



金属, 采矿, 制品/原材料

中信特钢(000708)

打造全球最具竞争优势和成长性的特钢企业

——中信特钢深度报告

	李鹏飞(分析师)	魏雨迪(分析师)	张树玮(研究助理)
	010-83939783	021-38674763	021-38676779
	lipengfei@gtjas.com	weiyudi@gtjas.com	zhangshuwei@gtjas.com
证书编号	S0880519080003	S0880520010002	S0880118100060

本报告导读:

公司通过直销战略绑定客户并挖掘客户价值实现内生成长, 向外低成本扩张持续外延增长, 沿江沿海布局成型更进一步奠定公司成长基础, 其业绩成长性或超出市场预期。
投资要点:

结论: 考虑到公司产能产量的释放, 我们维持公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.21/1.35/1.50 元的预测, 参考同类公司, 给予公司 2020 年 PE17X 进行估值, 上调公司目标价至 20.57 元 (原 19.88 元), 维持“增持”评级。

公司竞争优势明显, 竞争格局良好, 有望伴随特钢行业市场规模扩张而不断成长。 市场普遍认为, 公司虽为特钢企业, 但其上下游皆与经济周期密切相关, 包括生产方式等企业属性与普钢差异不大, 盈利仍将周期性波动, 欠缺成长性。我们认为, 公司特钢产品主要走高端路线, 充分受益制造业升级及进口替代的历史机遇, 产品需求潜力巨大。公司作为全球特钢龙头企业, 其国内市占率近 20%, 竞争格局一家独大, 叠加公司产品力、服务力、研发力均行业领先, 品牌效应、规模优势和先发优势明显, 护城河深厚, 公司有望伴随特钢行业市场规模的逐步扩张而不断成长。

三大核心战略驱动公司业绩持续增长。 公司持续推进直销、沿江沿海布局以及低成本扩张三大核心战略: 直销战略使公司与下游客户深度绑定, 其单个客户盈利规模持续扩张, 同时产品结构不断优化迭代, 产品销量及毛利率稳步增长; 低成本扩张战略让公司能够不断输出自身管理优势, 使被兼并标的成为公司新的利润增长点; 沿江沿海布局的成型带给公司难以复制的运输成本、原料供应以及区位优势, 进一步奠定公司成长基础。公司业绩成长性或超出市场预期。

催化剂: 公司半年报业绩超预期。

风险提示: 新冠疫情带来的出口受阻; 制造业投资大幅下行。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	72,190	72,620	74,526	76,869	78,407
(+/-)%	606%	1%	3%	3%	2%
经营利润 (EBIT)	6,102	7,428	7,796	8,634	9,548
(+/-)%	919%	22%	5%	11%	11%
净利润 (归母)	3,580	5,386	6,093	6,799	7,555
(+/-)%	807%	50%	13%	12%	11%
每股净收益 (元)	0.71	1.07	1.21	1.35	1.50
每股股利 (元)	0.80	1.00	0.84	0.94	1.05
利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	8.5%	10.2%	10.5%	11.2%	12.2%
净资产收益率 (%)	18.6%	21.3%	20.9%	21.8%	22.6%
投入资本回报率 (%)	14.2%	16.7%	17.0%	17.9%	18.7%
EV/EBITDA	0.42	6.74	11.42	10.34	9.34
市盈率	24.11	16.02	14.17	12.69	11.42
股息率 (%)	4.7%	5.8%	4.9%	5.5%	6.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.57

上次预测: 19.88

当前价格: 17.11

2020.07.02

交易数据

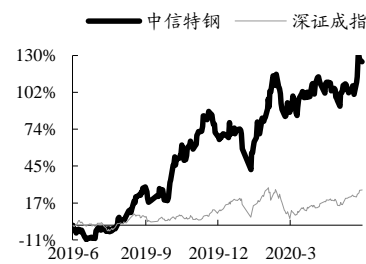
52 周内股价区间 (元)	11.98-29.11
总市值 (百万元)	86,357
总股本/流通 A 股 (百万股)	5,047/764
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	15%
日均成交量 (百万股)	5.38
日均成交值 (百万元)	100.36

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	26,560
每股净资产	5.26
市净率	3.3
净负债率	12.15%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.25	0.26
Q2	0.24	0.32
Q3	0.24	0.34
Q4	0.34	0.29
全年	1.07	1.21

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	21%	130%
相对指数	-2%	-0%	103%

相关报告

业绩符合预期, 三大核心战略驱动增长
2020.04.22

业绩超预期, 持续看好公司发展前景
2020.03.07

业绩略超预期, 中长期看好公司发展
2019.10.24

业绩超预期, 盈利逆势上行 2019.08.21

业绩符合预期, 关注兴澄特钢收购 2019.04.25

模型更新时间: 2020.07.02

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

中信特钢(000708)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **20.57**

上次预测: 19.88

当前价格: 17.11

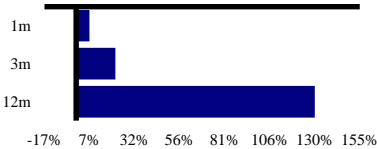
公司网址

www.citicsteel.com

公司简介

公司是一家大型特殊钢铁企业, 是全球钢种覆盖面大、涵盖品种全、产品类别多的精品特殊钢生产基地。公司主要生产齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高温合金、高速工具钢等特殊钢材, 生产产品主要向汽车、石油、化工、煤炭、电力、机械制造、铁路运输等行业以及航海、航空、航天等领域提供服务, 产品畅销国内外, 远销世界五大洲各个国家和地区。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围

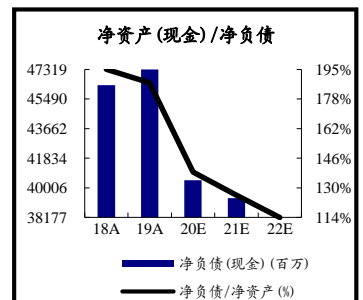
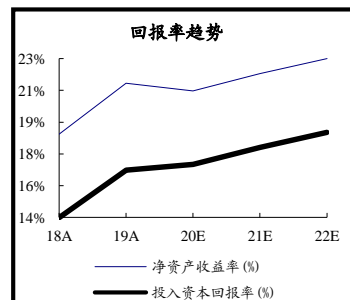
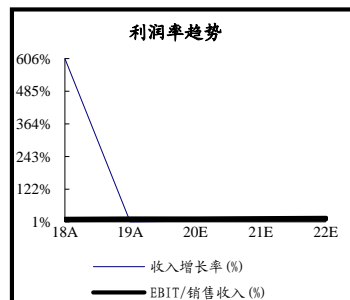
11.98-29.11

市值(百万)

86,357

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
损益表					
营业总收入	72,190	72,620	74,526	76,869	78,407
营业成本	60,448	59,545	60,727	62,024	62,678
税金及附加	615	553	567	603	621
销售费用	943	863	880	924	887
管理费用	1,484	1,446	1,714	1,757	1,686
EBIT	6,102	7,428	7,796	8,634	9,548
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	73	-109	0	0	0
财务费用	627	485	414	392	384
营业利润	5,069	6,492	7,399	8,260	9,182
所得税	596	1,190	1,347	1,501	1,667
少数股东损益	825	3	0	0	0
净利润	3,580	5,386	6,093	6,799	7,555
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	10,236	7,838	5,672	5,384	5,521
其他流动资产	538	804	804	804	804
长期投资	79	84	84	84	84
固定资产合计	33,017	32,743	32,823	32,873	32,923
无形及其他资产	4,829	4,798	4,469	4,469	4,469
资产合计	70,163	72,585	69,500	70,421	71,512
流动负债	37,236	37,866	32,091	30,972	29,797
非流动负债	9,100	9,443	8,389	8,389	8,389
股东权益	23,828	25,277	29,183	31,222	33,489
投入资本(IC)	37,847	36,338	37,568	39,607	41,874
现金流量表					
NOPLAT	5,375	6,085	6,384	7,073	7,823
折旧与摊销	3,005	3,158	0	0	0
流动资金增量	-13,921	-9,935	3,975	2,199	2,029
资本支出	-1,050	-2,409	-142	-92	-62
自由现金流	-6,591	-3,100	10,217	9,179	9,789
经营现金流	5,662	7,926	3,331	4,563	5,489
投资现金流	-3,946	-2,989	186	-92	-62
融资现金流	-572	-7,797	-5,683	-4,759	-5,288
现金流净增加额	1,143	-2,860	-2,166	-289	138
财务指标					
成长性					
收入增长率	605.9%	0.6%	2.6%	3.1%	2.0%
EBIT 增长率	919.5%	21.7%	4.9%	10.8%	10.6%
净利润增长率	806.6%	50.4%	13.1%	11.6%	11.1%
利润率					
毛利率	16.3%	18.0%	18.5%	19.3%	20.1%
EBIT 率	8.5%	10.2%	10.5%	11.2%	12.2%
净利润率	5.0%	7.4%	8.2%	8.8%	9.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.6%	21.3%	20.9%	21.8%	22.6%
总资产收益率(ROA)	6.3%	7.4%	8.8%	9.7%	10.6%
投入资本回报率(ROIC)	14.2%	16.7%	17.0%	17.9%	18.7%
运营能力					
存货周转天数	42.8	48.9	35.0	38.0	40.0
应收账款周转天数	12.1	9.8	25.0	26.0	27.0
总资产周转天数	354.8	364.8	340.4	334.4	332.9
净利润现金含量	1.6	1.5	0.5	0.7	0.7
资本支出/收入	1.5%	3.3%	0.2%	0.1%	0.1%
偿债能力					
资产负债率	66.0%	65.2%	58.2%	55.9%	53.4%
净负债率	194.5%	187.2%	138.7%	126.1%	114.0%
估值比率					
PE	24.11	16.02	14.17	12.69	11.42
PB	0.00	4.58	2.96	2.77	2.58
EV/EBITDA	0.42	6.74	11.42	10.34	9.34
P/S	0.11	0.70	1.16	1.12	1.10
股息率	4.7%	5.8%	4.9%	5.5%	6.1%



目录

1. 核心观点.....	4
1.1. 公司业绩成长性超市场预期.....	4
2. 产品力、服务力、研发力打造公司核心竞争优势.....	5
2.1. 公司产品力行业领先.....	5
2.2. 从“经营产品”到“经营客户”，公司具备优秀客户服务力....	5
2.3. 重视研发，公司技术引领行业.....	6
2.4. 公司竞争优势明显，护城河深厚.....	7
2.5. 公司激励机制完善，经营管理优势凸显.....	7
3. 三大核心战略驱动公司业绩持续增长.....	9
3.1. 公司竞争格局良好，有望伴随特钢行业市场规模扩张而不断成 长.....	10
3.2. 坚持直销战略，公司深度绑定下游客户并不断挖掘客户价值	12
3.3. 低成本扩张战略持续推进，公司管理优势不断转化业绩增长潜 力.....	12
3.4. 沿江沿海战略布局成型，竞争优势凸显，进一步奠定公司业绩成 长基础.....	14
3.5. 高分红彰显公司投资价值，并体现管理层对公司未来发展信心	17
4. 盈利预测与估值.....	17
5. 风险提示.....	19
5.1. 新冠疫情带来的出口受阻.....	19
5.2. 制造业投资大幅下行.....	20
5.3. 公司青岛基地续建项目投产不及预期.....	20

1. 核心观点

与众不同的观点：市场认为：公司虽为特钢企业，但其上下游皆与经济周期密切相关，包括生产方式等企业属性与普钢差异不大，盈利仍将周期性波动，欠缺成长性。**我们认为：**公司产品主要走高端路线，受益制造业升级和进口替代，需求潜力巨大。作为特钢领域全球龙头企业，品牌效应、规模优势和先发优势明显，三大核心战略保证公司持续的成长性，业绩将不断超出市场预期。

超预期的逻辑：公司通过绑定核心管理层，精细化管理，打造出公司行业独一无二的产品力、服务力和研发力的核心竞争优势。公司战略定位高端，竞争格局一家独大，充分受益不断增长的特钢需求，尤其是进口替代趋势明显的高端特钢领域。公司通过直销战略绑定客户并挖掘客户价值实现内生长，沿海沿江区域协同战略不断降低成本、低成本扩张持续外延增长，其业绩成长性将超出市场预期。

催化剂：公司半年报业绩超预期。

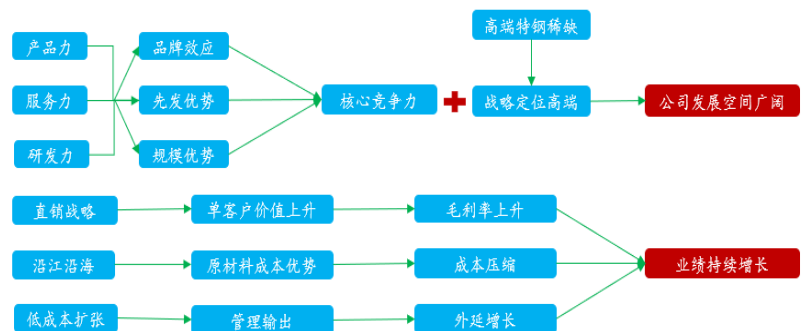
盈利预测与目标价：考虑到公司产能产量的释放，我们维持公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.21/1.35/1.50 元的预测，参考同类公司，给予公司 2020 年 PE 17X 进行估值，上调公司目标价至 20.57 元（原 19.88 元），维持“增持”评级。

风险提示：新冠疫情带来的出口受阻；制造业投资大幅下行。

1.1. 公司业绩成长性超市场预期

公司竞争优势明显，具备成长性，业绩或超市场预期。市场认为公司虽然为特钢企业，但其上下游皆与经济周期密切相关，企业属性与普钢企业差异不大，盈利仍然周期性波动。但我们认为，公司产品主要走高端路线，高端特钢产品国内需求潜力巨大，未来 5-10 年内行业规模将持续增长，而公司的产品力、服务力、研发力构建出公司核心竞争优势，是制造业公司中具备“长坡厚雪”特征的龙头公司。公司持续推进其三大核心战略，公司主营产品有望量利齐升，单客户价值或持续增长，更有望通过外延并购输出管理进一步实现低成本扩张，公司业绩成长性或超出市场预期。

图 1 公司发展空间广阔、业绩持续增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 产品力、服务力、研发力打造公司核心竞争优势

2.1. 公司产品力行业领先

由于特钢产品异质性强，特钢企业产品力至关重要。与普碳钢企业依靠成本竞争不同，特钢企业主要依靠产品、服务和研发竞争。特钢企业的产品力代表着企业产品的质量、产品体系和产品的领先性等内容，强大的产品力意味着公司产品体系齐全、产品质量稳定且技术领先，能够为公司持续创造出高于行业水平的利润。

凭借研发投入和过硬的产品质量，公司产品力行业领先，各产品市占率较高。公司产品技术行业领先，公司轴承钢产品疲劳寿命是欧洲生产商的 2.5 倍、杂质含量世界领先，目前轴承钢产品国内市占率达 80%。公司汽车用特钢产品质量优异、客户反馈较好，已成为世界各大汽车企业的供应商，国内市占率达到 60%。其他产品如高端圆坯、海洋系泊链钢 3 风电法兰圈等国内市占率分别达到 70%、90%、50%。公司不断在特钢细分市场开拓，产品受到市场广泛认可，市占率不断上升，公司产品力领先行业。

表 1: 公司众多产品市占率行业领先

产品类别	市占率
汽车用钢	60%
轴承钢	80%
矿用链条钢	80%
高端圆坯	70%
海洋系泊链钢	90%
风电法兰线圈	50%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2: 公司产品受到各大用户认可

产品类别	下游客户
汽车用特殊钢	日产、丰田、本田、宝马、奔驰、大众等
轴承钢	瑞典 SKF、日本 NTN
特钢线材	贝卡尔特、米其林
石化用特钢	中国石油、中国石化

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

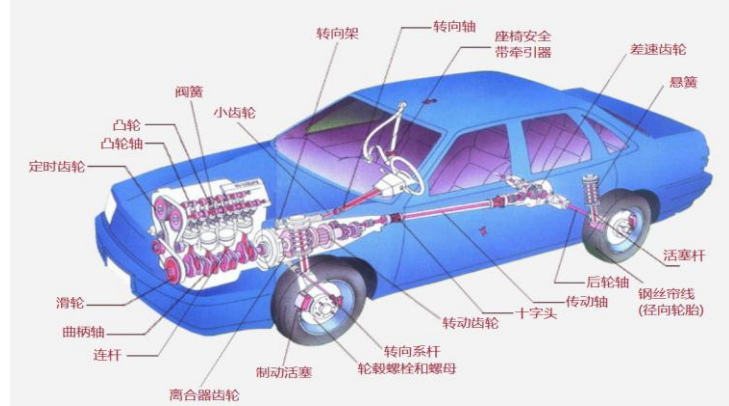
2.2. 从“经营产品”到“经营客户”，公司具备优秀客户服务力

全品种供应、交货速度快，公司服务力行业领先。公司目前可生产 3000 余个钢种、5000 多种规格，是世界品种规格最多的特殊企业之一，能够满足客户大部分特钢需求。公司对客户的需求可以快速响应，目前公司最短可在 3 天内交货，现有品种的交货期不超过 30 天，新品开发能在 2 个月内完成。此外，公司定位于经营客户，与用户协同开发新产品，以为客户创造价值为宗旨，更好服务客户。

深入下游客户，与客户协同开发，公司由“经营产品”向“经营客户”转变。公司设立了用户技术服务中心，对汽车、机械等用户企业的用钢

部门进行钢材品种加工技术指导，并在此基础上进行钢材品种联合研发。此外，公司实行技术营销路线，销售人员由工程师组成，能够更好地对接客户、快速解决下游客户的问题。公司正在逐步完成由“经营产品”向“经营客户”的转变。

图 2 公司特钢品种覆盖各种应用场景



数据来源：公司网站

表 3: 公司与下游客户联合开发新产品

产品类别	销量同比	2019 年新产品	下游客户
特种中厚钢板	21%	压力容器用调质钢板 SA537-CL2	俄罗斯阿穆尔 AGPP 项目
特种无缝钢管	24%	油套管实现供货	中石化胜利油田、中原油田、华北油田
特种冶炼钢	4%	盾构机主轴承用 42CrMoE 电渣钢	中国中铁

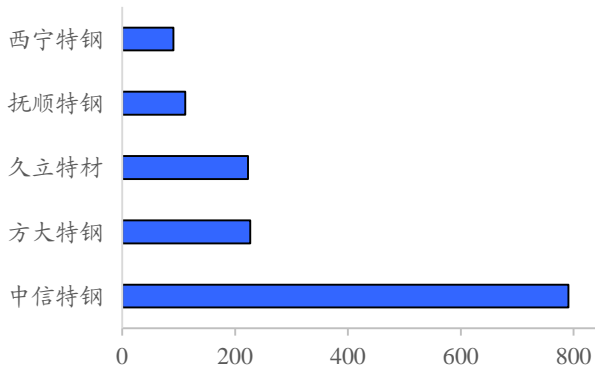
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.3. 重视研发，公司技术引领行业

公司维持高研发投入，技术领先行业。2019 年公司研发人员占公司员工数比例 14.7%；2019 年公司研发投入 27.86 亿元，研发投入占营收比 3.84%，对比行业内其他特钢企业来看，公司研发人员占比高，研发投入大。持续的高研发使得公司技术领先行业：公司相继研发出高速火车用抗疲劳性超高的弹簧圆钢，成功替代进口；开发出全球直径最细的钢帘线，可稳定拉拔到 0.15 毫米，成为贝卡尔特、米其林等轮胎巨头的重点供应商；全球首先开发出 R6 系泊链，技术领先世界。

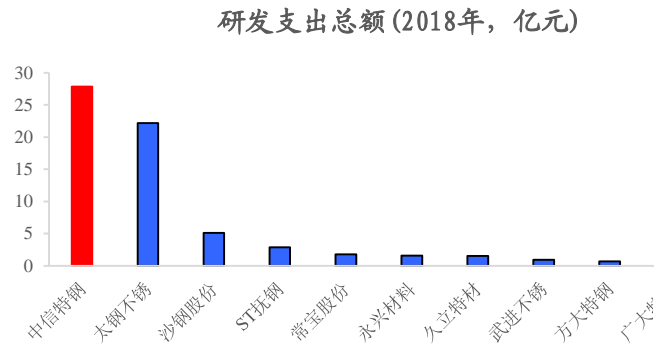
公司持续引领我国特钢行业的发展，竞争优势持续。公司 2019 年专利数量达 791 个，大幅领先同行业如西宁特钢、抚顺特钢等企业，处于特钢行业领先地位。我们认为，在公司技术领先的战略引导下，公司高额研发投入仍将持续，公司技术的核心优势将持续领先行业。

图 3 公司专利数量行业领先 (单位: 个)



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4 公司研发投入行业最高



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

2.4. 公司竞争优势明显, 护城河深厚

公司通过行业领先的产品力、服务力和研发力共同建立起品牌优势、规模优势和先发优势三大核心竞争优势, 护城河深厚。

1) 品牌效应: 凭借自身实力, 公司产品品牌在行业内已具有品牌效应, 公司品牌在行业中自发传播, 使得公司新拓展客户更加容易, 销售费用率也逐渐下降。同时, 由于公司的品牌优势, 同类产品售价相对其他企业高, 公司拥有产品溢价。

2) 规模效应: 公司作为国内最大的特钢企业, 研发实力雄厚, 能够持续保持自身产品在行业内的领先地位, 公司毛利率维持高位, 而小企业资金、人才缺乏只能被动跟随, 赚取加工费。同时, 由于公司规模较大, 单位营收所投入的研发费用较低, 这使得公司具有规模优势, 持续保持行业领先。

3) 先发优势: 在下游重要客户在认可并使用公司产品后, 公司已占据渠道优势, 且公司凭借自身强大的研发能力, 与下游用户共同成长, 产品客户黏性极强。此外, 特钢行业产品不断迭代, 后进入行业者需要研发相应技术并通过下游行业测试才能进入供应链, 而下游认证时间较长, 因此先进入行业者获得的技术优势后将持续保持, 行业强者恒强。

2.5. 公司激励机制完善, 经营管理优势凸显

立足国有体制, 运用民营机制, 公司同时具备优秀资源整合能力与执行效率。公司作为国企, 其优秀的资源整合能力在过往的兼并重整过程中显露无遗, 而公司更进一步运用民营管理机制, 极大地激发了员工生产积极性, 提升了公司整体的经营及生产效率与盈利能力。

公司高管持股比例高, 激励力度大。公司于2019年3月以发行股份的方式购买五家合伙企业合计持有的江阴兴澄特种钢铁有限公司86.5%的股权, 其中江阴信泰作为公司高管主要持股平台, 共计持有公司4.53%的股份, 持股数达1.3亿股, 而包括公司董事长俞亚鹏在内的七名高管持有江阴信泰53.5%的股份, 从而间接持有公司股份6986万股, 占比2.63%, 公司高管持股比例较高。此外, 公司对于高管给予除应付薪酬外的绩效额外激励。2019年度公司董事, 监事, 高级管理人员实际获得及

应得报酬总额达 4181 万元，占净利润的 0.78%。

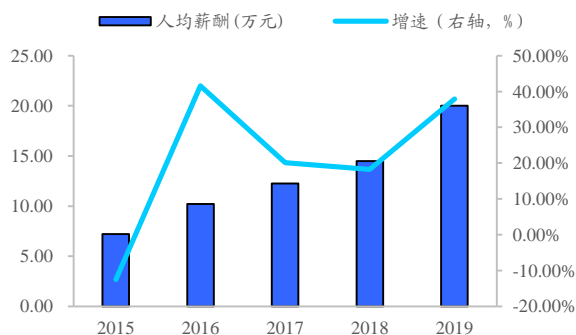
表 4: 公司高管持股比例

序号	企业名称	股东名称	担任中信职位	实际持股比例 (%)	间接持有公司股份比例 (%)	认缴出资(万元)
1	江阴信泰投资企业(有限合伙)	俞亚鹏	董事长	22.31	1.01	4996.88
2	江阴信泰投资企业(有限合伙)	钱刚	董事,总裁	17.85	0.81	3997.50
3	江阴信泰投资企业(有限合伙)	程时军	总审计师	4.46	0.20	999.38
4	江阴信泰投资企业(有限合伙)	倪幼美	总会计师,原监事	4.46	0.20	999.38
5	江阴信泰投资企业(有限合伙)	王文金	副总裁	4.46	0.20	999.38
6	江阴信泰投资企业(有限合伙)	王海勇	董事会秘书	2.23	0.10	500.00
7	江阴信泰投资企业(有限合伙)	郑静洪	监事会主席	2.23	0.10	500.00

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

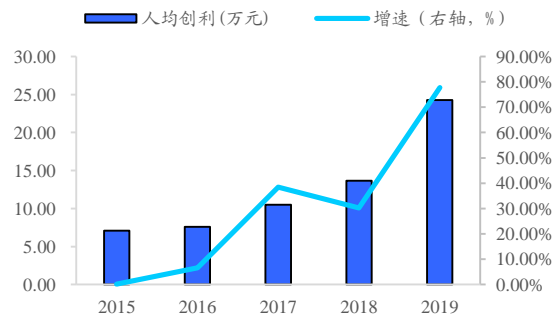
公司员工激励制度完善, 员工生产积极性持续提升。为加强人员激励机制建设, 推进人才培养, 公司出台一系列员工培养与激励方案。一是设立突出贡献奖, 对各层级员工的突出成绩进行个人表彰, 激励员工集中精力攻克业务发展与技术难题。二是奖励团队科技创新, 鼓励集团各企业加快科技成果、管理成果和政策应用的研究和推广应用。在激励机制的逐步完善下, 员工整体素质有效提升, 给公司带来良好经营态势。公司员工人均薪酬及创利的持续上升印证了公司不断完善的激励机制带来公司员工生产积极性的持续提升。

图 5 公司 2015 至 2019 年人均薪酬上升



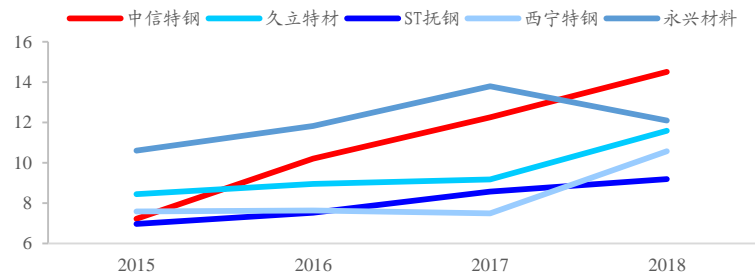
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 6 公司 2015 至 2019 年人均创利上升



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

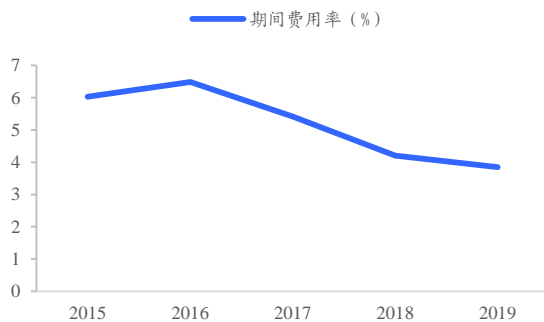
图 7 公司人均薪资持续上升，达行业最高水平（万元）



数据来源：Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

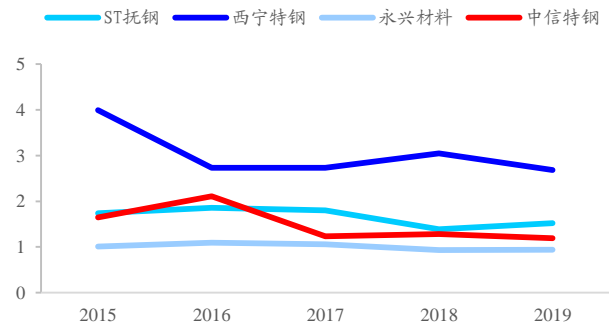
贯彻精细化管理，公司费用管控能力优秀。公司贯彻抓好生产现场“人、机、料、法、环”的综合管理办法。在精细化管理方面，公司深入落实个人工作责任性，建立下游工序用户化考核方式，通过对工作质量的严格把控全面提升公司精益制造水平。受益于精细化管理理念的贯彻与推进，费用管控能力持续提升。2019 年公司销售、管理、财务费用分别为 8.63 亿元、14.46 亿元、4.85 亿元；销售、管理、财务费用率分别为 1.19%、1.99%、0.67%；分别同比下降 0.12、0.06、0.20 个百分点。此外公司在同行业费用率对比中处于最低水平，充分凸显其费用管控能力的优势。我们预期未来随着公司费用管控能力的不断提升，公司期间费用率有望继续下降。

图 8 公司期间费用持续优化



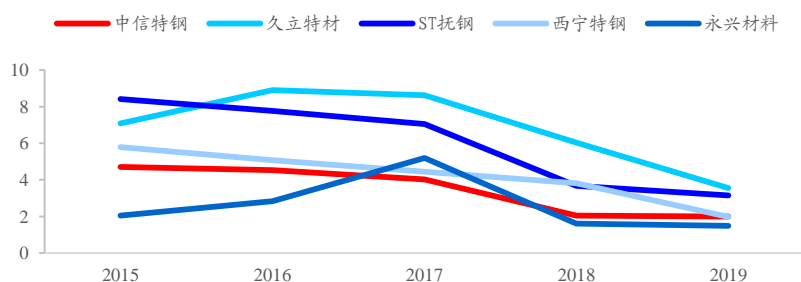
数据来源：Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 9 公司销售费用率处行业较低水平



数据来源：Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 10 公司管理费用率处行业最低水平



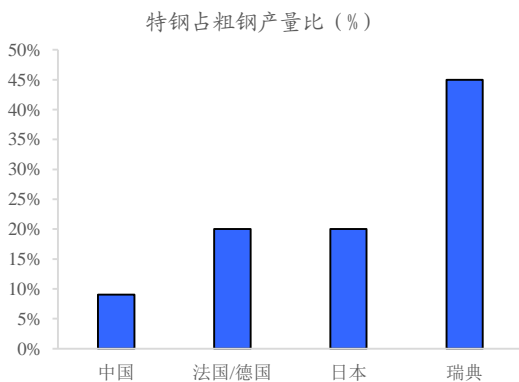
数据来源：Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 三大核心战略驱动公司业绩持续增长

3.1. 公司竞争格局良好，有望伴随特钢行业市场规模扩张而不断成长

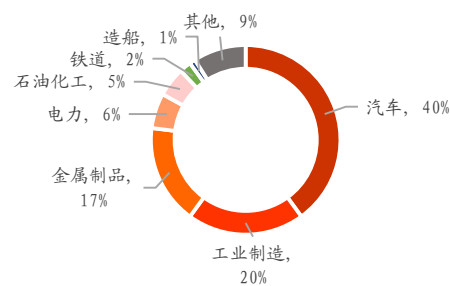
政策支持制造业转型升级，我国特钢行业空间广阔，保守估计我国特钢需求将以每年 2%左右的速度增长。目前我国制造业正处于从中低端升级为高端制造业过程中，我国政策积极支持制造业转型升级：《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》指出“促进高端装备与新材料产业突破发展，引领中国制造新跨越”；工信部等四部委下发的《新材料产业发展指南》将先进钢铁材料等列为重点发展的战略材料，预期随着我国制造业转型升级的不断推进，我国特钢需求将稳步增长。参考日本 1973 年到 2008 年工业发展期间，特钢产量复合增长率 3.05%。而国际比较来看，目前法国、德国等发达国家特钢占粗钢产量的比例均在 20%以上。考虑到我国粗钢产量较大，假设我国特钢产量占粗钢产量的比例上升至 15%，以 2019 年粗钢产量测算，我国特钢产量未来将上升至 1.49 亿吨，较 2019 年仍有 77.9%的上升空间。假设我国特钢产量占比需 20 年时间达到 15%，我们测算我国特钢需求将以每年 2%左右的增速上升。

图 11 我国特钢占粗钢比例较发达国家差距明显



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

图 12 汽车、机械等制造业领域为我国特钢主要下游需求



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

表 5: 我国政策支持高端特钢的发展

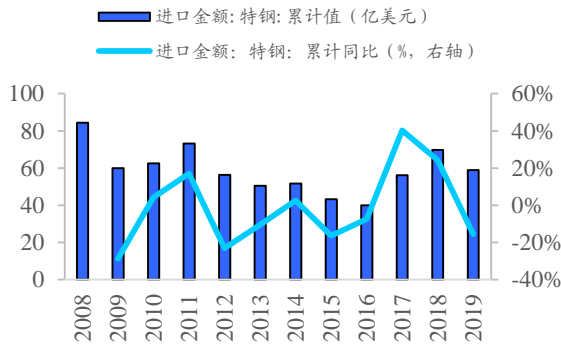
重大工程领域	重点材料
海洋工程装备及高技术船舶领域	大线能量焊接钢，高止裂性能厚板，极寒与超低温环境船舶用钢，高锰耐腐蚀钢，LNG 船用殷瓦钢，海洋平台桩腿结构用钢及配套焊材
先进轨道交通装备领域	高铁轮对用钢，高速重载高强度钢轨，车辆车体用耐候耐蚀钢
节能与新能源汽车领域	新一代超高强汽车钢，热冲压用镀层板，超高强帘线钢等
电力装备领域	超超临界火电机组用耐热钢，汽轮机和发电机用大锻件与大叶片用钢，核电机组压水堆内构件用钢，水电机组用大轴锻件钢与蜗壳用钢
关键基础零部件领域	先进制造业用高性能轴承钢、齿轮钢、弹簧钢，传动轴用超高强度钢，高强度非调质钢，12.9 级以上高强度紧固件用钢等
其他高品质特殊钢	高品质冷墩钢，机床滚珠丝杠专用钢，复杂刀具用易切削工具钢，特种装备用超高强度不锈钢，节能环保装备与化工装备用耐蚀钢，高效率、低损耗及特殊用途硅钢，大截面、高均匀、高性能模具钢，高性能冷轧辊用钢，高温合金，轧制复合板等

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

我国高端特钢进口替代空间广阔，趋势明确。根据海关总署统计数据，

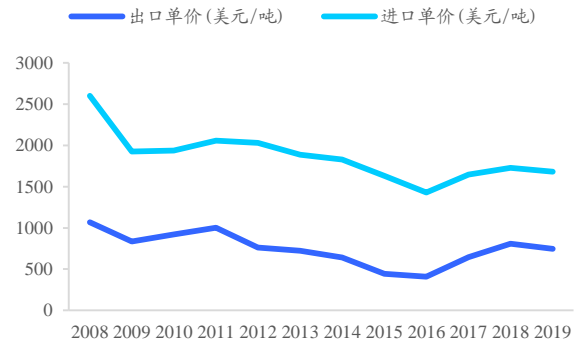
2019 我国特钢进口金额近 59 亿美元，进口替代空间广阔。而从进出口特钢产品价差来看，2019 年进出口特钢产品单价相差 934 美元/吨，为出口产品单价的 1.25 倍，这说明我国进口主要产品为高端特钢。随着国内企业特钢生产水平不断提升，近年来我国特钢行业，尤其是高端特钢进口替代趋势明确，空间广阔。

图 13 2019 年我国特钢进口金额达到 59 亿美元



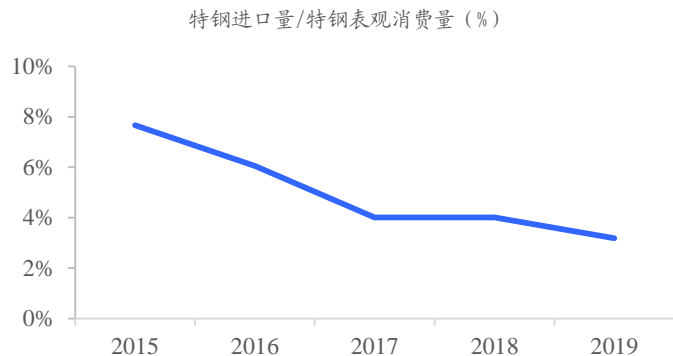
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 14 我国进口高端特钢产品比例较高



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 15 我国特钢行业进口替代趋势明显

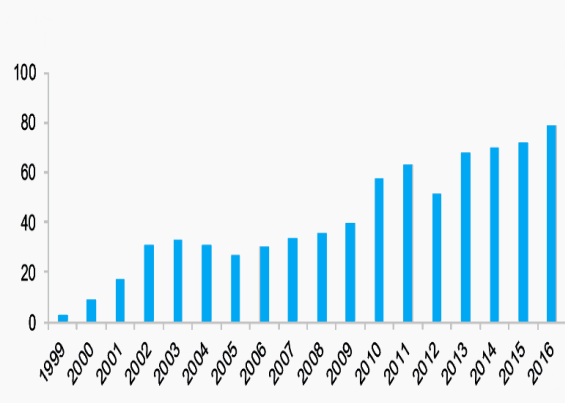


数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

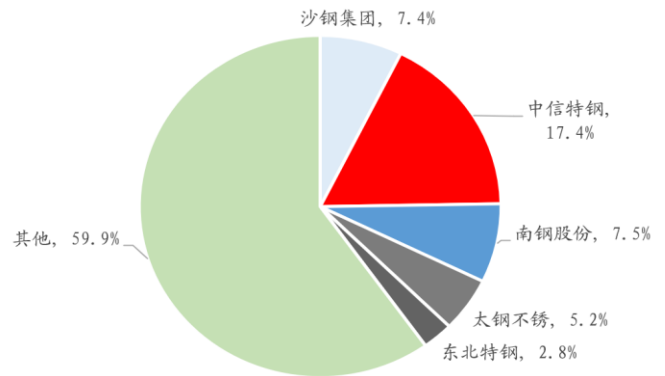
公司竞争格局良好，有望伴随特钢行业市场规模扩张而不断成长。2019 年我国特钢行业 CR5 为 40.1%，其中公司作为行业龙头市占率近 20%，其余市占率均低于 10%，行业基本处于一家独大的竞争格局。公司在我国特钢行业竞争格局良好，充分受益于我国特钢需求的持续增长，尤其是进口替代趋势明显且空间广阔的高端特钢领域。公司产品定位高端，有望伴随行业市场规模的逐步扩张而不断成长，从而改变自身所处的生命周期。以公司核心产品轴承钢为例，公司兴澄基地于 1998 年开始生产轴承钢，至 2001 年产销量便达到全国第一并获得冶金产品实物质量金杯奖。2017 年兴澄轴承钢产量达到 96.5 万吨，国内轴承钢市场市占率达到 80%，提 I 先出公司完全具备抓住下游行业需求增长的契机，细分产品销量不断增长并成长为行业龙头的能力。

图 16 公司轴承钢产量稳步上升 (单位: 万吨)

图 17 中信特钢在特钢行业的市占率较高



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究



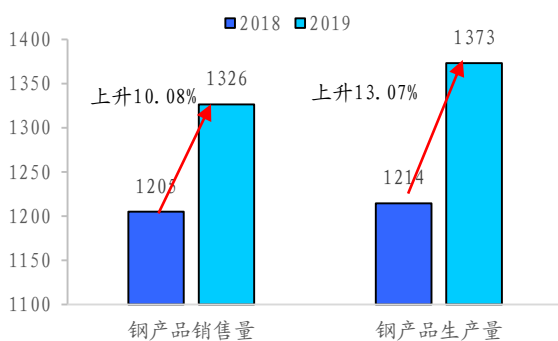
数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

3.2. 坚持直销战略, 公司深度绑定下游客户并不断挖掘客户价值

公司坚持直销战略, 产品直销比例高, 为公司未来业绩重要驱动力。公司作为特钢企业, 其一直以来始终坚持直销战略, 采取“端到端”的销售模式, 其 2019 年产品直销比例达 79%。我们认为公司所坚持的直销战略是公司未来业绩增长的重要驱动力。

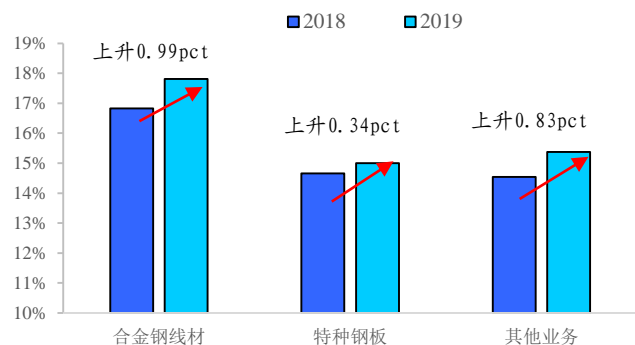
直销战略帮助公司深度绑定下游客户, 并不断挖掘客户价值, 其产品毛利率有望持续攀升。直销战略帮助公司建立了与下游客户稳定且持久的战略合作伙伴关系, 公司与下游客户实现深度绑定。公司通过与下游客户共同开发产品, 带来了下游客户需求的不断提升, 并提高了公司单个客户的盈利规模。与此同时, 公司产品结构不断优化迭代, 其产品毛利率中长期有望持续攀升。

图 18 公司钢材产销量稳步上升 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

图 19 公司产品毛利率稳步上升 (单位: 万吨)



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

3.3. 低成本扩张战略持续推进, 公司管理优势不断转化业绩增长潜力

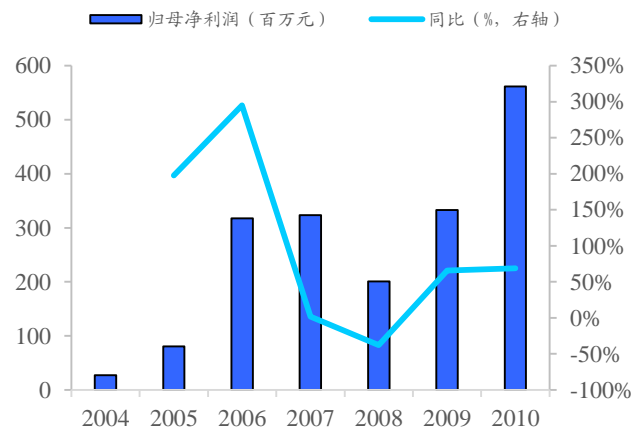
公司历经多次整合后上市, 具有良好并购基因。公司于 2017 年至 2019 年间历经多次重整, 其于 2017 年兼并整合上游原料企业铜陵特材与扬州特材, 以及具有 300 万吨产能的青岛特钢, 之后于 2018 及 2019 年先后收购靖江特钢、兴澄特钢以及浙江钢管, 整体产能达 1310 万吨, 形成了目前沿江沿海四大生产基地、两大原料基地的格局, 并于 2019 年 10 月整体上市。在不断兼并整合最终上市的过程中, 公司显示出其具有良好的并购基因。

公司持续兼并的过程中不断输出自身优秀管理能力，被兼并标的经营业绩好转后成为公司新的利润增长点。

验证 1: 2017 年公司兼并重整青岛特钢之后，青岛特钢经营业绩大幅好转，根据公司 2019 年年报，其青岛特钢基地已实现转亏为盈，总营收规模达到 159.60 亿元，净利润规模达到 10.01 亿元，净资产达到 37.81 亿元，已然成为公司新的盈利增长点。

验证 2: 2004 年公司收购大冶特钢后，大冶特钢基地整体盈利能力大幅上升，其归母净利润由 2004 年的 2700 万元，上升至 2010 年的 5.62 亿元，年复合增长率为 65.84%。

图 20 公司大冶特钢基地被收购后业绩大幅增长



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

表 6: 公司并购标的经营业绩状况均大幅好转

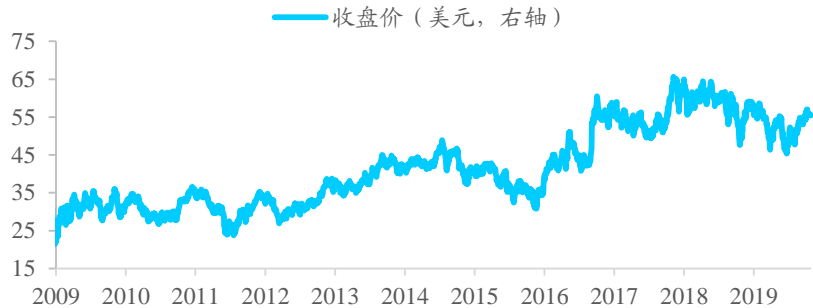
公司情况	并购前经营情况	并购方式	并购后经营情况
青岛特钢	2016 年净资产为-2.8 亿元，资产负债率达到 101.62%，净利润亏损 36 亿元	无偿转让至中信集团，再以 1.27 亿对价转至中信集团子公司兴澄特钢	2019 年，公司已转亏为盈，收入达到 159.60 亿元，净利润 10.01 亿元，净资产达到 37.81 亿元，将投资约 50 亿元续建项目，增加 100 万吨精品线材产能
靖江特钢	2017 年资产为 43 亿元，负债为 74 亿元，净资产为-31 亿，资产负债率高达 174.40%冶炼装备全部关停	以 23 亿元对价收购账面价值 64 亿元资产包，包括锡钢集团 100% 股权和锡钢集团及其子公司华菱锡钢全部债权，再以 18.7 亿元剥离华菱锡钢，成为直接控股公司	由停产状态恢复生产，2019 年一季度钢管产量同比增长 15%，销量同比增长 25%，品种结构向中高端调整，高效品种同比增长近 9 倍
浙江钢管	因资不抵债、经营不善，于 2018 年 4 月 10 日破产	提供 4.9 亿现金参与企业破产重组，取得 100% 股权	通过参与浙江格洛斯破产重整，将增加近 10 万吨特种无缝钢管生产能力

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司未来有望继续外延并购，产能不断扩张的同时业绩有望持续增长。从短期来看，我们预期 2020 年公司浙江钢管业绩有望释放，而 2021 年下半年，公司青岛特钢基地 110 万吨精品线材项目有望投产，青岛特钢与靖江特钢两大生产基地业绩增长仍有潜力。而长期来看，根据中国特钢协会数据，目前我国前 5 家特钢生产企业的特钢产量占比在 40% 左右，较日本、欧盟等发达国家 70% 的水平有较大差距。我们认为公司作为我

国具有优良并购基因的特钢龙头企业未来产能有望不断扩张，其国内特钢市场市占率将进一步提升，龙头地位将更为稳固，行业定价权与议价权有望提升。

图 21 纽柯兼并重组后股价持续走高



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

表 7: 纽柯近年持续兼并重组

日期	纽柯近年收购活动	价格 (万美元)	产品
2004 年 4 月	Corus Tuscaloosa	9000	卷板
2004 年 8 月	Worthington-Decatur	8000	冷轧薄板
2005 年 1 月	Fort Howard Steel		冷轧条钢
2005 年 6 月	Marion Steel	1100	小型材
2006 年 5 月	Connecticut Steel	4300	棒材、丝网
2006 年 11 月	Vercor Decking, Inc	18000	钢制屋顶
2007 年 3 月	Harris Steel Group	120000	钢筋、线材
2007 年 7 月	LMP Steel&Wire	2800	冷轧条钢
2007 年 8 月	Magnatrac	28000	金属建筑产品
2007 年 10 月	Nelson Steel	5400	丝网
2008 年 2 月	David J. Joseph Company	14400	废钢供应
2008 年 8 月	Ambassador Steel	18500	混凝土钢筋
2012 年 6 月	Skyline Steel LLC	60500	钢基础
2014 年 10 月	Gallatin Steel	77000	卷板
2015 年 12 月	Gerdau Long Steel		棒材
2016 年 8 月	Joy Global's steel plate mill	2900	钢板
2016 年 10 月	Independence Tube	43500	空心建筑型钢
2017 年 1 月	Southland Tube	13000	空心建筑型钢
2018 年 12 月	Corporacion POK		冷轧

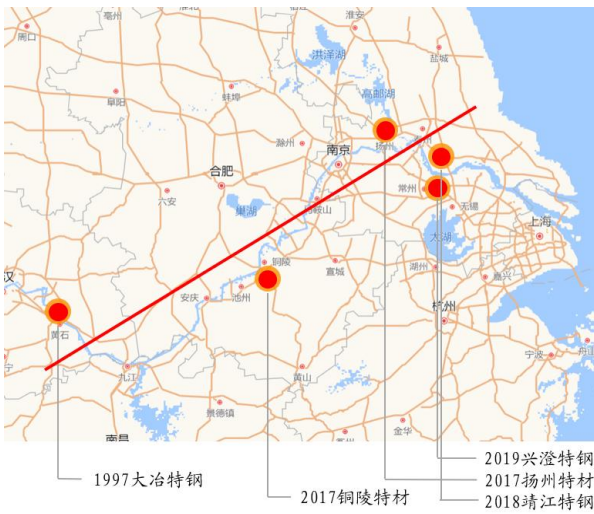
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.4. 沿江沿海战略布局成型，竞争优势凸显，进一步奠定公司业绩成长基础

公司沿江沿海战略布局逐渐成型。公司自成立之初不断推进沿江沿海战略布局。公司于 2017 年至 2019 年间历经多次重整，形成了目前沿江沿海四大生产基地、两大原料基地的格局，公司沿江钢材产能达 1000 万吨，沿海产能增长至 310 万吨。目前，公司沿江沿海战略布局已基本成

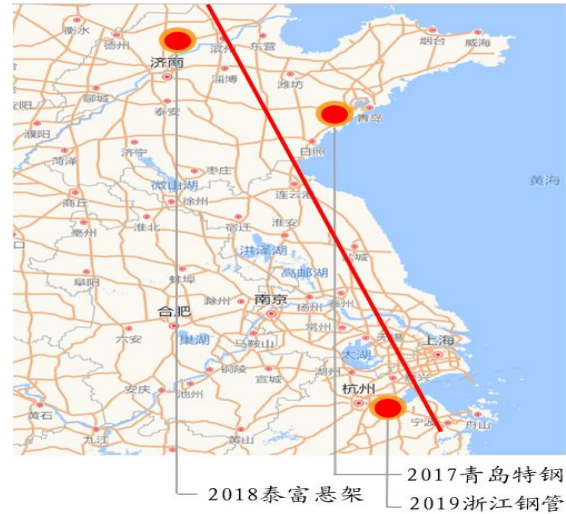
型，并带给公司行业难以复制的物流成本、原料供应以及客户服务区位优势。

图 22 公司沿江布局基本成型



数据来源：公司公告

图 23 公司沿海布局基本成型



数据来源：公司公告

公司原料供应稳定性优势凸显。公司两大原料基地铜陵特材以及扬州特材分别具有年产 220 万吨冶金焦炭以及 600 万吨高品质球团矿的生产能力。我们根据公司粗钢、焦炭及铁矿产量估算，公司焦炭、铁矿自给率均处于 30% 左右水平，其原料供应稳定性较国内大多钢铁企业具有明显优势。我们认为原料供应稳定性是公司生产经营稳定的重要保障。根据公司公告，在新冠疫情的严峻考验下，公司 2020 年一季度产销量同比均保持增长，预计实现归母净利润为 12.92 亿元，同比增长 3.82%，显示出公司依托沿海沿江的基地布局，在面对疫情挑战下仍然保障了稳定的原料供应及盈利的稳步增长。

图 24 2019 年铁矿石均价同比上升 39.35%

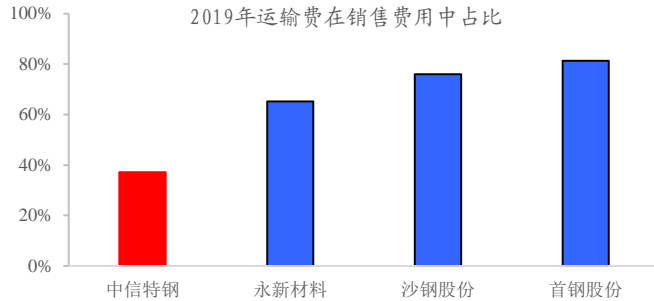


数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

公司物流运输成本优势明显。公司沿江沿海的两个原料基地与四座钢铁生产基地均配备对应的高吞吐能力运输码头，使公司能充分利用其沿江沿海布局所形成的水运物流优势。水路运输较铁路及公路运输具有明显运输成本优势，参考行业数据，一般沿海沿江的钢企较内陆钢企吨铁矿运输成本降低 80-100 元，吨煤炭焦炭降低 75-90 元，吨钢材运输成本降

低 100-125 元，因而公司沿江沿海布局成型后带给公司显著的物流运输成本优势。我们观察到公司 2019 年销售费用中运输费用占比为 37.1%，显著低于同行其他钢企，这说明了公司运输成本优势明显。

图 25 公司运输费用占销售费用比例显著低于行业平均水平



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

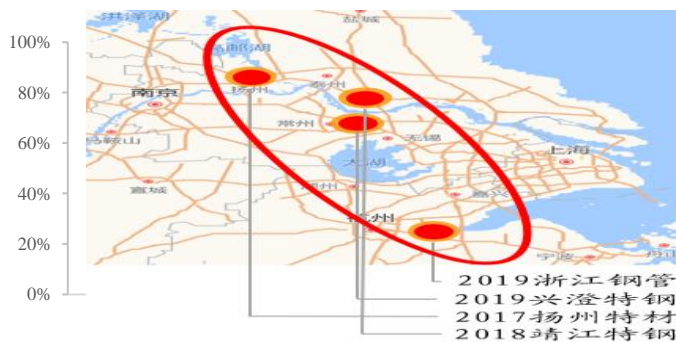
表 8: 公司基地均配备对应码头，充分利用水运优势

基地类型	公司名称	配备码头情况
原料供应基地	铜陵特材	配套有 4 个 5000 吨级兼顾 10000 吨级泊位的码头，码头年吞吐量达到 800 万吨
	扬州特材	拥有十万吨级长江码头，年吞吐量达 2000 万吨的码头
	兴澄特钢	拥有 10 万吨级远洋码头两座
钢铁生产基地	大冶特钢	拥有多个万吨级码头
	青岛特钢	毗邻 40 万吨级全球最大矿石码头青岛港董家口港区
	靖江特钢	拥有千吨级以上泊位数十个，年货物吞吐量达千万吨级

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

占领华东长三角黄金市场，公司区位优势显著。公司扬州特材、兴澄特钢、靖江特钢与浙江钢管四大基地均位于江苏以及浙江境内，和下游需求量旺盛的长三角经济发达地区联系紧密，带来了公司显著区位优势。一方面有效缩减了产销距离，节约了公司钢材产品的运输成本及销售费用，另一方面也使得公司能够更好地服务下游客户，使公司与客户之间关系更为紧密，产品需求更为稳定。

图 26 公司运输费用占销售费用比例显著低于行业平均水平

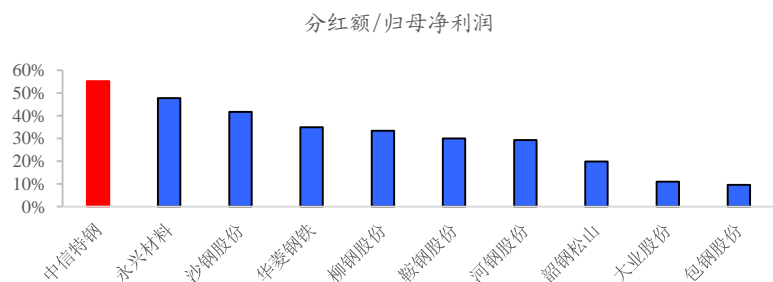


数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

3.5. 高分红彰显公司投资价值，并体现管理层对公司未来发展信心

公司分红比例高，具有投资价值，并体现出管理层对公司未来发展信心。公司始终贯彻高比例分红回馈投资者理念，近三年来公司现金分红比例占净利润总额分别为 34.14%，70.47%，55.12%。继 2018 年公司分别每十股分配 8 元现金后，2019 年公司的利润分配方案为每 10 股分配 10 元现金，分红比例占当年归母净利润的 55.12%，以 3 月 6 日收盘价计股息率达到 3.57%，同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股，充分回馈股东，彰显公司作为高分红成长型特钢龙头企业的投资价值，同时体现出公司管理层对未来发展的信心。我们预期未来公司盈利稳定性与成长性不断提升，其积极的高分红政策有望继续保持。

图 27 公司分红比例高



数据来源：Wind，公司公告，国泰君安证券研究

表 9: 2017-2019 年公司现金分红比例保持较高水平

分红年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	现金分红比率(%)
2019 年	53.86	29.60	55.12%
2018 年	5.10	3.60	70.47%
2017 年	3.95	1.35	34.14%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

盈利预测的关键假设：

- 1) 公司直销比例不断提升叠加不断挖掘下游客户价值，主营产品毛利率稳中有升。
- 2) 公司激励机制理顺，经营效率提升，主营产品产销量逐渐上升。
- 3) 公司沿海沿江布局成型，吨钢成本逐渐优化。
- 4) 疫情对钢材需求的影响集中于 1 季度，后续影响趋弱。

表 10: 分产品预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合金钢棒材(百万元)	34368	32694	33675	35022	35722
营收同比(%)	1453	-5	3	4	2
销量(万吨)	518	571	573	579	582
销量同比(%)		10	0.5	1	0.5

平均售价(元/吨, 不含税)	6631	5730	5873	6047	6137
营业成本(百万元)	27437	26298	26561	26508	26641
成本同比(%)	1140	-4	1	-0.2	0.5
毛利(百万元)	6931	6396	7114	8514	9082
吨钢成本(元/吨)	5294	4609	4632	4577	4577
吨钢毛利(元/吨)	1337	1121	1241	1470	1560
毛利率(%)	20	20	21	24	25
合金钢线材(百万元)	11706	11245	11694	12045	12286
营收同比(%)	86	-4	4	3	2
销量(万吨)	236	260	261	264	265
销量同比(%)		10	0.5	1	0.5
平均售价(元/吨, 不含税)	4964	4331	4482	4571	4639
营业成本(百万元)	10309	9242	9335	9316	9363
成本同比(%)	64	-10	1	-0.2	0.5
毛利(百万元)	1397	2002	2360	2729	2924
吨钢成本(元/吨)	4372	3560	3578	3535	3535
吨钢毛利(元/吨)	592	771	904	1036	1104
毛利率(%)	12	18	20	23	24
特种钢板(百万元)	8147	9418	9700	9991	10191
营收同比(%)	2566	16	3	3	2
销量(万吨)	225	247	248	251	252
销量同比(%)		10	0.5	1	0.5
平均售价(元/吨, 不含税)	3627	3809	3904	3981	4041
营业成本(百万元)	7115	8006	8086	8070	8110
成本同比(%)	2228	13	1	-0.2	0.5
毛利(百万元)	1032	1412	1615	1922	2081
吨钢成本(元/吨)	3168	3238	3254	3215	3215
吨钢毛利(元/吨)	459	571	650	766	826
毛利率(%)	13	15	17	19	20
特种无缝钢管(百万元)	6445	7929	8008	8248	8413
营收同比(%)	587	23	1	3	2
销量(万吨)	130	143	143	145	146
销量同比(%)		10	0.5	1	0.5
平均售价(元/吨, 不含税)	4974	5559	5586	5697	5782
营业成本(百万元)	5175	6406	6470	6457	6489
成本同比(%)	452	24	1	-0.2	0.5
毛利(百万元)	1270	1523	1538	1792	1924
吨钢成本(元/吨)	3994	4491	4513	4459	4459
吨钢毛利(元/吨)	980	1068	1073	1238	1323
毛利率(%)	20	19	19	22	23

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

按照假设,我们预测 2020-2022 年公司净利润分别为 60.93、67.99、75.55 亿元,对应 EPS 分别为 1.21、1.35、1.50 元。公司是我国特钢行业的绝对龙头,考虑到公司产品品类,我们选取永兴材料、久立特材、抚顺特钢为可比公司,运用 PE、绝对估值(FCFF)法对公司进行估值:

1. PE 估值法: 可比公司 2020 年 PE 平均值为 16.90X,给予公司 17X 进行估值,对应每股价值为 20.57 元。

表 11: 可比公司估值表

证券代码	公司	股价	EPS			PE			PB
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002318.SZ	久立特材	7.29	0.59	0.58	0.66	12.36	12.57	11.05	1.86
002756.SZ	永兴材料	17.50	0.95	1.20	1.48	18.42	14.58	11.82	1.82
600399.SH	抚顺特钢	4.24	0.15	0.18	0.24	28.27	23.56	17.67	1.84
平均值		9.68	0.56	0.65	0.79	19.68	16.90	13.51	1.84

注: 盈利预测采用 WIND 一致预期,股价取自 2020 年 6 月 19 日收盘价

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2. 绝对估值(FCFF)法: 公司经营效率较高,且特钢行业长期看仍有增长,公司作为龙头企业,将享受行业增长的红利。假设公司平均资本成本(WACC)为 7.75%,永续增长率为 1%,计算得公司每股价值 22.07 元。

表 12: 绝对估值假设

指标	数值
行业 Beta	1.20
无风险利率	4.00%
风险溢价	5.00%
永续增长率	1.00%
股票 Beta	1.00
债务利率	6.00%
债务总值(亿元)	404.80
股份价值(亿元)	863.06
股价	17.11
资产贴现率	10.00%
WACC	7.75%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

综合两种估值方法,结合谨慎性原则,选择两种估值方法中较低的估值,对应公司目标价 20.57 元。

5. 风险提示

5.1. 新冠疫情带来的出口受阻

公司营收中出口的占比较高,而受到新冠疫情影响,海外制造业开工负

荷下降,相应的特钢产品需求量萎缩。我们观察到公司在2015年出口环境较差的情况下,仍然保持了良好的增长态势,公司应对外部冲击的能力充足。且我国疫情已经得到控制,国内复产复工情况良好,公司可灵活调整海外市场的出货量,更多地注重国内市场。若海外疫情导致公司出口受到较大压制,公司业绩将受到不利影响。

5.2. 制造业投资大幅下行

公司特钢产品的主要下游为制造业,2019年我国制造业盈利尚可,而2020年受到新冠疫情影响,1季度制造业盈利情况较差。但也应该看到,目前央行已对广大制造业企业提供了流动性支撑,在国内复工复产情况良好的情况下,国内的制造业需求预期维持。若国内和海外的制造业投资大幅下行,公司下游需求萎缩,公司营收将受到压制。

5.3. 公司青岛基地续建项目投产不及预期

公司青岛基地年产坯材113万吨环保搬迁续建项目预期于2021年下半年投产。如果公司续建项目由于疫情或其他因素投产时间延后,会影响公司产品销量与业绩释放。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		