

# 从特钢龙头到并购专家 买入 (首次)

2020 年 11 月 17 日

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	72,620	83,513	93,117	95,910
同比 (%)	477.6%	15.0%	11.5%	3.0%
归母净利润 (百万元)	5,386	6,542	7,504	7,889
同比 (%)	956.3%	21.4%	14.7%	5.1%
每股收益 (元/股)	1.07	1.30	1.49	1.56
P/E (倍)	19.50	16.05	14.00	13.31

## 投资要点

■ **百年钢铁巨头，沿海沿江产业链布局。**公司是我国特殊钢产业引领者、市场主导者和行业标准制定者，也是全球钢种品种最齐全、覆盖面最广的精品特殊钢制造企业。目前拥有大冶、兴澄、青岛、靖江四大特殊钢制造基地，铜陵特材、扬州特材两大原材料生产基地，以及泰富悬架、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。

■ **高端特钢龙头，技术创新引领增长。**2019 年公司与兴澄特钢重组，重组完成后总产能达到 1300 万吨，在特种钢材领域市占率为 11.44%，遥遥领先竞争对手。核心产品定位中高端，轴承钢产销量连续 10 年全球领先，高端汽车用钢、海洋系泊链钢、矿用链条钢、高端大圆坯、合金钢管、特殊锻件等亦是国内第一品牌。公司构建了以企业为主体、研究院为平台的开放式技术创新体系，每年科技研发投入到数十亿元，丰富的技术积累帮助公司创下了多个行业乃至世界第一。

■ **从收购到重组，管理优势助力收购资产经营改善。**

1) 公司在 2004-2008 年兼并了冶钢集团、石家庄钢铁和安徽铜陵焦化；2017 年以来，中信集团内部密集实施资产整合，两年间整合了青岛特钢、江苏锡钢集团和靖江特钢三家优质潜力公司，以及其他 37 家与特钢业务相关的公司，将它们纳入兴澄特钢报表范围。

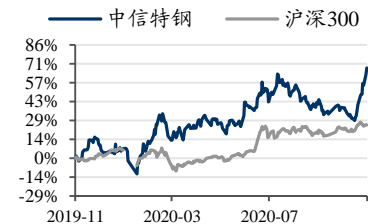
2) 中信特钢利用其先进科学的管理模式，对并入的企业进行深度改造，以大冶特钢、青岛特钢、靖江特钢的整改案例为代表，三者均在并入次年实现扭亏为盈，而且保持业绩的迅速增长。

3) 本次合并兴澄特钢后，除了在统一定价、集中采购、产业布局、产品结构调整等方面的整合效用外，对部分产品如钢管、合结钢等的改造提升亦有提升空间。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 835.13 亿元、931.17 亿元、959.10 亿元，同比增长 15.0%、11.5%、3.0%；实现归母净利润分别为 65.42 亿元、75.04 亿元、78.89 亿元，同比增长 21.4%、14.7%、5.1%；对应 PE 分别为 16.05 倍、14.00 倍、13.31 倍，低于行业可比公司估值，故首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**特钢需求增长不及预期；原材料铁矿石价格上涨超预期；海外市场风险。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	20.81
一年最低/最高价	9.87/21.68
市净率(倍)	3.94
流通 A 股市值(百万元)	26203.04

## 基础数据

每股净资产(元)	5.29
资产负债率(%)	65.74
总股本(百万股)	5047.14
流通 A 股(百万股)	1259.16

## 相关研究

## 内容目录

<b>1. 百年钢铁摇篮 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 重组完成，整体上市 .....	5
1.2. 特钢航母呼之欲出 .....	7
<b>2. 特钢行业：政策加持前景广阔 .....</b>	<b>9</b>
2.1. 高端特钢是政策重点支持的新兴行业 .....	9
2.2. 特钢国产化与特钢比提升 .....	11
2.3. 特钢下游需求增长点不断涌现 .....	11
<b>3. 特钢行业引领者 .....</b>	<b>17</b>
3.1. 市占率、增速遥遥领先 .....	17
3.2. 产品定位中高端 .....	18
3.3. 技术创新引领增长 .....	19
3.4. 多举措增产降本 .....	21
3.5. 海外业务开花结果 .....	21
<b>4. 特钢专家：从收购到整合，从周期到成长 .....</b>	<b>22</b>
4.1. 辉煌的并购史 .....	22
4.2. 从并购到整合的典范 .....	23
4.2.1. 新冶钢销售体系脱胎换骨 .....	24
4.2.2. 青岛特钢扭亏为盈 .....	25
4.2.3. 靖江特钢降本增收 .....	26
4.3. 并购成为核心竞争力 .....	27
4.3.1. 对外收购与对内整合相结合 .....	27
4.3.2. 收购后的协同规模效应 .....	28
<b>5. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>29</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 公司百年发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构图 (截止 2020 年 11 月 17 日) .....	6
图 3: 特钢产品分类.....	9
图 4: 中国制造 2025 五大工程.....	11
图 5: 2019 年特钢主要应用领域及需求结构.....	12
图 6: 2000-2019 年汽车产量当月同比 (单位: %) .....	12
图 7: 2014-2019 年中国新能源汽车销量与渗透率 .....	12
图 8: 特钢在卡车制造中的应用.....	13
图 9: 特钢在轿车制造中的应用.....	13
图 10: 高温合金用作先进航空发动机关键热端承力部件.....	14
图 11: 航空发动机内部结构示意图.....	14
图 12: 中国高速铁路“八纵八横”网络规划示意图 .....	15
图 13: 2020 年全国已建成高速铁路及城际高速铁路.....	15
图 14: 轻水堆型压水堆核电站工作模式示意图.....	16
图 15: 部分特钢上市公司钢材产量对比 (单位: 万吨) .....	17
图 16: 2019 年特钢行业市占率估算.....	17
图 17: 部分特钢上市公司钢材产量增速对比.....	18
图 18: 2019 年特钢行业盈利水平.....	18
图 19: 公司高端产品为中国工程做出重大贡献.....	19
图 20: 公司国际营销图 (2019 年) .....	22
图 21: 中信集团四大支柱发展理念.....	23
图 22: 2002 年至 2006 年大冶特钢净利润及增速 (单位: 万元) .....	24
图 23: 青岛特钢 2017-2018 年净利润对比 (单位: 亿元) .....	25
图 24: 涂油技术提高油漆使用效率示意图.....	26
图 25: 靖江特钢 2018 年 1-11 月电量及循环水降成本图 .....	27
图 26: 靖江特钢 2018 年 6-10 月份气瓶管生产比重 .....	27
图 27: 公司下属生产基地布局地图.....	28
表 1: 公司收购时间线.....	6
表 2: 公司下属生产基地简介 (2019 年) .....	7
表 3: 公司六大产品群产能及代表品种 (2019 年) .....	8
表 4: 2015 年来中央出台促进发展高端制造业的政策.....	10
表 5: 高温合金按工艺分类.....	14
表 6: 高铁机车车体用钢.....	16
表 7: S32101 双相不锈钢与 304L 奥氏体不锈钢主要元素对比.....	17
表 8: 国内部分特钢企业主要产品对比.....	18
表 9: 公司技术创新成果 (2019 年) .....	20
表 10: 公司主要产品及其应用成果 (2019 年) .....	20
表 11: 公司“降本增效”三大工程.....	21
表 12: 中信特钢整合旗下特钢公司时间轴与事件概览.....	22
表 13: 青岛特钢 2017、2018 年度主要财务数据变化情况 (单位: 万元) .....	25

表 14: 公司分业务营收预测.....	29
表 15: 公司可比公司估值（2020 年 11 月 17 日） .....	30

## 1. 百年钢铁摇篮

中信泰富特钢集团股份有限公司（以下简称“中信特钢”或“公司”）是中信股份有限公司下属企业，是全球领先的专业化特殊钢制造企业，具备年产 1300 多万吨特殊钢材料的生产能力。公司的历史可追溯至 1890 年清末湖广总督张之洞创办的汉冶萍煤铁厂矿有限公司，底蕴深厚，被誉为“中国钢铁摇篮”。经过百年的持续发展，中信泰富特钢的品牌以及旗下兴澄特钢和大冶特钢两个“中国名牌”的价值、认知度和美誉度不断提升，享誉全球。

图 1：公司百年发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.1. 重组完成，整体上市

大冶特钢与兴澄特钢于 2019 年成功重组上市。2018 年 12 月，公司发布公告，计划

以发行股份的方式购买中信泰富特钢有限公司等持有的江阴兴澄特种钢铁有限公司的控股权。2019 年 9 月，公司重组方案实施，购买泰富投资、江阴信富、江阴信泰、江阴冶泰、江阴扬泰和江阴青泰持有的兴澄特钢 86.5% 股权，此举实现了中信泰富旗下特钢板块企业的整体上市。2019 年 11 月，公司参与竞买泰富投资在江苏产交所公开挂牌转让的兴澄特钢 13.50% 股权，最终成功完成对兴澄特钢 100% 股权的收购。此次并购重组有效减少了中信泰富特钢内部竞争与关联交易，有利于提升综合竞争力。

