

公司研究

特钢龙头产品结构持续优化，稳健经营体现弱周期属性

——中信特钢（000708.SZ）2022年半年报业绩点评

要点

事件：公司发布2022年半年度报告，2022年上半年实现营业收入518.22亿元，同比增加5.57%，实现归母净利润37.77亿元，同比下降9.81%；扣除非经常性损益后归母净利润36.91亿元，同比下降10.89%。2022年Q2实现营业收入272.44亿元，同比增加2.13%，环比增加10.85%，归母净利润18.29亿元，同比减少19.08%，环比减少6.11%，扣除非经常性损益后的归母净利润18.14亿元，同比减少18.46%，环比减少3.36%。

上半年，公司钢材产品吨钢价格同比+3.78%，吨钢毛利同比-4.54%：上半年，公司钢材产品吨钢售价为6748元/吨，同比+3.78%，环比-2.32%；上半年，公司钢材产品吨钢毛利为1089元/吨，同比-4.54%，环比-5.58%，钢材产品毛利率为16.14%，同比-1.41个百分点，环比-0.56个百分点。

上半年钢材销量同比+1.72%，按计划下半年销量同比增幅在3.38-11.97%区间：今年上半年公司实现钢材销售768万吨，同比+1.72%，其中钢材出口82万吨，同比+12%，出口业务收入同比+50%（含委托新冶钢出口）。如若全年计划实现销量1490万吨，预计下半年销量为722万吨，同比+3.38%，环比-5.99%；如若全年力争实现销量1550万吨，预计下半年销量为782万吨，同比+11.97%，环比+1.82%。

能源用钢及“小巨人”项目产销量大涨，助力公司稳健经营体现弱周期属性：面对主导产品轴承、汽车用钢下滑的不利市场环境，公司发挥各板块协同效应和复合产线的灵活性，第三品牌能源用钢紧抓风电市场需求，上半年销量突破180万吨，同比+25.48%，销量占比进一步提升到了24%，其中连铸大圆坯销量创历史新高，并继续保持销量国内第一，风电齿轮用钢销量同比增长98%，风电轴承钢同比增长33%。上半年，公司重点培育的70余个“小巨人”项目（细分市场领域的隐形冠军）销量突破268万吨，稳健经营体现弱周期属性。

公司发行可转债，产品结构将进一步优化。2022年4月，公司发行50亿可转债。其中，12亿元投向“三高一特”产品体系优化升级项目，优化大冶特钢产品结构，不断扩大“三高一特”等高端品种的产销规模，以满足下游航空航天、高端制造、新能源等行业的需求，加快实现进口替代。

盈利预测、估值与评级：中信特钢作为全球领先的专业化特殊钢材料制造企业，行业龙头地位显著，后期公司产品结构将持续优化，盈利能力有望进一步提升，我们维持对公司2022年-2024年归母净利润预测分别为94.04亿元、106.64亿元、120.50亿元，维持“买入”评级。

风险提示：原料价格大幅上涨；汽车行业对钢材需求不及预期

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	74,728	97,332	100,187	105,747	110,873
营业收入增长率	2.90%	30.25%	2.93%	5.55%	4.85%
净利润（百万元）	6,024	7,953	9,404	10,664	12,050
净利润增长率	11.84%	32.00%	18.25%	13.41%	13.00%
EPS（元）	1.19	1.58	1.86	2.11	2.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.25%	24.24%	24.67%	24.72%	24.69%
P/E	17	13	11	10	9
P/B	3.7	3.2	2.7	2.4	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-15

买入（维持）

当前价：20.69元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

联系人：戴默

modai@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	50.47
总市值(亿元)	1044.25
一年最低/最高(元)	15.95/26.95
近3月换手率	10.12%

股价相对走势

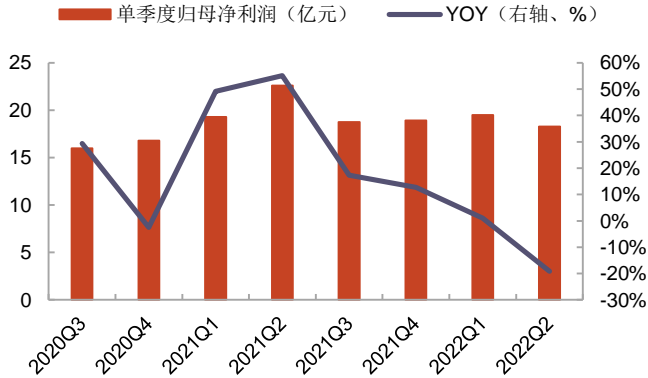


收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.61	13.80	-5.56
绝对	2.12	19.60	-17.61

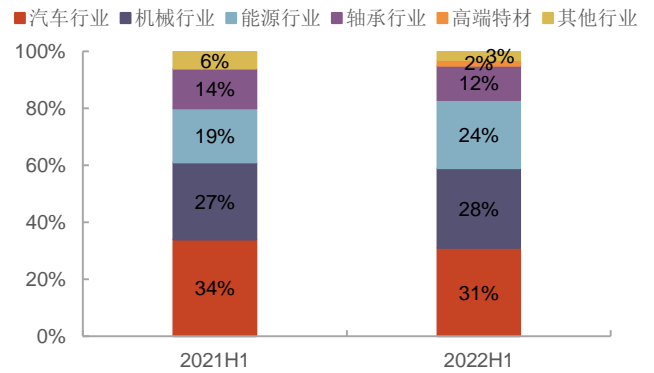
资料来源：Wind

图 1: 公司单季度归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 2: 2021H1、2022H1 中信特钢产品销量分类占比 (%)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

表 1: 中信特钢单季度主要财务指标 (亿元, %, 元/股)

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
主营业务收入	196.89	224.10	266.77	251.29	231.16	245.78	272.44
同比增长率	26%	30%	43%	31%	17%	10%	2%
毛利	37.01	39.68	46.44	37.70	42.85	40.32	43.31
毛利率	18.80%	17.71%	17.41%	15.00%	18.54%	16.40%	15.90%
销售费用	0.55	2.34	1.09	1.21	0.68	1.24	0.92
财务费用	0.56	0.51	1.05	1.09	2.10	1.15	0.90
管理费用	3.95	3.43	4.18	3.52	4.58	3.71	3.83
研发费用	8.17	8.58	8.90	8.56	8.83	9.62	11.77
期间费用率	6.72%	6.62%	5.71%	5.72%	7.00%	6.40%	6.40%
税前利润	21.23	23.31	26.96	22.54	22.23	23.66	22.05
归属母公司净利润	16.78	19.27	22.60	18.74	18.91	19.48	18.29
净利率	8.52%	8.60%	8.47%	7.46%	8.18%	7.93%	6.71%
同比增长率	-2%	49%	55%	17%	13%	1%	-19%
扣非净利润	16.00	19.17	22.25	18.37	18.43	18.77	18.14
期末净资产	284	268	291	310	330	359	333
年化 ROE	23.65%	28.75%	31.10%	24.16%	22.94%	21.68%	21.94%
带息负债	131.4	154.9	153.6	177.2	158.0	196.5	196.9
货币资金	92.5	65.8	48.0	66.6	76.3	120.8	75.4
资产负债率	63.35%	66.56%	64.84%	64.71%	61.16%	61.93%	63.18%
存货金额	86.2	94.3	105.0	116.0	91.3	110.6	124.8
最新总股本 (亿股)	50.47	50.47	50.47	50.47	50.47	50.47	50.47
摊薄 EPS (元/股)	0.332	0.382	0.448	0.371	0.375	0.386	0.362

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	74,728	97,332	100,187	105,747	110,873
营业成本	61,300	80,666	81,747	85,742	88,942
折旧和摊销	3,046	3,087	3,365	3,601	3,819
税金及附加	462	567	501	529	554
销售费用	643	532	501	529	554
管理费用	1,456	1,570	2,004	2,115	2,217
研发费用	2,707	3,487	3,707	3,913	4,102
财务费用	292	475	152	-22	-96
投资收益	-200	-216	-175	-197	-196
营业利润	7,519	9,548	11,593	13,165	14,894
利润总额	7,505	9,504	11,550	13,100	14,799
所得税	1,477	1,543	2,137	2,423	2,738
净利润	6,028	7,961	9,414	10,676	12,061
少数股东损益	4	8	10	12	10
归属母公司净利润	6,024	7,953	9,404	10,664	12,050
EPS(按最新股本计)	1.19	1.58	1.86	2.11	2.39

