

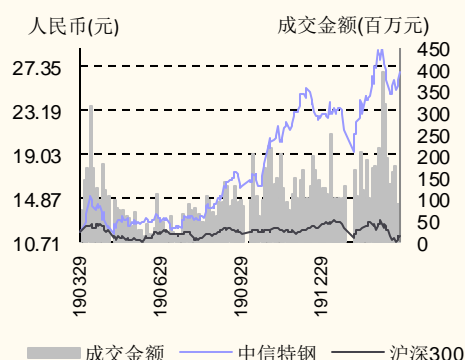
中信特钢 (000708.SZ) 增持 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 26.87 元
目标价格 (人民币): 28.56-28.56 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 29.69
已上市流通 A 股(亿股) 4.49
总市值(亿元) 797.75
年内股价最高最低(元) 29.11/24.73
沪深 300 指数 3710
深证成指 10110

**特钢行业龙头，抗周期能力强****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,573	72,620	74,050	74,956	75,516
营业收入增长率	22.94%	477.58%	1.97%	1.22%	0.75%
归母净利润(百万元)	510	5,386	5,653	5,980	6,205
归母净利润增长率	29.19%	955.80%	4.94%	5.78%	3.78%
摊薄每股收益(元)	1.135	1.814	1.904	2.014	2.090
每股经营性现金流净额	1.63	2.58	4.63	3.43	3.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.59%	21.34%	19.79%	18.60%	17.30%
P/E	7.73	12.64	14.11	13.34	12.86
P/B	0.90	2.70	2.79	2.48	2.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中信旗下特钢板块整体上市，确立特钢龙头地位。**2019 年，公司先后通过发行股份购买兴澄特钢 86.50%股权以及参与竞买兴澄特钢 13.5%股权的方式，实现了集团特钢板块整体上市。同时，参与破产重整浙江格洛斯无缝钢管。重组完成后具备年产 1400 多万吨特殊钢生产能力，成为上市特钢公司中规模最大的龙头企业。
- **经营业绩逆周期增长。**2019 年公司实现营收 726.20 亿元，同比增 477.6%；归母净利润 53.86 亿元，同比增 955.8%；考虑资产注入，按可比口径，营收同比增 0.60%，归母净利润同比增 50.45%。各企业综合成本明显下降，净利率、毛利率分别为 7.42%、18.01%，分别提升 2.46、1.74 个百分点。通过技改、优化工艺，粗钢产量 1409 万吨，实现增产 160 万吨。
- **特钢行业下游分散，进口替代与占比提升。**特钢下游相对分散，汽车、工程机械、军工航空、石油开采、能源等高端装备制造业均有所涉及，对单一行业依赖小。同时，我国特钢产量占比偏低，高端装备等行业的发展将持续带动特钢消费增长，产品将向中高端发展也有望进一步打开进口替代空间。参考日本、欧洲等国发展史，通过自然增长和进口替代，未来我国年均特钢需求增速在 13%左右。
- **持续内生增长可期。**公司目前是全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。拥有江阴、青岛、黄石及靖江四大生产基地。行业龙头低位稳固，轴承钢等多个品种国内市占率超过 80%；研发投入、占比维持行业前三；各基地间协同，增产降本增效，如青岛特钢续建工程等，未来盈利能力有继续提升的空间。此外，公司历史上兼并重整经验丰富，具备同业整合能力，后续潜在的整合预期打开进一步想象空间。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 2020-2022 年公司实现归母净利润分别为 56.5 亿元、59.8 亿元、62.1 亿元，同比增长 4.94%、5.78%、3.78%，对应 PE 分别为 14.1 倍、13.3 倍、12.9 倍。给予 20 年 15 倍 PE，目标价 28.56 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险

- 产品价格波动风险；疫情导致的海外需求下降风险；限售股解禁风险。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

重组确立特钢上市公司龙头地位	4
专注中高端特钢，增强逆周期抗风险能力	6
特钢行业内生增长潜力大	13
盈利预测与投资建议	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：大冶特钢向交易对方支付交易对价	4
图表 2：公司各基地情况	4
图表 3：公司基地分布	5
图表 4：公司产品品种结构	6
图表 5：公司业绩统计	6
图表 6：主要产品及下游	7
图表 7：公司产品收入占比	8
图表 8：公司产品在汽车组件应用场景	8
图表 9：公司产品在卡车组件应用场景	8
图表 10：公司产品在挖掘机组件应用场景	9
图表 11：公司产品在高铁组件应用场景	9
图表 12：兴澄特钢 2006-2016 年营业收入	9
图表 13：兴澄特钢 2006-2016 年归母净利润	9
图表 14：毛利率水平比较	9
图表 15：合金钢棒（扁）材工艺流程图	10
图表 16：公司产能及主要装备情况	11
图表 17：2018 年板块研发投入占比统计	11
图表 18：资产注入前共工氏新产品研发情况	12
图表 19：中信特钢稳定客户群	13
图表 20：特钢行业产业链	14
图表 21：中国特钢总产量占比（%）	14
图表 22：日本特钢总产量占比（%）	14
图表 23：钢铁行业重要政策文件的要点及特钢新材料部分的核心内容	14
图表 24：我国特钢行业发展情况	15
图表 25：我国特钢行业发展情况	16
图表 26：2008-2018 年中国特钢分品种进出口平均单价比较（单位：元/吨）	17
图表 27：2006-2018 年中国及日本特钢粗钢占比	17
图表 28：2008-2018 年特钢出口数量（万吨）	17
图表 29：2008-2018 年国内特钢进口数量（万吨）	17

图表 30：国内主要生产企业.....	17
图表 31：盈利预测.....	18
图表 32：同类型公司估值.....	19

重组确立特钢上市公司龙头地位

- **中信旗下特钢板块整体上市。**2019 年 4 月，公司通过了关于公司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%股权的重大重组事项；同年 8 月，作价 231.82 亿元重组兴澄特钢获证监会有条件通过；11 月，中信特钢参与泰富投资通过江苏省产交所公开挂牌转让其持有的兴澄特钢 13.5%股权的竞买并被确定为受让方，交易完成后，中信特钢将持有兴澄特钢 100%股权。至此，实现了集团特钢板块整体上市，同时成为上市特钢公司中规模最大的龙头企业。
- ✓ 兴澄特钢 86.50%股权的交易价格为 231.8 亿元，发行价格为 9.20 元/股，增发 25.19 亿股；
- ✓ 2019 年 11 月，公司与泰富投资签署《国有产权转让合同》，约定公司受让泰富投资持有的兴澄特钢 13.5%股权转让价款为 36.1 亿元。此次交易前，公司持有兴澄特钢 86.50%股权，兴澄特钢为公司控股子公司，此次交易完成后，公司持有兴澄特钢 100%股权，兴澄特钢成为公司全资子公司。
- ✓ 同时，2019 年 5 月，公司通过了《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》，拟提供 4.9 亿元重整资金，参与格洛斯的破产重整事宜。本次重整完成后，公司取得重整后格洛斯 100%的股权。

图表 1：大冶特钢向交易对方支付交易对价

序号	交易对方	持股比例 (%)	交易对价 (万元)	对价股份
1	泰富投资	76.50	2,049,969.59	2,228,227,814
2	江阴信泰	4.48	120,035.77	130,473,660
3	江阴冶泰	1.64	43,949.07	47,770,729
4	江阴扬泰	1.54	41,272.72	44,861,653
5	江阴青泰	1.38	36,981.85	40,197,667
6	江阴信富	0.96	25,730.47	27,967,899
	合计	86.50	2,317,939.47	2,519,499,422

来源：公司公告、国金证券研究所

- **重组完成后具备年产 1400 多万吨特殊钢生产能力。**公司拥有江苏江阴兴澄特钢、湖北黄石大冶特钢、山东青岛特钢、江苏靖江特钢四家专业精品特殊钢材料生产基地，安徽铜陵特材、江苏扬州特材两家原材料生产基地，山东泰富悬架、浙江钢管两大产业链延伸基地，形成了沿海沿江产业链的战略大布局。
- ✓ 重组完成后，公司第一大股东由新冶钢变为中信泰富特钢，实控人仍为中信集团。

