

中信特钢（000708）：行业竞争格局趋优，精细管理重塑价值

2020 年 04 月 26 日

强烈推荐/维持

中信特钢

公司报告

面向新兴装备制造业，优质赛道成长性更强。公司下游以汽车、机械等制造业为基础，同时能源、航空航天等新兴产业是市场的重要补充。2019 年汽车用钢需求大幅下滑，公司成功开辟了风电用轴承市场，全年实现产销量逆势增长 10%。据测算，我国特钢的实际消费量在 5000~6000 万吨。类比美日，如果能够顺利跨越中等收入陷阱，我国的特钢市场有 1 倍以上的成长空间。

行业竞争格局趋优，龙头优势愈发显著。我国特钢行业目前处在产能集中度提升的过程中，以中信特钢为代表的龙头企业正通过兼并重组提高市场占有率。2019 年公司产量占重点优特钢企总产量的比重升至近 20%。作为市场占有率高的头部企业，公司将获得更强的议价能力和更稳定的销售溢价，同时凭借着品牌优势、渠道优势，可迅速改善重组单元的经营业绩。

消费结构呈高端化，盈利能力稳步提升。过去我国的特钢消费偏低端，结构钢占比达到 60% 以上。随着制造业的转型升级，轴承钢、工具钢等中高端特钢的需求增加。公司始终保持高研发投入，中高端产品品类丰富，盈利能力稳步提升。供给高端化也增强了公司的国际竞争力，产品出口量稳步增长。

协同和降本效应兑现，精细管理重塑价值。青岛特钢、靖江特钢等收购单元对公司的业绩成长发挥了重要作用。青岛特钢自扭亏以来，盈利水平逐步向兴澄本部看齐。归功于运营协同、精细降本和规模化发展，在 2019 年吨钢售价同比下降近 10% 和铁矿石价格上涨 30% 的背景下，公司的综合毛利率逆势提升 1 个百分点。精细化管理大大提高了公司业绩的抗波动性，无论是面对行业周期或是新冠疫情都体现出来了稳定的盈利能力。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 693.90 亿元、694.4 亿元和 718.94 亿元；归母净利润分别为 64.64 亿元、68.91 亿元、73.43 亿元；不考虑转股下，EPS 分别为 2.18 元、2.32 元和 2.47 元。综合相对估值和 DCF 估值两种方法，我们认为公司股价的合理区间为 32.70-33.66 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、原料价格风险；2、宏观经济风险；3、企业经营风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,573.07	72,619.87	69,390.02	69,435.91	71,894.37
增长率（%）	22.94%	477.58%	-4.45%	0.07%	3.54%
归母净利润（百万元）	510.18	5,389.00	6,463.55	6,891.17	7,343.48
增长率（%）	29.19%	956.30%	19.94%	6.62%	6.56%
净资产收益率（%）	11.59%	21.34%	22.68%	21.50%	20.50%
每股收益（元）	1.14	1.81	2.18	2.32	2.47
PE	24.74	15.51	12.90	12.10	11.35
PB	2.87	3.30	2.93	2.60	2.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

大型特殊钢铁企业，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。主要生产轴承钢、工模具钢、高温合金等特殊钢材，产品主要向汽车、石油、机械军工、航空航天、新能源等行业

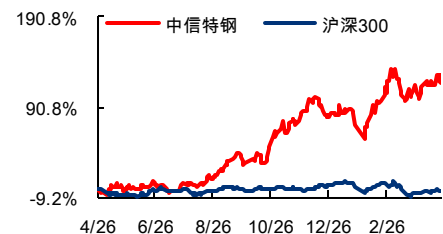
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	29.11-11.56
总市值（亿元）	833.67
流通市值（亿元）	126.19
总股本/流通 A 股（万股）	296,891/44,941
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.05

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

目 录

1. 面向新兴装备制造业，优质赛道成长性更强	4
1.1 对接优质赛道，市场逆势扩张	4
1.2 依托高端制造业，市场的成长空间大	5
2. 行业竞争格局趋优，产品结构呈高端化	7
2.1 特钢产能集中度提升，龙头优势愈发显著	7
2.2 中高端供给占比提升，盈利能力稳步上升	8
3. 协同和降本效应兑现，精细管理重塑竞争力	9
3.1 协同效应兑现，青岛特钢的盈利能力持续改善	9
3.2 降本成果显著，核心产品毛利率稳步提升	10
3.3 精细管理提升抗周期性	11
4. 盈利预测及投资评级	12
5. 风险提示	13
相关报告汇总	15

插图目录

图 1： 特钢的主要下游行业	4
图 2： 中信特钢的坯材销量稳步增长	4
图 3： 全球风电累计装机容量	4
图 4： 特钢在风电等新领域中的应用	4
图 5： 大冶特钢 2018 年的营收来源	5
图 6： 广大特材 2016-2018 年的营收来源	5
图 7： 2018 年美国汽车销量创历史新高	6
图 8： 日本的汽车销量与人均收入成正相关	6
图 9： 1975-1985 年间日本汽车产量接近翻番	6
图 10： 日本的汽车产量增量主要来自于出口	6
图 11： 中信特钢在优特钢市场的份额持续提升	7
图 12： 宝钢股份在普碳钢中的市占率	7
图 13： 中信特钢在 GCr15 轴承钢市场的议价能力高	7
图 14： 我国轴承钢生产企业的产能占比	7
图 15： 我国优特钢重点企业的优特钢产品结构	8
图 16： 中高端特钢产品的销售价格稳定性	8
图 17： 2018 年上市钢企的吨钢研发费用（元/吨）	8
图 18： 中信特钢的研发投入强度高于宝钢股份	8
图 19： 大冶特钢的新产品量	9
图 20： 中信特钢的产品出口稳步增长	9
图 21： 中信特钢的核心产品毛利率	10
图 22： 宝钢股份的核心产品毛利率	10

图 23： 公司特钢产品的吨钢成本（元/吨）	10
图 24： 公司的吨钢期间费用	10
图 25： 特钢钢价高于螺纹钢	11
图 26： 特钢销售毛利率更为稳定	11
图 27： 2020Q1 利润同比微增	11
图 28： 2020Q1 期间费用下降 3.4 亿	11

表格目录

表 1： 根据车型测算 2017 年汽车用钢消耗约 4200 万吨	5
表 2： 2019 年公司各生产基地的盈利能力	9
表 3： DCF 模型估值的主要参数	12
表 4： 中信特钢的 DCF 模型估值	12
表 5： DCF 估值的敏感性测试结果	13

