

公司研究/公告点评

2019年10月13日

黑色金属/钢铁 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 16.51
合理价格区间(元): 23.85~24.67

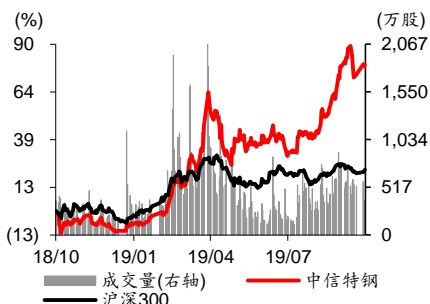
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《大冶特钢(000708 SZ,买入): 龙头特性凸显, Q2 盈利同比增长 26%》2019.08
- 2《大冶特钢(000708,买入): 中国制造业优质资产, “买入”评级》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩略超预期, 维持“买入”评级

中信特钢(000708)

19Q3 公司盈利 11.75-12.65 亿元, 业绩略超预期

2019年10月10日, 中信特钢(以下简称“公司”)公告称预计2019年前三季度业绩36.1-37.0亿元(yoy+35.3%-38.6%), 19Q3业绩11.75-12.65亿元(yoy+0.6%-8.3%)。我们在三季报前瞻中预测公司19Q3盈利10亿元, 公司业绩略超预期, 我们上调公司盈利预测, 预计公司2019-2021年EPS分别为1.59/1.67/1.75元(前值1.29/1.47/1.58元)。公司亦公告称拟购买兴澄特钢13.5%股权, 考虑公司具备外延扩张前景, 上调目标价至23.85~24.67元, 维持“买入”评级。

特钢行业龙头优势凸显, 公司19Q3业绩逆势上行

我们在前期钢铁行业三季报前瞻中预测19Q3普钢企业利润同比降60%-70%, 但公司业绩逆势增长, 凸显我们前期强调的抗周期性。我们认为公司业绩增长主要有以下三方面原因: 一是多年深耕特钢、市场敏锐度好, 有能力及时将产品重心转向盈利能力较好的制造业子行业, 保证销量、价格及现金回收; 二是公司议价能力强, 通过提价向下游转移提高的冶炼成本; 三是青岛特钢得到进一步整合, 业绩释放。

19Q4 汽车产销或回暖, 公司有望直接受益

8月, 汽车月产、销量同比-0.6%、-6.9%, 较前值+10.9、-2.7pct, 汽车生产端修复明显, 主要为“国六”补库; 但零售端——6月国五促销后透支部分后期需求, 据统计局, 8月汽车零售额同比下降8.1%, 较前值-5.5pct。考虑低基数因素, 四季度汽车产销或回升, 利好下游需求含汽车的钢企。公司产品下游为汽车、风电等高端装备制造行业, 2018年25%产品销往汽车零部件行业。

公司拟参与竞买兴澄特钢13.50%股权

2019年10月10日, 公司发布公告拟参与竞买中信泰富特钢投资有限公司在江苏省产权交易所公开挂牌转让的兴澄特钢13.50%股权, 挂牌转让底价36亿元。若本次竞买成功, 公司将持有兴澄特钢100%股权, 有利于提高公司资产质量, 增强持续盈利能力和公司市场竞争力, 公司业绩有望继续增厚。目前, 中信集团对公司持股比例达83.85%, 公司或通过现金购买兴澄特钢13.50%股权, 实现对兴澄特钢100%持股。

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, 且具备内生外延增长空间, 是中国制造业的核心资产。我们预测公司2019-2021年业绩分别为47.30/49.56/51.81亿元(前值38.30/43.56/46.81亿元), 对应EPS分别为1.59/1.67/1.75元, PE分别为10.36/9.89/9.46倍。考虑公司业绩坚挺, 具备外延扩张前景, 且为全球特钢龙头, 因此给予一定估值溢价, 给予公司15倍PE。综合可比公司法及DCF方法测算得公司目标价为23.85~24.67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; 业绩不及预期等。

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)	8.64-17.46
总市值(百万元)	49,017
总资产(百万元)	7,769
每股净资产(元)	1.46

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	72,190	79,307	81,605	83,626
+/-%		9.86	2.90	2.48
归属母公司净利润(百万元)	3,875.46	4,730.16	4,956.00	5,181.41
+/-%		22.05	4.77	4.55
EPS(元, 最新摊薄)	1.31	1.59	1.67	1.75
PE(倍)	12.65	10.36	9.89	9.46

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：公司合并利润表预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
净利润	53.88	56.44	59.03	60.55	62.53
少数股东损益	6.58	6.88	7.21	7.41	7.65
归属母公司净利润	47.30	49.56	51.81	53.15	54.88
EPS	1.59	1.67	1.75	1.79	1.85
PE	10.36	9.89	9.46	9.22	8.93

资料来源：华泰证券研究所；PE以2019年10月10日收盘价计算

图表2：前期兴澄特钢 WACC 假设

	基本假设	说明
可比公司平均贝塔值 β_u	0.96	为中信特钢、永兴材料、久立特材、武进不锈的 β_u 均值
兴澄特钢贝塔值 β	0.99	
无风险利率 R_f	3.0216%	参考2019年8月9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8.04%，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	9.90%	
债务成本 K_d	4.36%	《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）20190803》
债务比率 $D/(D+E)$	7.61%	
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	9.43%	公司所得税率15%

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：取2019年8月9日收盘价；自2019年10月11日起，公司证券简称变更为中信特钢

图表3：调整后公司 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	3.1289%	参考2019年10月10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8.04%，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	10.85%	
债务成本 K_d	4.31%	
债务比率 $D/(D+E)$	22.24%	
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	9.25%	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10日收盘价

图表4： 公司 DCF 模型

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	永续期
营业利润	64.31	67.29	70.37	72.15	74.47	74.47
利息支出	6.58	6.57	6.67	6.74	6.70	6.70
EBIT	70.89	73.86	77.04	78.89	81.17	81.17
息前税后利润	60.25	62.78	65.48	67.06	68.99	68.99
折旧及摊销	29.70	31.04	29.98	29.48	29.22	29.22
营业现金毛流量	89.95	93.82	95.46	96.54	98.21	98.21
追加营运资本	-0.50	0.00	0.40	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	-0.78	0.04	0.06	0.01	-0.02	-0.02
FCFF	58.46	77.70	84.16	85.68	87.73	68.85
增长阶段折现因子	0.92	0.84	0.77	0.70	0.64	
增长阶段现值	53.51	65.11	64.55	60.15	56.37	
永续阶段折现因子	0.64					
永续阶段现值	478.43					
公司核心资产价值	778.11					
非核心资产价值	76.30					
公司评估总价值	854.42					
公司内在评估价值	732.48					
每股内在价值 (元)	24.67					

资料来源：华泰证券研究所；单位：亿元

图表5： 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%
4.25%	39.65	45.64	54.45	68.68	95.58	165.59
5.25%	34.05	38.22	43.99	52.47	66.17	92.06
6.25%	29.80	32.84	36.86	42.41	50.58	63.77
7.25%	26.46	28.76	31.69	35.56	40.91	48.77
8.25%	23.76	25.54	27.76	30.58	34.31	39.47
9.25%	21.54	22.95	24.67	26.81	29.53	33.12
10.25%	19.68	20.82	22.18	23.84	25.89	28.52
11.25%	18.09	19.03	20.13	21.44	23.04	25.02
12.25%	16.73	17.50	18.40	19.46	20.73	22.27
13.25%	15.54	16.19	16.93	17.80	18.83	20.05
14.25%	14.49	15.04	15.67	16.39	17.23	18.22
15.25%	13.56	14.03	14.56	15.17	15.87	16.68

资料来源：华泰证券研究所；单位：元；2019年10月10日收盘价为16.51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 12.64，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6： 可比公司 PE (2019E)

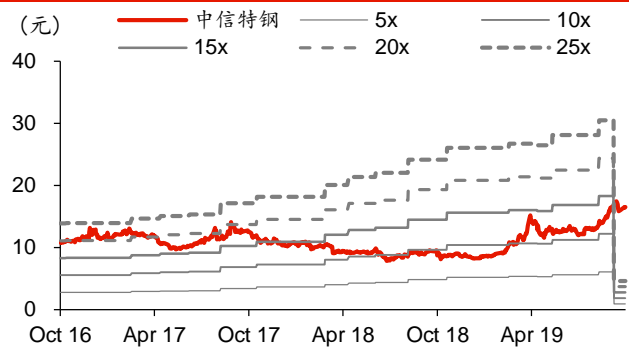
股票代码	股票简称	PE(2019E)
002756.SZ	永兴材料	11.86
002318.SZ	久立特材	16.98
603878.SH	武进不锈	9.09
	平均值	12.64

资料来源：Wind，华泰证券研究所；注：取 2019 年 10 月 10 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 23.85~24.67 元，维持“买入”评级。

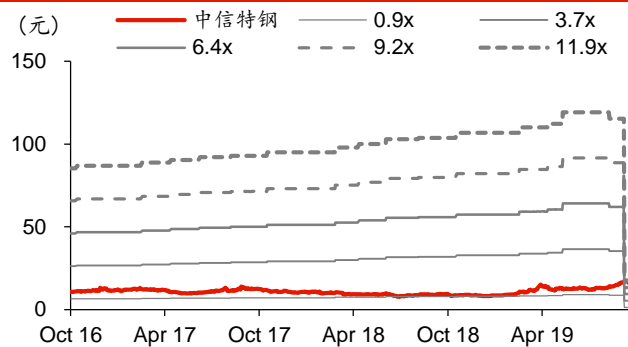
PE/PB – Bands

图表7: 中信特钢历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 中信特钢历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

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