图表 2：公司各基地情况

下属生产基地	基地位置	企业简介
兴澄特钢	江苏江阴	兴澄特钢地处长三角核心区域，位于江苏省江阴市高新技术开发区，占地面积 5000 余亩，北临长江，自建两座 10 万吨级远洋专用码头，南接锡澄、沿江、沪宁高速公路，拥有公路、内河、长江和远洋海运等发达的交通物流优势，具备年产 600 万吨特殊钢材料的生产能力。公司炼钢、主要装备均达到世界一流水平，拥有 8 条棒线材及中厚板生产线，具备“棒、线、板、坯”多种规格、品种生产能力。
大冶特钢	湖北黄石	大冶特钢地处中国矿冶之都湖北省黄石市，具有一百多年的发展历史，占地面积 4000 余亩，具备年产 300 万吨特殊钢材料的生产能力，形成了以轴承钢、汽车用钢、能源用钢、先进制造业用钢、国防装备用钢等为主的产品阵容，产品在轴承、汽车、风电、核电、油气、工程机械、海洋工程、工模具制造、航空航天等领域表现卓越，并远销五十多个国家和地区。
青岛特钢	山东青岛	青岛特钢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 9000 余亩，紧邻董家口港 40 万吨级矿石码头。具备年产 300 万吨特殊钢材料的生产能力，主要产品有弹簧钢、齿轮钢、轴承钢、耐蚀钢等

下属生产基地	基地位置	企业简介
		制造业所需高端、优质钢材，同时开发机械、汽车、造船、海洋工程、风电、核电等行业高端特种用钢。
靖江特钢	江苏靖江	靖江特钢位于长江之滨的江苏省靖江市，占地面积 2500 余亩，临江近海，水陆交通便捷，地理位置优越，具备 100 万吨特殊钢材料的生产能力。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、流体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
铜陵特材	安徽铜陵	铜陵特材位于安徽铜陵经济技术开发区循环园内，占地面积 1200 余亩，拥有 7 米顶装焦炉和干熄焦、煤气净化、化产回收等完备的焦化生产装置，配套有 4 个 5000 吨级兼 10000 吨级泊位的码头和 4×15000 千瓦燃气轮机、1×15000 千瓦汽轮发电机组的煤气综合利用设施。主要产品有：冶金焦炭、煤焦油、粗苯、硫铵、硫氰酸钠，以及洁净煤气、蒸汽、电力等
扬州特材	江苏扬州	扬州特材位于扬州市江都经济开发区，占地面积 1700 余亩，集高品位氧化球团、高品位精矿生产及物流枢纽中心三大板块为一体。拥有两条年产 300 万吨中、高品位氧化球团生产线；一条年产 300 万吨高品位精粉的选矿生产线；一座年吞吐能力达 2000 万吨、可提供物料中转业务的长江码头
泰富悬架	山东济南	泰富悬架位于山东省济南市，占地面积 250 余亩，年产 15 万吨钢板弹簧，拥有 12 条国内先进的钢板弹簧生产线，研发的产品主要有一汽解放系列、轻卡系列、重汽斯太尔系列、北汽欧曼系列等 400 多个规格品种。产品全系列覆盖重型、中型、轻型、微型卡车，客车、挂车、拖车，包括多片等截面钢板弹簧、少片变截面钢板弹簧、渐变刚度钢板弹簧，汽车弹簧梁、导向臂、高铁路悬臂簧、大型舰艇高强度阻拦产品、两级钢度复合板簧等产品
浙江钢管	浙江绍兴	浙江钢管地处浙江省绍兴市上虞区小越工业区，占地面积 250 余亩，具有年产各类大口径厚壁特种无缝钢管 10 万吨的产能。主要产品为高压锅炉管、石油石化管、高压气瓶管、合金结构管等，产品主要面向核电、火电、石油、石化、煤化工等能源装备领域，具备生产最大直径Φ1200mm、最厚壁厚 200mm、最长长度 14m 的大口径特种管的能力，单支钢管重量可达 16 吨。产品重点解决和满足了国内外能源装备领域及大型装备行业对大口径厚壁特种钢管的需求

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司目前是全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。江阴、青岛、黄石及靖江四大生产基地，具备铁、钢、钢材生产能力达到 918、1342、1300 万吨。

图表 3：公司基地分布



来源：公司公告、国金证券研究所

- ✓ 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、合金钢大圆坯六大产品群以及调质材、银亮材、汽车零部件等深加工产品系列；
- ✓ 下游主要面向汽车、石油、化工、煤炭、电力、机械制造、铁路运输等行业以及航海、航空、航天等领域，产品畅销国内外，远销世界五大洲 60 多个国家和地区。

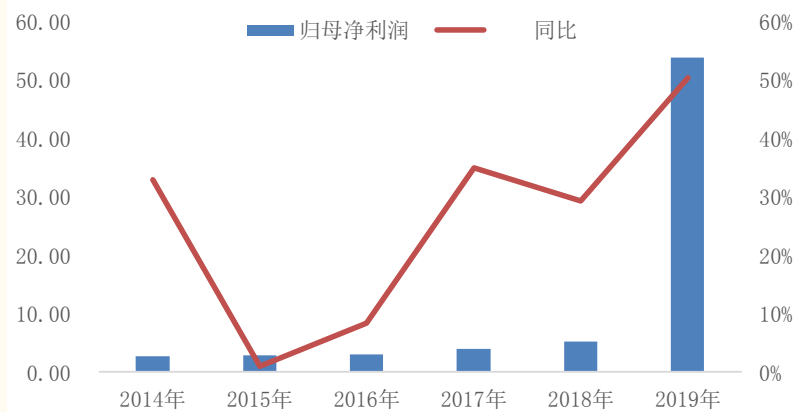
图表 4：公司产品品种结构

产品类别	年产能 (万吨)	规格范围 (mm)	代表品种
合金钢棒材	600	Φ 10-350	轴承钢、齿轮钢、合金弹簧钢、合金管坯钢、易切削非调质钢、油田用钢等
特种无缝钢管	150	Φ 50-1200*5-200	高压锅炉管、石油用管、销套管、工程用管、超高强度钢管、军工用管等
特种中厚板	260	4.5-610*1600-4150*3000-25000	高建钢、高强度船板、高等级管线钢、高压容器板、高强度耐腐蚀桥梁板、特种耐磨板、低磁钢板、塑料模具板及军工用板等
特冶锻造	12	Φ 100-950	工模具钢、电渣轴承钢、高强及超高强度钢、不锈钢、高温合金以及其它双真空产品等
合金钢线材	273	Φ 4.5-40	合金结构钢、轴承钢、弹簧钢、切割丝用钢、帘线钢、焊丝用钢、高强缆索钢等
合金钢大圆坯	100	Φ 180-1000	合金结构钢、齿轮钢、轴承钢等

来源：公司公告、国金证券研究所

- 随着公司完成重组更名并整体上市，2019 年生产经营业绩也在逆势中创造了历史最好水平。
- ✓ 2019 年公司实现营业收入 726.20 亿元，同比增长 0.60%；归属于上市公司股东的净利润 53.86 亿元，同比增长 50.45%；每股收益 1.81 元，总资产 725.85 亿元，归属于上市公司股东所有者权益 252.45 亿元。
- ✓ 主要产品球团 650 万吨，焦炭 481 万吨，铁产量 1195 万吨，粗钢产量 1409 万吨，入库坯材 1373 万吨（含内供坯材 49.8 万吨），钢材销售总量 1327 万吨，各项指标同比均有增长。
- ✓ 2019 年公司通过技术改造、优化工艺，强化精益生产管理和工序能力重点攻关，实现增产近 160 万吨；通过实施增产降本、工序降本、工艺降本、采购降本和物流降本等 15 项具体措施，各企业综合成本明显下降，提升了盈利空间。

