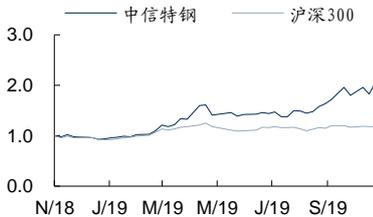


证券研究报告—深度报告
黑色金属
钢铁 II
中信特钢(000708)
买入

合理估值: 24.4-25 元 昨收盘: 19.7 元

(维持评级)

2019年10月30日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,969/449
总市值/流通(百万元)	58,487/8,853
上证综指/深圳成指	2,954/9,802
12个月最高/最低(元)	19.93/8.15

相关研究报告:

《大冶特钢-000708-2019年半年报点评: 二季度单季归母净利润创新高》——2019-08-20
 《大冶特钢-000708-2019年一季报点评: 特钢龙头, 盈利稳健》——2019-04-24
 《大冶特钢-000708-财报点评: 提质增效, 利润继续超预期》——2018-08-17
 《专注特钢, 穿越周期》——2018-05-28
 《大冶特钢-000708-2011年年报点评: 毛利有所下滑但仍优于行业》——2012-02-28

证券分析师: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

深度报告

特钢龙头, 由专而强而大

● 特钢行业发展前景辽阔

我国特钢行业发展迅猛, 但相对于特钢强国仍有差距, 体现在特钢产量占粗钢比重低、特钢中高端产品占比低、部分产品依赖进口、行业集中度较低。随着工业发展, 以及需求迭代, 我国特钢市场发展前景宽广, 特别是高端特钢企业以及特钢龙头企业成长潜力巨大。

● 规模跃升, 重组成就行业龙头

经过本次重组, 公司实现特钢板块的整体上市, 成为产能 1300 万吨的行业龙头企业, 产品规模、盈利能力均得到显著提高。公司现已具备四大制造基地, 涵盖六大产品群, 是行业内少见的大而强的特钢企业。

● 由专而强而大, 路径难以复制

公司具备三个重要特点, 使公司能够长期保持竞争优势。一是具备雄厚的产业背景, 管理优势突出, 使公司在行业集中度提升的过程中能够有效的实现外延扩张。二是具备优秀的研发团队, 研发持续高投入, 使公司能保持较高的产品迭代率, 以质取胜。三是保持与客户共同成长, 存在认证壁垒, 实现较高的客户黏性, 进而具备一定的成本转移能力, 稳定毛利率在较高水平。

● 优质赛道头部公司, 有望持续成长

我国特钢行业仍在不断发展的过程中, 公司作为特钢行业的领军企业, 整合能力强, 将受益于行业需求的提升、高端化, 以及集中度的提升, 有望形成外延增长。同时, 公司坚持高研发投入, 产品结构不断升级, 先后并入的青岛特钢、靖江特钢盈利能力也有望持续挖潜, 为公司带来内涵增长。

● 风险提示

原料价格大幅上涨; 经济波动导致需求大幅下滑; 环保政策变化影响生产。

● 维持“买入”评级

通过多角度估值, 得出公司合理估值区间 24.4-25.0 元, 相对目前股价有 24%-27% 的溢价空间。我们预计公司 19-21 年每股收益 1.63/1.69/1.81 元, 利润增速分别为 24.8%/3.7%/7.1%, 考虑到公司成长路径清晰, 市场地位突出, 属于特钢行业稀缺标的, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,573	75,891	76,998	78,295
(+/-%)	22.9%	5.1%	1.5%	1.7%
净利润(百万元)	510	4838.41	5018.43	5374.48
(+/-%)	29.2%	24.8%	3.7%	7.1%
摊薄每股收益(元)	1.14	1.63	1.69	1.81
EBIT Margin	10.0%	9.4%	9.8%	10.3%
净资产收益率(ROE)	11.6%	19.7%	17.9%	16.9%
市盈率(PE)	17.4	12.1	11.7	10.9
EV/EBITDA	8.2	9.1	8.5	8.0
市净率(PB)	2.01	2.38	2.08	1.84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司作为特钢行业龙头，具备三个重要特点，使公司能够长期保持竞争优势。一是具备雄厚的产业背景，管理优势突出，使公司在行业集中度提升的过程中能够有效的实现外延扩张。二是具备优秀的研发团队，研发持续高投入，使公司能保持较高的产品迭代率，以质取胜。三是保持与客户共同成长，存在认证壁垒，实现较高的客户黏性，进而具备一定的成本转移能力，稳定毛利率在较高水平。预计公司 19-21 年每股收益 1.63/1.69/1.81 元，利润增速分别为 24.8%/3.7%/7.1%。未来一年合理估值区间 24.4-25.0 元，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，特钢市场消费增长潜力巨大，特别是在高端领域发展前景广阔。

第二，行业集中度提升是特钢行业发展趋势，中信特钢作为中信集团旗下重要的制造业平台，具备扩大市场份额的动力和能力。

与市场的差异之处

第一，市场未充分认识到重组后，公司盈利能力的提升。我们认为，相较于重组前核心资产大冶特钢，本次交易标的资产兴澄特钢的盈利能力要更强，随着公司对于青岛特钢以及靖江特钢两大基地的整合工作的持续推进，公司吨钢毛利存在进一步上升的空间。

第二，市场认为特钢价格同普钢价格相似，也存在大幅周期波动。我们认为，特钢产品存在周期波动，但从长期来看波动幅度小于普钢，特别是高端特钢产品，高端特钢厂对下游存在较高的议价能力，价格稳定性更高。

股价变化的催化因素

第一，公司具备外延扩张能力与内涵增长预期，盈利表现或稳中有升。

第二，重组后，随着市场对于公司的认识程度的深入，或带来对估值的修正。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，原料价格大幅上涨；

第二，经济波动导致需求大幅下滑；

第三，环保政策变化影响生产。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 23.3-25.0 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 24.4-26.0 元	7
投资建议	7
特钢行业发展前景辽阔	8
特钢是国家钢铁工业水平的标志	8
特钢行业发展全球化、高端化、向深加工延伸.....	9
我国特钢行业发展迅速, 但较特钢强国仍有差距.....	11
我国特钢行业消费增长潜力巨大	13
规模跃升, 重组成就行业龙头	15
特钢产能达 1300 万吨.....	16
六大产品群优势突出	18
兴澄特钢盈利能力强于大冶特钢	20
由专而强而大, 路径难以复制	22
雄厚的产业背景, 管理优势突出	22
研发投入高, 产品迭代快	24
与客户共同成长, 具备成本转移能力	25
优质赛道头部公司, 有望持续增长	26
特钢需求未饱和, 市场有增长	26
外延扩张能力强, 有望受益行业集中度提升.....	27
结构升级, 内涵增长步伐不止	27
区别定位, 估值有抬升空间	28
盈利预测	30
假设前提.....	30
未来 3 年盈利预测	32
盈利预测的敏感性分析	32
风险提示	33
附表: 财务预测与估值	34
国信证券投资评级	35
分析师承诺	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 特钢的分类及用途.....	8
图 2: 日本粗钢及粗钢特殊钢产量 (千吨, %)	10
图 3: 重点优特钢企业粗钢、钢材产量 (百万吨)	11
图 4: 2018 年重点特钢企业分品种产量 (万吨)	12
图 5: 2018 年重点特钢企业非合金钢产量 (万吨)	12
图 6: 2018 年重点特钢企业低合金钢产量 (万吨)	12
图 7: 2018 年重点特钢企业合金钢产量 (万吨)	12
图 8: 我国特钢进出口情况 (万吨, 美元/吨)	13
图 9: 特钢行业需求结构.....	14
图 10: 国内制造汽车产量及增速 (百万辆, %)	14
图 11: 汽车保有量 (百万辆)	14
图 12: 特钢在汽车上的用途.....	15
图 13: 特钢在卡车上的用途.....	15
图 14: 挖掘机产量及增速 (万台, %)	15
图 15: 特钢在挖掘机上的用途	15
图 16: 中信特钢产业布局.....	16
图 17: 公司产能及主要装备情况.....	17
图 18: 2019 年分基地钢材产量 (万吨)	17
图 19: 公司合金钢棒 (扁) 材工艺流程	18
图 20: 公司特钢产品产量 (万吨)	20
图 21: 公司特钢板块营业收入 (亿元)	20
图 22: 2018 年公司特钢分产品销量占比 (%)	20
图 23: 2018 年公司特钢分行业销量占比 (%)	20
图 24: 兴澄特钢营业收入 (亿元, %)	21
图 25: 大冶特钢营业收入 (亿元, %)	21
图 26: 兴澄特钢归母净利润 (亿元, %)	21
图 27: 大冶特钢归母净利润 (亿元, %)	21
图 28: 兴澄特钢销售利润率 (%)	21
图 29: 大冶特钢销售利润率 (%)	21
图 30: 兴澄特钢三费情况 (亿元, %)	22
图 31: 大冶特钢三费情况 (亿元, %)	22
图 32: 中信集团产业结构示意图.....	23
图 33: 青岛特钢营业收入 (亿元)	23
图 34: 青岛特钢归母净利润 (亿元)	23
图 35: 2018 年钢铁企业研发费用情况 (亿元)	25
图 36: 大中型钢铁企业及大冶特钢利润总额增速 (%)	26
图 37: 上海地区钢材价格 (元/吨)	29
图 38: 日本钢厂净利润变动情况 (亿元)	29
图 39: 我国钢厂净利润变动情况 (亿元)	30

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 中信特钢历年利润增速、PE 值和涨幅表现	7
表 6: 钢材均价 (元/吨)	9
表 7: 日本特殊钢产量 (吨)	10
表 8: 整车优特钢消耗情况 (千克/车)	14
表 9: 公司产品情况 (万吨)	19
表 10: 青岛特钢产品售价 (元/吨)	24
表 11: 兴澄特钢分产品售价及成本情况 (元/吨)	26
表 12: 十三五钢铁行业支持研发和产业化的关键品种	27
表 13: 特钢企业产品情况	28
表 14: 2018 年棒材销售情况	28
表 15: 日本特钢、普钢厂估值对比	30
表 16: 我国特钢、普钢厂估值对比	30
表 17: 分产品销量业务假设 (万吨)	31
表 18: 分产品销售均价业务假设 (元/吨)	31
表 19: 原材料采购价格假设 (元/吨)	32
表 20: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	32
表 21: 情景模拟分析	33

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：23.3-25.0 元

公司所处特钢行业近年来仍保持较快发展，消费增长潜力巨大，特别是在高端特钢领域尚未实现自主可控，市场前景广阔。特钢行业发展阶段不同于普钢行业，特钢产品附加值高、直销为主的产品属性决定了其行业波动较弱，但同样具备周期属性，行业盈利波动客观存在。

从公司角度考虑，公司是行业内少见的大而强的特钢企业，大量产品处于行业头部地位，市场占有率高。公司具备优秀的管理能力、领先的技术研发以及前瞻的客户服务，使得公司能够顺利完成收购整合实现规模扩大，能够保持高速的产品替代避免价格战，能够有较高的客户黏性具备成本转移能力。

考虑到特钢市场有增长空间，公司具备较强的外延扩张能力，并且公司内部有望通过结构升级和深入整合实现内涵增长。按照行业和公司的发展思路，我们预期公司在 2019-2021 年收入保持增长，毛利率小幅上升，费用率保持稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率		5.13%	1.46%	1.68%	0.89%	0.80%	0.80%
毛利率	16.24%	16.35%	16.72%	17.28%	17.20%	17.20%	17.20%
管理费用/营业收入	5.65%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
销售费用/销售收入	1.29%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%	1.20%
营业税及附加/营业收入	0.85%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
所得税税率	11.91%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.00%
无风险利率	3.20%	Ka	10.68%
股票风险溢价	6.80%	有杠杆 Beta	1.32
公司股价（元）	19.7	Ke	12.18%
发行在外股数（百万）	2969	E/(D+E)	80.94%
股票市值(E, 百万元)	58488	D/(D+E)	19.06%
债务总额(D, 百万元)	13769	WACC	10.71%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 23.3-25 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		11.6%	11.9%	12.18%	12.5%	12.8%
永续 增 长 率 变 化	0.3%	26.01	25.19	24.41	23.68	22.98
	0.2%	25.90	25.09	24.32	23.59	22.89
	0.1%	25.79	24.98	24.22	23.50	22.81
	0.0%	25.68	24.89	24.13	23.41	22.73
	-0.1%	25.58	24.79	24.04	23.33	22.65
	-0.2%	25.47	24.69	23.95	23.25	22.58
	-0.3%	25.37	24.60	23.86	23.17	22.50

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 24.4-26.0 元

对比日本和我国特钢企业与普钢企业估值情况, 可以看到, 特钢企业因为盈利相对稳定, 且存在成长空间, 市场给予特钢企业的估值高于普钢企业, 在一定程度上可类比新材料企业。在当前时点, 日本特钢企业的 PE (TTM) 接近普钢企业的 2 倍。选取国内特钢企业比较, 采用 PE 法估值。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 15-16 倍 PE 是合理的, 19 年的合理价格区间为 24.4-26.0 元。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (10月25日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
000708	中信特钢	18.15	1.14	1.63	1.69	15.99	11.13	10.74	2.19	0.26	53,886
同类公司:											
002318	久立特材	7.82	0.36	0.52	0.57	21.72	14.95	13.70	2.36	0.33	6,581
002443	金洲管道	7.07	0.37	0.49	0.69	19.11	14.33	10.29	1.58	0.41	3,680
002756	永兴材料	14.63	1.08	1.28	1.46	13.55	11.44	10.00	1.59	0.62	5,267
均值						18.13	13.57	11.33	1.84		

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

备注: 久立特材、金洲管道、永兴材料采用 wind 一致预测

表 5: 中信特钢历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速 (%)	股价涨幅 (%)
2011 年	1.30	15.53	7.13	4.10	-34.75
2012 年	0.49	10.17	6.96	-62.69	-20.86
2013 年	0.45	20.26	9.68	-7.59	-22.19
2014 年	0.60	21.72	12.35	32.92	77.61
2015 年	0.60	26.37	16.76	0.87	25.49
2016 年	0.65	23.92	15.86	8.24	5.76
2017 年	0.88	23.48	14.00	34.93	-8.66
2018 年	1.14	15.07	7.89	29.19	-21.04

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 24.4-25.0 元之间, 对应 2019 年动态市盈率分别为 15 倍和 15.4 倍, 相对于公司目前股价有 24%-27% 的溢价空间。我们认为, 公司成长路径清晰, 市场地位突出, 属于特钢行业稀缺标的, 维持“买入”评级。

特钢行业发展前景辽阔

我国特钢行业发展迅猛，在汽车、工业制造、金属产品等领域有广泛应用。但相对于特钢强国仍有差距，体现在特钢产量占粗钢比重低、特钢中高端产品占比低、部分产品依赖进口、行业集中度较低。随着工业发展，以及需求迭代，我国特钢市场发展前景宽广，特别是高端特钢企业以及特钢龙头企业成长潜力巨大。

特钢是国家钢铁工业水平的标志

特钢又称特种钢或特殊钢，是指除了化学成分与力学性能以外，还有其他特殊检验要求的各类钢。相对于普钢，特钢具备特殊的特殊物理、化学性能，如耐磨钢、耐热钢、耐低温钢、不锈钢、耐酸钢等；或者具有特殊或专门的用途，如高速工具钢、气阀钢、电工用钢、桥梁用钢、船舶用钢等。世界各国对于特钢的范围定义不尽相同。

图 1：特钢的分类及用途



资料来源：世界金属导报、国信证券经济研究所整理

和普碳钢相比，特钢有其独特的市场和特点。特钢品种多，品种间差距大；要求高纯净度、高均匀性、高精度、无缺陷；生产技术含量高，对企业管理水平要求高；由于合金含量较高，因此生产成本较高；产品附加值高，价格弹性较小；工艺复杂、存在认证周期，行业进入壁垒高等。

表 6: 钢材均价 (元/吨)

	螺纹钢 HRB400 20mm 上海	热轧板卷 Q235B:4.75mm 上海	齿轮钢 20CrMnTiΦ50 无锡	合结钢 40Cr:Φ80mm 无锡	工模具钢 Cr12MoV 无锡
2009	3610	3575	4382	4112	15397
2010	4127	4184	5146	4878	14047
2011	4702	4609	5474	5324	14101
2012	3957	3999	4502	4459	14408
2013	3555	3696	4254	4097	13907
2014	3048	3251	3796	3548	13739
2015	2135	2197	3060	2554	13236
2016	2412	2724	3085	2947	13207
2017	3807	3741	4391	4259	14554
2018	4119	4092	4813	4607	15153
2019	3897	3825	4351	4278	14533

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

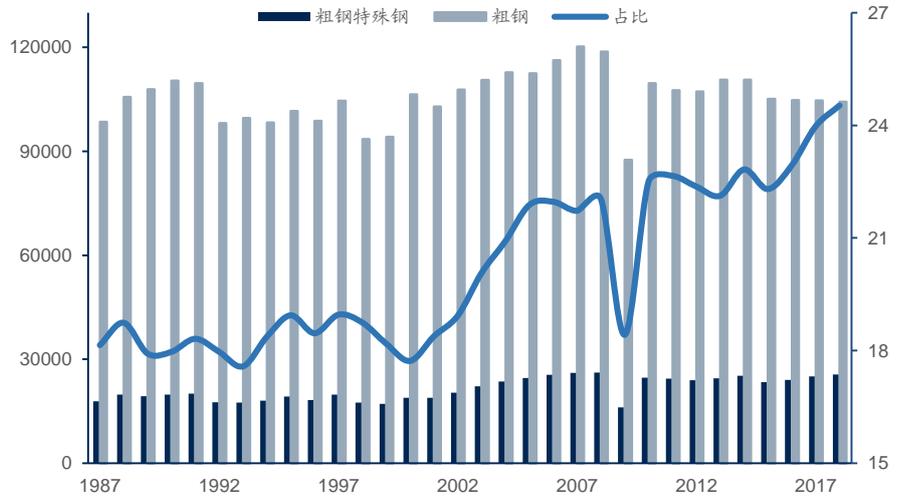
特钢在各国工业发展过程中都扮演着举足轻重的角色, 作为高端制造业中关键零部件所需的钢铁材料, 是一个国家钢铁工业水平的重要标志; 甚至可以说特钢作为重大装备及国防先进武器的核心、关键材料, 也是国家综合竞争力与国家安全的基本保证之一。

特钢行业发展全球化、高端化、向深加工延伸

回溯日本、瑞典等特钢强国的行业发展历史, 可以看到特钢的发展与国家工业化水平的提高以及高新技术的发展紧密联系。按照王一德院士在论文中提到的, 国外特钢发展历程大致可以分为四个阶段: 一是发展前期, 大约在 19 世纪中叶; 二是技术积聚期, 在 19 世纪中叶到 20 世纪初, 特钢因军需而得到初步发展; 三是技术发展期, 从 20 世纪初到六七十年代, 第二次世界大战促进特钢快速发展, 汽车、飞机的发明和普遍应用, 进一步带动了特钢生产技术的进步和成熟; 四是技术成熟期, 在 20 世纪六七十年代以后, 航空航天、核电、电子信息技术、现代制造技术、生命技术与生物技术、海洋工程等领域的发展, 对高端特殊钢提出了新的需求。

日本是特钢生产水平最高的国家, 行业的发展与汽车产业的强大密切相关。在日本国内普钢需求进入瓶颈后, 特钢依旧保持稳健的增长, 并且不断向高端化发展。特钢的新需求一方面来自本国需求的提高与不断迭代升级, 另一方面来自市场全球化, 出口量不断扩大。90 年代以来, 粗钢中特殊钢锭占比由 1990 年的 17.97% 提高到 2018 年的 24.53%。

图 2: 日本粗钢及粗钢特殊钢产量 (千吨, %)



资料来源:日本经济产业省、WIND、国信证券经济研究所整理

二战后,日本钢铁行业发展经历了两次增速换挡,从高速增长到平稳增长到平成萧条。第一阶段发生在 1973 年前,伴随着经济的高速发展,钢铁行业产能持续扩张,粗钢产量快速扩大,1973 年达到顶峰的 1.19 亿吨。第二阶段发生在 1973 年到 90 年代初。日本经济增速换挡,日本钢铁行业面对着需求增长减弱、日美钢铁贸易摩擦加剧、产能过剩、环境压力加大等系列问题,粗钢产量停止增长,但产品不断向专业化、高端化发展,在汽车产业蓬勃发展的背景下,特钢产量持续提升。第三阶段发生在 1992 年以后,伴随着日本房地产泡沫的破裂,GDP 增速滑落,在金融危机的影响下,日本经济发展近乎停滞。在内需不足情况下,日本钢铁行业产量基本稳定,注重海外市场发展,注重提高特钢产品的竞争力。日本钢铁企业凭借先进的技术和管理经验,建立起了雄厚的钢铁工业,冶炼技术世界领先,是名副其实的钢铁强国。

表 7: 日本特殊钢产量 (吨)

		2017	2007	1997
工具钢	碳素工具钢	80,660	124,510	105,218
	合金工具钢	109,445	125,067	124,899
	高速度工具钢	17,547	15,730	16,644
	其他	86	3,079	2,593
	合计	207,738	268,386	249,354
结构钢	机械结构用碳素钢	4,986,532	5,117,575	3,924,251
	结构合金钢	3,789,849	3,890,307	2,602,429
	合计	8,776,381	9,007,882	6,526,680
特殊用途钢	弹簧钢	439,251	506,430	452,932
	轴承钢	987,810	901,395	690,771
	不锈钢	2,447,023	3,122,056	2,926,641
	易切钢	629,315	986,317	1,091,764
	钢琴线材	521,678	720,635	636,628
	高张拉强度钢	4,866,717	4,778,160	3,009,705
	其他	82,623	112,372	331,704
	合计	9,974,417	11,127,365	9,140,145
合计	18,958,536	20,403,633	15,916,179	

资料来源:日本经济产业省、国信证券经济研究所整理

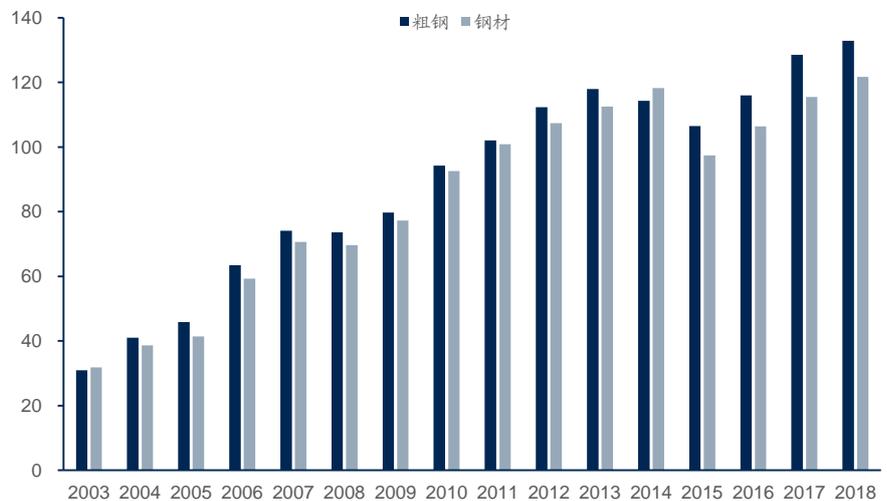
瑞典是全球特钢生产占钢总产量比重最高的国家,特钢占比高达 70%,在高速钢、不锈钢板、焊管、轴承钢、工具钢、耐热合金、直接浇铸线材等领域的研