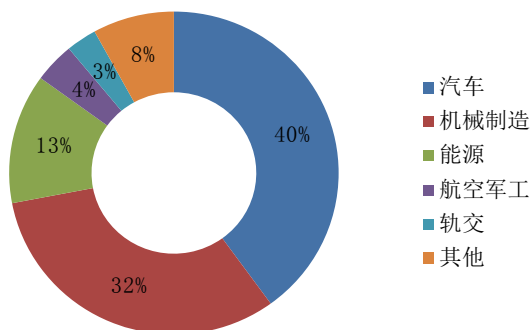
1. 面向新兴装备制造业, 优质赛道成长性更强

1.1 对接优质赛道, 市场逆势扩张

中信特钢是产能规模 1300 万吨的特钢生产企业, 下游以汽车、机械等传统行业为基础, 还包括能源、航空航天、军工等新兴装备制造业。当前国内外的汽车、工程机械消费增速阶段性放缓, 高速增长的新兴产业成为特钢市场的重要补充。公司积极对接新兴产业, 下游市场逆势扩张。在 2019 年汽车用钢需求大幅下滑时, 成功开辟了风电用轴承市场, 全年实现特钢产销量同比增长 10%。

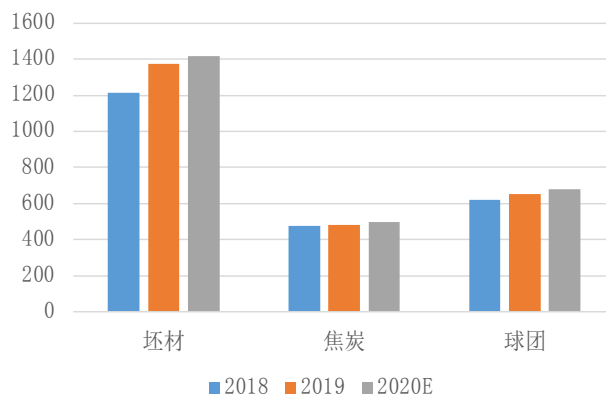
- ◆ 目前特钢需求占比最多的是汽车行业, 约为 40%; 其次是机械、能源、航空航天、轨道交通等。大冶特钢 2018 年的营收中锅炉及机械制造、汽车和铁路轴承行业占比分别为 28.5%、17.9% 和 12.5%; 某上市钢企的营收中机械装备、新能源风电、模具制造、轨交行业占比分别为 31.4%、46.9%、15.7%、3.7%。
- ◆ 相较于普钢, 特钢产品的牌号众多, 生产具有小批量、多规格的特点, 所面对的市场相对分散而稳定。据统计世界上约有特钢近 2000 个牌号、约 50000 个品种规格。

图1: 特钢的主要下游行业



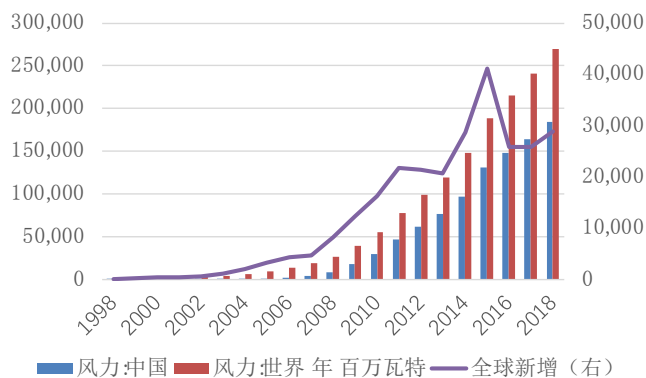
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图2: 中信特钢的坯材销量稳步增长



资料来源: Grand View Search, 2017 年公司实录, 东兴证券研究所

图3: 全球风电累计装机容量



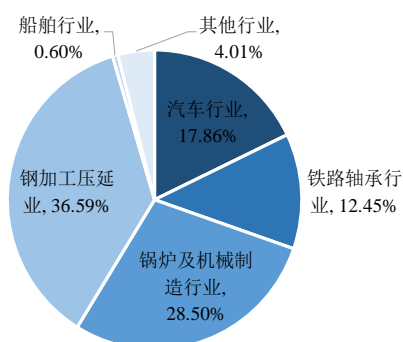
资料来源: BP, 东兴证券研究所

图4: 特钢在风电等新领域中的应用



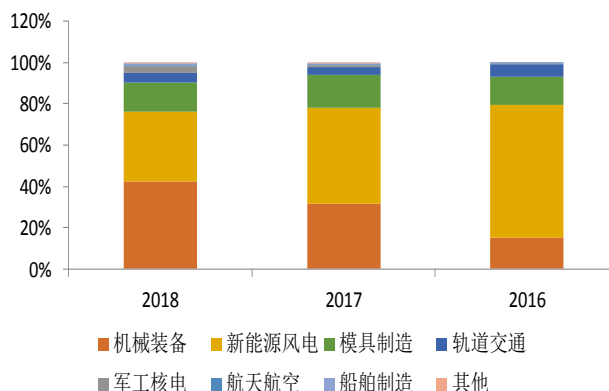
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图5：大冶特钢 2018 年的营收来源



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图6：某上市钢企 2016-2018 年的营收来源



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 依托高端制造业，市场的成长空间大

我国特钢的实际消费量低，跨越中等收入陷阱后的市场有 1 倍成长空间。根据测算我国的实际特钢年消费量在 5000~6000 万吨左右，参照日本的人均特钢表观消费量 80Kg/年，预计国内的特钢市场空间应在 1~1.2 亿吨。后城镇化时期，制造业转型升级和工程师红利的释放将强化我国制造业的竞争力和渗透率。如果我国能够顺利跨越中等收入陷阱，那么依托于汽车和高端装备的特钢市场具有很强的成长性。

- ◆ 钢材是汽车最重要的材料，一般占车身重量的 70%以上，汽车钢中特钢占比超过 60%。根据 2017 年不同车型销量测算当年汽车用钢消耗约 4200 万吨，则汽车用特钢需求预计在 2520 万吨。参照日本同发展阶段汽车用特钢（含冲压模具）占总产量的比重 50%推算，我国 2017 年的实际特钢总产量在 5000~6000 万吨左右。2018 年我国重点优特钢企业特殊质量钢产量为 3421 万吨，按会员企业统计口径占全部的 60~70% 比重推算实际产量应为 4800~5700 万吨，接近我们前面的推算值。
- ◆ 2018 年日本的特钢产量为 2620 万吨，其中直接出口为 613 万吨。根据日本汽车出口占总产量的比重我们假设间接出口的特钢占日本国内消费的比例为 50%，剔除直接和间接出口后日本国内实际人均特钢消费量为 80Kg/年。据此测算，我国国内的特钢年表观消费理论上可达 1~1.2 亿吨，较目前的市场规模仍有一倍的成长空间。如果加上我国装备制造业出口带来的间接需求，则市场空间更大。
- ◆ 美、日汽车市场规模与国民收入成正比，后发地区的收入增长将带来汽车市场的不断扩张。如果以美国、日本稳态下的汽车年销量 1800 万辆、600 万辆的峰值和 3.3 亿、1.2 亿人口类比计算，中国未来的汽车销量峰值目标将是 6000 万辆，汽车用钢市场有近 1.5 倍的成长性。考虑到纯电动车的单车用特钢量下降，按 30%渗透率计汽车用特钢的成长空间仍有 1 倍。

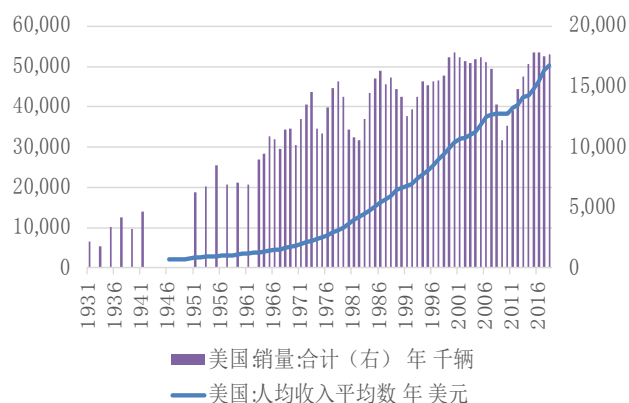
表1：根据车型测算 2017 年汽车用钢消耗约 4200 万吨

车型	2017 销量（万辆）	单车耗钢（吨）	2017 年用钢（万吨）
轿车	1194	1.16	1385
MPV	205	1.55	318
SUV	1029	1.55	1595
交叉型	53	1	53
乘用车合计	2481		3351

车型	2017 销量（万辆）	单车耗钢（吨）	2017 年用钢（万吨）
重型货车	22.2	9.25	205
中型货车	17.2	4.1	71
轻型货车	163	1.8	293
微型货车	56	0.88	49
大型客车	9.3	9	84
中型客车	7.2	4	29
轻型客车	31.4	1.5	47
商用车合计	306		778
合计	2787		4129

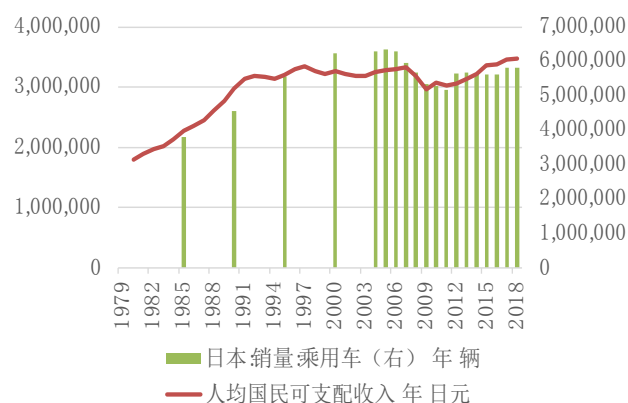
资料来源：汽车工业协会，东兴证券研究所

图7：2018 年美国汽车销量创历史新高



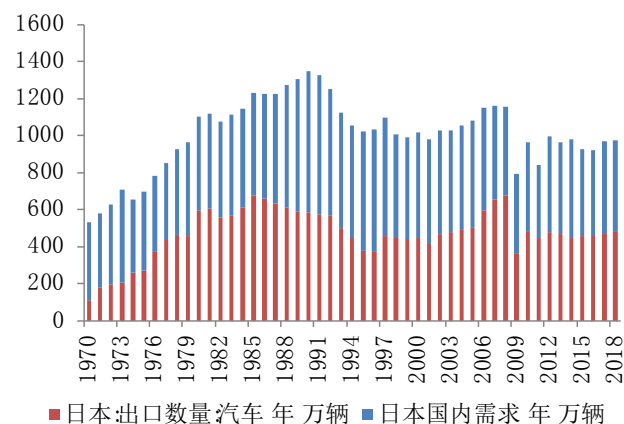
资料来源：美国商务部，WardsAuto，东兴证券研究所

图8：日本的汽车销量与人均收入成正相关



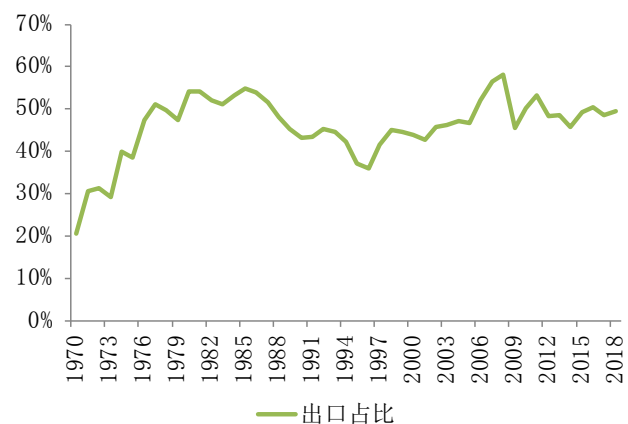
资料来源：日本内阁府，日本自动车工业协会，东兴证券研究所

图9：1975-1985 年间日本汽车产量接近翻倍



资料来源：日本自动车工业协会，东兴证券研究所

图10：日本的汽车产量增量主要来自于出口



资料来源：日本自动车工业协会，东兴证券研究所

2. 行业竞争格局趋优, 产品结构呈高端化

2.1 特钢产能集中度提升, 龙头优势愈发显著

我国特钢行业目前处在产能集中度提升的过程, 行业竞争格局趋优。以中信特钢为代表的龙头企业正通过兼并重组提高自身在特钢市场的话语权。一方面, 作为市场占有率高的头部企业, 公司将获得更强的议价能力和更稳定的销售溢价; 另一方面, 公司凭借着品牌优势、渠道优势可迅速改善重组单元的经营业绩。