图表 5：公司业绩统计（亿元）



来源：公司公告、国金证券研究所

专注中高端特钢，增强逆周期抗风险能力

- 兴澄特钢目前拥有 8500 多名员工，具备年产铁 500 万吨、钢 690 万吨、坯材 660 万吨的生产规模。公司炼铁、炼钢、轧钢、检测等主要装备均从国外引进，其中棒线材生产线 7 条，中厚板生产线 2 条，具备“棒、线、板、坯”各种规格、品种生产能力。公司产品主要有轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、系泊链钢、帘线钢、特厚板、容器钢、管线钢、高强耐磨钢等，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，其中高标准轴承钢轴承钢、汽车用钢连续多年全国领先。

图表 6：主要产品及下游

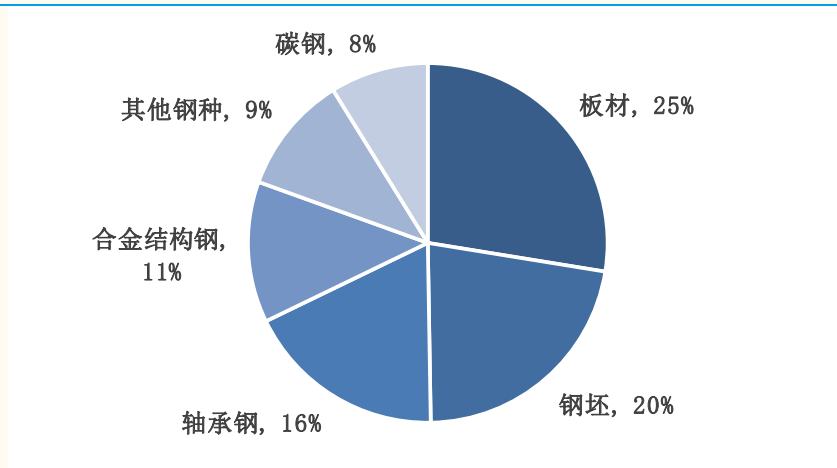
序号	产品种类	图例	产品描述及行业应用
1	合金结构钢		广泛用于汽车制造、机车、船舶、重型机床制造业
2	碳素结构钢		广泛应用于各种机械构件、金属制品、汽车、工程机械、船舶及各类五金工具的制造
3	轴承钢		产品有高碳铬轴承钢、渗碳轴承钢、中碳轴承钢等 广泛用于汽车、工程机械等传动轴上、铁路机车及风电等行业
4	弹簧钢		广泛用于铁路机车、汽车、工程机械等制造业
5	齿轮钢		广泛用于汽车发动机系统、变速及传统系统等零部件
6	工模具钢		产品主要有工具钢、量具刀具钢、模具钢（冷作、热作、塑料） 广泛应用于制造压铸、挤压、热锻、轧辊、芯棒、汽车家电等行业工模具制作
7	合金钢坯		主要应用于锻造大型及特大型的轴承套圈、回转支撑、法兰、齿轮、接箍 拥有生产直径达 1,000mm 特殊钢圆坯的前沿专利技术，部分产品可替代模铸钢锭

来源：公司公告、国金证券研究所

■ **行业龙头地位稳固。**兴澄特钢目前已经成为国内最大的专业化特钢生产基地之一，技术装备已达到国际先进水平。

✓ 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%。

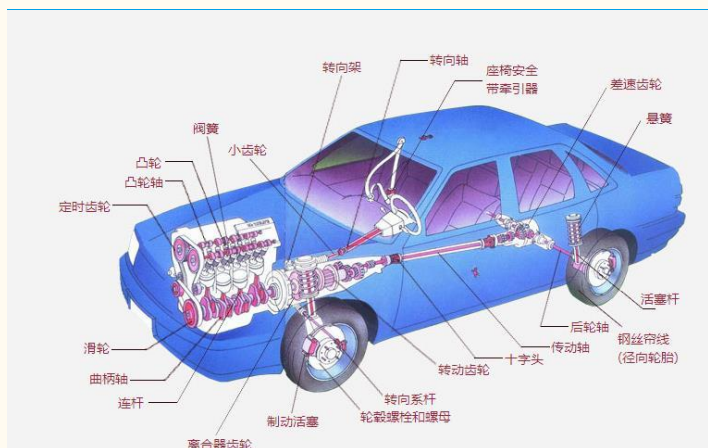
图表 7：公司产品收入占比



来源：国金证券研究所

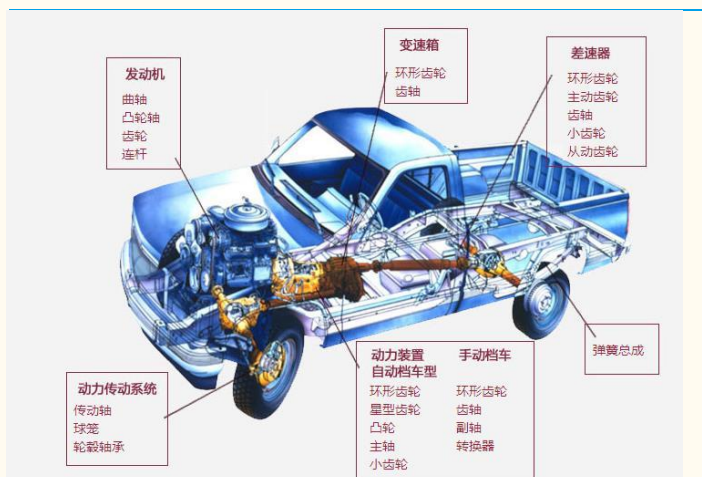
- ✓ 公司轴承钢荣获国家金质奖、弹簧扁钢荣获国家银质奖，多项产品获国家冶金产品实物质量金杯奖，多种系列产品评为中国高新技术产品，模铸、连铸轴承钢的多个系列攻关项目取得突破，得到国际高端客户认证、认可。

图表 8：公司产品在汽车组件应用场景



来源：公司官网、国金证券研究所

图表 9：公司产品在卡车组件应用场景



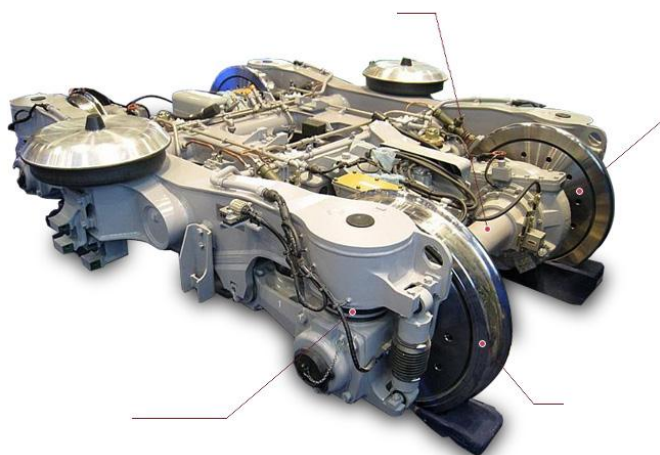
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 10：公司产品在挖掘机组件应用场景