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	6,572	12,945	19,874	18,949	19,135
净利润	6,024	7,953	9,404	10,664	12,050
折旧摊销	3,046	3,087	3,365	3,601	3,819
净营运资金增加	2,291	5,851	-6,287	-3,991	-2,707
其他	-4,790	-3,946	13,392	8,674	5,972
投资活动产生现金流	-1,702	-4,071	-6,513	-5,792	-3,805
净资本支出	-2,535	-2,332	-6,050	-5,550	-3,550
长期投资变化	572	747	0	0	0
其他资产变化	261	-2,487	-463	-242	-255
融资活动现金流	-2,081	-10,245	-8,448	-4,521	-5,373
股本变化	2,078	0	0	0	0
债务净变化	2,080	2,663	-4,262	978	833
无息负债变化	-333	190	8,016	4,831	2,819
净现金流	2,800	-1,367	4,913	8,636	9,957

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.0%	17.1%	18.4%	18.9%	19.8%
EBITDA 率	16.0%	14.5%	15.9%	16.1%	17.0%
EBIT 率	11.9%	11.4%	12.5%	12.7%	13.6%
税前净利润率	10.0%	9.8%	11.5%	12.4%	13.3%
归母净利润率	8.1%	8.2%	9.4%	10.1%	10.9%
ROA	7.8%	9.4%	10.0%	10.2%	10.6%
ROE (摊薄)	21.3%	24.2%	24.7%	24.7%	24.7%
经营性 ROIC	17.8%	18.0%	21.3%	23.8%	28.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	63%	61%	59%	59%	57%
流动比率	0.85	0.85	0.94	1.03	1.16
速动比率	0.62	0.62	0.72	0.82	0.95
归母权益/有息债务	2.16	2.08	3.30	3.45	3.65
有形资产/有息债务	5.47	4.99	7.63	7.90	8.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	77,441	84,876	93,953	104,806	114,118
货币资金	9,247	7,625	12,538	21,175	31,131
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,972	2,252	2,454	2,573	2,691
应收票据	262	8,636	9,017	8,460	7,761
其他应收款 (合计)	161	8	176	139	116
存货	8,617	9,126	9,460	9,939	10,323
其他流动资产	10,237	3,456	3,571	3,569	3,125
流动资产合计	31,757	33,063	39,276	47,991	57,345
其他权益工具	0	0	60	40	20
长期股权投资	572	747	747	747	747
固定资产	32,223	33,206	34,635	35,888	36,233
在建工程	6,525	10,058	10,585	10,826	9,957
无形资产	4,121	4,331	4,236	4,144	4,055
商誉	18	18	13	13	13
其他非流动资产	809	362	539	539	539
非流动资产合计	45,684	51,814	54,676	56,815	56,774
总负债	49,056	51,909	55,663	61,472	65,124
短期借款	3,964	4,607	0	0	0
应付账款	13,264	11,820	16,349	17,148	17,788
应付票据	6,430	5,129	8,175	10,289	12,452
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	391	331	516	998	1,252
流动负债合计	37,579	38,713	41,579	46,495	49,246
长期借款	9,098	10,421	11,221	12,021	12,821
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,156	2,561	2,619	2,730	2,829
非流动负债合计	11,477	13,196	14,084	14,977	15,878
股东权益	28,385	32,968	38,290	43,334	48,994
股本	5,047	5,047	5,047	5,047	5,047
公积金	10,176	10,549	11,489	11,696	11,696
未分配利润	13,001	17,030	21,456	26,265	31,909
归属母公司权益	28,350	32,804	38,117	43,149	48,799
少数股东权益	35	164	173	185	195

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.86%	0.55%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	1.95%	1.61%	2.00%	2.00%	2.00%
财务费用率	0.39%	0.49%	0.15%	-0.02%	-0.09%
研发费用率	3.62%	3.58%	3.70%	3.70%	3.70%
所得税率	20%	16%	19%	19%	19%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.70	0.80	1.12	1.27	1.43
每股经营现金流	1.30	2.56	3.94	3.75	3.79
每股净资产	5.62	6.50	7.55	8.55	9.67
每股销售收入	14.81	19.28	19.85	20.95	21.97

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	17	13	11	10	9
PB	3.7	3.2	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.8	8.8	7.2	6.3	5.3
股息率	3.4%	3.9%	5.4%	6.1%	6.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE