

全球特钢航母扬帆起航，两千万吨产能指日可待

事件：公司发布 2020 年年报，实现营业收入 747.28 亿元，同比增长 3%，归母净利润 60.24 亿元，同比增长 12%，每股收益 1.19 元，同比增长 11%。

核心观点

- **多措并举，公司业绩逐季度增长。**从单季度看，20Q1-Q4 公司归母净利润分别实现 12.92 亿元、14.57 亿元、15.97 亿元、16.78 亿元，同比增速分别为 4%、-4%、14%、38%。分产品看，公司合金钢棒材、合金钢线材、特种钢板、特种无缝钢管分别实现毛利 1258.67 元/吨、712.49 元/吨、592.00 元/吨、852.89 元/吨，同比增速分别为 12%、-8%、4%、-20%。
- **大力拓展“三高—特”，“质量+技术”巩固护城壁垒。**20 年公司大力开拓高强钢、高端模具钢、高温合金钢、特种不锈钢等“三高—特”产品，销量同比增长 56%，已具备年产 5000 吨高温合金钢的能力，同时高端模具钢产线完成建设。公司将力争“三高—特”产品 21 年实现销量同比增长 40%，同时参与国家高端装备项目，每年开发新品 10%以上，巩固护城壁垒。
- **加快兼并重组，补齐品种规格。**21 年 1 月，公司全资子公司成功竞买上海电气集团钢管有限公司 40%股权，其核心资产为 350 万吨无缝钢管产能。公司将积极实施兼并重组，在“十四五”期间实现特钢产量超 2000 万吨。并于 21 年打造数十个细分行业，力争未来在这些行业达 70%以上市占率。
- **构建“资本+制造+服务”生态圈，促进上下游互补共赢。**20 年公司通过投资基金参与徐工有限混改，促进公司对徐工销量增长 50%以上，未来将继续以资本和服务为纽带，构建“资本+制造+服务”的特钢产业链生态圈。

财务预测与投资建议

- 考虑到十四五期间 2000 万吨产量目标，预测 21-23 年 EPS 为 1.49、1.65、1.77 元（原 21-22 预测为 1.35、1.52 元），据可比公司 21 年 21X 估值，考虑到公司行业第一的龙头地位，给予 10%估值溢价，对应 21 年 23X 的 PE 估值，目标价 34.42 元。

风险提示

宏观经济增速放缓。产业与企业结构转型升级进度低于预期。特钢下游行业发展速度低于预期。

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	72,620	74,728	77,844	80,833	81,274
同比增长(%)	0.6%	2.9%	4.2%	3.8%	0.5%
营业利润(百万元)	6,492	7,519	8,814	9,818	10,582
同比增长(%)	28.1%	15.8%	17.2%	11.4%	7.8%
归属母公司净利润(百万元)	5,386	6,024	7,497	8,350	8,999
同比增长(%)	50.4%	11.8%	24.4%	11.4%	7.8%
每股收益(元)	1.07	1.19	1.49	1.65	1.78
毛利率(%)	18.0%	18.0%	19.6%	20.3%	21.1%
净利率(%)	7.4%	8.1%	9.6%	10.3%	11.1%
净资产收益率(%)	24.2%	22.5%	25.4%	25.8%	25.0%
市盈率	29.2	26.1	21.0	18.8	17.5
市净率	6.2	5.5	5.1	4.6	4.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年03月04日)	31.15 元
目标价格	34.42 元
52周最高价/最低价	36.01/13.69 元
总股本/流通A股(万股)	504,714/125,916
A股市值(百万元)	157,219
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2021年03月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.74	-5.89	49.47	96.43
相对表现	9.85	-5.71	40.52	87.21
沪深300	0.89	-0.18	8.95	9.22



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘洋
021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002

证券分析师 孙天一
021-63325888*4037
suntianyi1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519060001

相关报告

拟设立股权投资平台，奠定扩张基础	2020-07-25
中国特钢核心资产，穿越周期成长可待	2020-04-24

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）			市盈率		
		2021/3/4	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
ST 抚钢	600399	13.55	0.29	0.41	0.52	47.26	32.82	26.10
久立特材	002318	14.16	0.76	0.87	0.96	18.55	16.24	14.79
永兴材料	002756	38.70	0.87	1.53	2.16	44.36	25.30	17.94
武进不锈	603878	7.90	0.55	0.83	0.89	14.36	9.52	8.88
	最大值					47.26	32.82	26.10
	最小值					14.36	9.52	8.88
	平均数					31.13	20.97	16.93
	调整后平均					31.45	20.77	16.36