来源：公司官网、国金证券研究所

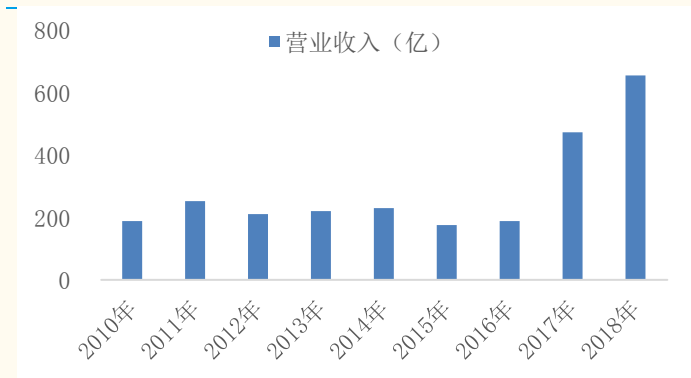
图表 11：公司产品在高铁组件应用场景



来源：公司官网、国金证券研究所

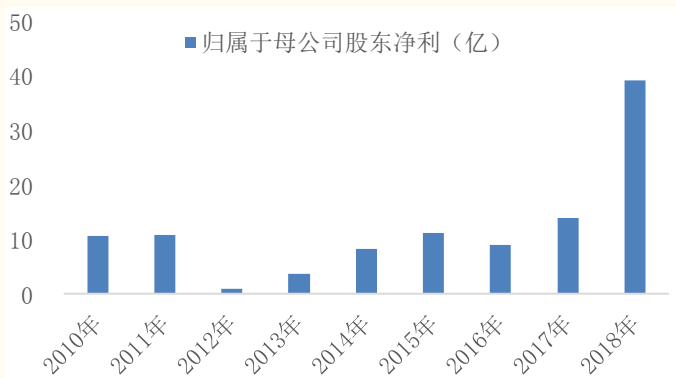
- 兴澄特钢依托其自身先进的生产设备，产能利用率高于行业平均水平。尽管 2012-2015 年是普钢行业寒冬，而兴澄特钢分别表现出价格更有韧性、成本下降更多，从而拥有更好的盈利能力。兴澄特钢仍然能保持 10-18% 的毛利率水平，不受周期调整因素影响需求降低，也可以侧面反映出公司的行业龙头供给地位。

图表 12：兴澄特钢 2006-2016 年营业收入



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 13：兴澄特钢 2006-2016 年归母净利润



来源：公司公告、国金证券研究所

- ✓ 公司 2018 年实现吨钢毛利和吨钢净利 1063 和 410 元，相较于大冶特钢分别高 371 元和 187 元。兴澄特钢的综合盈利能力位于行业前列。

图表 14：毛利率水平比较

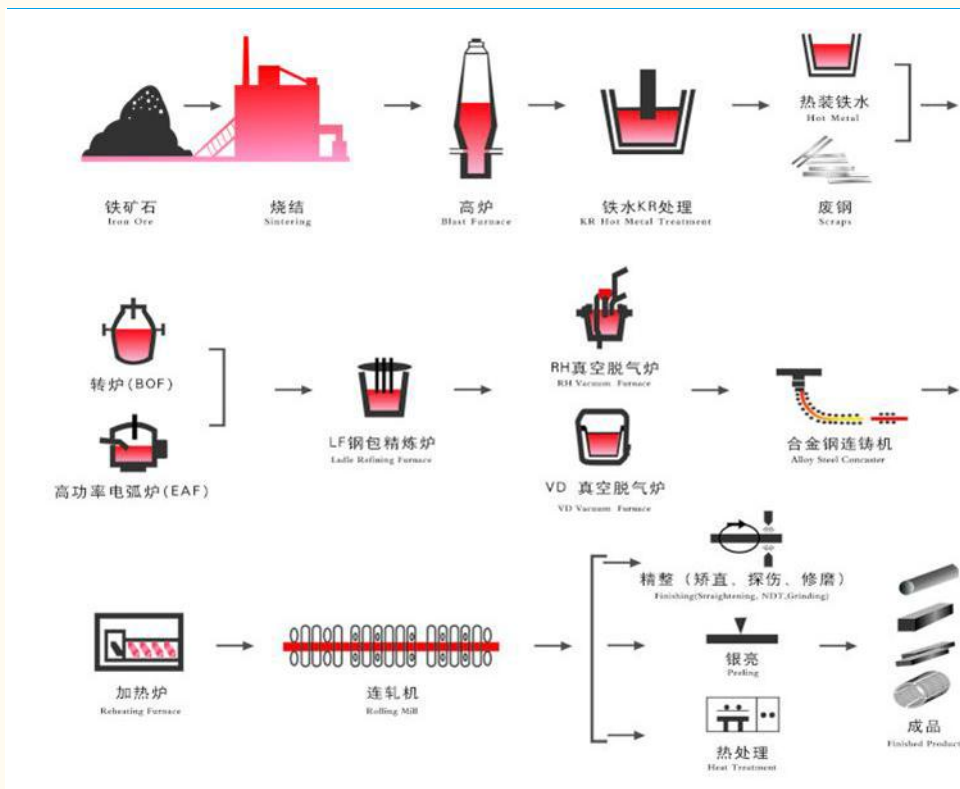
公司产品毛利率水平	综合毛利率	18.78%
	销售棒材	20.34%
	销售钢板	19.93%
	销售钢管	20.03%
	销售线材	17.22%
同行业可比上市公司的毛利率	销售坯料	19.99%
	沙钢股份	22.41%
	大冶特钢	12.60%
	永兴特钢	14.95%
	久立特材	25.06%

武进不锈	20.54%
西宁特钢	0.21%
ST 抚钢	14.53%
中位数	14.95%
平均数	15.76%

来源：wind、国金证券研究所

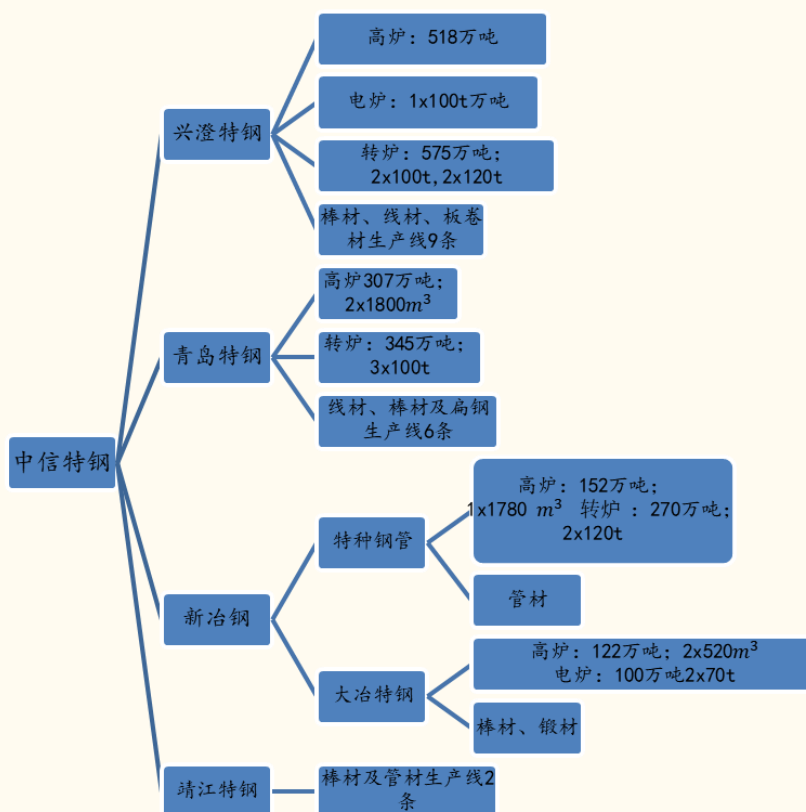
- 重组后产能设备及工艺流程体系更加完善。兴澄特钢具备连铸、模铸、电渣、双真空等不同工艺的产品生产能力，按照生产工艺划分为合金钢棒（扁）材、特种中厚板材、特种无缝钢管、合金钢线材、连铸合金圆坯等产品群以及热处理材、银亮材、汽车零部件、钢球、弹簧总成等深加工系列，主要工艺流程如下：

图表 15：合金钢棒（扁）材工艺流程图



来源：公司公告、国金证券研究所

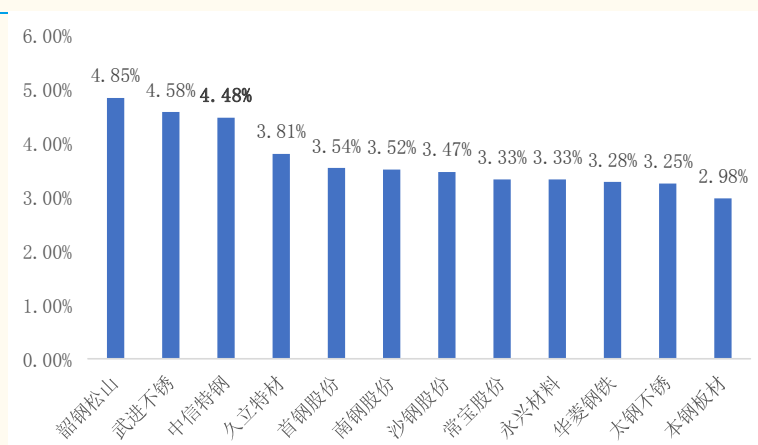
图表 16：公司产能及主要装备情况



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司重视研发，保证每年新产品开发量占比。公司年度新产品占比 10%-20%，兴澄特钢也保持一定的品种更新率，每年淘汰 10%品种。按 2018 年，公司研发投入达到 4.48%，在 32 家上市钢企中，公司研发投入占比排名第 3 位。研发投入在普钢类公司中领先，在特钢、钢管类公司中，也排名靠前，仅次于武进不锈。

图表 17：2018 年板块研发投入占比统计



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 稳步推进技改项目。公司技改项目按计划进度推进，全年共完成技术改造投资 3.6 亿元；其中计划投资 7.35 亿元建设的高品质模具钢生产

线项目，已完成投资 3.4 亿元，项目的快锻厂房承台施工已完成 60%，整模厂房一期施工完成，整模配套设备安装完成，双真空厂房承台施工完成 50%，2 台保护性气氛电渣炉安装完成，项目完工后，将满足公司对模具钢等品种和质量更高要求；承接上年的锻造厂特冶锻造生产配套设施改造等几个项目，已先后完成，项目完善了特冶锻造设备配置，满足特冶锻造生产和后续新产品开发，提高了产品质量，满足重点、高端品种交货要求。

图表 18：资产注入前共工氏新产品研发情况

年份	技改投资/总资产	新产品开发量（万吨）	新产品开发量占比
2010	8%	14	11%
2011	6%	14	10%
2012	12%	20	14%
2013	2%	25	19%
2014	3%	22	16%
2015	7%	28	20%
2016	7%	30	17%
2017	1%	28	14%
2018	5%	30	13%

来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 研发创新成果突出。公司密切关注市场热点和行业发展动向，大力开发新品种，发展特色产品，全年新产品开发量 30 余万吨，高档品种持续增加，达 96 万吨。多项产品通过第二、第三方认证/复评，乘用车用钢相继通过了大众、本田、东风日产等知名汽车的认证认可，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，大型风电轴承滚子料用钢替代进口材料；一批高端产品成功开发，盾构机轴承钢、大型潜孔钻头用钢等均填补国内空白；模铸、电渣轴承钢的疲劳试验创世界水平；多项研究和开发项目通过鉴定或验收，先后获得国家、省科技进步奖励 4 项，主持和参与修订国家标准 5 项，完成 3 个项目科技成果鉴定，均达世界先进水平。
- 重视新客户开发及关系维系，客户群稳定性高，保持高直供率。通过开发新产品，公司高档产品快速增长，高端客户群不断扩大。针对高端优质客户，公司通常签订长期战略合作协议；针对有特殊要求且需求明确的客户，公司签订个性化定制开发协议，提供定制化产品。此外，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。2009-2018 年，公司直供率基本维持在 70%-80% 区间，五大客户销售收入占比基本在 20% 上下，兴澄特钢历史上也以直供为主，重组后公司仍将维持较高的直供率。

图表 19：中信特钢稳定客户群



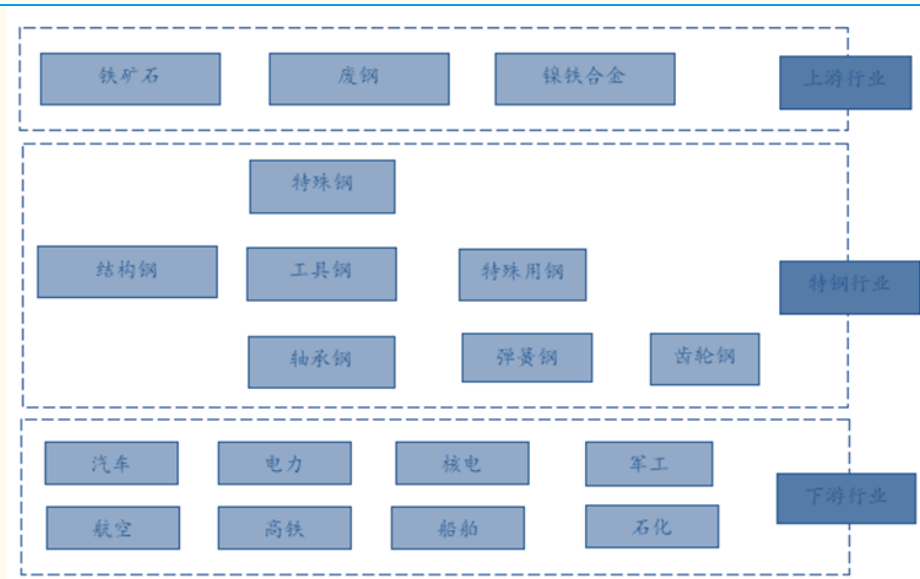
来源：公司官网、国金证券研究所

特钢行业内生增长潜力大

- 我国特钢产量占比偏低，未来特钢消费将大大提高，市场潜力和发展空间巨大。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。对比日本、德国以及瑞典等发达国家显示，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 年我国特钢产量为 4407 万吨，占粗钢产量比重不足 5%，大幅低于制造业强国（日本、德国、瑞士等）15-25% 的占比。
- ✓ 若按 2018 年我国粗钢消费量约为 9 亿吨，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现消费将逐步减少至 6 亿吨/年并开始企稳，按 15-25% 的特钢占比估算，我国特钢消费量理论上可达到 1.2 亿吨，增长空间高达 200%，需求主要体现在汽车、飞机高铁、能源以及高端设备制造等领域。我们参考日本、欧洲

钢铁行业发展史，以普钢消费高峰 20 年后特钢消费占比稳定提升至 15-25%，意味着通过自然增长和进口替代，未来我国年均特钢需求增速在 13%左右。

图表 20：特钢行业产业链

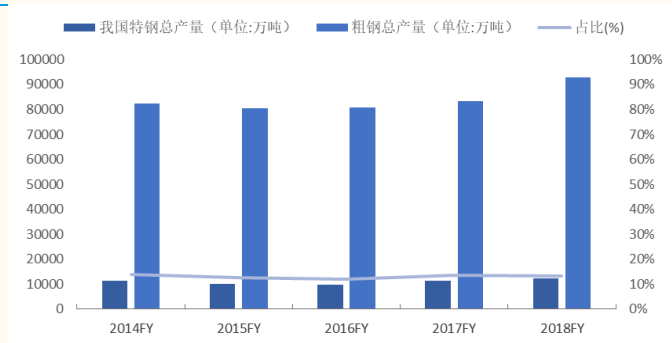


来源：公司公告、国金证券研究所

■ 特钢比重较发达国家尚有较大差距。

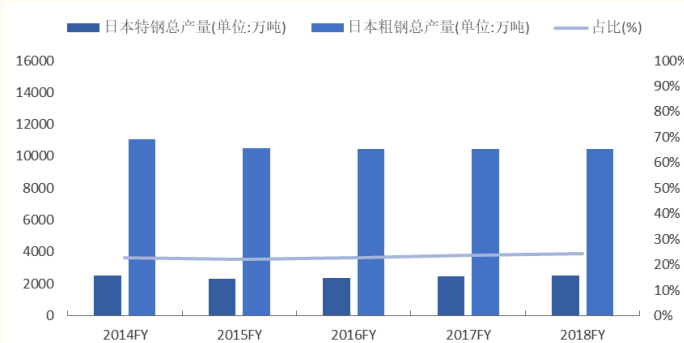
- ✓ 通过对比 2010 年前后世界主要钢铁生产国家特钢比，可以发现全球平均特钢比为 10%，其中瑞典特钢比 50%，世界第一，德过、日本、意大利等发达国家特钢比分别为 23%、19%、17%，均高于全球平均水平。
- ✓ 2012 年前后，瑞典特钢比上升至 70%以上，德国上升至 30%以上，日本、意大利则均上升至 20%以上，全球特钢比也略有窄幅上升。

图表 21：中国特钢总产量占比 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 22：日本特钢总产量占比 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

- 在高端特钢领域，部分品种尚依赖进口。《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。

图表 23：钢铁行业重要政策文件的要点及特钢新材料部分的核心内容

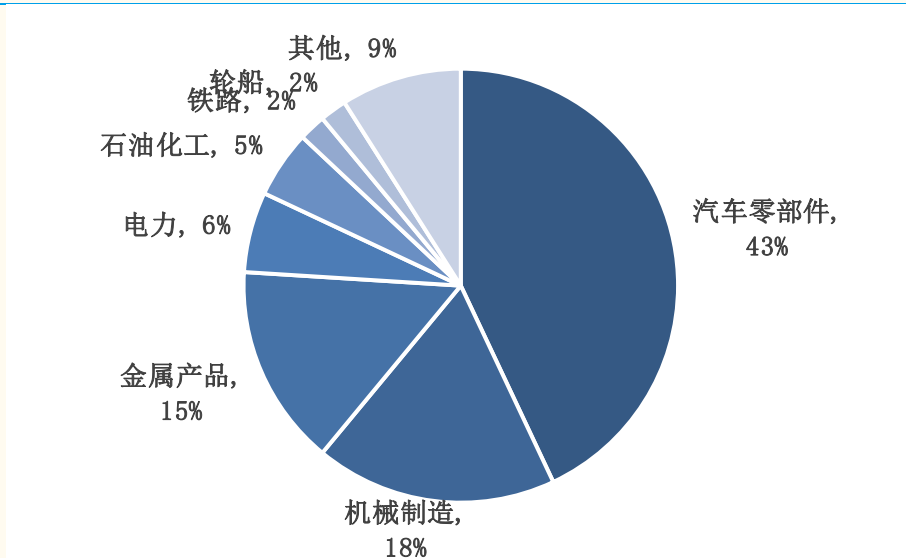
文件名	核心要点及和特钢、新材料相关的内容
《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	钢铁去产能的顶层设计，去产能未专门提及特钢。研发高端产品：重点推进高速铁路、核电、汽车、船舶与海洋工程等领域重大技术装备所需高端钢材品种的研发和

文件名	核心要点及和特钢、新材料相关的内容
《钢铁工业调整升级规划 (2016-2020 年)	推广应用。 10 大重点突破领域中的第 9 个领域就是新材料，其中提到特种金属功能材料。 钢铁工业的“十三五”规划。重点任务中提及的关键品种突破涉及：先进制造业用高性能轴承钢、齿轮钢、弹簧钢，特种装备用超高强度不锈钢，大截面、高均匀、高性能模具钢，高温合金等

来源：公司公告、国金证券研究所

- 汽车、机械制造、电力、石油化工等领域在我国优特钢消费结构中各占 43%、18%、6%、5%，应用领域较普钢更为高端。

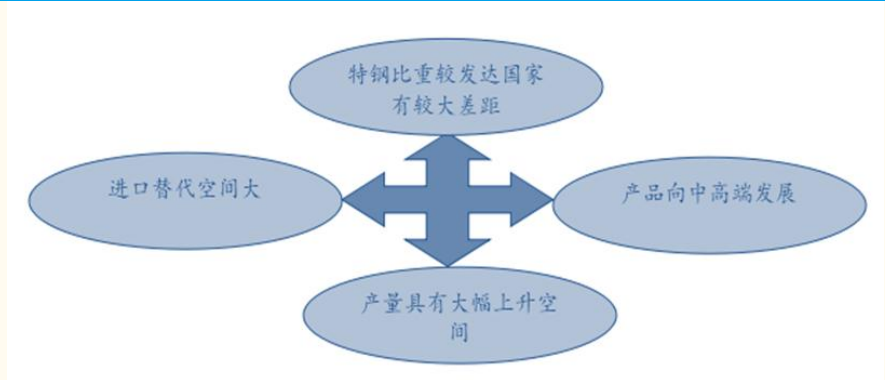
图表 24：我国特钢行业发展情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 产品将向中高端发展。我国特钢中低端产品占比高，高端产品与国外先进水平存在差距。
 - ✓ 按照碳素钢为低端特钢，合金钢为中端特钢，高合金钢为高端特钢的标准对我国 2018 年特钢产品进行分类，我们发现我国特钢产品结构主要以中低端产品为主，其中，中端产品占比超 50%，低端产品占比约 40%，而高端产品占比不足 10%。与日本高、中、低端产品 30%、49%、21%的占比相比，我国低端产品有明显竞争优势，终端产品与日本水平相近，而高端产品与日本存在较大差距。
 - ✓ 随着我国经济结构调整逐步深化，制造业结构向高附加值产品转型升级，特钢将在军工产业、核电产业、高铁产业和汽车产业的持续发展中扮演更为重要的角色，特钢需求有望逐步释放。

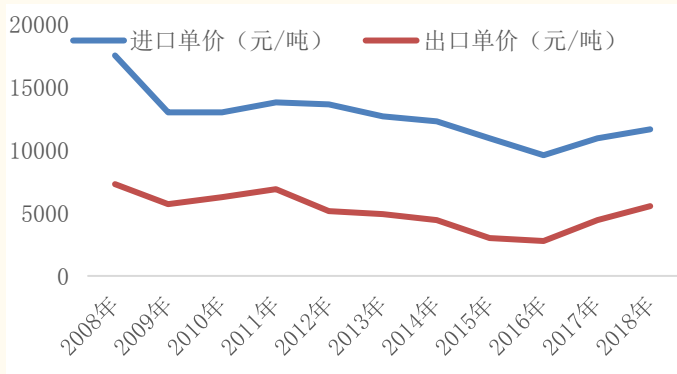
图表 25：我国特钢行业发展情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- 进出口产品价差印证我国特钢产品结构不足。在数量上来看，我国特钢出口规模庞大，规模与日本相当。我国特钢进口规模也较大，2015 年开始逐年递增，2018 年达到峰值 404 万吨。但从进出口产品的单价却暴露了我国特钢产品结构上的缺陷。2008-2018 年，我国特钢进口产品平均价格偏低，表明我国高端特钢产品对外依存度较高，同时我国低端特钢在国际上具有较强竞争力，印证了我国特钢产品结构上的缺陷，未来我国特钢行业存在较大进口替代空间。
- ✓ 以汽车市场为例，汽车用钢种类较多，主要以薄板和优质型材为主。钢材是汽车制造的主要原料，占汽车原材料的比例约为 72%至 88%。根据《我国汽车工业钢材需求分析与预测》数据，我国汽车工业用钢材品种构成为：钢板约占汽车用钢的 57%（其中轿车约 70%），优特钢约 30%，钢带 6.5%，型钢约 6%。汽车用特殊钢占特殊钢总产量的 40%，是特殊钢的第一大应用领域，广泛应用于汽车关键零部件如发动机、变速箱、各类轴杆等。
- ✓ 汽车消费向高端转型升级拉动高端汽车特钢需求。目前，我国汽车用特钢中低端产品市场占有率较高，然而一些对尺寸精度、表面光洁度和性能均匀性要求均较高的齿轮钢、易切削钢和弹簧钢等高端特钢产品仍需要大量进口，国内只能少量供应。
- ✓ 我国已连续多年成为年汽车产销量世界第一，2019 年，我国汽车累计产销量分别完成 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下滑 7.5%和 8.2%，下降幅度进一步扩大。根据工信部部长表示，从 2019 年下半年开始，汽车产销量同比降幅在不断收窄；2020 年的汽车产销形势，大概率好于去年。虽然短期疫情导致了需求低迷，但考虑到近期各地出台的汽车消费刺激政策，预计今年的产销规模总体大概能够维持在 2500 万辆左右，同比持平上下，维持平稳。
- ✓ 因此，综合以上因素，中国汽车业的稳健发展将会进一步带动上游特钢的国产替代进口的需求，增加高端特钢产品的需求量。

图表 26: 2008-2018 年中国特钢分品种进出口平均单价比较 (单位: 元/吨)



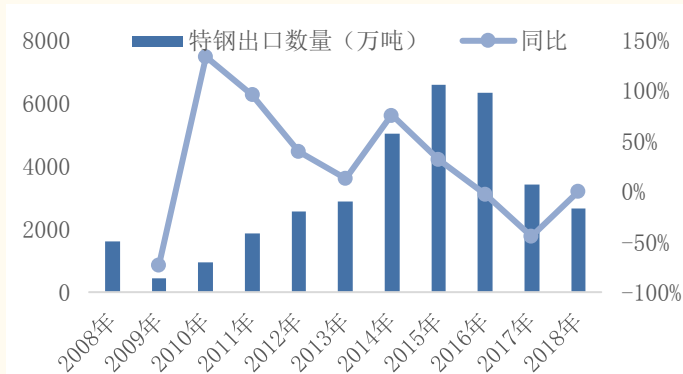
来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 27: 2006-2018 年中国及日本特钢粗钢占比



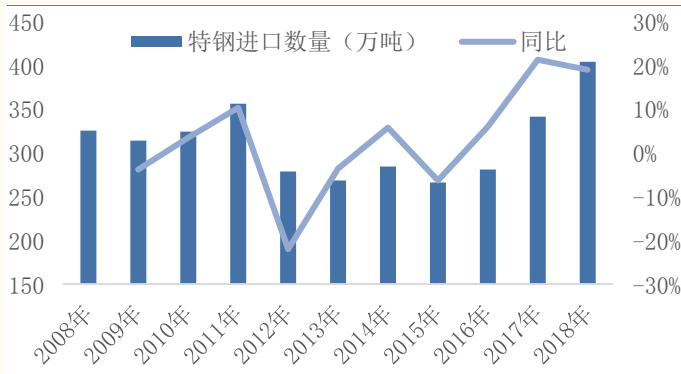
来源: 中国特钢协会, 日本经济产业省, 国金证券研究所

图表 28: 2008-2018 年特钢出口数量 (万吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 29: 2008-2018 年国内特钢进口数量 (万吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

- 我国主要的大型特钢企业主要分布在东北、华中和华东地区。特钢消费与地区工业结构和需求有关, 华北、华东、东北和中南等工业较发达地区集中了我国主要的汽车工业基地和机械工业基地, 因此以上这四个地区的特钢销量占到了全国的 80% 以上。除了生产不锈钢的企业外, 大多数特钢企业都集中分布于华东沿海。
- 总体来看, 我国特钢行业集中度较低, 产品种类较多, 生产较为分散。根据中国特钢协会统计, 国内头部特钢企业的特钢产量占总产量的比重较小, 与日本、韩国、欧盟等国家相比仍有较大的提升空间。在单个细分领域内, 龙头企业在各自专业化领域优势较大, 集中度较高。太钢不锈和沙钢股份等企业占据不锈钢市场的 70% 以上; 兴澄特钢等企业占据轴承钢总产量的 80% 以上。近年来, 随着特钢行业集中度和专业的不断提升, 中信泰富特钢集团、宝钢特钢等国内一流大型企业在国内高端市场形成了绝对的竞争力。

图表 30: 国内主要生产企业

主要特钢企业	具体情况
西宁特钢	中国西部地区最大的资源型特殊钢生产基地、国家军工产品配套企业; 主要的特钢品种有碳结钢、碳工钢、合结钢、合工钢、轴承钢、模具钢、不锈钢、弹簧钢八大类, 主要应用于铁路、军工、汽车、石油等行业; 年产铁 160 万吨、钢 160 万吨、钢材 160 万吨的综合生产能力
沙钢股份	主要控股子公司淮钢特钢年产弹簧钢、轴承钢、船用锚链钢、合金管坯钢、汽车用钢等优特钢、棒材 300 万吨。
太钢不锈	主要产品有不锈钢、冷轧硅钢、碳钢热轧卷板、火车轮轴钢、合金模具钢、军工钢等。不锈钢、高牌号冷轧硅钢、电磁纯铁、高强度汽车大梁钢、火车轮轴钢、花纹板、焊瓶钢市场占有率国内第一

主要特钢企业

具体情况

东北特钢	以生产经营高质量档次、高附加值特殊钢为主营业务，以不锈钢棒材（含管坯）、线材以及深加工产品为主要产品，每年生产规模钢 300 万吨以及钢材 270 万吨，产品市场占有率达 25% 以上
------	--

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测与投资建议

■ 我们对公司盈利做出以下假设：

- ✓ 产量方面，公司近年来产量一直处于满产状态，预计 20 年产量同比基本持平；考虑青岛特钢高速优特钢线材项目，21 年、22 年产量分别有小幅度增长。
- ✓ 价格方面，考虑特钢产品价格的稳定性，以及公司产品的市占率情况，预计各品种价格未来几年维持平稳。
- ✓ 成本方面，公司原料成本中矿石占比近 45%、焦煤占比 30%、废钢占比 14% 左右。我们预计 2020 年新增矿石供给 8600 万吨以上，而根据世界钢铁协会预测，2020 年全球钢铁需求将继续增长 1.7%，其中全球生铁产量将保持小幅增长 2% 左右，预计增加生铁产量 2500 万吨，对应增加铁矿石需要 4000 万吨。这也意味着 2020 年矿石供需总体宽松，矿价将整体有所回落，预计 2020 年全年均价下降 10 美金/吨左右，均价 80 美金/吨。同时，预计废钢供给偏紧，2020 年价格维持坚挺；而焦炭需求跟随钢铁产业链，焦炭价格仍跟随钢价为主。因此，20 年原料端特别是铁矿石对利润端有正贡献。基于以上，毛利率方面，一方面，考虑原料端略有正贡献，另一方面考虑公司青岛特钢、靖江特钢未来的挖潜能力，我们认为公司毛利率未来还有提升空间，预计 20 年、21 年、22 年各品种吨毛利分别增加 50-100 元/吨左右。

图表 31：盈利预测

		单位	2020 年	2021 年	2022 年
总计	产量	万吨	1370.00	1385.00	1395.00
	产能	万吨	1395.00	1395.00	1395.00
	总收入	亿元	740.50	749.56	755.16
	总成本	亿元	601.87	607.65	610.83
	毛利率		18.72%	18.93%	19.11%
合金棒线材	销量	万吨	580	590	600
	产能	万吨	600	600	600
	售价	万元/吨	0.56	0.56	0.56
	毛利率		19.0%	19.2%	19.4%
	收入	亿元	324.80	330.40	336.00
合金钢线材	成本	亿元	263.09	266.96	270.82
	销量	万吨	270	273	273
	产能	万吨	273	273	273
	售价	万元/吨	0.42	0.42	0.42
	毛利率		18.0%	18.2%	18.4%
特种钢板	收入	亿元	113.40	114.66	114.66
	成本	亿元	92.99	93.79	93.56
	销量	万吨	260	260	260
	产能	万吨	260	260	260
	售价	万元/吨	0.38	0.38	0.38
	毛利率		16%	16%	16%
	收入	亿元	98.80	98.80	98.80

特种无缝管	成本	亿元	82.99	82.75	82.55
	销量	万吨	150	150	150
	产能	万吨	150	150	150
	售价	万元/吨	0.55	0.55	0.55
	毛利率		20%	20%	20%
	收入	亿元	82.50	82.50	82.50
其他	成本	亿元	66.00	65.84	65.84
	销量	万吨	110	112	112
	产能	万吨	112	112	112
	售价	万元/吨	1.1	1.1	1.1
	毛利率		20%	20%	20%
	收入	亿元	121.00	123.20	123.20
	成本	亿元	96.80	98.31	98.07