- ◆ 中信特钢先后并购了青岛特钢、靖江特钢等企业, 2019 年公司产量占全国重点钢企优特钢产量的比重已升至近 20%, 远远高于普碳钢龙头宝钢股份 5% 的占比。沙钢集团重组抚顺特钢后, 旗下已拥有沙钢股份、抚顺特钢两大以特殊钢为核心产品的上市企业, 产品序列涵盖低、中、高端特钢。
- ◆ 中信特钢的轴承钢年产量达到 160 万吨, 占国内总产量的占比超过 40%, 连续位列世界轴承钢产销量第一位, 其中高端轴承钢超 60 万吨, 高标准轴承钢销售量占国内总销量的 80% 以上。公司在轴承钢市场的销售价格长期较行业均值高 700~1200 元/吨。

图 11: 中信特钢在优特钢市场的份额持续提升

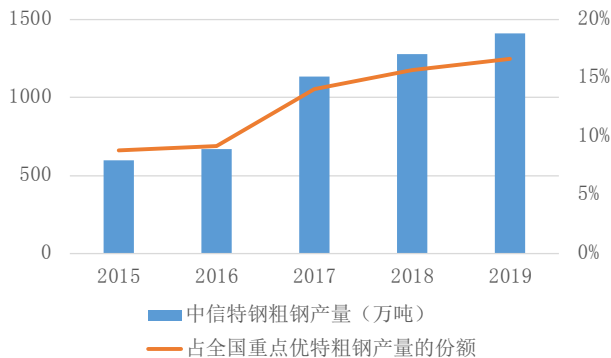
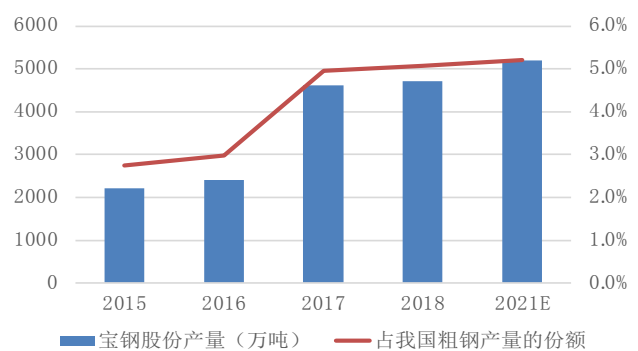
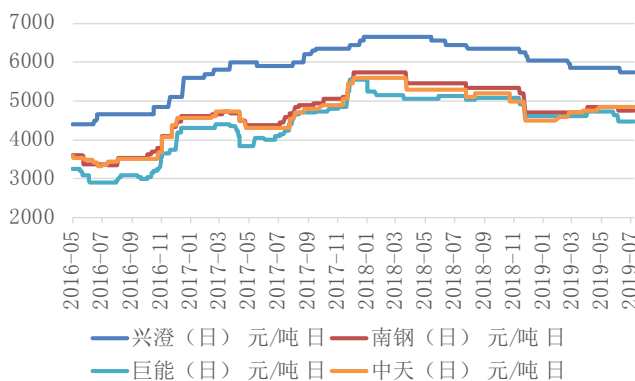


图 12: 宝钢股份在普碳钢中的市占率



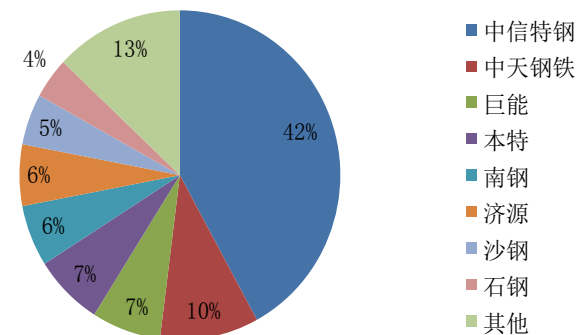
资料来源: 公司年报, 特钢协会, 东兴证券研究所 (2017 年前为大冶+兴澄计) 资料来源: 公司公告, 国家统计局, 东兴证券研究所

图 13: 中信特钢在 GCr15 轴承钢市场的议价能力高



资料来源: Mysteel, 东兴证券研究所

图 14: 我国轴承钢生产企业的产能占比



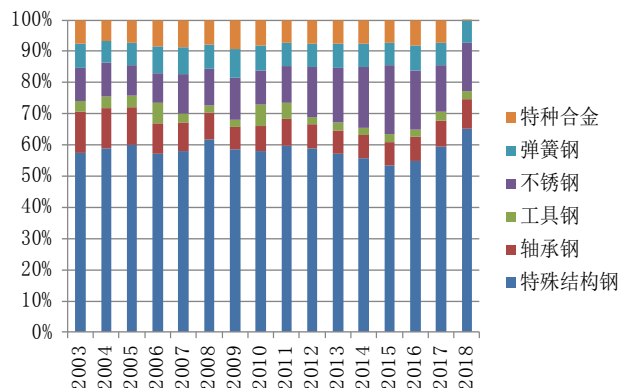
资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所 (根据生产供货报道整理)

2.2 中高端供给占比提升，盈利能力稳步上升

过去我国的特钢消费结构偏低端，产品技术壁垒和盈利能力差。近些年，随着制造业的转型升级，轴承钢、弹簧钢、工具钢等中高端特钢的需求增加。公司始终保持高研发投入，中高端产品品类丰富，并不断捕捉和拓展新老业务，核心盈利能力稳步提升。此外，中高端供给能力的提升也增强了公司的国际竞争力，产品出口数量稳步增长。

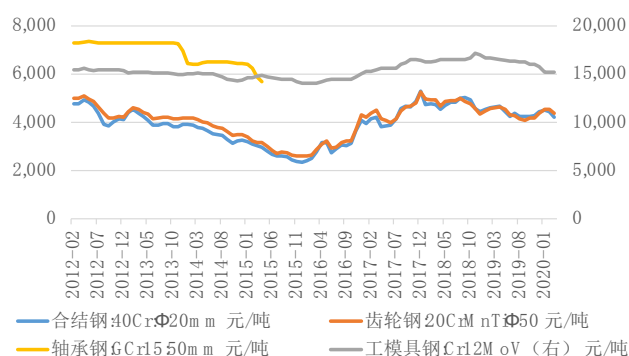
- ◆ 过去我国的特钢消费主要以结构钢为主，产品结构的优化空间仍较大。2018 年我国的特殊质量钢和不锈钢产量合计为 4062 万吨，其中结构钢（含齿轮钢）、轴承钢、弹簧钢、工具钢、不锈钢和特种合金分别占 65.23%、9.29%、7.11%、2.70%、15.57%和 0.11%。2018 年日本结构钢、工具钢和特殊用途钢（含轴承钢、弹簧钢、不锈钢、高抗拉强度钢等）占比分别为 46.7%、2.2%和 51.1%。
- ◆ 公司的研发投入高。2019 年研发投入占营业收入比例为 3.84%，环比 2018 年提高 0.24 个百分点。2018 年中信特钢的吨钢研发费用超 214 元，高于在普钢排名第一的宝钢股份 150 元/吨的研发支出，也远远高于其他普钢生产企业。公司前身大冶特钢过去每年保持超过 10%的新产品量和低端产品淘汰率。
- ◆ 2019 年公司在包括 2200MPa 级超高强度弹簧钢丝、4000MPa 级超高强度帘线钢、超纯净连铸轴承钢、特种无缝管、高温合金等关键核心材料在资质认证、高端客户开发和进口替代等方面取得突破性进展。

图15：我国优特钢重点企业的优特钢产品结构



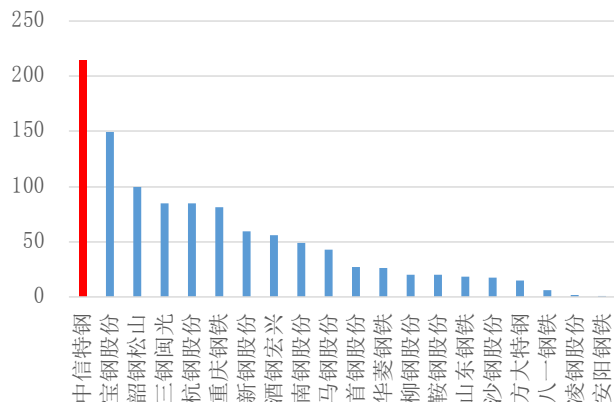
资料来源：特钢企业协会，东兴证券研究所

图16：中高端特钢产品的销售价格稳定性



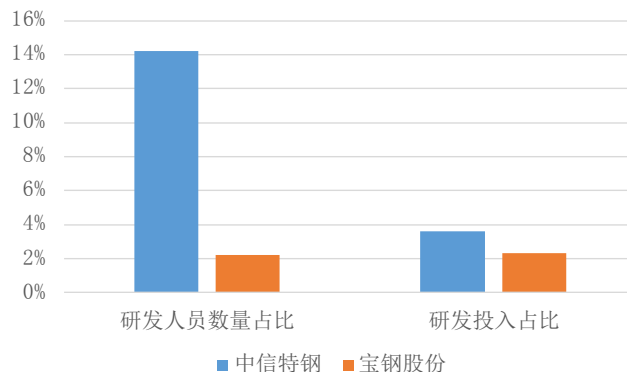
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图17：2018 年上市钢企的吨钢研发费用（元/吨）



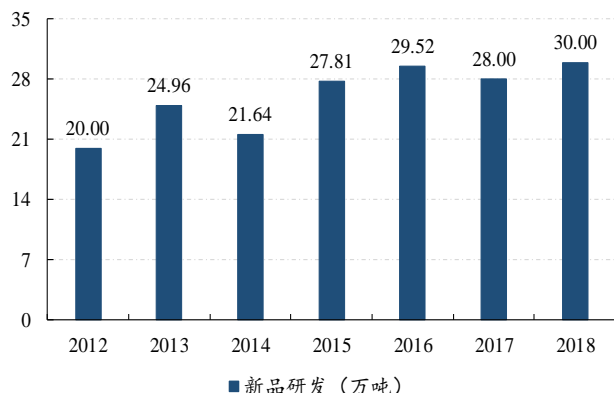
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图18：中信特钢的研发投入强度高于宝钢股份



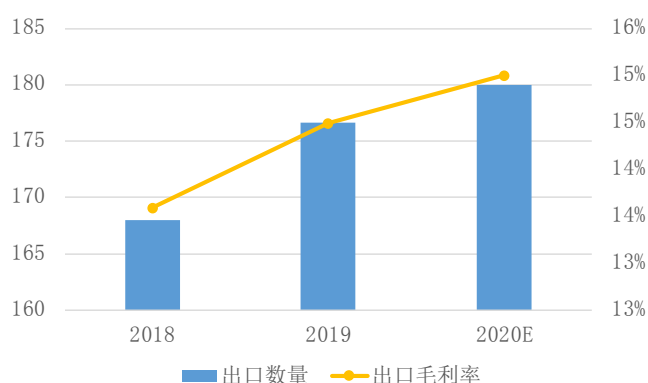
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图19: 大冶特钢的新产品量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图20: 中信特钢的产品出口稳步增长



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3. 协同和降本效应兑现, 精细管理重塑竞争力

3.1 协同效应兑现, 青岛特钢的盈利能力持续改善

在中信特钢 2018-2019 年的业绩增长中, 青岛特钢、靖江特钢等收购单元发挥了重要作用。尤其是青岛特钢自从收购以来, 不仅实现扭亏为盈, 而且盈利能力不断的提升, 现已接近兴澄本部。在 2019 年同比增长的 10 亿净利润中, 青岛特钢贡献了近 4 亿元。

- ◆ **青岛基地: 100 万吨产能续建开始执行, 吨钢利润仍有提升空间。**具有年粗钢产能 300 万吨。2016 年亏损达到了 36.16 亿元。在兴澄特钢介入管理后, 降本增效、对标挖潜, 有效降低运营及财务成本, 实现扭亏为盈, 2018 年、2019 年分别达到 200 元/吨、334 元/吨。根据公司年报披露数据折算 2019 年兴澄本部的吨钢净利润为 566 元/吨, 与之相比青岛基地的盈利能力有继续提升的空间。2020 年公司拟启动青岛特钢环保搬迁项目续建工程。该项目生产 50 万吨帘线钢、胎圈用钢, 50 万吨焊丝等产品, 以及 13 万吨钢坯, 总计年产 113 万吨坯材, 预计 2021 年下半年投产。
- ◆ **新冶基地: 高品质模具钢产线投产在即。**高品质模具钢生产线项目预计 2020 年 5 月投入试运行, 可实现年新增特冶锻造产品 3 万吨的产能, 产品主要以航空航天、舰船、石油石化、汽轮机、机械制造、新能源等行业用的高温/耐蚀合金、特种不锈钢及高端模具钢为主。预计投产达产后 IRR 为 14%(税后)。
- ◆ **靖江基地: 收购靖江特钢和浙江泰富钢管后, 公司已具备 150 万吨钢管产能, 品种规格更齐全, 综合竞争力得到互补性提升。**公司的机械钢管业务是国内第一品牌, 下一步将重点推进非 API 标准油井管等高端产品研发, 是未来钢管业务增长的核心点。

表2: 2019 年公司各生产基地的盈利能力

	产能 (万吨)	利润 (亿元)	吨钢利润 (元/吨)
兴澄基地	600	33.98	566
青岛基地	300	10.01	334

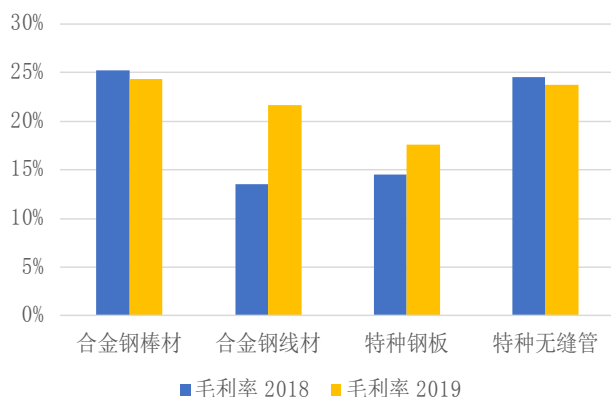
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

3.2 降本成果显著，核心产品毛利率稳步提升

规模效应和精细化管理双管齐下，成本显著下降。2019 年中信特钢的净利润（由于公司 2019 年收购部分股权，此处所用非归母口径）同比增长 22.5%，部分贡献来自于产销量同比增长 10% 规模效应，更大的贡献则来自于降本增效对毛利率的提升。在吨钢销售价格同比下降近 10% 和铁矿石价格大幅上涨 30% 的背景下，中信特钢的综合毛利率提升 1 个百分点。

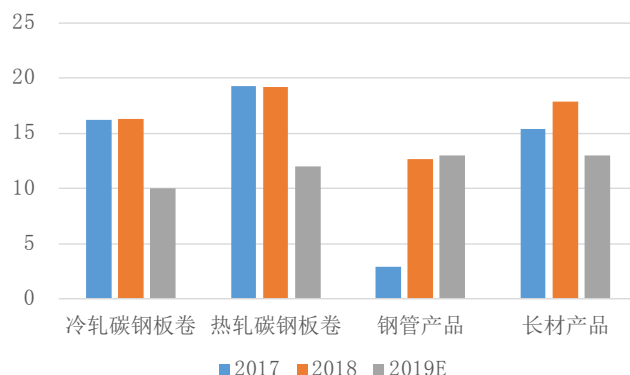
- ◆ 2019 年是中信特钢的“降本增效年”，报告期内在销量增长和铁矿大幅涨价的背景下，主营业务成本同比降低 1.49%。2019 年主营产品中合金钢线材、特种钢板的毛利率分别同比提高 5.87、2.33 个百分点。
- ◆ 从降本的路径来看，2019 年公司的吨钢原材料、燃料动力成本分别同比下降 15.1%、15.0%，吨钢折旧摊销同比下降 10.0%。其中，折旧摊销的成本下降是规模效应带来的，而原燃料成本的下降则仰仗于公司的精细化管理，从铁矿石、焦煤焦炭等原料采购、配比以及能耗控制等多工序环节来达到降本目的。
- ◆ 公司将 2020 年定为“管理提升年”，继续深挖降本潜力。从与成本控制能力领先的高炉企业对比看，公司在原材料、燃料动力、人工、期间费用等多角度仍有成本削减空间。从全球产业转移的路径可以看到，制造业的竞争最终是产品的生产成本之争，精细降本将给公司创造最硬核的竞争力。

图21：中信特钢的核心产品毛利率



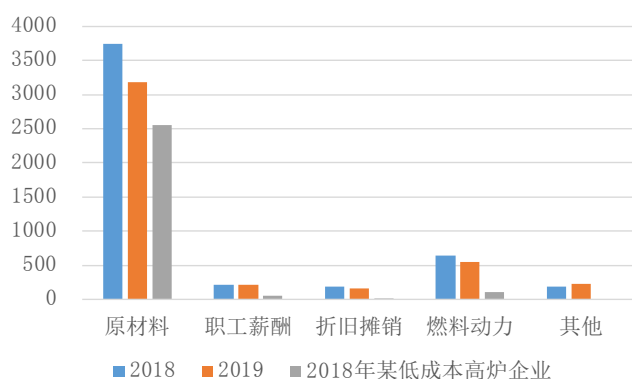
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图22：宝钢股份的核心产品毛利率



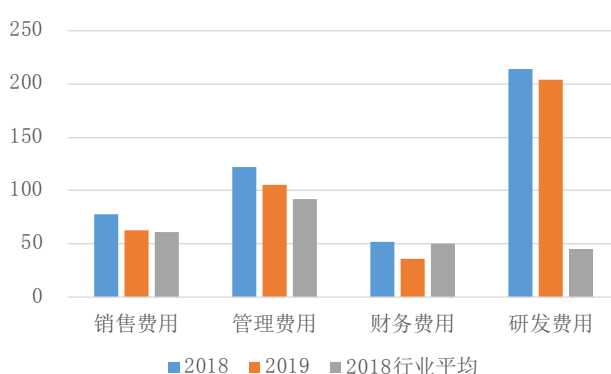
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图23：公司特钢产品的吨钢成本（元/吨）



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图24：公司的吨钢期间费用



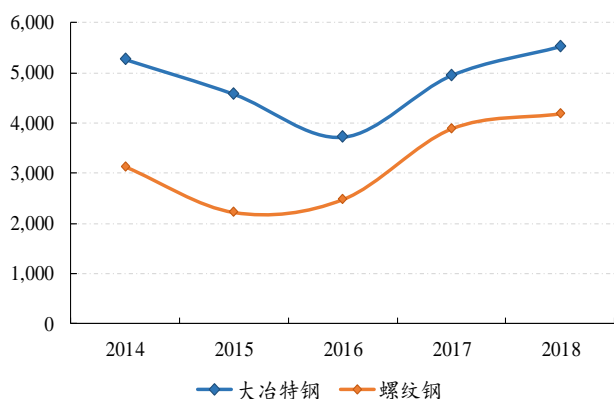
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

3.3 精细化管理提升抗周期性

基于公司的产品优势、管理优势和渠道优势, 在面对行业的周期性波动时, 公司通过精耕细作能够尽可能的减少负面影响, 实现稳定的盈利。例如, 受疫情影响的 2020 年 1 季度, 公司实现营业收入 172 亿元, 同比下降 2.7%; 归属于上市公司股东的净利润 12.9 亿元, 同比增长 3.8%。随着疫情得到控制, 国内外复工复产后需求恢复, 公司业绩有望环比改善。

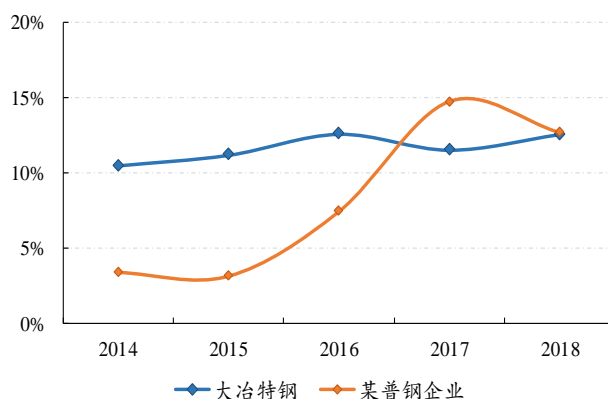
- ◆ 由于普特共线导致普钢与特钢价格之间有联动性, 但公司的精细化管理能够较好的减少业绩波动。以大冶基地为例, 2014-2018 年间的毛利率稳定在 10%-13% 之间。一方面得益于公司的产品结构向高端调整 and 价格波动较弱, 另一方面来自于公司的经营管理能力。目前公司产品销售渠道中的直供比率达到了 80%, 同时较好成本控制能保证毛利率的稳定。
- ◆ 疫情期间公司在做好疫情防控工作的基础上, 积极推进复工复产。根据公司反馈, 1-2 月主要产品的产量均实现同比增长, 1-3 月有较大幅度的增长。2020 年公司持续推动降本增效, 1 季度公司严格控制期间费用, 同比 2019 年下降近 3.4 亿。其中管理费用、研发费用和财务费用分别同比去年下降 1.22 亿、1.33 亿和 0.97 亿, 销售费用小幅增长 0.12 亿。

图25: 特钢钢价高于螺纹钢



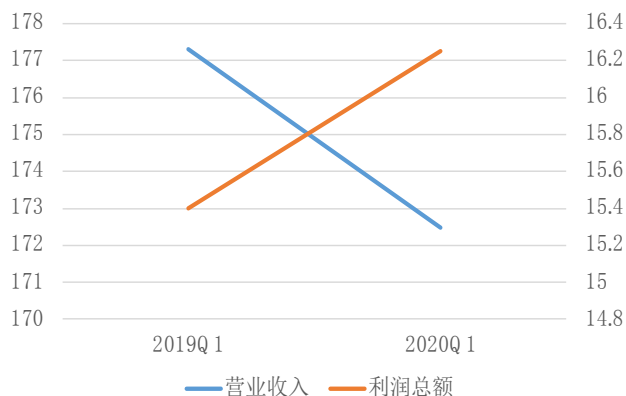
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图26: 特钢销售毛利率更为稳定



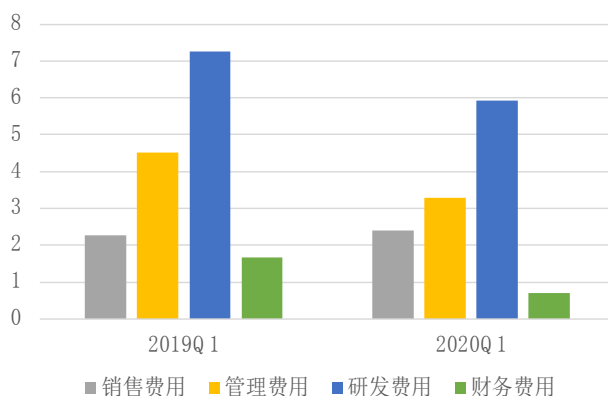
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图27: 2020Q1 利润同比微增



资料来源: 公司季报, 东兴证券研究所

图28: 2020Q1 期间费用下降 3.4 亿



资料来源: 公司季报, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 693.90 亿元、694.4 亿元和 718.94 亿元；归母净利润分别为 64.64 亿元、68.91 亿元、73.43 亿元；不考虑转股下，EPS 分别为 2.18 元、2.32 元和 2.47 元，对应 PE 为 11.98X、11.24X 和 10.54X。类比其他 A 股特钢公司的估值，我们给予龙头中信特钢 2020 年业绩 15 倍 PE，对应股价为 32.70 元。

依托高端装备制造业，特钢是具有成长性的细分行业。目前我国的人均实际特钢消费量仅为 40Kg/年，与日本等制造强国人均 80Kg/年的消费水平相比，至少有一倍的市场成长空间。公司作为特钢行业的龙头企业，兼具产品优势、管理优势和渠道优势，未来的业绩成长空间大。我们设定股市的平均回报率 R_m 为 12.0%，中信特钢 β 值为 1.10，无风险收益率为 2.60%，则公司的 WACC 为 12.20%。通过 DCF 模型我们测算的公司股价为 33.66 元。

综合两种估值方法，我们认为公司股价的合理区间为 32.70-33.66 元，维持“强烈推荐”评级。

表3：DCF 模型估值的主要参数

假设	数值
第二阶段(2025-2032)年数	8
第二阶段增长率	2.00%
长期增长率	1.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 R_f	2.60%
β	1.11
R_m	12.00%
K_e	13.03%
税率	20.00%
K_d	5.50%
V_e	77,429.12
V_d	9,683.09
WACC	12.20%

资料来源：东兴证券研究所

表4：中信特钢的 DCF 模型估值

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	37,452.85	37.28%
第二阶段	35,221.37	35.06%

FCFF 估值	现金流折现值（百万 元）	价值百分比
第三阶段（终值）	27,785.36	27.66%
企业价值 AEV	100,459.58	100.00%
+ 非核心资产价值	9,177.67	9.14%
—少数股东权益	31.45	-0.03%
—净债务	9,683.09	-9.64%
总股本价值	99,922.71	99.47%
股本（百万股）	2,968.91	
每股价值（元）	33.66	

资料来源：东兴证券研究所

表5：DCF 估值的敏感性测试结果

敏感性测试结果	长期增长率(g)									
WACC	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	
9.75%	40.80	41.50	42.26	43.11	44.05	45.11	46.30	47.66	49.22	
10.25%	38.81	39.41	40.07	40.79	41.59	42.49	43.49	44.62	45.91	
10.75%	36.99	37.51	38.08	38.70	39.39	40.15	41.00	41.95	43.03	
11.25%	35.33	35.78	36.28	36.82	37.41	38.06	38.78	39.59	40.49	
11.75%	33.80	34.20	34.63	35.10	35.61	36.17	36.79	37.47	38.24	
12.25%	32.40	32.74	33.12	33.53	33.97	34.46	34.99	35.58	36.23	
12.75%	31.10	31.40	31.73	32.09	32.48	32.90	33.36	33.86	34.42	
13.25%	29.89	30.16	30.45	30.77	31.10	31.47	31.87	32.31	32.79	
13.75%	28.77	29.01	29.27	29.54	29.84	30.16	30.51	30.89	31.31	
14.25%	27.73	27.94	28.17	28.41	28.68	28.96	29.26	29.60	29.96	
14.75%	26.76	26.95	27.15	27.36	27.60	27.84	28.11	28.40	28.72	

资料来源：东兴证券研究所

5. 风险提示

1、原料价格风险；2、宏观经济风险；3、企业经营风险。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位：百万元			利润表			单位：百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	5201	29454	29901	36752	47261	营业收入	12573	72620	69390	69436	71894
货币资金	1938	7838	9093	15139	24578	营业成本	10989	59545	56063	55755	57700
应收账款	498	1949	2305	2307	2235	营业税金及附加	62	553	520	521	539
其他应收款	30	219	209	209	217	营业费用	193	863	1110	1111	1150
预付款项	93	1018	1859	2696	3561	管理费用	70	1446	1527	1528	1582
存货	902	7976	6057	6024	6234	财务费用	-48	485	666	566	422
其他流动资产	26	804	762	763	795	研发费用	0	0	1.387	1.388	1.437
非流动资产合计	2477	43131	40598	38104	35645	资产减值损失	131	-402	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	84	84	84	84	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2179	32743	30767	28785	26797	投资净收益	0.00	-109	0.00	0.00	0.00
无形资产	15	4410	3969	3572	3215	加：其他收益	4	101	5	5	5
其他非流动资产	57	388	388	388	388	营业利润	623	6492	8119	8569	9065
资产总计	7678	72585	70499	74857	82907	营业外收入	9.36	145.72	10.00	80.00	80.00
流动负债合计	3139	37866	32462	33272	37548	营业外支出	31.40	59.52	100.00	100.00	0.00
短期借款	500	2566	1188	0	0	利润总额	601	6579	8079	8614	9179
应付账款	2026	14798	11969	11904	12927	所得税	91	1190	1616	1723	1836
预收款项	166	2772	4853	6937	9093	净利润	510	5389	6464	6891	7343
一年内到期的非流动负债	0	110	110	110	110	少数股东损益	0	3	0	0	0
非流动负债合计	135	9443	9428	9430	9434	归属母公司净利润	510	5386	6464	6891	7343
长期借款	0	8385	8385	8385	8385	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	3274	47308	41890	42703	46981	成长能力					
少数股东权益	0	31	31	31	31	营业收入增长	22.94%	477.58%	-4.45%	0.07%	3.54%
实收资本（或股本）	449	2969	2969	2969	2969	营业利润增长	20.09%	942.36%	25.29%	5.57%	5.63%
资本公积	486	11285	11285	11285	11285	归属于母公司净利润增长	19.48%	6.50%	19.48%	6.50%	6.81%
未分配利润	3242	10324	13556	17002	20674	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4404	25245	28500	32046	35818	毛利率（%）	12.60%	18.01%	19.21%	19.70%	19.74%
负债和所有者权益	7678	72585	70499	74857	82907	净利率（%）	4.06%	7.42%	9.27%	9.87%	10.18%
现金流量表						总资产净利润（%）	6.64%	7.42%	9.16%	9.51%	9.31%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE（%）	11.59%	21.34%	22.59%	21.41%	20.46%
经营活动现金流	732	7926	6439	11079	13396	偿债能力					
净利润	510	5389	6464	6891	7343	资产负债率（%）	43%	65%	59%	55%	54%
折旧摊销	225.79	7228.93	2516.75	2478.98	2445.63	流动比率	1.66	0.78	0.92	1.11	1.29
财务费用	-48	485	615	501	388	速动比率	1.37	0.57	0.73	0.92	1.10
应收账款减少	0	0	-356	-2	71	营运能力					
预收账款增加	0	0	2082	2083	2157	总资产周转率	1.76	1.81	0.97	0.98	0.95
投资活动现金流	-38	-2989	100	100	100	应收账款周转率	30	59	33	30	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.23	8.63	5.18	5.82	5.79
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	0	-109	0	0	0	每股收益（最新摊薄）	1.14	1.81	2.18	2.32	2.47
筹资活动现金流	60	-7797	-5284	-5133	-4057	每股净现金流（最新摊薄）	1.68	-0.96	0.42	2.04	3.18
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新摊薄）	9.80	8.50	9.60	10.79	12.06
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2519	0	0	0	P/E	24.74	15.51	12.90	12.10	11.35
资本公积增加	0	10799	0	0	0	P/B	2.87	3.30	2.93	2.60	2.33
现金净增加额	755	-2860	1255	6046	9439	EV/EBITDA	13.97	6.09	7.43	6.61	5.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中信特钢（000708）：高质成长的特钢龙头，规模效应提升价值	2020-03-13
公司报告	大冶特钢（000708）中报业绩点评：业绩逆势高增长，特钢航母即将起航	2019-08-20
公司深度报告	大冶特钢（000708）：拟关联收购兴澄特钢，世界级特钢龙头诞生	2019-06-19
行业普通报告	钢铁行业报告：优质钢企减少现金分红是好是坏？	2020-04-21
行业普通报告	钢铁行业报告：国内复工加速+疫情全球化背景下的黑色产业链配置逻辑	2020-04-01
行业深度报告	钢铁行业 2020 年度投资策略：中周期向下的短期反弹，重视产业结构优化的机会	2020-01-02
行业深度报告	钢铁行业海外对标系列之日本篇：以日为鉴，寻找钢铁工业转型升级的结构性机会	2019-12-16
行业深度报告	2019 年钢铁行业回顾专题之供给：产量高增长下如何理解供给能力的变化？	2019-12-10
行业事件点评报告	钢铁行业 7 月数据点评：供给收缩不及预期 短期仍看好需求韧性	2019-08-15
行业事件点评报告	钢铁行业报告：唐山限产扰动市场预期 板块再迎博弈性配置窗口期	2019-06-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

研究助理简介

张清清

北京航空航天大学工学博士，2015-2018 年在宝钢从事产品开发及研究工作，对钢铁行业的产品、技术和生产有深入的理解和研究，2018 年 5 月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526