

投资评级: 买入 (维持评级)

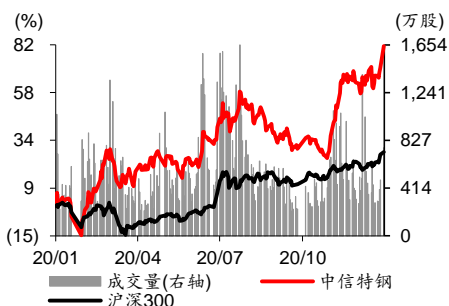
当前价格(元): 23.20  
目标价格(元): 27.46

邱瀚萱 SAC No. S0570518050004  
研究员 SFC No. BPN270  
qiuhanxuan@htsc.com  
龚润华 SAC No. S0570119090058  
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1《中信特钢(000708 SZ,买入): 20Q3 归母净利润、环比上行》2020.10
- 2《中信特钢(000708 SZ,买入): 20Q2 营收、归母净利润环比改善》2020.08
- 3《中信特钢(000708 SZ,买入): 拟设立彭衡投资取得徐工有限股权》2020.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 参与竞买电气钢管 40%股权

## 中信特钢(000708)

### 竞买电气钢管 40%股权, 拓展无缝管业务及下游市场

1月4日, 公司发布公告(2021-001), 拟通过子公司特钢经贸收购上海电气集团钢管有限公司(简称“电气钢管”)40%股权, 挂牌底价4亿元。电气钢管核心资产为天津钢管51.02%股权, 无缝钢管产能350万吨, 公司若成功收购, 将在既有靖江特钢无缝管业务上进一步拓展业务及市场, 但40%股权比例无法并表; 天津钢管剩余股权穿透后由国资背景持股平台控制(天津市国资委及财政部)。前述事宜仍未落地, 暂不考虑; 另外, 考虑到21年铁矿价格或强势, 同时制造业及出口推动特钢价格或上行, 我们调整盈利预测, 预计20-22年EPS为1.30/1.61/1.76元, 维持“买入”评级。

### 天津钢管历史盈利表现较差, 19年已有所改善

天津钢管主要承接天津钢管集团股份有限公司原350万吨无缝钢管产能相关的核心资产。据公司官网及“20泰达投资SCP007”募集说明书, 天津钢管集团股份有限公司由于债务问题于19年11月重组并改制, 上海电气集团成为控股股东, 持股51.02%, 剩余股权穿透后由国资背景持股平台控制(天津市国资委及财政部, 据Wind)。天津钢管历史盈利表现较差, 17年、18年前11月净利润为-6.27、-4.46亿元; 19年净利润达0.03亿元, 但按吨产能口径测算, 吨净利不足1元/吨, 公司作为专业化特钢生产企业, 可与上海电气集团发挥互补优势, 天津钢管盈利能力或仍有较大提升空间。

### 收购电气钢管 40%股权, 继续拓展无缝管业务和市场

据“20泰达投资SCP007”募集说明书, 天津钢管无缝钢管产能350万吨, 市占率国内第一、全球第三(2018年, 下同), 拥有自主知识产权的TP系列产品, 产品包括油套管(150万吨)、机械管、锅炉管等(200万吨), 其中油套管国内市占率约40%(高端部分约70%), 与中石油、中石化等大型客户有长期稳定合作关系。公司若成功竞得电气钢管40%股权, 将实现既有无缝管业务(靖江特钢, 60万吨产能)的拓展和延伸, 同时通过与上海电气集团的深入合作, 进一步打开电力设备市场, 发展前景广阔。

### 特钢龙头地位不变, 维持“买入”评级

公司特钢行业龙头地位不变, 我们中长期仍看好公司发展。此次若成功竞得电气钢管40%股权, 将拓展公司在无缝管领域规模及实力, 发展前景广阔。据我们报告《经济复苏, 看好原料及高端钢材》(2020.11.16), 21年铁矿价格或相对强势, 同时制造业及出口业务推动下特钢需求及价格或上行, 我们调整盈利预测, 预计20-22年EPS为1.30/1.61/1.76元(前值1.22/1.52/1.72元)。公司DCF估值为27.46元(WACC取为9.25%, 永续增长率取为0%), 即取为目标价(前值25.58元), 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情蔓延超出预期, 经济复苏不及预期。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	5,047
流通A股(百万股)	1,259
52周内股价区间(元)	14.64-29.11
总市值(百万元)	117,094
总资产(百万元)	77,973
每股净资产(元)	5.29

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,573	72,620	75,472	81,138	87,018
+/-%	22.94	477.58	3.93	7.51	7.25
归属母公司净利润(百万元)	510.18	5,386	6,569	8,117	8,871
+/-%	29.19	955.80	21.95	23.57	9.29
EPS(元, 最新摊薄)	0.10	1.07	1.30	1.61	1.76
PE(倍)	229.52	21.74	17.83	14.43	13.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 估值模型假设

图表1: 公司产品及主要原料价格本次假设 (元/吨)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合金钢棒材	5,093	4,486	4,576	4,942	5,090
合金钢线材	5,113	4,831	4,928	5,322	5,482
特种钢板	3,977	3,799	3,894	4,284	4,584
特种无缝钢管	7,641	7,580	7,732	8,428	9,018
锻件	4,302	4,093	4,175	4,592	4,914
铁矿石	525	654	700	875	1,006

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司产品及主要原料价格前次假设 (元/吨)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合金钢棒材	5,093	4,486	4,508	4,689	4,759
合金钢线材	5,113	4,831	4,855	5,050	5,125
特种钢板	3,977	3,799	3,818	3,971	4,031
特种无缝钢管	7,641	7,580	7,618	7,923	8,042
锻件	4,302	4,093	4,113	4,278	4,342
铁矿石	525	654	654	645	624

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

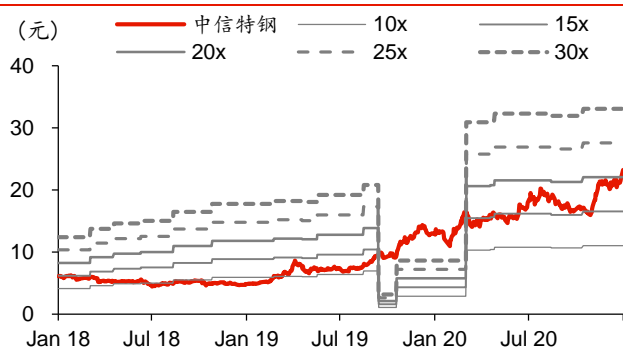
图表3: 公司 WACC 假设

	基本假设	说明
中信特钢贝塔值 $\beta$	0.98	近 1 年水平
无风险利率 $R_f$	3.1780%	参考最新 10 年国债收益率
市场预期收益率 $R_m$	10%	
股权资本成本 $K_e$	9.87%	
债务成本 $K_d$	4.50%	
债务比率 $D/(D+E)$	10.26%	
永续增长率	0%	特钢需求未来仍有正增速, 保守角度出发, 假设永续增速为 0
WACC	9.25%	公司所得税率 15%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 注: 取 2021 年 1 月 4 日收盘价; 未对核心假设进行调整, 仅对部分数据进行更新

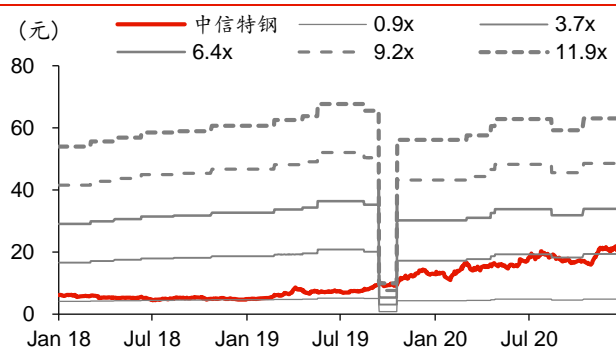
## PE/PB - Bands

图表4: 中信特钢历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 中信特钢历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,201	29,454	31,428	37,828	46,073
现金	1,938	7,838	10,452	14,978	23,408
应收账款	497.81	1,949	2,026	2,178	2,336
其他应收账款	30.06	219.03	39.85	238.46	60.01
预付账款	93.45	1,018	137.12	1,105	227.13
存货	902.44	7,976	8,290	8,786	9,439
其他流动资产	1,739	10,453	10,483	10,542	10,604
非流动资产	2,477	43,131	45,961	44,793	42,414
长期投资	0.00	84.41	168.82	253.23	337.65
固定投资	2,179	32,743	31,960	30,927	29,549
无形资产	14.60	4,410	4,304	4,196	4,087
其他非流动资产	283.37	5,894	9,529	9,417	8,440
资产总计	7,678	72,585	77,389	82,622	88,488
流动负债	3,139	37,866	40,744	42,818	45,543
短期借款	500.00	2,566	2,566	2,566	2,566
应付账款	2,026	14,798	15,380	16,301	17,511
其他流动负债	612.90	20,501	22,797	23,950	25,466
非流动负债	134.92	9,443	7,766	6,089	4,412
长期借款	0.00	8,385	6,708	5,031	3,354
其他非流动负债	134.92	1,058	1,058	1,058	1,058
负债合计	3,274	47,308	48,509	48,906	49,955
少数股东权益	0.00	31.45	34.53	38.33	42.49
股本	449.41	2,969	5,047	5,047	5,047
资本公积	485.65	11,285	9,206	9,206	9,206
留存公积	3,469	10,915	14,201	18,261	22,699
归属母公司股东权益	4,404	25,245	28,845	33,677	38,490
负债和股东权益	7,678	72,585	77,389	82,622	88,488

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	732.32	7,926	11,977	12,029	15,537
净利润	510.18	5,389	6,572	8,121	8,875
折旧摊销	212.00	2,941	3,321	3,582	3,683
财务费用	(48.06)	485.33	231.07	224.97	165.87
投资损失	0.00	109.43	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(90.70)	(2,074)	1,990	241.30	2,955
其他经营现金	148.91	1,075	(36.74)	(39.68)	(42.72)
投资活动现金	(38.03)	(2,989)	(6,054)	(2,316)	(1,206)
资本支出	47.90	2,447	6,067	2,329	1,220
长期投资	0.00	(519.86)	(84.41)	(84.41)	(84.41)
其他投资现金	9.87	(22.11)	97.64	97.64	97.64
筹资活动现金	60.25	(7,797)	(3,310)	(5,186)	(5,901)
短期借款	500.00	2,066	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	8,385	(1,677)	(1,677)	(1,677)
普通股增加	0.00	2,519	2,078	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	10,799	(2,078)	0.00	0.00
其他筹资现金	(439.75)	(31,567)	(1,633)	(3,509)	(4,224)
现金净增加额	759.82	(2,865)	2,614	4,527	8,429

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,573	72,620	75,472	81,138	87,018
营业成本	10,989	59,545	61,886	65,591	70,461
营业税金及附加	62.50	552.73	574.44	617.56	662.31
营业费用	192.64	862.71	934.42	948.75	1,001
管理费用	70.47	1,446	1,479	1,531	1,579
财务费用	(48.06)	485.33	231.07	224.97	165.87
资产减值损失	(131.67)	(402.73)	(75.47)	(81.14)	(87.02)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(109.43)	100.00	100.00	100.00
营业利润	622.86	6,492	7,645	9,468	10,355
营业外收入	9.36	145.72	145.72	145.72	145.72
营业外支出	31.40	59.52	59.52	59.52	59.52
利润总额	600.82	6,579	7,731	9,554	10,442
所得税	90.64	1,190	1,160	1,433	1,566
净利润	510.18	5,389	6,572	8,121	8,875
少数股东损益	0.00	2.52	3.08	3.80	4.16
归属母公司净利润	510.18	5,386	6,569	8,117	8,871
EBITDA	811.69	9,912	11,435	13,441	14,291
EPS (元, 基本)	0.10	1.07	1.30	1.61	1.76

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.94	477.58	3.93	7.51	7.25
营业利润	20.09	942.36	17.75	23.84	9.38
归属母公司净利润	29.19	955.80	21.95	23.57	9.29
获利能力 (%)					
毛利率	12.60	18.01	18.00	19.16	19.03
净利率	4.06	7.42	8.71	10.01	10.20
ROE	11.59	21.32	22.76	24.09	23.03
ROIC	16.75	19.89	23.37	29.88	39.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.65	65.18	62.68	59.19	56.45
净负债比率 (%)	(29.68)	15.65	4.27	(14.74)	(39.13)
流动比率	1.66	0.78	0.77	0.88	1.01
速动比率	1.33	0.28	0.33	0.43	0.59
营运能力					
总资产周转率	1.76	1.81	1.01	1.01	1.02
应收账款周转率	6.41	29.51	27.29	27.75	27.71
应付账款周转率	5.74	5.04	2.83	2.85	2.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	1.07	1.30	1.61	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	1.57	2.37	2.38	3.08
每股净资产(最新摊薄)	0.87	5.00	5.72	6.67	7.63
估值比率					
PE (倍)	229.52	21.74	17.83	14.43	13.20
PB (倍)	26.59	4.64	4.06	3.48	3.04
EV_EBITDA (倍)	142.65	12.22	10.35	8.34	7.14

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师邱瀚萱本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com