

证券研究报告—动态报告

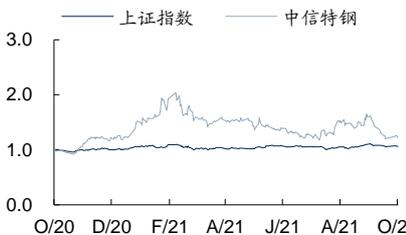
黑色金属

钢铁 II

中信特钢(000708)
买入
2021 年三季报点评

(维持评级)

2021 年 10 月 13 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	5,047/1,259
总市值/流通(百万元)	104,173/25,989
上证综指/深圳成指	3,547/14,135
12 个月最高/最低(元)	36.01/15.80

相关研究报告:

《中信特钢-000708-2021 年中报点评: 业绩逐季上涨, 龙头实力凸显》——2021-08-17
 《中信特钢-000708-2020 年年报点评: 发展路径清晰, 业绩再创新高》——2021-03-03
 《中信特钢-000708-2020 年一季报点评: 无惧疫情扰动, 抗周期性凸显》——2020-04-23
 《中信特钢-000708-2019 年年报点评: 协同效应突出, 业绩逆势上涨》——2020-03-09
 《中信特钢-000708-深度报告: 特钢龙头, 由专而强而大》——2019-10-30

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

财报点评
内生外延稳步驱动
● 降本增效, 盈利增长, 业绩符合预期

2021 年前三季度, 公司优化产品结构、深化开源节流, 原材料价格上涨的不利影响得到充分转嫁, 产品毛利率保持较高水平。前三季度, 公司实现营业收入 742.16 亿元, 同比增长 33.04%; 归属于上市公司股东的净利润 60.62 亿元, 同比增长 39.42%。业绩符合预期。受原料大幅涨价影响, 公司三季度单季实现营业收入 251.29 亿元, 同比增长 29.68%, 环比下降 5.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润 18.74 亿元, 同比增长 33.04%, 环比下降 17.09%。

● 期间费用率呈下降趋势

公司严格把控各项费用, 在去年同期费用较低的基础上, 期间费用率进一步下降。2021 年前三季度, 公司期间费用率 6.0%, 同比下降 0.86 个百分点, 不考虑研发费用三费率 2.49%, 同比下降 0.94 个百分点。受益于费用的压降, 公司销售净利率提升至 8.17%。

● 内生外延增长持续

一方面, 公司大力发展高温/耐蚀合金、高强钢/超高强钢、高端工模具钢、特种不锈钢, 预计特冶二期、三期改造项目完成后, 将形成 9.2 万吨三高一特产品生产能力, 进一步提升产品附加值。另一方面, 青岛特钢续建项目稳步推进, 截至 6 月末, 公司产能达 1533 万吨, 较 2020 年再增长 104 万吨, 并且公司计划力争在“十四五”期间实现年度特钢产量超 2000 万吨。

● 风险提示: 钢材需求大幅下滑; 市场竞争大幅加剧。
● 投资建议: 维持“买入”评级

公司作为行业龙头, 成长路径清晰, 市场地位突出, 经营业绩稳健, 属于特钢行业稀缺标的。公司高端产品蓬勃发展, 带动盈利能力稳步提升, 我们维持原业绩预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润 88/99/106 亿元, 同比增速 45.3/12.8/7.1%; 摊薄 EPS 为 1.73/1.96/2.10 元, 当前股价对应 PE 为 11.9/10.6/9.8x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	74,728	97,793	103,343	108,467
(+/-%)	2.9%	30.9%	5.7%	5.0%
净利润(百万元)	6,024	8,753	9,877	10,582
(+/-%)	11.8%	45.3%	12.8%	7.1%
摊薄每股收益(元)	1.19	1.73	1.96	2.10
EBIT Margin	14.5%	11.1%	11.7%	11.8%
净资产收益率(ROE)	21.3%	26.7%	26.2%	24.6%
市盈率(PE)	17.29	11.90	10.55	9.84
EV/EBITDA	11.01	11.52	10.39	9.81
市净率(PB)	3.67	3.18	2.77	2.43

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

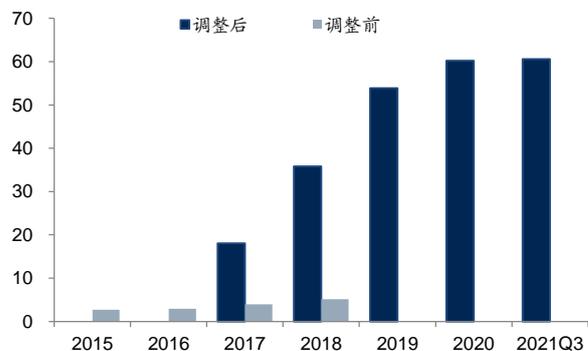
降本增效，盈利增长，业绩符合预期。2021年前三季度，公司优化产品结构、深化开源节流，原材料价格上涨的不利影响得到充分转嫁，产品毛利率保持较高水平。前三季度，公司实现营业收入742.16亿元，同比增长33.04%；归属于上市公司股东的净利润60.62亿元，同比增长39.42%。业绩符合预期。

图 1：公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

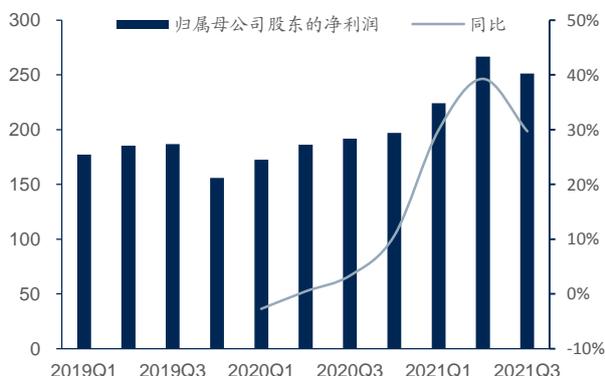
图 2：公司归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

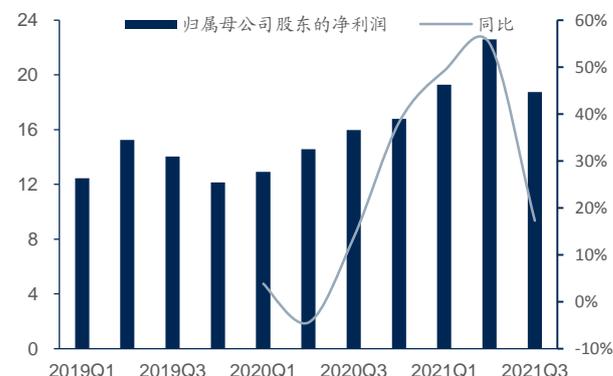
原料大幅涨价，三季度业绩环比下降。公司三季度单季实现营业收入251.29亿元，同比增长29.68%，环比下降5.80%；实现归属于上市公司股东的净利润18.74亿元，同比增长33.04%，环比下降17.09%。

图 3：单季营业收入及增速（亿元，%）



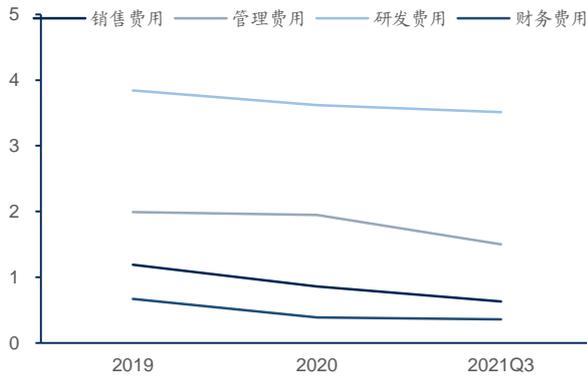
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：单季归母净利润及增速（亿元，%）

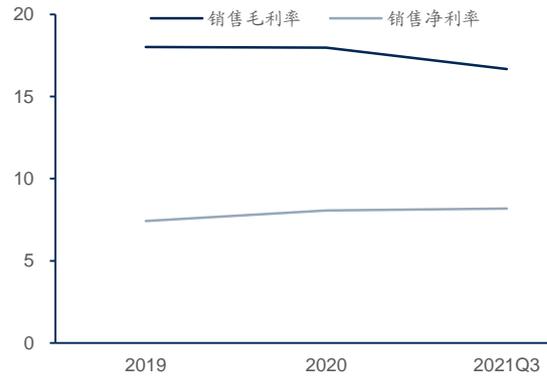


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

期间费用率呈下降趋势。公司严格把控各项费用，在去年期间费用较低的基础上，期间费用率进一步下降。2021年前三季度，公司期间费用率6.0%，同比下降0.86个百分点，不考虑研发费用三费费用率2.49%，同比下降0.94个百分点。受益于费用的压降，公司销售净利率提升至8.17%。

图 5: 公司期间费用率 (%)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司盈利情况 (%)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

内生外延增长持续。一方面,公司大力发展高温/耐蚀合金、高强度/超高强钢、高端工模具钢、特种不锈钢,预计特冶二期、三期改造项目完成后,将形成 9.2 万吨三高一特产品生产能力,进一步提升产品附加值。另一方面,青岛特钢续建项目稳步推进,截至 6 月末,公司产能达 1533 万吨,较 2020 年再增长 104 万吨,并且公司计划力争在“十四五”期间实现年度特钢产量超 2000 万吨。

投资建议: 维持“买入”评级。公司作为特钢行业龙头企业,成长路径清晰,市场地位突出,经营业绩稳健,属于特钢行业稀缺标的。公司高端产品蓬勃发展,带动盈利能力稳步提升,我们维持原业绩预测。预计公司 2021-2023 年收入 978/1033/1085 亿元,同比增速 30.9/5.7/5.0%,归母净利润 88/99/106 亿元,同比增速 45.3/12.8/7.1%; 摊薄 EPS 为 1.73/1.96/2.10 元,当前股价对应 PE 为 11.9/10.6/9.8x, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 20211012	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PB LF	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
000708	中信特钢	20.64	1,042	1.19	1.73	1.96	2.10	17.34	11.93	10.53	9.83	21.25	3.37	买入
002318	久立特材	13.25	129	0.81	0.89	1.00	1.13	16.36	14.97	13.21	11.69	16.06	2.76	无评级
600399	抚顺特钢	19.34	381	0.28	0.43	0.58	0.74	69.07	44.54	33.56	26.23	10.97	6.98	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

备注: 久立特材、抚顺特钢相关数据采用 WIND 一致预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	9247	12323	14089	18631	营业收入	74728	97793	103343	108467
应收款项	2396	3215	3398	3566	营业成本	61300	80078	83987	88012
存货净额	8617	10649	11140	11655	营业税金及附加	462	587	620	651
其他流动资产	11498	13691	14468	15185	销售费用	643	782	827	868
流动资产合计	31757	39879	43095	49038	管理费用	1456	1220	1289	1353
固定资产	38749	41981	44887	45504	财务费用	292	318	204	91
无形资产及其他	4121	4003	3886	3768	投资收益	(200)	(103)	(103)	(103)
投资性房地产	2242	2242	2242	2242	资产减值及公允价值变动	415	229	229	229
长期股权投资	572	572	572	572	其他收入	(3271)	(4276)	(4513)	(4730)
资产总计	77441	88677	94681	101124	营业利润	7519	10658	12028	12888
短期借款及交易性金融负债	4043	2000	1000	0	营业外净收支	(14)	17	17	17
应付款项	19695	25558	26737	27972	利润总额	7505	10675	12045	12905
其他流动负债	13842	16780	17567	18383	所得税费用	1477	1921	2168	2323
流动负债合计	37579	44338	45304	46356	少数股东损益	4	0	0	0
长期借款及应付债券	9098	9098	9098	9098	归属于母公司净利润	6024	8753	9877	10582
其他长期负债	2378	2478	2578	2678					
长期负债合计	11477	11577	11677	11777	现金流量表 (百万元)				
负债合计	49056	55915	56981	58132	净利润	6024	8753	9877	10582
少数股东权益	35	35	35	35	资产减值准备	25	72	40	32
股东权益	28350	32727	37665	42956	折旧摊销	3046	3043	3400	3698
负债和股东权益总计	77441	88677	94681	101124	公允价值变动损失	(415)	(229)	(229)	(229)
					财务费用	292	318	204	91
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1287)	3928	656	783
每股收益	1.19	1.73	1.96	2.10	其它	(24)	(72)	(40)	(32)
每股红利	0.87	0.87	0.98	1.05	经营活动现金流	7369	15495	13704	14833
每股净资产	5.62	6.48	7.46	8.51	资本开支	(5631)	(6000)	(6000)	(4000)
ROIC	25%	24%	27%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	21%	27%	26%	25%	投资活动现金流	(6118)	(6000)	(6000)	(4000)
毛利率	18%	18%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	15%	11%	12%	12%	负债净变化	713	0	0	0
EBITDA Margin	19%	14%	15%	15%	支付股利、利息	(4413)	(4377)	(4938)	(5291)
收入增长	3%	31%	6%	5%	其它融资现金流	7558	(2043)	(1000)	(1000)
净利润增长率	12%	45%	13%	7%	融资活动现金流	158	(6419)	(5938)	(6291)
资产负债率	63%	63%	60%	58%	现金净变动	1409	3076	1766	4542
息率	4.2%	4.2%	4.7%	5.1%	货币资金的期初余额	7838	9247	12323	14089
P/E	17.3	11.9	10.5	9.8	货币资金的期末余额	9247	12323	14089	18631
P/B	3.7	3.2	2.8	2.4	企业自由现金流	4856	9868	7984	11020
EV/EBITDA	11.0	11.5	10.4	9.8	权益自由现金流	13127	7565	6816	9946

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032