

Q3 量价下滑拖累业绩，“三高一特”稳步推进

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年三季度报告，2022 年 Q3 公司实现营业收入 236.9 亿元，环比-13.0%；归母净利润 17.7 亿元，环比-3.4%；扣非净利润 11.8 亿元，环比-35.2%。
- **宏观层面：**2022 年 Q3 受多地疫情反复、夏季高温天气等影响，国内经济偏弱运行，消费复苏节奏不及预期，加之钢铁下游需求下降，钢价表现低迷。Q3 受美元汇率上升影响，原燃料成本下降空间有限，钢铁企业盈利空间持续收窄。
- **行业层面：**下游需求低迷，去库速度加快。供需：据万得，2022 年 1-8 月国内钢材表观消费量 6.5 亿吨，7-8 月表观消费量 2.0 亿吨，7-8 月月均环比上半年月均-9.8%。库存：据万得，2022 年 Q3 国内主要品种钢材平均库存 1.7 亿吨，环比下滑 15.6%，下游产业以消化库存为主。
- **公司层面：**Q3 吨钢盈利下滑，销量下降，拖累业绩表现。价：据万得，中国北方 62%Fe 铁矿石价格指数 Q3 均价为 103.3 美元/吨，环比下跌 25.1%；Q3 炼焦煤均价为 2073.4 元/吨，环比下跌 15.6%，Q3 公司毛利率 13.5%，环比下滑 2.4pct，钢价下跌，合金、焦煤等大宗原材料价格相对维持高位，吨钢盈利能力有所下滑。量：受俄乌冲突影响导致欧洲地区钢铁产业链受损严重，Q4 公司欧洲出口量有望环比增长，2022 年预计全年销量有望突破 1600 万吨。财务指标：花山厂区退城搬迁验收交付，确认相关资产处置收益导致非流动资产处置损益 6.3 亿元。
- **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。其中特冶锻造产品升级改造项目（二期）规划“三高一特”产能 3.9 万吨，特冶锻造产品升级改造项目（三期）规划“三高一特”产能 5.3 万吨。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，公司盈利能力和估值水平将得到提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 76/96/101 亿元，对应 PE 分别为 11/9/8。我们给予公司 2023 年 12 倍 PE，对应目标价 22.92 元，维持“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。

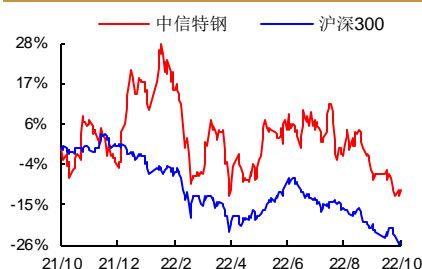
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	97332.34	103367.80	107310.00	111415.80
增长率	30.25%	6.20%	3.81%	3.83%
归属母公司净利润（百万元）	7952.60	7566.93	9647.16	10099.55
增长率	32.00%	-4.85%	27.49%	4.69%
每股收益 EPS（元）	1.58	1.50	1.91	2.00
净资产收益率 ROE	24.15%	19.44%	20.50%	18.28%
PE	11	11	9	8
PB	2.58	2.18	1.80	1.54

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)	50.47
52 周内股价区间(元)	16.46-25.19
总市值(亿元)	846.91
总资产(亿元)	848.76
每股净资产(元)	6.50

相关研究

1. 中信特钢（000708）：量价齐升巩固龙头地位，弱周期属性尽显（2022-08-23）

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 10%/5%/3%，对应毛利率分别为 16.40%/16.40%/17.99%。

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%。

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 1：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%	16.40%	16.40%	17.99%
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	125.47	129.23	133.11
	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	1033.68	1073.10	1114.16
	增速	30.25%	6.20%	3.81%	3.83%

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利率	17.12%	15.53%	17.13%	17.65%

数据来源：wind，西南证券

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 19/13/11 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 22.92 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止至 10.27 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	17.43	0.81	1.09	1.25	1.41	16.08	15.77	13.96	12.48
600282.SH	南钢股份	3.12	0.66	0.78	0.87	0.98	5.79	4.86	4.35	3.82
600399.SH	抚顺特钢	16.83	0.40	0.44	0.65	0.85	61.98	48.44	27.10	20.41
600507.SH	方大特钢	6.04	1.27	1.22	1.27	1.31	6.46	6.98	6.03	5.50
平均值							22.58	19.02	12.86	10.55
000708.SZ	中信特钢	16.78	1.58	1.50	1.91	2.00	10.65	11.19	8.78	8.39

数据来源：wind，西南证券整理

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	7574.47	9656.78	10109.62
营业成本	80665.76	87314.19	88928.36	91745.79	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	1074.26	987.64	967.13
销售费用	532.06	1550.52	1154.36	1257.85	资产减值损失	-320.69	-384.83	-461.80	-554.16
管理费用	1570.10	3101.03	3219.30	3899.55	经营营运资本变动	-3046.76	-1283.15	-6043.76	-2826.13
财务费用	475.00	1074.26	987.64	967.13	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	11050.18	7891.42	12061.48
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	9464.78	12184.56	12750.60	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	9351.20	12070.98	12637.02	股权融资	-33.64	200.00	0.00	0.00
所得税	1543.42	1776.73	2414.20	2527.40	支付股利	-3533.00	-1590.52	-1513.39	-1929.43
净利润	7960.53	7574.47	9656.78	10109.62	其他	-8643.88	-1677.69	-886.96	-832.67
少数股东损益	7.93	7.54	9.62	10.07	筹资活动现金流净额	-10244.77	-7605.45	-2350.34	-2712.11
归属母公司股东净利润	7952.60	7566.93	9647.16	10099.55	现金流量净额	-1367.11	3250.56	5316.59	9114.50
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	10875.82	16192.41	25306.91	成长能力				
应收和预付款项	12341.89	16181.85	23100.64	29436.89	销售收入增长率	30.25%	6.20%	3.81%	3.83%
存货	9125.55	11004.05	13337.25	18185.94	营业利润增长率	26.99%	-0.88%	28.74%	4.65%
其他流动资产	3969.90	7235.75	8584.80	10027.42	净利润增长率	32.06%	-4.85%	27.49%	4.69%
长期股权投资	747.48	747.48	747.48	747.48	EBITDA 增长率	20.75%	5.38%	19.05%	3.32%
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%	15.53%	17.13%	17.65%
无形资产和开发支出	4349.66	3854.62	3379.58	2904.54	三费率	2.65%	5.54%	5.00%	5.50%
其他非流动资产	3452.18	3433.15	3414.11	3395.07	净利率	8.18%	7.33%	9.00%	9.07%
资产总计	84876.30	93807.38	106441.25	124899.53	ROE	24.15%	19.44%	20.50%	18.28%
短期借款	4607.25	20.00	20.00	20.00	ROA	9.38%	8.07%	9.07%	8.09%
应付和预收款项	20973.41	28119.51	31327.89	37300.90	ROIC	19.99%	18.53%	22.45%	22.65%
长期借款	10420.60	10470.60	10520.60	10570.60	EBITDA/销售收入	13.48%	13.37%	15.33%	15.26%
其他负债	15907.39	16224.34	17456.44	21711.52	营运能力				
负债合计	51908.65	54834.46	59324.92	69603.02	总资产周转率	1.20	1.16	1.07	0.96
股本	5047.14	5047.15	5047.15	5047.15	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	24381.99	32515.77	40685.88	存货周转率	8.77	8.41	7.20	5.79
归属母公司股东权益	32804.14	38801.88	46935.66	55105.78	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	171.04	180.66	190.73	资本结构				
股东权益合计	32967.64	38972.93	47116.32	55296.51	资产负债率	61.16%	58.45%	55.73%	55.73%
负债和股东权益合计	84876.30	93807.38	106441.25	124899.53	带息债务/总负债	28.95%	19.13%	17.77%	15.22%
					流动比率	0.85	1.09	1.33	1.48
					速动比率	0.62	0.83	1.04	1.15
					股利支付率	44.43%	21.02%	15.69%	19.10%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	13116.55	13822.82	16455.97	17001.51	每股收益	1.58	1.50	1.91	2.00
PE	10.65	11.19	8.78	8.39	每股净资产	6.50	7.69	9.30	10.92
PB	2.58	2.18	1.80	1.54	每股经营现金	2.56	2.19	1.56	2.39
PS	0.87	0.82	0.79	0.76	每股股利	0.70	0.32	0.30	0.38
EV/EBITDA	6.83	5.89	4.63	3.95					
股息率	4.17%	1.88%	1.79%	2.28%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，，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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn