

量价齐升巩固龙头地位，弱周期属性尽显

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 半年度报告，2022 年上半年实现营业收入 518.2 亿元，同比增长 5.57%，主要由于本期销量稳定增长以及销售价格有所上涨；实现归母净利润 37.8 亿元，同比减少 9.81%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 245.8/272.4 亿元，同比增长分别为 6.89%/2.13%。
- **龙头地位持续稳固，稳健经营穿越周期。**合金钢棒材、合金钢线材、特种钢板、特种无缝钢管营业收入分别为 239.1 亿元、89.8 亿元、69.6 亿元、53.8 亿元，同比分别增长 4.70%、26.78%、17.47%、13.01%。2022 年上半年公司特钢销售量 768.0 万吨，同比增长 12.00%，吨钢售价为 6747.6 元/吨，同比增长 3.78%，吨钢毛利 1088.9 元/吨，同比下降 4.54%，公司稳健经营体现弱周期属性。
- **成功发行 50 亿可转债，持续优化产品体系。**2022 年 4 月，中信特钢用于“三高一特”产品体系优化升级项目可转债顺利上市，预计 3 年达产。项目达产后公司“三高一特”高端特钢产量及占比将得到有效提升，提高公司盈利能力和中长期估值水平，公司业绩将充分受益。
- **能源用钢紧抓风电市场需求，汽车用钢紧跟制造业升级换代。**根据《中国“十四五”电力发展规划研究》，2025 年我国风电装机量将达 540GW，十四五期间装机年均复合增速为 13.23%。我们预计十四五期间年风电累计用钢增量 2846.22 万吨，公司生产的特殊钢材料在风电市场占有率领先，2022H1 风电用钢销量突破 180 万吨，风电齿轮用钢销量同比增长 98%，风电轴承钢同比增长 33%，将充分受益风电市场高速发展。汽车用钢将受益于我国制造业转型升级，我们预计 2025 年我国汽车行业钢材的需求量将达到 3150 万吨，年均复合增速为 7.17%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 92.6 亿元、106.4 亿元、111.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.83 元、2.11 元、2.22 元，未来三年归母净利润将保持 12.04% 的复合增长率。考虑到公司“三高一特”高端产品占比持续提升且产能持续释放，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 25.32 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

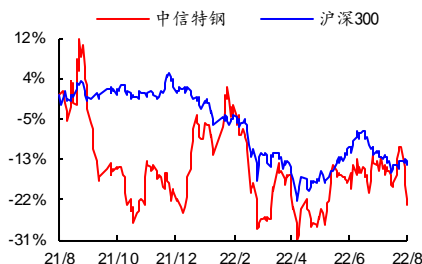
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	97332.34	103367.80	107310.00	111415.80
增长率	30.25%	6.20%	3.81%	3.83%
归属母公司净利润(百万元)	7952.60	9255.13	10642.20	11185.46
增长率	32.00%	16.38%	14.99%	5.10%
每股收益 EPS(元)	1.58	1.83	2.11	2.22
净资产收益率 ROE	24.15%	22.78%	21.54%	19.13%
PE	12	10	9	8
PB	2.81	2.28	1.87	1.58

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：郑连声
执业证号：S1250522040001
电话：010-57758531
邮箱：zslans@swsc.com.cn
联系人：黄腾飞
电话：13651914586
邮箱：htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	50.47
流通 A 股(亿股)	12.59
52 周内股价区间(元)	16.52-27.78
总市值(亿元)	922.62
总资产(亿元)	848.76
每股净资产(元)	6.50

相关研究

目 录

1 经营业绩稳步提高，龙头地位持续稳固	1
2 内生性布局“三高一特”，持续优化产品体系	3
3 “汽车+能源”用钢双向发力，新兴用钢持续扩容	4
3.1 十四五期间汽车用钢年均复合增速为 7.17%	4
3.2 能源用钢前景广阔，紧抓风电用钢需求	5
4 盈利预测与估值	9
4.1 盈利预测	9
4.2 相对估值	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 518.2 亿元	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 37.8 亿元	1
图 3：2018-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）	1
图 4：2018-2022H1 公司主营业务营收占比	1
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况	2
图 6：2018-2022H1 公司主营业务毛利率情况	2
图 7：2017-2022H1 公司期间费用率情况	2
图 8：2017-2022H1 公司研发费用情况	2
图 9：2017-2022H1 公司主要产品销量和单价情况	3
图 10：2017-2022H1 公司吨钢毛利情况	3
图 11：特殊钢在汽车中的用途	4
图 12：特殊钢在卡车中的用途	4
图 13：2015-2021 年中国汽车产量及同比	4
图 14：2019 年各国汽车千人保有量	4
图 15：中信特钢在能源行业的产品分布	5
图 16：2012-2021 年陆上风能与海上风能产能	6
图 17：2015-2021 年风电发电量及占全社会发电量比例	6
图 18：2016-2021 年太阳能产量及同比	7
图 19：2016-2021 年太阳能电池产量及同比	7
图 20：2015-2021 年火电产量及同比	8
图 21：2016-2021 年火电发电量占比	8
图 22：2015-2021 年水电产量及同比	9
图 23：2015-2021 年水电产量占比	9

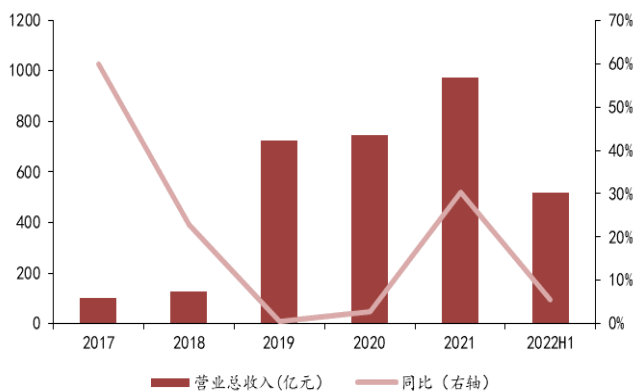
表 目 录

表 1：中信特钢募投项目进度	3
表 2：2025 年汽车钢需求量预测	5
表 3：1500kw 风电机组钢材消耗量	6
表 4：2022-2025 年风电行业用钢量测算	6
表 5：2022-2025 年光伏行业用钢量测算	7
表 6：2022-2025 年火电行业用钢量测算	8
表 7：2022-2025 年水电行业用钢量测算	9
表 8：分业务收入及毛利率	10
表 9：可比公司估值（截止至 8.19 收盘价）	11
附表：财务预测与估值	12

