

Q2 净利环比最高增 63%，罕见低估值高回报重资产公司

公司动态

◆**Q2 净利环比最高预增 63%，罕见的低估值高回报重资产公司。**方大特钢 7 月 13 日晚发布业绩预增公告，预计 2017 年上半年归母净利润在 6.22 亿元-7.51 亿元之间，业绩改善非常显著。2017 年 Q2 实现归母净利润 3.37 亿元-4.66 亿元之间，环比 Q1 增长 18%-63.5%。预估 Q2 单季度 ROE 高达 10.5%-14.5%，Q2 单季度 EPS 高达 0.254 元-0.351 元/股。公司是罕见的低估值、高回报率的重资产钢铁上市公司

◆**钢铁去产能最受益钢铁股之一，螺纹钢占比高提振业绩。**2017 年我国钢铁去产能、严厉打击中频炉使得螺纹钢价大涨，而方大特钢最主要的产品和盈利来源就是螺纹钢，上半年由螺纹钢贡献的净利润有望达 70% 以上。方大特钢 Q2 的螺纹钢销售均价，比 Q1 高 100 元/吨；Q2 的螺纹钢的平均成本则较 Q1 低 300 元/吨。

◆**猜测 Q2 提前支付员工激励薪酬，实际盈利预估更超预期。**我们依据方大特钢 Q2 螺纹钢的销售价格、成本、产量数据，推算出方大特钢 Q2 的主营业务部分的净利润较 Q1 大约高 2.13 亿元，而实际上则是高 0.52 亿元-1.81 亿元，我们猜测公司很有可能在二季度提前支付了相当高的一部分员工激励薪酬。一定程度上冲抵了二季度主营业务带来的利润增厚。如果单纯看主营业务，公司 Q2 的实际盈利很有可能更高，更超预期。

◆**管理能力和激励机制卓越，长期盈利能力佳。**除螺纹钢盈利增加的外部原因以外，公司激励机制好、经营管理水平高，也是确保公司业绩大增的重要原因。公司普通员工的年薪平均高达 10 万元。作为民营企业，方大系的盈利能力在同行中长期居前。

◆**维持买入评级。**公司是罕见的高回报率、低估值的重资产上市公司，且长期盈利能力佳。我们继续维持“买入”评级。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别是 0.93 元、0.76 元、0.79 元，给予 12 倍 PE 估值，6 个月目标价 11.16 元。

◆**风险提示：**钢价波动风险；公司经营不善风险；大盘波动风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,148	8,924	10,912	11,968	12,973
营业收入增长率	-29.20%	9.52%	22.29%	9.67%	8.40%
净利润(百万元)	106	666	1,228	1,001	1,048
净利润增长率	-81.39%	528.60%	84.41%	-18.45%	4.67%
EPS(元)	0.08	0.50	0.93	0.76	0.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	5.25%	25.13%	34.65%	25.42%	23.34%
P/E	86	14	7	9	9
P/B	5	3	3	2	2

买入(维持)

当前价/目标价：9.00/11.16 元

目标期限：6 个月

分析师

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)

021-22167202

wangzh@ebsecn.com

市场数据

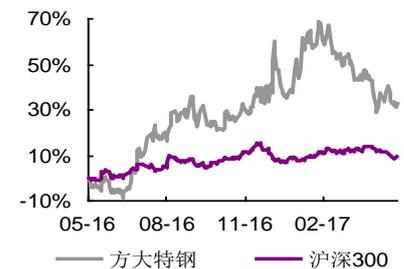
总股本(亿股)：13.26

总市值(亿元)：91.10

一年最低/最高(元)：4.65/8.68

近 3 月换手率：77.82%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.92	18.86	70.64
绝对	19.68	23.70	87.48

1、Q2 净利环比最高预增 63%，罕见低估值高回报重资产公司

方大特钢 7 月 13 日晚发布业绩预增公告, 预计公司 2017 年上半年度归属于上市公司股东净利润与上年同期 (法定披露数据) 相比增长 140%-190%。

公司 2016 年上半年归母净利润为 2.59 亿元, 据此推算, 公司 2017 年上半年归母净利润在 6.22 亿元-7.51 亿元之间, 业绩改善非常显著。