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,838	9,247	13,465	19,130	25,303	营业收入	72,620	74,728	77,844	80,833	81,274
应收票据及应收账款	2,712	2,234	2,617	2,718	2,733	营业成本	59,545	61,300	62,608	64,393	64,097
预付账款	1,018	751	783	813	817	营业税金及附加	553	462	482	500	503
存货	7,976	8,617	8,801	9,051	9,010	营业费用	863	643	690	716	720
其他	9,909	10,907	10,405	10,411	10,412	管理费用及研发费用	4,232	4,163	4,462	4,634	4,659
流动资产合计	29,454	31,757	36,071	42,123	48,275	财务费用	485	292	529	588	604
长期股权投资	84	572	572	572	572	资产、信用减值损失	440	467	164	89	13
固定资产	32,743	32,223	33,913	35,325	36,581	公允价值变动收益	0	(12)	(12)	(12)	(12)
在建工程	3,737	6,525	5,611	4,713	2,315	投资净收益	(109)	(200)	(155)	(155)	(155)
无形资产	4,410	4,121	3,979	3,837	3,695	其他	99	331	71	71	71
其他	2,157	2,242	205	199	193	营业利润	6,492	7,519	8,814	9,818	10,582
非流动资产合计	43,131	45,684	44,279	44,646	43,356	营业外收入	146	45	70	70	70
资产总计	72,585	77,441	80,350	86,769	91,630	营业外支出	60	60	60	60	60
短期借款	2,566	3,964	3,964	3,964	3,964	利润总额	6,579	7,505	8,824	9,828	10,592
应付票据及应付账款	21,483	19,695	20,115	20,688	20,593	所得税	1,190	1,477	1,324	1,474	1,589
其他	13,817	13,921	13,921	13,921	13,921	净利润	5,389	6,028	7,500	8,354	9,003
流动负债合计	37,866	37,579	37,999	38,573	38,478	少数股东损益	3	4	4	4	5
长期借款	8,385	9,098	11,638	14,177	15,177	归属于母公司净利润	5,386	6,024	7,497	8,350	8,999
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.07	1.19	1.49	1.65	1.78
其他	1,058	2,378	0	0	0						
非流动负债合计	9,443	11,477	11,638	14,177	15,177	主要财务比率					
负债合计	47,308	49,056	49,637	52,750	53,655		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	31	35	39	43	47	成长能力					
股本	2,969	5,047	5,047	5,047	5,047	营业收入	0.6%	2.9%	4.2%	3.8%	0.5%
资本公积	11,285	9,206	9,206	9,206	9,206	营业利润	28.1%	15.8%	17.2%	11.4%	7.8%
留存收益	10,915	13,971	16,420	19,723	23,675	归属于母公司净利润	50.4%	11.8%	24.4%	11.4%	7.8%
其他	76	126	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	25,277	28,385	30,713	34,019	37,976	毛利率	18.0%	18.0%	19.6%	20.3%	21.1%
负债和股东权益总计	72,585	77,441	80,350	86,769	91,630	净利率	7.4%	8.1%	9.6%	10.3%	11.1%
						ROE	24.2%	22.5%	25.4%	25.8%	25.0%
						ROIC	15.4%	16.1%	18.1%	17.9%	17.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	65.2%	63.3%	61.8%	60.8%	58.6%
净利润	5,389	6,028	7,500	8,354	9,003	净负债率	12.8%	13.7%	7.2%	0.0%	0.0%
折旧摊销	19,103	2,808	1,959	2,133	2,308	流动比率	0.78	0.85	0.95	1.09	1.25
财务费用	485	292	529	588	604	速动比率	0.55	0.61	0.70	0.84	1.01
投资损失	109	200	155	155	155	营运能力					
营运资金变动	12,650	(1,024)	138	165	(72)	应收账款周转率	33.0	37.3	37.9	37.9	37.3
其它	(29,811)	(1,732)	986	101	26	存货周转率	7.6	7.0	6.8	6.8	6.7
经营活动现金流	7,926	6,572	11,266	11,496	12,024	总资产周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
资本支出	(53,938)	(4,767)	(2,563)	(2,568)	(1,033)	每股指标(元)					
长期投资	(4)	(480)	0	0	0	每股收益	1.07	1.19	1.49	1.65	1.78
其他	50,953	3,546	(167)	(167)	(167)	每股经营现金流	2.67	1.30	2.23	2.28	2.38
投资活动现金流	(2,989)	(1,702)	(2,730)	(2,735)	(1,200)	每股净资产	5.00	5.62	6.08	6.73	7.51
债权融资	(3,331)	1,150	1,257	2,539	1,000	估值比率					
股权融资	932	0	0	0	0	市盈率	29.2	26.1	21.0	18.8	17.5
其他	(5,398)	(3,231)	(5,576)	(5,635)	(5,651)	市净率	6.2	5.5	5.1	4.6	4.1
筹资活动现金流	(7,797)	(2,081)	(4,318)	(3,096)	(4,651)	EV/EBITDA	6.2	15.1	14.2	12.8	11.9
汇率变动影响	(5)	12	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.0	20.5	17.2	15.4	14.3
现金净增加额	(2,865)	2,800	4,218	5,665	6,173						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn