

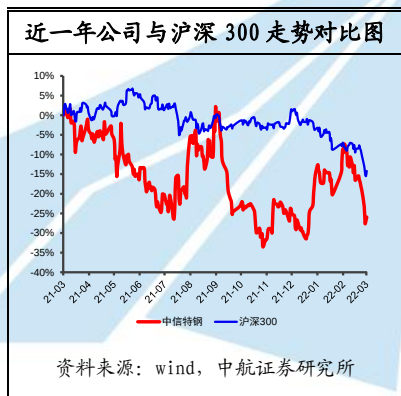
中航证券研究所
 分析师: 邓 轲
 证券执业证书号: S0640521070001
 邮箱: dengke@avicsec.com

中信特钢 (000708) 2021 年报点评: 业绩平稳增长, 对外扩张步伐稳健

公司投资评级	买入
当前股价 (22.03.10)	20.13 元

行业分类: 金属材料 2022 年 03 月 10 日

基础数据 (2022.03.10)	
上证指数	3296.09
总市值 (亿元)	1016
总股本 (亿股)	50.47
流通股本 (亿股)	12.59
PE (TTM)	12.78
PB (LF)	3.10



- **业绩概要:** 公司 2021 年实现钢材销售 1453 万吨 (+3.9%), 营业收入 973.3 亿元 (+27.6%), 归母净利润 79.5 亿元 (+31.8%), 对应 EPS 为 1.58 元。2021Q4 公司完成归母净利润 18.9 亿元, 环比增长 0.9%。分红比例是 50.8%, 股息率为 4%;
- **调整产业布局, 逆势增长呈现弱周期特钢龙头本色:** 2021 年特钢行业原材料价格创历史新高并维持高位, 废钢指数较 2020 年平均上涨 30.0%, 中国焦炭价格指数较 2020 年平均上涨 51.8%。同时钢铁行业取消出口退税、海运费暴涨等因素也使行业受到一定冲击。在此背景下, 公司抓住国内高中端汽车、新能源汽车以及风电行业增长的行情, 在工程机械用钢销量下滑的情况下, 销售总量仍然实现稳步增长。公司丰富的产品线避免了单一行业景气度波动对公司业绩造成巨大影响, 体现了公司的弱周期性;
- **财务数据:** 公司 2021 年销售费用同比减少 17.3%, 主要系按照准则解释将部分出口费用调整至营业成本所致。财务费用同比增长 56.2%, 主要系由于利息支出增加及汇兑收益减少所致。研发费用增长 28.8%, 主要系研发投入增加所致。投资活动产生的现金流量大幅减少 139.2%, 主要系公司收回定期存款及处置固定资产等长期资产收回现金减少所致;
- **对外扩张和对内整合, 加速实现“十四五”产能目标。** 公司是全球领先的特钢材料制造企业, 在轴承钢、汽车钢两大王牌产品之外, 重点布局能源用钢、无缝钢管、三高一特等新型品种。“十四五”开年, 公司提出 2000 万吨产能目标, 已有产能 1600 万吨, 2022 年目标销量 1490 万吨, 力争 1550 万吨。对外公司成功参股天津钢管并参与管理产能 350 万吨, 实际控制产能超 500 万吨。对内公司青岛特钢搬迁续建项目预计今年内形成 100 万吨以上产能; 可转债募投项目预计于 2025 年形成 9.2 万吨特冶锻造产能。通过产业链上下游整合, 公司着力通过内外联通、高中低端协同的方式有效合理扩大产能, 力争实现“十四五”产能目标;

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

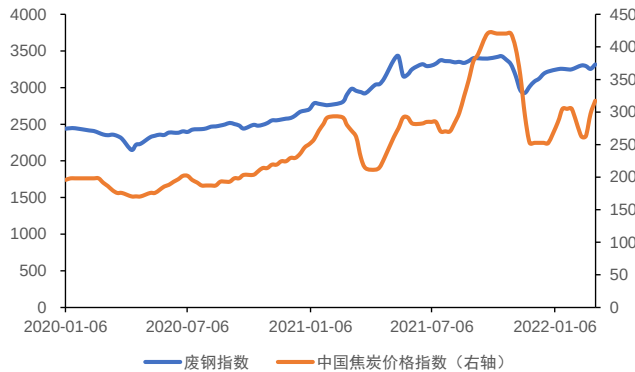
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

- **轴承钢、汽车钢业务稳步增长，工业钢议价能力提升。**公司生产的轴承钢、汽车钢均创历史新高，轴承钢突破 200 万吨，销量同比增长 17.7%，连续 11 年世界第一，汽车用钢销量突破 300 万吨，连续 14 年全国第一，市占率保持领先。工业钢领域，公司参股并参与天津钢管经营，全年同比减亏近 10 亿元，大大提升公司在无缝钢管行业影响力；
- **风电用钢增长迅速，大尺寸海上风电业务未来可期。**公司生产的特钢主要应用于风电轴承、法兰盘、齿轮箱等关键零部件，绑定知名大客户。随着海上风电大型化的趋势，对风电材料在耐腐蚀性、强度、韧性有更高的要求，将进一步提高供应该类产品的门槛。公司 2021 年能源领域营业收入约为 195 亿元（+28.9%），占总营收的 20%。公司拥有大断面圆坯生产能力 40 万吨，将有效提升公司在风电领域的产品销售价格和市场占有率；
- **可转债项目立足高端，重点布局三高一特完成国产化替代。**2021 年 12 月 31 日，公司发布公告，证监会核准公司公开发行总计 50 亿元可转债项目，募集资金主要布局国家重点发展的三高一特领域（高温合金、超高强度钢、高档模具钢、特种不锈钢），二期产能 3.9 万吨，其中 3500 吨高温/耐蚀合金，三期产能 5.3 万吨，其中高温/耐蚀合金产能 10000 吨，建设周期均为 3 年。达产后，二期、三期特冶锻造项目能分别为公司贡献 15.51 亿元、26.43 亿元的收入。在进口替代的需求下，公司规划的高端产品产能能够充分消化，前景广阔；
- **投资建议：**公司是全球领先的特钢行业龙头，与下游客户深度绑定，对外合理扩张促进产业链协同，提高行业影响力；对内积极布局高端产能，优化产品结构。公司汽车钢、轴承钢业务将继续保持领先优势，大型海上风电业务提升公司能源钢盈利能力，随着三高一特产能释放，公司将进一步提高高端产品比例。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 93.8/103.2/115.5 亿元，2022-2024 年 PE 为 10.8/9.9/8.8 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期，扩产不及预期，原材料涨价超预期
- **盈利预测：**

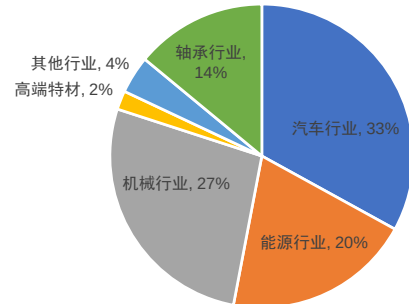
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74,728	97,332	105,466	112,688	119,489
增速（%）	2.90%	30.25%	8.36%	6.85%	6.04%
归属于母公司净利润	6,024	7,953	9,378	10,319	11,545
增速（%）	11.84%	32.00%	17.93%	10.03%	11.87%
每股收益（元）	1.19	1.58	1.86	2.04	2.29
市盈率（倍）	16.86	12.78	10.83	9.85	8.80

图表：2020 年以来废钢指数与中国焦炭价格指数



来源：Wind，中航证券研究所

图表：中信特钢下游应用占比



来源：中信特钢 2021 年年报，中航证券研究所

图表：财务数据预测

损益表 (人民币百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	74,728	97,332	105,466	112,688	119,489
增长率	2.9%	30.2%	8.4%	6.8%	6.0%
营业成本	-61,300	-80,666	-87,831	-93,764	-99,132
% 销售收入	82.0%	82.9%	83.3%	83.2%	83.0%
毛利	13,429	16,667	17,635	18,924	20,357
% 销售收入	18.0%	17.1%	16.7%	16.8%	17.0%
营业税金及附加	-462	-567	-823	-834	-824
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%
营业费用	-643	-532	-563	-579	-597
% 销售收入	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-1,456	-1,570	-4,746	-4,846	-5,019
% 销售收入	1.9%	1.6%	4.5%	4.3%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	10,867	13,998	11,503	12,665	13,917
% 销售收入	14.5%	14.4%	10.9%	11.2%	11.6%
财务费用	-292	-475	-429	-443	-340
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-427	-321	-420	-400	-370
公允价值变动收益	-12	-15	0	0	0
投资收益	-200	-216	-200	-200	-200
% 税前利润	—	—	—	—	—
营业利润	7,519	9,548	11,294	12,422	13,747
营业利润率	10.1%	9.8%	10.7%	11.0%	11.5%
营业外收支	-14	-45	-123	-130	5
税前利润	7,505	9,504	11,172	12,292	13,752
利润率	10.0%	9.8%	10.6%	10.9%	11.5%
所得税	-1,477	-1,543	-1,787	-1,967	-2,200
所得税率	19.7%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	6,028	7,961	9,384	10,325	11,551
少数股东损益	4	8	6	6	7
归属于母公司的净利润	6,024	7,953	9,378	10,319	11,545
净利率	8.1%	8.2%	8.9%	9.2%	9.7%

