

中信特钢 (000708): 产能与需求共振助力增长, 全球化叠加进口替代开辟空间

——2020 年度报告点评

公司是全球最大特钢生产企业, 具备较强抵御周期波动能力。特钢下游消费端涵盖汽车、机械、能源和军工等高端装备制造业, 技术壁垒较高, 客户对产品认证周期较长。公司作为特钢龙头企业深耕市场多年, 凭借高度差异化服务和先期介入的营销模式, 与下游行业龙头客户建立了长期战略合作, 客户分散且同类产品市占率高(高标准轴承钢、高端汽车钢市占率 60% 以上), 因此公司订单的可持续性较强。2020 年全球经济受公共卫生事件冲击, 但受益于国内机械、汽车、新能源用特钢需求结构性扩张和较强的客户粘性, 公司实现商品坯材产量 1452 万吨 (+5.77%), 销量 1399 万吨 (+5.43%), 同时在汽车、机械、轴承和能源领域产品销量分别同比增长 5.8% (占 25.4%)、6.4% (占 33.2%)、10.2% (占 12%) 和 4.3% (占 20.2%)。

“三位一体”体制优势是公司核心竞争力。公司拥有央企背景、具有港资的先进管理理念以及苏南民企的灵活高效决策机制, “三位一体”体制优势保障公司能够快速、灵活响应市场变化, 也使得公司具有强大的成本管控能力。尽管 2020 年公司吨钢售价小幅下降, 但得益于原料降本(2020 年铁矿石涨价背景下公司吨钢原料成本下降 48 元至 3245 元/吨), 其综合毛利率仅下降 0.5 个百分点至 17.97% (行业内代表牌号 45# 钢销售利润率下降 2.6 个百分点)。此外, 公司每年设定具体降本指标, 良好的运营体制有助提升公司产品竞争力和企业价值。

青岛环保搬迁项目助力优质产能扩张。目前公司拥有优特钢产能约 1400 万吨, 启动的青岛特钢环保搬迁项目将新增坯材年产能 113 万吨 (+8.1%, 项目已完成 62%, 有望 2021 年下半年投产)。我们认为, 后疫情时代全球的汽车、机械、能源等装备制造业将恢复趋势性扩张, 考虑到 2021 年公司计划销售坯材 1433 万吨(+2.43%), 公司业绩有望随周期性的产能投放而持续增长。

产品结构持续高端化, 盈利能力持续改善。公司持续大力开发新品种, 坚持贴合市场需求的高研发投入, 高端产品销量增长显著(2020 年+23.1%)。其中, 公司的“三高—特”产品销量同比增长 50% 以上, 国防装备用特钢材料销量增长超 40%。考虑到军工特钢毛利率显著高于民品(国内军品毛利率通常在 40% 以上), 高端产品放量有助盈利能力的进一步提升。

实施逆周期并购上海电气钢管, 能源用钢管行业集中度提升。继并购大冶特钢、青岛特钢、靖江特钢和浙江泰富钢管取得巨大经济效益后, 2021 年 1 月公司成功竞得上海电气钢管 40% 股权(成交价为 4 亿元, 参与管理), 后者核心资产为天津钢管 51.02% 股权, 天津钢管拥有 350 万吨无缝钢管产能(占国内约 8%, 行业第一)。考虑到天津钢管在能源管方面具有很强的市场竞争力和影响力, 是我国乃至全球范围内无缝钢管行业领军企业之一, 收购将对公司原有能源钢管业务(150 万吨, 占国内约 3%) 产生积极的协同效应。此外, 当前国内优特钢和无缝管行业集中度均有待提高, 公司拥有充沛的经营性现金流和货币资金, 配合丰富的并购整合经验, 为未来更多的外延式并购

2021 年 04 月 01 日

强烈推荐/维持

中信特钢 公司报告

公司简介:

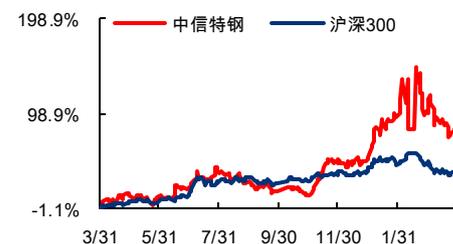
大型特殊钢铁企业, 是全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。主要生产轴承钢、工模具钢、高温合金等特殊钢材, 产品主要向汽车、石油、机械军工、航空航天、新能源等行业