表 1：公司收购时间线

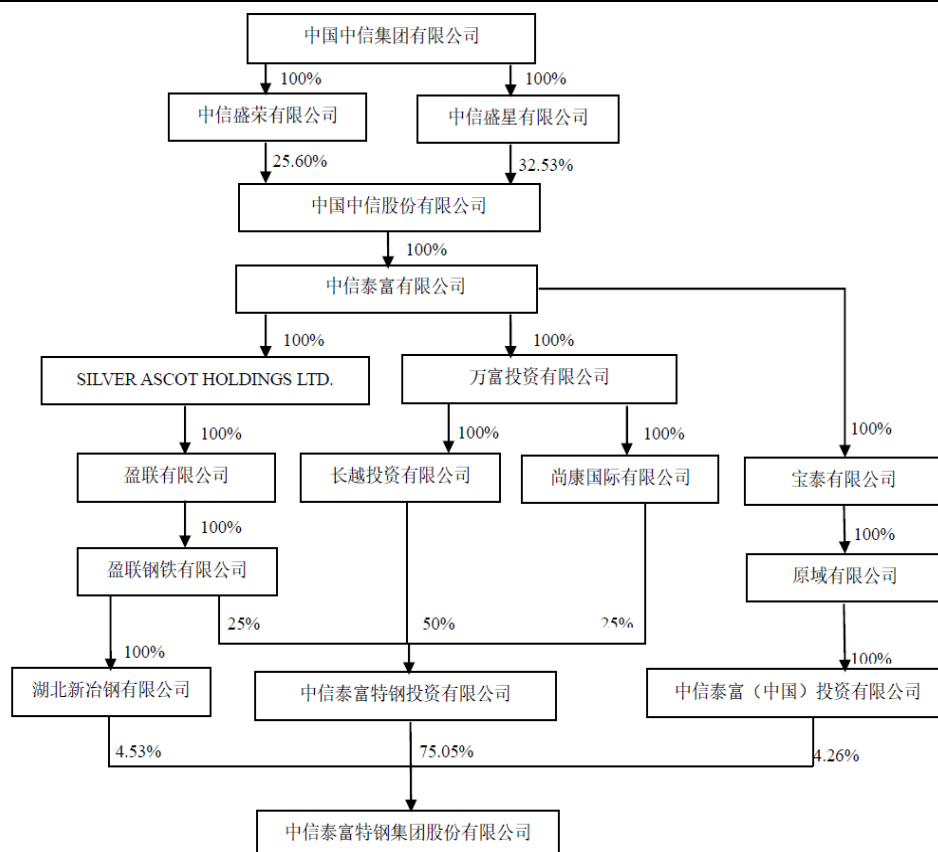
时间	事件
2019.04	大冶特钢公告以发行股份的方式购买兴澄特钢 86.50% 股权，发行价格 10.00 元/股，数量 23.18 亿股
2019.05	大冶特钢公告根据 2018 年利润分配情况，发行股票购买资产的发行价格调增为 9.20 元/股，数量调整为 25.19 亿股
2019.07	大冶特钢发行股份购买资产事项获得中国证监会受理
2019.09	大冶特钢发行股份购买资产事项获中国证监会条件通过
2019.11	大冶特钢实施收购计划，购买中信泰富投资等持有的兴澄特钢 86.50% 股权
2019.11	大冶特钢参与竞买中信泰富投资挂牌转让的兴澄特钢 13.50% 股权，完成对兴澄特钢 100% 股权收购

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）20190803》，东吴证券研究所

由于大冶特钢和兴澄特钢实控人均为中信集团，股权变动前后中信集团均为公司的实际控制人。公司整体上市后，中信集团通过新冶钢、中信富投、中信中投间接持有公司 83.84% 的股权，仍拥有公司的绝对控制权。

图 2：公司股权结构图（截止 2020 年 11 月 17 日）





数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 特钢航母呼之欲出

中信特钢是我国特殊钢产业引领者、市场主导者和行业标准制定者，也是率先向新材料领域转型的高端制造业领军企业。目前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、江苏靖江特钢四大精品特殊钢制造基地，安徽铜陵特材、江苏扬州特材两大原材料生产基地，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。

表 2：公司下属生产基地简介（2019 年）

基地名称	所在地	交通条件	产能
兴澄特钢	江苏省江阴市	自建两座 10 万吨级远洋专用码装备均从国外引进，具有棒线材生产线 7 条，中厚头，南接地区主要高速公路	具有钢 690 万吨、坯材 660 万吨的产能。公司主要板生产线 2 条，具备“棒、线、板、坯”各种规格、品种生产能力
大冶特钢	湖北省黄石市	北临长江，距我国内河主要港口黄石港 29Km	具备 350 万吨特钢产能
青岛特钢	山东省青岛市	紧邻董家口港 40 万吨级矿石码	具备 300 万吨特钢年产能

		头	
靖江特钢	江苏省靖江市	临江近海，自建物流码头拥有 4 个 3000 吨级杂货泊位码头	具备 100 万吨特钢年产能
铜陵特材	安徽省铜陵市	西临长江，距离铜陵港仅 7.1Km 车程	建有 4.3 米捣固焦炉两座、7 米顶装焦炉及配套的干熄焦、化产回收、煤气利用等装置。拥有年产 220 万吨优质冶金焦的生产能力
扬州特材	江苏省扬州市	配套有一座年吞吐能力达 2000 万吨的长江码头。	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 万吨高品位精粉选矿生产线
泰富悬架	山东省济南市	距离京沪高速仅 11Km 车程	拥有 12 条国内先进的钢板弹簧生产线，具有 15 万吨钢板弹簧年产能
浙江钢管	浙江省绍兴市	毗邻杭甬高速，与著名的北仑港最长长度 14m 的大口径特种管的能力，单支钢管重量可达 16 吨。具有年产各类大口径厚壁特种无缝钢管 18 万吨的产能	具备生产最大直径 $\Phi 1200\text{mm}$ 、最厚壁厚 200mm、

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司具备年产 1300 多万吨特殊钢生产能力，工艺技术和装备具备世界先进水平，是目前全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢制造企业，具有强劲的市场竞争力。公司拥有合金钢棒材、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，产品下游主要应用于汽车制造、航空航天、轨道交通、建筑桥梁、工程机械、石油、石化、风电、核电、船舶及海洋工程等领域，畅销全国并远销美国、日本以及欧盟、东南亚等 60 多个国家和地区，深受国内外高端领域用户的青睐。

表 3：公司六大产品群产能及代表品种（2019 年）

产品类别	年产能（万吨）	规格范围（mm）	代表品种
合金钢棒材	600	$\Phi 10-350$	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	$\Phi 50-1200*5-200$	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	$\Phi 100-950$	工模具钢、电渣轴承钢、高强及超高强钢、不锈钢、高



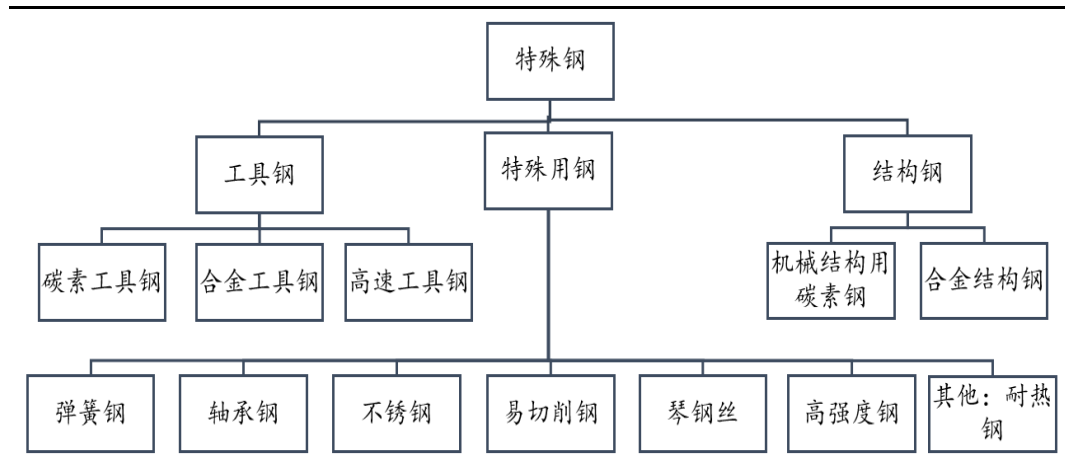
			温合金以及其它双真空产品等
合金钢线材	273	Φ4.5-40	合金结构钢、轴承钢、弹簧钢、切割丝用钢、帘线钢、焊丝用钢、高强缆索钢等
合金钢大圆坯	100	Φ180-1000	合金结构钢、齿轮钢、轴承钢等

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 2. 特钢行业：政策加持前景广阔

特钢，即特殊钢，是机械、汽车、军工、化工、家电、船舶、交通、铁路以及新兴产业等国民经济大部分行业用钢最主要的钢类。中国特钢行业承担着生产国防军工、高新技术产业以及机械、汽车等关键产业所需的特殊钢材品种的重任。特钢托起中国制造的脊梁，也是衡量一个国家能否成为钢铁强国的重要标志。中国制造业的增长为国内特殊钢发展提供了空间，制造行业的持续快速发展，特别是机械、汽车、机电、造船等行业，对特钢的需求强劲，成为支撑特钢市场的直接动力。

图 3：特钢产品分类



数据来源：mysteel，东吴证券研究所

### 2.1. 高端特钢是政策重点支持的新兴行业

我国经济发展进入新阶段，经济增长由量转质，系列配套措施助力高端特钢行业发展。2015 年 5 月，国务院印发部署全面推进实施制造强国的战略文件《中国制造 2025》，高端制造业作为衡量国家产业核心竞争力的重要标志，备受关注。目前我国经济发展模式由增量型转为增质型，由劳动密集型增长转为技术密集型、知识密集型增长。对于钢铁行业未来的发展而言，就是要转“普”为“特”，转劣为优，提高钢铁产品品位与技术附加值，主动适应新时代经济环境变化。

为支撑和保障《中国制造 2025》的战略规划顺利实现，2015 年以来，国家密集出台一系列政策，从制度层面到产业政策层面推进包括特钢在内的新材料产业发展。制度层面上，国务院决定成立国家新材料产业发展领导小组，推动包括特殊钢在内的新材料产业发展的总体部署和重要规划；产业政策层面上，发布了《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》、《新材料产业发展指南》等新材料产业规划，指引产业发展，推动产业升级转型，为助力钢铁行业转型提质、实现腾飞营造了良好的发展环境。在政策助力下，我国特钢行业，尤其是高端特钢领域发展有望进一步加速。

