

公司研究/公告点评

2019年11月11日

黑色金属/钢铁 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 21.78
合理价格区间(元): 23.85~27.24

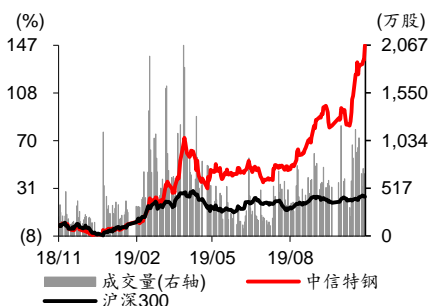
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《中信特钢(000708 SZ,买入): 期待少数股权注入增厚业绩》2019.10
- 2《中信特钢(000708 SZ,买入): 业绩略超预期, 维持“买入”评级》2019.10
- 3《大冶特钢(000708 SZ,买入): 龙头特性凸显, Q2 盈利同比增长 26%》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

少数股权有望注入增厚公司业绩

中信特钢(000708)

竞买兴澄特钢 13.5% 股权, 维持“买入”评级

11月10日, 中信特钢发布《重大现金购买资产暨关联交易报告书》, 拟通过产权交易所摘牌的方式竞买泰富投资持有的兴澄特钢 13.5% 股权, 转让价款 36 亿元。我们预测 19 年兴澄特钢少数股东权益对应业绩 6.45 亿元, 对应 PE (2019) 为 5.58 倍, 低于现公司 PE (2019) 13.67 倍, 若交易成功, 公司业绩有望增厚 14%。且 19Q3 末公司货币资金 81.2 亿元, 现金充足。本次交易尚需股东大会及相关法律法规所要求的其他可能涉及的批准或核准, 我们维持前期盈利预测, 预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.59/1.67/1.75 元, 上调目标价为 23.85~27.24 元, 维持“买入”评级。

公司计划在 11 月 27 日召开临时股东大会审议本次议案

10月8日, 泰富投资公开挂牌转让其持有的兴澄特钢 13.5% 股权; 10月10日, 公司公告拟以自有资金参与竞买兴澄特钢 13.5% 股权; 11月6日, 江苏产权交易所出具《关于江阴兴澄特种钢铁有限公司 13.5% 股权转让项目的成交确认书》, 确定公司为受让方; 11月8日, 公司与泰富投资签署《国有产权转让合同》, 约定公司受让兴澄特钢 13.5% 股权, 转让价款 36 亿元。本次交易尚需股东大会批准及相关法律法规所要求的其他可能涉及的批准或核准, 公司计划在 11 月 27 日召开 19 年第二次临时股东大会审议本次议案, 若相关流程顺利通过, 我们预计有望在 19 年末完成资产注入。

若交易完成, 公司业绩有望增厚 14%

据公告, 若交易完成, 公司 18 年调整后 EPS 自 1.31 元升至 1.48 元, 19 年 1-4 月调整后 EPS 自 0.52 元升至 0.59 元。我们预测 19 年兴澄特钢少数股东权益对应业绩约 6.45 亿元, 转让价款 36 亿元, 则 PE (2019) 为 5.58 倍, 低于现公司 PE (2019) 13.67 倍。目前, 中信集团对公司持股比例达 83.85%, 若竞买成功, 公司将持有兴澄特钢 100% 股权, 预测 2019 年公司业绩、EPS 将分别增至 53.8 亿元 (业绩增厚 14%)、1.81 元。

公司产品结构不断优化, 业绩逆势上行

公司 19Q1-Q3、19Q3 业绩逆势上行, 同比增速分别为 37.3%、5.7%。我们推测一方面因青岛特钢、靖江特钢业绩释放, 另一方面因公司主动优化产品结构, 如减少高价高成本低毛利率产品。此外, 据四大矿全年产销计划, 我们预计 Q4 铁矿石产销量仍处高位, 叠加海外用钢需求下行, 铁矿均价或环比下行, 公司业绩有望同环比继续上行。

具备内生、外延成长能力, 维持“买入”评级

公司已形成沿海沿江 1300 万吨产能布局, 全球最大、国内市占率 30%, 是中国制造业的核心资产。我们预测公司 19-21 年业绩分别为 47.3/49.6/51.8 亿元, 对应 EPS 分别为 1.59/1.67/1.75 元。公司 DCF 估值为 27.24 元; 可比公司 PE (2019) 为 12.02 倍, 考虑公司为全球特钢龙头, 具备外延扩张前景, 给予一定估值溢价, PE (2019) 取为 15.0 倍, 对应 23.85 元。因此, 目标价范围为 23.85~27.24 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内外宏观经济形势及政策调整; 交易被暂停、中止或取消等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,969
流通 A 股 (百万股)	449.41
52 周内股价区间 (元)	8.72-21.78
总市值 (百万元)	64,663
总资产 (百万元)	68,279
每股净资产 (元)	8.28

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,227	12,573	76,560	78,648	80,078
+/-%	59.98	22.94	6.05	2.73	1.82
归属母公司净利润 (百万元)	394.90	510.18	4,730	4,956	5,181
+/-%	34.93	29.19	22.05	4.77	4.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.13	1.31	1.59	1.67	1.75
PE (倍)	163.74	16.69	13.67	13.05	12.48

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：前期公司 WACC 假设

	基本假设	说明
中信特钢贝塔值 β	1.12	
无风险利率 R_f	3.2196%	参考 2019 年 10 月 22 日 10 年国债收益率
市场预期收益率 R_m	10.00%	最近 1 年上证综指 PE 倒数的均值 8.0%，考虑到 2019 年初以来部分时段股市表现较好，取 10%
股权资本成本 K_e	10.81%	
债务成本 K_d	4.84%	
债务比率 $D/(D+E)$	16.87%	
永续增长率	0%	中国特钢产量 4000 万吨，占比不足 5%，按成熟国家经验，未来占比在 20% 以上；假设中国未来钢铁产量 6 亿吨，则特钢产量应为 1.2 亿吨，是目前的 300%，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	9.68%	公司所得税率 15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：取 2019 年 10 月 22 日收盘价

图表2：更新公司 WACC 假设

	基本假设	说明
中信特钢贝塔值 β	1.11	
无风险利率 R_f	3.2765%	参考 2019 年 11 月 8 日 10 年国债收益率
市场预期收益率 R_m	8.00%	年初以来上证综指 PE 倒数的均值 7.8%，考虑四季度 A 股或主要面临利率上行带来的估值压力，或以震荡为主，因此取 8%
股权资本成本 K_e	8.54%	
债务成本 K_d	4.84%	
债务比率 $D/(D+E)$	13.20%	
永续增长率	0%	中国特钢产量 4000 万吨，占比不足 5%，按成熟国家经验，未来占比在 20% 以上；假设中国未来钢铁产量 6 亿吨，则特钢产量应为 1.2 亿吨，是目前的 300%，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	7.95%	公司所得税率 15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：取 2019 年 11 月 08 日收盘价

图表3：公司 DCF 模型

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	永续期
营业利润	62.92	65.94	68.93	70.31	70.31	70.31
利息支出	4.59	4.72	4.80	4.85	4.90	4.90
EBIT	67.52	70.66	73.73	75.16	75.21	75.21
息税前税后利润	57.39	60.06	62.67	63.88	63.93	63.93
折旧及摊销	29.70	31.04	29.98	29.48	29.22	29.22
营业现金毛流量	87.09	91.10	92.65	93.37	93.15	93.15
追加营运资本	0.35	-3.99	-2.25	0.10	0.12	0.12
资本支出	31.21	16.16	10.97	10.77	10.34	29.22
资产减值准备增加额	-0.62	-0.20	-0.10	0.01	-0.02	-0.02
FCFF	54.91	78.74	83.83	82.50	82.67	63.79
增长阶段折现因子	0.93	0.86	0.79	0.74	0.68	
增长阶段现值	50.86	67.57	66.63	60.75	56.38	
永续阶段折现因子	0.68					
永续阶段现值	547.12					
公司核心资产价值	849.31					
非核心资产价值	89.48					
公司评估总价值	938.79					
公司内在评估价值	808.79					
每股内在价值 (元)	27.24					

资料来源：华泰证券研究所；单位：亿元

图表4： 公司每股内在价值敏感性分析

WACC(%)\g(n)	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%
2.95%	47.16	56.93	73.32	106.49	209.29	-4037.54
3.95%	39.20	45.44	54.84	70.60	102.51	201.42
4.95%	33.51	37.79	43.79	52.84	68.01	98.73
5.95%	29.24	32.32	36.44	42.22	50.93	65.54
6.95%	25.91	28.22	31.19	35.15	40.72	49.11
7.95%	23.24	25.02	27.24	30.10	33.93	39.29
8.95%	21.06	22.46	24.17	26.31	29.07	32.75
9.95%	19.23	20.35	21.70	23.35	25.42	28.08
10.95%	17.68	18.60	19.68	20.98	22.57	24.56
11.95%	16.35	17.11	17.99	19.03	20.29	21.82
12.95%	15.19	15.82	16.55	17.41	18.42	19.63
13.95%	14.18	14.71	15.32	16.03	16.85	17.82

资料来源：华泰证券研究所；单位：元；2019年11月08日收盘价为21.78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(2019E)均值为12.02，考虑公司业绩坚挺，且具备外延扩张前景，给予公司15倍PE。预测公司2019年EPS为1.59元，则对应股价为23.85元。

图表5： 可比公司 PE (2019E)

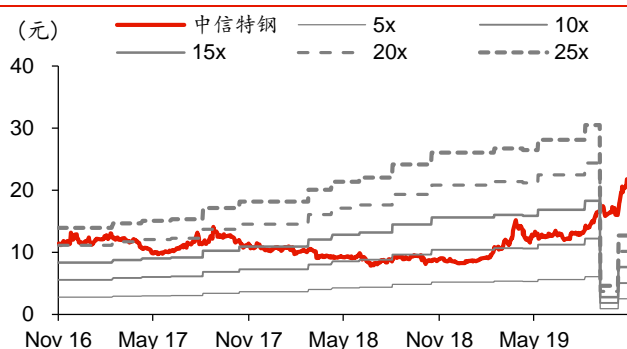
股票代码	股票简称	PE(2019E)
002756.SZ	永兴材料	11.81
002318.SZ	久立特材	14.71
603878.SH	武进不锈	9.53
	平均值	12.02

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：取2019年11月08日收盘价；PE(2019E)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23.85~27.24元，维持“买入”评级。

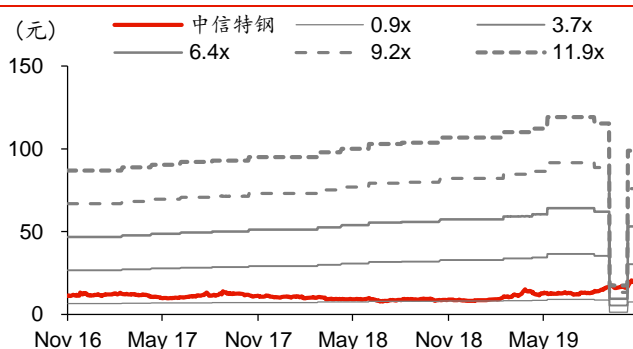
PE/PB - Bands

图表6： 中信特钢历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表7： 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,947	5,201	34,306	37,479	40,756
现金	1,178	1,938	11,870	14,432	17,326
应收账款	346.77	497.81	3,106	3,190	3,248
其他应收账款	2.03	30.06	302.77	311.03	316.68
预付账款	29.01	93.45	1,583	1,628	1,654
存货	1,027	902.44	10,206	10,499	10,668
其他流动资产	1,365	1,739	7,239	7,419	7,542
非流动资产	2,631	2,477	43,036	41,375	39,434
长期投资	0.00	0.00	83.50	83.50	83.50
固定投资	2,454	2,179	33,503	32,707	31,836
无形资产	19.35	14.60	4,034	3,088	2,529
其他非流动资产	158.13	283.37	5,415	5,497	4,986
资产总计	6,579	7,678	77,342	78,855	80,190
流动负债	2,475	3,139	45,205	46,216	46,823
短期借款	0.00	500.00	3,279	3,279	3,279
应付账款	1,684	2,026	12,444	12,800	13,007
其他流动负债	791.53	612.90	29,483	30,136	30,537
非流动负债	75.41	134.92	5,954	5,954	5,954
长期借款	0.00	0.00	5,954	5,954	5,954
其他非流动负债	75.41	134.92	0.00	0.00	0.00
负债合计	2,550	3,274	51,159	52,170	52,777
少数股东权益	0.00	0.00	3,285	3,961	4,668
股本	449.41	449.41	2,969	2,969	2,969
资本公积	485.65	485.65	11,391	11,391	11,391
留存公积	3,093	3,469	11,823	12,325	13,053
归属母公司股东权益	4,028	4,404	26,183	26,685	27,413
负债和股东权益	6,579	7,678	77,342	78,855	80,190

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	355.30	732.32	7,910	8,703	8,658
净利润	394.90	510.18	4,730	4,956	5,181
折旧摊销	230.58	212.00	2,970	3,104	2,998
财务费用	15.21	(48.06)	459.36	471.89	0.00
投资损失	0.00	0.00	(10.00)	(11.00)	(12.10)
营运资金变动	(436.60)	(90.70)	(35.38)	399.40	224.50
其他经营现金	151.22	148.91	(203.69)	(217.96)	266.08
投资活动现金	(49.06)	(38.03)	(3,037)	(1,532)	(1,013)
资本支出	50.11	47.90	3,121	1,616	1,097
长期投资	0.00	0.00	(83.50)	(83.50)	(83.50)
其他投资现金	1.05	9.87	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(305.14)	60.25	(7,601)	(4,925)	(4,934)
短期借款	(200.00)	500.00	(2,597)	0.00	0.00
长期借款	(297.00)	0.00	(2,015)	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	191.86	(439.75)	(2,989)	(4,925)	(4,934)
现金净增加额	(7.02)	759.82	(2,728)	2,245	2,711

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,227	12,573	76,560	78,648	80,078
营业成本	9,045	10,989	64,185	66,024	67,089
营业税金及附加	44.99	62.50	507.98	522.87	532.39
营业费用	125.97	192.64	995.28	1,022	1,041
管理费用	54.82	70.47	4,211	4,168	4,084
财务费用	15.21	(48.06)	459.36	471.89	480.47
资产减值损失	71.16	131.67	30.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02
投资净收益	0.00	0.00	10.00	11.00	12.10
营业利润	518.65	622.86	6,292	6,594	6,893
营业外收入	8.91	9.36	51.59	51.59	54.17
营业外支出	69.40	31.40	20.00	20.00	20.00
利润总额	458.16	600.82	6,324	6,626	6,927
所得税	63.26	90.64	948.56	993.84	1,039
净利润	394.90	510.18	5,375	5,632	5,888
少数股东损益	0.00	0.00	645.02	675.81	706.54
归属母公司净利润	394.90	510.18	4,730	4,956	5,181
EBITDA	764.44	786.79	9,722	10,170	10,371
EPS (元, 基本)	0.88	1.14	1.59	1.67	1.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	59.98	22.94	6.05	2.73	1.82
营业利润	50.96	20.09	24.12	4.80	4.53
归属母公司净利润	34.93	29.19	22.05	4.77	4.55
获利能力 (%)					
毛利率	11.56	12.60	16.16	16.05	16.22
净利率	3.86	4.06	6.18	6.30	6.47
ROE	9.80	11.59	18.92	18.75	19.16
ROIC	15.12	17.57	20.39	23.23	25.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.77	42.65	66.15	66.16	65.81
净负债比率 (%)	11.65	15.27	19.22	18.85	18.64
流动比率	1.59	1.66	0.76	0.81	0.87
速动比率	1.16	1.35	0.53	0.58	0.64
营运能力					
总资产周转率	1.65	1.76	1.04	1.01	1.01
应收账款周转率	30.90	28.97	27.85	24.98	24.87
应付账款周转率	8.07	5.92	5.47	5.23	5.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.17	1.59	1.67	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.25	2.66	2.93	2.92
每股净资产(最新摊薄)	1.36	1.48	8.82	8.99	9.23
估值比率					
PE (倍)	163.74	16.69	13.67	13.05	12.48
PB (倍)	16.05	2.71	2.47	2.42	2.36
EV_EBITDA (倍)	80.05	7.45	6.83	6.53	6.40

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。

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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

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