现金流量表 (人民币百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	6,028	7,961	9,384	10,325	11,551
加：折旧和摊销	3,051	3,093	3,055	3,070	3,089
资产减值准备	427	0	0	0	0
公允价值变动损失	12	15	0	0	0
财务费用	425	571	429	443	340
投资收益	200	216	200	200	200
少数股东损益	4	8	6	6	7
营运资金的变动	991	556	7,124	-2,048	530
经营活动现金净流	6,572	12,945	20,192	11,990	15,709
固定资本投资	-2,269	-4,523	-80	-140	-170
投资活动现金净流	-1,702	-4,071	-490	-546	-577
股利分配	-3,533	-3,533	-4,220	-4,747	-5,426
其他	1,452	-6,712	-14,845	-1,423	-74
筹资活动现金净流	-2,081	-10,245	-19,065	-6,170	-5,500
现金净流量	2,788	-1,371	637	5,275	9,632

来源：wind，中航证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,247	7,625	8,262	13,538	23,170
应收账款	2,396	10,888	6,830	8,321	7,611
存货	8,617	9,126	13,711	10,043	14,740
其他流动资产	11,498	5,424	8,989	8,614	9,753
流动资产	31,757	33,063	37,792	40,515	55,275
% 总资产	41.0%	39.0%	43.7%	46.8%	56.0%
长期投资	578	747	747	743	740
固定资本	32,223	33,214	30,342	27,522	24,730
% 总资产	41.6%	39.1%	35.1%	31.8%	25.0%
无形资产	4,121	4,331	4,408	4,478	4,542
非流动资产	45,684	51,814	48,607	46,065	43,464
% 总资产	59.0%	61.0%	56.3%	53.2%	44.0%
资产总计	77,441	84,876	86,398	86,580	98,739
短期借款	3,964	4,607	1,230	0	0
应付款项	24,163	23,010	31,642	26,463	32,123
其他流动负债	9,453	11,095	12,275	13,088	13,455
流动负债	37,579	38,713	45,147	39,552	45,578
长期贷款	9,098	10,421	0	0	0
其他长期负债	2,378	2,775	3,299	3,497	3,504
负债	49,056	51,909	48,446	43,049	49,082
普通股股东权益	28,350	32,804	37,784	43,356	49,475
少数股东权益	35	164	169	175	182
负债股东权益合计	77,441	84,876	86,398	86,580	98,739

比率分析	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标					
每股收益 (元)	1.19	1.58	1.86	2.04	2.29
每股净资产 (元)	5.62	6.50	7.49	8.59	9.80
每股经营现金净流 (元)	1.30	2.56	4.00	2.38	3.11
每股股利 (元)	0.70	0.70	0.84	0.94	1.08
回报率					
净资产收益率	21.25%	24.24%	24.82%	23.80%	23.33%
总资产收益率	7.78%	9.38%	10.86%	11.93%	11.70%
投入资本收益率	23.80%	27.93%	26.12%	38.56%	43.94%
增长率					
营业总收入增长率	2.90%	30.25%	8.36%	6.85%	6.04%
EBIT 增长率	5.47%	27.12%	-16.78%	9.74%	9.49%
净利润增长率	11.84%	32.00%	17.93%	10.03%	11.87%
总资产增长率	6.69%	9.60%	1.79%	0.21%	14.04%
资产管理能力					
应收账款周转天数	10.4	8.1	8.5	9.0	9.4
存货周转天数	40.0	32.8	39.0	37.9	37.3
应付账款周转天数	82.4	56.0	56.9	56.0	55.0
固定资产周转天数	156.5	121.0	108.5	92.4	78.7
偿债能力					
净负债/股东权益	19.43%	22.88%	-32.14%	-52.96%	-63.63%
EBIT 利息保障倍数	37.9	29.7	27.3	29.0	41.4
资产负债率	63.35%	61.16%	56.07%	49.72%	49.71%

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邓 轲，SAC 执业证书号：S0640521070001，中航证券研究所新材料首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：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。

免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。