公司 2017 年 Q1 归母净利润为 2.85 亿元, 据此推算, 公司 2017 年 Q2 实现归母净利润 3.37 亿元-4.66 亿元之间, 环比 Q1 增长 18%-63.5%, 同比去年同期增长 71%-136%。

公司 2017 年 Q2 吨钢净利润高达 374 元/吨-519 元/吨, 预估 Q2 单季度 ROE 高达 10.5%-14.5%, Q2 单季度 EPS 高达 0.254 元-0.351 元/股。以公司当前收盘股价 9.00 元来看, 估值显著处于低位。公司是罕见的高回报率、低估值的重资产上市公司

图 1: 方大特钢单季度财务指标

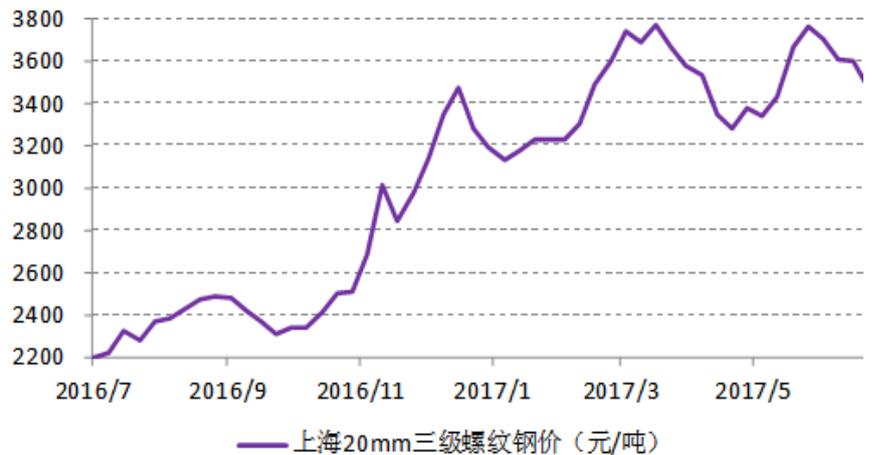
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
主营业务收入 (亿元)	16.97	20.96	22.43	28.89	27.56	
同比增长率	-16.66%	-5.94%	9.39%	57.50%	62.43%	
毛利 (亿元)	2.59	4.71	4.73	5.48	6.06	
毛利率	15.24%	22.46%	21.10%	18.98%	21.97%	
税前利润 (亿元)	0.91	2.64	2.73	2.75	3.68	
归母净利润 (亿元)	0.62	1.97	2.04	2.03	2.85	3.37~4.66
净利率	3.64%	9.40%	9.10%	7.02%	10.34%	
同比增长率	-8.49%	149.07%	1426.85%	-475.02%	360.84%	71%~136%
吨钢净利润 (元/吨)	68.69	218.92	226.74	225.46	316.56	374~518
年化ROE	11%	31%	30%	28%	35%	42%~58%
资产负债率	73.91%	67.16%	66.56%	65.46%	65.54%	
全面摊薄EPS (元/股)	0.047	0.149	0.154	0.153	0.215	0.254~0.351

资料来源: 公司财报、预增公告、光大证券研究所

2、钢铁去产能最受益钢铁股之一，螺纹钢占比高提振业绩

2017 年我国钢铁去产能大力推进, 严厉打击中频炉地条钢, 进而推动钢材价格上涨、钢铁盈利改善, 是公司业绩改善的首要原因。鉴于中频炉产品主要以螺纹钢为主, 今年钢铁去产能尤其利好螺纹钢品种。受此影响, 今年上半年螺纹钢钢价大幅上涨。

图 2：2016 年 11 月至今螺纹钢价大幅上涨



资料来源：WIND

而方大特钢最主要的产品和盈利来源就是螺纹钢，上半年由螺纹钢贡献的净利润有望达 70% 以上。因此，可以说方大特钢是上半年钢铁去产能最受益的钢铁股之一，基本面表现非常良好。

此外，2017 年 Q2 螺纹钢价虽然一路高歌猛进上扬，但与此同时铁矿石、焦炭等原材料价格则呈现下降趋势，螺纹钢产品盈利更加大幅改观。

从方大特钢每月的螺纹钢销售均价可以得知，方大特钢第二季度的螺纹钢销售均价，比一季度高 100 元/吨。

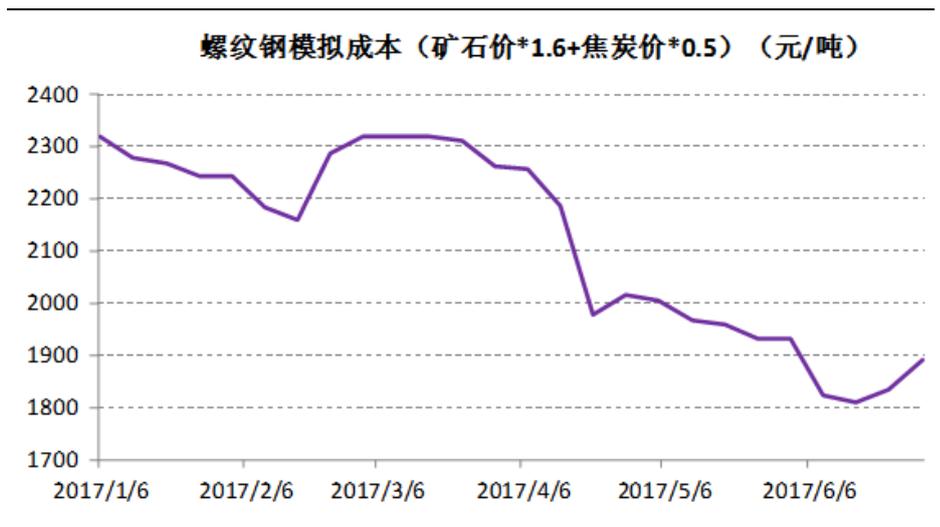
图 3：2017 年上半年方大特钢螺纹钢销售均价 (元/吨)



资料来源：公司销售资料、光大证券研究所

而根据螺纹钢主要原材料铁矿石和焦炭的价格估算，2017 年二季度螺纹钢的平均成本（铁矿石价*1.6+焦炭*0.5）较一季度低 300 元/吨。

图 4：2017 年上半年螺纹钢模拟成本走势



资料来源：WIND、光大证券研究所

3、猜测 Q2 提前支付员工激励薪酬，实际盈利预估更超预期

由上得知，公司二季度螺纹钢销售均价比一季度高 100 元/吨，而成本则低 300 元/吨，扣除 17% 的增值税后，可以计算出方大特钢的吨钢毛利二季度比一季度高 340 元/吨。方大特钢的螺纹钢季度产量约为 90 万吨，由上可以计算得出，方大特钢螺纹钢产品的二季度毛利，比一季度高 3.06 亿元。

此外，考虑到公司的铁矿石子公司本溪同达铁选公司由于二季度矿价下跌带来利润减少约 2200 万元，并考虑到企业所得税税率为 25%，可以大致估算，方大特钢二季度的净利润较一季度高 2.13 亿元。

图 5：方大特钢主营业务 Q2 盈利较 Q1 增厚估算

Q2 螺纹钢售价较 Q1 高：	100 元/吨
Q2 螺纹钢成本较 Q1 低：	300 元/吨
Q2 螺纹钢毛利较 Q1 高：	$(100+300) / 1.17=340$ 元/吨
公司螺纹钢单季度产量：	90 万吨
公司 Q2 螺纹钢毛利较 Q1 高：	340 元/吨* 90 万吨= 3.06 亿元
公司 Q2 铁矿石毛利较 Q1 低：	约 2200 万元
公司 Q2 毛利较 Q1 高：	$3.06-0.22=2.84$ 亿元
公司 Q2 净利较 Q1 高：	2.84 亿元* $(1-25\%) =2.13$ 亿元

资料来源：光大证券研究所

而实际上,根据本次预增公告,公司二季度实现归母净利润比一季度高 0.52 亿元-1.81 亿元,低于我们的推算,我们猜测,公司很有可能在二季度提前支付了相当高的一部分员工激励薪酬(公司员工薪酬水平远高于行业平均水准,支付员工薪酬费用较高),这部分费用有可能高达 1 亿元以上,一定程度上冲抵了二季度主营业务带来的利润增厚。如果单纯看主营业务,公司 Q2 的实际盈利很有可能更高,更超预期。

即便有提前支付费用的因素,公司 2017 年二季度最终实现归母净利润 3.37 亿元-4.66 亿元,仍然较 Q1 环比显著改善。

展望 2017 年下半年,尽管螺纹钢盈利有下滑的可能性,但仍有望保持在吨钢毛利 500 元/吨以上,以公司卓越的成本控制能力和管理优势,有望仍将保持非常可观的盈利。而且,鉴于公司在二季度已经提前支付了相当高的一部分员工激励薪酬,下半年该项费用有望相应减少,对提升利润亦构成利好。

4、管理能力和激励机制卓越,长期盈利能力佳

除螺纹钢盈利增加的外部原因以外,公司激励机制好、经营管理水平高,也是确保公司业绩大增的重要原因。方大特钢(总部在南昌青山湖区)的高管年薪 2000 万元以上,普通员工的年薪平均 10 万元,效益如果好,全体员工的薪资会更高,这充分调动了员工生产的积极性,以及预判市场的积极性。而在今年的市场,产量高、购销节奏准是莫大的优势,方大的激励机制将这种优势发挥的很充分。

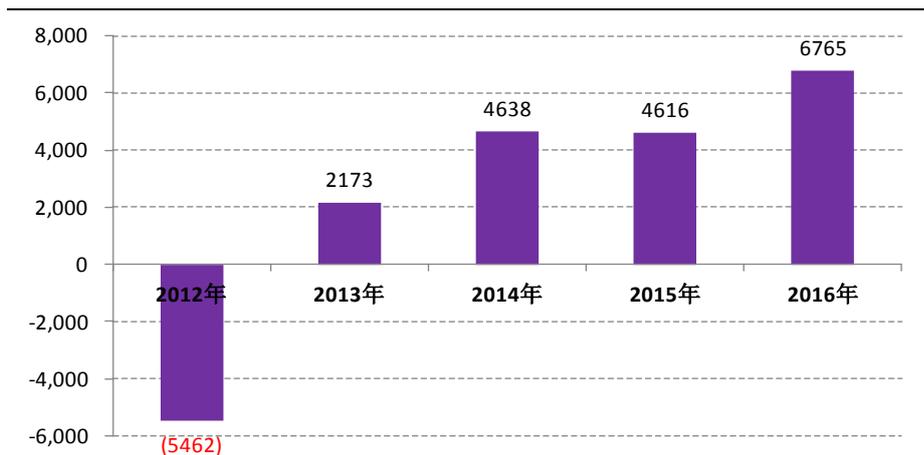
作为民营企业,拥有一套良好的管理、激励机制,也是方大系的盈利能力在同行中长期居前。方大特钢自上市以来,历年归母净利润都为正,从未出现过亏损的年份,特别是 2009 年大股东方大集团入主后,盈利能力更是平稳向好。即便是在钢铁行业极度低迷的 2015 年,方大特钢仍实现了 1.15 亿元的归母净利润,在行业中实属难能可贵。

5、弹簧扁钢业务蒸蒸日上,有望成为新的业绩增长点

公司除了螺纹钢以外,产量第二大的产品是弹簧扁钢,主要应用于汽车扁簧。公司目前年产量 360 万吨,其中螺纹钢产量约 270 万,弹簧扁钢产量在 60 万吨-70 万吨之间。弹簧扁钢在全国的市场占有率约为 40%,是最大的生产商,具备一定程度的定价权。

公司的全资子公司江西方大特钢汽车悬架集团有限公司,主营汽车弹簧钢板及其他汽车零部件产品,注册资本 2.5 亿元,公司控制持有 100% 股权。该子公司 2016 年净利润 6765 万元,创历史新高,同比增长 46.6%,且近年来都保持着增长势头,表明了方大特钢的汽车弹簧钢板业务蒸蒸日上,前景看好,并有望在未来成为公司除螺纹钢以外新的业绩增长点。

图 6：子公司方大特钢汽车悬架集团有限公司近年净利润（万元）

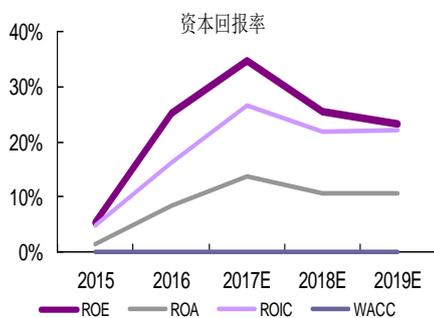
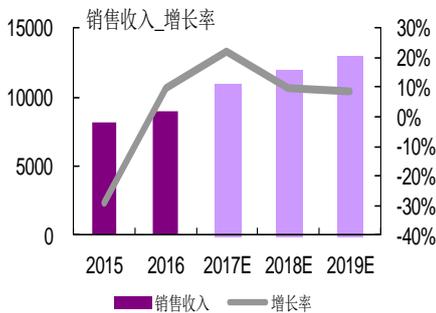
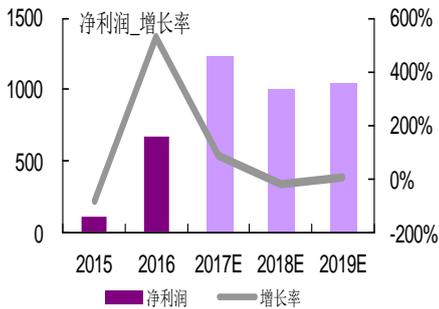
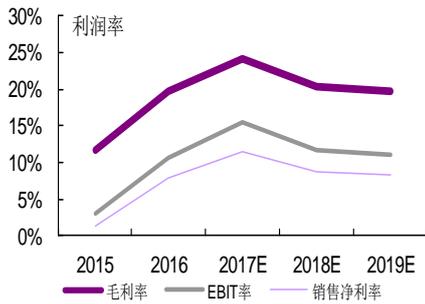


资料来源：公司财报

6、维持买入评级

综上，公司 Q2 盈利大幅改善，单季度 ROE 有望高达 14%，单季度 EPS 有望高达 0.35 元/股，是罕见的高回报率、低估值的重资产上市公司。且公司管理能力和激励机制卓越，长期盈利能力佳。我们继续维持“买入”评级。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别是 0.93 元、0.76 元、0.79 元，给予 12 倍 PE 估值，6 个月目标价 11.16 元。

风险提示：钢价波动风险；公司经营不善风险；大盘波动风险等。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	8,148	8,924	10,912	11,968	12,973
营业成本	7,199	7,173	8,269	9,532	10,407
折旧和摊销	545	528	60	60	60
营业税费	37	89	109	119	129
销售费用	90	103	125	138	149
管理费用	488	586	717	786	852
财务费用	127	91	98	86	57
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	13	14	13	13	13
营业利润	125	879	1,604	1,318	1,389
利润总额	133	904	1,639	1,343	1,404
少数股东损益	9	28	30	30	30
归属母公司净利润	105.92	665.84	1,227.88	1,001.29	1,048.06

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	9,306	8,477	9,285	9,844	10,308
流动资产	4,654	4,237	5,063	5,641	6,125
货币资金	1,763	1,433	1,752	1,922	2,083
交易型金融资产	1	1	1	1	1
应收帐款	254	246	301	330	358
应收票据	1,500	1,038	1,269	1,392	1,509
其他应收款	31	23	28	31	34
存货	1,013	1,359	1,568	1,809	1,976
可供出售投资	166	157	157	157	157
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	40	38	38	38	38
固定资产	2,624	2,357	2,402	2,443	2,479
无形资产	1,230	1,171	1,112	1,057	1,004
总负债	7,037	5,549	5,434	5,567	5,449
无息负债	4,195	3,748	4,240	4,765	5,151
有息负债	2,843	1,801	1,194	802	299
股东权益	2,268	2,928	3,852	4,277	4,859
股本	1,326	1,326	1,326	1,326	1,326
公积金	383	447	570	670	709
未分配利润	270	840	1,611	1,907	2,419
少数股东权益	252	278	308	338	368

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	707	1,345	1,393	1,283	1,247
净利润	106	666	1,228	1,001	1,048
折旧摊销	545	528	60	60	60
净营运资金增加	-781	481	329	51	95
其他	836	-330	-224	171	44
投资活动产生现金流	-61	-12	-29	-27	-27
净资本支出	-48	-38	-40	-40	-40
长期投资变化	40	38	0	0	0
其他资产变化	-53	-13	11	13	13
融资活动现金流	-518	-1,346	-1,045	-1,086	-1,059
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	339	-1,042	-607	-392	-503
无息负债变化	614	-446	491	525	386
净现金流	125	-23	319	169	161

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-29.20%	9.52%	22.29%	9.67%	8.40%
净利润增长率	-81.39%	528.60%	84.41%	-18.45%	4.67%
EBITDA/EBITDA 增长率	-50.64%	89.16%	17.83%	-17.04%	2.87%
EBIT/EBIT 增长率	-75.09%	299.44%	76.64%	-17.63%	3.00%
估值指标					
PE	86	14	7	9	9
PB	5	3	3	2	2
EV/EBITDA	15	7	6	7	6
EV/EBIT	48	11	6	7	7
EV/NOPLAT	56	15	8	9	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	11.65%	19.62%	24.22%	20.35%	19.77%
EBITDA 率	9.63%	16.63%	16.03%	12.12%	11.51%
EBIT 率	2.94%	10.72%	15.48%	11.63%	11.05%
税前净利润率	1.63%	10.13%	15.02%	11.23%	10.83%
税后净利润率 (归属母公司)	1.30%	7.46%	11.25%	8.37%	8.08%
ROA	1.23%	8.19%	13.55%	10.48%	10.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.25%	25.13%	34.65%	25.42%	23.34%
经营性 ROIC	4.65%	16.20%	26.74%	21.87%	22.17%
偿债能力					
流动比率	0.67	0.78	0.95	1.04	1.17
速动比率	0.53	0.53	0.66	0.71	0.79
归属母公司权益/有息债务	0.71	1.47	2.97	4.91	15.04
有形资产/有息债务	2.68	3.80	6.47	10.39	29.63
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.08	0.50	0.93	0.76	0.79
每股红利	0.02	0.25	0.46	0.37	0.39
每股经营现金流	0.53	1.01	1.05	0.97	0.94
每股自由现金流(FCFF)	1.19	0.57	0.75	0.78	0.77
每股净资产	1.52	2.00	2.67	2.97	3.39
每股销售收入	6.14	6.73	8.23	9.02	9.78

资料来源：光大证券、上市公司

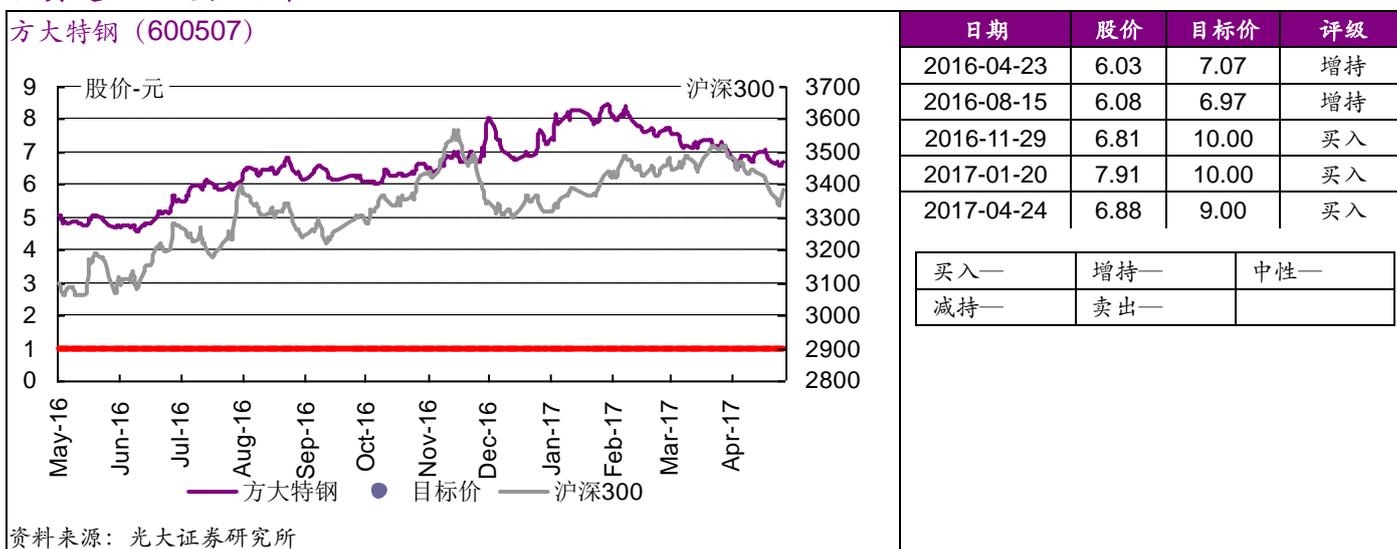
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com