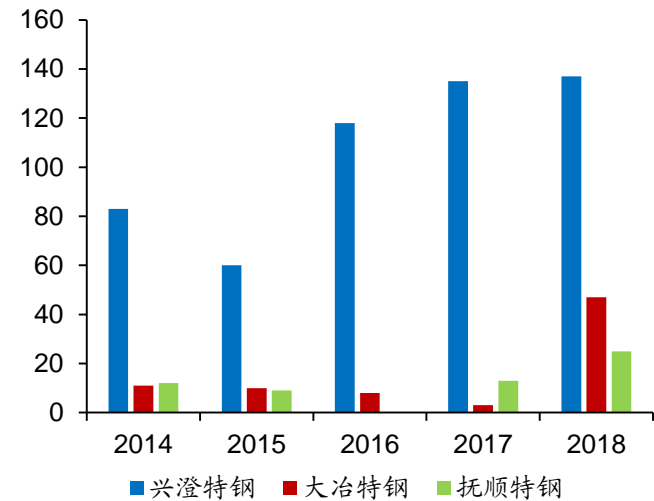
数据来源: 《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、公司年报、广发证券发展研究中心

注: 人均研发投入的计算公式为: 人均研发投入=当期研发费用总额/当期研发人员数量

从专利数量来看, 兴澄特钢专利总量和人均专利数远多于竞争对手。从现有存

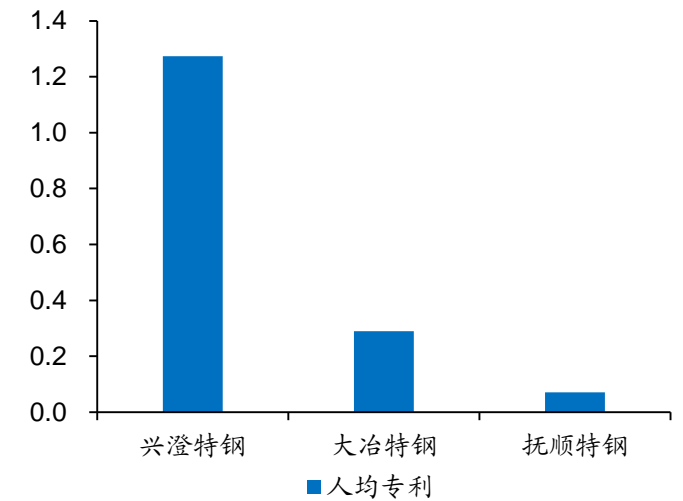
量来看,根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》和可比公司年报,2014-2019年兴澄特钢共获得国内专利638项。2016年后伴随着内外部扩张整合的进度加快,公司的新增专利数量逐年增加,2016-2018年分别新增118项、135项、137项专利。从未来增量来看,根据我们查询的国家知识产权局公开的相关信息统计,截至2019年7月兴澄特钢处于待审或审核过程中的专利数量达到111项。从人均专利数量来看,截至2018年兴澄特钢的人均专利数达1.27项/人,远高于同期大冶特钢的0.29项/人和抚顺特钢的0.07项/人,专利研发效率凸显。

图43: 2015年后兴澄特钢每年新增专利数量逐年增长, 2016年开始连续三年获得年均100项以上的新增专利



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、可比公司年报、广发证券发展研究中心

图44: 兴澄特钢人均专利数为1.4, , 远高于同期大冶特钢的0.29和抚顺特钢的0.07, 专利研发效率凸显



数据来源:《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》、可比公司年报、广发证券发展研究中心  
注:人均专利的计算公式为:人均专利=专利总数/研发人员数量

从专利结构来看,兴澄特钢拥有的专利对主要产品实现了不同程度的全口径覆盖。根据《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》和可比公司年报,我们在新旧两种统计口径下对兴澄特钢和可比公司的专利进行拆分,兴澄特钢对主要产品都实现了不同程度的专利覆盖。其中,在新统计口径下兴澄特钢有40项专利对其板材和钢板产品实现了覆盖,19项专利对线材、管材实现了覆盖。从专利类型来看,兴澄特钢拥有的专利主要以发明专利和实用新型专利为主,其中发明专利的占比为17%,实用新型专利的占比为81%,两者合计占比98%。

表16: 兴澄特钢拥有的专利对其主要产品实现了不同程度的全口径覆盖, 发明和实用新型专利合计占比98%

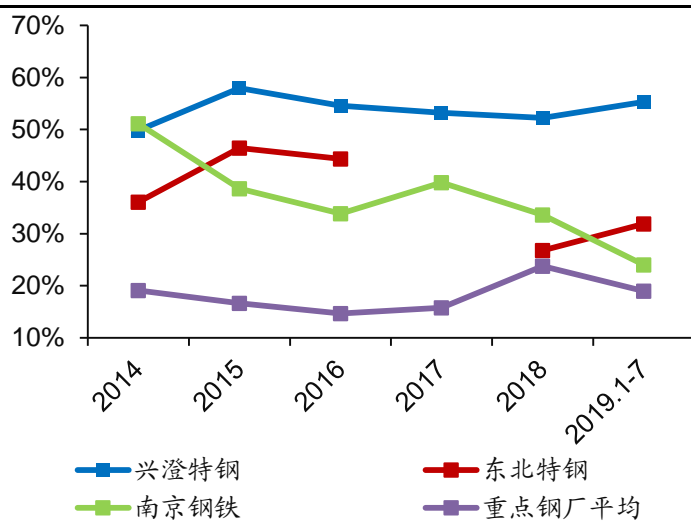
	兴澄特钢		大冶特钢		抚顺特钢	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
新统计口径						
棒材、棒料	10	1.57%	1	0.76%	9	12.33%
板材、钢板	40	6.28%	1	0.76%	1	1.37%
圆坯、钢坯	6	0.94%	4	3.05%	0	0.00%
线材、管线	19	2.98%	0	0.00%	0	0.00%

钢管、管材	9	1.41%	0	0.00%	0	0.00%
旧统计口径						
工具钢、模具	4	0.63%	0	0.00%	6	8.22%
弹簧、板簧	6	0.94%	0	0.00%	0	0.00%
齿轮、齿条	9	1.41%	1	0.76%	4	5.48%
不锈钢	4	0.63%	4	3.05%	4	5.48%
专利类型						
发明	111	17.43%	70	53.44%	66	90.41%
外观	2	0.31%	0	0.00%	0	0.00%
实用新型	517	81.16%	36	27.48%	7	9.59%
合计	637		131		73	

数据来源：《大冶特钢发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》、Soopat、广发证券发展研究中心

从产品迭代速率来看，兴澄特钢新产品产值占比和产量占比均处于领先水平，产品迭代速率位居行业前列。我们以新产品产值率和新产品产量率来表征企业的产品迭代速率。根据中钢协统计数据，2019年1-7月会员重点钢厂平均新产品产值率为19%，新产品产量率为19%，兴澄特钢同期的两项数据分别达到55%和50%，领先于东北特钢、南京钢铁等竞争对手，远超行业平均。超高的产品迭代速率意味着竞争对手任何试图进入兴澄特钢现有市场的行为，都会面临兴澄特钢快速的新品迭代带来的巨大竞争压力。

图45：近五年兴澄特钢的新产品产值占比例在50%以上，高于主要竞争对手和行业平均

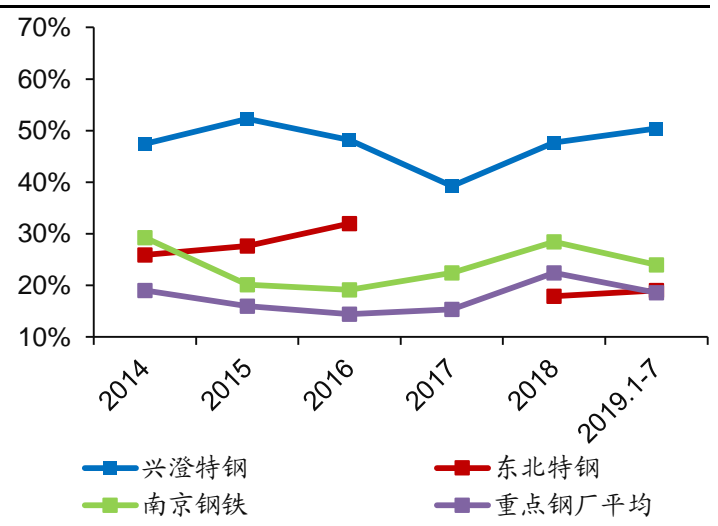


数据来源：中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

注1：东北特钢2017年数据缺失

注2：新产品的统计口径为当期首次推出产品；计算公式为：新产品产值率=当期新产品产值/当期总产品产值\*100%，下同

图46：近五年兴澄特钢的新产品产量占比远高于主要竞争对手和行业平均，产品迭代速率大幅领先



数据来源：中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

注1：东北特钢2017年数据缺失

注2：新产品的统计口径为当期首次推出产品；计算公式为：新产品产量率=当期新产品产量/当期总产品产量\*100%，下同

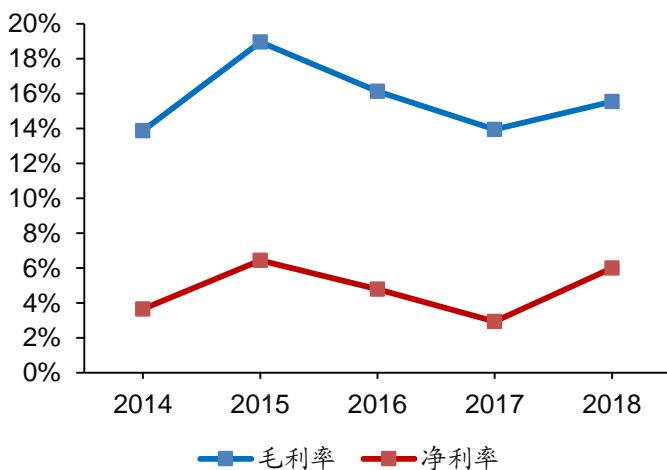
## 四、财务分析：2018 年盈利能力及现金流跃升，偿债能力有待改善

受益于行业景气度提升、一系列成功的外部并购和内部整合，2018年兴澄特钢业绩实现较大幅度增长，报告期内兴澄特钢实现营业收入654亿元，同比大增38%；归母净利润39.2亿元，同比大增182%。下面我们将分别从兴澄特钢盈利能力、营运能力、偿债能力和现金流量等四个层面对兴澄特钢财务状况进行分析。

### （一）盈利能力：受益于行业景气度提升及并购整合，2017 年以来兴澄特钢盈利水平持续向好

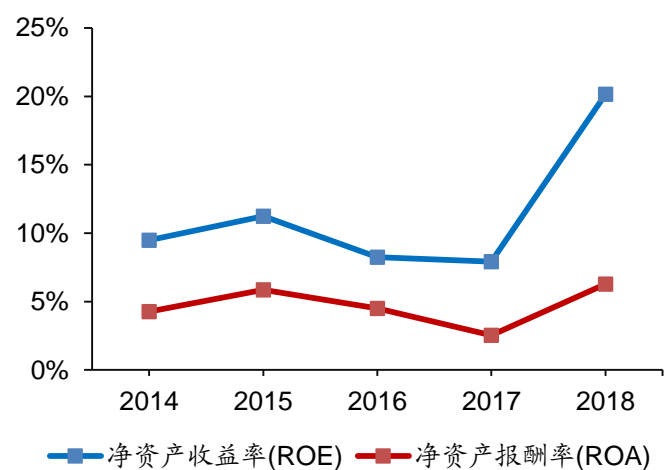
盈利能力方面，兴澄特钢毛利率和净利率在2017年见底回升，2018年分别达15.6%和6.0%；2018年兴澄特钢ROE、ROA分别为20.1%、6.3%，ROE较2017年大幅上升12.3个百分点，ROA较2017年大幅上升3.7个百分点。

图47：兴澄特钢毛利率和净利率在2017年见底回升，2018年分别达15.55%和6.00%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

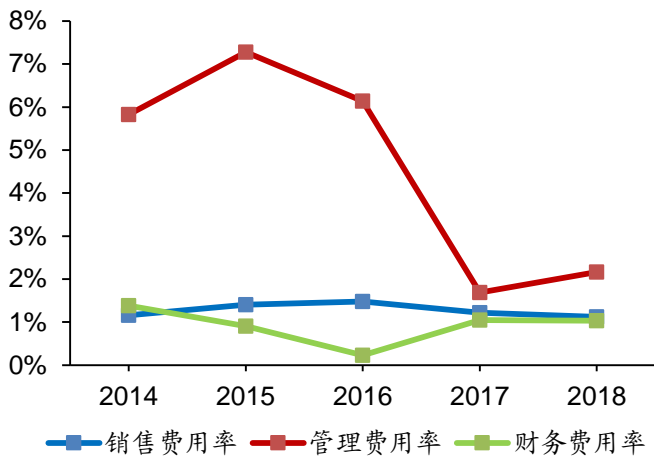
图48：2018年兴澄特钢ROE、ROA分别为20.16%、6.27%，双双实现大幅增长



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

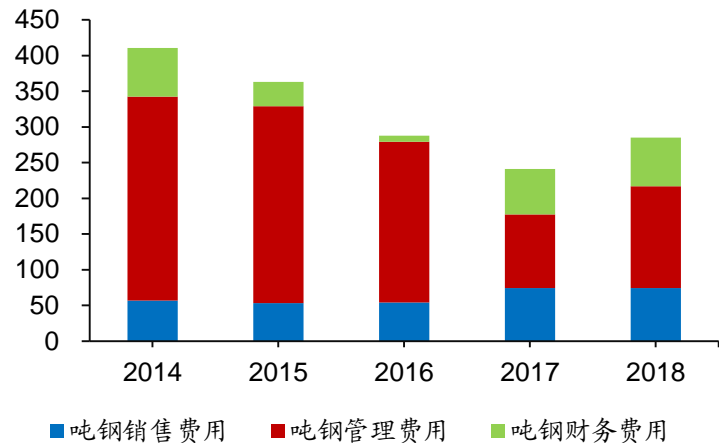
费用管理方面，2014-2016年兴澄特钢财务、销售费用率整体处于较低水平，但管理费用率居高不下，2015年达到7.28%的历史高点。2016年之后，兴澄特钢管理费用率出现大幅下降，主要原因是兴澄特钢于2017年开始大规模进行内部整合，有效降低了管理相关费用的支出。2018年，兴澄特钢销售、财务和管理费用率分别为1.1%、2.2%、1.0%，同比分别下降0.10、0.02和上升0.47个百分点；从吨钢期间费用看，2018年兴澄特钢吨管财务、管理和销售费用分别为68、143和74元/吨，同比分别上升6.8%、38.4%和下降0.2%。

图49：2016年以后兴澄特钢管理费用率大幅下降，2017期间费用率保持低位波动



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图50：2018年兴澄特钢吨钢财务、管理和销售费用同比分别上升6.8%、38.4%和下降0.2%（单位：元/吨）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

## （二）营运能力：外延并购小幅影响营运能力，但仍较为稳定、可控

不断的外延并购小幅影响兴澄特钢营运能力。2015-2016年为兴澄特钢营运能力的低点，各项指标出现不同程度下降，2017年以来各项指标触底反弹，且2018年兴澄特钢主要资产周转速度指标均基本恢复到2015年前水平，但受到多次外延并购影响，兴澄特钢应收账款周转率、存货周转率和固定资产周转率等指标出现小幅下降。根据公司财报，2018年兴澄特钢应收账款周转率为10.1次，流动资产周转率为2.8次，存货周转率为9.8次，固定资产周转率为2.3次，总资产周转率为1.1次。

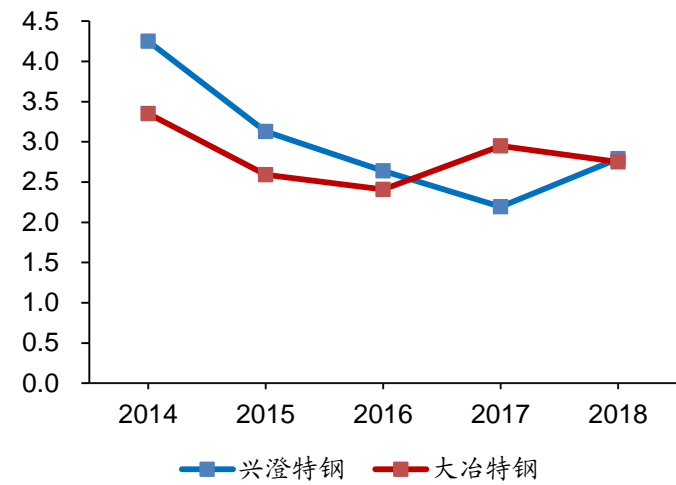
与大冶特钢相比，2014-2016年两家公司的流动资产周转率均逐年下降，同期兴澄特钢优于大冶特钢，但2016年之后态势反转，大冶特钢的流动资产周转表现开始优于兴澄特钢，2018年兴澄特钢流动资产周转情况出现好转，达到2.79次，同期大冶特钢为2.75次，我们推断上述变化是因为公司在2018年逐步度过了外延并购的阵痛期，营运能力开始恢复。2017年之后兴澄特钢的存货周转率为9.8次，出现了5年以来的首次下降，小幅落后于大冶特钢的11.4次，但仍处于较为安全位置。

表17：2014-2018年兴澄特钢资产周转速度（单位：次）

	应收账款周转率	流动资产周转率	存货周转率	固定资产周转率	总资产周转率
2014年	12.52	4.25	9.48	1.70	1.15
2015年	7.50	3.13	9.42	1.37	0.90
2016年	7.37	2.64	10.25	1.57	0.96
2017年	10.57	2.19	12.05	2.45	1.26
2018年	10.09	2.79	9.80	2.26	1.11

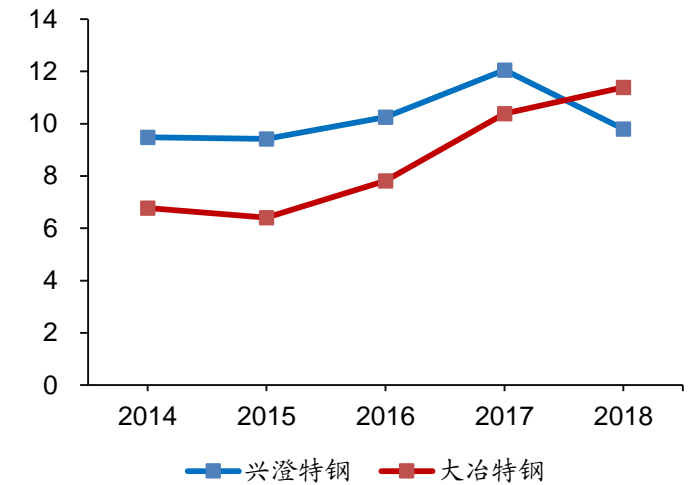
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图51: 2018年兴澄特钢的流动资产周转情况出现好转, 回升至2.79次, 同大冶特钢为2.75次(单位: 次)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图52: 2018年兴澄特钢的存货周转率为9.8次, 出现了5年以来的首次下降, 但仍处于较为安全位置(单位: 次)



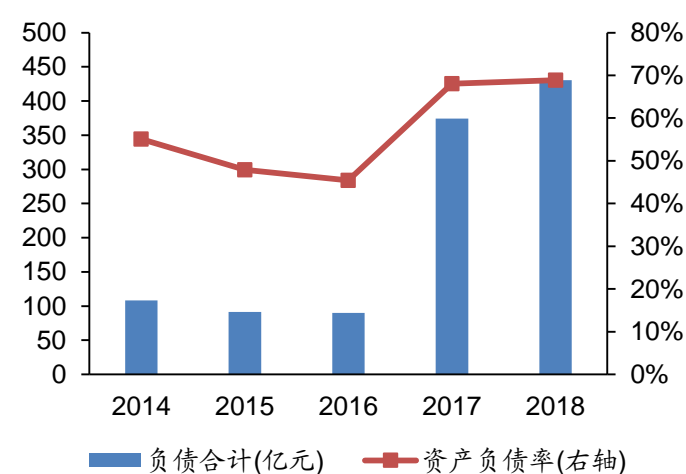
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### (三) 偿债能力: 并购扩张致 2018 年资产负债率达 69%, 流动资产对流动负债的覆盖能力欠佳

2017年受并购扩张影响, 期末合并报表后兴澄特钢总负债大幅增至374亿元, 2018年更是达到431亿元, 资产负债率也从2016年的45.4%快速攀升至68.9%的历史高位。

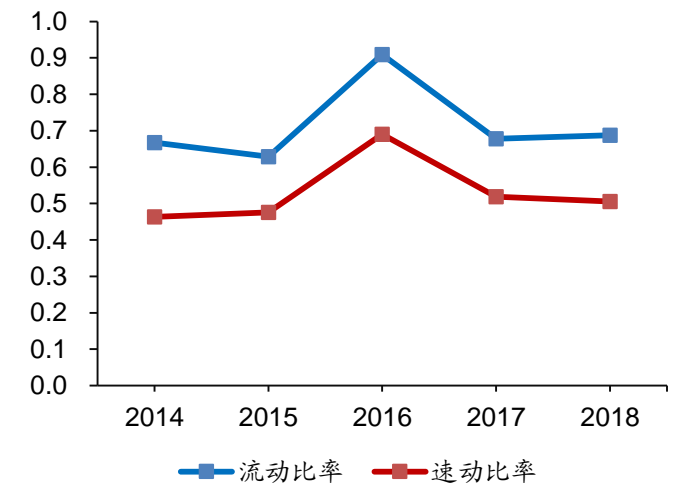
2014-2016年, 兴澄特钢流动资产以及不考虑存货的流动资产对流动负债的覆盖情况小幅改善, 但是2016年之后流动比率和速动比率再次走低, 根据兴澄特钢财报, 2018年兴澄特钢流动比率和速动比率分别仅为0.69次和0.51次, 对流动负债的覆盖能力欠佳, 兴澄特钢短期偿债能力较为薄弱, 存在较大改善空间。

图53: 2017年后伴随着并购扩张, 兴澄特钢负债总额大幅增加, 2018年资产负债率达到68.9%的历史高位



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图54: 2018年公司流动比率和速动比率分别仅为0.69次和0.51次, 短期偿债能力较为薄弱



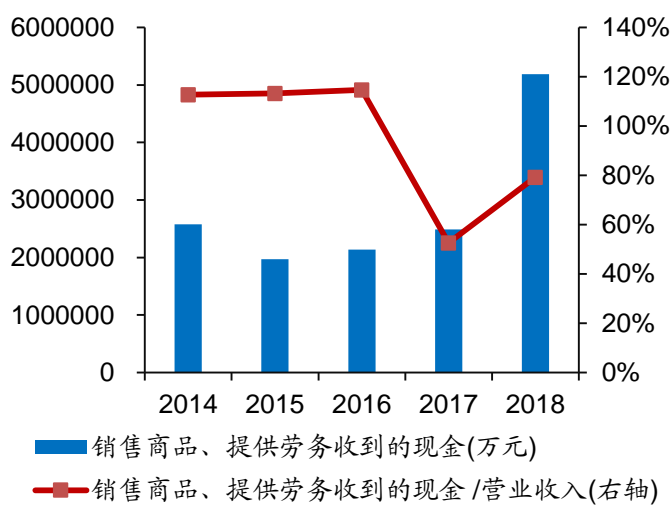
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心



(四) 现金流: 经营活动现金流入质量在 2017 年后显著提升

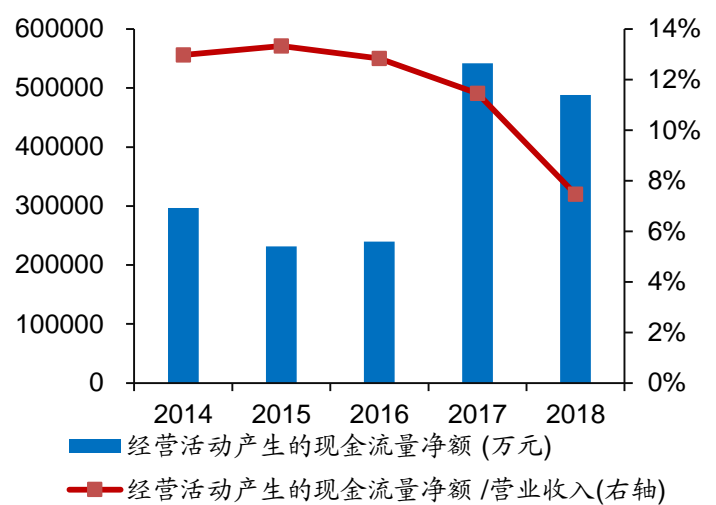
2015年以来兴澄特钢销售商品、提供劳务收到的现金净额逐年上升, 2018年更是大幅上升至518亿元。销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入的比值在2017年出现下降, 但是2018年又回升26PCT至79%; 兴澄特钢经营活动净现金流在2017年之后随着行业景气度的改善和公司外延并购的成功开展而大幅增加, 2017年达到54.2亿元的历史高位, 2018年小幅下降至48.8亿元。经营活动产生的现金流量净额与营业收入的占比在近五年呈现下降的趋势, 考虑到2015年以来的分子端的增势, 该比率下降主要归因于公司在扩张过程中营收大幅增长导致的分母端膨胀。

图55: 2015年以来公司销售商品、提供劳务收到的现金净额逐年上升, 2018更是大幅上升至518亿元



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图56: 公司经营活动净现金流在2015年后逐年增长, 但由于营收的更快增长, 与其占比不断下降



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 五、结论：如若收购完成，中国特钢核心资产将实现整体上市，特钢行业兼并重组或拉开序幕

至此，我们对本次大冶特钢拟发行股份购买的标的资产——兴澄特钢进行了详细分析，兴澄特钢的核心价值也藉由上述分析得以展现，即可以总结为“高企业定位、高创新效率和高盈利能力”的“三高”价值，展开如下：

**(1) 高企业定位：**兴澄特钢的高定位体现在两个方面：一是**战略定位高**。我们在前文中已论述到，兴澄特钢继承了中信泰富特钢集团“精品+规模+服务”的发展战略，力图建成全球最具竞争力的特钢企业；同时，兴澄特钢作为中信泰富特钢集团的主体，初步实现了“沿江、沿海”的战略布局，并为未来可能的规模扩张指明了方向；二是**业务定位高**。兴澄特钢轴承钢、汽车用钢和能源用钢三大事业群均面向国际高端客户提供高品质特钢产品，公司产品溢价率明显。

**(2) 高创新效率：**我们在前文中已论述到，兴澄特钢以国内首家也是唯一一家特钢行业综合性研究院——兴澄特钢研究院为基础，通过高人均研发投入、人均专利数量实现了高研发转化和产品迭代速率，公司得以不断进军新的高毛利蓝海领域。

**(3) 高盈利能力：**企业定位和创新效率最终还是要通过为客户、股东、员工和社会创造价值来体现。兴澄特钢借助规模、质量优势为高端客户提供高质量一致性的“一站式”采购，降低了客户的过程成本，进而增强了公司自身的议价能力，带来了公司高盈利能力。即使与日本神户制钢等特钢龙头企业相比，兴澄特钢在吨钢毛利、毛利率以及盈利稳定性方面也不落下风。

那么，本次交易的内在意义是什么？我们认为，本次大冶特钢发行股份购买兴澄特钢86.50%股权如完成，将对大冶特钢、中信泰富特钢集团以及国内特钢行业产生如下三方面意义：

**(1) 对大冶特钢：减少关联交易、保障股东利益。**通过本次交易，兴澄特钢将作为控股子公司纳入上市公司合并报表范围之内，从而大幅减少上市公司与兴澄特钢之间的关联交易，并将有效避免两者之间的潜在同业竞争问题，有利于保障上市公司及全体股东的利益。

**(2) 对中信特钢：实现中国特钢核心资产整体上市，提高中信集团特钢板块的A股资产证券化水平。**通过本次交易，中信集团特钢板块的资产在A股实现整体上市，在A股的资产证券化水平将大幅提升，利用资产、品牌、渠道资源及经营管理的有效协同，可以充分激发经营潜力，进一步提升利润水平，实现国有资产保值增值。

**(3) 对特钢行业：兼并重组进程或拉开序幕，行业集中度或持续提升。**本次交易完成后，上市公司特钢产能将达1300万吨，成为全球范围内规模最大、品类最全的专业化特钢生产企业。同时，未来上市公司可以借助于资本平台拓宽融资渠道，通过多种方式开展行业整合。根据前文所述，2018年我国特钢企业行业集中度CR5仅33%左右，特钢行业兼并重组空间仍然较大，本次交易或将拉开特钢行业兼并重组进程的序幕。

## 六、风险提示

1. 宏观经济及特钢行业景气度超预期下滑；
2. 兴澄特钢兼并重组进程不及预期；
3. 特钢行业竞争超预期加剧。

## 广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名，2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队），2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：高级分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2018年保险资管 IAMAC 第三名（团队），2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期 16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心 14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。