**表 4：2015 年来中央出台促进发展高端制造业的政策**

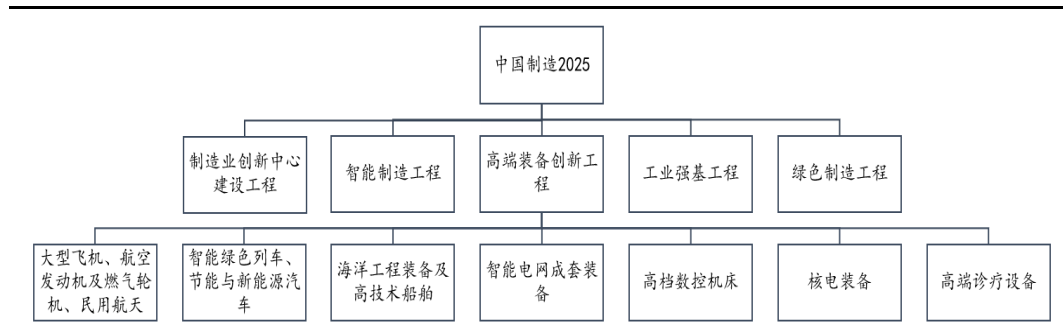
时间	相关政策	具体内容
2015/2/17	《关于批准建设省部共建高品质特殊钢冶金与制备国家重点实验室的通知》	以上海市人民政府为主，管理省部共建得高品质特殊钢冶金与制备国家重点实验室，每年提供至少 500 万元的专项经费，在科研项目、人才培养引进以及条件建设等方面给予优先支持。
2016/1/29	《高新技术企业认定管理办法》	特殊性能钢属于国家重点支持的高新技术领域清单中的金属材料分类。我国特钢企业可依据本办法申请认定，依法享受税收优惠政策。
2016/10/21	《产业技术创新能力发展规划（2016-2020）》	重点发展轴承、齿轮、弹簧及工模具用钢，挤压、铸造铝型材等先进基础材料。加快船舶及海洋工程用钢、轨道交通用钢、高强高导铜合金、交通运输和航空用轻合金材料等关键材料的研发。
2016/10/28	《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》	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、航空航天等领域重大技术装备所需高端钢材品种的研发和产业化，力争每年突破 3-4 个关键品种，持续增加有效供给。
2016/11/29	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	扩大高强轻合金、高性能纤维、特殊合金、先进无机非金属材料、高品质特殊钢、新兴显示材料、动力电池材料等规模化应用范围，逐步进入全球高端制造业采购体系。
2016/12/30	《新材料产业发展指南》	到 2020 年，在碳纤维复合材料、高品质特殊钢、先进轻合金材料等领域实现 70 种以上重点新材料产业化及应用，建成与我国新材料产业发展水平相匹配的工艺装备保障体系。
2018/3/13	《新材料标准领航行动计划（2018-2020 年）》	开展、完善超超临界耐热、耐用合金及关键部件、超高强度高韧性铝合金，轻量化、抗疲劳、超常寿命材料及部件的设计制造及应用标准体系的研究，提高我国高端装备基础件配套制造能力。
2019/8/27	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家鼓励发展高性能合金弹簧钢、建筑结构用高强度抗震高强度桥梁缆索用钢、耐蚀钢高强度高韧性工程机械用钢、海洋工程装备及高技术船舶用钢、半导体用高纯高性能钢等 13 种特种钢材。

数据来源：mysteel，东吴证券研究所

## 2.2. 特钢国产化与特钢比提升

高端制造业发展支撑未来高端特钢需求增长，市场潜在需求正在显现。我国特钢产业最初是为国防军工、航空航天配套而建的，近十几年来随着汽车工业的壮大、机械行业向高精尖设备发展转型，特钢产量快速增长，应用领域不断扩大，品种也日渐齐全和多样化。然而在高端特钢领域，部分品种仍严重依赖进口，我国迫切要实现关键材料的国产化。随着 2019 年中央经济工作会议再次强调经济结构优化走向深入，未来制造业转型升级将成为工作重点，《中国制造 2025》等产业规划也彰显我国向产业链上游进军的决心，以能源、汽车、国防军工、工程机械、核工业等为代表的高端制造业将迎来了快速发展期，中高端特钢的需求也将迎来新的增长机遇，这将助力深耕于中高端特钢领域的企业在未来若干年内快速发展。

图 4：中国制造 2025 五大工程



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

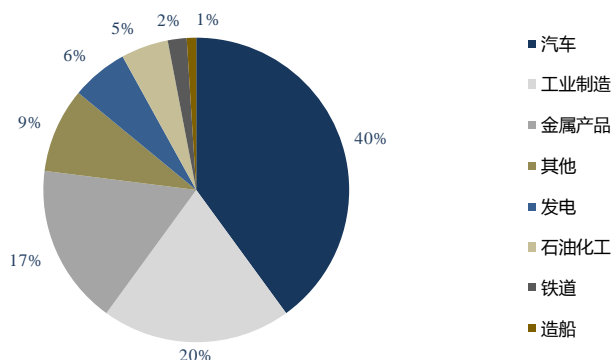
行业提升潜力大，特钢占比仍有提升空间。根据中国特钢企业协会数据，2019 年国内特钢企业合计特钢粗钢产量为 1.29 亿吨，占总粗钢产量的 15.3%；而根据日本钢铁联盟 JISF 数据，2019 年日本特钢产量占比达到 22.94%，差距较大。与发达国家相比，国内特钢行业存在着集中度低、合金化程度低、高附加值产品比重低等现状，这意味着国内钢铁行业仍存在发展潜力，特钢占比还有较大提升空间。纵观世界钢铁工业发展历程，可以发现发达国家的钢铁发展的共同点是：钢产量达到一定规模后，传统钢铁行业逐渐成熟，特钢产业进入显著增长的时期，特钢比重逐步提高，达到 20% 左右的比例。所以我们认为，虽然未来国内粗钢总产量增速将逐步放缓，但是特钢比重的提升将是大势所趋。随着我国特钢生产技术的不断进步，对标全球特钢占比 10-15% 的水平，特钢行业存在巨大增长空间。

## 2.3. 特钢下游需求增长点不断涌现

近年来，在国家政策加持以及相应下游行业发展的共同推动下，国内的特钢需求持

续增长，我国的高新技术企业数量和工业增加值快速增长，制造业转型升级方兴未艾，特钢材料的需求也势必因此受益。

图 5：2019 年特钢主要应用领域及需求结构



数据来源：mysteel，东吴证券研究所

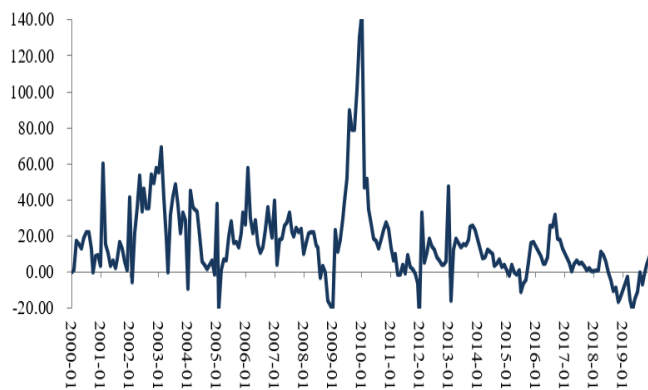
### 1、乘用车制造：周期性增长、淘汰升级、新能源汽车三大增长潜力

观察历年统计数据，我国汽车产销增量变化周期大约为四年——2020 年作为新周期的头年，将有较强的上涨势头。乘用车作为需求弹性大的大宗交易品，影响其销售状况的因素主要包括：人均可支配收入、必需品消费额度、房屋等大宗交易贷款支出以及乘用车规模，因此虽然 2020 年 Q1 汽车销量短期受疫情限制，但仍为短期现象，随着各国政府在疫情后消费刺激政策出台，积压的需求将得到释放。2019 年 6 月 1 日《报废机动车回收管理办法（715 号令）》正式实施，旨在打通汽车报废产业链，淘汰老旧汽车存量。截至 2019 年底，我国载客汽车保有量达 2.25 亿辆，同比增长 9.37%，回收汽车 195.1 万辆，同比增长 16.8%，新规加速老旧车辆淘汰，也能释放新车消费动力。近年来，新能源汽车成为我国大力推行绿色经济的战略发展方向之一，2014 年至 2019 年，中国新能源汽车渗透率从 0.32% 提升到 4.59%，增长势头强劲。2020 年初，政府多次发声新基建，在全国铺开充电桩等新能源汽车配套设施建设，为新能源汽车加速落地扫除基建障碍，未来新能源汽车渗透率将进一步提升。

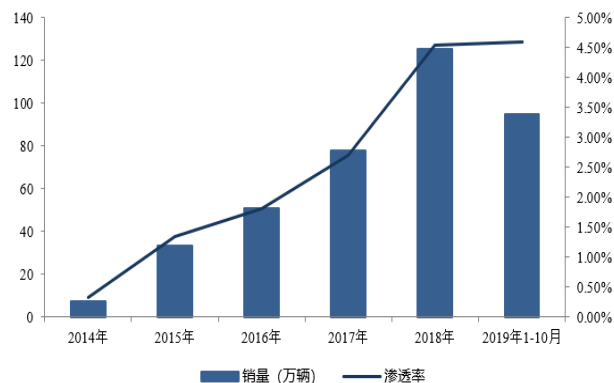
图 6：2000-2019 年汽车产量当月同比（单位：%）

图 7：2014-2019 年中国新能源汽车销量与渗透率





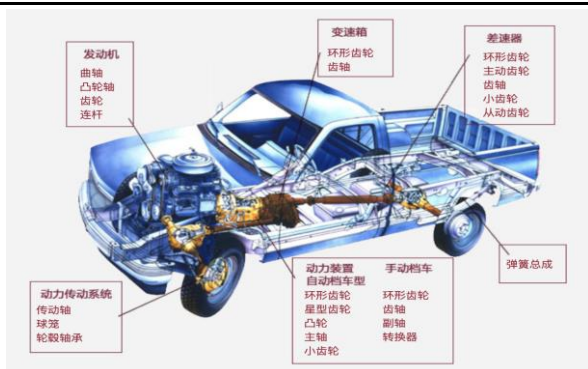
数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

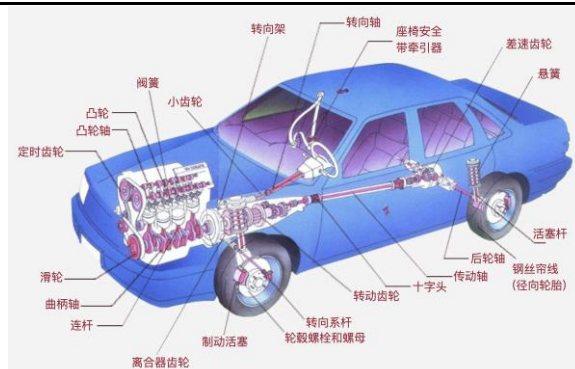
钢材是汽车制造的主要原料，约占所有原料的 72%-88%，其中特殊钢又占到 30%左右。据统计，汽车用特钢产量占特钢总产量的 40%，是特钢最大的应用领域，广泛应用于轴、杆、齿轮等部分的制造，主要涉及的品类有合金结构钢、弹簧钢、齿轮钢、易切削钢、冷墩钢和耐热钢等类型。

图 8: 特钢在卡车制造中的应用



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 9: 特钢在轿车制造中的应用



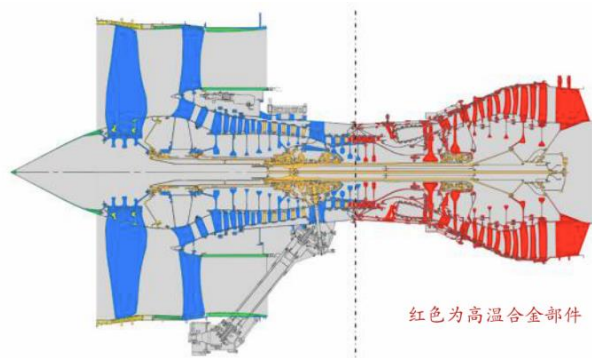
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2、航空：国产大飞机 C919 入局，航空发动机制造刺激高端特钢需求

截止 2020 年 11 月，国产大飞机 C919 累计获得订单量突破 1000 架，累计客户达 28 家。同时，C919 享受我国航空工业发展带来的工程师、制造商、中国制造质量声誉等利好因素，可以节约生产成本，在整机定价上有更多灵活性，对新兴的亚非拉航空市场极具吸引力。C919 的制造采用全球产业链配套合作，逐步国产化为最终目的的生产方式。目前，C919 机雷达罩、机头、机身、机翼、垂尾等绝大部分机体结构件的研制和制造业务 95% 以上的工作份额由中国供货商完成。其中，高温合金作为广泛用于飞机发动机制造的关键材料，占先进航空发动机用料 50% 以上，被誉为“先进航空发动机的基

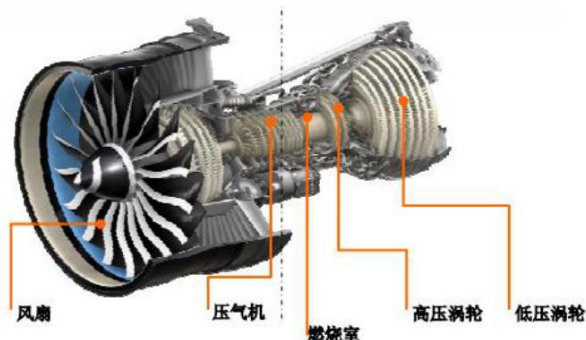
石”。

图 10: 高温合金用作先进航空发动机关键热端承压部件



数据来源:《世界飞行杂志》，东吴证券研究所

图 11: 航空发动机内部结构示意图



数据来源:《世界飞行杂志》，东吴证券研究所

航空发动机用高温合金主要分为三大类：高温变形合金、铸造高温合金以及新型高温合金，主要用于燃烧室、导向叶片、涡轮叶片和涡轮盘四大热端部件，同时也在机匣、环件、加力燃烧室和尾喷口有使用。航空发动机性能主要指标“推重比”与其工作温度密切相关，据研究，涡轮进口温度每提升 100℃推重比提升约 10%。因此，高温合金材料作为限制航空发动机性能的主要因素，后者未来对前者的依赖程度会越来越大，C919 国产化无论是对我国特钢行业高温合金的研发和需求都产生了强烈刺激。按照 2019 年航空发动机及衍生产品业务实现营收 210 亿元，航空发动机营收占国内全部航发市场 80%，高温合金结构件约占航空发动机整机价值的 30%左右来推算，2019 年国内高温合金市场规模约为 50 亿元。

表 5: 高温合金按工艺分类

大类	小类	释义	牌号	应用情况	工作温度
高温变形合金	—	经锻造、轧制、锻粗和冷拔等塑性变形工艺和热处理制程的高温合金	GH	涡轮盘压气机盘涡轮叶片、导向叶片主燃烧室、火焰筒、机匣等	用量占 70% 600-1000℃
铸造高温合金	等轴晶铸造高温合金	用传统的熔模铸造方法制备铸件	K	叶片，目前国内等轴晶、定向晶应用比较成熟	1000℃以上
	定向凝固柱晶高温合金	用定向凝固技术制备铸件	DZ		1050℃
	单晶高温合金	用定向凝固和选晶技术制造	DD		1204° C
新型高温合金	粉末合金	粉末冶金工艺制成	FGH	1100℃的涡轮叶片	1100℃以



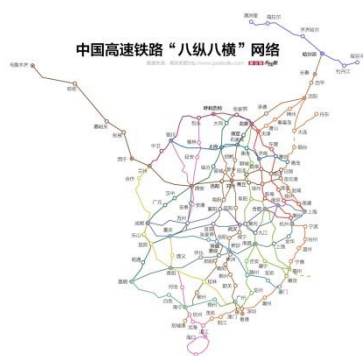
合金				用 量 占 上
ODS 合金	用粉末冶金工艺制备	MGH	火焰筒、导向叶片及涡轮叶片	10% 1200℃

数据来源：《航空材料技术》，东吴证券研究所

### 3、铁轨建设：城际高速铁路、城际轨道交通大规模建设展开。

为了应对新冠疫情带来经济下行压力，三月以来，中央密集发声推动“新基建”加速落地，政策涉及的七大领域中也包括“城际高速铁路和城际轨道交通”。一方面，随着我国公布 19 个国家重点城市群划分公布，都市圈城市群间快速交通需求将迅速增长。另一方面，在两轮五年计划的推动下，我国高铁建设“八纵八横”格局预计在未来五到十年快速推进，城际快速铁路作为毛细血管，与干线配套建设，发展潜力很大。2015 年以来，各地相继开展城际高速铁路建设项目，目前已有津京城际、昌九城际、沪宁城际、长吉城际、沪杭城际、广珠城际和贵开城际高速铁路建成投入使用。

图 12：中国高速铁路“八纵八横”网络规划示意图



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图 13：2020 年全国已建成高速铁路及城际高速铁路



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

高铁建设用钢铁主要分为三类：铁轨或道叉用钢、机车车辆用钢、路桥用钢，特钢主要运用在机车车身与车轮车轴。车辆车体主要包括车体主梁、车框、内外车厢等部位，按照主要用料分为碳素钢、耐候钢、不锈钢和铝合金车体四种。综合考虑到车辆全重运行速度、使用寿命和维护成本等因素，目前我国主要使用不锈钢与铝合金车体。截止 2019 年底，中国高速铁路里程已达 3.5 万公里，动车组平均覆盖率为 991 组/万公里，稳居世界第一。随着高速铁路不断竣工通车，动车组数量未来仍将保持较快增长。假定动车组的覆盖率不变，根据《中长期铁路网规划（2016-2030）》，2025 年我国运营时速在 200km/h 以上（不含 200km/h）高速铁路里程将达到 3.8 万公里，而 2015 年我国运营时速在 200km/h 以上（不含 200km/h）高速铁路里程为 1.9 万公里，十年的复合增长率为 7.18%，届时动车组将总计达到 3766 组，而动车组通常采用 8 辆车进行编组。假设合

金车和不锈钢车各一半，2020 年至 2025 年新增车体使用特钢 587496 吨。

表 6：高铁机车车体用钢

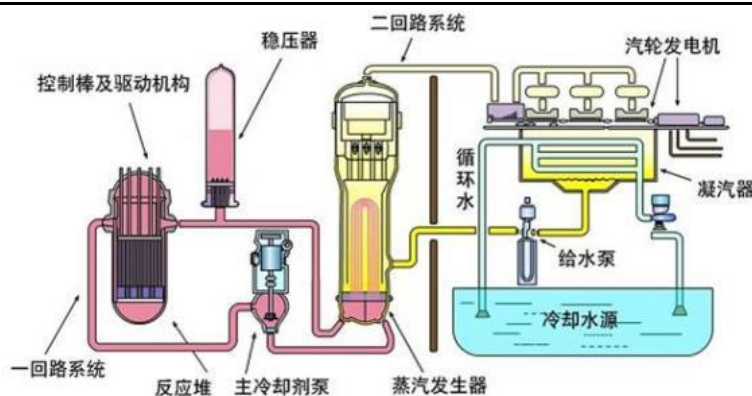
车型	用钢品种	贡献
不锈钢车	不锈钢车低合金钢	特钢 23 吨，其中不锈钢 7 吨
铝合金车	低合金钢、铝合金	特钢 16 吨，铝合金 5 吨

数据来源：铁道部，东吴证券研究所

#### 4、发电：我国全面重启核电站建设，刺激双相不锈钢等核能用特钢需求

2019 年 1 月，四台使用国产华龙一号技术的核电机组——漳州核电一期项目 1 号、2 号机组，以及中国广核集团惠州太平岭核电一期项目 1 号、2 号机组，获得核准，标志着我国核电建设自 2015 年以来的“零审批”状态被打破，“福岛阴云”散去，我国核电能源行业将迎来复苏。截止 2019 年底，我国共拥有核电机组运行 47 座（不包括台湾省），13 座在建核电机组，总装机容量为 48751.16 万千瓦，另有桃花江核电站、徐大堡核电站、昌江核电站共 8 个核电机组在规划建设中，后续有望每年新批 6-8 台核电机组，此次重启核电发展具有较强的持续性。

图 14：轻水堆型压水堆核电站工作模式示意图



数据来源：北极星核电网，东吴证券研究所

核电站机械设备由于其工作环境高辐射、强腐蚀性的特点，普通特种耐蚀钢材难以胜任，奥氏-铁素双相不锈钢孕育而生。目前我国核电站全部是轻水堆型压水堆核电站，其一回路主冷却剂管道、热交换器、压力容器、换料水池、燃料槽、燃料水储存箱内壁直接与易腐蚀液体或气体介质相接触，形成潮湿接触面，而奥氏-铁素双相不锈钢综合了奥氏体相不锈钢与铁素体相不锈钢的优点，具有优异的塑韧性、耐晶间腐蚀性、焊接性，更强的屈服强度、耐应力腐蚀和耐氯化物腐蚀，且膨胀系数低，易于与碳钢连

接，是核电站建设的理想材料。经测算，目前主流的 CAP1000 与 CAP1400 单核电站的每台机组双相不锈钢使用量达 1000 吨；根据前瞻产业研究院，到 2030 年，中国将有 110 座以上核电站投入使用，未来十年间将有 60 多座核电站开工建设，将带来十分可观的新增特钢需求。

表 7: S32101 双相不锈钢与 304L 奥氏体不锈钢主要元素对比

	Ni	Cr	Mn	N
UNSS32101	1.35~1.70	21.0~22.0	4.0~6.0	0.20~0.25
304L	8.0~11.0	18.5~21.0	≤ 2.0	≤ 0.05

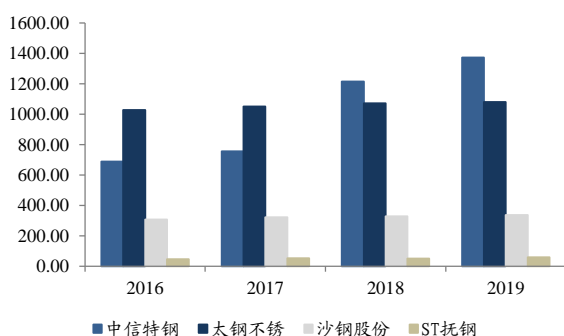
数据来源：国际能源网，东吴证券研究所

### 3. 特钢行业引领者

#### 3.1. 市占率、增速遥遥领先

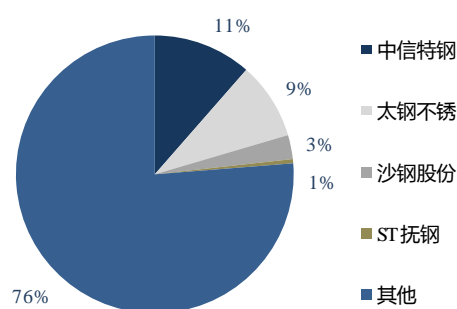
2018 年，中信旗下兴澄特钢完成对靖江特钢、江苏锡钢集团的收购，产能大幅提升，当年就实现产量突破 1200 万吨，反超太钢不锈成为行业产能巨头；2019 年，大冶特钢与兴澄特钢完成合并，集团总产能突破 1300 万吨，当年产量达到 1373.22 万吨，进一步巩固特钢行业领先地位。据 mysteel 估算，2019 年中信特钢在特种钢材领域市占率为 11.44%，是竞争对手太钢不锈的 1.27 倍，永兴材料的 47.35 倍。

图 15: 部分特钢上市公司钢材产量对比（单位：万吨）



数据来源：wind, mysteel, 东吴证券研究所

图 16: 2019 年特钢行业市占率估算



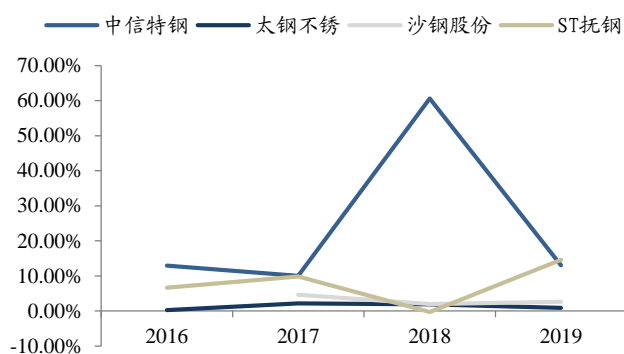
数据来源：wind, mysteel, 东吴证券研究所

回顾 2016 年至 2019 年各特钢企业钢材产量增速，太钢不锈、永兴材料、ST 抚钢受供给侧结构性改革政策影响较大，太钢不锈产量增幅在 0%-2.5% 间浮动，永兴材料产量增速在 2%-13% 间浮动。而中信特钢，除去 2018 年度由于收购靖江特钢、江苏锡钢集团，产能增幅高达 60.64%，其余年份表现亦均高于行业平均水平，每年增幅均保持在

10%以上。

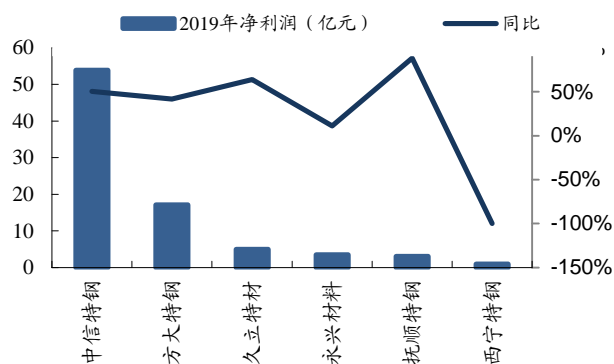
过去两年，国内钢材市场景气低，国家出台去产能政策，加速低端产品、低端企业退市，主要上市特殊钢企业普遍大幅亏损。中信特钢自 2017 年展开并购计划后，两年间整合 23 家国内特钢企业，其中不乏如兴澄特钢、青岛特钢、靖江特钢等高端特殊钢制造企业，享受供给侧改革红利，成为公司规模、利润逆势上涨的主要原因。

图 17：部分特钢上市公司钢材产量增速对比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 18：2019 年特钢行业盈利水平



数据来源：wind，东吴证券研究所

### 3.2. 产品定位中高端

2019 年，公司有大量产品处于行业头部地位，其中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；高端连铸大圆坯国内市场占有率超过 70%；矿用链条钢国内市场占有率超过 80%；高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过 90%。

公司主导产品定位中高端，拥有较高的技术壁垒。通过长周期的认证及沉淀，公司拥有大量稳定的长期战略合作客户。2019 年的重组顺利完成后，公司的特钢总产能达到 1300 万吨，成为全球范围内规模最大、品类最全的专业化高端特钢生产企业，产品覆盖面更大，单纯受某一行业需求下滑的影响更小，抵御周期的能力进一步提升。

表 8：国内部分特钢企业主要产品对比

特钢企业	主要产品
中信特钢	齿轮钢、中厚壁无缝钢管（机械加工管、汽车专用管、石油专用管、锅炉用管、军工用管）、特种中厚板（压力容器用钢、能源用钢、船板及海洋工程用钢、模具钢、合金结构钢以及耐候、耐蚀、耐火钢）、特冶锻造（合金钢、特殊用途钢、环件）



方大特钢	热轧带肋钢筋、热轧扁钢、弹簧扁钢、合金结构圆钢、汽车用弹簧圆钢及盘条钢、环保型含硫无铅易切削钢、建筑用盘条钢、冷镦钢盘条钢
久立特材	奥氏体不锈钢管、超级奥氏体不锈钢管、(超级)双相不锈钢管、耐蚀耐高温合金管、铁素体不锈钢管、沉淀硬化型不锈钢管、双金属复合管、钛合金管等
永兴材料	奥氏体-铁素体双相不锈钢钢管管坯、高压锅炉用不锈钢无缝钢管管坯、切削用不锈钢线材、焊接用不锈钢线材、冷镦用不锈钢线材、拉丝用不锈钢线材、特殊合金等
抚顺特钢	高温合金系列、超高强度钢系列、工模具钢系列、不锈钢系列、钛合金系列、合金结构钢、轴承钢系列
西宁特钢	轴承钢、不锈钢、易切削钢、军工及核电用钢、档抽油杆石油化工用钢、工程机械用钢、工模具用钢、煤机及高强度链环用钢、铁路机车用钢、耐磨用钢

数据来源: wind, 中国特钢企业协会, 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.3. 技术创新引领增长

在特钢行业, 科技是第一生产力。公司把产品和技术创新作为引领行业、打造市场竞争新优势的第一要素, 围绕实际问题开拓新思路, 制定新措施, 探讨新方法, 提高经济技术指标, 将“科技铸造特钢精品”的理念融入到企业发展之中, 有力支撑了国家重点工程建设和重大装备产业升级。公司以特殊钢关键技术开发作支撑, 开发了大量国内外紧缺的特殊钢材, 每年生产几百万吨替代进口的高档特殊钢产品。

图 19: 公司高端产品为中国工程做出重大贡献



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司构建了以企业为主体、研究院为平台的开放式技术创新体系，持续加大对科技研发的资金支持。2019 年，公司科技研发投入 27.86 亿元。研究院以良好的体制机制作保证，开展了大量行业前沿课题研究，承担了多项国家重点科技项目以及企业所在省、市的重点科技项目攻关，取得了丰富的科研成果和技术专利，获得了多项国家、行业以及地方政府的科技奖项。

表 9：公司技术创新成果（2019 年）

应用行业	创新成果
石油化工	高品质抗湿硫化氢腐蚀管线钢板关键技术创新与产业化；液压支柱用热轧无缝钢管（27SiMn）
机械工程	高碳铬轴承钢标准研究与制定
桥梁工程	超大跨径悬索桥用 1,960MPa 主缆钢丝及索股成套技术研究与产业化；世界最高强度 2,000MPa 大桥缆索钢开发
海洋运输	R6 级系泊链钢研发成功并通过船级社认证
铁路运输	铁路轴承用电渣重熔渗碳轴承钢（G20）；铁路用高品质真空脱气渗碳轴承钢开发及应用

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

近年来，公司产品创下了多个行业乃至世界第一。公司生产的轴承钢，纯净度创下全球最高水准，供货瑞典 SKF、德国舍弗勒等全球轴承知名企业，产销量连续 10 年全球第一；汽车用钢供货德国保时捷、宝马、奔驰，日本丰田、本田等全球知名企业；用于节能环保、清洁能源的大型风电——直径 1 米超大规格合金钢连铸圆坯，为世界首创；R6 级极限性能海洋系泊链钢填补世界空白；疲劳寿命超 1300 万次的弹簧钢，创世界第一；连铸板坯最大厚度达 610mm，创世界记录；2000MPa 级桥梁缆索钢为世界最高强度级别。

表 10：公司主要产品及其应用成果（2019 年）

产品系列	应用成果
轴承钢	公司轴承钢产销量全球领先，为 SKF、FAG、NSK 等国际大型企业的首选供应商。兴澄特钢“高性能轴承钢”荣获工信部“制造业单项冠军产品”称号。
汽车用钢	公司汽车零部件用钢产销量全球领先，基本实现了除汽车面板以外的汽车所有钢制零部件全覆盖。
能源用钢	高端化产品广泛应用于电力、石油、煤炭、风能和海工等重点能源用钢领域。
钢板	LNG 罐用超低温 9Ni 钢替代进口，实现国内重点工程批量供货。高强钢通过了徐工汽车吊臂国内最高强度级别认证，并实现首批供货。
钢管	公司研发的中厚壁煤矿机械管市场占有率全球领先，中厚壁高压锅炉管市场占有率全国领先。各类产品广泛应用于国防装备、航空航天、机械制造、汽车制造、铁路运输、核电、石油化工及高压锅炉等高端领域。



线材	开发 14.9 级超高强度发动机连杆用紧固件用钢。产品通过舍弗勒热轧和球化退火产品认证。
特冶锻材	某型号燃气轮机用盘件通过鉴定，进入国家重点航空航天科研院所合格供应商目录；飞机起落架用钢试制取得重大突破，提升了公司超高强度钢在航空航天领域的行业影响力。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.4. 多举措增产降本

降本增效是公司一贯的方针，2019 年更是公司的“降本增效年”。为推进精益化转型升级和综合竞争力提升，消除浪费、提高质量、创造价值、提升效益。2019 年公司特钢吨钢成本为 4487 元，较 2018 年下降 529 元；吨钢毛利为 985 元，较 2018 年上升 10 元。产品方面，兴澄特钢产销量指标历史性地突破 600 万吨大关；大冶特钢荣获“全国质量奖”，“全国绿化模范单位”，获得国家、省部级科技进步奖 4 项，完成 5 项国家科研课题成果鉴定，获批成立院士专家工作站；青岛特钢铁水日产量创新高，1960MPa 级桥梁缆索盘条荣获中国钢协颁发的“中国钢铁工业产品开发市场开拓奖”；靖江特钢营业收入、钢管产销量、品种结构、设备运行、客户满意度水平稳步提升。

表 11：公司“降本增效”三大工程

工程	具体内容
降本工程	紧扣“降本”主线，在增产降本，生产工序降本，优化工艺、技术降本，降低采购、物流成本，降低设备运行及维修成本，降低能源、燃料成本，降低劳动生产率成本，降低财务费用，降低管理成本等 15 个方面倡导全员深入践行集约发展理念。
提质工程	通过创新销售模式，深化战略合作；强化品牌优势，优化产业格局；主动应对市场，谋划全球布局，积极实施“提质工程”，打造品牌影响力。
引擎工程	通过加强专业研究，奠定技术基础；加速新品研发，完善战略布局；加快科技进步，引领行业发展，深化实施“引擎工程”，打造科技发展创新力。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.5. 海外业务开花结果

公司的海外市场逆势增长。2019 年，公司进一步加大了国际市场攻关力度，逐步提升出口产品占比，加大国际市场资源采购保障能力，积极参与“一带一路”建设，探索全球范围资源配置和产业布局。在全球贸易摩擦升级的严峻形势下，公司更加积极主动出击全球各个区域市场，全年开发新用户 200 多个，出口总量实现 176.6 万吨，逆势增长达 5%。

图 20: 公司国际营销图 (2019 年)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

## 4. 特钢专家: 从收购到整合, 从周期到成长

从 2003 年开始, 中信特钢投资有限公司在内地展开了一系列收购行动, 17 年间先后收购了湖北冶钢集团、石家庄钢铁、安徽铜陵焦化、青岛特钢、靖江特钢、浙江格洛斯等, 收购标的多是由于经营不善导致生产成本过高或资不抵债而进入资产重组, 其产品本身的竞争力十分强劲。中信特钢发挥自身的管理和技术优势, 对被并入公司的管理、运营做出了科学合理的调整, 降低生产成本、优化管理结构、提高盈利能力。通过收购, 中信特钢形成了高规格、高质量、全品类的产品阵容, 突破传统钢铁市场的周期性变化, 在特钢市场上持续攻城略地。

### 4.1. 辉煌的并购史

中信积极布局特钢板块, 2004 年到 2008 年间兼并了冶钢集团、石家庄钢铁和安徽铜陵焦化; 2016-2019 年又成功将青岛特钢、江苏锡钢集团、靖江特钢三家优质潜力公司收入囊中, 并于 2019 年 11 月实现中信泰富特钢特钢板块整体上市, 成为国内 A 股特钢板块的“超级航母”。

表 12: 中信特钢整合旗下特钢公司时间轴与事件概览

时间	具体整合内容
2003.02	冶钢集团改制重组工作开始。
2004.11	冶钢集团完成完成重组相关资产、财务调查、资产评估、资料准备等前期工作, 在省、市政府的主持下, 冶钢集团钢铁板块的资产重组顺利完成。
2005.05	中信泰富公司整体收购冶钢集团钢铁板块, 成立新冶钢公司。
2005.11	中信泰富宣布宣布以 14.78 亿元人民币成功获得石家庄钢铁 65% 的股份。

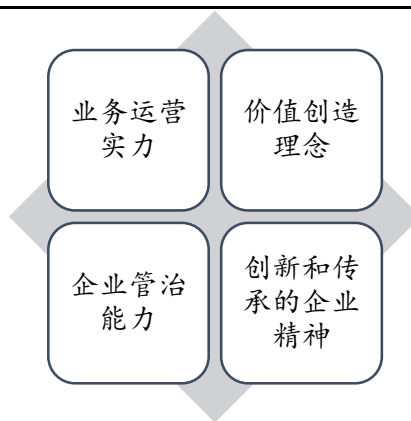
2008.04	中信特钢并购安徽铜陵焦化，设立铜陵新亚星焦化有限公司。
2017.01	青钢集团与中信集团达成无偿划转事宜意向，并提请青岛国资委。
2017.03	青岛国资委同意青岛特钢与中信集团的无偿划转给事宜。
2017.05	中信集团董事会、股东会同意接受青岛特钢股权无偿划转。 兴澄特钢获得青岛特钢 100%控制权。
2018.06	靖江特钢、江苏锡钢集团和泰富特钢靖江港务并入兴澄特钢。
2018.10	浙江上虞法院裁定对格洛斯、浙江金盾控股集团有限公司、浙江蓝能燃气设备有限公司和浙江金盾消防器材有限公司等八家企业（合称为金盾系八公司）进行合并重组
2018.12	大冶特钢发布公告计划收购兴澄特钢。
2019.04	大冶特钢公告，通过发行股份的方式购买兴澄特钢 86.50%的股权，发行价格 10.00 元/股。发行股份数量为 23.18 亿股。
2019.05	大冶特钢公告表示，根据 2018 年利润分配具体情况，上调用于购买资产的股票发行价格为 9.20 元/股，发行股份数量为 25.19 亿股。 大冶特钢发行股份购买资产事项获得中国证监会受理。
2019.07	大冶特钢公告称，拟提供 4.92 亿元重组资金，参与浙江格洛斯无缝钢管有限公司（下称格洛斯）破产重整事项。
2019.08	大冶特钢发行股份购买资产事宜获得中国证监会无条件通过。
2019.08	大冶特钢将浙江格洛斯纳入旗下，更名为浙江钢管。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 4.2. 从并购到整合的典范

中信特钢的成功离不开科学高效的**管理制度**。作为中信集团旗下的一员，中信特钢贯彻了中信集团四大支柱发展理念，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。我们可以清晰地看到，在中信特钢通过介入大冶特钢、青岛特钢、靖江特钢的经营管理后，其业绩均得到大幅改善。

图 21：中信集团四大支柱发展理念

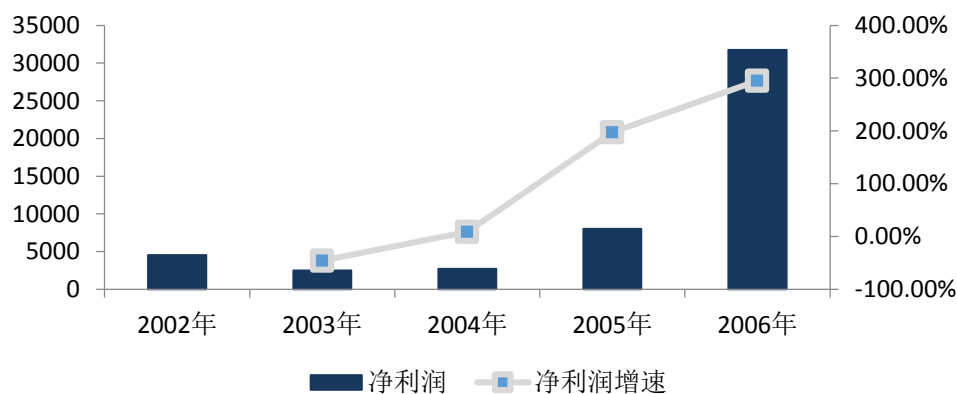


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2.1. 新冶钢销售体系脱胎换骨

2005 年，中信特钢收购湖北冶钢集团——这个拥有百年生产历史的钢厂就此迎来新生。并入当年，其上市部分大冶特钢销售收入增加 12.8 亿元，实现利税 9.7 亿元，是公司历史最高利税记录的两倍；外贸出口创汇 7400 万美元，全省排名第二，仅次于武钢集团；2006 年，大冶特钢全年净利润同比增幅近 300%。

图 22：2002 年至 2006 年大冶特钢净利润及增速（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

值得注意的是，大冶特钢在 2005 年总产量同比只增加了 13 万吨，能取得如此辉煌的成绩，中信对新冶钢销售系统开展的整改功不可没。在中信接手企业后，一改新冶钢此前重生产、轻销售的生产型企业定位，将产品销售放在企业生产决策的头部位置。新冶钢不再单纯依赖经销商，而是组建自己的营销团队，将产品买卖变成与客户的技术交流，实行差异化服务和差异化销售。在降低用户的综合采购成本、增强与同行竞争的優勢的同时，获取直接来自客户的宝贵信息，使其变成了开发新产品的依据和开发新客户

的利器。此外，新冶钢销售系统全体信息反馈调节周期缩短至 24 小时之内，每月三次的预算会议对生产的各个环节进行精细化预控。至此，在新冶钢内部，一个全新的贯穿产、供、销环节的生态已见雏形。

#### 4.2.2. 青岛特钢扭亏为盈

截止 2017 年上半年，青岛特钢亏损约 6.4 亿元，所有者权益为-8.6 亿元，已处于资不抵债状态。2017 年 5 月，青岛特钢并入中信集团，同年 10 月，兴澄特钢正式接手青岛特钢，并向青岛特钢提供 30 亿元人民币借款，专项用于青岛特钢偿还其应付卖方及其下属企业的借款本息。至此，青岛特钢开始逐渐从困境中走出。受益于市场行情的好转，更受益于公司的管理优化，青岛特钢很快就实现扭亏为盈，业绩得到大幅提升。

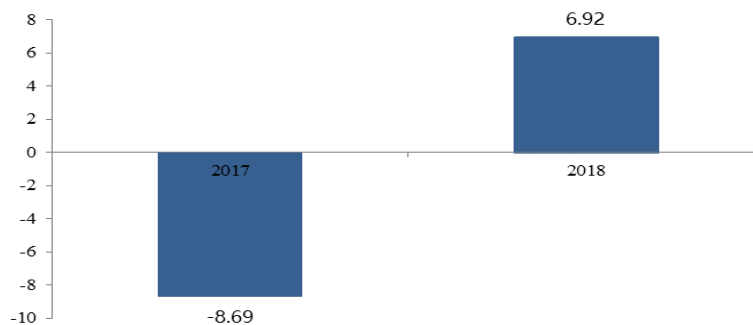
表 13：青岛特钢 2017、2018 年度主要财务数据变化情况（单位：万元）

项目	2018/12/31	2017/12/31
资产总额	1,719,116.13	1,866,254.79
负债总额	1,440,931.75	1,659,173.11
归属于母公司所有者权益	278,184.38	209,111.88
营业收入	1,465,049.57	1,220,510.97
归属于母公司所有者净利润	69,235.85	-83,526.13

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）》、东吴证券研究所

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，这些措施最终使得产品档次得到了提升，产品结构得到了优化。同时，特钢板块各企业之间的协同效应得以发挥，青岛特钢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。受益于中信特钢的品牌价值，青岛特钢的商品销售以及议价能力均得到大幅提高。2017 年青岛特钢全年净利润亏损 8.69 亿元，但大部分都是上半年收购前亏损的，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 23：青岛特钢 2017-2018 年净利润对比（单位：亿元）



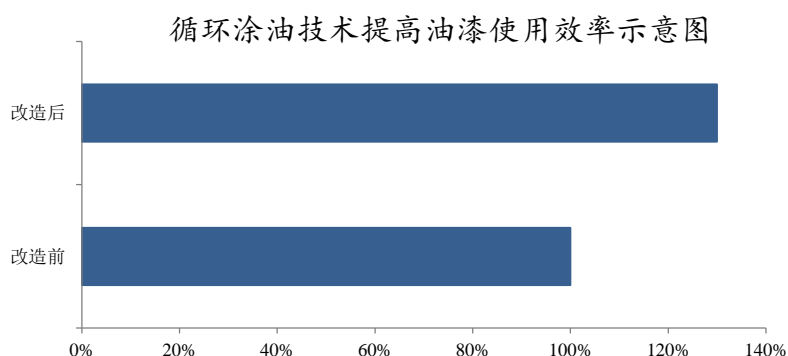
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2.3. 靖江特钢降本增收

靖江特钢原为华菱集团旗下无缝钢管生产基地，拥有多个规格无缝钢管的完整加工能力及配套生产设施。然而在行业产能过剩和自身生产成本较高等因素下，2016、2017年分别亏损 7.74、4.94 亿元。企业因经营困难，负债规模持续扩大，最终导致资不抵债，于 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，并由兴澄特钢接手治理整改。

2018 年末，靖江特钢钢管事业部技术人员对烧嘴改造，在 2017 天然气能耗已降低的基础上，2018 年各孔型相比 2017 年度再降低 1~3 立方/吨；涂油循环收集改造系统升级，不仅让油漆使用率相较以前提高了 30%，进一步降低了生产成本，而且实现了循环利用、零污染。

图 24：涂油技术提高油漆使用效率示意图



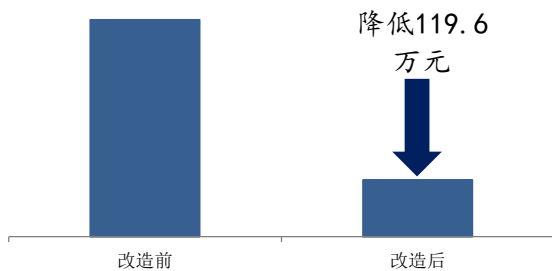
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

钢管事业部对全厂低压浊环水进行改造，提高了接点冷却水压力，使轧辊冷却效果更加稳定，降低轧辊磨损，提高轧辊寿命，帮助减少工艺成本消耗、电量以及循环水降



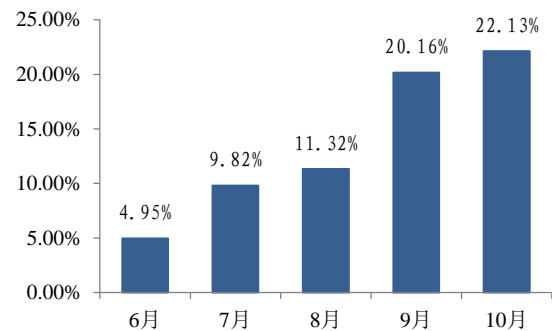
成本合计 119.6 万元。同期，靖江特钢充分发挥先进工艺装备优势，加快产品结构优化调整，钢管品种不断提升调整，9、10 月份气瓶管入库产量增幅超 2 倍，此外 6-10 月气瓶管的生产比重分别为 4.95%、9.82%、11.32%、20.16%、22.13%，呈稳步上升趋势。在此基础上，靖江特钢不断研发新品，先后完成 95S、P9 等新产品的生产。

图 25：靖江特钢 2018 年 1-11 月电量及循环水降成本图



数据来源：靖江特钢官网，东吴证券研究所

图 26：靖江特钢 2018 年 6-10 月份气瓶管生产比重



数据来源：靖江特钢官网，东吴证券研究所

### 4.3. 并购成为核心竞争力

要想把企业做大做强，采取收购行动只是其中一步——收购前选择优质标的，收购后通过整改让被兼并的公司克服自身弊病、发挥其原有优势，充分融入已有的体系内，同时保障人才供应不脱节，并做好对新增潜在风险的防范等工作才能让企业健康茁壮成长，而中信特钢历年来的收购案例正是如此，这也正是中信特钢最核心的竞争力之一。

#### 4.3.1. 对外收购与对内整合相结合

**中信集团长线布局特钢领域，积极开发高端特钢生产潜力企业。**此前国内特钢行业存在中小企业多，产能分散、各企业产品品类单一、存在过强同质竞争、独立科研能力弱、产品技术附加值低等问题。中信集团利用自身资金优势，收购技术先进但由于经营不善而陷入生产停滞或持续亏损的特钢企业，再转手给旗下管理水平先进的高端特钢企业兴澄特钢进行治理改造，帮助被收购的企业扭亏为盈，最终将其并入生产体系，充实自生产能，促进技术积累。

自 2017 年以来，中信集团内部密集实施资产整合，包括注销、剥离的公司在内，两年间整合了 40 家与特钢业务相关的公司，并将它们纳入兴澄特钢报表范围。2019 年末，中信集团旗下上市公司大冶特钢与其旗下兴澄特钢合并重组，标志着中信特钢产业战略布局基本完成，合并后的中信泰富特钢集团公司顺利成为 A 股最大上市特钢公司。

2020 年初，中信特钢董事长俞亚鹏在接受采访时表示：2020 年前两月产量实现增长，今年经营目标不会下调，他表示中信特钢制订了打造特钢产能 1500 万吨以上的精

品特钢航母的战略目标。

#### 4.3.2. 收购后的协同规模效应

**中信特钢集团公司提供强大的采销系统，保障子公司产销畅通。**各子公司被并入中信特钢集团之后，可以从母公司享受远超自身原有规模的采销体系带来的低成本红利，实现降本增收，从而实现母公司的降本增收。例如，青岛特钢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，结合技术升级，成功实现扭亏为盈，2018年盈利6.92亿元。同时，公司采取集中销售的模式，旗下各基地协同作战，各有侧重地抢占市场，2019年全年产销率超百分之百；公司坚持亲近客户的“端到端”销售模式，全年销售直供比达79%。同年，公司合金钢棒材销量增长8%，合金钢大圆坯销量增长84%，特种钢板销量增长21%，特种无缝钢管销量增长24%，特冶锻造销量提升4%，在各高端钢种上逐步树立品牌。依托集团的销售采购体系、资金优势、技术实力以及品牌价值等，多区域有效协同，在产能不断扩大的同时，规模经济效应充分发挥。

**把工厂办成学校，中信特钢创建中信特钢学院，全体子公司受益。**作为企业人才战略的重要一环，2019年中信特钢学院的落成标志着中信特钢在人才强企的方向上又迈出坚实的一步。学院与浙江大学管理学院合作，对标国内外知名企业学校，以学助管、以管促学，让学员在接受系统全面的培训之后能顺利与中信特钢集团的工作岗位深度对接。中信特钢别出心裁地创办企业学校，既有降低各企业自行培养人才成本的考虑，其集中规范化培养的办学模式更是高质量人才供应的有力保障。

**收购青岛特钢，中信特钢基本形成生产“黄金三角”格局。**2017年5月，中信集团取得青岛特钢的控制权，公司生产线设计先进，拥有400万吨年钢铁产量，配备大型机械化封闭原料场，7m顶装焦炉、240 m<sup>2</sup>烧结机、1800m<sup>3</sup>高炉、100t转炉及真空精炼、连铸、专业化精品线、棒、扁钢生产线，引进美国摩根、意大利达涅利和德国西马克等公司所产当前国际先进的工艺设备，采用全线无扭轧制和无张力、微张力轧制技术，确保产品质量。其生产的钢帘线、胎圈钢丝用钢盘条、特种焊接用钢盘条、弹簧扁钢等产品定位高端，具有较高的市场知名度，产品品类较为齐全。青岛特钢的加入基本奠定了中信特钢目前湖北大冶特钢、江苏兴澄特钢、山东青岛特钢三大生产基地的格局。

图 27：公司下属生产基地布局地图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

收购浙江格洛斯，中信特钢无缝钢管业务实现全覆盖，产品阵容进一步完善。2019年，公司完成了对浙江格洛斯无缝钢管有限公司的兼并重组，并更名为浙江泰富无缝钢管有限公司，形成了泰富悬架、浙江钢管两大产业链延伸基地。其拥有的大口径厚壁特种无缝钢管与大冶特钢和靖江特钢现有产品有很好的互补性，将助力公司形成全系列全口径无缝钢管生产能力。至此，公司钢管总产能达到 150 万吨，品种规格齐全，产品综合竞争力将得到互补性的显著提升。在未来，公司将继续大力优化产业链布局，发展悬架板簧以及特种无缝钢管业务。此外，青岛特钢续建项目的推进也将进一步丰富公司棒、线材品类规格，该项目初步计划 2021 年下半年竣工，投产后可生产 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。

## 5. 盈利预测与投资建议

我们的盈利预测基于以下假设：

1、公司所处特钢行业近年来仍保持较快发展，消费增长潜力较大，加之公司在 2020-2021 年的扩产落地计划。我们预期 2020/2021 年各产品营业收入保持稳定增长，2022 年营收增长趋缓。

2、2020 年铁矿石价格大幅上涨，公司毛利率将较 2019 年有所下滑；2021-2022 年随着公司降本增效三大工程的落地，我们预期后续公司各产品的毛利率将有所回升。

表 14：公司分业务营收预测

产品类别	(亿元, %)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入		326.9	385.8	432.1	451.5

合金钢棒材	营业成本	263.0	309.0	341.5	353.4
	毛利	64.0	76.8	90.6	98.1
	毛利率	19.56%	19.90%	20.98%	21.73%
合金钢线材	营业收入	112.5	127.1	138.5	144.0
	营业成本	92.4	104.0	111.8	115.4
	毛利	20.0	23.1	26.7	28.7
特种钢板	毛利率	17.81%	18.18%	19.30%	19.92%
	营业收入	94.2	105.0	115.0	104.9
	营业成本	80.1	90.0	95.0	88.0
特种无缝钢管	毛利	14.1	15.0	20.0	16.9
	毛利率	15.00%	14.29%	17.39%	16.09%
	营业收入	79.3	83.3	87.4	88.3
其他业务	营业成本	64.1	70.0	74.0	75.0
	毛利	15.2	13.3	13.4	13.3
	毛利率	19.21%	15.92%	15.35%	15.05%
总计	营业收入	113.4	134.0	158.2	170.4
	营业成本	95.9	120.6	151.4	162.9
	毛利	17.4	13.4	6.8	7.5
	毛利率	15.37%	10.01%	4.28%	4.40%
	营业收入	726.2	835.1	931.2	959.1
	毛利	130.8	141.6	157.6	164.5
	毛利率	18.00%	16.95%	16.92%	17.15%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 835.1 亿元、931.2 亿元、959.1 亿元，同比增长 15.0%、11.5%、3.0%；实现归母净利润分别为 65.42 亿元、75.04 亿元、78.89 亿元，同比增长 21.4%、14.7%、5.1%；对应 PE 分别 16.05 倍、14.00 倍、13.31 倍，低于行业可比公司均值，故首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：公司可比公司估值（2020 年 11 月 17 日）

	最新收盘价（元）	PE		
		2020E	2021E	2022E
中信特钢	20.81	16.05	14.00	13.31
久立特材	10.67	11.63	10.08	8.88
永兴材料	23.86	17.88	14.74	12.41
ST 抚钢	10.89	38.57	28.08	21.95

均值	22.69	17.63	14.41
----	-------	-------	-------

数据来源: wind (非加粗部分来自 wind 一致预期), 东吴证券研究所

## 6. 风险提示

- 1) **特钢需求增长不及预期。**下游需求扩张为特钢行业发展最直接因素, 若需求增长不足, 则特钢行业增长受限。
- 2) **原材料铁矿石价格上涨超预期。**铁矿石为炼钢最重要成本来源, 占比 40%-50%; 铁矿石价格自 2020 年 8 月有所下滑, 但整体处于高位运行, 不排除后续铁矿石价格上涨, 压缩公司利润空间。
- 3) **海外市场风险。**海外疫情以及地缘政治紧张将限制海外市场的打开。若海外疫情恶化、地缘政治关系恶化, 公司海外市场将受较大影响。

中信特钢三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>29,454</b>	<b>19,562</b>	<b>27,367</b>	<b>25,699</b>	<b>营业收入</b>	<b>72,620</b>	<b>83,513</b>	<b>93,117</b>	<b>95,910</b>
现金	7,838	3,390	10,151	6,297	减: 营业成本	59,545	69,357	77,361	79,462
应收账款	2,712	9,874	2,504	9,006	营业税金及附加	553	443	519	562
存货	7,976	4,922	8,547	4,965	营业费用	863	1,266	1,273	1,343
其他流动资产	10,927	1,376	6,165	5,431	管理费用	4,232	4,117	4,615	4,976
<b>非流动资产</b>	<b>43,131</b>	<b>43,917</b>	<b>51,323</b>	<b>45,908</b>	财务费用	485	609	463	191
长期股权投资	84	170	256	343	资产减值损失	-403	0	0	0
固定资产	32,743	34,427	35,242	33,471	加: 投资净收益	-109	-27	-34	-43
在建工程	3,737	3,457	3,093	2,642	其他收益	102	28	35	42
无形资产	4,410	5,083	5,892	6,862	<b>营业利润</b>	<b>6,492</b>	<b>7,721</b>	<b>8,888</b>	<b>9,377</b>
其他非流动资产	2,157	780	6,841	2,590	加: 营业外净收支	86	0	1	16
<b>资产总计</b>	<b>72,585</b>	<b>63,480</b>	<b>78,691</b>	<b>71,607</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,579</b>	<b>7,722</b>	<b>8,889</b>	<b>9,393</b>
<b>流动负债</b>	<b>37,866</b>	<b>21,974</b>	<b>38,166</b>	<b>22,927</b>	减: 所得税费用	1,190	1,179	1,383	1,503
短期借款	2,566	6,000	800	4,200	少数股东损益	3	1	1	1
应付账款	21,483	5,913	21,917	6,846	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,386</b>	<b>6,542</b>	<b>7,504</b>	<b>7,889</b>
其他流动负债	13,817	10,060	15,449	11,881	EBIT	7,052	8,064	9,091	9,441
<b>非流动负债</b>	<b>9,443</b>	<b>12,655</b>	<b>7,071</b>	<b>10,711</b>	EBITDA	9,994	11,020	12,416	13,028
长期借款	8,385	6,830	5,245	3,385					
其他非流动负债	1,058	5,826	1,826	7,326					
<b>负债合计</b>	<b>47,308</b>	<b>34,629</b>	<b>45,237</b>	<b>33,638</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	31	32	33	35	每股收益 (元)	1.07	1.30	1.49	1.56
					每股净资产 (元)	5.00	5.71	6.62	7.52
归属母公司股东权益	25,245	28,818	33,421	37,935	发行在外股份 (百万股)	2969	5047	5047	5047
<b>负债和股东权益</b>	<b>72,585</b>	<b>63,480</b>	<b>78,691</b>	<b>71,607</b>	ROIC (%)	20.1%	16.0%	24.9%	18.0%
					ROE (%)	21.3%	22.7%	22.4%	20.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	毛利率 (%)	18.0%	17.0%	16.9%	17.2%
经营活动现金流	7,926	-1,712	24,487	-2,791	销售净利率 (%)	7.4%	7.8%	8.1%	8.2%
投资活动现金流	-2,989	-4,901	-5,406	-2,037	资产负债率 (%)	65.2%	54.6%	57.5%	47.0%
筹资活动现金流	-7,797	2,164	-12,319	974	收入增长率 (%)	477.6%	15.0%	11.5%	3.0%
现金净增加额	-2,865	-4,449	6,761	-3,854	净利润增长率 (%)	956.3%	21.4%	14.7%	5.1%
折旧和摊销	2,941	2,956	3,325	3,588	P/E	19.50	16.05	14.00	13.31
资本开支	2,447	-404	3,084	-3,721	P/B	4.16	3.64	3.14	2.77
营运资本变动	-2,074	-15,481	20,318	-20,824	EV/EBITDA	10.91	10.82	8.34	8.59

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所



## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>