1 经营业绩稳步提高，龙头地位持续稳固

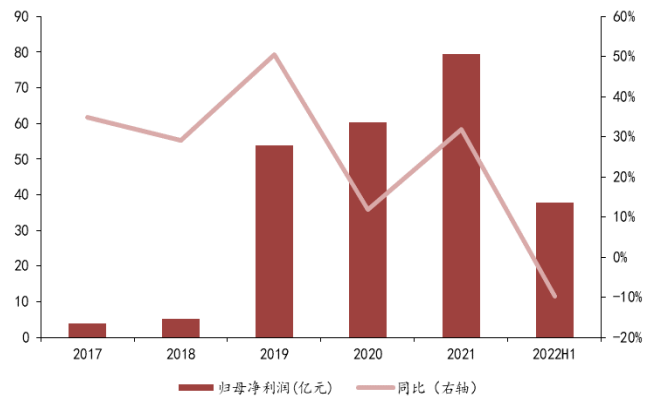
核心业务营收突出，量价齐升带动业绩增长。2022 年上半年，公司实现营业收入 518.2 亿元，同比增长 5.57%，主要由于本期销量稳定增长以及销售价格有所上涨；实现归母净利润 37.8 亿元，同比减少 9.81%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 245.8/272.4 亿元，同比增长分别为 6.89%/2.13%。其中公司上半年销售总量稳步增长，完成总销量 768 万吨，单月最高销量达 142 万吨，创历史新高。

图 1：2022H1 公司营业收入 518.2 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

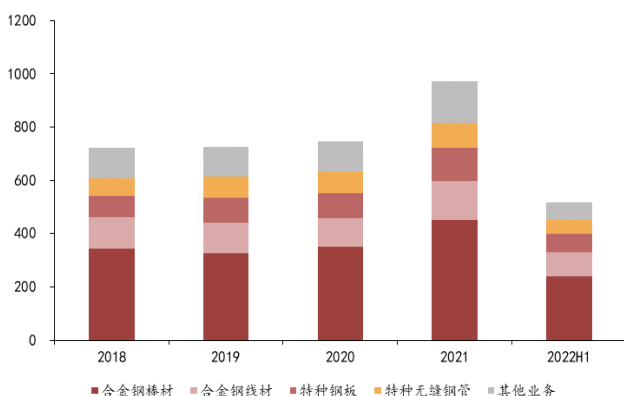
图 2：2022H1 公司归母净利润 37.8 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

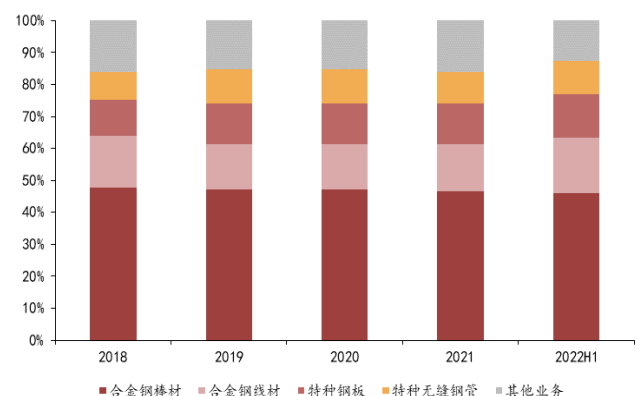
营收结构较为稳定，主营业务收入同比提高。2022 年上半年，公司合金钢棒材、合金钢线材、特种钢板、特种无缝钢管、其他业务营业收入分别为 239.1 亿元、89.8 亿元、69.6 亿元、53.8 亿元、65.9 亿元，同比分别增长 4.70%、26.78%、17.47%、13.01%、-22.28%。公司营收结构较为稳定，2022 年上半年合金钢棒材、合金钢线材、特种钢板、特种无缝钢管营收占比分别 46.14%、17.33%、13.43%、10.38%。

图 3：2018-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）



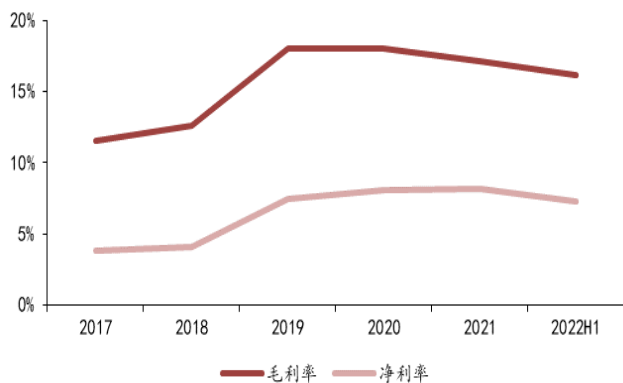
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2018-2022H1 公司主营业务营收占比

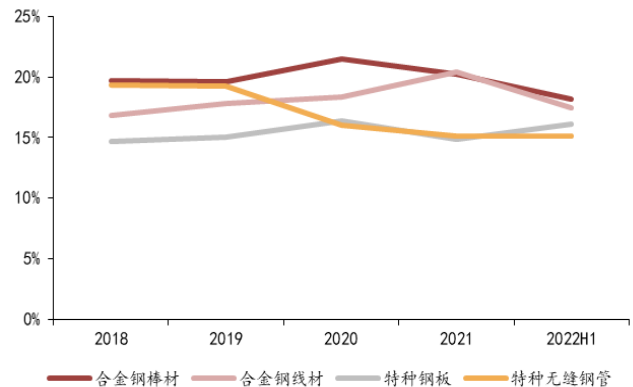


数据来源：wind，西南证券整理

综合毛利率有所下滑，特钢毛利率上升。2022 年上半年公司综合毛利率为 16.14%，同比下降 1.40pp；净利率为 7.30%，同比下降 1.23pp。净利率下滑主要是由于研发费用的增加。2022 年上半年公司合金钢棒材毛利率为 18.20%，较去年同期下降 2.55pp；合金钢线材毛利率为 17.48%，较去年同期下降 1.96pp；特种钢板毛利率为 16.13%，较去年同期增加 1.19pp；特种无缝钢管毛利率为 15.10%，较去年同期下降 1.86pp。

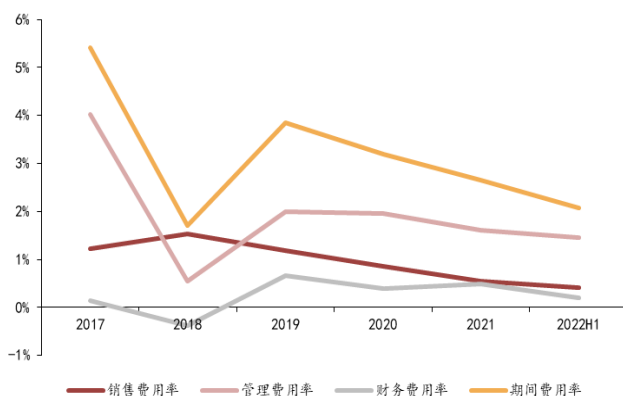
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

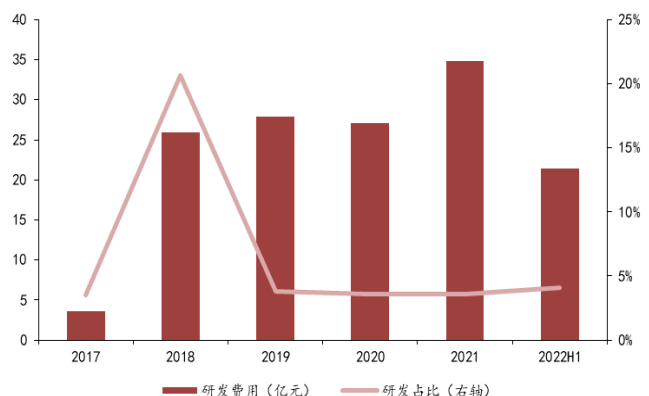
图 6：2018-2022H1 公司主营业务毛利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

期间费用率逐渐降低，持续加大研发投入。2022 年上半年公司期间费用率为 2.07%，较去年同期下降 15.08pp。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.41%、1.45%、0.20%，较去年同期分别下降 27.53%、6.15%、36.24%。公司持续增加研发投入，加速各产品板块取得新突破，保持开发新品种以及产品结构升级迭代的节奏，2022 年上半年公司研发投入 213926.3 万元，研发占比 4.13%。

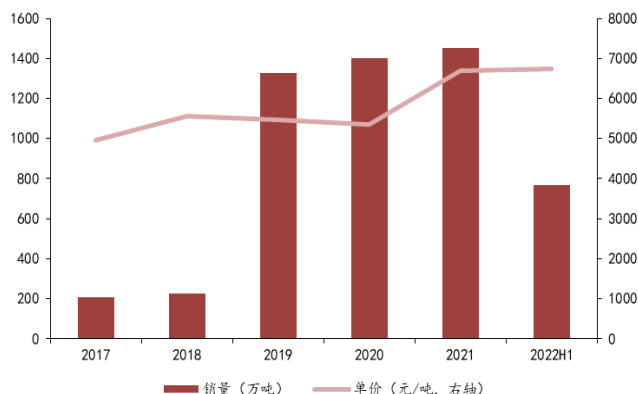
图 7：2017-2022H1 公司期间费用率情况


数据来源：wind，西南证券整理

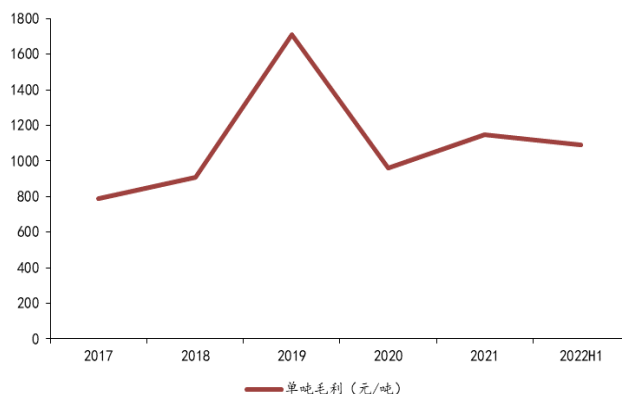
图 8：2017-2022H1 公司研发费用情况


数据来源：wind，西南证券整理

公司产品量价齐升，经营规模扩张迅速。2022 年上半年公司特钢销售量 768.0 万吨，同比增长 12.00%，平均售价为 6747.6 元/吨，同比增长 3.78%，单吨毛利 1088.9 元/吨，同比下降 4.54%。受吉林、上海、江阴等地疫情影响，相关地区的产品需求减弱，物流运输受到较大的阻滞，公司及时调整品种结构，利用六大品种优势，提高新能源行业、出口相关产品销量应对下游需求变化带来的下行压力，从而实现销量增长。

图 9：2017-2022H1 公司主要产品销量和单价情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 10：2017-2022H1 公司吨钢毛利情况


数据来源: wind, 西南证券整理

2 内生性布局“三高一特”，持续优化产品体系

公司发行 50 亿可转债助力“三高一特”产业链建设。2022 年 4 月份，中信特钢公开发行可转债拟募集资金 50 亿元用于“三高一特”产品体系优化升级项目、湖北中特新化能科技有限公司焦化环保升级综合改造项目、高参数集约化余热余能利用项目、全流程超低排放环保改造项目和补充流动资金项目。其中，特冶锻造产品升级改造项目（二期）将于 2023 年底投产；80MW 超高温亚临界煤气、蒸汽综合利用发电项目已于 2022 年 6 月投产。特冶锻造产品升级改造项目（二期）、新增 80MW 亚临界燃气轮发电机组项目、焦化环保升级综合改造项目、续建煤气综合利用热点建设项目、超低排放改造综合治理项目、80MW 超高温亚临界煤气、蒸汽综合利用发电项目、超低排放深度治理项目、特冶锻造产品升级改造（三期）项目进度分别为 26.31%、63.97%、67.92%、24.47%、42.30%、99.47%、4.06%，公司“三高一特”产品产量及占比将持续提升，超低排放改造持续推进，公司业绩将充分受益。

表 1：中信特钢募投项目进度

项目名称	承诺投资总额	本报告期投入金额 (万元)	报告期末累计实际投入金额 (万元)	项目进度
特冶锻造产品升级改造项目（二期）	60000.00	15785.91	15785.91	26.31%
新增 80MW 亚临界燃气轮发电机组项目	21000.00	13432.97	13432.97	63.97%
焦化环保升级综合改造项目	140000.00	95091.57	95091.57	67.92%
续建煤气综合利用热点建设项目	18000.00	4405.40	4405.40	24.47%
超低排放改造综合治理项目	18000.00	7613.21	7613.21	42.30%
80MW 超高温亚临界煤气、蒸汽综合利用发电项目	19000.00	18899.15	18899.15	99.47%
超低排放深度治理项目	14000.00	568.98	568.98	4.06%
特冶锻造产品升级改造（三期）项目	60000.00	-	-	-
补充流动资金	150000.00	148000.00	148000.00	-
合计	-	12758.32	96829.06	-