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	35.42-14.09
总市值 (亿元)	1,318.31
流通市值 (亿元)	328.89
总股本/流通 A 股 (万股)	504,714/125,916
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.68

52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师: 张天丰

021-25102914 zhang_tf@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520100001

分析师: 张清清

021-25102904 zhangqq@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520080002

分析师: 胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519080001

业务提供支撑。

全球化和高端特钢国产替代为公司开辟成长空间。世界各国特钢年出口量合计约为 3000 万吨，而中国实际特钢出口仅占 15%左右，按产能占比来看合理的市场份额应达到 50%（1500 万吨）以上，对于公司当前 1400 万吨特钢产能而言成长空间巨大。尽管 2020 年公司产品出口受海外需求疲软影响而下降（出口量/公司销量降至 11.4%），但随着海外需求复苏，公司出口业务将显著改善并迈向可持续性扩张。此外，中国的高端特钢依赖进口，国产替代的市场容量达到 300 亿元/年以上。公司正加快推进“卡脖子”材料攻关，这将为公司的产品结构优化和业绩增长提供新的驱动力。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021 年-2023 年实现营业收入分别为 800.23 亿元、816.23 亿元和 814.65 亿元；归母净利润分别为 69.05 亿元、76.61 亿元、82.16 亿元；EPS 分别为 1.37 元、1.52 元和 1.63 元，对应 PE 分别为 18.58X、16.75X 和 15.62X，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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	72,619.87	74,728.37	80,023.40	81,623.63	81,464.67
增长率(%)	477.58%	2.90%	7.09%	2.00%	-0.19%
归母净利润(百万元)	5,389.00	6,028.09	6,904.62	7,660.90	8,216.25
增长率(%)	956.30%	11.86%	14.54%	10.95%	7.25%
净资产收益率(%)	21.34%	21.25%	22.78%	23.49%	23.43%
每股收益(元)	1.81	1.19	1.37	1.52	1.63
PE	14.04	21.35	18.58	16.75	15.62
PB	2.99	4.52	4.23	3.93	3.66

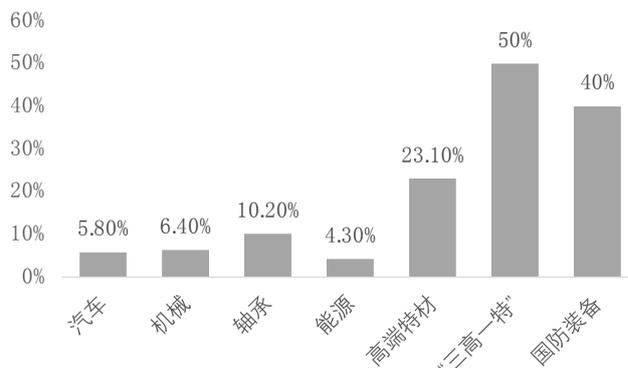
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图1: 2020 年公司的产品应用分类



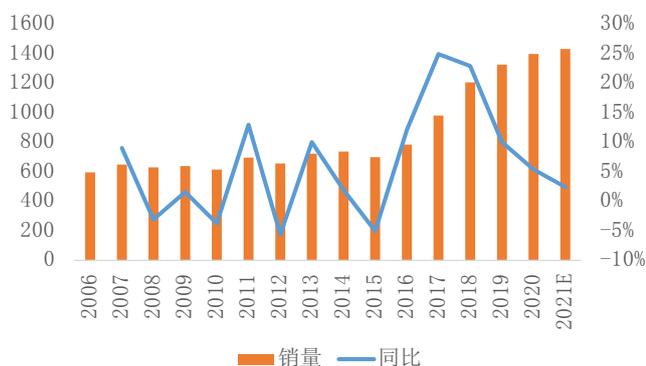
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图2: 2020 年公司分行业的产品销量增速



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图3: 2020 年公司的产品销量同比增长 5.4% (万吨)



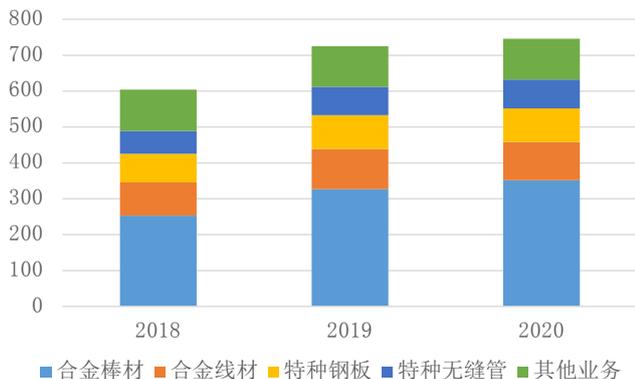
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图4: 2020 年公司的产品出口量下降 9.4% (万吨)



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图5: 2020 年公司的营业收入同比增长 2.9% (亿元)

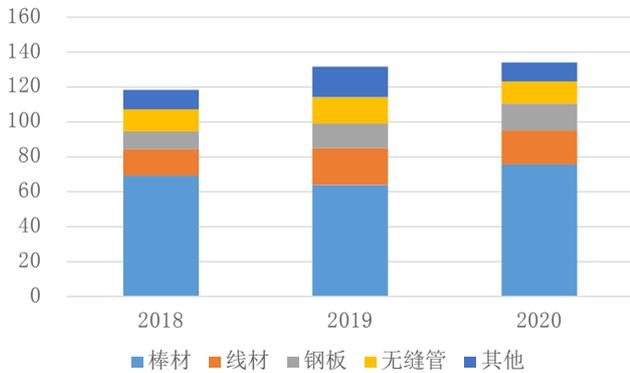


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

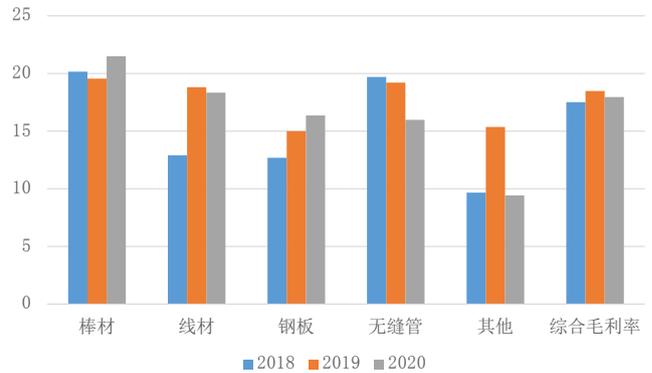
图6: 2018-2020 年公司的吨材营业收入 (元/吨)



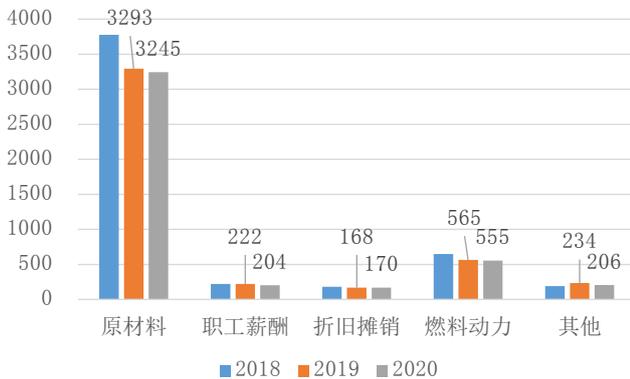
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图7: 2018-2020 年公司的毛利构成 (亿元)


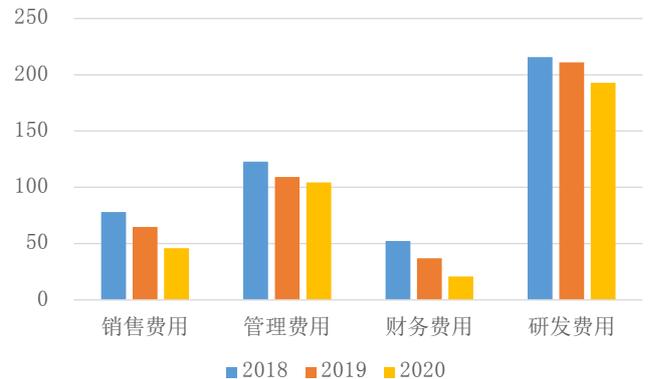
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图8: 2018-2020 年公司分产品的毛利率 (%)


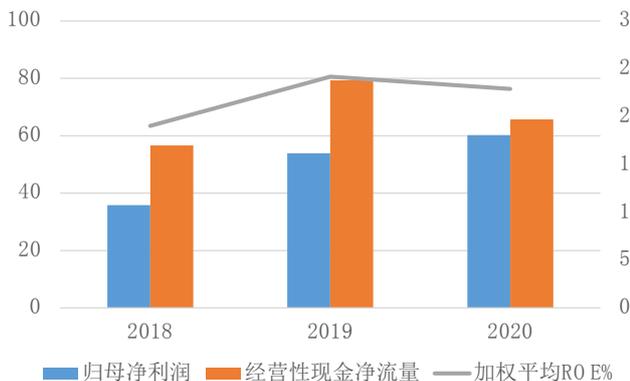
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图9: 2018-2020 年公司的吨材营业成本构成 (元/吨)


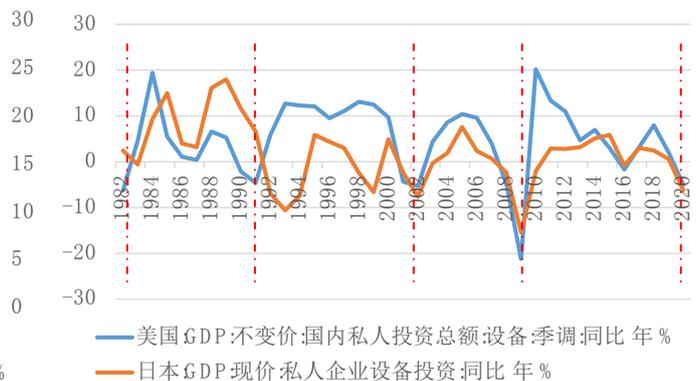
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图10: 2018-2020 年公司的吨钢期间费用 (元/吨)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图11: 2018-2020 年公司的经营现金流情况 (亿元)


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所 (ROE 为右轴)

图12: 全球或正处在新一轮朱格拉周期的起点


资料来源: 美国经济分析局, 日本内閣府, 东兴证券研究所

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				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	29454	31757	36988	44449	51138	营业收入	72620	74728	80023	81624	81465
货币资金	7838	9247	12925	19224	25042	营业成本	59545	61300	65111	65847	65166
应收账款	1949	1972	2130	2173	2162	营业税金及附加	553	462	600	612	611
其他应收款	219	161	173	176	176	营业费用	863	643	800	816	815
预付款项	1018	751	1728	2716	3693	管理费用	1446	1456	1600	1632	1629
存货	7976	8617	8937	9038	8945	财务费用	485	292	453	324	264
其他流动资产	804	672	741	761	759	资产减值损失	-402.73	-427.47	100.00	100.00	0.00
非流动资产合计	43131	45684	43404	41148	38718	公允价值变动收益	0.00	-12.32	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	84	572	572	572	572	投资净收益	-109.43	-199.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	32743	32223	30474	28706	26725	营业利润	6492	7519	8680	9556	10250
无形资产	4410	4121	3709	3338	3004	营业外收入	145.72	45.18	10.00	80.00	80.00
其他非流动资产	388	809	809	809	809	营业外支出	59.52	59.56	59.56	59.56	59.56
资产总计	72585	77441	80392	85597	89856	利润总额	6579	7505	8631	9576	10270
流动负债合计	37866	37579	38275	40973	42762	所得税	1190	1477	1726	1915	2054
短期借款	2566	3964	0	0	0	净利润	5389	6028	6905	7661	8216
应付账款	14798	13264	14928	15097	14596	少数股东损益	3	4	4	4	4
预收款项	2772	0	2401	4849	7293	归属母公司净利润	5386	6024	6901	7657	8213
一年内到期的非流动负债	110	79	79	79	79	EBITDA	14207	14855	11595	12319	12928
非流动负债合计	9443	11477	11458	11465	11467	EV/EBITDA	8.90	10.74	9.59	8.69	
长期借款	8385	9098	9098	9098	9098	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	47308	49056	49733	52438	54229	成长能力					
少数股东权益	31	35	39	42	46	营业收入增长	477.58%	2.90%	7.09%	2.00%	-0.19%
实收资本(或股本)	2969	5047	5047	5047	5047	营业利润增长	942.36%	15.81%	15.44%	10.08%	7.26%
资本公积	11285	9206	9206	9206	9206	归属于母公司净利润增长	14.55%	10.96%	14.55%	10.96%	7.25%
未分配利润	10324	13001	14772	16769	18933	获利能力					
归属母公司股东权益合计	25245	28350	30294	32592	35055	毛利率(%)	18.01%	17.97%	18.64%	19.33%	20.01%
负债和所有者权益	72585	77441	80192	85197	89456	净利率(%)	7.42%	8.07%	8.63%	9.39%	10.09%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.42%	7.78%	8.58%	8.95%	9.14%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	21.34%	21.25%	22.78%	23.49%	23.43%
经营活动现金流	732	7926	6431	11069	13392	偿债能力					
净利润	510	5389	6496	6932	7360	资产负债率(%)	65%	63%	62%	62%	61%
折旧摊销	225.79	7228.93	2516.75	2478.98	2445.63	流动比率	0.78	0.85	0.97	1.08	1.20
财务费用	-48	485	575	451	367	速动比率	0.57	0.62	0.73	0.86	0.99
应收帐款减少	0	0	-356	-2	71	营运能力					
预收帐款增加	0	0	2082	2083	2157	总资产周转率	1.81	1.00	1.02	0.99	0.93
投资活动现金流	-38	-2989	100	100	100	应收账款周转率	59	38	39	38	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.63	5.33	5.68	5.44	5.49
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)	1.81	1.19	1.37	1.52	1.63
筹资活动现金流	60	-7797	-4371	-3914	-4044	每股净现金流(最新摊薄)	-0.96	0.55	0.73	1.25	1.15
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.50	5.62	6.00	6.46	6.95
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	2519	2078	0	0	P/E	14.04	21.35	18.58	16.75	15.62
资本公积增加	0	10799	0	0	0	P/B	2.99	4.52	4.23	3.93	3.66
现金净增加额	755	-2860	2161	7255	9448	EV/EBITDA	5.54	8.90	10.74	9.59	8.69

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）：通过疫情考验，期待重新起航	2020-08-19
公司深度报告	中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇	2020-07-23
公司深度报告	中信特钢（000708）：行业竞争格局趋优，精细化管理重塑价值	2020-04-26
行业深度报告	金属行业特钢深度跟踪系列之一：消费复苏提振模具钢需求，供需偏紧价格看涨	2021-03-04
行业深度报告	金属行业 2021 年度策略报告：周期轮动，余音绕梁（三）黑色金属与特钢	2021-01-10
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之三：产品高端化提升特钢企业穿越周期的成长性	2020-10-30
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之二：高性能工模具钢是我国的战略战略性新兴产业	2020-08-27
行业深度报告	钢铁工业转型升级专题系列之一：乘大国崛起之风，把握军工特钢加速成长期的投资机会	2020-06-28
行业普通报告	钢铁行业报告：龙头钢企海外收购优质铁矿的意义在哪？	2020-06-28
行业普通报告	钢铁行业报告：受疫情影响的钢材需求回补了多少？	2020-06-09
行业普通报告	钢铁行业报告：如何看待方大钢铁集团并购达州钢铁？	2020-06-02

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖; 曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖, 中金所股指期货期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师, 北京航空航天大学工学博士, 在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文, 其中包含第一作者发表的 SCI 论文 5 篇 (累计 IF>10); 2015-2018 年在宝钢从事研究工作, 期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程; 2018 年 5 月加盟东兴证券。

胡道恒

有色金属行业分析师, 清华大学材料科学与工程硕士, 北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 4 年证券从业经历, 曾任东兴证券做市业务部高级投资经理; 2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

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、未来也将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