

积极调整产品结构，全年业绩韧性较强

2023 年 03 月 19 日

► **事件概述：**3 月 17 日，公司发布 2022 年年报：公司 2022 年实现营业收入 983.45 亿元，同比-0.25%（调整后，下同）；实现归母净利润 71.05 亿元，同比-8.64%；扣非后归母净利 60.79 亿元，同比-20.50%。分季度看，22Q4 实现营业收入 228.34 亿元，同比-3.36%，环比-3.61%；实现归母净利润 15.62 亿元，同比-15.49%，环比-11.58%；扣非后归母净利 12.13 亿元，同比-34.18%，环比+3.19%。

► **点评：调整品种结构，“两高一特”销量维持高增长**

① **量：22 年钢材销量同比增长 4.43%。**22 年公司钢材销量 1517.82 万吨，同比+4.43%，其中出口 159 万吨，同比增长 20.83%。2022 年国内粗钢产量同比-1.92%，在产业升级及特钢国产替代大背景下，公司特钢产销量逆势增长。结构方面，公司 2022 年抢抓风电行业高速发展契机，能源用钢销量突破 400 万吨，同比+36.8%。“两高一特”产能持续释放，“两高一特”销量同比增长 63%，其中高强度钢同比增长实现翻番，特种不锈钢同比+18%，高温、耐蚀合金同比+30%。

② **价：22 年毛利率下滑 1.96pct。**22 年国内特钢市场价格同比-11.76%，其中 22Q4 单季度市场价格同比-19.96%。公司 22 年钢材均价 6479.34 元/吨，同比仅下滑-4.48%。22 年公司毛利率同比下滑 1.96 pct，其中 Q4 毛利率 12.88%，环比下滑 0.58pct，同比下滑 5.66pct。原料端焦炭等相对强势（22 年同比仅下跌 0.15%），公司持续降本增效，叠加“两高一特”产品放量，毛利率下降幅度不大。

► **未来核心看点**

① **“十四五”规划实现特钢年产量超过 2000 万吨。**公司发展战略规划“十四五”期间实现特钢年产量超过 2000 万吨目标，其中 2023 年公司规划实现销量 1771 万吨，同比 16.68%。

② **高端产品布局加速，产品结构持续优化。**2022 年 2 月，公司成功发行 50 亿元可转债，募集资金主要投向公司重点发展的“三高一特”等项目，其中特冶锻造产品升级改造项目（二期）规划“三高一特”产品产能 3.9 万吨，特冶锻造产品升级改造项目（三期）规划“三高一特”产品产能 5.3 万吨。在航空航天、能源等领域高端钢材料加速进口替代的大背景下，公司规划的高端产品项目发展空间广阔。

► **投资建议：**公司是全球领先的专业化特殊钢材料制造企业，随着未来高端产品项目逐步投产，公司产品结构将进一步优化。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润依次 84.02/95.03/107.90 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 11/10/9 倍，维持公司“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	98,345	107,756	115,164	120,988
增长率（%）	-0.3	9.6	6.9	5.1
归属母公司股东净利润（百万元）	7,105	8,402	9,503	10,790
增长率（%）	-8.6	18.2	13.1	13.5
每股收益（元）	1.41	1.66	1.88	2.14
PE	13	11	10	9
PB	2.6	2.3	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 17 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.81 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.中信特钢 (000708.SZ) 2022 年三季度报点评：钢价下跌拖累 Q3 表现，“三高一特”继续发力-2022/10/26

2.中信特钢 (000708.SZ) 2022 年半年报点评：主动调整销售结构，“三高一特”产品维持高增长-2022/08/16

3.中信特钢 (000708) 2021 年年报点评：产品结构不断优化，2021 年业绩创历史新高-2022/03/11

4.【民生金属·公司点评】中信特钢 (000708)：积极优化产品结构，2021 年业绩稳定释放-2022/01/16

目录

1 事件概述：2022 年归母净利同比下滑 8.64%	3
2 点评：“两高一特”发力，公司业绩韧性较强	4
2.1 调整品种结构，“两高一特”销量维持高增长	4
2.2 2022Q4 业绩环比同比有所下滑	6
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

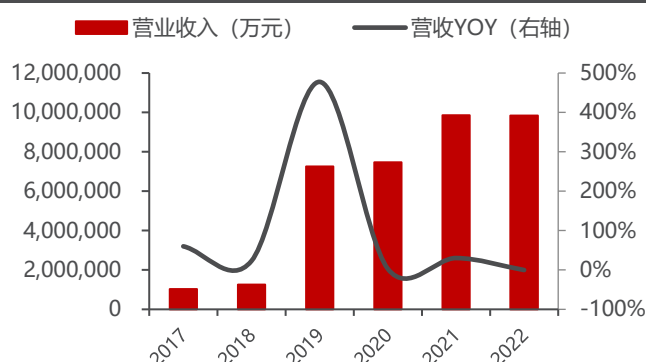
1 事件概述：2022 年归母净利润同比下滑 8.64%

公司发布 2022 年报：公司 2022 年实现营业收入 983.45 亿元，同比-0.25%（调整后，下同）；实现归母净利润 71.05 亿元，同比-8.64%；扣非后归母净利润 60.79 亿元，同比-20.50%。

分季度看，分季度看，22Q4 实现营业收入 228.34 亿元，同比-3.36%，环比-3.61%；实现归母净利润 15.62 亿元，同比-15.49%，环比-11.58%；扣非后归母净利润 12.13 亿元，同比-34.18%，环比+3.19%。

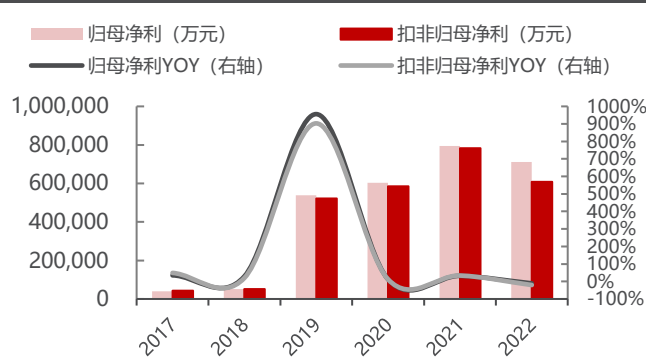
2023 年公司经营目标：销量 1771 万吨，同比+16.68%，其中出口 230 万吨，同比+44.65%。

图1：2022 年营收同比-0.25%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年归母净利润同比-8.64%



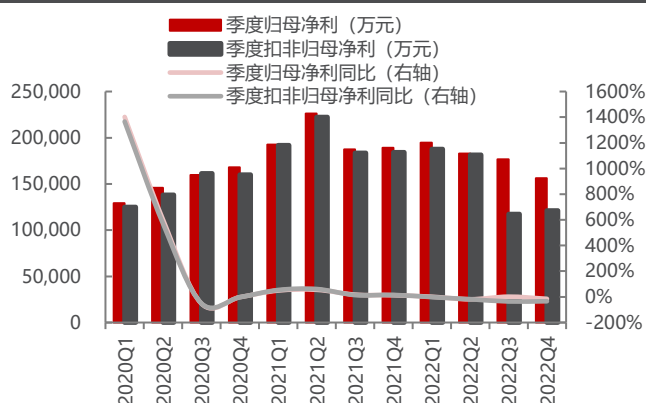
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

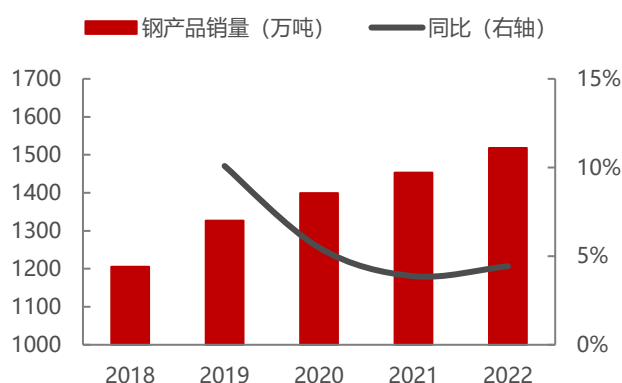
2 点评：“两高一特”发力，公司业绩韧性较强

2.1 调整品种结构，“两高一特”销量维持高增长

量：22 年钢材销量同比增长 4.43%。22 年公司钢材销量 1517.82 万吨，同比+4.43%，其中出口 159 万吨，同比增长 20.83%。2022 年国内粗钢产量同比-1.92%，在产业升级及特钢国产替代大背景下，公司特钢产销量逆势增长。结构方面，公司 2022 年抢抓风电行业高速发展契机，能源用钢销量突破 400 万吨，同比+36.8%。“两高一特”产能持续释放，“两高一特”销量同比增长 63%，其中高强钢同比增长实现翻番，特种不锈钢同比+18%，高温、耐蚀合金同比+30%。

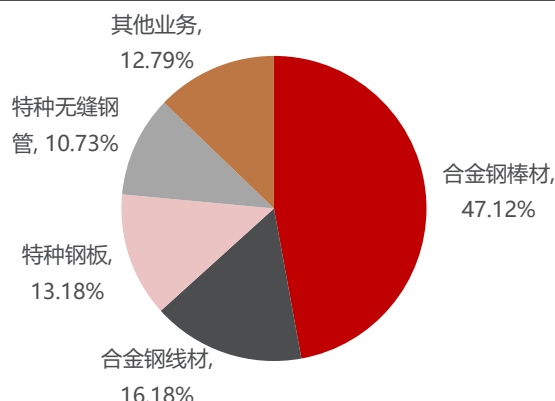
价：22 年毛利率下滑 1.96pct。22 年国内特钢市场价格同比-11.76%，其中 22Q4 单季度市场价格同比-19.96%。公司 22 年钢材均价 6479.34 元/吨，同比仅下滑-4.48%。22 年公司毛利率同比下滑 1.96 pct，其中 Q4 毛利率 12.88%，环比下滑 0.58pct，同比下滑 5.66pct。原料端焦炭等相对强势（22 年同比仅下跌 0.15%），公司持续降本增效，叠加“两高一特”产品放量，毛利率下降幅度不大。

图5：公司 2022 年钢产品销量同比+4.43%



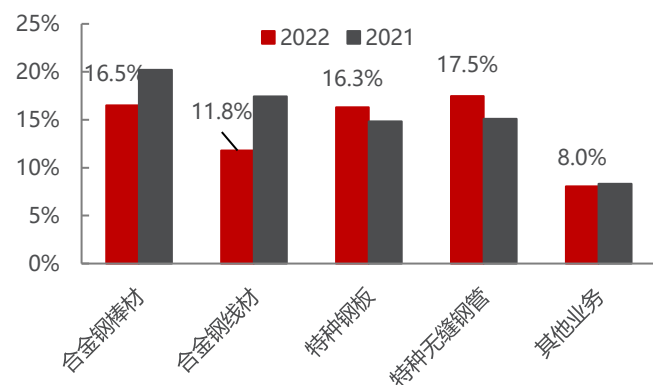
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司 2022 年营业收入构成



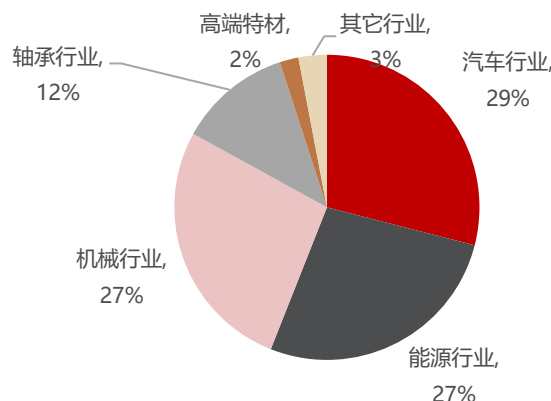
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司 2022 年分产品毛利率

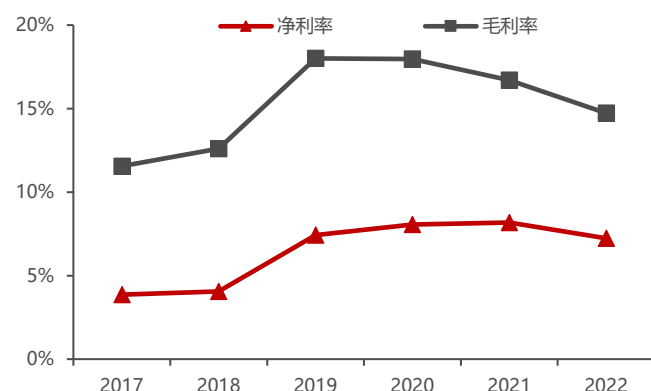


资料来源：wind，民生证券研究院

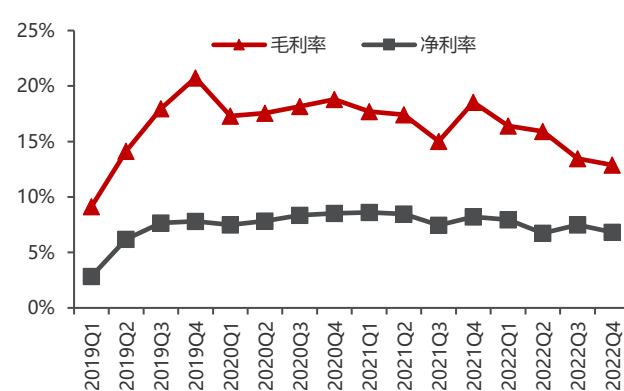
图8：公司 2022 年特钢产品应用分类



资料来源：wind，民生证券研究院

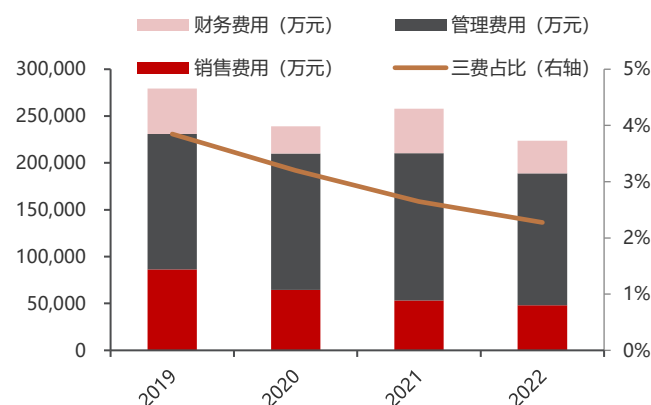
图9：公司 2022 年毛利率同比下滑 1.96pct


资料来源：wind，民生证券研究院

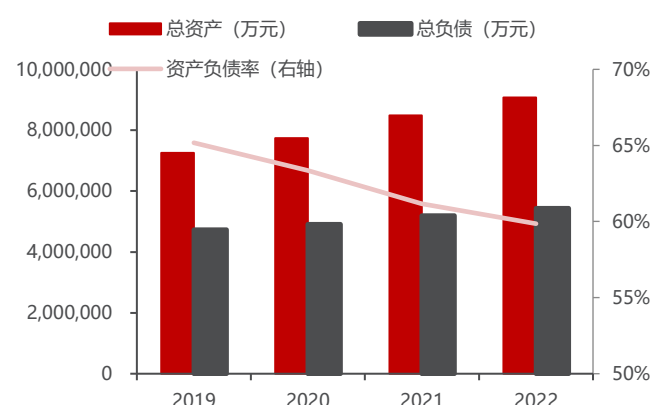
图10：公司分季度毛利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

压降费用支出，公司 22 年三费大幅下滑。公司压降费用支出，2022 年期间费用同比减少 13.21%至 22.37 亿元，占营收比重下滑至 2.27%；其中销售费用同比减少 9.30%至 4.83 亿元，利息费用减少 (-12.03%)、利息收入增加 (+7.87%) 导致财务费用同比下滑 26.72%至 3.48 亿元。管理费用同比减少 10.44%至 14.06 亿元。单季度看，22Q4 期间费用同比-36.86%，至 4.65 亿元。

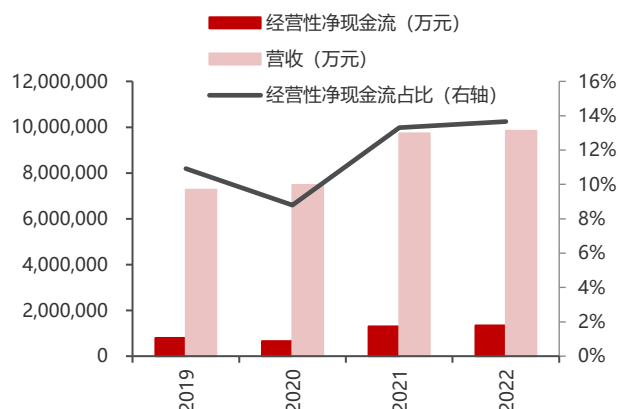
图11：2022 年公司三费占营收比重下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

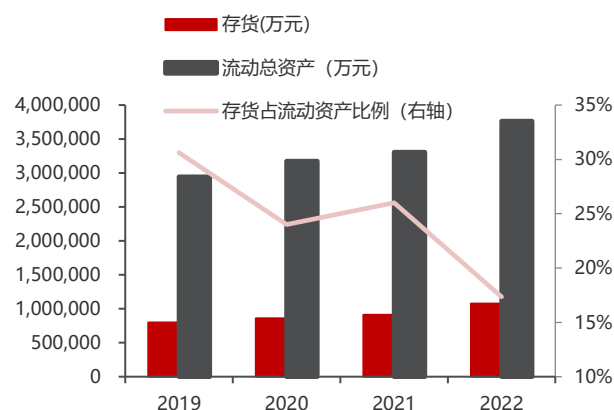
图12：2022 年公司资产负债率小幅回落


资料来源：wind，民生证券研究院

22 年经营性现金净流入 134.34 亿元。22 年公司经营性现金流量净额 134.34 亿元，同比+5.46%。期末现金总额 87.13 亿元，同比增加 17.22 亿元。存货方面，公司期末钢材存货量同比+26.51%至 132.33 万吨，导致期末库存同比增加 16.42 亿元，至 107.68 亿元。

图13：2022 年经营性现金净流入 134.34 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

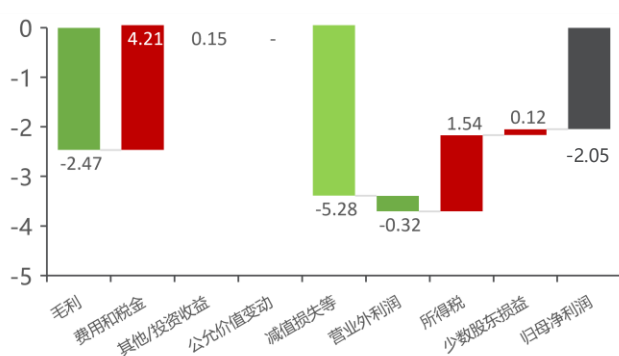
图14：2022 年存货同比增加 16.42 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

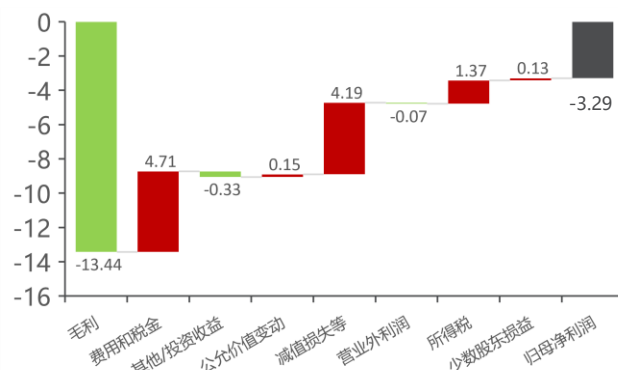
2.2 2022Q4 业绩环比同比有所下滑

2022Q4 vs 2022Q3：2022Q4 归母净利润环比减少 2.05 亿元，主要的增利点在于所得税 (+1.54 亿元)、费用和税金 (+4.21 亿元)、少数股东损益 (+0.12 亿元)；主要的减利点包括减值损失 (-5.28 亿元)、毛利 (-2.47 亿元)、营业外收支 (-0.32 亿元)。

2022Q4 vs 2021Q4：2022Q4 归母净利润同比减少 3.29 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+4.71 亿元)、所得税 (+1.37 亿元)、减值损失 (+4.19 亿元)、少数股东权益 (+0.13 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-13.44 亿元)、其他/投资收益 (-0.33 亿元)，其中毛利大幅下滑主要由于 22Q4 特钢价格同比大幅下跌 19.96%，原料端铁矿石、废钢价格跌幅相对小于特钢价格跌幅。

图15：2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：高端产品布局加速，产品结构持续优化

高端产品布局加速，产品结构持续优化。2022 年 2 月，公司成功发行 50 亿元可转债，募集资金主要投向公司重点发展的“三高一特”等项目，其中特冶锻造产品升级改造项目（二期）规划“三高一特”产品产能 3.9 万吨，特冶锻造产品升级改造项目（三期）规划“三高一特”产品产能 5.3 万吨。在航空航天、能源等领域高端钢材料加速进口替代的大背景下，公司规划的高端产品项目发展空间广阔。

表1：“三高一特”项目情况

项目	产品	产能 (吨)	建设期	投资额 (万元)
大冶特殊钢有限公司特冶锻造产品升级改造项目（二期）	高温/耐蚀合金	3500	3 年	100000
	高强度/超高强度	9000		
	高端工模具钢	13500		
	特种不锈钢	13000		
	小计	39000		
大冶特殊钢有限公司特冶锻造产品升级改造项目（三期）	高温/耐蚀合金	10000	3 年	250000
	高强度/超高强度	2000		
	高端工模具钢	39000		
	特种不锈钢	2000		
	小计	53000		

数据来源：公司公告，民生证券研究院

“十四五”规划实现特钢年产量超过 2000 万吨。公司发展战略规划“十四五”期间实现特钢年产量超过 2000 万吨目标，其中 2023 年公司规划实现销量 1771 万吨，同比+16.68%。

无缝钢管板块业绩贡献可期。2021 年初公司从上海电气集团有限公司竞得上海电气集团钢管有限公司 40%的股权，其核心资产为天津钢管有限公司的无缝钢管产能，2022 年天津钢管效益明显改善，产品结构不断优化。2023 年 1 月公司成功竞得上海中特泰富钢管有限公司（原上海电气集团钢管有限公司）60%股权，取得天津钢管控股权。公司已拥有 500 万吨的无缝钢管产能，成为全球规模最大的无缝钢管生产企业，未来业绩贡献可期。

4 盈利预测与投资建议

公司是全球领先的专业化特殊钢材料制造企业，随着未来高端产品项目逐步投产，公司产品结构将进一步优化。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润依次 84.02/95.03/107.90 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 11/10/9 倍，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。钢材需求与宏观环境息息相关，当前外部地缘政治冲突不断，有可能会影响全球宏观经济发展，导致公司产品需求增长不及预期。

2) 原材料涨价超预期。原材料价格大幅波动。钢材原料铁矿石进口依存度较高，且受海外四大矿企产出影响较大，一旦出现矿山意外等事件，铁矿石价格可能出现非理性上涨，侵蚀钢企利润。

3) 项目进展不及预期。项目建设周期较长，产业、环保政策等意外性变化可能会影响项目进展，导致公司盈利释放不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	98,345	107,756	115,164	120,988
营业成本	83,853	91,026	96,836	101,300
营业税金及附加	582	560	576	605
销售费用	483	485	518	544
管理费用	1,406	1,509	1,555	1,633
研发费用	3,851	4,149	4,031	3,751
EBIT	8,317	10,027	11,649	13,154
财务费用	348	384	397	415
资产减值损失	-642	-375	-300	-240
投资收益	-100	-97	12	12
营业利润	8,462	9,963	11,247	12,774
营业外收支	-33	-10	11	9
利润总额	8,429	9,953	11,258	12,783
所得税	1,320	1,543	1,745	1,981
净利润	7,109	8,410	9,513	10,801
归属于母公司净利润	7,105	8,402	9,503	10,790
EBITDA	11,598	14,065	15,983	17,758

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,928	10,592	14,574	19,692
应收账款及票据	12,568	13,380	14,462	15,195
预付款项	1,393	1,456	1,569	1,635
存货	10,768	10,804	11,775	12,324
其他流动资产	3,992	4,326	4,788	5,123
流动资产合计	37,649	40,559	47,168	53,969
长期股权投资	1,922	2,322	2,642	2,898
固定资产	38,954	39,477	40,230	40,736
无形资产	4,272	4,297	4,347	4,427
非流动资产合计	53,126	55,083	55,228	55,113
资产合计	90,775	95,641	102,396	109,082
短期借款	5,273	5,228	5,193	5,228
应付账款及票据	17,958	20,699	21,593	22,737
其他流动负债	14,277	15,698	18,590	19,543
流动负债合计	37,507	41,625	45,375	47,508
长期借款	7,803	6,303	4,803	5,003
其他长期负债	9,027	7,116	7,308	6,860
非流动负债合计	16,830	13,419	12,111	11,863
负债合计	54,337	55,044	57,486	59,371
股本	5,047	5,047	5,047	5,047
少数股东权益	160	169	178	189
股东权益合计	36,437	40,597	44,910	49,711
负债和股东权益合计	90,775	95,641	102,396	109,082

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-0.25	9.57	6.87	5.06
EBIT 增长率	-18.04	20.56	16.17	12.92
净利润增长率	-8.64	18.24	13.11	13.55
盈利能力 (%)				
毛利率	14.74	15.53	15.91	16.27
净利润率	7.23	7.80	8.26	8.93
总资产收益率 ROA	7.83	8.78	9.28	9.89
净资产收益率 ROE	19.59	20.78	21.24	21.79
偿债能力				
流动比率	1.00	0.97	1.04	1.14
速动比率	0.68	0.68	0.75	0.84
现金比率	0.24	0.25	0.32	0.41
资产负债率 (%)	59.86	57.55	56.14	54.43
经营效率				
应收账款周转天数	11.73	11.00	11.24	11.16
存货周转天数	46.87	44.77	45.47	45.23
总资产周转率	1.08	1.13	1.12	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	1.66	1.88	2.14
每股净资产	7.19	8.01	8.86	9.81
每股经营现金流	2.66	3.07	3.05	3.21
每股股利	0.80	0.84	1.03	1.19
估值分析				
PE	13	11	10	9
PB	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	8.98	7.18	5.97	5.10
股息收益率 (%)	4.25	4.48	5.48	6.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7,109	8,410	9,513	10,801
折旧和摊销	3,281	4,037	4,335	4,605
营运资金变动	3,264	2,357	750	85
经营活动现金流	13,434	15,501	15,379	16,213
资本开支	-1,759	-4,944	-3,911	-4,013
投资	-228	-410	-330	-266
投资活动现金流	-1,856	-5,448	-4,239	-4,296
股权募资	5	0	0	0
债务募资	-2,773	-3,144	-1,233	-163
筹资活动现金流	-9,821	-8,389	-7,158	-6,799
现金净流量	1,722	1,664	3,982	5,118

插图目录

图 1: 2022 年营收同比-0.25%	3
图 2: 2022 年归母净利润同比-8.64%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 公司 2022 年钢产品销量同比+4.43%	4
图 6: 公司 2022 年营业收入构成	4
图 7: 公司 2022 年分产品毛利率	4
图 8: 公司 2022 年特钢产品应用分类	4
图 9: 公司 2022 年毛利率同比下滑 1.96pct	5
图 10: 公司分季度毛利率变化	5
图 11: 2022 年公司三费占营收比重下滑	5
图 12: 2022 年公司资产负债率小幅回落	5
图 13: 2022 年经营性现金净流入 134.34 亿元	6
图 14: 2022 年存货同比增加 16.42 亿元	6
图 15: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	6
图 16: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: “三高—特”项目情况	7
公司财务报表数据预测汇总	10

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026