究和开发处于世界领先地位。瑞典的特殊钢企业非常重视产品质量和高附加值产品的研究与开发，注重与市场以及用户需求的紧密联系，部分特钢厂产品向下游延伸，如 Sandvik 公司不仅生产工模具钢，还进一步深加工生产成矿山工具；SKF 集团不仅生产轴承钢，并延伸到生产轴承，主导产品逐步由钢铁转为最终成品。

我国特钢行业发展迅速，但较特钢强国仍有差距

改革开放以来，随着装备的大型化以及工艺的现代化，我国特钢行业迎来了快速发展时期，特钢设备、特钢产品质量与国外先进水平的差距迅速缩小。我国特钢产量也持续提高，已基本可以满足装备制造业对于特钢的需求。截至 2018 年，我国重点优特钢企业粗钢产量已达 1.33 亿吨，较 2003 年增长 1.02 亿吨。

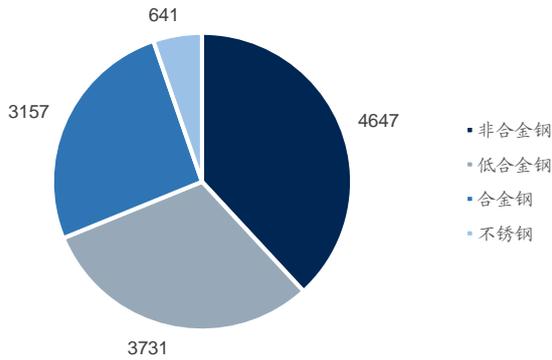
图 3: 重点优特钢企业粗钢、钢材产量 (百万吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

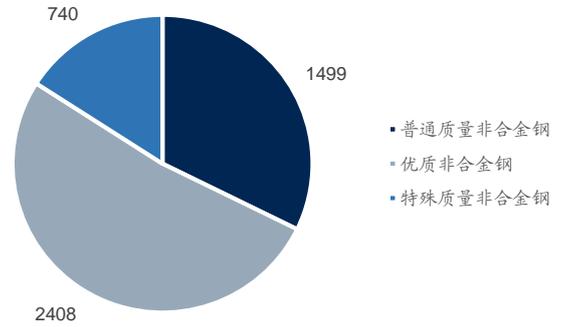
但特钢协会的产量统计数据为会员单位的粗钢和钢材产量，考虑到部分特钢企业的产品仅为优钢，因此真正特钢产量仍低于上述数据。即便是按照 1.33 亿吨特殊钢粗钢产量计算，也仅占全国粗钢产量的 14.32%，特钢占粗钢比重低于日本、瑞典、德国等发达国家的 20% 以上的水平，存在较大发展空间。且在我国特钢产品结构中，低端碳合结钢，中端的合结钢、轴承钢、弹簧钢占绝大部分，高端特钢产品占比少，部分材料尚未实现自主可控，依赖进口。以模具钢为例，我国模具钢发展迅速，用量也在显著增加，但在品种、质量、尺寸规格及性能等方面都难以完全满足市场需求，与美、日、法及瑞士等国际先进水平相比还存在一定的差距，导致中国每年大批中高档模具必须从国外进口。

图 4: 2018 年重点特钢企业分品种产量 (万吨)



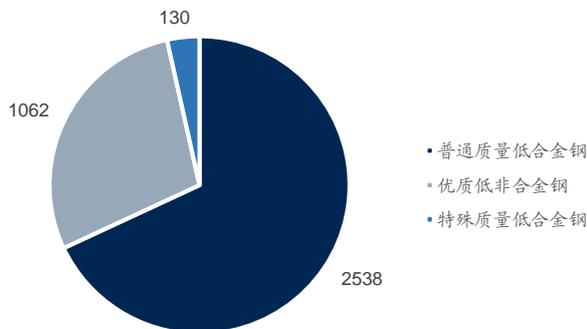
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 2018 年重点特钢企业非合金钢产量 (万吨)



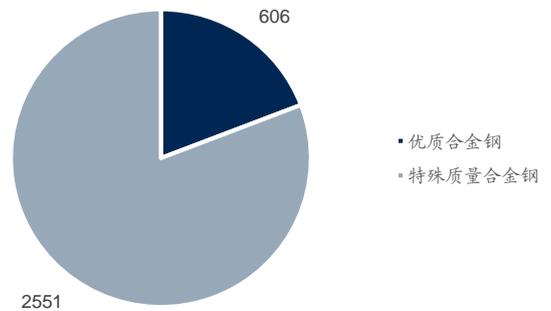
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 2018 年重点特钢企业低合金钢产量 (万吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

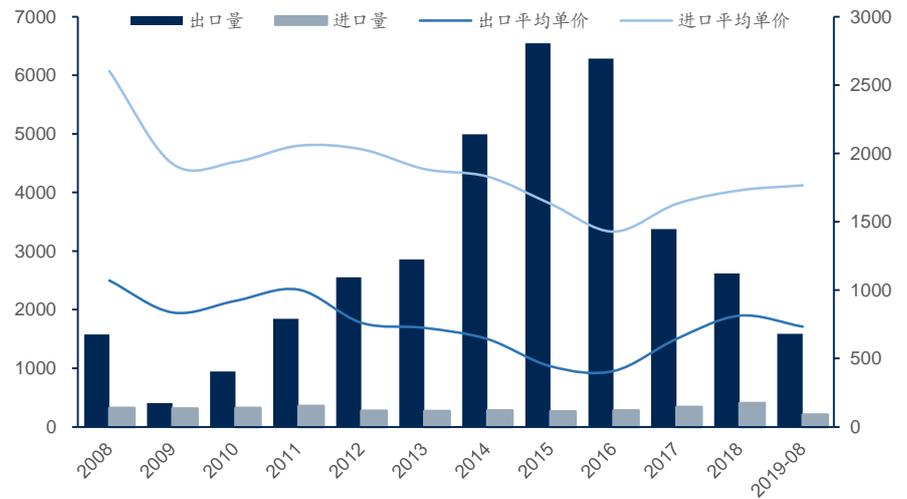
图 7: 2018 年重点特钢企业合金钢产量 (万吨)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从特钢进出口情况来看,我国出口特钢产品以中低端特钢为主,进口数量虽相对较少,但以高附加值特钢为主。2018 年我国出口特钢产品 2620.18 万吨,出口金额 212.94 亿美元,对应出口平均单价为 812.71 美元/吨;而同期进口特钢产品 404.46 万吨,进口金额 69.97 亿美元,对应进口平均单价为 1729.89 美元/吨,远高于出口平均单价。

图 8: 我国特钢进出口情况 (万吨, 美元/吨)



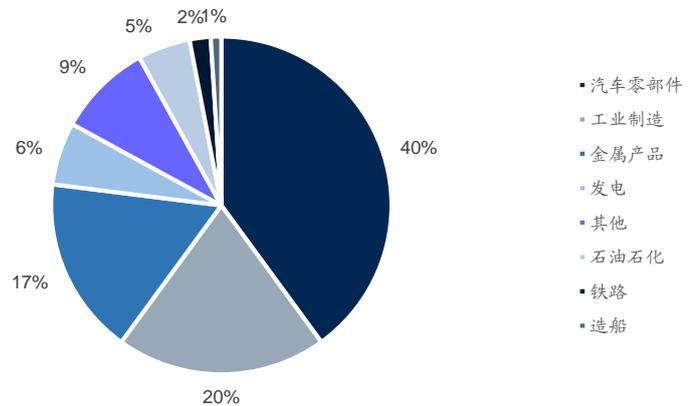
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从行业格局上看, 目前, 我国特钢行业已初步形成了三大特钢企业集团和三大专业化特钢企业为主的特钢产业格局。三大特钢企业集团包括中信泰富特钢集团、东北特殊钢集团和宝钢特殊钢分公司; 三大专业化特钢企业包括山西太钢不锈钢股份有限公司、舞阳钢铁有限责任公司、天津无缝钢管集团股份有限公司。但特钢行业集中度仍较低, 前五大特钢企业的产量占全国特钢产量的比率仅为 35%左右, 头部特钢企业的特钢产量占总产量的比重较小, 存在较大提升空间。

我国特钢行业消费增长潜力巨大

区别于普钢行业以房地产基建为主要消费领域, 我国特钢需求集中汽车、工业制造、金属产品等领域。2017 年以上三个行业的特钢消费比例分别为 40%、20%、17%。发达工业国家的经验显示: 传统钢铁行业逐渐成熟之后, 特钢产业将迎来显著增长的时期, 比例达 20%左右, 毛利率也有约 20%; 而目前, 国内特钢比例仅占约 10%。随着中国进入后工业化时代, 工业发展将持续带动特钢消费, 需求迭代将为特钢行业带来可持续发展, 特别是随着高端装备的发展, 关键基础材料的重要性不断提升, 高端特殊钢领域成长潜力巨大。

图 9: 特钢行业需求结构



资料来源:观研天下、国信证券经济研究所整理

汽车行业平稳发展保障特钢需求。汽车行业用钢材涉及品种多,用量大,钢材占汽车原材料比例在 80%左右,优特钢在汽车用钢中占比约 30%,广泛应用于汽车关键零部件如发动机、变速箱、各类轴杆。

表 8: 整车优特钢消耗情况(千克/车)

	5t 载重车 (汽油机)	5t 载重车 (柴油机)	9t 载重车 (柴油机)	2t 轻型货车	小红旗轿车
碳结钢	443	320	364	161	18
合结钢	681	388	563	155	116
弹簧钢	327	327	577	129	
冷墩钢	99	85	57	38	17
特钢用量	1586	1153	1565	489	154
整车用钢	3638	2680	4168	1749	841
特钢比例	43.6%	43.0%	37.5%	27.9%	18.4%

资料来源:《汽车用特钢供需状况调研》、国信证券经济研究所整理

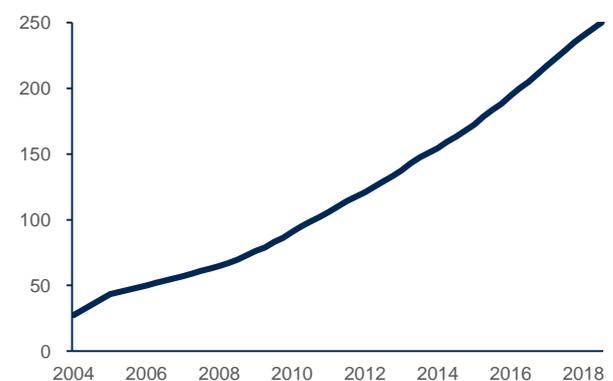
我国是全球汽车产销量第一大国,2018 年我国汽车国内制作产量达 2749.5 万辆,虽然增速转负,但基数大。截至 2019 年 6 月,我国机动车保有量已达到了 3.4 亿辆,其中汽车保有量达 2.5 亿吨,是世界上最大的汽车保有国,但人均汽车保有量远落后于美、日等老牌汽车工业强国。我国汽车产业的发展带动了特钢需求,汽车维修、维护同样为特钢提供了广阔的市场空间。

图 10: 国内制造汽车产量及增速(百万辆,%)



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

图 11: 汽车保有量(百万辆)



资料来源:WIND、国信证券经济研究所整理

权的重大资产重组方案，新增的 2,519,499,422 股 A 股普通股股份已在深圳证券交易所上市。10 月 11 日，大冶特钢正式更名中信特钢。此次重组实现了中信集团特钢板块整体上市，公司成为产能 1300 万吨的行业龙头企业，产品规模、盈利能力均得到显著提高。

特钢产能达 1300 万吨

中信泰富特钢集团是中国中信股份有限公司的全资子公司，财政部为公司实际控制人。公司是我国最大的专业生产特殊钢的企业，集团旗下拥有兴澄特钢、新冶钢、青岛特钢、靖江特钢四大制造基地，以及铜陵泰富、扬州泰富两大原料基地，形成了沿海沿江产业链的战略布局，拥有从原料到产品到延伸加工，再到终端服务介入的完整特钢产业链。

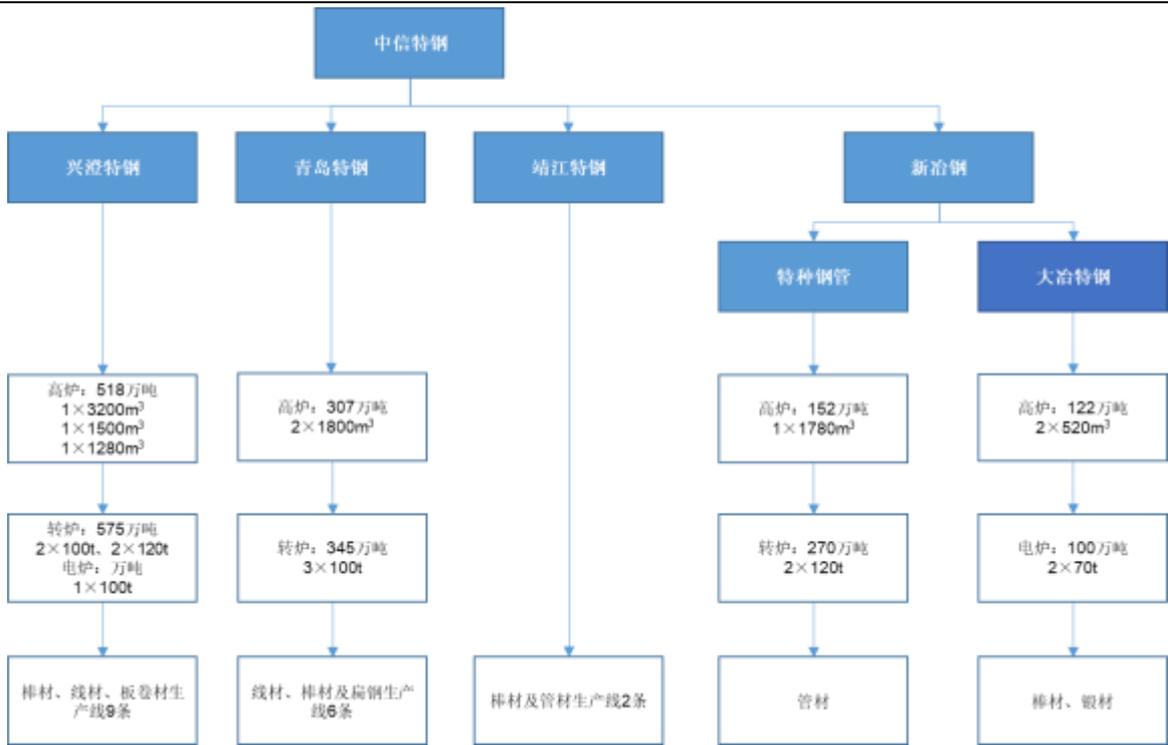
图 16: 中信特钢产业布局



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

区别于特钢行业常见的小而美的商业模式，通过收购，公司已成长为具备年产 1300 万吨特殊钢生产能力，是行业内少见的大而强的特钢企业。

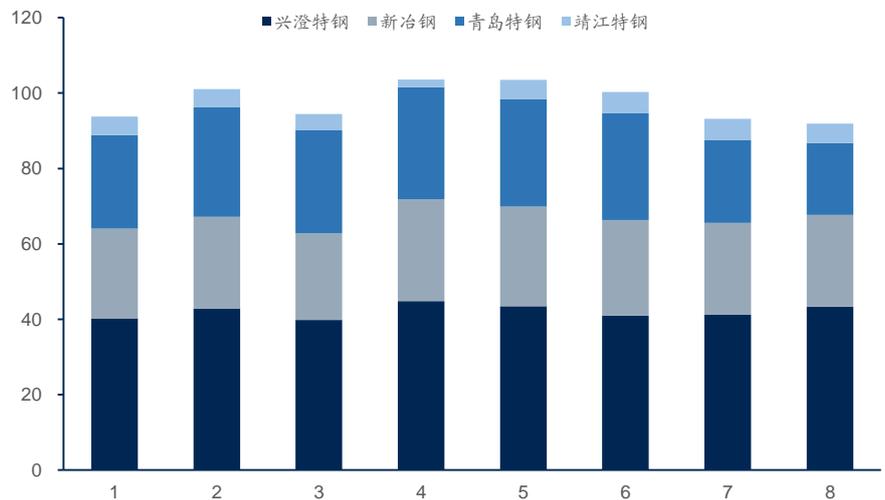
图 17: 公司产能及主要装备情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

今年 1-8 月, 兴澄特钢、新冶钢、青岛特钢、靖江特钢四大制造基地分别实现钢材产量 336.67、198.68、208.78、37.55 万吨。

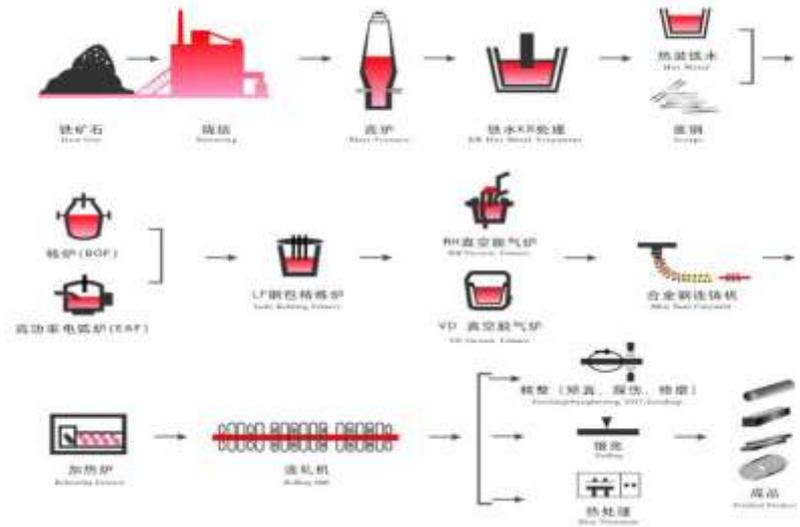
图 18: 2019 年分基地钢材产量 (万吨)



资料来源: 中国钢铁工业协会、国信证券经济研究所整理

公司主要采用长流程生产方式, 具备连铸、模铸、电渣、双真空等不同工艺的产品生产能力, 公司工艺技术和装备具备世界先进水平。

图 19: 公司合金钢棒（扁）材工艺流程

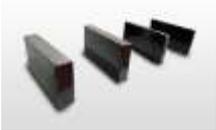


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

六大产品群优势突出

中信特钢钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多，拥有合金钢棒材、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“六大产品群”以及调质材、银亮材、汽车零部件、磨球等深加工产品系列，品种规格配套齐全、品质卓越，具有明显的市场竞争优势。

表 9: 公司产品情况 (万吨)

	产能	主要产品	主要行业	产品实例
棒材	570	轴承钢 齿轮钢 合金弹簧钢 合金管坯钢 油田用钢	汽车 机械 电力 石油及石化	
板材	260	高建钢 高强度船板 高强度耐腐蚀桥梁板 特种耐磨板 塑料模具板	电力 建筑 船舶 机械 石油及石化	
无缝钢管	150	石油用管 工程用管 超高强度钢管	石油及石化 机械 汽车	
线材	250	合金结构钢 轴承钢 弹簧钢 切割丝用钢 帘线钢 高强缆索钢	汽车 金属制品 机械 建筑	
连铸大圆坯	58	合金结构钢 齿轮钢 轴承钢	电力 石油及石化	
特冶锻造	12	工模具钢 超高强钢 不锈钢 高温合金	机械 航空航天 汽车	

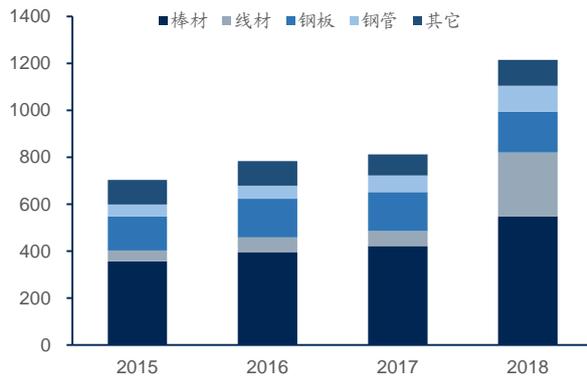
资料来源: 公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司大量产品处于行业头部地位, 市场话语权大。公司高标准轴承钢产销量世界第一, 国内市场占有率超过 80%; 汽车零部件用钢国内产销量第一, 高端汽车钢国内市场占有率 65%以上; 高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%; 矿用链条钢国内市场占有率超过 80%; 高端连铸大圆坯国内市场占有率超过 70%。

公司产品以棒材为主。2016-2018 年, 公司生产特钢分别为 783.3、812.2、1214.5 万吨, 产量的持续增长主要受益于收购的青岛特钢和靖江特钢的产能释放。2018 年, 公司生产棒材 548.2 万吨, 占总产量的 45.2%; 对应营业收入 283.1 亿元, 占营业收入的 47.1%。

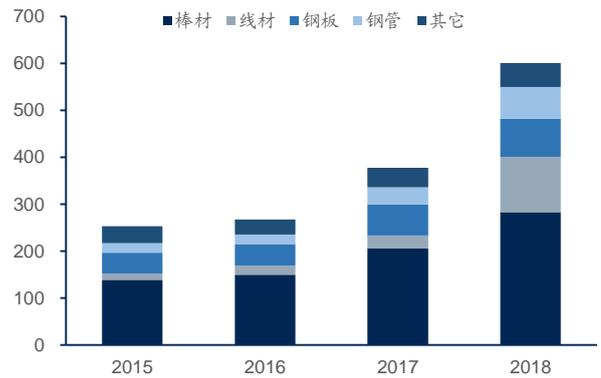
下游以汽车零部件和机械行业为主。2018 年, 公司产品销往汽车零部件行业和机械制造行业占比分别为 25%和 22%。公司汽车用钢产销量连续 12 年全国第一。

图 20: 公司特钢产品产量 (万吨)



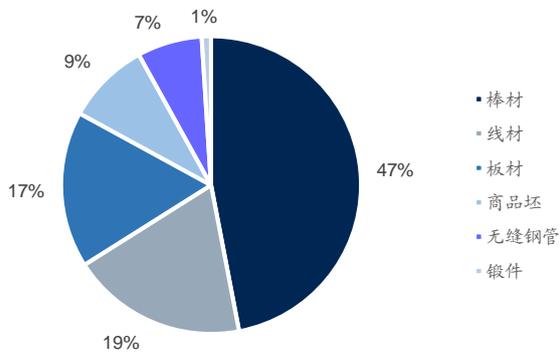
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 公司特钢板块营业收入 (亿元)



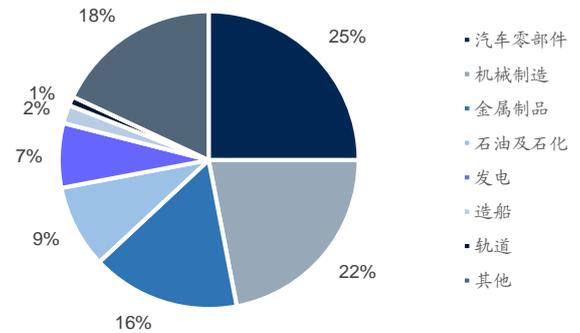
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 22: 2018 年公司特钢分产品销量占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 2018 年公司特钢分行业销量占比 (%)

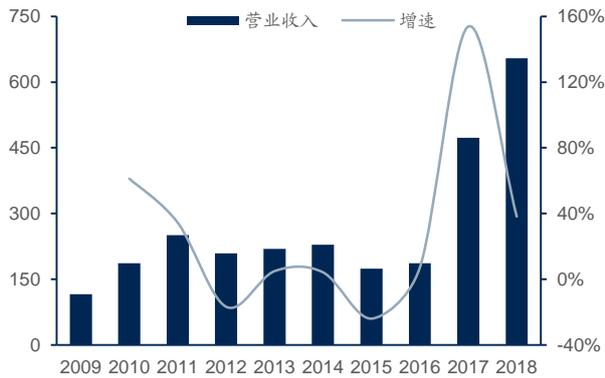


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

兴澄特钢盈利能力强于大冶特钢

相较于大冶特钢，并购标的兴澄特钢规模更大，产品类型更丰富，盈利能力也更强。产品方面，大冶特钢可生产 1800 多种品种、规格的特殊钢材，2018 年销售 227.5 万吨；兴澄特钢可生产 3000 多种品种、5000 多种规格的特殊钢材，2018 年销售产品 990 万吨，是大冶特钢的 4.35 倍。营业收入方面，2018 年大冶特钢为 125.73 亿元，兴澄特钢为 654.05 亿元，为大冶特钢的 5.2 倍。归母净利润方面，2018 年大冶特钢为 5.10 亿元，兴澄特钢为 39.20 亿元，为大冶特钢的 7.54 倍。可以看到兴澄特钢的盈利能力更强，毛利率水平长期高于大冶特钢。

图 24: 兴澄特钢营业收入 (亿元, %)



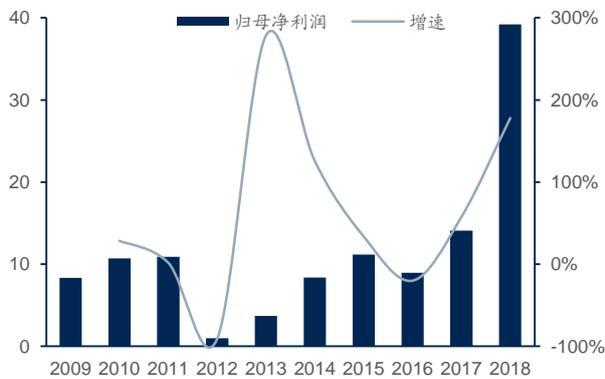
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 大冶特钢营业收入 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 兴澄特钢归母净利润 (亿元, %)



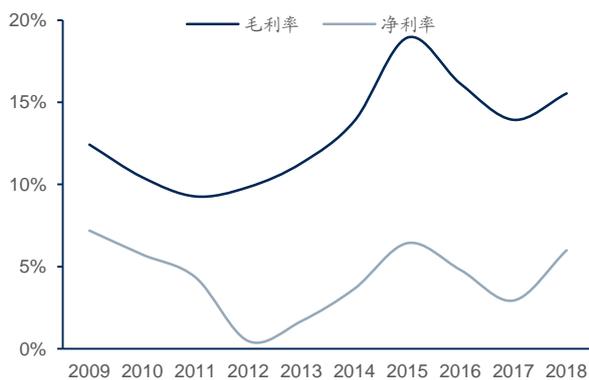
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 大冶特钢归母净利润 (亿元, %)



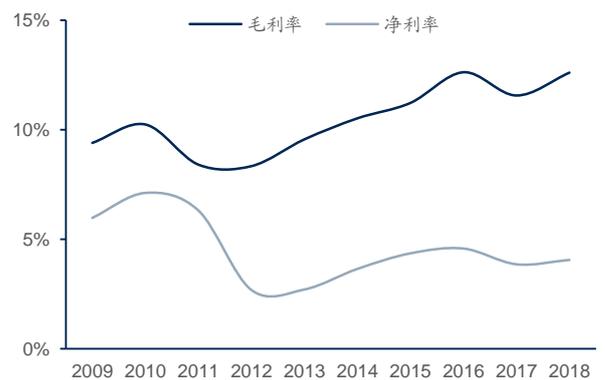
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28: 兴澄特钢销售利润率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

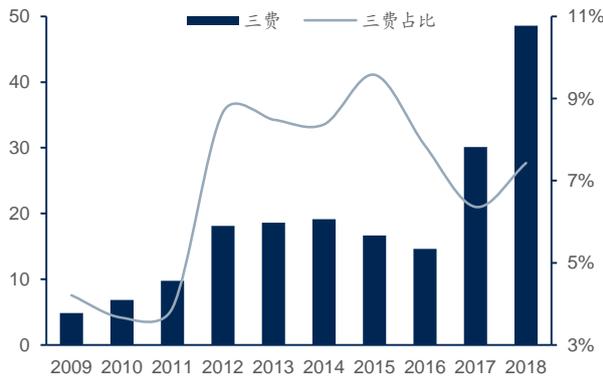
图 29: 大冶特钢销售利润率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

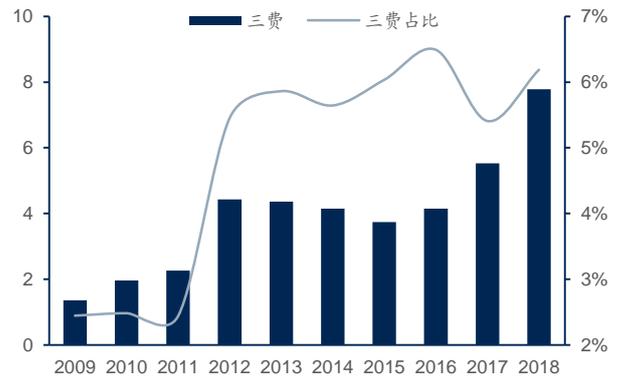
从期间费用来看, 兴澄特钢和大冶特钢费用管控能力均很优秀, 但兴澄特钢管理费用占比长期高于大冶特钢。同时由于近年来连续收购青岛特钢和大冶特钢, 兴澄特钢资产负债率有所升高, 2018 年为 68.88%, 大冶特钢则为 42.65%。整合过程的持续导致兴澄特钢财务费用有所抬升。2018 年兴澄特钢和大冶特钢三费收入占比分别为 7.4%和 6.2%。

图 30: 兴澄特钢三费情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 大冶特钢三费情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

鉴于兴澄特钢具备更强的盈利能力和相对更高的财务杠杆, 重组完成后, 上市公司在规模跃升外, 盈利能力也有望进一步增强。

由专而强而大, 路径难以复制

回顾全球特钢企业发展历程, 可以看到特钢厂普遍采取“小而精”的发展模式, 深耕细分领域, 打造核心产品, 如 SAAB 的耐腐蚀钢板、SKF 的轴承钢、大同特殊钢的模具钢等。部分特钢厂则作为大型钢铁企业的一部分, 如新日铁住金旗下的山阳特殊钢、宝武集团旗下的宝钢特钢等。而中信特钢则走出了一条独特的因“专”而“强”而“大”的发展路径, 产品覆盖面广, 拳头产品强。公司的成功与优秀的管理能力、领先的技术研发、前瞻的客户服务紧密相关。在当前市场条件下, 后进入者要面对管理壁垒、认证壁垒、技术壁垒、政策壁垒等一系列问题, 公司的成功路径难以复制更难以超越。

雄厚的产业背景, 管理优势突出

中信特钢历史悠久, 作为我国最早成立的一批特钢厂之一, 是我国特钢行业蓬勃发展的见证者与引领者。其发展不同于其他特钢企业在细分领域内向下延伸的路径, 在卓越的管理制度下, 走出了一条独特的由“专”而“强”而“大”的发展路径。

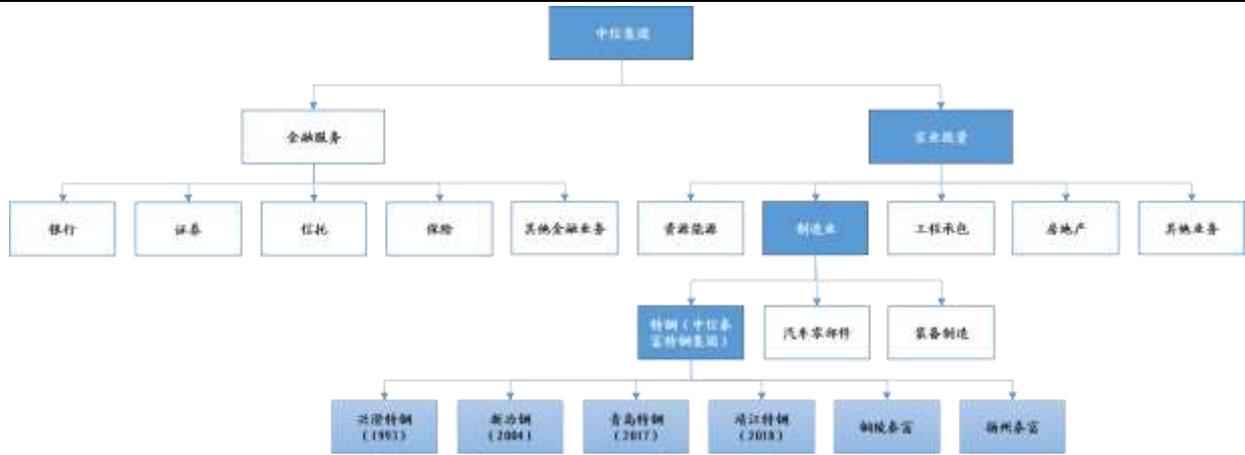
90 年代初, 香港中信泰富与江阴钢厂合资组建“中外合资江阴兴澄钢铁有限公司”, 即现在的兴澄特钢。兴澄特钢的发展势如破竹, 自合资至 2000 年, 公司 13 项主要经济指标名列全国特钢行业第一。2002 年, 兴澄特钢产量达 141 万吨, 优特钢占 90%, 轴承生产量居世界第三位, 获得了 SKF、FAG、NSK 等行业龙头企业的认可; 弹簧扁钢获得通用汽车的认可, 成为该公司在中国的唯一供应商。

在做强兴澄特钢的背景下, 2004 年, 香港中信泰富收购冶钢集团钢铁板块资产, 组建新冶钢。兴澄特钢的发展模式得到成功复制, 收购后, 新冶钢不断进行技术改造升级, 实现产品由普钢向特钢的转移, 到 2007 年, 新冶钢的特钢产品销售量已占到总销量的 83%。

2008 年, 中信泰富特钢集团正式成立, 整合了兴澄特钢、新冶钢、铜陵泰富、

扬州泰富等相关子公司，形成了沿江产业链布局。在国际金融危机的冲击以及钢铁行业产能过剩等问题的挑战下，中信特钢逆势增长。2017、2018年，又先后收购了青岛特钢和靖江特钢，形成了沿海沿江的产业布局。

图 32: 中信集团产业结构示意图

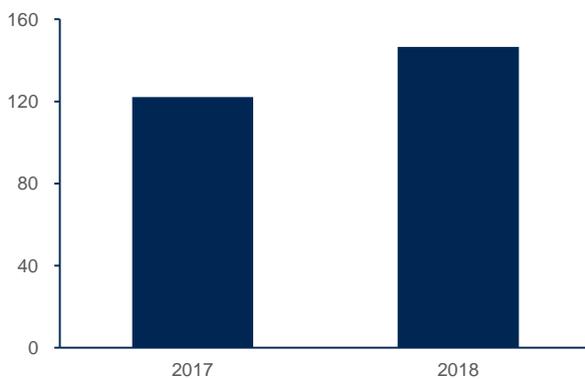


资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

公司的成功离不开高效的管理制度。作为中信集团旗下的一员，公司贯彻了中信集团“业务运营实力、价值创造理念、企业管治能力、创新和传承的企业精神”四大支柱发展理念。创新型管控机制与现代化商业模式为公司的持续发展奠定了基础。依托集团的技术实力、资金优势以及品牌价值，在产能不断扩大的过程中，多区域有效协同，规模经济效应得到充分发挥。可以清晰地看到，在中信特钢介入青岛特钢、靖江特钢的经营管理后，业绩均得到大幅改善。

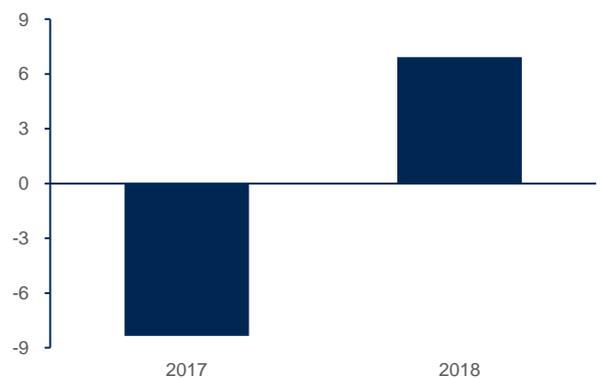
青岛特钢成立于2011年，青岛特钢是青钢集团“十二五”期间通过环保搬迁新成立的大型钢铁企业，一二期钢材生产规划产能480万吨，2015年11月一期全面建成投产，区位优势，产线先进。在行业大背景下经营陷入困难，2016年亏损36.10亿元，青岛市政府有意引入外部战略投资者帮助青岛特钢实现扭亏。在此背景下，2017年5月并入中信集团。在中信特钢介入管理后，青岛特钢经营状况大幅好转。2017年青岛特钢全年净利润亏损8.69亿元，但其中6-12月累计亏损仅为998.83万元，2018年即实现全面扭亏，实现盈利6.92亿元。

图 33: 青岛特钢营业收入（亿元）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 青岛特钢归母净利润（亿元）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

青岛特钢业绩的提升受益于市场行情的好转，但更离不开公司的管理优化。首先，从技术方面，兴澄特钢接管青岛特钢后，对原有产线进行技改升级，增加

相应的精整设施，并对炼钢轧钢车间进行改扩建，以及外围配套的辅助设施、信息化等实施改造，从而提升了产品档次，优化了产品结构。其次，中信特钢的品牌价值得到发挥，商品销售以及议价能力均得到提高，但较其他板块的产品售价仍有提升空间。再次，特钢板块间协同效应得以发挥，青岛特钢能够利用集团的销售采购体系，压低原料价格、优化客户结构，提升毛利水平。最后，兴澄特钢向青岛特钢现金增资 29.26 亿元，中信财务公司的长期借款置换了原有银团贷款及部分短期借款，财务费用得到了大幅降低，由 2017 年的 6.83 亿降至 2018 年的 3.93 亿。

表 10: 青岛特钢产品售价 (元/吨)

青岛特钢	2017 年	2018 年	同比
线材	3,488	4,072	16.75%
扁钢	3,673	4,489	22.22%
圆钢	3,430	3,786	10.40%
钢坯	3,056	3,813	24.78%
同类产品	2017 年	2018 年	同比
拉丝材:1008:Φ6.5-10:上海	3,816	4,187	9.72%
碳结圆钢:45#:Φ80mm:上海	4,021	4,400	9.41%

资料来源:公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

相似的情况也发生在靖江特钢。靖江特钢前身为创建于 1958 年的无锡钢厂，为华菱集团旗下无缝钢管生产基地，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，产品在尺寸精度等方面处于国内一流水平，并配置数个内河码头泊位及相关物流设施。在行业背景等因素下，2016、2017 年分别亏损 7.74、4.94 亿元，因经营困难，负债规模大，资不抵债，2018 年股权进行公开挂牌转让，于 6 月正式加入中信泰富特钢集团。完成收购后，靖江特钢再度成功复制管理经验，经营状况同样迅速改善。

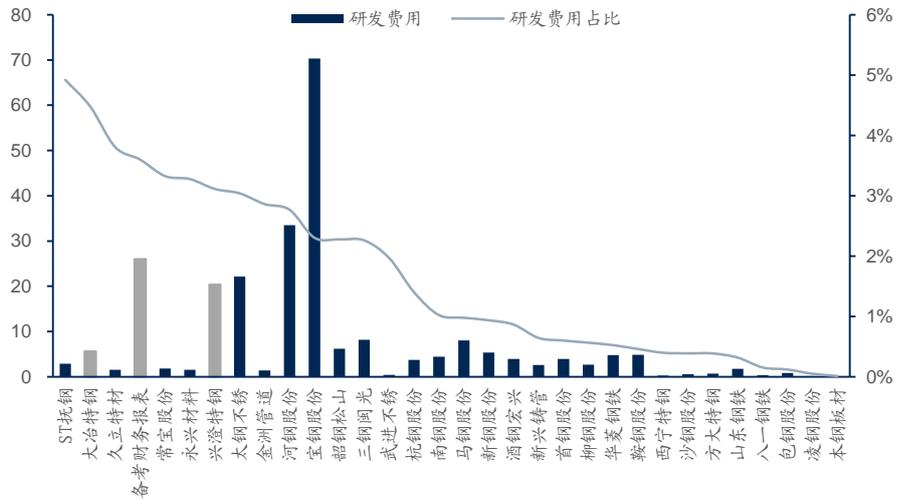
研发投入高，产品迭代快

特钢生产存在技术壁垒。特钢生产涉及的技术环节多，工艺复杂，产品特性要求远高于一般普钢企业，因此技术资金投入高，且需要大批熟练技术人员对整个生产流程进行严格控制，技术积累形成新进入者的壁垒。

同时，为了满足产品的不断更新，特钢企业需要较高的研发投入。公司拥有集中统一的科研平台，目前国内唯一一家专业化特钢研究院，拥有国家级技术中心、国家认可实验室、院士工作站、博士后科研工作站、省级特钢工程中心等，拥有一支结构合理、整体素质能力优秀的人才队伍，支撑着企业的创新发展。持续的技术投入不止使公司享有高新技术企业 15% 的所得税优惠政策，也使公司能够始终保持一定的品种更新率，**每年淘汰 10% 的品种，用新产品替代，以质取胜，避免价格战。**2018 年公司开发和销售新产品 159 万吨，同比增长 11%，占总销量的 13.5%。今年，兴澄特钢成功又研发出了目前世界最高级别的 R6 级极限性能系泊链钢，并顺利通过了 DNVGL 船级社的认证，填补了该产品在世界上的空白。

可以看到，特钢企业的研发费用在营业收入中的占比普遍高于特钢企业，在特钢企业中，中信特钢的投入尤为突出。按备考口径 2018 年研发费用达 25.98 亿元，占到营业收入的 3.6%。大量研发投入，使得公司能够加速产品创新，实现产品迭代，高端化发展。

图 35: 2018 年钢铁企业研发费用情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

与客户共同成长，具备成本转移能力

存在认证壁垒。因特钢产品主要应用于装备制造领域的关键部件，终端用户对采购产品的材质、性能和质量稳定性有很高的要求。终端行业核心用户往往需要通过合格供应商认证的形式确保采购来源的可靠性和稳定性，这种认证不仅直接对其上游产品提出要求，而且对其上游企业产品使用的基础特钢材料提出明确指定要求。合格供应商一旦确定，新的供应商短期内较难进入，从而在一定程度上形成了供应商认证壁垒。目前，公司已通过了奔驰、宝马、奥迪、通用、SKF、FAG、一汽、东风汽车等大量第二方高端客户认证、美国 API、九国船级社等第三方认证、高铁轴认证等，更有产品实现独家供货。

定位高端客户，创造客户需求。多年以来公司始终把市场和客户的需求作为创新的原动力，紧跟下游新兴的产业步伐，更新优化产品结构，保持和客户的长期关系，实现与优质客户的共同成长。公司通过营销年会、产品推介会、技术研讨会等方式构建“产、学、研、用”产业链模式，并不断开发新用户与新市场。当前，公司大力开发能源用钢、超纯净轴承钢、汽车关键部件用钢、新一代海洋系泊链、高等级盘条、高端工模具钢等前沿品种。

公司不仅紧跟客户需求主动更新产品，也在市场迭代的过程中主动选择客户及产品发展方向，产品定位高端，目标客户同样定位高端。在轴承领域，客户包括 SKF、Schaeffler、NSK 等国际一线轴承企业，在汽车领域，客户包括奔驰、宝马、奥迪等，在能源行业，客户包括西门子、维斯塔斯、中石油等。

向定制化发展。不同于普钢，特钢行业批量小、品种多、需求广，产品销售多以直销为主。行业特点决定与客户关系的强弱对公司的影响较大，公司产品需匹配市场需求，向定制化发展。像日本大同特殊钢，其主要客户为汽车制造商，大同能够与客户建立密切的关系，实时跟踪客户动态，不断开发满足客户需求的特钢。瑞典 SSAB 在提供产品之外，为用户提供技术知识共享，钢材选配，设计指导，加工工艺指导，产品使用反馈等。

较高的客户黏性，以及高端产品定位，使得公司在一定程度上具备了成本转移的能力，能够稳定毛利率在较高的水平上。可以看到 2018 年，随着成本的上涨，兴澄特钢各类产品售价均有所提高，且提高的幅度与成本涨幅基本一致。

长期来看，兴澄特钢、大冶特钢的毛利率水平均较为稳定，并保持了连续十年盈利。

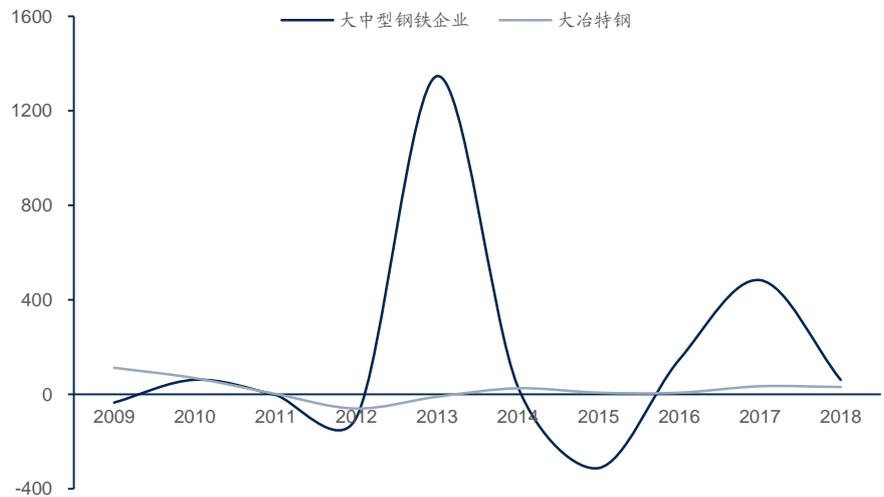
表 11: 兴澄特钢分产品售价及成本情况 (元/吨)

	2017 吨钢售价	2017 吨钢成本	2018 吨钢售价	2018 吨钢成本	售价涨幅	成本涨幅
棒材	4,856	3,655	5,384	4,031	11%	10%
钢板	3,832	3,364	4,661	4,071	22%	21%
钢管	5,176	4,244	6,098	5,024	18%	18%
线材	3,993	3,629	4,594	4,046	15%	11%

资料来源: 公司公告、WIND、国信证券经济研究所整理

钢铁行业作为周期性行业，企业盈利往往随着钢价以及原材料价格的波动大幅变化。相较之下，公司因为具备一定的成本转移能力，盈利的稳定性要远高于同行业其他公司，特别是其他普钢企业。

图 36: 大中型钢铁企业及大冶特钢利润总额增速 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

优质赛道头部公司，有望持续成长

我国特钢行业仍在不断发展的过程中，公司作为特钢行业的领军企业，整合能力强，将受益于行业需求的提升、高端化，以及集中度的提升，有望形成外延增长。同时，公司坚持高研发投入，产品结构不断升级，先后并入的青岛特钢、靖江特钢盈利能力也有望持续挖潜，为公司带来内涵增长。

特钢需求未饱和，市场有增长

特钢行业需求远未饱和。相较于普钢行业需求增长进入瓶颈的环境，高端装备等行业的发展将持续带动特钢消费增长。发达工业国家的经验显示，传统钢铁行业逐渐成熟之后，特钢产业将迎来显著增长的时期，特钢粗钢产量占全部粗钢比重可达到 20% 以上。2018 年我国钢材产量 11.06 亿吨，其中重点优特钢企业钢材产量 1.22 亿吨，占钢材总产量的 11%。在 1.22 亿吨产量中，优质钢材和特殊钢材合计产量为 0.81 亿吨，占全国钢材产量的 7%。若从特钢大国成长

为特钢强国，特钢占比达到 20%，按照 10 亿吨钢材产量计算，特钢增长空间仍有 1.19 亿吨，相当于在当前产量基础上增长 147%。

从微观视角看，公司特钢产品以销定产，汽车、机械等行业变动对公司影响较大。2018 年公司在汽车零部件和机械制造领域的销量占比分别为 25% 和 22%。在汽车领域，我国是全球汽车产销量第一大国，在宏观经济以及产业政策等因素影响下，2018 年汽车产量出现负增长。但汽车保有量持续增长，人均汽车保有量有较大上升空间。庞大的汽车生产量以及汽车维修量为特钢需求提供了广阔的空间。在机械领域，2017 年来，在房地产和基建固定资产投资增长以及产能置换的需求下，以挖掘机为代表的工程机械产销量高速增长。2019 年来，挖掘机产量持续增长带动特钢需求。

高端特钢需求市场前景广阔。在高端特钢领域，部分品种尚依赖进口，我国迫切需要通过实现关键材料的自主可控。《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》中提出支持企业重点推进高技术船舶、海洋工程装备、先进轨道交通、电力、航空航天、机械等领域重大技术装备所需高端钢材品种的研发和产业化，文件中提到的高性能轴承钢、齿轮钢、弹簧钢，超高强帘线钢等关键品种均与中信特钢存在交集。

表 12: 十三五钢铁行业支持研发和产业化的关键品种

重点领域	关键品种
海洋工程装备及高技术船舶领域	大线能量焊接钢，高止裂性能厚板，极寒与超低温环境船舶用钢，高锰耐蚀钢，LNG 船用殷瓦钢，海洋平台桩腿结构用钢及配套焊材。
先进轨道交通装备领域	高铁轮对用钢，高速重载高强度钢轨，车辆车体用耐候耐蚀钢。
节能与新能源汽车领域	新一代超高强汽车钢，热冲压用镀锌板，超高强帘线钢等。
电力装备领域	超超临界火电机组用耐热钢，汽轮机和发电机用大锻件与大叶片用钢，核电机组压水堆内构件用钢，水电机组用大轴锻件钢与蜗壳用钢。
关键基础零部件领域	先进制造业用高性能轴承钢、齿轮钢、弹簧钢，传动轴用超高强度钢，高强初非调质钢，12.9 级以上高强度紧固件用钢等。
其他高品质特殊钢	高品质冷墩钢，机床滚珠丝杠专用钢，复杂刀具用易切削工具钢，特种装备用超高强度不锈钢，节能环保装备与化工装备用耐蚀钢，高效率、低损耗及特殊用途硅钢，大截面、高均匀、高性能模具钢，高性能冷轧辊用钢，高温合金，轧制复合板等。

资料来源:工信部、国信证券经济研究所整理

外延扩张能力强，有望受益行业集中度提升

行业集中度提升是发展趋势。我国特钢行业集中度相对较为分散，前五大特钢企业的产量占全国特钢产量的比率在 35% 左右，仅部分产品形成了头部集中。回溯日本、瑞典等特钢强国的发展历史，均可以看到行业集中度提升的过程。较高的行业集中度，有利于提高企业市场话语权，竞争力增强，在合并的过程中，特钢企业也可形成规模经济，提高生产效率。

中信特钢具备扩大行业份额的动力与能力。公司作为中信集团旗下重要的制造业平台，2018 年中信泰富特钢实现利润 44 亿元，占到中信股份总利润的 10%。中信股份曾提出要逐渐形成金融与实业均衡发展的局面，特钢板块的发展有望得到大股东的持续支持。同时，公司作为我国特钢行业龙头，具备丰富的行业管理经验，在兴澄特钢收购青岛特钢、靖江特钢后，高效的完成了整合及产品升级工作，标的公司的盈利能力在短时间内均得到了明显提高。

结构升级，内涵增长步伐不止

产品向高端发展。高端特钢产品附加值更高，能为公司带来更高的吨钢效益。公司坚持高比例研发投入，保持产品迭代更新，不断拓展高端品种。与其他特钢企业相比，公司吨钢售价相对较低，在一定程度上反映出公司产品结构中高

端占比较低。在当前阶段，将产品做优做强是公司核心任务之一。目前，集团正在实施特种冶炼锻造技改项目，大冶特钢计划投入 7.35 亿元进行特冶锻造产品升级改造，后期，公司将会继续加大该品类的研发创新、设备投入以及人才引进，在特种冶炼、特种锻材和高温合金方面，计划在 3 到 5 年进入国内第一梯队。

表 13: 特钢企业产品情况

公司	营业收入, 百万元		销量, 千吨		吨钢售价, 元/吨	
	2018	2017	2018	2017	2018	2017
SSAB	14367	12716	1298	1191	11068	10679
抚顺特钢	5811	4980	523	491	11103	10132
SANYO	11309	9303	1176	1069	9617	8702
广大特材	1489	1123	212	183	7017	6131
兴澄特钢	65405	47321	11520	9300	5678	5088
大冶特钢	12573	10227	2275	2066	5527	4951

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

吨钢毛利有提升空间。对比公司目前的四大制造基地盈利情况，可以看到江阴兴澄特钢产品附加值最高，2018 年吨钢售价最高，同时成本管控最优，吨钢成本最低，对应吨钢毛利高达 1352.6 元/吨，毛利率达 25%。相较于兴澄特钢，其他基地尚有产品提升以及成本压减空间。随着集团整合工作的推进，规模经济或在其他基地不断显现，带来盈利的进一步增长。

表 14: 2018 年棒材销售情况

	兴澄特钢	大冶特钢	青岛特钢
销量, 万吨	355.32	207.09	96.8
吨钢售价, 元/吨	5,384.06	5,079.97	4218.52
吨钢成本, 元/吨	4,031.46	4,372.83	
吨钢毛利, 元/吨	1,352.59	707.14	

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

区别定位，估值有抬升空间

由于特钢产品在质量、用途方面的特殊性，一般采用直销的方式进行销售，价格则采取一单一议。和普碳钢相比，特钢产品附加值高，客户黏性高，市场集中度相对较高，因此和普碳钢相比其价格波动较小，特别是高端特钢产品，价格波动更小，对应盈利也更加稳定。

图 37: 上海地区钢材价格 (元/吨)

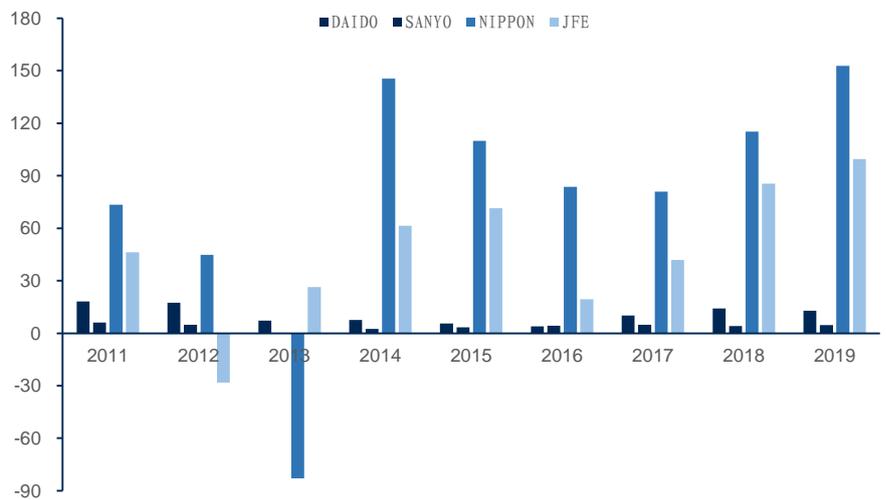


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

特钢产品价格稳定, 周期性弱; 特钢企业研发投入高, 盈利相对普钢企业更加稳定, 同时, 特钢市场尚未饱和, 产品尚在快速迭代更新, 特钢企业普遍存在成长空间。因此, 特钢上市公司估值逻辑不同于普钢企业, 市场给予特钢企业的估值应高于普钢企业, 而类比新材料企业。

以日本钢厂为例。对比日本两家著名的特殊钢企业 DAIDO、SANYO 和两大钢铁巨头, 可以看到, 特殊钢企业规模小, 但盈利相对稳定, 2011 年来, DAIDO 和 SANYO 均持续盈利。

图 38: 日本钢厂净利润变动情况 (亿元)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

对比四家上市公司近五年的估值情况, 可以看到从长期均值来看, DAIDO 和 SANYO 的市净率和市盈率普遍高于另两家企业, 也就是市场长期给予特钢企业更高的估值。在当前时点, 特钢企业的 PE (TTM) 接近普钢企业的 2 倍。

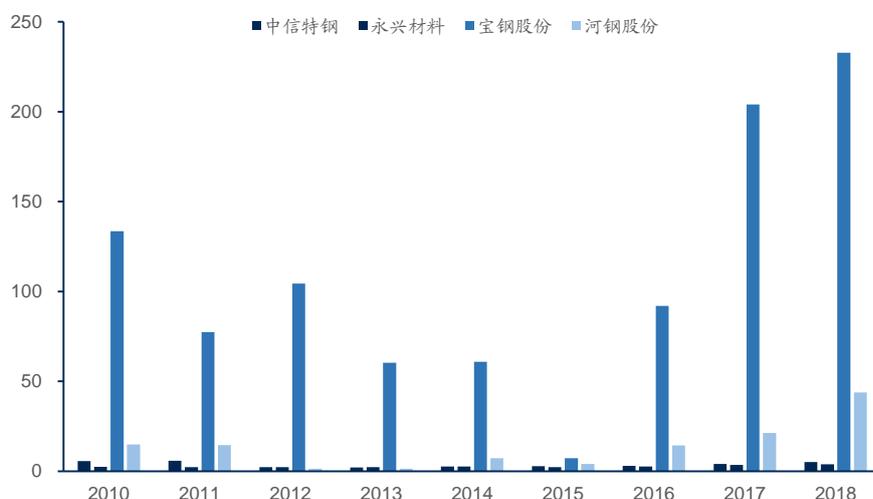
表 15: 日本特钢、普钢厂估值对比

	PB (MRQ)				PE (TTM)			
	AVG	1STD	-1STD	10月24日	AVG	1STD	-1STD	10月24日
DAIDO	1.36	2.50	0.23	0.71	17.88	26.73	9.03	9.54
SANYO	1.05	1.70	0.40	0.44	13.56	16.51	10.61	11.26
NIPPON	0.79	0.96	0.61	0.46	12.94	16.93	8.95	5.89
JFE	0.68	0.83	0.52	0.44	16.16	25.54	6.78	5.14

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

对比 A 股两家特钢企业中信特钢、永兴材料和两家钢铁巨头宝钢股份、河钢股份的情况，可以看到，两家特钢企业盈利稳定，在钢铁行业极为困难的 2015 年，也分别实现了 2.7 和 2.2 亿的净利润，近年来利润呈现出增长趋势。

图 39: 我国钢厂净利润变动情况 (亿元)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

但从估值情况来看，我国特钢上市企业并未表现出明显的估值优势。按照重组后中信特钢三季报业绩年化，则对应市盈率约为 12x，略高于普钢龙头企业，尚有抬升空间。

表 16: 我国特钢、普钢厂估值对比

	PB (MRQ)				PE (TTM)			
	AVG	1STD	-1STD	10月24日	AVG	1STD	-1STD	10月24日
中信特钢	1.43	1.69	1.17	2.16	17.31	26.50	8.12	14.01
永兴材料	2.69	3.60	1.78	1.60	29.64	42.56	16.72	12.37
宝钢股份	0.97	1.16	0.78	0.75	25.57	50.92	0.21	7.29
河钢股份	0.86	1.11	0.60	0.56	38.46	65.38	11.53	8.93

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

钢材销量稳中有升。近年来,公司接连收购青岛特钢和靖江特钢,产品规模显著提升,特别是棒材、线材以及钢管产品,特钢产能规模已达到 1300 万吨。2018 年,公司实现特钢产品产量 1214.46 万吨,销量 1205.02 万吨,部分产线产能利用率存在提升空间。

表 17: 分产品销量业务假设 (万吨)

销售量	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
棒材	392.2	413.9	540.3	578.1	589.7	595.6
	8.8%	5.5%	30.5%	7.0%	2.0%	1.0%
线材	61.2	63.5	275.5	278.3	281.1	281.1
	37.5%	3.8%	333.9%	1.0%	1.0%	0.0%
钢板	165.8	169.0	174.6	181.6	187.0	190.8
	12.9%	1.9%	3.3%	4.0%	3.0%	2.0%
钢管	55.8	69.8	111.7	122.8	126.5	129.0
	14.3%	25.1%	60.0%	10.0%	3.0%	2.0%
其它	107.4	96.7	102.9	106.0	107.1	107.1
	8.6%	-10.0%	6.4%	3.0%	1.0%	0.0%
合计	782.4	812.9	1,205.0	1,266.8	1,291.4	1,303.5

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

销售价格有提升空间。从市场价格变化趋势角度而言,钢铁行业经历了近几年的政策红利,在产量的抬升和需求的温和回落预期下,钢价或逐步向周期均值回归。但特钢区别于普钢,需求整体尚有增长空间,且产品附加值更高,因此价格水平较普钢更有韧性。公司产品在市场上非常有竞争力,具备一定的成本转移能力,在原料成本上涨的背景下,钢价或基本保持稳定。从公司治理层面来看,随着公司对于新并入企业整合的深入,产品更新、技术升级叠加品牌效应,不同生产基地的产品售价或逐步向目前平均单价最高的兴澄特钢靠拢,产品单价有提升空间。

表 18: 分产品销售均价业务假设 (元/吨)

销售均价	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
棒材	3,821.0	4,969.0	5,239.0	5,291.4	5,238.5	5,290.9
	-0.6%	30.0%	5.4%	1.0%	-1.0%	1.00%
线材	3,139.0	4,296.0	4,265.0	4,222.4	4,180.1	4,221.9
	1.6%	36.9%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	1.00%
钢板	2,757.0	3,911.0	4,661.0	4,800.8	4,848.8	4,897.3
	-8.4%	41.9%	19.2%	3.0%	1.0%	1.00%
钢管	3,726.0	5,332.0	6,031.0	5,910.4	5,969.5	6,029.2
	-11.1%	43.1%	13.1%	-2.0%	1.0%	1.00%
其它	2,937.0	4,262.0	5,001.0	5,151.0	5,254.1	5,306.6
	-19.0%	45.1%	17.3%	3.0%	2.0%	1.00%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

原料价格上涨。公司生产所需原材料主要有铁矿石、焦煤、合金和废钢,原材料成本约占公司特钢生产成本的 70%。今年,受到巴西淡水河谷溃坝事故、澳洲飓风影响发货供应以及需求端超预期增长两方面因素共同影响,铁矿石价格大幅上涨。今年 1-10 月,江阴港 PB 粉车板价均值为 732 元/吨,较同年全年均价上涨 38.9%。此外,因为铁水成本高昂,长流程钢厂整体保持较高的废钢添加水平,废钢需求旺盛,使废钢价格也高于去年同期。焦煤和合金价格或相对弱势。

表 19: 原材料采购价格假设 (元/吨)

采购价格	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铁矿石	547.5	579.9	684.3	663.8	650.5
		5.9%	18.00%	-3.00%	-2.00%
焦煤	1,118.5	1,224.9	1,200.4	1,212.4	1,224.5
		9.5%	-2.00%	1.00%	1.00%
合金	14,108.3	17,131.3	16,788.7	16,620.8	16,787.0
		21.4%	-2.00%	-1.00%	1.00%
废钢	1,500.0	2,072.4	2,113.8	2,156.1	2,177.7
		38.2%	2.00%	2.00%	1.00%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

基于上述假设条件, 我们得到公司 2019-2021 年收入分别为 758.91/769.98/782.95 亿元, 归属母公司净利润 48.38/50.18/53.74 亿元, 利润年增速分别为 24.8%/3.7%/7.1%。每股收益分别为 1.63/1.69/1.81 元。

表 20: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	72190	75891	76998	78295
营业成本	60463	63486	64121	64762
销售费用	928	911	924	940
管理费用	4082	3916	3971	4036
财务费用	627	484	428	216
营业利润	5069	6640	7092	7871
利润总额	5001	6630	7082	7861
归属于母公司净利润	3875	4838	5018	5374
EPS	1.31	1.63	1.69	1.81
ROE	18.3%	19.7%	17.9%	16.9%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

针对于行业波动, 我们考虑不同情景下营业收入和生产成本变化对公司估值的影响。在一般情景下, 假设公司 2019/2020/2021 年营业收入增长率分别为 5.1%/1.5%/1.7%, 营业成本/营业收入分别为 83.7%/83.3%/82.7%。在较好情景下, 假设公司各年营业收入增长率、营业成本/销售成本等比一般情景大 1%。在较差情景下, 假设公司各年营业收入增长率、营业成本/销售成本等比一般情景小 1%。在不同情景假设下, 对应预测公司 2019/2020/2021 年的净利润和每股收益情况。

表 21: 情景模拟分析

	2018	2019E	2020E	2021E
较好情景	营业收入增长率		5.2%	1.5%
	营业成本/销售收入	83.76%	82.8%	82.4%
	净利润(百万元)	3875	5357.58	5537.68
	每股收益(元)	1.31	1.80	1.87
	2018	2019E	2020E	2021E
一般情景	营业收入增长率		5.1%	1.5%
	营业成本/销售收入	83.76%	83.7%	83.3%
	净利润(百万元)	3875	4838.41	5018.43
	每股收益(元)	1.31	1.63	1.69
	2018	2019E	2020E	2021E
较差情景	营业收入增长率		5.1%	1.4%
	营业成本/销售收入	83.76%	84.5%	84.1%
	净利润(百万元)	3875	4321.79	4502.26
	每股收益(元)	1.31	1.46	1.52

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

风险提示

政策风险

公司所处特钢行业受国家宏观经济政策、行业监管政策以及环保政策影响较大。特钢生产虽区别于普钢生产,且公司设备均较为先进,但同样可能受到国家对钢铁行业去产能政策的影响。此外,近年来,环保政策对钢铁企业排放标准和总量控制的要求日益严格,公司虽已加大环保设备设施升级改造工作,但仍有受到相关政策影响的风险。

市场风险

原料价格波动风险。公司生产经营所需的主要原材料包括铁矿石、煤炭等,属于大宗商品,价格易受到多种因素影响发生大幅震荡。如上半年铁矿石受到淡水河谷溃坝事故、澳洲飓风,焦炭受到去产能以及环保要求提升等因素影响,价格出现较大波动。原料价格的上涨将挤压钢厂利润,对公司盈利水平造成影响。

产品价格下滑风险。公司所生产的特钢产品虽然周期性相对普钢要弱,但仍可能受到经济变化、市场波动的影响,特别是汽车行业产销量下滑对公司产品销售可能产生负面影响,从而影响销售价格,进而对业绩造成影响。

海外市场风险。公司产品最大市场在中国,但也出口到亚洲、欧洲、美洲等地区。海外市场对于特钢产品出口的贸易壁垒对公司产品销售及定价均存在不确定影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1938	5000	9470	17201	营业收入	12573	75891	76998	78295
应收款项	2240	10396	10548	10725	营业成本	10989	63486	64121	64762
存货净额	902	6693	6756	6824	营业税金及附加	62	455	462	470
其他流动资产	120	759	770	783	销售费用	193	911	924	940
流动资产合计	5201	22848	27543	35534	管理费用	70	3916	3971	4036
固定资产	2314	31854	28920	25972	财务费用	(48)	484	428	216
无形资产及其他	15	4127	4005	3884	投资收益	0	100	100	100
投资性房地产	149	2464	2464	2464	资产减值及公允价值变动	(132)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	0	79	79	79	其他收入	(552)	0	0	0
资产总计	7678	61371	63011	67933	营业利润	623	6640	7092	7871
短期借款及交易性金融负债	500	5800	3000	3000	营业外净收支	(22)	(10)	(10)	(10)
应付款项	2146	13387	13511	13649	利润总额	601	6630	7082	7861
其他流动负债	494	5263	5314	5370	所得税费用	91	994	1062	1179
流动负债合计	3139	24449	21825	22019	少数股东损益	0	797	1001	1308
长期借款及应付债券	0	7969	7969	7969	归属于母公司净利润	510	4838	5018	5374
其他长期负债	135	1181	1231	1281					
长期负债合计	135	9150	9200	9250	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3274	33599	31025	31269	净利润	510	4838	5018	5374
少数股东权益	0	3198	3899	4814	资产减值准备	52	(25)	(52)	(61)
股东权益	4404	24574	28087	31849	折旧摊销	212	2986	3058	3080
负债和股东权益总计	7678	61371	63011	67933	公允价值变动损失	132	100	100	100
					财务费用	(48)	484	428	216
					营运资本变动	22	(11967)	(52)	(76)
					其它	(52)	583	753	976
					经营活动现金流	876	(3484)	8826	9394
					资本开支	76	(50)	(50)	(50)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	76	(50)	(50)	(50)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(143)	(1452)	(1506)	(1612)
					其它融资现金流	94	(250)	(2800)	0
					融资活动现金流	(191)	(1701)	(4306)	(1612)
					现金净变动	760	(5236)	4470	7731
					货币资金的期初余额	1178	10236	5000	9470
					货币资金的期末余额	1938	5000	9470	17201
					企业自由现金流	1378	(2975)	9349	9828
					权益自由现金流	1472	(3637)	6184	9644

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.14	1.63	1.69	1.81
每股红利	0.32	0.49	0.51	0.54
每股净资产	9.80	8.28	9.46	10.73
ROIC	23%	16%	16%	19%
ROE	12%	20%	18%	17%
毛利率	13%	16%	17%	17%
EBIT Margin	10%	9%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	13%	14%	14%
收入增长	23%	5%	1%	2%
净利润增长率	29%	25%	4%	7%
资产负债率	43%	60%	55%	53%
息率	1.7%	2.5%	2.6%	2.8%
P/E	16.7	12.1	11.7	10.9
P/B	1.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.0	9.1	8.5	8.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032