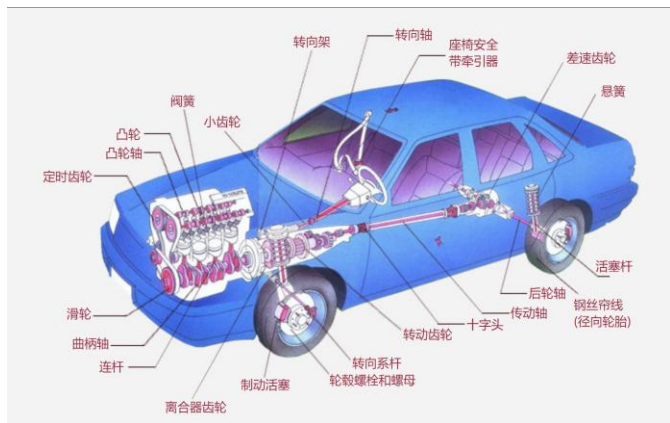
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 “汽车+能源”用钢双向发力，新兴用钢持续扩容

3.1 十四五期间汽车用钢年均复合增速为 7.17%

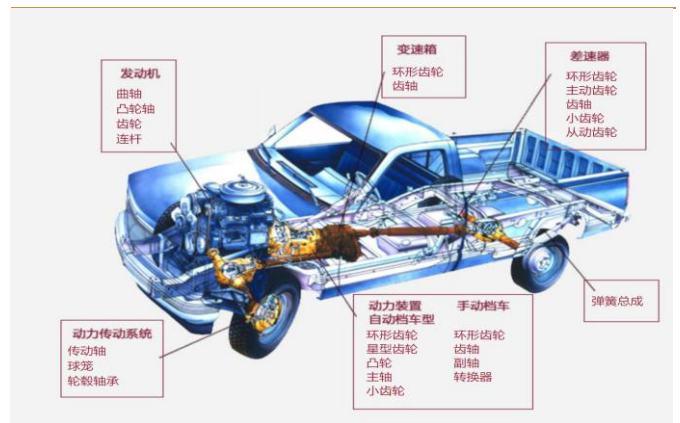
汽车行业是特钢行业重要的下游领域之一，特钢是汽车制造的重要基础材料，随着汽车轻量化和新能源汽车发展，要求核心部件的特钢不断提高强度、抗疲劳破坏、加工工艺、耐延迟断裂、耐高温、耐腐蚀等性能。

图 11：特钢在汽车中的用途



数据来源：公司公告，西南证券整理

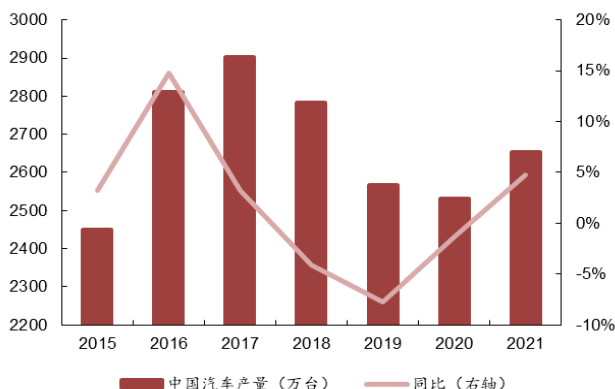
图 12：特钢在卡车中的用途



数据来源：公司公告，西南证券整理

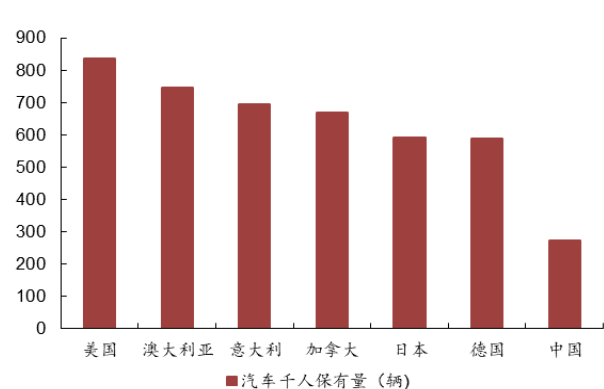
目前我国与发达国家相比，汽车千人保有量仍然较低，根据世界银行 2019 年的数据显示，美国千人拥车辆为 837 辆，位居世界第一，日本千人拥车辆为 591 辆，位居亚洲第一，世界第五。而截至 2021 年底，中国汽车保有量为 3.02 亿辆，按照第七次人口普查的数据，我国人口共 141178 万人，即汽车千人保有量为 214 辆。

图 13：2015-2021 年中国汽车产量及同比



数据来源：wind，西南证券整理

图 14：2019 年各国汽车千人保有量



数据来源：世界银行，西南证券整理

根据 Worldsteel 发布的数据显示，平均每辆汽车用钢 900 千克，汽车用钢分布如下：40%的钢材用于车身结构、钣金、车门和行李箱，以获得高强度，以及在发生碰撞时吸收能量。23%的钢材用于传动系统，包括发动机组使用的铸铁，以及耐磨齿轮机构使用的可切削碳钢。12%的钢材用于悬挂系统，使用的是高强度轧制钢带。其余钢材出现在车轮、轮胎、油箱、转向和制动系统。此外，根据工信部出台的《汽车产业中长期发展规划》~~2025~~

年汽车产量将达到 3500 万辆，以每辆汽车用钢量为 900 千克推算，2025 年我国汽车行业对钢材的需求量将达到 3150 万吨，年均复合增速为 7.17%。

表 2：2025 年汽车钢需求量预测

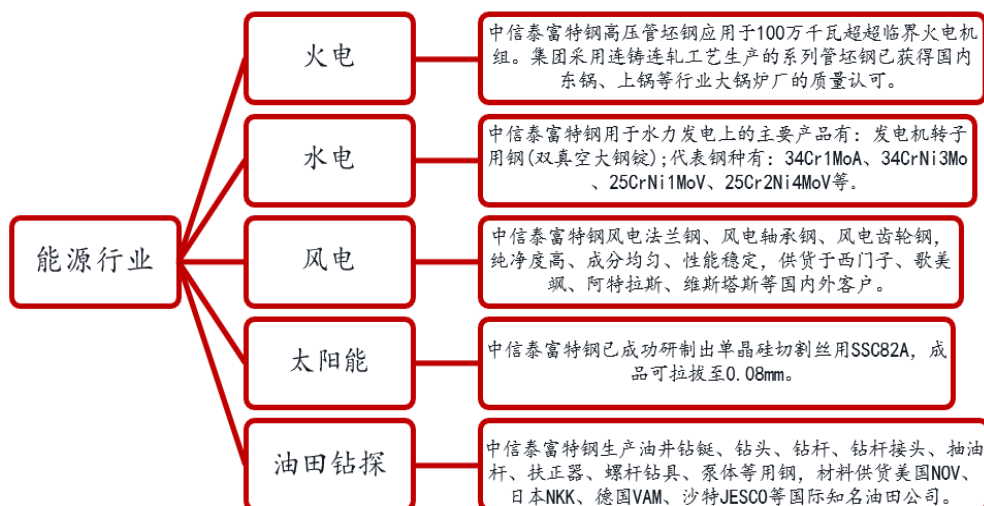
	产量（万台）	用钢量（kg/台）	总用钢量（万吨）	年均复合增速
2021	2652.8	900	2387.52	
2025E	3500	900	3150	7.17%

数据来源：Worldsteel，西部证券研发中心

3.2 能源用钢前景广阔，紧抓风电用钢需求

中信特钢在能源行业的产品布局广泛，技术领先，在火电、水电、风电和太阳能领域都有领先行业的产品分布。

图 15：中信特钢在能源行业的产品分布



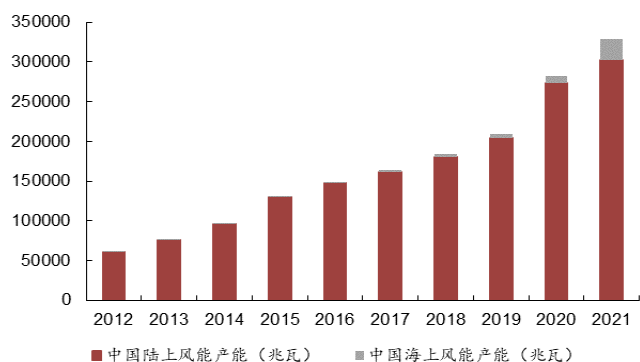
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.2.1 十四五期间风电行业累计用钢增量为 2846.22 万吨

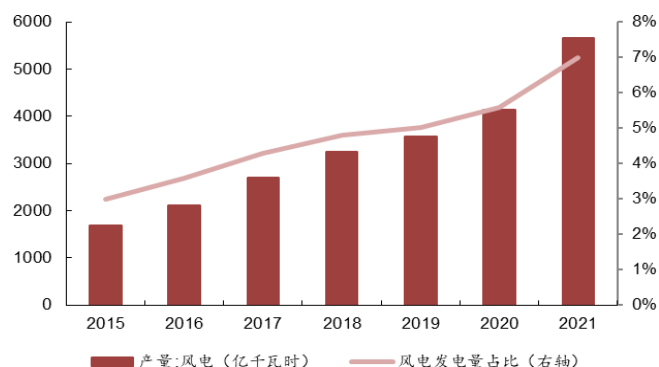
近年来随着对能源安全、清洁化能源的强调，可再生能源的发展已经成为了我国重要的能源策略。根据国家能源局的数据显示，2021 年我国风电并网装机容量达到 3.28 亿千瓦，突破 3 亿千瓦大关，较 2016 年底实现翻番，是 2020 年底欧盟风电总装机的 1.4 倍、是美国的 2.6 倍。目前，风电占全国电源总装机比例约 13%、发电量占全社会用电量比例约 7.5%，较 2020 年底分别提升 0.3 和 1.3 个百分点，风电对全国电力供应的贡献不断提升。与此同时，我国风电产业技术创新能力也快速提升，已具备大兆瓦级风电整机、关键核心大部件自主研发制造能力，建立形成了具有国际竞争力的风电产业体系，我国风电机组产量已占据全球三分之二以上市场份额，我国作为全球最大风机制造国地位持续巩固加强。

中信特钢所生产的特殊钢材料在风电行业市场占有率领先。公司产品主要应用于风电轴承、偏航变桨、风电法兰、主轴风电用钢球、风电钢板、风电塔基螺栓及风电齿轮箱中的关键零部件材料等。公司风电用钢主要客户有上海电气、东方电气、远景能源、南高齿、西门

子、维斯塔斯等。未来，风电机组大型化和海洋风电是发展趋势，公司在这些领域的竞争优势明显。

图 16：2012-2021 年陆上风电与海上风电产能


数据来源：wind，西南证券整理

图 17：2015-2021 年风电发电量及占全社会发电量比例


数据来源：wind，西南证券整理

以 1500kw 风电机组为例，其需要中厚板约 117 吨，占总用钢量的 69%，此外，电工钢用量为 8.32 吨，占比约为 5%，特殊钢用量为 44.06 吨，占比约为 26%。

表 3：1500kw 风电机组钢材消耗量

对应钢材品种	钢材消耗量 (吨)	钢材占比 (%)
厚板	117	69.08%
电工钢	8.32	4.91%
特殊钢	44.06	26.01%
合计	169	100.00%

数据来源：mysteel，西南证券整理

根据《中国“十四五”电力发展规划研究》一文，2025 年我国风电装机量将达 5.4 亿千瓦，年均复合增速为 13.23%。因此我们预计十四五期间年风电行业累计用钢增量为 2846.22 万吨，其中中厚板增量为 2015.26 万吨，电工钢增量为 143.47 万吨，特殊钢增量为 687.89 万吨。随着风电行业飞速发展，风电对钢材的需求也将快速增长，具有高附加值的风电用宽厚板、电工钢前景广阔。

表 4：2022-2025 年风电行业用钢量测算

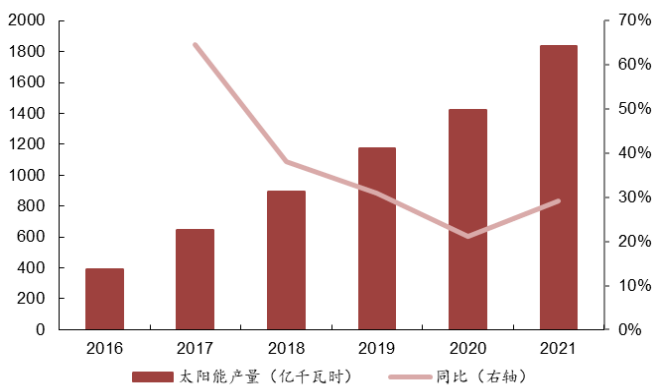
	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
风电累计装机量 (万千瓦)	32848	37194.62	42116.41	47689.48	54000
风电新增装机量 (万千瓦)	4683.00	4346.62	4921.79	5573.07	6310.52
厚板增量(万吨)	365.27	339.04	383.90	434.70	492.22
电工钢增量 (万吨)	25.98	24.12	27.31	30.92	35.01
特殊钢增量(万吨)	137.55	137.55	137.55	137.55	137.55
合计 (万吨)	528.81	500.70	548.76	603.17	664.78

数据来源：wind，mysteel，《中国“十四五”电力发展规划研究》，西南证券整理

3.2.2 十四五期间光伏行业累计用钢增量均值为 577.76

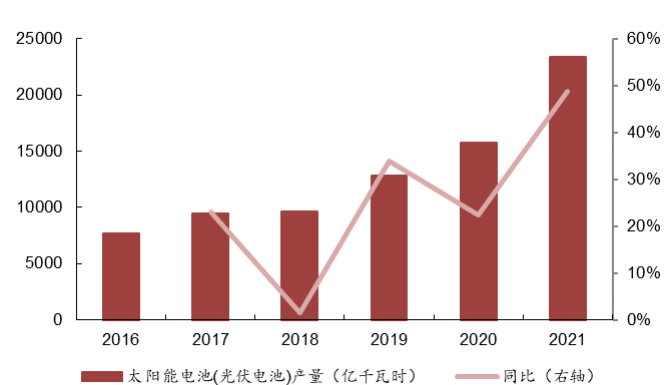
光伏是太阳能光伏发电系统的简称，是一种利用太阳电池半导体材料的光伏效应，将太阳辐射能直接转换为电能的一种新型发电系统，有独立运行和并网运行两种方式。据国家能源局的数据显示，我国 2021 年新增光伏发电并网装机容量约 5300 万千瓦，连续 9 年稳居世界首位。截至 2021 年底，光伏发电并网装机容量达到 3.06 亿千瓦，突破 3 亿千瓦大关，连续 7 年稳居全球首位。“十四五”首年，光伏发电建设实现新突破，呈现新特点。一是分布式光伏达到 1.075 亿千瓦，突破 1 亿千瓦，约占全部光伏发电并网装机容量的三分之一。二是新增光伏发电并网装机中，分布式光伏新增约 0.3 亿千瓦，约占全部新增光伏发电装机的 55%，历史上首次突破 50%，光伏发电集中式与分布式并举的发展趋势明显。三是新增分布式光伏中，户用光伏继 2020 年首次超过 1000 万千瓦后，2021 年超过 2000 万千瓦，达到约 2150 万千瓦。户用光伏已经成为我国如期实现碳达峰、碳中和目标和落实乡村振兴战略的重要力量。

图 18：2016-2021 年太阳能产量及同比



数据来源：wind，西南证券整理

图 19：2016-2021 年太阳能电池产量及同比



数据来源：wind，西南证券整理

在《光伏组件横排及竖排布置时支架用钢量对比》一文中，以 30MW 光伏电站项目为例，计算出竖排阵列下，光伏支架用钢量为 23.89t/MW，横排阵列下，光伏支架用钢量为 26.76t/MW。根据《中国“十四五”电力发展规划研究》，2025 年我国太阳能发电装机达到 5.6 亿千瓦，因此我们预计十四五期间年光伏行业累计用钢增量约为 732 万吨至 820 万吨。

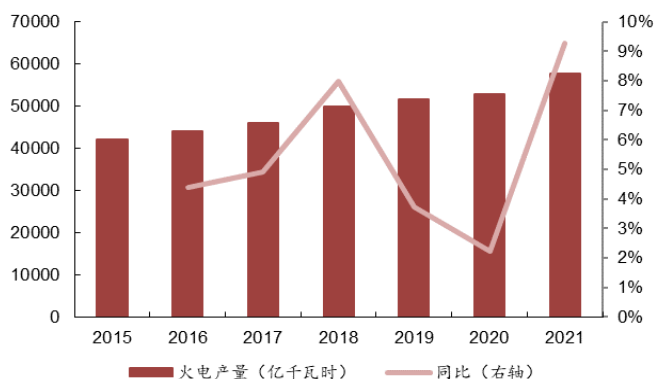
表 5：2022-2025 年光伏行业用钢量测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
太阳能发电累计装机容量 (万千瓦时)	30656.00	35639.67	41433.51	48169.25	56000.00
太阳能发电新增装机量 (万千瓦时)	5300.00	4983.67	5793.85	6735.74	7830.75
竖排阵列用钢量 (万吨)	126.62	119.06	138.42	160.92	187.08
横排阵列用钢量 (万吨)	141.83	133.36	155.04	180.25	209.55

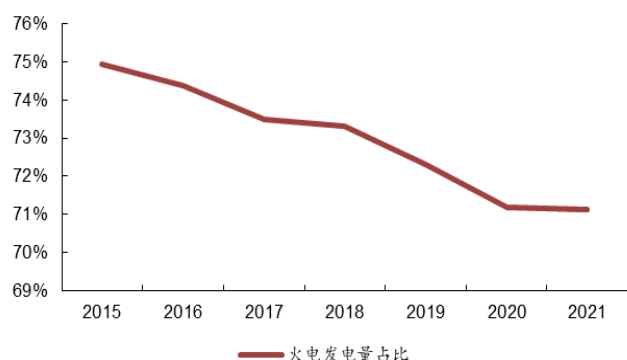
数据来源：wind，《光伏组件横排及竖排布置时支架用钢量对比》，西南证券整理

3.2.3 十四五期间火电行业累计用钢增量为 451 万吨（中性假设）

特殊钢主要应用于火电机组的水冷壁、过热器、再热器、集箱、蒸汽管道等重要部件。目前火电发电量占我国发电量的比例近年来呈现下滑趋势，但仍是我国最主要的发电方式，发电量占比维持在 70% 以上。2021 年我国火电产量约为 57702.7 亿千瓦时，同比增长 9.29%。

图 20：2015-2021 年火电产量及同比


数据来源：wind，西南证券整理

图 21：2016-2021 年火电发电量占比


数据来源：wind，西南证券整理

十四五期间考虑到双碳政策持续发力，同时根据国家能源局公布的《2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，到 2025 年全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重将达到 16.5%左右，因此我们预计火电装机量增速将会比较缓慢。十四五期间将我国火电需求情况划分为高、中、低三种发展情景，其中**高情景下**，考虑世界经济逐步恢复，我国火电装机量年均复合增速为 5%；**中情景下**，考虑新冠疫情给短期经济发展带来的明显冲击，我国火电装机量年均复合增速为 4%；**低情景下**，考虑新冠肺炎疫情影响周期较长，我国火电装机量年均复合增速为 2%。此外，根据《火电设备用耐热钢与节约能源》，以一台国产 30 万千瓦机组的主机为例，锅炉约需钢材 5000 吨左右。因此，我们预计十四五期间火电行业对钢材的消耗累计增量在高情景、中情景和低情景下分别为 550 万吨、451 万吨和 262 万吨。

表 6：2022-2025 年火电行业用钢量测算

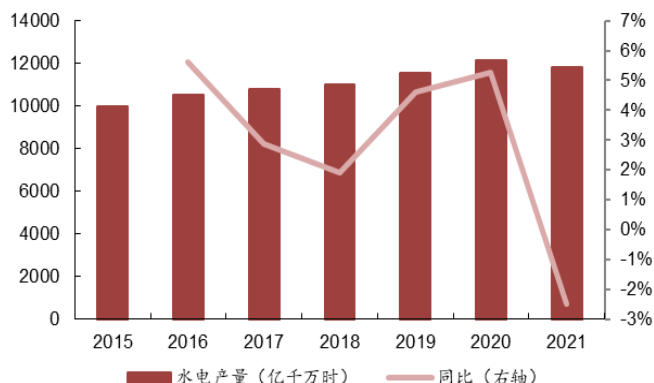
		2021	2022E	2023E	2024E	2025E
高情景	火电累计装机量(万千瓦)	129678.00	136161.90	142970.00	150118.49	157624.42
	火电新增装机量 (万千瓦)	5054.00	6483.90	6808.10	7148.50	7505.92
	钢材年消耗量 (万吨)	84.23	108.07	113.47	119.14	125.10
中情景	火电装机量(万千瓦)	129678.00	134865.12	140259.72	145870.11	151704.92
	火电新增装机量 (万千瓦)	5054.00	5187.12	5394.60	5610.39	5834.80
	钢材年消耗量 (万吨)	84.23	86.45	89.91	93.51	97.25
低情景	火电装机量(万千瓦)	129678.00	132271.56	134916.99	137615.33	140367.64
	火电新增装机量 (万千瓦)	5054.00	2593.56	2645.43	2698.34	2752.31
	钢材年消耗量 (万吨)	84.23	43.23	44.09	44.97	45.87

数据来源：wind，《火电设备用耐热钢与节约能源》，西南证券整理

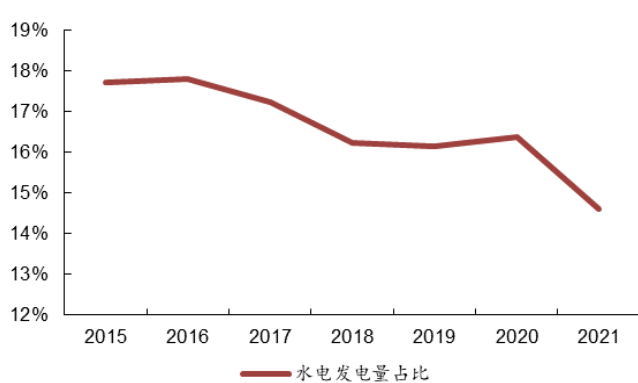
3.2.4 十四五期间水电行业累计用钢增量为 280.7 万吨

我国 2021 年水电发电量约为 11840.2 亿千瓦时，占比发电量约为 14.6%。根据我国 2020、2030 年，非化石能源占一次能源消费比重分别占到 15%和 20%的减排承诺，预计 2030 年我国可再生能源发电量须占全社会用电量比重达 40%以上。根据这一减排目标的要求，我国所制定的水电的中长期规划是：2025 年底，常规水电装机容量 1.2 亿 kW，年发电量

1.75 万亿 kWh。2025 年底，抽水蓄能投产规模达 7500 万 kW，水电开发利用程度 58%。
2030 年常规水电装机达 4.5 亿 kW，抽水蓄能装机 1.2 亿，年发电量 2.16 万亿 kWh。

图 22：2015-2021 年水电产量及同比


数据来源：wind，西南证券整理

图 23：2015-2021 年水电产量占比


数据来源：wind，西南证券整理

根据中国电建的数据显示，水电发电机组用钢量约为每 1 万千瓦 320 吨左右。按照 2025 年我国常规水电装机规模达到 3.9 亿千瓦，抽水蓄能装机规模 0.68 亿千瓦的数据进行计算，我们预计十四五期间年水电行业累计新增用钢需求为 280.7 万吨。

表 7：2022-2025 年水电行业用钢量测算

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
常规水电装机容量（万千瓦时）	35492	36338.25	37204.677	38091.763	39000
抽水蓄能装机容量（万千瓦时）	3600	4220.40	4947.73	5800.39	6800
水电累计装机量（万千瓦）	39092	40558.65	42152.40	43892.15	45800
水电新增装机量（万千瓦）	2064	1466.65	1593.75	1739.75	1907.85
水电年新增用钢量（万吨）	66.05	46.93	51.00	55.67	61.05

数据来源：wind，《中国“十四五”电力发展规划研究》，中国电建，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

合金钢棒材：由于公司没有公布分产品的产销量数据，我们根据近几年数据，考虑到公司合金钢棒材销量增长较为稳定，假设 2022-2024 年收入增速均为 5%。根据原材料涨价趋势，假设 2022-2024 年成本分别提高 8%/5%/3%，对应毛利率分别为 17.92%/17.92%/19.48%。

合金钢线材：由于公司没有公布分产品的产销量数据，我们根据近几年数据，考虑到公司合金钢棒材销量增长较为稳定且受原材料涨价影响较大，假设 2022-2024 年收入增速分别为 25%/3%/3%。根据原材料涨价趋势，假设 2022-2024 年成本分别提高 27%/-5%/3%，对应毛利率分别为 19.10%/25.38%/25.38%。

特种钢板：由于公司没有公布分产品的产销量数据，我们根据近几年数据，考虑到公司特种钢板销量增长较为稳定且受原材料涨价影响较大，假设 2022-2024 年收入增速分别为 15%/3%/3%。根据原材料涨价趋势，假设 2022-2024 年成本分别提高 15%/-1%/3%，对应毛利率分别为 14.82%/18.13%/18.13%。

特种无缝钢管：由于公司没有公布分产品的产销量数据，我们根据近几年数据，考虑到公司特种无缝钢管销量增长较为稳定且受原材料涨价影响较大，假设 2022-2024 年收入增速分别为 15%/2%/2%。根据原材料涨价趋势，假设 2022-2024 年成本分别提高 15%/-1%/2%，对应毛利率分别为 15.06%/17.56%/17.56%。

其他业务：根据近几年数据，假设 2022-2024 年收入增速分别为 -20%/3%/3%。根据原材料涨价趋势，假设 2022-2024 年成本分别提高 -20%/5%/5%，对应毛利率分别为 8.29%/6.51%/4.70%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 8：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
合金钢棒材	收入	452.68	475.31	499.08	524.03
	增速	28.57%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	20.20%	17.92%	17.92%	19.48%
合金钢线材	收入	145.16	181.45	186.89	192.50
	增速	36.43%	25.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	20.37%	19.10%	25.38%	25.38%
特种钢板	收入	123.47	142.00	146.26	150.64
	增速	30.85%	15.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	14.82%	14.82%	18.13%	18.13%
特种无缝钢管	收入	95.18	109.45	111.64	113.88
	增速	18.50%	15.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	15.06%	15.06%	17.56%	17.56%
其他业务	收入	156.83	125.46	129.23	133.10
	增速	37.46%	-20.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	8.30%	8.29%	6.51%	4.70%
合计	收入	973.32	1,033.68	1,073.10	1,114.16
	增速	30.25%	6.20%	3.81%	3.83%
	毛利率	17.12%	16.23%	17.84%	18.36%

数据来源：wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与中信特钢业务最为相近的四家公司久立特材、南钢股份、抚顺特钢、方大特钢，2022-2024 年平均 PE 为 16/12/10 倍。中信特钢未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内特钢龙头，“三高一特”高端产品占比持续提升；2) 公司募投项目产能持续释放，

加速拓展海外市场，下游特钢行业长期利好。结合对标公司的估值和目前中信特钢募投项目建设情况，给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 25.32 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值（截止至 8.19 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002318.SZ	久立特材	17.12	0.81	1.09	1.25	1.41	18.11	15.65	13.64	12.18
600282.SH	南钢股份	3.07	0.66	0.78	0.87	0.98	4.94	3.93	3.53	3.14
600399.SH	抚顺特钢	17.38	0.40	0.44	0.65	0.85	49.25	39.09	26.89	20.55
600507.SH	方大特钢	6.74	1.27	1.22	1.27	1.31	5.78	5.53	5.32	5.15
平均值							19.52	16.05	12.35	10.26
000708.SZ	中信特钢	18.28	1.58	1.83	2.11	2.22	11.60	9.97	8.67	8.25

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格波动，项目投产不达预期，下游需求不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	97332.34	103367.80	107310.00	111415.80	净利润	7960.53	9264.35	10652.81	11196.61
营业成本	80665.76	86591.70	88169.80	90964.40	折旧与摊销	3093.06	3283.77	3283.77	3283.77
营业税金及附加	566.61	1033.68	1073.10	1114.16	财务费用	475.00	993.96	899.11	871.80
销售费用	532.06	783.88	756.42	775.83	资产减值损失	-320.69	-384.83	-461.80	-554.16
管理费用	1570.10	2584.20	3219.30	3899.55	经营营运资本变动	-3046.76	-1496.72	-6055.99	-2858.71
财务费用	475.00	993.96	899.11	871.80	其他	4783.55	785.65	468.78	1081.24
资产减值损失	-320.69	-384.83	-461.80	-554.16	经营活动现金流净额	12944.68	12446.19	8786.67	13020.56
投资收益	-216.09	-200.00	-210.00	-220.50	资本支出	-4333.40	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-15.09	-14.17	-14.48	-14.38	其他	262.13	-214.17	-224.48	-234.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4071.28	-194.17	-224.48	-234.88
营业利润	9548.49	11551.05	13429.59	14109.34	短期借款	643.55	-4587.25	0.00	0.00
其他非经营损益	-44.54	-113.58	-113.58	-113.58	长期借款	1322.20	50.00	50.00	50.00
利润总额	9503.94	11437.47	13316.01	13995.76	股权融资	-33.64	200.00	0.00	0.00
所得税	1543.42	2173.12	2663.20	2799.15	支付股利	-3533.00	-1590.52	-1851.03	-2128.44
净利润	7960.53	9264.35	10652.81	11196.61	其他	-8643.88	-1597.38	-798.43	-737.34
少数股东损益	7.93	9.23	10.61	11.15	筹资活动现金流净额	-10244.77	-7525.15	-2599.45	-2815.78
归属母公司股东净利润	7952.60	9255.13	10642.20	11185.46	现金流量净额	-1367.11	4726.87	5962.75	9969.90
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	7625.26	12352.13	18314.87	28284.77	成长能力				
应收和预付款项	12341.89	16167.40	23081.67	29413.45	销售收入增长率	30.25%	6.20%	3.81%	3.83%
存货	9125.55	10910.12	13223.47	18029.66	营业利润增长率	26.99%	20.97%	16.26%	5.06%
其他流动资产	3969.90	7235.75	8584.80	10027.42	净利润增长率	32.06%	16.38%	14.99%	5.10%
长期股权投资	747.48	747.48	747.48	747.48	EBITDA 增长率	20.75%	20.68%	11.27%	3.70%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	43264.37	40474.67	37684.97	34895.28	毛利率	17.12%	16.23%	17.84%	18.36%
无形资产和开发支出	4349.66	3854.62	3379.58	2904.54	三费率	2.65%	4.22%	4.54%	4.98%
其他非流动资产	3452.18	3433.15	3414.11	3395.07	净利率	8.18%	8.96%	9.93%	10.05%
资产总计	84876.30	95175.32	108430.96	127697.67	ROE	24.15%	22.78%	21.54%	19.13%
短期借款	4607.25	20.00	20.00	20.00	ROA	9.38%	9.73%	9.82%	8.77%
应付和预收款项	20973.41	27905.94	31090.70	37019.07	ROIC	19.99%	22.01%	24.31%	24.62%
长期借款	10420.60	10470.60	10520.60	10570.60	EBITDA/销售收入	13.48%	15.31%	16.41%	16.39%
其他负债	15907.39	16115.97	17335.07	21555.24	营运能力				
负债合计	51908.65	54512.51	58966.37	69164.91	总资产周转率	1.20	1.15	1.05	0.94
股本	5047.14	5047.14	5047.14	5047.14	固定资产周转率	2.98	3.25	3.70	4.25
资本公积	9172.75	9372.75	9372.75	9372.75	应收账款周转率	45.15	32.13	23.94	19.35
留存收益	18405.58	26070.18	34861.35	43918.37	存货周转率	8.77	8.38	7.20	5.79
归属母公司股东权益	32804.14	40490.08	49281.25	58338.27	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.18%	—	—	—
少数股东权益	163.50	172.73	183.34	194.49	资本结构				
股东权益合计	32967.64	40662.81	49464.59	58532.76	资产负债率	61.16%	57.28%	54.38%	54.16%
负债和股东权益合计	84876.30	95175.32	108430.96	127697.67	带息债务/总负债	28.95%	19.24%	17.88%	15.31%
					流动比率	0.85	1.13	1.39	1.54
					速动比率	0.62	0.87	1.10	1.22
					股利支付率	44.43%	17.19%	17.39%	19.03%
					每股指标				
					每股收益	1.58	1.83	2.11	2.22
					每股净资产	6.50	8.02	9.76	11.56
					每股经营现金	2.56	2.47	1.74	2.58
					每股股利	0.70	0.32	0.37	0.42
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	13116.55	15828.78	17612.47	18264.92					
PE	11.60	9.97	8.67	8.25					
PB	2.81	2.28	1.87	1.58					
PS	0.95	0.89	0.86	0.83					
EV/EBITDA	7.41	5.53	4.63	3.93					
股息率	3.83%	1.72%	2.01%	2.31%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn