

公司研究/公告点评

2020年07月23日

黑色金属/钢铁 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.34
合理价格区间(元): 21.96~24.10

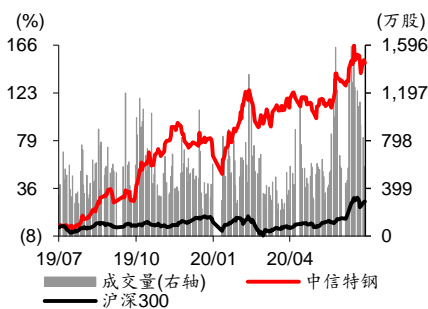
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1《中信特钢(000708 SZ,买入): 20Q2 盈利向好, 看好长期发展》2020.07
- 2《中信特钢(000708 SZ,买入): 20Q1 盈利逆势增长, 看好中长期》2020.04
- 3《中信特钢(000708 SZ,买入): 20Q1 业绩正增长, 维持买入评级》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

拟设立彭衡投资取得徐工有限股权 中信特钢(000708)

拟共同投资设立彭衡投资, 投资方向为徐工有限股权

7月22日, 公司公告称全资子公司兴澄特钢拟出资5亿元与金石投资、中证投资、三峡金石基金等共同投资设立彭衡投资。彭衡投资基金规模14.85亿元, 投资方向为拟通过认购新增注册资本的方式取得徐工有限股权。若彭衡投资顺利成立并成功投资取得徐工有限股权, 将有效为公司巩固下游渠道、增强客户黏性。基建投资向好, 工程机械需求热度或不减, 公司或受益于此项投资。由于相关事宜仍未明确落地, 故维持前期盈利预测不变, 20-22年EPS为1.22/1.52/1.72元, 维持“买入”评级。

与金石投资等专业投资机构设立彭衡投资

据公司公告(2020-032), 彭衡投资共同投资方中金石投资、中证投资为公司实控人中信集团下属企业, 基金规模14.85亿元, 兴澄特钢出资5亿元, 基金存续期5年, 其中投资期1年、退出期4年, 管理人为金石投资。彭衡投资投资方向为拟通过新增注册资本的方式取得徐工有限股权。

若成功取得徐工有限股权, 将有助于公司增强上下游协同

徐工有限是徐工机械的母公司, 徐工有限的主要业务和资产集中于徐工机械。据徐工机械19年年报, 徐工机械是品牌影响力最大的中国工程机械制造企业, 主要产品包括起重机械、铲运机械、压实机械等, 其中轮式起重机市占率全球第一, 随车起重机等多项产品市占率全国第一。公司的轴承钢、齿轮钢、结构钢等均可应用于工程机械, 且公司在19年年报中提及未来将加快从特钢制造商向产品和技术整体解决方案提供商的角色转变, 因此若彭衡投资顺利设立并成功取得徐工有限股权, 将有助于公司增强上下游协同, 深入理解客户需求, 从而向客户提供产品、技术整体解决方案。

基建投资向好, 工程机械需求旺盛

据国家统计局, 20H1基建投资同比降2.7%, 其中6月单月同比增6.8%, 连续3月为正。受基建刺激, 工程机械类设备需求持续旺盛, 据中国机械工业联合会, 前5月起重机、装载机产量累计同比仅降1.2%、1.9%, 单月看仅前2月同比下降, 5月单月同比分别达11.8%、24.4%; 挖掘机表现更为亮眼, 前5月产量累计同比增14.7%, 4、5月单月同比分别高达49.5%、82.3%。据华泰固收团队报告《经济仍在修复通道中》(2020.7.16), 虽然南方洪涝或对基建带来短期扰动, 但中期会催生赶工以及灾后重建等需求。工程机械需求热度或不减, 作为重要下游领域之一, 公司或受益。

看好公司发展, 维持“买入”评级

由于相关事宜仍未明确落地, 故维持前期盈利预测不变, 20-22年EPS为1.22/1.52/1.72元。公司DCF估值为24.10元; 可比公司PE(2020E)为12.91倍, 考虑公司外延内生增长能力, 且半年度业绩预告(2020-029)显示公司20Q2盈利韧性强, 给予2020年18倍目标PE, 对应目标价21.96元, 维持目标价范围为21.96-24.10元, 维持“买入”评级。

风险提示: 彭衡投资设立进度不及预期, 取得徐工有限股权进度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	5,047
流通A股(百万股)	763.99
52周内股价区间(元)	12.83-29.11
总市值(百万元)	92,565
总资产(百万元)	76,186
每股净资产(元)	5.26

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,573	72,620	74,477	77,236	81,013
+/-%	22.94	0.60	2.56	3.70	4.89
归属母公司净利润(百万元)	510.18	5,386	6,158	7,666	8,689
+/-%	29.19	22.34	14.33	24.48	13.35
EPS(元, 最新摊薄)	0.10	1.07	1.22	1.52	1.72
PE(倍)	181.44	17.18	15.03	12.07	10.65

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值：维持“买入”评级

图表1：公司 WACC 假设

	基本假设	说明
中信特钢贝塔值 β	1.03	近1年水平
无风险利率 R_f	2.8861%	参考最新10年国债收益率
市场预期收益率 R_m	10%	
股权资本成本 K_e	10.19%	
债务成本 K_d	4.50%	
债务比率 $D/(D+E)$	11.50%	
永续增长率	0%	特钢需求未来仍有正增速，保守角度出发，假设永续增速为0
WACC	9.46%	公司所得税率15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；未对核心假设进行调整，仅对部分数据进行更新

图表2：公司 DCF 模型

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	永续期
营业利润	72.1	89.7	101.8	109.8	110.2	110.1	110.0	109.8	109.7	122.3
利息支出	5.0	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
EBIT	77.1	94.8	106.9	114.9	115.2	115.1	115.0	114.9	114.7	127.3
息前税后利润	65.5	80.6	90.8	97.7	97.9	97.9	97.8	97.7	97.5	108.2
折旧及摊销	32.8	35.4	36.4	37.0	37.6	38.2	38.8	39.4	40.0	40.6
营业现金毛流量	98.4	116.0	127.2	134.7	135.6	136.1	136.6	137.1	137.5	148.9
追加营运资本	9.4	4.0	-13.5	-4.1	2.6	-1.8	1.0	0.5	-0.1	0.4
资本支出	60.1	22.7	11.6	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
资产减值准备增加额	-27.4	1.6	-0.3	0.2	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCFF	1.5	90.9	128.9	127.6	121.3	126.5	124.2	125.2	126.2	137.0
增长阶段折现因子	0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.49	0.44	
增长阶段现值	1.3	75.9	98.3	88.9	77.2	73.5	66.0	60.8	55.9	
永续阶段折现因子	0.44									
永续阶段现值	539.0									
公司核心资产价值	1243.3									
非核心资产价值	93.4									
公司评估总价值	1336.7									
公司内在评估价值	1216.4									
每股内在价值（元）	24.10									

资料来源：华泰证券研究所；单位：亿元；

图表3：公司每股内在价值敏感性分析

WACC(%) \backslash g(n)	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
4.46%	43.70	48.70	55.95	67.39	88.13	137.28
5.46%	36.97	40.30	44.85	51.44	61.84	80.70
6.46%	31.87	34.19	37.22	41.36	47.35	56.82
7.46%	27.88	29.54	31.65	34.41	38.18	43.64
8.46%	24.68	25.91	27.42	29.34	31.86	35.29
9.46%	22.06	22.98	24.10	25.48	27.23	29.53
10.46%	19.88	20.59	21.43	22.45	23.71	25.31
11.46%	18.04	18.59	19.23	20.00	20.94	22.09
12.46%	16.46	16.90	17.40	17.99	18.69	19.55
13.46%	15.10	15.45	15.85	16.31	16.85	17.49
14.46%	13.92	14.20	14.52	14.88	15.30	15.80
15.46%	12.88	13.11	13.36	13.65	13.99	14.37

资料来源：华泰证券研究所；单位：元

选择永兴材料、久立特材及武进不锈作为可比公司，三家公司的 PE (2020E) 均值为 12.91 倍，考虑公司外延内生增长能力，且半年度业绩预告 (2020-029) 显示公司 20Q2 盈利韧性较强，给予 2020 年 18 倍目标 PE，对应目标价 21.96 元。

图表4：可比公司 PE (2020E) 及相关信息

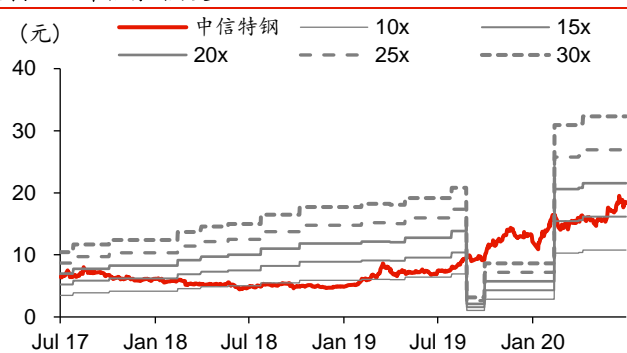
彭博代码	股票简称	PE(2020E)	评级	目标价
002756 CH	永兴材料	16.86	未评级	-
002318 CH	久立特材	14.12	未评级	-
603878 CH	武进不锈	7.74	买入	12.8~15.25
	平均值	12.91		

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所；注：取 2020 年 7 月 22 日收盘价；武进不锈为华泰预测，其余为 Wind 一致预期

综合考虑 DCF 及可比公司估值法测算得公司目标价 21.96~24.10 元，维持“买入”评级。

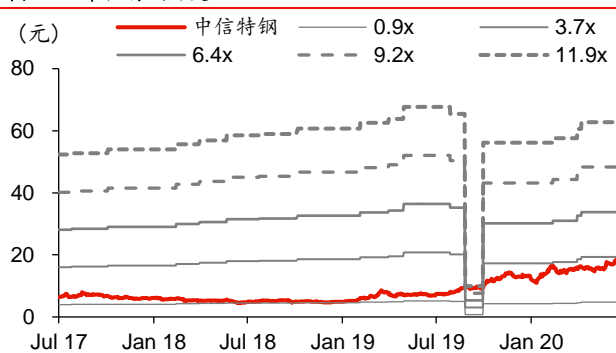
PE/PB - Bands

图表5：中信特钢历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：中信特钢历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,201	29,454	30,625	36,163	45,409
现金	1,938	7,838	9,077	13,977	22,926
应收账款	497.81	1,949	2,016	2,082	2,188
其他应收账款	30.06	219.03	224.88	233.13	244.56
预付账款	93.45	1,018	1,044	1,083	1,136
存货	902.44	7,976	7,766	8,032	8,300
其他流动资产	1,739	10,453	10,497	10,756	10,614
非流动资产	2,477	43,131	46,152	44,900	42,506
长期投资	0.00	84.41	82.62	83.22	83.02
固定投资	2,179	32,743	36,922	36,001	33,781
无形资产	14.60	4,410	4,288	4,168	4,047
其他非流动资产	283.37	5,894	4,859	4,647	4,595
资产总计	7,678	72,585	76,778	81,063	87,915
流动负债	3,139	37,866	39,151	38,725	40,701
短期借款	500.00	2,566	3,670	3,302	3,424
应付账款	2,026	14,798	13,908	14,862	15,435
其他流动负债	612.90	20,501	21,573	20,562	21,841
非流动负债	134.92	9,443	9,158	9,278	9,295
长期借款	0.00	8,385	8,385	8,385	8,385
其他非流动负债	134.92	1,058	773.17	893.38	909.97
负债合计	3,274	47,308	48,309	48,004	49,996
少数股东权益	0.00	31.45	34.23	37.69	41.62
股本	449.41	2,969	5,047	5,047	5,047
资本公积	485.65	11,285	9,206	9,206	9,206
留存公积	3,469	10,915	14,181	18,768	23,624
归属母公司股东权益	4,404	25,245	28,434	33,021	37,878
负债和股东权益	7,678	72,585	76,778	81,063	87,915

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	732.32	7,926	8,366	11,398	14,010
净利润	510.18	5,389	6,161	7,669	8,693
折旧摊销	212.00	2,941	3,284	3,541	3,640
财务费用	(48.06)	485.33	411.49	394.22	320.50
投资损失	0.00	109.43	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(90.70)	(2,074)	(941.70)	(401.02)	1,349
其他经营现金	148.91	1,075	(548.39)	195.11	6.37
投资活动现金	(38.03)	(2,989)	(6,011)	(2,270)	(1,159)
资本支出	47.90	2,447	6,011	2,267	1,156
长期投资	0.00	(519.86)	(1.79)	0.60	(0.20)
其他投资现金	9.87	(1,062)	(2.43)	(2.84)	(2.71)
筹资活动现金	60.25	(7,797)	(1,116)	(4,228)	(3,902)
短期借款	500.00	(3,310)	1,103	(367.77)	122.59
长期借款	0.00	416.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	2,519	2,078	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(1,587)	(2,078)	0.00	0.00
其他筹资现金	(439.75)	(5,835)	(2,219)	(3,860)	(4,024)
现金净增加额	759.82	(2,865)	1,238	4,900	8,949

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,573	72,620	74,477	77,236	81,013
营业成本	10,989	59,545	61,377	62,260	64,750
营业税金及附加	62.50	552.73	589.44	603.47	635.71
营业费用	192.64	862.71	934.42	948.75	1,001
管理费用	70.47	1,840	4,286	4,365	4,440
财务费用	(48.06)	485.33	411.49	394.22	320.50
资产减值损失	131.67	(402.73)	(334.02)	(306.92)	(315.95)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(109.43)	0.00	0.00	0.00
营业利润	622.86	6,492	7,214	8,971	10,181
营业外收入	9.36	145.72	114.35	124.81	121.32
营业外支出	31.40	59.52	79.81	73.04	75.30
利润总额	600.82	6,579	7,248	9,023	10,227
所得税	90.64	1,190	1,087	1,353	1,534
净利润	510.18	5,389	6,161	7,669	8,693
少数股东损益	0.00	2.52	2.78	3.46	3.92
归属母公司净利润	510.18	5,386	6,158	7,666	8,689
EBITDA	786.79	9,919	10,909	12,906	14,142
EPS (元, 基本)	0.10	1.07	1.22	1.52	1.72

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	22.94	0.60	2.56	3.70	4.89
营业利润	20.09	28.07	11.11	24.36	13.49
归属母公司净利润	29.19	22.34	14.33	24.48	13.35
获利能力 (%)					
毛利率	12.60	18.01	17.59	19.39	20.07
净利率	4.06	7.42	8.27	9.93	10.73
ROE	11.59	21.34	21.66	23.22	22.94
ROIC	17.57	19.87	19.79	24.95	31.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.65	65.18	62.92	59.22	56.87
净负债比率 (%)	15.27	23.38	25.22	24.60	23.87
流动比率	1.66	0.78	0.78	0.93	1.12
速动比率	1.35	0.55	0.57	0.71	0.90
营运能力					
总资产周转率	1.76	1.02	1.00	0.98	0.96
应收账款周转率	28.97	33.04	36.93	37.13	37.34
应付账款周转率	6.32	4.61	4.28	4.33	4.27
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	1.07	1.22	1.52	1.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.63	2.67	1.66	2.26	2.78
每股净资产(最新摊薄)	0.87	5.00	5.63	6.54	7.50
估值比率					
PE (倍)	181.44	17.18	15.03	12.07	10.65
PB (倍)	21.02	3.67	3.26	2.80	2.44
EV_EBITDA (倍)	11.48	9.61	8.74	7.39	6.74

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司