

方大特钢 (600507.SH) 深度报告

长材为主提供弹性、成本管控能力强，三大特钢产品龙头增强盈利

一、方大特钢：普钢成本控制强、区位优势明显，三大细分特钢领域龙头

业务结构：公司产品呈现“普特兼备，长材为主”，拥有产铁 315 万吨、钢 360 万吨、材 360 万吨生产能力。螺纹钢、线材是主要普钢产品，2016 年销量、营收和毛利占比分别达 77.74%、67.19% 和 52.62%。特钢领域，公司具备年产弹簧扁钢 100 万吨、汽车板簧 13.5 万吨、稳定杆 40 万件、扭杆 20 万件的综合生产能力。公司一方面坚持“差异化”为核心的竞争战略，不断提升整体竞争力；另一方面致力上下游产业链延伸，拥有完整的“冶炼→轧制弹扁→板簧”产业链。

股权结构：前身为长力股份，2003 年上市后控股股东为板簧公司，实际控制人为江西省国资委。2009 年 9 月，辽宁方大集团通过产权交易方式受让南昌钢铁 57.97% 的国有股权。2009 年 12 月公司更名为方大特钢，公司正式从国有企业转为民营企业；2017 年一季度，公司第一大股东为江西方大钢铁集团、实际控制人为方威。国有转民营后，公司盈利持续增强，且优于行业平均。

二、普钢：区位及成本优势助盈利增长，供给侧改革利好龙头钢企

需求：江西省为少有的螺纹钢净消费省，且基建和地产投资增速高于全国平均，江西区域需求增速将高于全国平均。2015 年江西省城镇化率仅 51.62%，低于全国平均 4.48%，在 31 个省、市、自治区中排名第十九，未来钢材需求可持续性较强。

供给：公司螺纹钢江西省市占率 60%，竞争有序；省外临近可比钢企高运费削弱可比公司成本优势。

受益于原燃料成本、人工成本、制造费用的有效控制及区位优势，2010-2015 年公司螺纹钢毛利率保持在 9%-10%，高于行业平均 (6.30%) 及主要竞争对手。2016 年，公司螺纹钢毛利率达到 16.77%，高于行业平均 (10.90%)。长材为公司的主要钢材品种，随着供给侧结构性改革的持续推进，尤其是“地条钢”的彻底出清将助力公司扩大产品市占率、提升议价能力与市场影响力。

三、特钢：弹扁、板簧、易切削钢领域龙头，创新与升级迎市场需求

在国内市场上，2015 年公司弹簧扁钢、汽车板簧、易切削钢市场占有率分别为 51.21%、20% 以上和 45.33% 左右，稳居国内市场占有率第一。公司坚持以“差异化”战略为核心，不断地进行技术升级和新产品研发，提升自身产品附加值。此外，公司致力于整合“弹扁—板簧”上下游供应链，全产业链的服务方式将增强客户黏性，并助力公司开拓和维护客户资源。

盈利预测与投资建议：螺纹钢、线材是公司主要普钢产品，2016 年销量、营收和毛利占比分别达 78%、67% 和 53%；公司普钢产品成本管控能力强、区位优势明显，将受益于供给侧改革尤其是“地条钢”的彻底退出；三大特钢产品龙头地位显著、技术研发与产品升级为公司注入发展新动力，业绩有望稳定增长。预计 2017-2018 年 EPS 为 0.69 元、0.78 元、0.87 元，对应于 2017 年 6 月 14 日收盘价，2017-2018 年 PE 为 10.19X、9.02X 和 8.06X；综合考虑公司 PE、PB 绝对和相对估值处于较低水平，给予“买入”评级。

五、风险提示：宏观经济持续下滑；供给侧改革进程不及预期；矿石巨头联合减产保价。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,148.29	8,923.78	10,319.88	11,025.59	11,714.14
增长率(%)	-29.20%	9.52%	15.64%	6.84%	6.24%
EBITDA(百万元)	879.86	1,501.33	1,755.80	1,892.20	2,052.75
净利润(百万元)	105.20	665.84	916.19	1,035.49	1,158.72
增长率(%)	-81.52%	532.91%	37.60%	13.02%	11.90%
EPS (元/股)	0.079	0.502	0.691	0.781	0.874
市盈率 (P/E)	76.89	13.48	10.19	9.02	8.06
市净率 (P/B)	4.01	3.39	2.92	2.35	1.93
EV/EBITDA	10.42	6.22	4.65	3.71	2.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

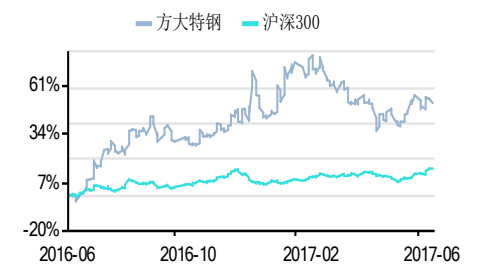
公司评级

当前价格	7.04 元
报告日期	2017-06-14

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,326/1,326
流通 A 股市值(百万元)	9,680
每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	65.46
一年内最高/最低(元)	8.44/4.59

相对市场表现



分析师：李莎 S0260513080002



020-87574792



lisha@gf.com.cn

相关研究：

联系人：陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

目录索引

方大特钢：普钢成本管控能力强、区位优势明显，三大细分特钢领域龙头	5
(一) 公司简介：主营螺纹钢、弹扁和板簧，2009 年国有转民营、盈利能力显著增强.....	5
(二) 战略布局：差异化战略优化产品结构，产业链延伸形成比较优势.....	9
一、普钢：区位及成本优势助盈利增长，供给侧改革利好龙头钢企	12
(一) 需求：江西基建、地产投资增速高于全国平均，长材净消费省、需求有望稳中有升.....	13
(二) 供给：省内竞争相对有序、临近省份钢企高运费增强市场壁垒.....	16
(三) 竞争优势：原材料、人工等成本控制能力突出，盈利能力强于行业平均及主要竞争对手.....	18
(四) 供给侧改革：“地条钢”退出利好长材钢企，产能收缩利好龙头钢企.....	24
二、特钢：弹扁、板簧、易切削钢领域龙头，创新与升级满足市场需求	28
(一) 弹簧扁钢：种类全、性能优夯实竞争优势，技术创新、产品升级稳固龙头地位.....	28
(二) 汽车板簧：板簧龙头全产业链控制，成本及服务优势凸显.....	30
(三) 易切削钢：政策红利提振国内需求，产品升级跻身国际市场.....	31
(四) 盈利与发展：盈利能力行业领先，调结构巩固细分领域龙头.....	33
三、财务分析：普特兼备增强盈利能力，产业链延伸拓展发展空间	37
(一) 盈利能力：2016 年大幅增强，差异化战略有望再提升盈利能力.....	37
(二) 营运能力：钢铁行业供需持续改善叠加智能制造有望提升运营能力.....	38
(三) 偿债能力：安全性较好，公司持续盈利下偿债能力有所保障.....	38
(四) 现金流量：经营产生现金流稳步上升，未来或持续上升.....	39
四、盈利预测与投资建议：长材为主提供弹性、成本管控能力强，三大特钢产品龙头增强盈利能力，给予“买入”评级	41
五、风险提示	43

图表索引

图 1: 2009 年方大集团收购南昌钢铁后, 方大特钢从国有控股转变为民营企业...	5
图 2: 2017 年 3 月 31 日, 方大特钢第一大股东为江西方大钢铁集团、实际控制人为方威.....	6
图 3: 国有转民营后, 公司盈利能力快速上升, 2010 年开始超过行业平均水平...	6
图 4: 2014-2016 年公司产品营收结构相对稳定 (单位: 亿元)	7
图 5: 2016 年公司螺纹钢、弹簧扁钢、线材、汽车板簧营收占比分别为 51.39%、15.84%、15.80%和 9.80%.....	7
图 6: 2014-2016 年公司主要产品毛利情况 (单位: 亿元)	8
图 7: 2016 年公司螺纹钢、弹簧扁钢、汽车板簧、线材毛利占比分别达到 43.94%、18.00%、13.31%和 8.68%.....	8
图 8: 2011-2016 年方大特钢专利数量对比 (单位: 件)	10
图 9: 2010-2016 年方大特钢的主营业务毛利率对比	10
图 10: 方大特钢发展规划: 以差异化为核心的战略、实现“四个转向”	11
图 11: 2010-2017 年江西省固定资产投资增速和全国固定资产投资增速对比....	13
图 12: 截止 2017 年 3 月 31 日, 江西省 PPP 项目分阶段情况	13
图 13: 2011-2017 年江西省房地产开发投资完成额规模持续扩张、占比持续走高	15
图 14: 2014 年 8 月开始江西省房地产开发投资累计同比增速显著快于全国平均	15
图 15: 江西省 2015 年城镇人口占比仅为 51.62%, 低于全国平均 4.48%、位于全国第十九位.....	15
图 16: 2015-2016 年江西省螺纹钢消费量大于产量	16
图 17: 方大特钢螺纹钢毛利率远高于同类型公司螺纹钢毛利率	18
图 18: 方大特钢长材吨钢完全成本逐年下降、且处较低水平 (单位: 元/吨) ...	19
图 19: 2016 年方大特钢长材吨钢完全成本剖析 (单位: 元/吨)	20
图 20: 2011-2016 年方大特钢长材吨钢原燃料成本同行业对比 (单位: 元/吨) 22	22
图 21: 2011-2016 年方大特钢长材吨钢人工成本同行业对比 (单位: 元/吨) ...	23
图 22: 2011-2016 年方大特钢长材吨钢制造费用同行业对比 (单位: 元/吨) ...	24
图 23: 1995-2015 年我国客车产量及增速	31
图 24: 1995-2015 年我国载货车产量及增速	31
图 25: 我国热轧易切削钢盘条进口数量远大于出口数量	32
图 26: 2011-2016 年方大特钢的特钢产品毛利率同行业比较	34
图 27: 2016 年方大特钢 EPS 为 0.50, 同比增长 525.00%.....	37
图 28: 2016 年方大特钢 ROE 为 28.54%, ROA 为 10.99%.....	37
图 29: 2016 年方大特钢盈利能力明显提升	37
图 30: 2016 年方大特钢三项期间费用率保持相对稳定	37
图 31: 2016 年方大特钢存货周转率下降至 6.05	38
图 32: 2016 年方大特钢应收账款周转率提升至 35.72	38
图 33: 2016 年方大特钢流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率明显提	

升	38
图 34: 2016 年方大特钢资产负债率下降至 65.46%.....	39
图 35: 2016 年方大特钢流动比率提高到 0.78, 速动比率相对稳定.....	39
图 36: 方大特钢经营活动产生现金流量净额的变动情况.....	39
表 1: 截至 2015 年, 公司生铁、粗钢、钢材总产能及弹扁、板簧、易切削钢等特钢产品产能情况.....	7
表 2: 2015 年方大特钢螺纹钢、弹扁、板簧、易切削钢产品产量及其市场地位.....	8
表 3: 方大特钢 2009 年以来主要技术创新及新产品研发成果.....	9
表 4: 方大特钢控股的铁矿石公司基本情况.....	10
表 5: 方大特钢下游产业链延伸成果 (根据 2016 年年报整理)	11
表 6: 2016 年方大特钢主要产品的销量、营收和毛利构成.....	12
表 7: 江西省关于加快 PPP 项目落地实施的政策要求.....	14
表 8: 江西省“十三五”规划中关于“构筑现代基础设施新支撑”部分内容.....	14
表 9: 2016 年江西省内钢企竞争格局.....	17
表 10: 2016 年江西省附近省市钢企主要钢材产品及竞争力剖析.....	18
表 11: 2016 年长材占比大于 50%的公司, 长材吨钢完全成本比较.....	20
表 12: 方大特钢原燃料降本增效措施.....	21
表 13: 制造过程降本增效措施及成果.....	23
表 14: 江西省压减产能涉及企业及其退出产能.....	25
表 15: 江西省化解过剩产能实现脱困发展部分任务.....	25
表 16: 方大特钢主要特钢产品概况.....	28
表 17: 汽车悬架系统用弹簧扁钢使用性能要求.....	29
表 18: 方大特钢产品种类齐全性能优, 拥有优秀的产品研发团队.....	30
表 19: 方大特钢主要特钢产品产能情况及产品优势.....	33
表 20: sw 特钢公司特钢产品及其 2016 年毛利率.....	34
表 21: 方大特钢产能简介及 2014-2016 年公司主要产品产量情况.....	42
表 22: 方大特钢主要产品单价情况.....	42
表 23: 方大特钢主要产品毛利率情况.....	43

方大特钢：普钢成本管控能力强、区位优势明显，三大细分特钢领域龙头

（一）公司简介：主营螺纹钢、弹扁和板簧，2009年国有转民营、盈利能力显著增强

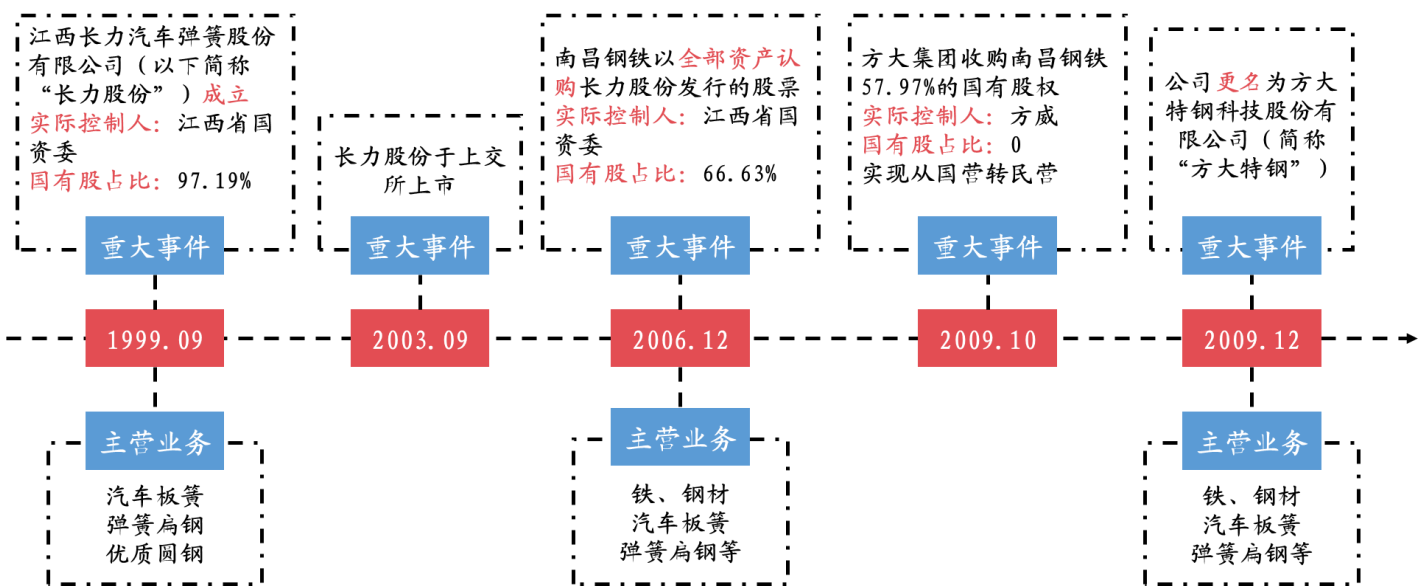
方大特钢科技股份有限公司（简称“方大特钢”，600507.SH）是具有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢全流程生产工艺和配套设施，拥有弹簧扁钢和汽车零部件产品特色优势的钢铁联合企业。主导产品为螺纹钢、弹簧扁钢、汽车板簧等，拥有“汽车零部件用钢-汽车零部件”产业链比较优势及完整的“冶炼-制弹扁-簧”产业链。

1、历史沿革：国有转民营后盈利能力显著增强，毛利率开始超越行业均值

方大特钢前身为江西长力汽车弹簧股份有限公司（简称“长力股份”）。2003年上市后，公司控股股东为江西汽车板簧有限公司，主营业务为弹扁和板簧。实际控制人是南昌钢铁有限责任公司（简称“南昌钢铁”），南昌钢铁实际控制人为江西省国有资产监督管理委员会（简称“江西省国资委”）。2006年12月25日，公司发布《江西长力汽车弹簧股份有限公司非公开发行股票发行情况及股份变动报告书》，南昌钢铁以全部资产认购公司股票，公司主营变更为铁、钢材、板簧、弹扁。2009年9月30日，辽宁方大集团通过产权交易方式受让南昌钢铁57.97%的国有股权，辽宁方大集团成为长力股份的间接控股股东。2009年12月29日，公司更名为方大特钢科技股份有限公司，公司正式从国有企业转为民营企业。

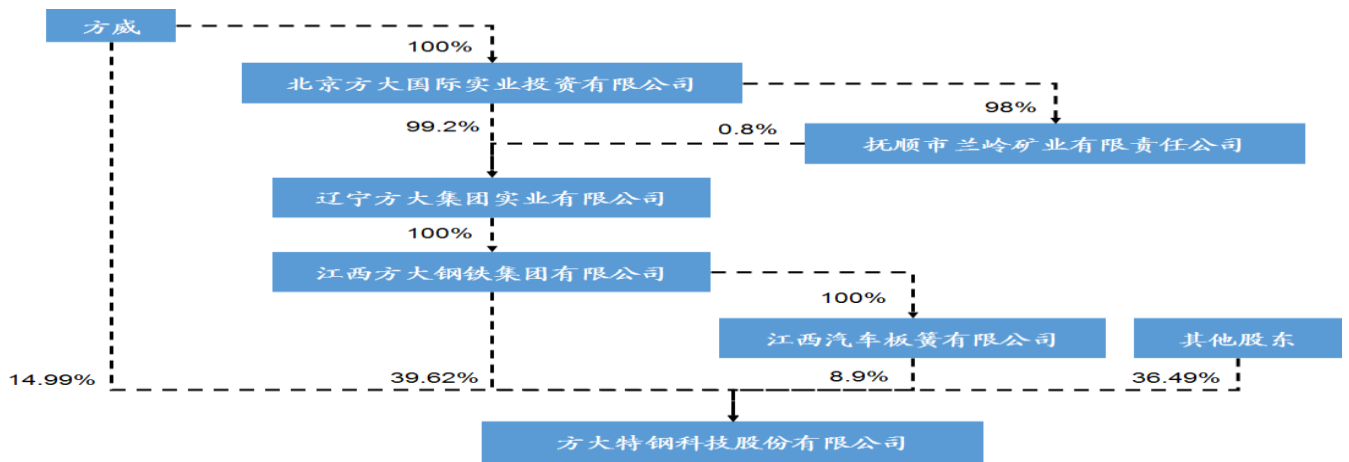
截至2017Q1，公司第一大股东为江西方大钢铁集团有限公司，实际控制人是方威。

图1：2009年方大集团收购南昌钢铁后，方大特钢从国有控股转变为民营企业



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

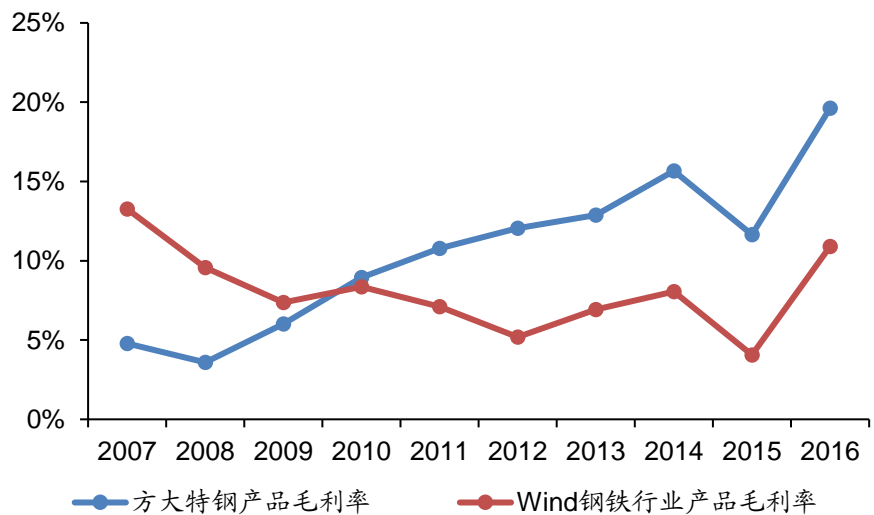
图2: 2017年3月31日, 方大特钢第一大股东为江西方大钢铁集团、实际控制人为方威



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2009年国有转民营后, 公司盈利能力显著增强并开始超过行业平均水平。(1) 改制前: 2007-2009年公司产品毛利率均低于Wind钢铁行业毛利率, 2009年方大特钢产品毛利率为6.01%, Wind钢铁行业毛利率为7.38%。(2) 2009年公司从国有转民营注入新发展动力, 盈利能力显著增强, 毛利率整体呈现上升趋势, 2010-2016年公司毛利率累计上升10.68个百分点; 同期Wind钢铁行业毛利率仅上升2.54个百分点。2016年公司毛利率为19.62%, 高于Wind钢铁行业毛利率8.72个百分点。

图3: 国有转民营后, 公司盈利能力快速上升, 2010年开始超过行业平均水平



数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

2、产品结构: “普特兼备, 长材为主”, 2016年螺纹钢、线材等营收占比达67.19%, 弹簧扁钢和汽车板簧占比分别为15.84%和9.80%

方大特钢具有“普特兼备, 长材为主”的特点, 除了拥有螺纹钢产能外, 还拥有弹簧扁钢、汽车板簧、环保型易切削钢等特钢产能。下面我们将从产能、营收结构和毛利结构、市场地位等多方面分析方大特钢产品结构。

(1) 产能构成: 总粗钢产能为360万吨, 长材产能占比超50%。根据公司2016

年5月17日披露的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》及公司官网中的公司简介，公司拥有产铁315万吨、钢360万吨、材360万吨的生产能力，年产弹簧扁钢100万吨、汽车板簧13.5万吨、稳定杆40万件、扭杆20万件的综合生产能力。

表 1: 截至 2015 年, 公司生铁、粗钢、钢材总产能及弹扁、板簧、易切削钢等特钢产品产能情况

产品名称	用途	产能	应用领域
生铁	钢铁生产半成品	315 万吨以上	-
粗钢	钢铁生产半成品	360 万吨以上	-
钢材	方大特钢主要钢材为螺纹钢、线材、圆钢等	360 万吨以上	用于房屋、桥梁、道路等工程建设
弹簧扁钢	主要用于制作汽车弹簧板	100 万吨	汽车制造业
汽车板簧	汽车悬架系统中最传统的弹性元件, 起缓冲作用	13.5 万吨	汽车制造业
环保型易切削钢	用于制作受力较小而对尺寸和光洁度要求严格的仪器仪表、汽车零部件、机床等	10 万吨以上	电子、五金、汽车零部件制造业
稳定杆	汽车悬架中的一种辅助弹性元件, 用于减少汽车横向侧倾程度和保持车身平衡	40 万件	汽车制造业
扭杆	汽车悬架中的一种辅助弹性元件, 用于减震的稳定装置	20 万件	汽车制造业

数据来源: 方大特钢公司官网、广发证券发展研究中心

(2) **营收结构: 普钢长材贡献主要营业收入, 2016年螺纹钢和线材营收占比为67.19%。** 2014-2016年方大特钢营收主要来源于普钢长材, 其次为弹簧扁钢和汽车板簧, 营收结构整体维持相对稳定。2016年, 公司螺纹钢、弹簧扁钢、线材、汽车板簧营业收入分别达到45.86、14.13、14.10和8.75亿元, 占比分别为51.39%、15.84%、15.80%和9.80%。综上, 我们可以看到普钢长材为公司的主营产品, 过去3年营收占比均超过60%, 2016年螺纹钢和线材营收合计占比达到67.19%。

图4: 2014-2016年公司产品营收结构相对稳定(单位: 亿元)

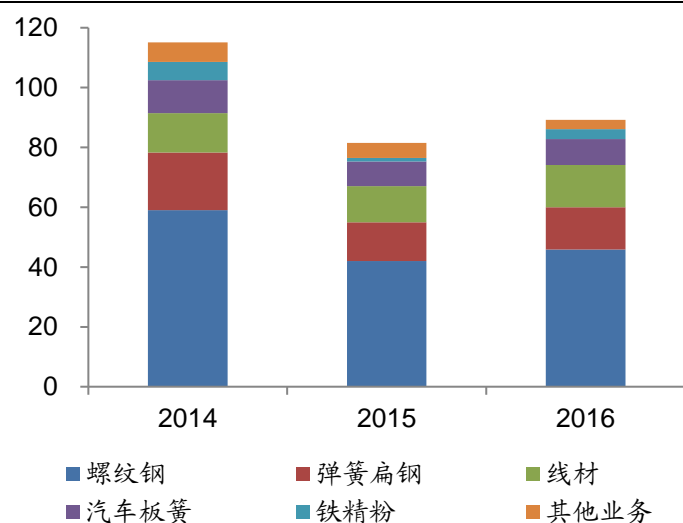
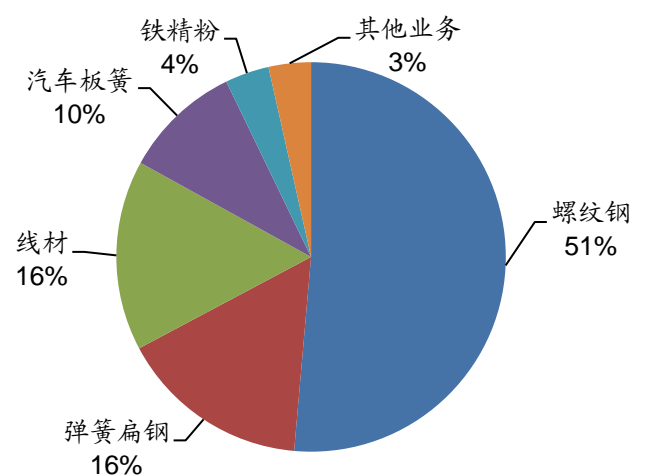


图5: 2016年公司螺纹钢、弹簧扁钢、线材、汽车板簧营收占比分别为51.39%、15.84%、15.80%和9.80%

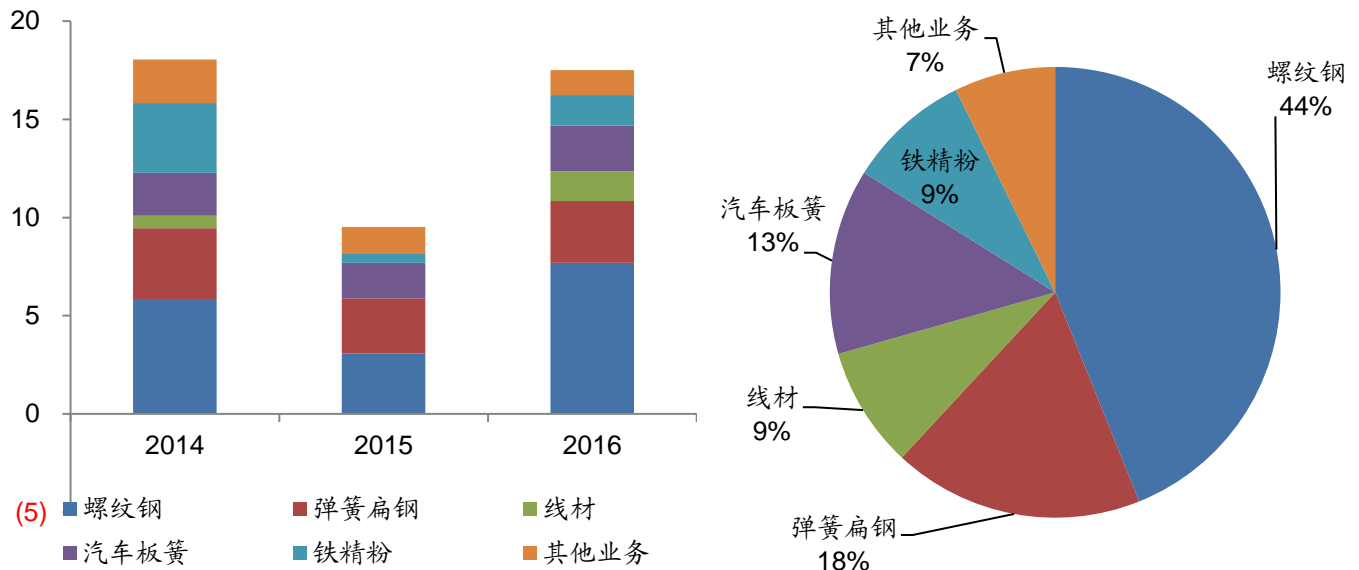


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(3)毛利结构:螺纹钢贡献主要主营毛利,2016年占比达到43.94%。2014-2016年,受累市场行情波动,公司产品毛利结构变化较大,但整体而言,螺纹钢毛利贡献最高,三年分别贡献32.19%、32.46%和43.94%的毛利;与营收相对应,弹簧扁钢的毛利贡献占比居第二位,三年分别贡献20.24%、29.51%和18.00%的毛利;汽车板簧毛利占比呈现震荡上升的趋势,2016年其毛利占比为13.31%,相较2014年提升1.25%。线材盈利能力波动较大,2016年该品种扭亏为盈,贡献8.68%的毛利。

图6: 2014-2016年公司主要产品毛利情况(单位:亿元) 图7: 2016年公司螺纹钢、弹簧扁钢、汽车板簧、线材毛利占比分别达到43.94%、18.00%、13.31%和8.68%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(4)市场地位: 弹簧扁钢和汽车板簧国内市占率均排名第一, 2015年分别达51.21%和20%。据公司官网,“长力牌”弹簧扁钢荣获江西省名牌产品、全国用户满意产品,分别占有二汽用量100%、一汽用量60%的份额,占有东南亚、南美、北非等国家进口弹簧扁钢总量30%以上。根据方大特钢《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》,2015年公司弹簧扁钢国内市场占有率51.21%、汽车板簧国内市场占有率20%以上,均列第一位;螺纹钢省内市场占有率60%以上,位列第一位。

表 2: 2015 年方大特钢螺纹钢、弹扁、板簧、易切削钢产品产量及其市场地位

产品名称	产量(万吨)	主要销售区域	市场占有率	市场地位
汽车板簧	14.15	全国	全国 20%以上	国内市场占有率第一
螺纹钢	226.01	江西省为主	江西省 60%以上	江西省市场占有率第一
弹簧扁钢	69.80	全国以及东南亚、南美、北非等	国内 51.21%, 东南亚、南美、北非等国家进口弹簧扁钢总量 30%以上	国内市场占有率第一
环保型易切削钢	10	全国	全国 45.33%左右	国内市场占有率第一

数据来源: 公司官网、方大特钢《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》、2016 年年报、广发证券发展研究中心

(二) 战略布局：差异化战略优化产品结构，产业链延伸形成比较优势

1、差异化战略优化产品结构，技术升级提升产品附加值

公司坚持“差异化”为核心的低成本、精品、差异化相组合的竞争战略，不断提升企业整体竞争力。根据公司2016年年报，2017年公司将继续坚持实施“四个转向”的发展思路：（1）从追求多元化发展转向产业链延伸发展；（2）从追求规模转向追求品种、质量、效益，提高发展质量；（3）从追求做大转向做精、做优、做特、做强，先做强后做大；（4）从做建材为主转向同时做工业材，最终以做工业材为主，调整产品结构，实施普转优、优转特，提高产品附加值。

公司近年来通过技术升级和新产品研发不断完善产品结构、提升产品性能，满足现代工业环保、高性能的要求。根据公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》，公司成功开发了 ϕ 23、36、38规格大盘卷，易切削钢盘条规格总数达到了30个；进行了中碳硫系易切削钢1144FS开发，丰富易切削钢产品系列；成功实现优特钢线轧制螺纹钢由160方坯升级180方坯等。

表 3：方大特钢 2009 年以来主要技术创新及新产品研发成果

时间	主要内容	具体措施	成果
2009 年	弹扁实验室	成立弹扁实验室，先后添置了价值 3000 多万元的一系列先进的检验和实验设备	为产品质量检测和弹扁新品研发奠定基础
2010 年	新产品开发	开发出环保型易切削钢	目前国内环保型易切削钢市场占有率第一
2011 年	产品改进	针对新型低成本弹簧钢、50B50H 弹簧钢、矩形厚截面弹扁共计 14 类弹扁产品进行试验、研究和开发	符合汽车板簧轻量化的发展趋势和用户的定向要求，2011 年累计开发 7 类 13 个新品种，新品创效达 1300 万元
2015 年	新产品开发	进行了中碳硫系易切削钢 1144FS 开发，	丰富了易切削钢产品系列
2016 年	新产品开发	成功研发出研制开发出 51CrV4 (75 × 55)、52CrMoV4 (100 × 56) 矩形超厚截面弹簧扁钢新品，将矩形厚截面弹扁的规格从 35—50mm 厚度拓展到 35—56mm 厚度	不仅满足了客户对汽车悬架系统用钢的特殊需求，且对提高汽车悬架系统可靠性、汽车轻量化以及满足我国高应力变截面板簧发展的需要具有重要意义
2017 年计划	弹扁线弹簧扁钢包装质量攻关	计划通过对包装材料、包装方式、捆扎道次攻关	提高包装质量，并实现自动点支、压头
2017 年计划	全自动机器人的研发	计划在现有的悬臂电渣焊设备上改造部分机械构件，替换驱动系统，并增加一套数控系统，实现一台四轴三联动的机器人，能在 X 轴、Y 轴、Z 轴、R 轴范围内自由运动	四轴三联动机器人研发成功后，将带动焊接系统的焊枪作业，实现单人对复杂机械构件的堆焊修复，提高堆焊修复质量和速度，降低工人的劳动强度

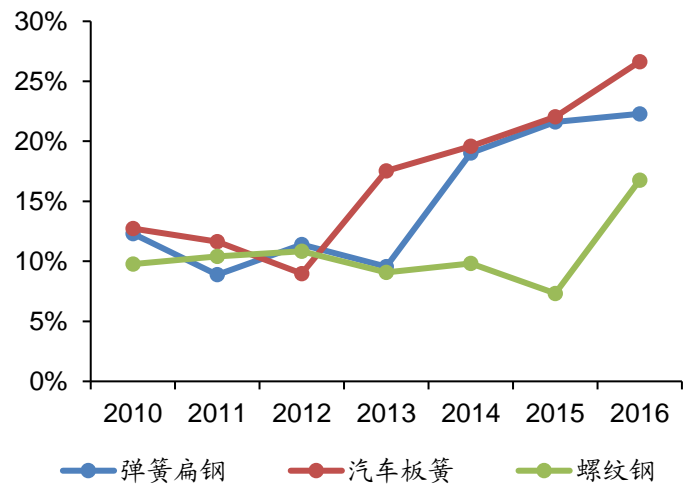
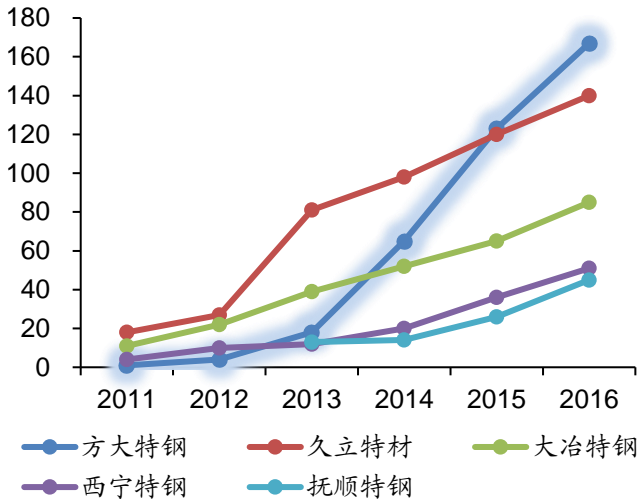
数据来源：方大特钢官网、《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》、广发证券发展研究中心

我们将方大特钢与其他同类型特钢公司进行对比，可以发现近年来方大特钢的专利研发成果显著高于同类型特钢公司。据国家知识产权局统计，2011-2016年方大特钢每年的专利数量不断地增加。截至2016年，公司累计专利数167件，比久立特材、

大冶特钢、西宁特钢、抚顺特钢等公司分别多27件、82件、116件、122件。

方大特钢差异化战略形成了以弹簧扁钢、汽车板簧、易切削钢为主的具有竞争力的特钢产品组合。2010-2016年公司的特钢产品毛利率普遍高于普钢毛利率，显示出特钢产品的整体盈利能力较强。2016年弹簧扁钢毛利率达到22.29%，汽车板簧毛利率达到26.64%，远高于螺纹钢16.77%的毛利率。在传统钢铁产品同质化程度高、产品盈利空间小的背景下，方大特钢以其差异化组合战略另辟蹊径，通过新产品研发不断提升产品附加值，进而提升公司盈利空间。

图8: 2011-2016年方大特钢专利数量对比 (单位: 件) 图9: 2010-2016年方大特钢的主营业务毛利率对比



数据来源: 国家知识产权局、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2、上下游产业链延伸, 拥有完整的“冶炼→轧制弹扁→板簧”产业链

公司具有从铁矿石采选、钢材冶炼加工、产品销售等相对完整的上下游产业链, 不管各板块业务市场环境发生局部或整体变化, 都能发挥各自的优势, 从而达到有效承接、消化总体风险的协同效应。

向产业链前端延伸: 进入以铁矿石为主的原材料领域, 降低原材料价格带来的风险。根据2014年年报, 公司于2011年1月完成收购本溪满族自治县同达铁选有限责任公司70%股权, 2013年8月公司完成收购本溪满族自治县同达铁选有限责任公司其余30%股权, 主营业务包括铁精粉生产、销售。方大特钢收购本溪满族自治县同达铁选有限责任公司有利于提高铁矿石自给率, 减少原材料价格波动带来的风险。

表 4: 方大特钢控股的铁矿石公司基本情况

公司	持股比例	位置	储量(万吨)	品位	产销情况
新余方大九龙矿业有限公司	100%	江西省	4586.44	26.88%	已取得采矿许可证, 2015年国内矿价持续走低, 矿体挖掘工作尚未开工建设
本溪满族自治县同达铁选有限责任公司	100%	辽宁省	2,852.37	32.01%	2015年生产铁矿石76.78万吨, 铁精粉34.96万吨, 考虑运输距离、效益等综合因素, 全部就近销售。

郴州兴龙矿业有限公司	70%	湖南省	874.3	32.32%	截至 2015 年 12 月 31 日，兴龙矿业仍处于全面停产状态
------------	-----	-----	-------	--------	-----------------------------------

数据来源：《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》、广发证券发展研究中心

向产业链后端延伸：进入以板簧为主的汽车零部件领域。公司持有江西方大特钢汽车悬架集团有限公司100%的股权，该全资子公司主营汽车弹簧钢板及其他汽车零部件产品，同时持有多个汽车悬架、汽车零部件、汽车板簧公司的股权。2015年6月4日公司再次拓展下游产业链，出资2349万元收购关联方江西宜春重工集团所持有的江西特种汽车有限责任公司60%股权。**向下游产业链延伸有利于公司板簧、弹簧扁钢等汽车零部件产品的销售。目前，公司拥有“汽车零部件用钢→汽车零部件”的产业链比较优势，拥有完整的“冶炼→轧制弹扁→板簧”产业链。**

表 5：方大特钢下游产业链延伸成果（根据 2016 年年报整理）

	被参控公司	关系	直接持股比例	表决权比例	主营业务
1	江西方大特钢汽车悬架集团有限公司	子公司	99.6%	100%	汽车钢板弹簧
2	香港方大实业有限公司	子公司	100%	100%	钢材、汽车板簧贸易等
3	江西特种汽车有限责任公司	子公司	60%	60%	汽车制造、组装等
4	上海方大金属材料有限公司	子公司	90%	90%	钢材、汽车、板簧等
5	海鸥实业（新加坡）有限公司	子公司	100%	100%	钢材、汽车板簧贸易等

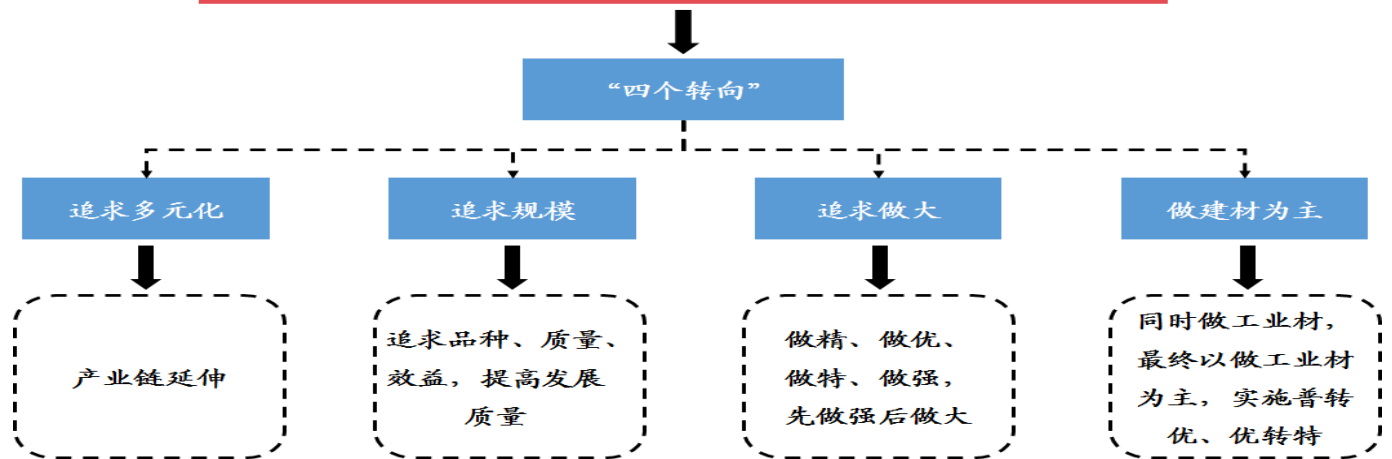
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3、公司未来发展规划：实现“四个转向”，坚定以差异化为核心的竞争战略

公司官网2017年3月13日发布《方大特钢：走可持续发展之路》显示2009年开始，方大特钢适时调整企业发展思路，转变发展方式，提出“四个转向”：从追求多元化发展转向产业链延伸发展；从追求规模转向追求品种、质量、效益，提高发展质量；从追求做大转向做精、做优、做特、做强，先做强后做大；从做建材为主转向同时做工业材，最终以做工业材为主，调整产品结构，实施普转优、优转特，提高产品附加值。2017年，公司将继续坚持实施“四个转向”的发展思路，坚定实施以差异化为核心的低成本、精品、差异化相组合的竞争战略。

图10：方大特钢发展规划：以差异化为核心的战略、实现“四个转向”

坚定实施以差异化为核心的低成本、精品、差异化相组合的竞争战略



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

一、普钢：区位及成本优势助盈利增长，供给侧改革利好龙头钢企

螺纹钢、线材是公司主要普钢产品，这两种产品均为典型长材，结合前面一章分析，我们将公司产品产量、营收和毛利情况简要总结如表6。我们可以分析得出，普钢长材是公司主营产品，销量、营收和毛利占比均超50%，在本章中我们将针对普钢长材细分领域的区域需求、供给以及公司在行业中的竞争力进行深度分析。

表 6：2016 年方大特钢主要产品的销量、营收和毛利构成

	销量	销量占比	营收	营收占比	毛利	毛利占比
螺纹钢	225.88 万吨	60.67%	45.86 亿元	51.39%	7.69 亿元	43.94%
线材	63.52 万吨	17.06%	14.10 亿元	15.80%	1.52 亿元	8.68%
普钢长材合计	289.40 万吨	77.74%	59.96 亿元	67.19%	9.21 亿元	52.62%
弹簧扁钢	68.70 万吨	18.45%	14.13 亿元	15.84%	3.15 亿元	18.00%
汽车板簧	14.18 万吨	3.81%	8.75 亿元	9.80%	2.33 亿元	13.31%
特钢合计	82.88 万吨	22.26%	22.88 亿元	25.64%	5.48 亿元	31.31%
钢材合计	372.28 万吨	100.00%	82.84 亿元	92.83%	14.69 亿元	83.93%
铁精粉	72.40 万吨	NA	3.26 亿元	3.66%	1.55 亿元	8.85%
其他	NA	NA	3.14 亿元	3.51%	1.27 亿元	7.23%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(一)需求:江西基建、地产投资增速高于全国平均,长材净消费省、需求有望稳中有升

由于普钢长材主要用于房屋建造、桥梁、公路等建设,公司《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》称公司螺纹钢主要销售区域为江西,因此我们将从基建和地产两个方面来分析江西省对长材需求情况。

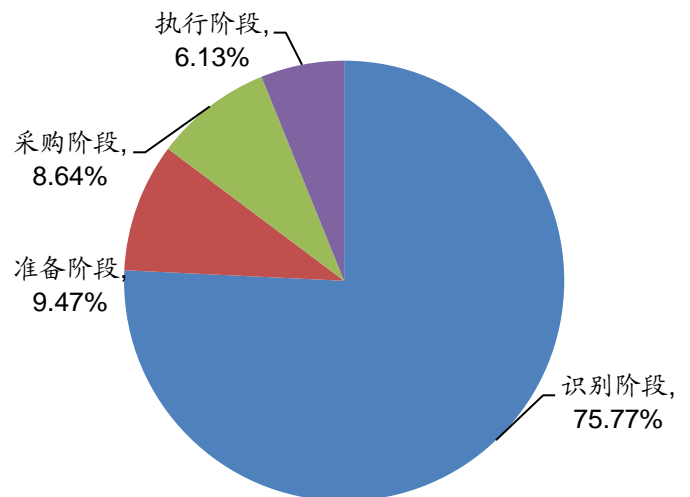
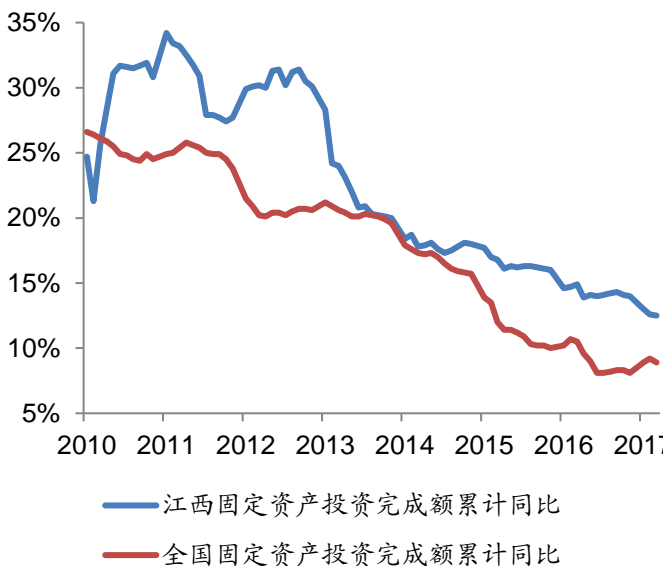
1、基建用钢需求:PPP落地推短期钢需上升,“十三五”促中长期钢需增长

自2010年5月开始,江西省固定资产投资累计同比增速快于全国。截至2017年4月,江西省固定资产投资累计同比增速为12.50%,高于全国平均3.60%。江西省人民政府2017年《政府工作报告》中提到,2017年全省经济社会发展的预期目标是固定资产投资增长13.5%左右,增速比2016年降低0.5个百分点,但总体而言预期增速仍处于较高位置,高于全国9%的固定投资增速预期。

根据江西省财政厅PPP中心2017年4月10日发布的《江西省财政系统政府和社会资本合作(PPP)项目进度季报》显示:截至2017年3月31日,江西省共有359个项目纳入全省PPP项目库,总投资额2096.1亿元。其中:识别阶段项目272个,总投资额1443.02亿元;准备阶段项目34个,总投资额258.27亿元;采购阶段项目31个,总投资额251.12亿元;执行阶段项目22个,总投资额143.69亿元。

图11: 2010-2017年江西省固定资产投资增速和全国固定资产投资增速对比

图12: 截止2017年3月31日,江西省PPP项目分阶段情况



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

数据来源: 江西省财政厅PPP中心、广发证券发展研究中心

此外,PPP项目落地速度的提升将促进基建领域钢材需求释放。根据财政部PPP中心数据统计,以执行阶段项目数与准备、采购、执行等3个阶段项目数总和的比值计,截至2016年9月30日江西省PPP项目落地率为15.50%,2017年3月31日入库项目的落地率上升到25.29%,比半年前提高了9.79%,PPP项目落地速度明显加快。此外,江西省财政厅2016年11月发布《关于进一步加快推进政府和社会资本合作

《(PPP)项目实施的通知》以加快PPP项目落地实施,在政策驱动下,预计未来江西省PPP项目落地速度将进一步加快。

表 7: 江西省关于加快 PPP 项目落地实施的政策要求

指标	具体内容
时间要求	凡是进入 PPP 综合信息平台的 PPP 项目必须在项目发起时 1 年内完成政府采购阶段,逾期未完成的,将调出 PPP 综合信息平台,同时省财政专项奖补资金不予支持。
惩罚措施	对进展缓慢以及不合规的 PPP 项目等,将责令当地整改落实,情节严重的将予以全省通报批评,并取消该县(市、区)当年内省财政专项奖补资金申报资格。
财政扶持	各市、县(区)财政局要通过投资补助、担保补贴、贷款贴息等多种方式,加快 PPP 项目实施落地。
社会融资	引导相关企业或私募基金发起设立专项用于 PPP 项目的基金,吸引银行、保险等金融机构及其他社会资本参与,要积极与中国政企合作投资基金做好项目对接,为 PPP 项目提供持续的投融资服务。

数据来源:江西省财政厅、广发证券发展研究中心

长期而言,根据江西省发改委办公室2016年2月19日发布的《江西省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》,江西省将坚持网络化布局、智能化管理、一体化服务方向,统筹铁路、公路、航空、水运建设,形成以南昌为中心,内外通道联通、城乡覆盖广泛、节点功能完善、运输服务高效的现代综合交通运输体系,构建对接“一带一路”和长江经济带的战略大通道。方大特钢主要生产地点在江西南昌,“昌九一体化”建设以及交通网络完善有利于公司长材销售区域扩大。

表 8: 江西省“十三五”规划中关于“构筑现代基础设施新支撑”部分内容

主要内容	具体措施
推进主要铁路通道快速化	进一步加快铁路干线尤其是快速铁路建设,建成昌吉赣客专、武九客专、合九客专、赣深客专、九景衢铁路、蒙西至华中铁路煤运通道岳吉段、吉永泉铁路等重点铁路工程,积极推进城际铁路建设,形成对接周边、联通重要经济区的铁路快速通道,构建“五纵五横”铁路网主骨架。
提升公路网络化水平	建设路网完善、畅通高效、安全可靠、服务优质的公路体系。实施 1000 公里高速公路建设工程,全面打通出省高速通道,建成“四纵六横八射十七联”高速公路网。实施 4000 公里国省道升级改造和 1.6 万公里路面养护改造工程,普通国道二级以上比例达到 95%、省道二级以上比例力争达到 65%。实施 1.2 万公里农村公路改造工程。
增强港航通行能力	建设通江达海、干支畅达的水运大通道。重点实施长江江西段、赣江、信江高等级航道建设,形成以长江九江段一级航道、南昌至湖口二级航道、赣州至南昌、贵溪至都昌三级航道为主,干支航道有机衔接的“两横一纵”高等级航道网络。着力加强以九江港、南昌港两个国家级内河港口为主体,赣江、信江及鄱阳湖区域性港口为补充的港口群建设。
完善机场布局	推进南昌昌北国际机场改扩建、景德镇机场迁建、宜春明月山机场改扩建工程,建设鹰潭、抚州、瑞金 4C 级支线机场。完成赣州黄金机场、吉安井冈山机场改扩建。支持做大江西航空公司。适应国家低空空域开放趋势,大力发展通用航空,建设一批通用机场。到 2020 年,形成以南昌国际航空港为龙头的“一千九支”机场布局,旅客吞吐总量突破 1600 万人次。

数据来源:《江西省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》、广发证券发展研究中心

2、地产用钢需求:江西省地产投资规模持续扩张、增速高于全国均值

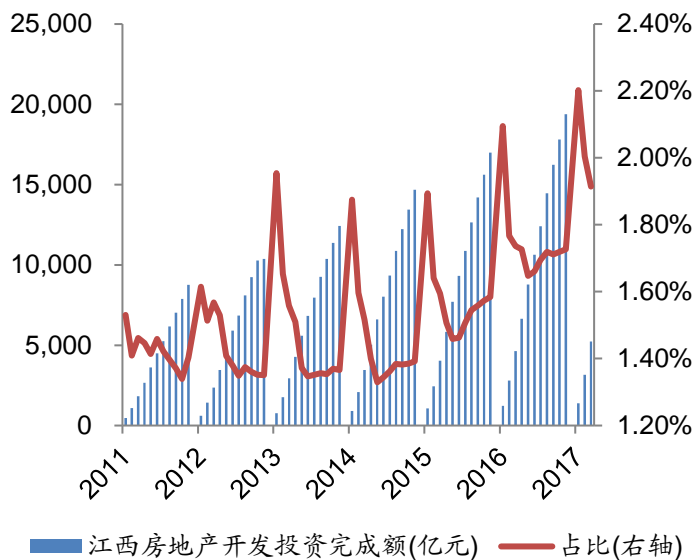
江西省地产投资规模持续扩张、且增速高于全国均值,我们可以通过以下两个数据来验证。

(1) **江西省房地产开发投资完成额占全国比重**: 2011-2017年, 江西省房地产投资开发完成额占比呈现震荡走高的状态, 截至2017年4月, 江西省房地产开发投资完成额达到5225.52亿元, 占全国比重达到1.91%, 同比增加0.18%, 从2010年12月算起, 累计上升0.45%。

(2) **江西省房地产开发投资完成额增速**: 2014年8月份以来, 江西省房地产开发投资完成额累计同比增速开始超过全国均值。截至2017年4月, 江西省房地产投资完成额累计同比增速达到20.50%, 较全国房地产投资完成额同比增速高11.20%。

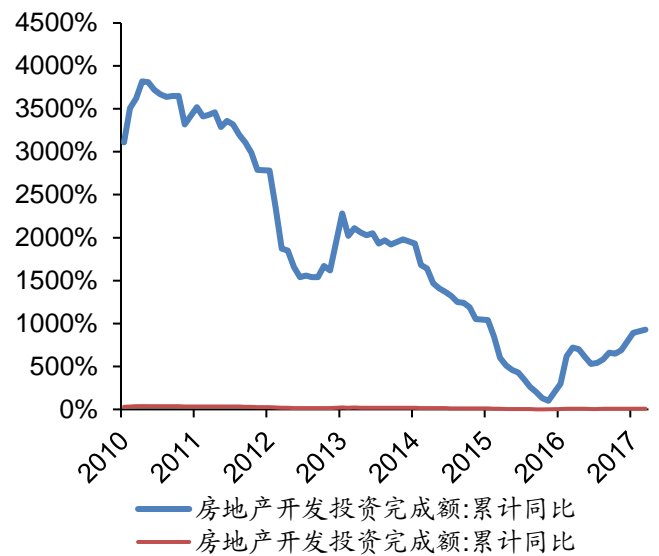
综上所述, 我们可以分析得出: 在其他条件不变的情况下, 江西省基建和地产投资规模以快于全国平均的速度持续增长, 将使得江西省区域需求及其增速由于全国平均; 此外, 结合江西省目前的发展现状, 2015年江西省城镇人口占比仅为51.62%, 低于全国平均4.48个百分点, 在31个省、市、自治区中排名第十九位, 城镇化发展空间较大, 预计江西省内长材需求有望稳中有升。

图13: 2011-2017年江西省房地产开发投资完成额规模持续扩张、占比持续走高



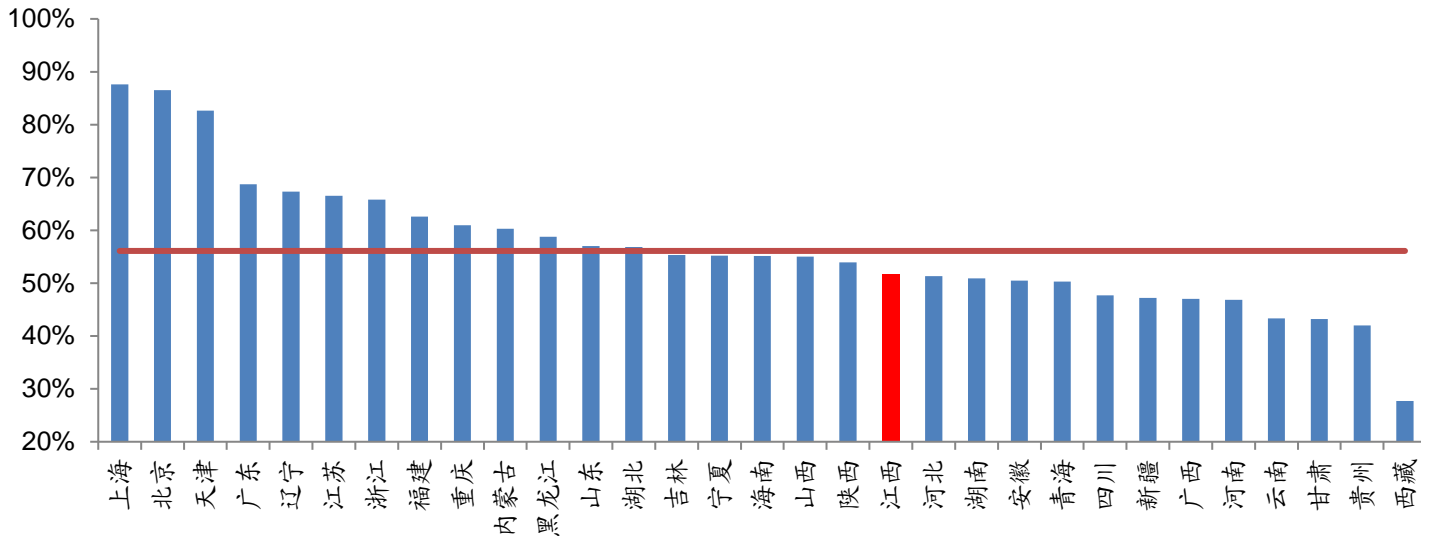
数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图14: 2014年8月开始江西省房地产开发投资累计同比增速显著快于全国平均



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

图15: 江西省2015年城镇人口占比仅为51.62%, 低于全国平均4.48%、位于全国第十九位

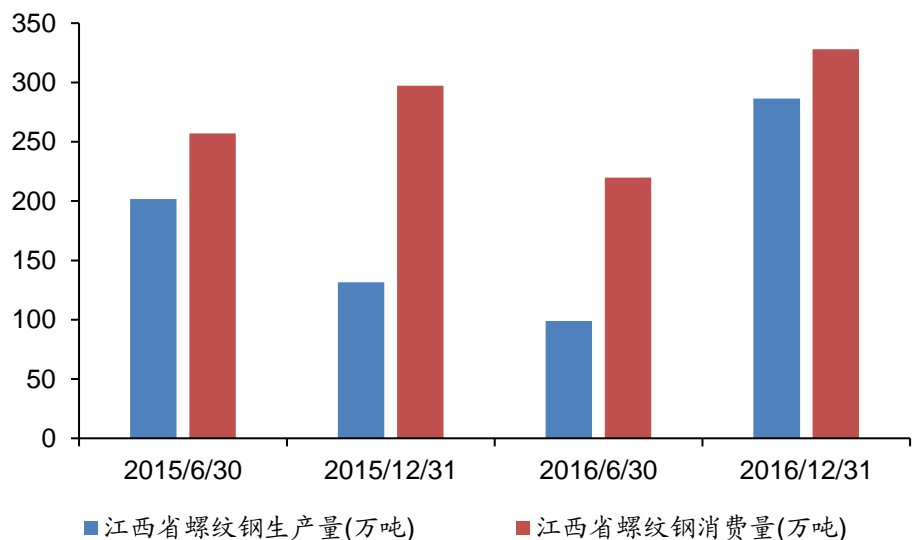


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

3、螺纹钢市场：江西省为螺纹钢的净消费省，省内呈现供不应求局面

根据我的钢铁网数据统计，2015-2016年江西省螺纹钢消费量大于产量。2016年，江西省全社会螺纹钢消费量为547.84万吨，而钢厂螺纹钢生产量只有385.43万吨，存在着162.41万吨的供给缺口。也就是说，江西省是螺纹钢净消费省，其螺纹钢市场呈现供不应求的局面。

图16：2015-2016年江西省螺纹钢消费量大于产量



数据来源：我的钢铁网、广发证券发展研究中心

(二) 供给：省内竞争相对有序、临近省份钢企高运费增强市场壁垒

根据公司2016年年报，公司建材产品主要在江西省内销售。根据上述需求分析可知，江西为螺纹钢的净消费省。因此我们对于长材供给端的分析则主要集中于省内和临近省份长材供应商。

1、江西省内：市场竞争相对规范有序，方大特钢综合优势明显

江西省内有三个较为大型的钢铁企业，产量较大的包括方大特钢、江西萍钢（江西萍钢实业股份有限公司）和新钢股份。根据公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》显示：新余钢铁股份有限公司（简称新钢股份）为公司主要竞争对手。

新钢股份：主导产品为板材，螺纹钢产量和占比均较低。2016年螺纹钢及圆钢总产量163.46万吨，只占到该公司总钢材产量的19.52%。新钢股份以生产板材为主，螺纹钢产量占比较低，其主营产品构成与公司主营产品不同。

江西萍钢：螺纹钢产量及占比均较高。具备上百万吨钢筋产能，2016年螺纹钢产量达到521.80万吨；但其与方大特钢同属方大钢铁集团旗下，方大钢铁集团建立了集团内部销售市场整合方案以减少集团内部钢企相互竞争。根据新华网江西频道2015年6月29日《方大钢铁集团：整合市场初战告捷月度创效2千余万元》报道：为解决各大钢铁公司各自为战的问题，方大钢铁集团制定了《方大钢铁集团钢材销售市场整合方案》，提出通过统一市场，消除内耗，实现集团和各企业效益的最大化。在集团的市场整合下，方大特钢螺纹钢在江西省内市场占有率已达到60%以上，位列第一位。

表 9：2016 年江西省内钢企竞争格局

钢企名称	2016 年螺纹钢产量(万吨)	螺纹钢产量占比	备注
方大特钢	226.01	68.06%	江西省内市场占有率 60%以上，省内市场占有率第一
江西萍钢	521.80	51.92%	方大特钢 2016 年年报显示，方大集团将旗下 29.9%江西萍钢股权交由方大特钢托管以避免同业竞争问题
新钢股份	小于 163.46	小于 19.52%	以生产板材为主，螺纹钢产量较低

数据来源：中国钢铁工业协会、公司公告、广发证券发展研究中心

2、临近省份：临近省份钢企进入市场所需高运费将提高进入壁垒

根据公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》，公司建材产品以南昌地区为主要销售区域就近销售，大部分产品在南昌市内消化；同时公司将通过南昌地区销售比例来降低物流成本。而江西临近省份钢企主要包括了湖南的华菱钢铁、湖北的宝钢（比较邻近江西的是鄂城钢铁）、安徽的马钢、上海的宝钢、福建的三钢、广东的韶钢等。

接下来我们主要从产品类型和运输费用两个角度来阐述方大特钢在江西市场的竞争优势，我们的判断前提和结论如下：

(1) 产品类型：如若产品类型不一致，则对公司的长材销售不构成竞争压力；

由此我们可以得到与公司形成直接竞争的有马钢股份、三钢闽光、韶钢松山；

(2) 运输距离：在其他条件相同的基础上，运输距离越远，运输成本将越高，其成本优势将随着运输距离增大而持续削弱。在其他条件不变的前提下，临近省份钢企进入江西市场的运输成本增加将导致其销售成本上升，公司在江西省内的销售最具成本优势。

表 10: 2016 年江西省附近省市钢企主要钢材产品及竞争力剖析

省市	钢企名称	长材销量 (万吨)	长材销量占比	主要钢材产品	对方大特钢长材销售的冲击
安徽	马钢股份	827.90	46.97%	冷热轧薄板、镀锌板、彩涂板、大小 H 型钢、高速线(棒)材、高速车轮	建材产品类型不同，吨钢运输成本高
福建	三钢闽光	NA	76.30%	螺纹钢、板材、制品盘圆、建筑盘螺等	90%建材在福建销售，10%销往邻近省份
广东	韶钢松山	NA	77.39%	中厚板材、工业用材和建筑用材、优特棒	以广东省为主要销售区域，销往南昌成本高
江西	方大特钢	289.40	77.74%	螺纹钢、弹簧扁钢、板簧	-
湖南	华菱钢铁	NA	25.77%	无缝钢管、线材、棒材、螺纹钢、热轧超薄带钢卷、涂镀钢板、中小型材、热轧中板等	以中南地区为主要销售区域，钢筋产量占比低
上海	宝钢股份	未披露	未披露	冷轧碳钢板卷、热轧碳钢板卷、钢管产品	产品不同，运输成本高

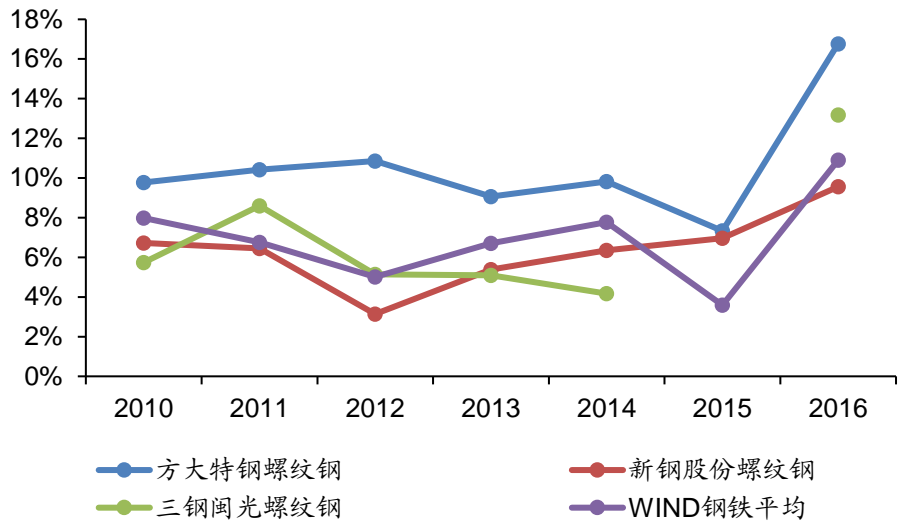
数据来源：中国钢铁工业协会、公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 竞争优势：原材料、人工等成本控制能力突出，盈利能力强于行业平均及主要竞争对手

江西省为长材的净消费省，地产、基建投资增速均快于全国平均，且该区域需求呈现稳中有升的格局。公司在供给端竞争优势明显，省内钢企竞争相对规范有序；临近省份跨省市销售不具备成本优势，公司目前长材销售市占率第一。那么，在这样的供需格局下，公司普钢长材的盈利能力怎样？其竞争力是不是可持续？

我们首先从行业平均、省内和临近省份竞争对手三个方面来对比分析公司的普钢长材的盈利能力：(1) **行业均值**：公司螺纹钢毛利率常年保持在 9%-10% 水平，2015 年受钢铁行业整体行情影响，螺纹钢毛利率下跌到 7.33%，但其毛利率仍常年高于行业整体毛利率。2016 年，受钢铁行业整体行情向好影响，公司螺纹钢毛利率大幅上升至 16.77%。(2) **省内竞争对手**：2010-2016 年公司螺纹钢平均毛利率为 10.58%，远高于与公司同样处于江西省的新钢股份螺纹钢平均毛利率 (6.37%)。(3) **临近省份竞争对手**：毗邻江西的三钢闽光与公司一样，以生产螺纹钢为主，但其毛利率常年低于公司，2015 年更是面临了亏损局面；2016 年，三钢闽光螺纹钢的毛利率为 13.18%，低于公司 3.59 个百分点。

图 17: 方大特钢螺纹钢毛利率远高于同类型公司螺纹钢毛利率

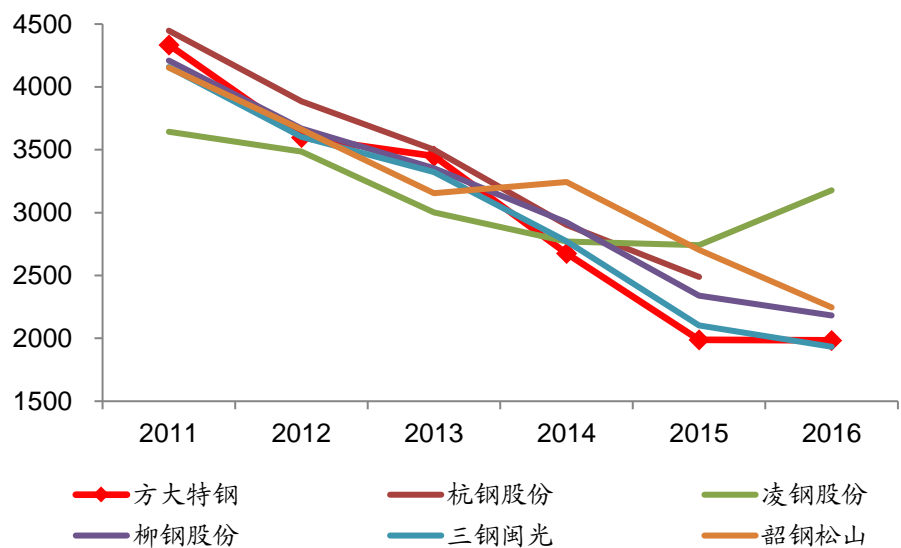


数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

总体而言，公司螺纹钢盈利能力在同行业、同区域钢企中具有显著的竞争优势。那么接下来，我们将深入剖析其盈利能力强的深层原因。由于普钢长材产品同质化较高、区域内的价格差距较小，因此我们将研究重心转移到成本控制领域。

为探究公司普钢产品的成本控制能力，我们将方大特钢与其他公司长材产品吨钢成本进行了比较，为保持可比性我们选取了钢铁行业中2011-2016年长材产量占比大于50%的公司进行比较。从趋势上看，2011-2016年公司普钢产品的吨钢完全成本呈现逐年下降的态势。2011年公司长材产品吨钢完全成本为4334.84元/吨，其他可比公司长材产品完全成本普遍处于高位。随后公司吨钢完全成本逐年下降，2016年公司长材产品吨钢完全成本已经降到1984.25元/吨，处于同类型公司的较低水平。

图18：方大特钢长材吨钢完全成本逐年下降、且处较低水平（单位：元/吨）



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

备注：（1）长材吨钢完全成本=（长材原材料成本+长材人工+长材折旧+长材燃料及动力成本+其他成本+期间费用）/长材产量；（2）由于公司年报没有披露详细产量数据，方大特钢

2011-2013年长材产量=长材营业成本占比*钢材总产量；（3）由于三钢闽光没有公布具体产品成本，其吨钢完全成本=（原材料成本+人工+折旧+燃料及动力成本+其他成本+期间费用）/钢材总产量；（4）由于杭钢股份2016年完成了重大资产重组，主营业务发生了变更，重组后公司主要产品为热轧卷板，不以长材为主，故不将其2016年长材成本作比较。

就截面数据而言，2016年，公司长材产品完全成本在五个长材占比大于50%的公司中属于较低水平，其长材吨钢制造成本处于同类型公司中最低水平。2016年，公司长材产品吨钢制造成本（剔除折旧）为1744.77元/吨，处于同行业最低水平，远低于同样以螺纹钢生产为主的三钢闽光的剔除折旧后的吨钢长材吨钢制造成本，比三钢闽光低65.81元/吨。

表 11：2016 年长材占比大于 50%的公司，长材吨钢完全成本比较

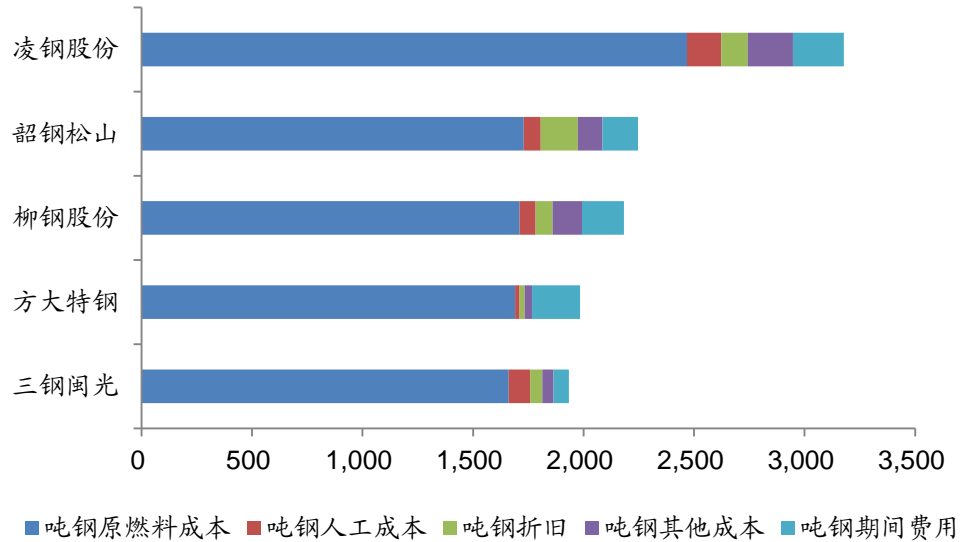
钢企名称	剔除折旧的吨钢制造成本 (元/吨)	吨钢折旧 (元/吨)	吨钢期间费用 (元/吨)	长材吨钢完全成本 (元/吨)	长材销量 (万吨)	长材占比	长材类型
方大特钢	1744.77	22.59	216.89	1984.25	289.40	77.74%	螺纹钢、优线
三钢闽光	1810.58	54.07	68.57	1933.22	NA	76.30%	螺纹钢、光面圆钢、光圆钢筋、制品盘圆等
柳钢股份	1915.46	77.10	189.63	2182.18	470.63	85.72%	中型材、小型材
韶钢松山	1918.00	167.57	160.79	2246.36	NA	77.39%	中型材、小型材、棒材、线材
凌钢股份	2826.96	119.92	230.41	3177.30	351.81	73.00%	棒材、线材

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

备注：尚未披露产品产销量企业的长材占比计算公式为：长材营收/钢铁行业营收

为了探究公司成本优势的来源，我们对其2016年完全成本进行拆解分析，并与其他同类型公司进行了比较。（1）从完全成本构成上来看，2016年方大特钢原燃料成本是完全成本中的主要构成，占比达85.18%，而后是期间费用（10.93%）、折旧（1.14%）和人工成本（1.04%）。（2）从同类型公司对比来看，方大特钢吨钢人工成本、吨钢折旧都处于同类型公司的最低水平，吨钢原燃料成本仅次于三钢闽光，吨钢期间费用处于偏高水平。可见，方大特钢的成本优势主要来源于其原燃料成本控制、人工成本控制和折旧控制三大方面。

图 19：2016 年方大特钢长材吨钢完全成本剖析（单位：元/吨）



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

为探究方大特钢是如何达到这一成本优势的,我们分别原燃料成本、人工成本、制造费用分别探讨方大特钢降本增效的措施及其效果。

1、原燃料成本: 优化物流方式就近采购, 节能降耗提高自发电率

(1) 方大特钢原燃料降本措施: 在原材料采购方面, 选择就近采购, 降低运输成本, 同时利用自有矿山信息, 对矿石价格进行有效测算, 提高议价能力; 通过优化物流运输方式, 公司降低了物流运输成本; 通过充分利用余热、余气、余压等二次能源发电, 推进能源循环综合利用最大化和能源消耗最小化。

表 12: 方大特钢原燃料降本增效措施

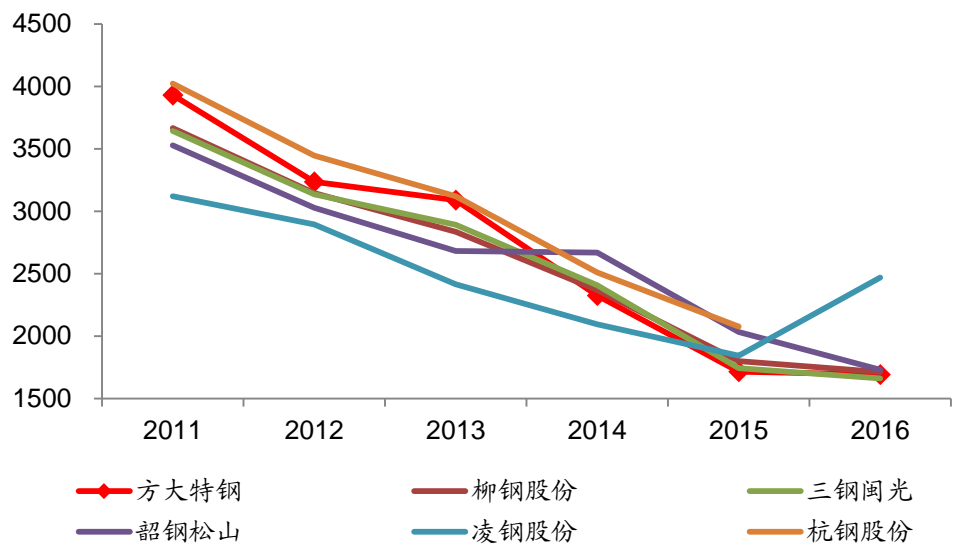
降本方向	具体措施	信息来源
就近采购	公司 2016 年原料采购国内铁矿石共计 145.7 万吨, 国内矿主要从湖北、江西、安徽、广东等周边省份采购	公司 2016 年年报
打破信息不对称, 提高议价能力	由于自有矿山地处南北, 采矿方式兼具露采、平硐、井采, 使得公司对南方铁矿石矿性及主要生产成本有直接了解, 在国内矿采购过程中对对方的成本、价格有直接的测算依据, 便于与供应方沟通谈判	公司 2016 年 5 月公布的《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》
优化原材料物流方式	充分利用赣江航道, 改变以往以铁路运输为主的模式, 加大铁矿石水陆联运力度, 增加焦煤、生铁等原料的水运方式, 降低物流成本	公司 2016 年 5 月公布的《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》
提高自发电率, 降低燃料动力成本	近年来, 方大特钢充分利用余热、余气、余压等二次能源发电, 先后投资建设了焦化干熄焦余热发电、TRT 高炉煤气余压发电、烧结合余热发电、汽轮蒸汽发电等 7 台发电机组, 推进能源循环综合利用最大化和能源消耗最小化。2015 年公司自发电率 44.6%, 同比上升 6.27 个百分点。吨钢综合能耗 540.31kgce/t, 同比下降 10.56kgce/t, 节能降本 3200 万元。	《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》和公司官网 2017 年 4 月 5 日新闻 http://www.fangda-specialsteels.com/web/News.aspx?S_Id=4335

数据来源：公司官网、《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》、广发证券发展研究中心

(2) 方大特钢原燃料降本效果：2011年，方大特钢吨钢原燃料成本为3929.36元/吨，2015年则下降到1713.33元/吨，降幅达到129.34%。吨钢原燃料成本处于同类型公司最低水平。2016年，方大特钢吨钢原燃料成本继续下降至1,690.14元/吨。总体而言，方大特钢在原燃料成本控制方面效果显著，2011-2016年吨钢原燃料成本大幅下降并处于同类型公司中较低水平。

目前，公司拥有新余方大九龙矿业有限公司、本溪满族自治县同达铁选有限责任公司、郴州兴龙矿业有限公司等矿石公司的控股权。公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》显示：方大特钢旗下的这三大矿石公司铁矿石总储量达到8313.11万吨。2015年，这三家铁矿石公司只有本溪满族自治县同达铁选有限责任公司投产，且其矿石均在辽宁省就近销售。位于江西省的新余方大九龙矿业有限公司已取得采矿许可证，但由于2015年国内矿价持续走低，矿体挖掘工作尚未开工建设。由于新余方大九龙矿业有限公司位于江西省，距离方大特钢较近。未来，矿业公司开工后将有利于提高方大特钢铁矿石自给率，优化铁矿石的采购渠道，进而进一步降低原料成本。

图20：2011-2016年方大特钢长材吨钢原燃料成本同行业对比（单位：元/吨）



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

备注：由于杭钢股份2016年完成了重大资产重组，主营业务发生了变更，重组后公司主要产品为热轧卷板，不以长材为主，因此不将其2016年长材成本作比较

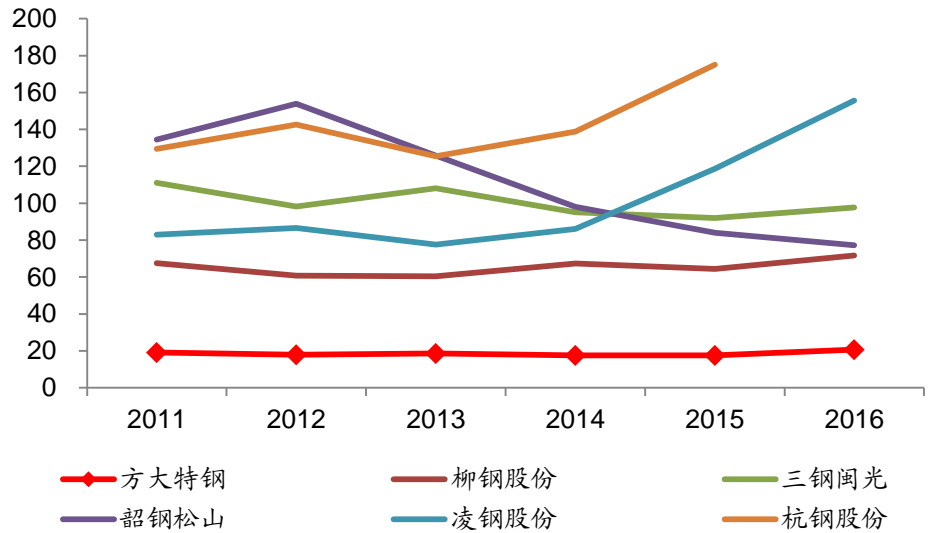
2、人工成本：技术攻关提高自动化率，以降低人工成本

(1) 方大特钢人工成本降本措施：方大特钢通过技术研发来实现机械化作业代替人工作业，降低人工成本。公司官网2017年2月23日名为《2017年公司级33项科技攻关项目已审定》的新闻提到：公司将实施《四轴三联动全自动机器人的研发》攻关，四轴三联动机器人研发成功后，将带动焊接系统的焊枪作业，实现单人对复杂机械构件的堆焊修复，提高堆焊修复质量和速度，降低工人的劳动强度。

(2) 方大特钢人工成本降本增效成果：根据年报数据统计，2011-2016年方大特钢维持同类型公司最低水平，2016年吨钢人工成本为20.65元/吨，远低于三钢闽

光（97.72元/吨）、韶钢松山（77.27元/吨）、柳钢股份（71.78元/吨）、凌钢股份（155.64元/吨）。由此可见方大特钢人工成本控制能力较强。随着公司智能化和信息化两化融合的推进，未来自动化率将进一步降低，工厂人工成本有望进一步降低。

图21：2011-2016年方大特钢长材吨钢人工成本同行业对比（单位：元/吨）



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

备注：由于杭钢股份2016年完成了重大资产重组，主营业务发生了变更，重组后公司主要产品为热轧卷板，不以长材为主，因此不将其2016年长材成本作比较

3、制造费用：产研学合作实现技术攻关，小改小革降低制造费用

(1) 方大特钢制造费用降本措施：方大特钢通过产研学合作、技术攻关、小改小革来实现制造过程中制造费用的下降。公司与北京科技大学合作“炼钢-连铸”过程进行了改进，通过引入智能系统、完善流程管理，降低制造费用。

表 13：制造过程降本增效措施及成果

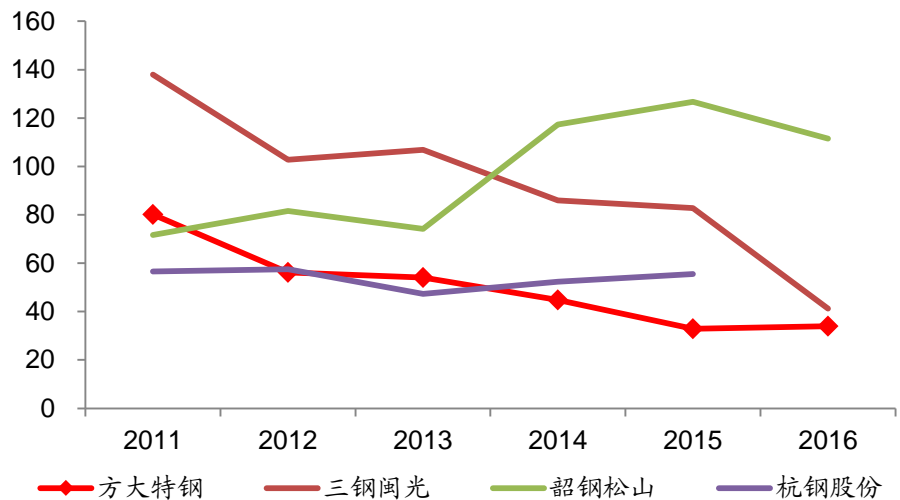
降本方向	具体措施	成果	信息来源
炼钢-连铸过程精益制造技术的改造	从工序层面，研发转炉炼钢和方坯连铸工序的工艺精益控制技术，解决关键工序工艺控制的精准率不高问题；从工序关系层面，提出工序的协调运行与优化技术，解决工序间协调匹配问题	炼钢-连铸过程精益制造技术应用于实际生产后，转炉冶炼钢种的临时改判、连铸坯的质量改判现象减少吨钢合金料消耗成本、吨钢辅料成本、转炉吨钢氧耗量大幅度降低。	方大特钢官网新闻《方大特钢：打造智能工厂实现转型升级》 http://www.fangda-specialsteels.com/web/News.aspx?S_Id=4112
	从全流程层面，开发“规则+算法”的精细生产计划与动态调度技术，解决多品种、小批量订单生产排产和调度困难的问题		
技术降本，让低品质铁矿成为高炉可用的	组织实施《炼铁系统有害元素平衡研究与控制》攻关项目，通过分析高炉炼铁过程中有害元素，找出控制有害元素负荷的计算方法	让低品质铁矿成为高炉可用的原料	方大特钢官网新闻 http://www.fangda-specialsteels.com/web/N

原料	及应对措施		ews.aspx?S_Id=4160
技术攻关、稳定生产	从预装准备、轧线整改入手，开展生产稳定攻关。包括：切分轮及分料槽改进，解决切分轮粘铁跑钢问题；轧机机架稳定性改进，解决轧机弹跳大、料型不稳定造成跑钢问题	2016年，方大特钢螺纹钢综合成材率指标在中钢协全国对标排名第一	方大钢铁集团官网新闻 http://www.jxfangda-steels.com/index/article/id/292.html
利用大数据对设备进行维护	建立设备运行数据信息库，通过对数据分析，制定合理的寿命周期和定修计划，减少事故、故障的发生	2016年全年，公司实施小改小革1397项、修旧利废7515项次，共产生经济效益7768.4万元	

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

(2) 方大特钢制造费用降本成果：2011-2016年，方大特钢长材吨钢制造费用整体呈现下降趋势。2011年方大特钢长材吨钢制造费用为80.13元/吨，2016年则下降到33.99元/吨，降幅达到57.59%。从同类型公司对比来看，长材占比过半的六家公司中有四家公布了其具体产品的制造费用，**2014-2016年，方大特钢长材吨钢制造费用处于同类型公司中最低水平。**可见方大特钢在技术上的小改小革和技术攻关为其带来了制造费用的逐步下降，并逐渐成为其成本优势的来源之一。

图22：2011-2016年方大特钢长材吨钢制造费用同行业对比（单位：元/吨）



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

注：由于杭钢股份2016年完成了重大资产重组，主营业务发生了变更，重组后公司主要产品为热轧卷板，不以长材为主，因此不将其2016年长材成本作比较

(四) 供给侧改革：“地条钢”退出利好长材钢企，产能收缩利好龙头钢企

1、供给端实质性收缩后，龙头公司有望提高市场占有率和议价能力

江西省人民政府2016年8月15日发布的《江西省钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展实施方案的通知》中提到：“十三五”期间，全省压减粗钢产能433万吨，2016

年底前全面完成压减产能任务，到2020年产能利用率提高到85%以上。过剩产能的退出将带来供给端的实质性收缩，进而利于区域龙头钢企方大特钢普钢的产能释放和销售。

表 14: 江西省压减产能涉及企业及其退出产能

序号	公司名称	退出粗钢产能 (万吨)	退出生铁产能 (万吨)
1	萍乡萍钢钢铁有限公司	60	50
2	江西萍特钢铁有限公司	155	-
3	樟树市兴隆特殊钢有限公司	18	-
4	江西省闽鑫钢铁有限公司	50	-
5	龙南县福丰钢铁有限公司	50	-
6	江西鹰翔钢铁有限公司	50	-
7	赣州市百丰建材有限公司	50	-

数据来源:《江西省钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展实施方案的通知》、广发证券发展研究中心

《江西省钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展实施方案的通知》中提到了化解过剩产能任务包括了:规模减量化、产品高端化、生产智能化、发展绿色化、产业协同化、市场国际化六大任务。由于方大特钢螺纹钢在江西省拥有60%以上市场占有率,公司有望在供给端实质性收缩后获得更强的定价权、扩大产品市占率、提升市场影响力。我们在表16中列出了江西省产能措施及其对方大特钢的影响。

表 15: 江西省化解过剩产能实现脱困发展部分任务

任务	具体要求	对方大特钢的影响
规模 减 量 化	严格禁止新增产能: 严禁以任何名义、任何方式备案新增产能项目,各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务。对违法违规建设的,要严肃问责。确因结构转型升级需要新建或技术改造的,按照等量或减量置换原则办理,确保不再新增产能。	由于方大特钢螺纹钢在江西省拥有60%以上市场占有率,公司有望在供给端实质性收缩后获得更多定价权、扩大产品市占率、提升市场影响力。
	依法依规退出产能: 加大淘汰落后产能工作力度,各地要加速淘汰现有落后钢铁产能。严格执行环保、能耗、质量、安全、技术等法律法规和产业政策,对达不到标准要求的钢铁产能要依法依规退出。	
	引导主动退出产能: 完善激励政策,鼓励钢铁企业通过多种途径主动压减退出部分产能。引导赣州、吉安、上饶等地的中小钢铁企业转型转产,发展特种用钢、钢结构等新产品,退出部分产能;通过联合重组,减量置换部分产能到沿江布局。鼓励萍乡萍钢钢铁有限公司主动压减产能,利用老厂区建设资源综合利用基地,退出部分产能。深化企业改革,支持城市钢厂实施环保搬迁,积极推进省内钢铁企业联合重组,进一步优化产品结构和产业布局,提高产业集中度,提升企业竞争力,退出部分产能。	

		(2) 搬至沿江有利于公司开拓省外市场。
产业协同化	通过上下游产业的互动发展,走产业链协同发展之路。推广应用钢结构建筑,在旅游景点、文化体育、教育医疗、交通枢纽、商业仓储等公共建筑中积极采用钢结构,在工业建筑和基础设施中提高钢结构的使用比例,在大跨度工业厂房中全面采用钢结构,在棚户区改造、新农村建设方面积极开展钢结构建筑试点。开展上下游供需双方的对接活动,促进钢材产品省内应用。重点推进钢铁企业与机械制造配套深加工企业、汽车零部件企业、输变电和电机企业、钢结构企业开展对接合作,形成产业联盟,促进上下游产业企业之间形成稳定牢固的供应链关系,成为抱团发展、合作共赢的利益共同体。	产业链上下游合作有利于方大特钢建立稳定的供应链关系,降低采购和销售成本。

数据来源:《江西省钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展实施方案的通知》、广发证券发展研究中心

2、“零容忍”打击“地条钢”，“地条钢”退出造成短期供应紧张和长期供给收缩

根据2017年1月11日新华网发布的《我国明确取缔“地条钢”时间表》，1月10日上午，在中国钢铁工业协会2017年理事（扩大）会议，国家发改委副主任林念修表示，2017年6月30日前，地条钢必须全部清除。国家层面首次明确地条钢取缔期限。

2017年2月7日，江西省召开专题电视电话会议，指出：在全省范围内全面彻底清除钢铁违规新增产能项目、严厉打击“地条钢”，必须做到“零容忍”、实现“零存在”在全省范围内打一场清除钢铁违规新增产能项目、严厉打击“地条钢”的“歼灭战”。

“地条钢”主要为建筑用长材，一方面，“地条钢”的退出将造成市场上短期长材供给供应紧张；另一方面，长期将使得长材供给实质性收缩。而根据公司2016年年报，公司长材产量占比达到77.54%、营收占比达到67.19%、毛利占比达到52.62%。因此，从短期和长期来看，“地条钢”的彻底退出将给公司的长材销售带来实质性利好。

本章总结：

螺纹钢、线材是公司主要普钢产品，2016年这两种普钢长材产量、营收、毛利分别为289.75万吨、59.96亿元和9.21亿元，占比分别达到77.54%、67.19%和52.62%。

需求：2016年，江西省全社会螺纹钢消费量为547.84万吨，而钢厂螺纹钢生产量只有385.43万吨，存在着162.41万吨的供给缺口。也就是说，江西省是螺纹钢净消费省，螺纹钢市场呈现供不应求的局面。此外，江西省基建和地产投资规模以高于全国平均的速度持续扩张，在其他条件不变的情况下，将使得江西省区域需求及其增速由于全国平均；此外，2015年江西省的城镇人口占比仅为51.62%，低于全国平均4.48%，在31个省、市、自治区中排名第十九位，省内长材需求有望稳中有升。

供给：长材销售主要竞争者为省内和临近省份同类型钢企。江西省内有三个较为大型的钢铁企业，产量较大的包括方大特钢、江西萍钢和新钢股份。其中：新钢

股份主营为板材；江西萍钢与方大特钢同属方大钢铁集团旗下，方大钢铁集团建立了集团内部销售市场整合方案以减少集团内部钢企相互竞争，省内市场则竞争相对规范有序。临近省份钢企从省外运来南昌的运输费用为45-160元/吨不等，运输成本较高，成本优势不足。此外，随着铁路混改步伐的进一步推进，未来铁路运价或将有所上调，铁路运输成本或将增加，省外钢企跨省市销售的竞争力将进一步削弱。

竞争优势：公司螺纹钢省内市占率达到60%；2010-2015年公司螺纹钢毛利率保持在9%-10%水平，高于行业平均（6.30%），高于主要竞争对手。2016年，公司螺纹钢毛利率分别达到16.77%，高于行业平均（10.90%）。总体而言，方大特钢螺纹钢盈利能力在同行业、同区域钢企中具有显著的竞争优势。通过吨钢成本的剖析，我们发现，其成本优势主要来源于原燃料成本、人工成本、制造费用的有效控制。

根据《江西省钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展实施方案的通知》，“十三五”期间，全省压减粗钢产能433万吨，2016年底前全面完成压减产能任务，到2020年产能利用率提高到85%以上，过剩产能的退出将带来供给端的实质性收缩。此外，“零容忍”打击“地条钢”，“地条钢”退出造成短期供应紧张和长期供给收缩。公司有望在供给端实质性收缩后获得更高定价权、扩大产品市占率、提升市场影响力。

二、特钢：弹扁、板簧、易切削钢领域龙头，创新与升级满足市场需求

方大特钢的特钢产品主要包括汽车板簧、弹簧扁钢和易切削钢。

(1) 弹簧扁钢：弹簧扁钢主要用于制作汽车弹簧板。根据方大特钢公司官网介绍和2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》，方大特钢拥有**100万吨**弹簧扁钢产能，其生产的弹簧扁钢多年保持国内占有率第一，**2015年**其国内市场占有率达到**51.21%**。

(2) 汽车板簧：汽车板簧又称钢板弹簧，是汽车悬架中应用最广泛的一种弹性元件。根据方大特钢公司官网介绍和2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》，方大特钢拥有**135万吨**汽车板簧产能，其国内市场占有率在**20%以上**，名列国内板簧市场第一位。

(3) 环保型易切削钢：具有深拉不开裂、高速易切削、环保不含铅等特点，可完全替代含铅易切削钢，减少铅等有害元素对环境的污染。方大特钢目前拥有**10万吨以上**易切削钢产能。根据方大特钢公司官网介绍，易切削钢在**2015年**的市场份额占据了**45.33%**，居国内第一。

表 16：方大特钢主要特钢产品概况

产品名称	特点	市场占有率	市场地位	产能	应用领域
弹簧扁钢	主要为汽车减震、防震部件，规格范围为宽度 44~150 毫米、厚度 5~50 毫米，主要用于制作汽车弹簧板	51.21%	国内第一	100 万吨	汽车制造业
汽车板簧	若干片等宽但不等长的合金弹簧片组合而成的一根近似等强度的弹性梁	20%以上	国内第一	13.5 万吨	汽车制造业
环保型易切削钢	具有深拉不开裂、高速易切削、环保不含铅等特点，可完全替代含铅易切削钢，减少铅等有害元素对环境的污染	45.33%	国内第一	10 万吨以上	电子、五金、汽车零部件

数据来源：公司官网、公司公告、广发证券发展研究中心

（一）弹簧扁钢：种类全、性能优夯实竞争优势，技术创新、产品升级稳固龙头地位

1、市场需求：汽车在我国仍处普及期，汽车需求持续放量

公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》显示：弹簧扁钢主要销售区域为国内市场。而弹簧扁钢是制作汽车悬架系统重要零部件，因此对于弹簧扁钢需求的分析我们将集中于汽车领域。

我们在2017年4月13日发布的《特钢专题报告之一：从需求说起——三驾马车驱

动需求，转型升级加速发展，看好特钢行业投资机会》中提到，目前我国人均汽车保有量较低，汽车产业仍处普及期，汽车需求将持续放量。根据中国汽车工业协会统计数据，2008年以来我国汽车保有量快速增长，2016年达到1.94亿台，相比2008年大幅增长198.46%；2016年我国千人汽车保有量仅为141台，落后于世界平均水平的165台/千人，仅为美国的1/6，韩国的1/3（根据世界汽车组织提供的数据，2015年美国、意大利、日本、德国、英国、法国、韩国和台湾地区的千人汽车保有量分别为799、694、610、602、569、567、397和320台）。因此从人均汽车保有量上看，目前我国汽车仍处于普及期，未来汽车需求有望持续放量、发展空间仍然较大。

2、发展趋势：汽车技术的进步对弹簧扁钢的性能和质量提出更高要求

汽车工业技术的发展进步对汽车钢板弹簧提出了越来越高的舒适性和疲劳寿命要求，进而对弹簧扁钢的化学成分和纯净度提出了越来越高的要求。张先鸣2017年2月在汽车观察中发布的文章《汽车悬架系统用弹簧钢的发展》中提到了汽车悬架系统用弹簧使用要求，包括要在高应力条件下具有高疲劳寿命、高抗弹性松弛性能、高淬透性、高低温冲击韧性、高抗蚀性、高性价比、高质量稳定性与安全性等等。

表 17：汽车悬架系统用弹簧扁钢使用性能要求

性能	具体要求
高应力条件下具有高的疲劳寿命	疲劳试验应力最大为 906MPa，最小为 388MPa，抗拉强度要求提高至 2000MPa。汽车制造提出了对悬架系统用弹簧 8 年免维护要求
高的抗弹性松弛性能	在满负载高密度运行的条件下，服役年限里不产生弹性松弛
高的淬透性	为适应快速、重载车辆的发展需要，弹簧线径趋于增大，这就必然提出淬透性要求。新型弹簧钢需在油中淬火(热淬火)的淬透性达到 25mm，在水溶性淬火(冷处理)中需能够达到 45mm 方能为重型载货汽车的少片变截面板簧提供高性能的弹簧钢材料
高的低温冲击韧性	金属材料在低温条件下韧性会下降，有些材料降低较显著，这势必使常温下运行的车辆在低温下产生脆断，悬架系统弹簧在低温环境下的冲击功应不小于 8J
高的抗蚀性	汽车悬架系统用弹簧常年在恶劣的环境下工作，其防蚀性要求很高
高的性价比	目前我国汽车悬架系统用优质弹簧钢供应紧张，有部分需要进口，价格上难以完全承受，因此对高性能弹簧所用弹簧钢材料有性价比要求
高的质量稳定性与安全性	这是最关键的，为此对汽车悬架系统用弹簧提出零缺陷要求

数据来源：张先鸣《汽车悬架系统用弹簧钢的发展》、广发证券发展研究中心

3、竞争优势：品牌知名度高、弹扁种类全、性能优，研发团队优秀、客户稳定

根据公司官网、公司2015年5月8日发布的《关于2014年年度报告事后审核意见回复的公告》级公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》显示，方大特钢弹簧扁钢的产品优势主要体现在：品牌知名度较高、性能优、标准高、种类全、设备先进、研发团队优秀等。

方大特钢弹簧扁钢竞争优势显著，根据方大特钢《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》，2015年公司弹簧扁钢国内市场占有率51.21%，为该细分行业龙头钢企。

表 18: 方大特钢产品种类齐全性能优，拥有优秀的产品研发团队

性质	具体要求
品牌知名度高	公司生产的“长力牌”汽车板簧系列产品拥有“长力”、“红岩”、“春鹰”三大知名品牌，被中国质量管理协会用户委员会、中国汽车工业协会市场贸易委员会列为全国首批“推荐商品”。
性能优	力学性能的抗拉、屈服、伸长、面缩等指标更优，综合性能的匹配优越，疲劳寿命更长、稳定性更好。2016年8月，方大特钢成功研发出研制开发出51CrV4（75x55）、52CrMoV4（100x56）矩型超厚截面弹簧扁钢新品，将矩型厚截面弹扁的规格从35—50mm厚度拓展到35—56mm厚度。该系列新产品的研发不仅满足了客户对汽车悬架系统用钢的特殊需求，且对提高汽车悬架系统可靠性、汽车轻量化以及满足我国高应力变截面板簧发展的需要具有重要意义。
标准高	公司高质量弹簧扁钢产品如 FAS3550、NHS3 等，采用一汽集团、南京依维柯等国内领先企业标准；出口弹簧扁钢产品如 51CrV4、52CrMoV4，力学性能指标直接引用 BS EN 10089:2002 标准（国际领先标准）。
种类全	公司弹簧扁钢产品全面覆盖了竞争对手产品的所有规格组距，对用户的保供能力远大于其他竞争对手。截至 2016 年 8 月，公司弹扁产品包括国标、日标、德标、美标以及为用户定制研发的 30 多个牌号，是国内品种规格最全、产能最大的弹扁生产企业。
设备先进	公司对原弹扁线进行改造，建设一条新的优特钢生产线，使弹扁年产能能力由30万吨迅速提高到60万吨；先后添置价值3000余万元的先进检验和实验设备，为产品质量检测和弹扁新品研发奠定基础。
优秀的团队	公司的弹簧钢生产与开发技术创新团队于 2011 年被授予“江西省优势科技创新团队”。企业技术研发机构有国家博士后科研工作站（2013 年授予）、江西省弹簧钢工程研究中心（2014 年组建）和省级企业技术中心（2003 年授予），拥有博士 7 人，硕士 31 人，教授级高级职称 8 人，高级工程师 52 人。截止 2015 年，方大特钢拥有有效专利权 133 项（其中发明 5 项、实用新型 128 项），拥有计算机软件著作权 6 项。
稳定的客源	公司凭借充分的保供能力和较为完善的产品服务，已奠定了在行业内的领先地位。主要客户有富奥辽宁汽车弹簧有限公司、东风汽车悬架弹簧有限公司、安庆安簧汽车零部件有限公司等国内知名汽车板簧生产企业，总客户数有 70 余家，客户群遍布全国 20 多个省市。

数据来源：《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》、公司官网、广发证券发展研究中心

通过分析我们可以得出，汽车产业的普及与汽车产量的增长将释放弹簧扁钢的需求。此外，随着汽车轻量化和高性能化要求的提高，对汽车零部件轻量化的要求也不断提高，也因此对弹簧扁钢的强度和设计应力提出了更高的要求，技术创新和产品升级也将成为企业在激烈的竞争中突围而出的有利武器。从总量和产品结构来看，汽车行业的现阶段的发展及发展趋势均利好上游龙头钢企，方大特钢有望凭借其多规模、优性能受益。

（二）汽车板簧：板簧龙头全产业链控制，成本及服务优势凸显

方大特钢拥有完整的“冶炼→轧制弹扁→板簧”产业链，在该产业链中，其一部分弹簧扁钢用以外销，另一部分则用以制造汽车板簧。

汽车板簧又称钢板弹簧，它一般是由若干片不等长的合金弹簧钢组合而成一组近似于等强度弹簧梁，在悬架系统中起缓冲及导向作用。汽车钢板弹簧主要用于重、中、轻、微各型载货车和各类客车。

我们根据国际汽车制造商协会公布的数据，从货车和客车生产趋势来探讨未来板簧需求的变化。

客车产量保持高速增长。根据汽车工业年鉴数据显示，1995-2015年，客车产量复合增长率达到16.47%。2013-2015年，客车同比增速分别为24.41%、22.88%、23.90%。货车产量近两年有所下降。载货车主要分为重卡和轻卡，重卡主要应用于工程运输和长途物流，轻卡则主要应用于城郊和城市短途物流。1995-2015年，载货车产量复合增长率为6.08%。

随着城市化进程和朱格拉周期的推进，《超限运输车辆行驶公路管理规定》的施行，预计工程类、物流类载货车需求及公交等主要客车类型产量将保持稳定增长，汽车板簧市场仍存在较大的空间。根据公司官网介绍，方大特钢拥有汽车板簧国内市场占有率20%以上，位列第一。方大特钢有望在稳定增长的板簧市场中获得收益。

图23：1995-2015年我国客车产量及增速

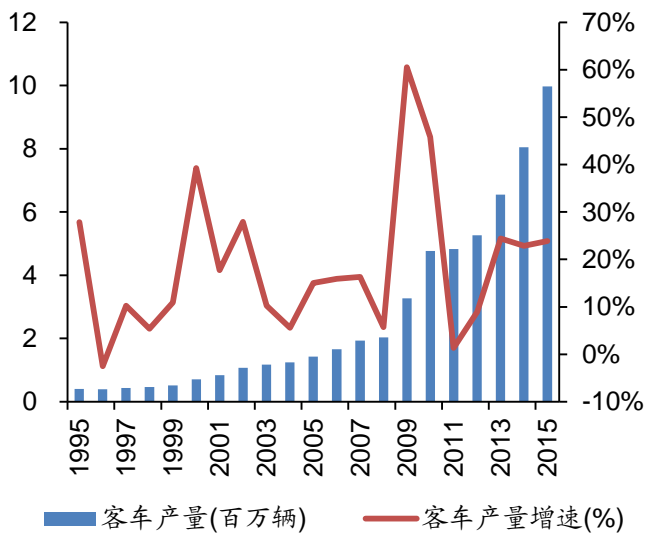
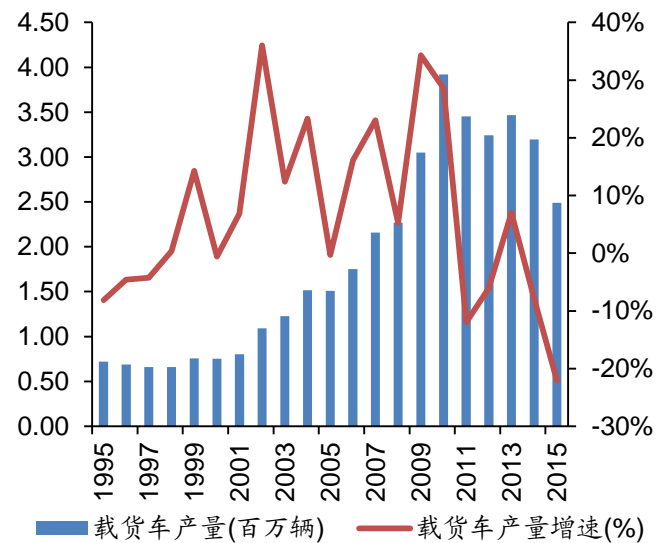


图24：1995-2015年我国载货车产量及增速



数据来源：国际汽车制造商协会、广发证券发展研究中心

数据来源：国际汽车制造商协会、广发证券发展研究中心

此外，公司致力于整合“弹扁—板簧”上下游供应链，从主机厂装车量、板簧厂库存及生产量、钢厂轧制交付周期等信息全流程和用户沟通，从提供简单的产品到为用户提供从计划排产、生产、发运、新品开发、市场研判等一整套“弹扁—板簧”供应链解决方案。全产业链的服务方式将显著增强客户黏性，并助力公司开拓和维护客户资源。

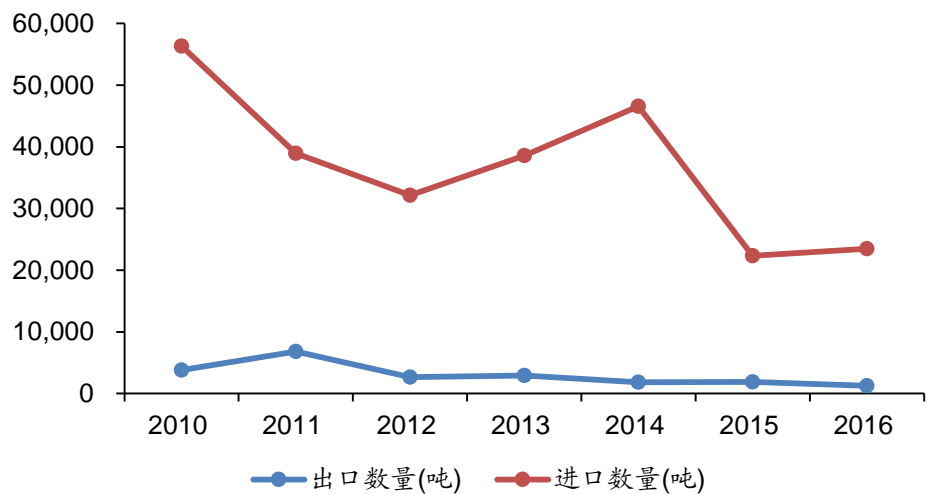
（三）易切削钢：政策红利提振国内需求，产品升级跻身国际市场

公司2016年5月26日公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》显示：易切削钢是公司实施“差异化”组合竞争战略的另一个拳头产品。2015年，方大特钢1215易切削钢占市场份额45.33%左右，稳居国内第一。

1、产品需求：国内易切削钢需求空间大，产品升级跻身国际易切削钢市场

国内需求：由于国内性能高的环保型易切削钢开发较晚，已有产品难以满足汽车行业精细化生产要求，因此过去几年，我国大部分易切削钢产品都从海外进口。根据海关总署公布的进出口数据，2010年，我国热轧易切削钢盘条进口数量为52506.93吨，出口数量仅仅只有3811.88吨。2010-2016年，我国易切削钢产品进口量远大于出口量，从产品进口量大的特点看出我国对易切削钢的需求较大。

图25：我国热轧易切削钢盘条进口数量远大于出口数量



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

2016年7月18日，工业和信息化部《关于印发工业绿色发展规划(2016-2020年)》的通知，提出“减少有毒有害原料使用。修订国家鼓励的有毒有害原料替代目录，引导企业在生产过程中使用无毒无害或低毒低害原料，从源头削减或避免污染物的产生，推进有毒有害物质替代。推进电器电子、汽车等重点产品有毒有害物质限制使用。”国家对环保的要求不断升级，传统的含铅易切削钢将逐渐被环保型易切削钢代替，环保型易切削钢市场具有很大的潜力。

国外需求：根据中国青年报原题为《方大特钢易切削钢产品跻身国际市场》的文章，2016年8月，方大特钢生产的22.912吨易切削钢的货轮从宁波港出海驶往东南亚，标志着方大特钢易切削钢产品首次实现出口，迈出了跻身国际市场的重要一步。文章提到，“为满足用户需求，该公司严格按照出口美国标准进行易切削钢成分的调整和精准控制，优化炼钢、轧钢工艺操作，精确控制轧制过程中的加热温度、过程料型、过程温度、轧制速度等，全过程做好质量跟踪，成品逐卷检测。并且，将生产钢坯由常规定尺11.4m改为8.6m，购置专用包装袋进行包装防护，以保证产品能顺利装入集装箱，实现安全运输。”

公司易切削钢产品跻身于国际市场体现出其产品在国际市场上竞争力的提升。随着研发升级，公司生产的易切削钢将能够满足越来越多的国内外企业质量要求。

未来全球制造业将更多地往东南亚等地区转移，预计未来东南亚易切削钢产品需求将进一步扩大。

2、产品优势：技术攻关、产品升级，易切削钢性能不断提高

公司通过不断的技术研发和产品升级提高产品性能的同时满足不同顾客的需求。2010年，公司成功研发出环保型易切削钢产品。2014年，公司对易切削钢工艺优化和产品开发试验，开展中碳易切削钢开发和直线度优化、端部剪切裂纹的缺陷分析，攻克技术上的难关。公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》中提到，易切削钢盘条规格总数达到了30个；进行了中碳硫系易切削钢1144FS开发，丰富易切削钢产品系列。随着国家对环保要求的提升以及汽车制造业对易切削性能要求的提升，公司易切削钢的技术研发将助力其进一步抢占市场。

（四）盈利与发展：盈利能力行业领先，调结构巩固细分领域龙头

1、行业龙头享增长红利，百万产能迎需求放量

公司具有百万吨特钢产能，是国内弹簧扁钢、板簧、易切削钢三大细分行业龙头。其生产的弹簧扁钢、汽车板簧和易切削钢国内市场占有率分别为51.21%、20%以上、45.33%，均排名该领域占有率第一位。根据公司官网及公司2016年5月公布的《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》显示，方大特钢拥有100万吨弹簧扁钢产能、13.5万吨板簧产能、10万吨以上易切削钢产能。作为行业龙头，方大特钢将在弹簧扁钢、板簧和易切削钢市场需求的增长中获益，而其百万吨特钢产能则有利于方大特钢更好地迎接这三大领域未来需求的持续放量。

表 19：方大特钢主要特钢产品产能情况及产品优势

产品名称	市场占有率	产能	优势
弹簧扁钢	51.21%	100 万吨	力学性能优、疲劳寿命长、种类齐全、客户稳定
汽车板簧	20%以上	13.5 万吨	拥有完整的“冶炼→轧制弹扁→板簧”产业链
环保型易切削钢	45.33%	10 万吨以上	环保无污染、切削性能强，产品不断创新升级

数据来源：公司官网、公司公告、广发证券发展研究中心

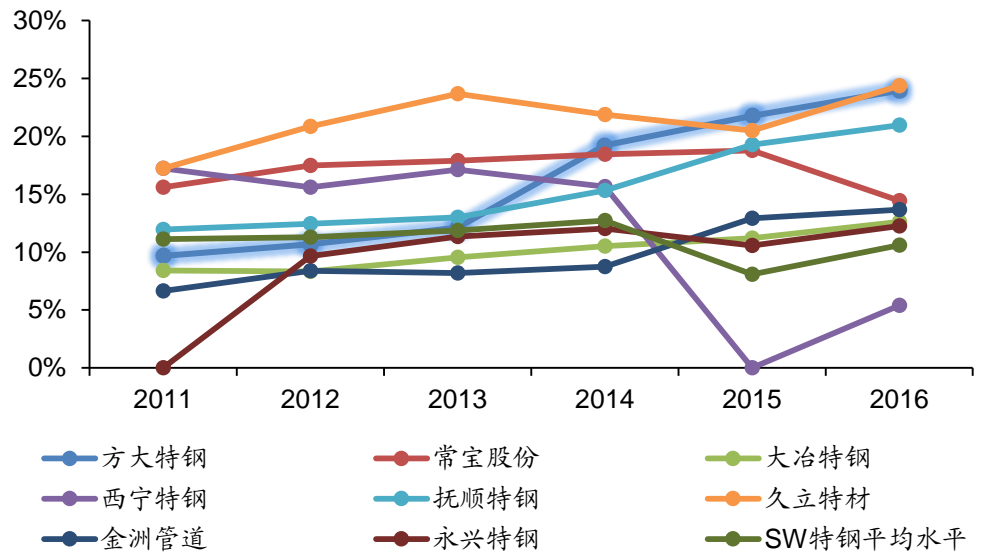
2、特钢产品毛利率逐年改善，盈利能力行业领先

下面我们将通过比较特钢公司特钢产品毛利率情况来探究方大特钢特钢产品盈利能力在行业中的地位。SW钢铁特钢分类中包括9家特钢公司，我们选取了其中的8家特钢公司特钢产品毛利率进行比较。由于*ST重钢主营业务中没有包括特钢产品，因此我们将之剔除。

从趋势来看，公司特钢产品毛利率逐年上升，2011-2012年方大特钢特钢产品毛利率低于特钢行业平均水平；2013年以后，方大特钢特钢产品毛利率快速增加，

逐步超过特钢行业平均水平，并在2015年特钢产品毛利率排名行业第一。

图26: 2011-2016年方大特钢的特钢产品毛利率同行业比较



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

从截面数据来看，2015年公司特钢产品（包括弹簧扁钢和板簧）毛利率为23.96%，在SW特钢公司中排名第一。2016年，方大特钢特钢产品毛利率继续上升至23.96%，仅次于久立特材（24.37%）；同年，抚顺特钢、常宝股份、金洲管道、大冶特钢、永兴特钢特钢产品的毛利率分别为20.98%、14.43%、13.66%、12.62%、12.27%。总体而言，公司特钢产品盈利能力在逐年改善，并逐渐达到行业领先水平。

表 20: sw 特钢公司特钢产品及其 2016 年毛利率

2016 年毛利率排名	特钢公司简称	2016 年特钢产品毛利率 (%)	主要特钢产品类型
1	久立特材	24.37	无缝管、焊接管、管件、毛管、复合管
2	方大特钢	23.96	弹簧扁钢、汽车板簧
3	抚顺特钢	20.98	合金结构钢、不锈钢、合金工具钢等
4	常宝股份	14.43	锅炉管、油套管
5	金洲管道	13.66	镀锌管、钢塑管、螺旋管、高频直缝焊管等
6	大冶特钢	12.62	弹簧合结合工钢、轴承钢、碳结碳工钢、冲模不锈、特殊合金钢
7	永兴特钢	12.27	不锈钢
8	西宁特钢	5.40	合结钢、滚珠钢、不锈钢、弹簧钢、高温钢

3、特钢产品是公司差异化战略核心，公司力争做细分市场产业链的龙头企业

特钢产品是公司“差异化”战略的重要环节，也是产业链延伸战略的主要部分。公司要实施“四个转向”发展战略：从追求多元化发展转向产业链延伸发展；从追求规模转向追求品种、质量、效益，提高发展质量；从追求做大转向做精、做优、做特、做强，先做强后做大；从做建材为主转向同时做工业材，最终以做工业材为主，调整产品结构，实施普转优、优转特，提高产品附加值。实施以差异化战略为核心，低成本战略、精品战略、差异化战略相结合的组合竞争战略。

做细分市场的龙头企业，做细分市场产业链的龙头企业，把公司建成国内汽车零部件用钢和汽车零部件精品生产基地，建成世界最大的弹簧扁钢生产基地。特钢产品作为公司战略核心产品，未来在公司产品结构中的比重将会有所上升。

本章总结：

方大特钢的特钢产品主要包括汽车板簧、弹簧扁钢和易切削钢，公司坚持以“差异化”战略为核心，不断地进行技术升级和新产品研发，从而提升自身产品附加值。从细分市场看，方大特钢三大产品稳居国内市场占有率第一的位置，“差异化”为核心的竞争战略优化了方大特钢的产品结构，也成就了方大特钢多年保持盈利的优势。方大特钢生产的弹簧扁钢2015年国内市场占有率为51.21%，汽车板簧国内市场占有率达到20%以上，始终保持了第一的位置。易切削钢在2015年的市场份额也占据了45.33%左右，位居国内第一。

弹簧扁钢：方大特钢作为弹簧扁钢的龙头企业，具有市场占有率高、客户稳定、产品性能高种类丰富的特点。从总量和产品结构来看，汽车行业的现阶段的发展及发展趋势均利好上游龙头钢企，方大特钢有望凭借其多规模、优性能受益。

钢板弹簧：方大特钢使用自产的热轧弹簧扁钢作为原材料，钢板弹簧国内市场占有率20%以上。随着城市化进程和朱格拉周期的推进，《超限运输车辆行驶公路管理规定》的施行，预计工程类、物流类载货车需求及公交等主要客车类型产量将保持稳定增长，汽车板簧市场仍存在较大的空间。方大特钢有望在这稳定增长的板簧市场中获得收益。

此外，公司致力于整合“弹扁一板簧”上下游供应链，从主机厂装车量、板簧厂库存及生产量、钢厂轧制交付周期等信息全流程和用户沟通，提供全产业链解决方案，全产业链的服务方式将显著增强客户黏性，并助力公司开拓和维护客户资源。

易切削钢：方大特钢开发的易切削钢具有环保无污染、切削性能好、开裂倾向小、拉拔性能优异、表面光洁度高等优点，既满足了汽车制造业精细化生产需求又满足了国家绿色工业发展要求。由于国家对环保的要求不断升级，传统的含铅易切

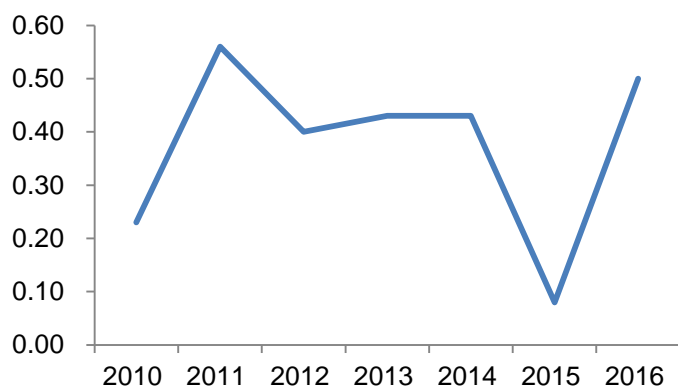
削钢将逐渐被环保型易切削钢代替，国内环保型易切削钢市场具有很大的潜力。同时，方大特钢易切削钢产品开始跻身于东南亚国际市场，未来东南亚市场空间广阔。

三、财务分析：普特兼备增强盈利能力，产业链延伸拓展发展空间

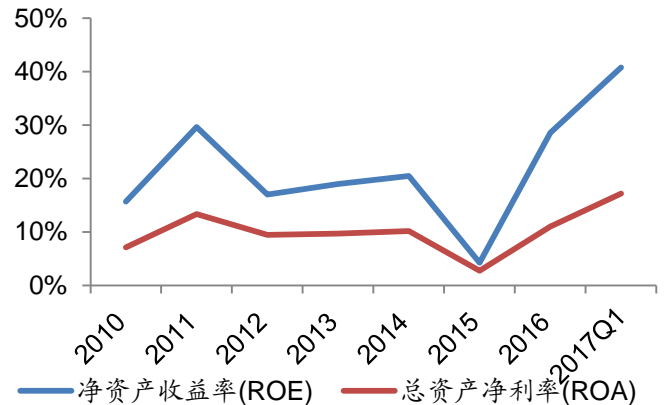
(一) 盈利能力：2016年大幅增强，差异化战略有望再提升盈利能力

2012年，受经济增速放缓影响，房地产、基建等下游需求走弱，导致钢材市场疲软，钢价大幅下跌且持续低迷，公司盈利能力有所下降。2013-2014年，在钢市持续低迷的状况下，公司以开展“找差距、立目标、定措施、树信心”活动为主线，抢抓机遇，精耕细作，创新各项管理，深入开展对标挖潜，有效应对了复杂的外部环境和严峻的市场形势。2015年在行业亏损面扩大的情况下，公司采取多项降本增效措施，盈利能力虽有所下降但仍保持正盈利。2016年钢材市场供需改善，公司继续坚持降本增效等措施，盈利能力有较大幅度的增强。未来公司将坚持实施“四个转向”的发展思路，坚定实施以差异化为核心的低成本、精品、差异化相组合的竞争战略，全方位降本增效。作为行业龙头，方大特钢将在弹簧扁钢、板簧和易切削钢市场需求的增长中获益，预计未来公司盈利有望进一步提升。

图27：2016年方大特钢EPS为0.50，同比增长525.00% 图28：2016年方大特钢ROE为28.54%，ROA为10.99%

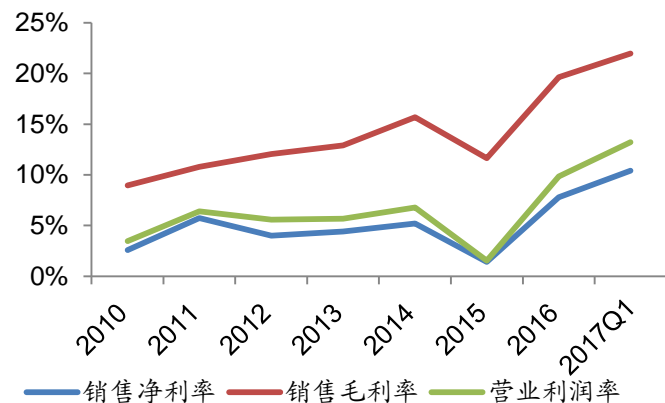


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心



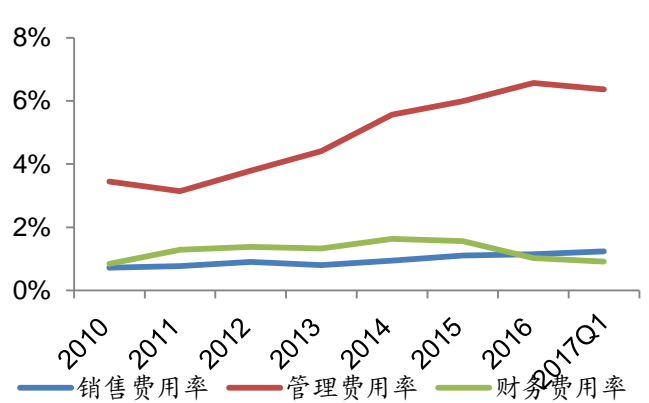
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图29：2016年方大特钢盈利能力明显提升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图30：2016年方大特钢三项期间费用率保持相对稳定



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 营运能力: 钢铁行业供需持续改善叠加智能制造有望提升运营能力

2016年, 受益于宏观经济向好和精细化管理, 公司营运能力有所改善。2012-2015年, 公司存货周转率分别为9.35次、9.66次、8.67次和6.99次, 呈平稳向下趋势, 但仍高于SW钢铁行业平均存货周转率; 2016年, 受原材料库存增加影响, 公司存货周转率较2015年有所下降。2013-2015年, 受累于宏观经济下行压力不断加大、终端钢需持续疲软, 公司资金周转压力陡增, 因此应收账款周转率连续下降。2016年受益于经济形势向好, 应收账款周转率回升至35.72%。一方面, 随着供给侧改革持续推进, 钢铁行业供需格局或将有所改善。另一方面, 公司智能化工厂的引入以及降本增效措施的持续推进, 公司未来营运能力或将有所改善。

图31: 2016年方大特钢存货周转率下降至6.05

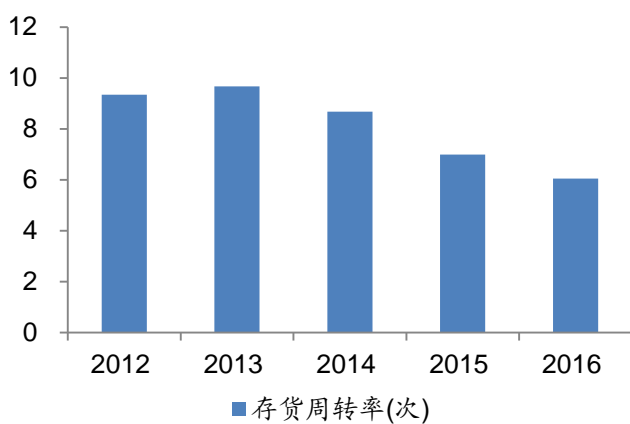
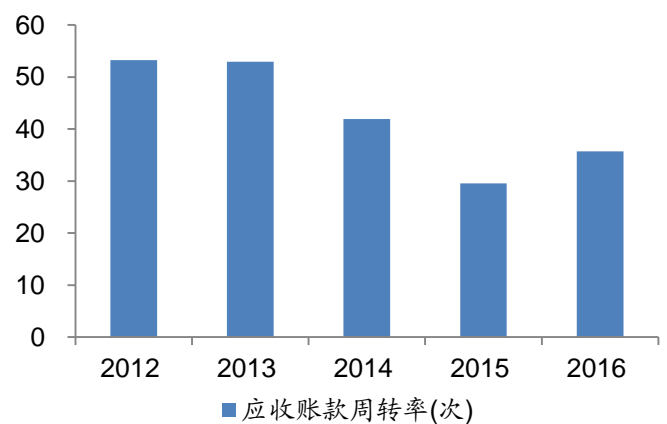


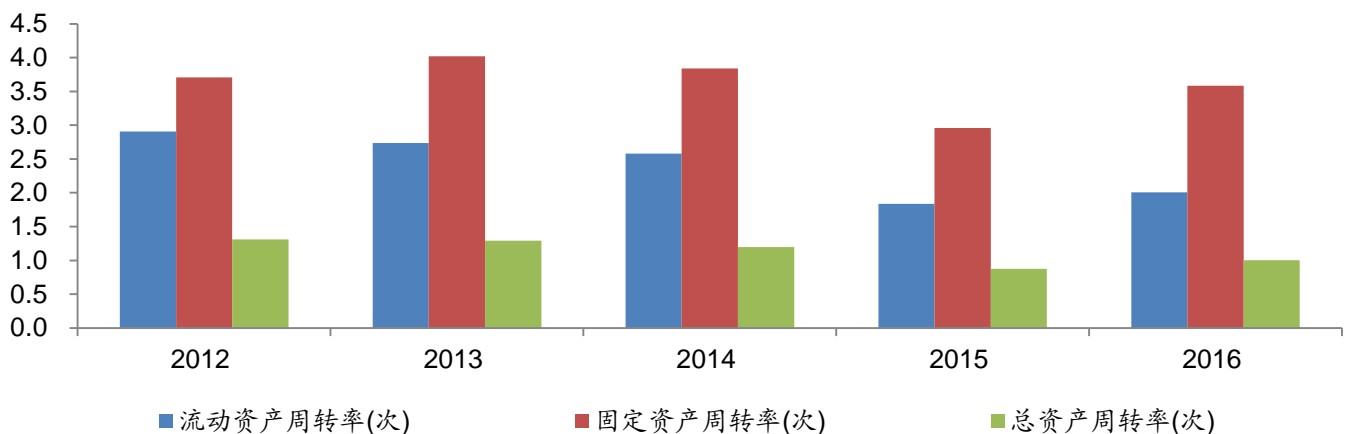
图32: 2016年方大特钢应收账款周转率提升至35.72



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图33: 2016年方大特钢流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率明显提升



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 偿债能力: 安全性较好, 公司持续盈利下偿债能力有所保障

2015年, 方大特钢收购特种汽车60%股权, 导致资产负债率由2014年的65.51%

上升至75.63%。但在2016年，受益于公司短期负债的减少及盈利的大幅增加，资产负债率大幅下降至65.46%。从2012年-2017Q1数据来看，2013年及2015年公司进行重大事件并购，导致资产负债率短时升高，但在正常经营下，公司均保持65%的资产负债率，总体安全性较高。公司多年保持正向的盈利能力，且在未来盈利能力持续增强的预期下，公司偿债能力有一定的保障。

图34：2016年方大特钢资产负债率下降至65.46%

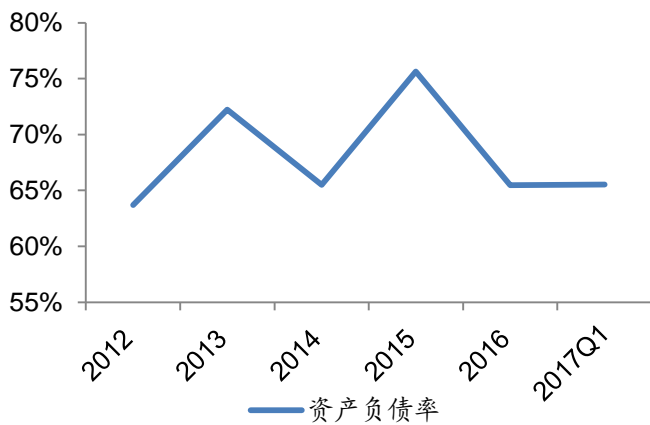
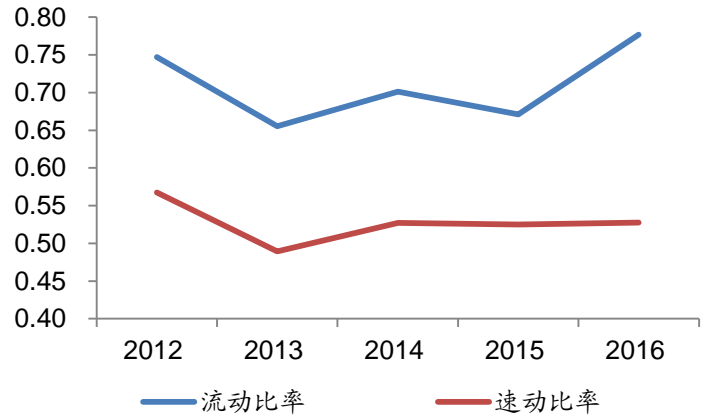


图35：2016年方大特钢流动比率提高到0.78，速动比率相对稳定



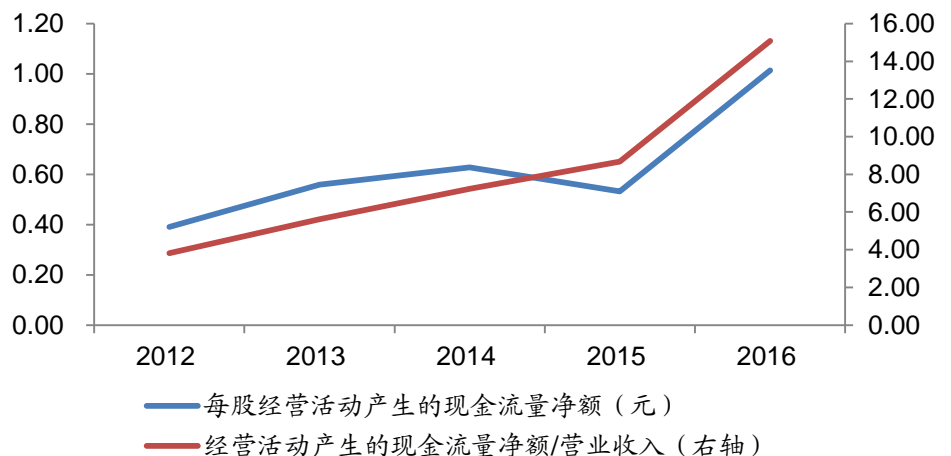
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(四) 现金流量：经营产生现金流稳步上升，未来或持续上升

2012-2016年，公司经营活动产生的现金流持续上升。2012-2016年，每股经营活动产生的现金流量净额分别为0.39元、0.56元、0.63元、0.53元和1.01元，2015年有所下降主要是受2015年钢铁行业整体较为低迷影响；2012-2016年经营活动产生的现金流量净额/营业收入分别为3.81、5.61、7.25、8.67和15.08，呈现逐年上升态势。2016年，在钢铁行业供需格局改善，钢价大幅上涨的背景下，钢企经营状况显著好转，经营活动产生现金流提升。随着供给侧改革持续推进，钢铁行业供给端将显著优化，叠加公司盈利能力的持续增强，未来公司现金流量情况将持续提升。

图36：方大特钢经营活动产生现金流量净额的变动情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

本章总结:

以2012-2016年的数据对方大特钢的财务状况进行分析，我们发现公司的盈利能力持续为正，即使在2015年钢铁行业持续低迷的背景下，公司依然保持4.24%的净资产收益率，2016年，在外部钢材价格上涨的助力下，公司继续坚持降本增效等措施，盈利能力有较大幅度的增强，预计未来公司盈利能力将进一步提升。营运能力方面，2016年，受益于宏观经济向好和公司精细化管理，公司营运能力有所改善，供给侧改革持续推进叠加公司智能化工厂的引入以及降本增效措施的持续推进，公司未来营运能力或将有所改善。偿债能力方面，公司整体安全性较好，公司多年保持正向的盈利能力，且在未来盈利能力持续增强的预期下，公司偿债能力有一定的保障。现金流方面，2016年，在钢铁行业供需格局改善，钢价大幅上涨的背景下，钢企经营状况显著好转，经营活动产生现金流提升。未来随着特钢行业需求的增加和钢铁行业供需格局的改善，公司现金流情况或将进一步改善。

总体而言，方大特钢盈利能力较好，偿债能力有所好转，现金流情况良好。特钢需求放量叠加公司产业链延伸，公司财务有望持续向好。

四、盈利预测与投资建议：长材为主提供弹性、成本管控能力强，三大特钢产品龙头增强盈利能力，给予“买入”评级

方大特钢产品结构呈现“普特兼备，长材为主”，拥有产铁315万吨、钢360万吨、材360万吨的生产能力。

普钢：螺纹钢、线材是公司主要普钢产品，2016年销量、营收和毛利占比分别达77.74%、67.19%和52.62%。江西省为少有的螺纹钢净消费省，且其基建和地产投资规模以高于全国平均的速度持续扩张，江西区域需求增速将由于全国平均。考虑到2015年江西省的城镇人口占比仅为51.62%，低于全国平均4.48%，在31个省、市、自治区中排名第十九位，需求的可持续性较强。而从供给来看，公司长材在省内的市占率60%，省内竞争有序，省外临近企业高运费削弱成本优势。受益于原燃料成本、人工成本、制造费用的有效控制及区位优势，2010-2015年公司螺纹钢毛利率保持在9%-10%水平，高于行业平均（6.30%），高于主要竞争对手。2016年，公司螺纹钢毛利率分别达到16.77%，高于行业平均（10.90%）。供给侧改革的大背景下，供给端的实质性收缩将助力公司获得更高定价权、扩大产品市占率、提升市场影响力。

特钢：公司具备年产弹簧扁钢100万吨、汽车板簧13.5万吨、稳定杆40万件、扭杆20万件的综合生产能力。其中公司生产的弹簧扁钢2015年国内市场占有率为51.21%，汽车板簧国内市场占有率达到20%以上，易切削钢在2015年的市场份额也占据了45.33%左右，三大产品稳居国内市场占有率第一的位置。公司坚持以“差异化”战略为核心，不断地进行技术升级和新产品研发，从而提升自身产品附加值。此外，公司致力于整合“弹扁一板簧”上下游供应链，全产业链的服务方式将显著增强客户黏性，并助力公司开拓和维护客户资源。

总体而言，螺纹钢、线材是公司主要普钢产品，2016年销量、营收和毛利占比分别达78%、67%和53%；公司普钢产品成本管控能力强、区位优势明显，将受益于供给侧改革尤其是“地条钢”的彻底退出；三大特钢产品龙头地位显著、技术研发与产品升级为公司注入发展新动力，业绩有望稳定增长。预计2017-2018年EPS为0.69元、0.78元、0.87元，对应于2017年6月14日收盘价，2017-2018年PE为10.19X、9.02X和8.06X；综合考虑公司PE、PB绝对和相对估值处于较低水平，给予“买入”评级。

本公司深度报告的盈利预测假设如下：

（1）量：我们首先将历史数据陈述如下，根据《关于2015年年度报告事后审核意见回复的公告》以及公司官网中的公司简介，公司拥有产铁315万吨、钢360万吨、材360万吨的生产能力，年产弹簧扁钢100万吨、汽车板簧13.5万吨、稳定杆40万件、扭杆20万件的综合生产能力。

表 21: 方大特钢产能简介及 2014-2016 年公司主要产品产量情况

	2014 年	2015 年	2016 年	产能
螺纹钢	228.38 万吨	231.49 万吨	225.88 万吨	产铁 315 万吨、钢 360 万吨、材 360 万吨的产能
优线	51.00 万吨	58.93 万吨	63.52 万吨	
弹簧扁钢	72.34 万吨	62.39 万吨	68.70 万吨	100 万吨
汽车板簧	16.73 万吨	12.75 万吨	14.18 万吨	13.5 万吨

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 产能数据来自于《关于 2015 年年度报告事后审核意见回复的公告》以及公司官网中的公司简介

普钢: 考虑到行业局势、公司的实际产能和数据变化趋势, 我们假定螺纹钢和优线的销量将维持稳中有升的局势, 假定 2017-2019 年螺纹钢的销量年均增长 1%、优线的销量年均增长 2%。

特钢: 2016 年, 弹簧扁钢、汽车板簧销量同比增加 10.12% 和 11.23%; 假定汽车产、销量未来三年维持 5% 同比增长率; 其他条件不变的情况下, 假定弹簧扁钢、汽车板簧 2017-2019 年年均分别增长 5%、4% 和 2%。

(2) 价: 普钢价格波动剧烈, 考虑行业的供给端趋于收缩、需求稳中偏弱, 假定普钢长材的价格 2017 年同比涨 15%、2018-2019 年年均上涨 5%; 特钢板块过去三年价格整体呈现下降趋势, 假定弹簧扁钢、汽车板簧 2017 年同比增 10%、2018-2019 年价格年均上涨 5%。

表 22: 方大特钢主要产品单价情况

	2014 年	2015 年	2016 年
螺纹钢	2585.89 元/吨	1815.61 元/吨	2030.21 元/吨
优线	2578.87 元/吨	2039.89 元/吨	2220.03 元/吨
弹簧扁钢	2653.77 元/吨	2079.58 元/吨	2056.98 元/吨
汽车板簧	6634.93 元/吨	6464.80 元/吨	6167.29 元/吨

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(3) 毛利: 从历史数据来看, 普钢盈利波动较为频繁, 与经济周期密切相关。供给侧改革及“地条钢”的彻底出清将使得长材供给端趋于收缩, 而长材的需求以稳为主, 假定螺纹钢 2017-2019 年的毛利率分别为 18%、18.5% 和 19%; 假定优线的毛利率分别为 11.5%、12% 和 12.5%。弹簧扁钢和汽车板簧的毛利率过去五年呈现持续提升的状态, 我们假定 2017-2019 年弹簧扁钢的毛利率分别为 24%、25% 和 26%; 假定 2017-2019 年汽车板簧的毛利率分别为 28%、29% 和 30%。

表 23: 方大特钢主要产品毛利率情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
螺纹钢	10.85%	9.07%	9.83%	7.33%	16.77%
优线	2.76%	1.96%	4.76%		10.77%
弹簧扁钢	11.41%	9.56%	19.02%	21.60%	22.29%
汽车板簧	8.98%	17.53%	19.59%	22.04%	26.64%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

五、风险提示

- 1、宏观经济持续下滑;
- 2、供给侧改革进程不及预期;
- 3、矿石巨头联合减产保价。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4654	4237	5060	6255	8490
货币资金	1763	1433	1821	2872	4886
应收及预付	1848	1419	1907	1952	2103
存货	1013	1359	1304	1405	1474
其他流动资产	30	26	27	27	27
非流动资产	4652	4240	3894	3504	3101
长期股权投资	40	38	38	38	38
固定资产	2624	2357	2051	1736	1415
在建工程	119	58	142	184	214
无形资产	1574	1469	1356	1235	1123
其他长期资产	295	318	307	311	309
资产总计	9306	8477	8954	9759	11591
流动负债	6934	5455	5361	5333	6237
短期借款	2808	1773	648	549	1130
应付及预收	4123	3679	4709	4781	5104
其他流动负债	3	4	3	3	3
非流动负债	104	94	67	67	67
长期借款	35	28	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负	69	66	67	67	67
负债合计	7037	5549	5428	5399	6304
股本	1326	1326	1326	1326	1326
资本公积	46	46	46	46	46
留存收益	607	1241	1786	2565	3429
归属母公司股	2016	2650	3195	3974	4838
少数股东权益	252	278	331	386	449
负债和股东权益	9306	8477	8954	9759	11591

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	707	1345	1752	1597	1770
净利润	115	694	969	1090	1222
折旧摊销	545	528	479	478	481
营运资金变动	-121	47	265	47	62
其它	168	76	39	-18	5
投资活动现金流	-61	-12	-110	-50	-44
资本支出	-48	-38	-124	-64	-58
投资变动	-13	26	14	14	14
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-521	-1356	-1254	-497	288
银行借款	3906	2698	-1152	-99	581
债券融资	-3567	-3740	1	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-860	-314	-102	-397	-293
现金净增加额	125	-23	388	1050	2014
期初现金余额	1702	1763	1433	1821	2872
期末现金余额	1827	1740	1821	2872	4886

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-29.2	9.5	15.6	6.8	6.2
营业利润增长	-83.9	601.1	35.7	14.1	11.8
归属母公司净利润增长	-81.5	532.9	37.6	13.0	11.9
获利能力(%)					
毛利率	11.7	19.6	20.7	21.3	21.8
净利率	1.4	7.8	9.4	9.9	10.4
ROE	5.2	25.1	28.7	26.1	23.9
ROIC	9.2	24.1	47.4	60.6	93.4
偿债能力					
资产负债率(%)	75.6	65.5	60.6	55.3	54.4
净负债比率	0.5	0.1	-0.3	-0.5	-0.7
流动比率	0.67	0.78	0.94	1.17	1.36
速动比率	0.52	0.51	0.68	0.89	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.88	1.00	1.18	1.18	1.10
应收账款周转率	27.78	33.38	31.28	31.95	31.72
存货周转率	6.93	5.99	6.28	6.18	6.21
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.50	0.69	0.78	0.87
每股经营现金流	0.53	1.01	1.32	1.20	1.33
每股净资产	1.52	2.00	2.41	3.00	3.65
估值比率					
P/E	76.9	13.5	10.2	9.0	8.1
P/B	4.0	3.4	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.4	6.2	4.6	3.7	2.7

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8148	8924	10320	11026	11714
营业成本	7199	7173	8184	8679	9157
营业税金及附加	37	89	84	97	100
销售费用	90	103	117	126	133
管理费用	488	586	658	710	752
财务费用	127	91	90	73	63
资产减值损失	95	17	8	-5	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	14	14	14	14
营业利润	125	879	1192	1360	1521
营业外收入	40	42	41	41	41
营业外支出	32	16	22	20	21
利润总额	133	904	1212	1381	1541
所得税	18	210	242	291	319
净利润	115	694	969	1090	1222
少数股东损益	9	28	53	55	63
归属母公司净利润	105	666	916	1035	1159
EBITDA	880	1501	1756	1892	2053
EPS(元)	0.08	0.50	0.69	0.78	0.87

广发钢铁行业研究小组

- 李莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队），电话 020-87571273。
- 雷文：研究助理，华中科技大学金融学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，电话 020-87578481。
- 刘洋：联系人，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99 号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。