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- 预计公司 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 740.50 亿元、749.56 亿元、755.16 亿元，同比增长 1.97%、1.22%、0.75%；实现归母净利润分别为 56.5 亿元、59.8 亿元、62.1 亿元，同比增长 4.94%、5.78%、3.78%，对应 PE 分别为 14.1 倍、13.3 倍、12.9 倍。给予 20 年 15 倍 PE，目标价 28.56 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 32：同类型公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一 致预测均值)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600399	ST 抚钢	3.85	0.13	0.18	0.23	28.73	21.75	16.52
002756	永兴材料	15.53	1.32	1.55	1.56	11.80	10.04	9.96
300034	钢研高纳	14.71	0.46	0.59	-	31.89	24.92	
600117	西宁特钢	3.07	-	-	-			
002075	沙钢股份	10.48	0.30	0.40	-	35.44	26.44	
中位数						30.31	23.33	13.24
平均数						26.96	20.79	13.24
000708	中信特钢	25.17	1.90	1.98	2.03	13.26	12.73	12.42

来源：wind、国金证券研究所

风险提示

- 产品价格波动风险。特钢类产品周期性较普钢要弱，但仍会一定程度上受到宏观需求的影响，特别是汽车、铁路等行业产销量下滑对公司产品销售量可能产生负面影响，从而影响价格并对业绩造成影响。考虑公司产品下游涉及行业较多，公司可通过调整产品结构以满足下游不同的需求变化。如若今年汽车产销量同比降幅在 5% 以内，公司产品产量可通过产线调整向需求不错的下游产品倾斜，从而稳定产品价格和毛利率。
- 疫情导致的海外需求下降风险。公司产品主要市场在国内，但也有部分产品出口海外如亚洲、欧洲、美洲等地，收入中出口占比 10% 左右。当前疫情导致的全球生产受限或影响公司今年出口量。
- 限售股解禁风险。公司 2020 年 9 月将有 25 亿股左右解禁，均为定增配售，合计占总股本的 84.86%，占比较大。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,227	12,573	72,620	74,050	74,956	75,516
增长率		22.9%	477.6%	2.0%	1.2%	0.7%
主营业务成本	-9,045	-10,989	-59,545	-60,707	-61,260	-61,492
%销售收入	88.4%	87.4%	82.0%	82.0%	81.7%	81.4%
毛利	1,182	1,584	13,075	13,343	13,696	14,024
%销售收入	11.6%	12.6%	18.0%	18.0%	18.3%	18.6%
营业税金及附加	-45	-62	-553	-563	-562	-566
%销售收入	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-126	-193	-863	-963	-899	-906
%销售收入	1.2%	1.5%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
管理费用	-412	-70	-1,446	-1,481	-1,499	-1,510
%销售收入	4.0%	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	0	-563	-2,786	-2,814	-2,848	-2,870
%销售收入	0.0%	4.5%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	599	695	7,428	7,522	7,887	8,171
%销售收入	5.9%	5.5%	10.2%	10.2%	10.5%	10.8%
财务费用	-15	48	-485	-595	-642	-652
%销售收入	0.1%	-0.4%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
资产减值损失	-71	-132	-403	-81	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-109	-100	-100	-100
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	519	623	6,492	6,846	7,245	7,521
营业利润率	5.1%	5.0%	8.9%	9.2%	9.7%	10.0%
营业外收支	-60	-22	86	50	50	50
税前利润	458	601	6,579	6,896	7,295	7,571
利润率	4.5%	4.8%	9.1%	9.3%	9.7%	10.0%
所得税	-63	-91	-1,190	-1,241	-1,313	-1,363
所得税率	13.8%	15.1%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	395	510	5,389	5,655	5,982	6,208
少数股东损益	0	0	3	2	2	2
归属于母公司的净利润	395	510	5,386	5,653	5,980	6,205
净利率	3.9%	4.1%	7.4%	7.6%	8.0%	8.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	395	510	5,389	5,655	5,982	6,208
少数股东损益	0	0	3	2	2	2
非现金支出	302	344	3,344	3,158	3,241	3,404
非经营收益	89	-29	1,013	2,076	803	790
营运资金变动	-437	-91	-2,074	2,860	145	58
经营活动现金净流	349	734	7,672	13,750	10,171	10,459
资本开支	-49	-38	-2,409	-3,621	-4,009	-4,009
投资	0	0	-1,003	-5	-5	-5
其他	0	0	423	-100	-100	-100
投资活动现金净流	-49	-38	-2,989	-3,726	-4,114	-4,114
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-202	203	-2,970	-800	53	-468
其他	-111	-137	90	-3,089	-3,146	-3,223
筹资活动现金净流	-313	66	-2,881	-3,889	-3,094	-3,691
现金净流量	-13	762	1,802	6,135	2,963	2,654

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,178	1,938	7,838	13,974	16,937	19,591
应收账款	1,714	2,240	11,817	10,471	10,600	10,679
存货	1,027	902	7,976	8,068	8,142	8,173
其他流动资产	29	120	1,822	1,893	1,903	1,907
流动资产	3,947	5,201	29,454	34,406	37,581	40,349
%总资产	60.0%	67.7%	40.6%	44.9%	46.6%	48.0%
长期投资	0	0	98	103	108	113
固定资产	2,521	2,314	36,480	37,612	38,574	39,366
%总资产	38.3%	30.1%	50.3%	49.1%	47.9%	46.9%
无形资产	19	15	4,591	4,442	4,300	4,165
非流动资产	2,631	2,477	43,131	42,157	42,982	43,643
%总资产	40.0%	32.3%	59.4%	55.1%	53.4%	52.0%
资产总计	6,579	7,678	72,585	76,563	80,563	83,993
短期借款	297	500	2,676	2,600	2,642	2,164
应付款项	2,094	2,533	33,329	34,044	34,355	34,498
其他流动负债	84	106	1,861	1,745	1,777	1,798
流动负债	2,475	3,139	37,866	38,389	38,774	38,460
长期贷款	0	0	8,385	8,395	8,405	8,415
其他长期负债	75	135	1,058	1,185	1,199	1,208
负债	2,550	3,274	47,308	47,969	48,379	48,083
普通股股东权益	4,028	4,404	25,245	28,560	32,148	35,871
其中：股本	449	449	2,969	2,969	2,969	2,969
未分配利润	2,867	3,242	10,324	13,716	17,304	21,027
少数股东权益	0	0	31	34	36	39
负债股东权益合计	6,579	7,678	72,585	76,563	80,563	83,993

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.879	1.135	1.814	1.904	2.014	2.090
每股净资产	8.964	9.799	8.503	9.620	10.828	12.082
每股经营现金净流	0.776	1.634	2.584	4.631	3.426	3.523
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.762	0.806	0.836
回报率						
净资产收益率	9.80%	11.59%	21.34%	19.79%	18.60%	17.30%
总资产收益率	6.00%	6.64%	7.42%	7.38%	7.42%	7.39%
投入资本收益率	11.93%	12.04%	16.61%	15.58%	14.96%	14.41%
增长率						
主营业务收入增长率	59.98%	22.94%	477.58%	1.97%	1.22%	0.75%
EBIT增长率	68.91%	16.19%	968.04%	1.27%	4.85%	3.60%
净利润增长率	34.93%	29.19%	955.80%	4.94%	5.78%	3.78%
总资产增长率	12.51%	16.71%	845.38%	5.48%	5.22%	4.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.3	12.3	6.2	10.0	10.0	10.0
存货周转天数	35.1	32.0	27.2	49.0	49.0	49.0
应付账款周转天数	40.6	57.8	51.6	91.0	91.0	91.0
固定资产周转天数	87.6	63.3	164.6	157.1	150.2	143.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.88%	-32.66%	12.75%	-10.42%	-18.30%	-25.10%
EBIT利息保障倍数	39.4	-14.5	15.3	12.6	12.3	12.5
资产负债率	38.77%	42.65%	65.18%	62.65%	60.05%	57.25%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	4	17
增持	0	0	0	1	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.20	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH