

普特兼备，上有弹性、下具韧性

——方大特钢（600507）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 民营优质钢企，产品“普特兼备”

公司为采矿、炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧材生产工艺于一体的民营长流程钢企，产品具有“普特兼备”的特点，普钢产品主要为螺纹钢、盘螺、线材，特钢产品主要为弹簧扁钢、汽车板簧。目前公司具有生铁产能315万吨，粗钢产能360万吨、钢材产能360万吨；2019年公司二号高炉事故停产5个月对公司生产造成不利影响，全年公司完成钢材产量367万吨、弹簧扁钢62万吨。

❖ 建筑钢材需求韧性仍存，基建用钢有望成需求端亮点

短期来看，新冠疫情对建筑钢材产业链影响较大，库存高企及下游复工迟缓对建材价格、利润仍形成压制。但中长期维度上，我们认为伴随国内疫情形势趋于稳定，建筑钢材需求将恢复其应有的韧性。基建角度看，当前基建托底政策意图较强，2019年11月份至今发改委批复基建项目创近三年峰值；考虑到今年是“十三五”收官及全面建成小康社会决胜之年，稳增长目标明确，疫情稳定后基建项目抢工期诉求较强，叠加前期专项债发行带来的资金支持，2020年基建投资表现值得期待。对应到钢铁需求上，受益于地铁、城轨等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，近三年基建单位投资用钢强度明显提升，基建投资增速上行叠加单位投资用钢强度提升，基建用钢或将成为后续需求端亮点。

❖ 精细管理造就成本优势，吨钢利润高于可比公司

公司吨钢盈利能力远超同类可比公司，精细管理造就的成本优势是公司钢材高盈利的核心保障。我们对公司及可比公司的成本进行拆分，发现公司的成本优势主要体现在人工费用、折旧费用、能源费用、折旧费用等四大方面。

❖ 环比新增产量增添业绩弹性，首次覆盖予以“增持”评级

中长期建材需求不悲观，下半年钢材盈利或超市场预期；二号高炉事故影响消除，环比新增产量更添业绩弹性。我们预计2020-2022年公司净利润有望达到18.14、20.72、21.87亿元，EPS分别为1.25、1.43、1.51元/股，对应PE分别为6.45、5.64、5.35倍。首次覆盖给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**国内外宏观经济形势及政策调整；下游行业低迷对公司产品需求的影响

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	15389	16005	16803	17769
+/-%	-11%	4%	5%	6%
净利润(百万)	1711	1814	2072	2187
+/-%	-42%	6%	14%	6%
EPS(元)	1.18	1.25	1.43	1.51
PE	6.84	6.45	5.64	5.35

资料来源：2019年年度报告、川财证券研究所，盈利及估值预测日为2020年3月31日

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	金属材料/钢铁
报告时间	2020/3/31
前收盘价	8.08元
公司评级	增持评级

分析师

陈雳

证书编号：S11000517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

联系人

许惠敏

证书编号：S1100117120001
021-68595156
xuhuimin@cczq.com

王磊

证书编号：S1100118070008
010-66495929
wanglei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

正文目录

一、公司介绍	4
1.1 公司介绍：民营长流程钢企，三大细分特钢领域领头羊	4
1.2 产品产能：产品结构普特兼备，弹簧扁钢为公司的战略特色产品	5
1.3 财务状况：普钢贡献主要营收，特钢盈利相对稳定	7
二、投资主线	10
2.1 基建用钢有望成为建筑钢材需求端亮点	10
2.2 公司特钢产品弹簧扁钢、易切削钢综合优势明显	13
2.3 精细管理造就成本优势，吨钢利润高于可比公司	16
三、估值评级	18
3.1 盈利假设	18
3.2 盈利预测与评级	18
风险提示	19
盈利预测	20

图表目录

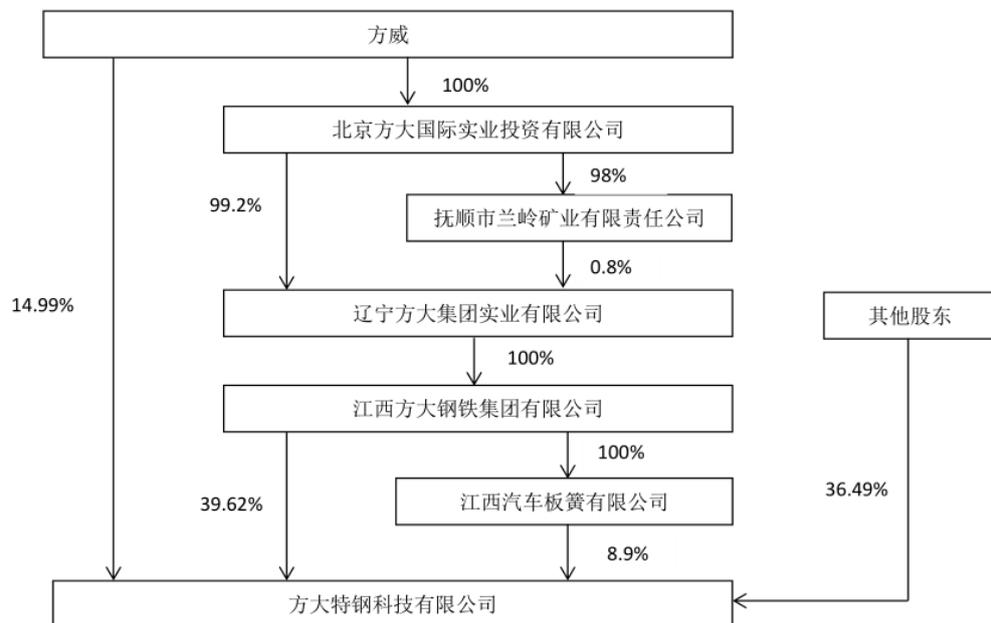
图 1:	公司股权结构.....	4
图 2:	公司铁、钢、材产量.....	6
图 3:	公司汽车板簧、弹簧扁钢、优线产量.....	6
图 4:	公司营业收入及同比.....	8
图 5:	公司归属母公司股东净利润及同比.....	8
图 6:	公司销售净利率及销售毛利率.....	8
图 7:	公司主营业务毛利率.....	8
图 8:	公司钢铁产品毛利率.....	8
图 9:	公司 ROE 及 ROA.....	8
图 10:	公司营业收入产品占比.....	9
图 11:	公司毛利润产品占比.....	9
图 12:	基建投资增速分行业.....	10
图 13:	地方政府专项债投放量.....	10
图 14:	交通基建十三五进度情况 (2016-2020E)	11
图 15:	基建投资单位用钢系数 (2016-2020E)	11
图 16:	70 大中城市房屋价格指数.....	12
图 17:	十大城市-商品房可售面积.....	12
图 18:	房企拿地数据 2019 年年中转负.....	12
图 19:	房屋竣工面积三季度开始转正.....	12
图 20:	螺纹周度表观消费量.....	12
图 21:	房地产不同建筑周期用钢强度变化.....	12
图 22:	弹簧扁钢产品	15
图 23:	汽车板簧产品	15
图 24:	1215 型易切削钢	15
图 25:	长材公司吨钢毛利对比.....	16
表格 1.	公司自 2009 年 10 月转变为民营企业.....	5
表格 2.	公司产能产品结构	6
表格 3.	公司产量、销量及库存.....	7
表格 4.	公司主要特钢产品介绍.....	13
表格 5.	公司弹簧扁钢产品核心优势.....	14
表格 6.	公司产品成本分析表.....	16
表格 7.	公司产品吨钢成本拆分表.....	17
表格 8.	公司盈利预测与估值.....	19
表格 9.	可比公司估值表	19

一、公司介绍

1.1 公司介绍：民营长流程钢企，三大细分特钢领域领头羊

方大特钢科技股份有限公司（简称“方大特钢”，代码 600507）是一家集采矿、炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧材生产工艺于一体的钢铁联合企业。公司前身为南昌长力汽车弹簧股份有限公司（以下简称“长力弹簧”），于 2003 年上市，控股股东为南昌钢铁有限责任公司（以下简称“南昌钢铁”），间接控股股东为江西省冶金集团公司（下称“冶金集团”），实际控制人为江西国资委。2009 年 9 月 30 日，冶金集团将持有的南昌钢铁 57.97% 省属国有股权全部转让给辽宁方大集团实业有限公司。（以下简称“辽宁方大”）。自此，辽宁方大成为长力弹簧间接控股股东，后公司名称变更为“方大特钢科技股份有限公司”。公司控股股东变为辽宁方大后，企业性质已由国有企业变更为民营企业，公司的实际控制人为方威。

图 1：公司股权结构



资料来源：Wind, 川财证券研究所

表格 1. 公司自 2009 年 10 月转变为民营企业

时间	时间
1999 年 9 月	江西长力汽车弹簧股份有限公司（“长力股份”）成立，实控人为江西省国资委，国资占股比例为 97%。
2003 年 9 月	长力股份于上交所上市
2006 年 12 月	南昌钢铁以全部资产认购长力股份发行的股票，实际控制人仍为江西国资委，国资占股比例为 66%
2009 年 10 月	辽宁方大集团收购南昌钢铁 57.97% 的国有股权，公司转变为民营企业，实际控制人变更为方威。
2009 年 12 月	公司名称变更为方大特钢科技股份有限公司（简称“方大特钢”）

资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 产品产能：产品结构普特兼备，弹簧扁钢为公司的战略特色产品

公司产品具有“普特兼备”的特点。普钢主要是建筑用材，包括螺纹钢、盘螺、线材，特钢主要是弹簧扁钢、汽车板簧及环保型易切削钢，除此之外还有汽车扭杆、稳定杆等。公司产品规格齐全，主要包括 44.5—150mm×5—50mm 弹簧扁钢， ϕ 6— ϕ 40mmHRB400、500 及 400E、500E 热轧带肋钢筋， ϕ 16— ϕ 120mm 圆钢(圆管坯)， ϕ 5.5— ϕ 20mm 高线， ϕ 20— ϕ 50mm 大盘卷，5#—7.5#高强度铁塔用角钢，300 多种汽车板簧、汽车扭杆、稳定杆等。

公司产品凭借过硬质量频获嘉奖，品牌优势明显。公司产品公司生产的弹簧扁钢和螺纹钢荣获国家产品“金杯奖”，形成了“长力牌”汽车弹簧扁钢和“海鸥牌”建筑钢材两大系列品牌优势。“长力牌”弹簧扁钢荣获全国用户满意产品、苏浙皖赣沪名牌产品 50 佳、江西省名牌产品，与国内 10 多家主要汽车生产厂家板簧厂配套，并且远销 30 多个国家和地区。公司生产的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”。“海鸥牌”螺纹钢荣获全国用户满意产品、江西省名牌产品。

产能方面，公司目前拥有生铁产能 315 万吨，粗钢产能 360 万吨、钢材产能 360 万吨；弹簧扁钢产能 100 万吨、汽车板簧产能 13.5 万吨、环保型易切削钢产能 10 万吨以上、稳定杆 40 万件、扭杆 20 万件。

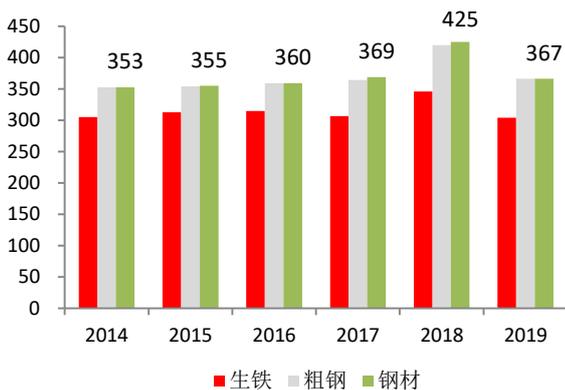
表格 2. 公司产能产品结构

产品	产能	用途
生铁	315 万吨	
粗钢	360 万吨	
钢材	360 万吨	主要为螺纹钢、线材、圆钢等，用于房屋、道路等施工建设
弹簧扁钢	100 万吨	主要用于制作汽车弹簧板
汽车板簧	13.5 万吨	汽车悬架系统中传统的弹性元件
环保型易切削钢	10 万吨以上	主要用于自动切削机床上加工
稳定杆	40 万件	汽车悬架中的一种辅助弹性元件
扭杆	20 万件	悬架弹性元件

资料来源: Wind, 川财证券研究所

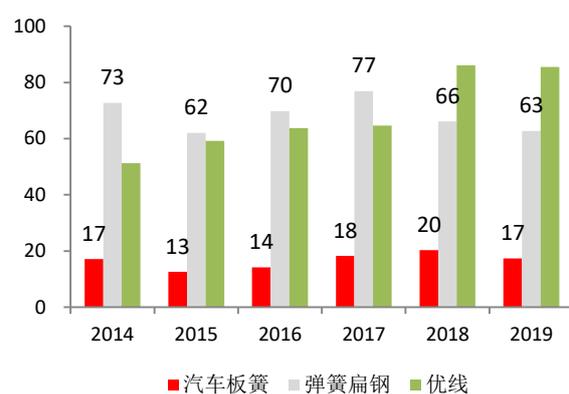
2号高炉因事故停产5个月影响公司2019年钢材产量。2019年5月29日，公司二号高炉煤气管道发生燃爆事故，事故造成2号高炉关停至10月8日，2号高炉容积1050立方米，铁水产能约125万吨/年，高炉关停对公司2019年钢材生产产生了较大影响，公司铁、钢、材产量同比均回落10%以上。2019年度，公司实现产铁304.22万吨、钢366.73万吨、材366.60万吨，同比上年分别下降12.09%、下降12.75%、下降13.77%；全年生产汽车板簧17.37万吨，同比上年下降14.32%。

图 2: 公司铁、钢、材产量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 3: 公司汽车板簧、弹簧扁钢、优线产量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 3. 公司产量、销量及库存

	2017			2018			2019		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
生铁	307			346			304		
粗钢	365			420			367		
钢材:	369			425			367		
螺纹钢	227	230	0	273	230	0	218	218	0.1
弹簧扁钢	77	78	1	66	78	2	63	63	1.4
优线	65	65	0	86	65	0	86	85	0.2
汽车板簧	18	18	4	20	20	4	17	17	4

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万吨

建材聚焦江西，弹簧扁钢辐射全国。公司建材产品主要在江西省内销售，建材产品包括螺纹、线材、盘螺，螺纹是主要产品，占公司产品销量的一半以上，线材和盘螺作为建材的补充，根据市场需求灵活调节产量。弹簧扁钢是公司的战略产品，主要包括 Si-Mn; Cr-Mn; Cr-V; Cr-Mo-V 为基础的系列品种，以直销为主，产品销往全国各地及全球市场。

原料保供能力强，主要原料采购均价低于全国平均。公司主要原料包括铁矿石、煤、焦炭、生铁、废钢等，原料主要来源是通过招标比价向市场采购。铁矿石主要包括进口矿、国内矿，其中部分进口矿采购国外协议矿，其余以现货方式从长江口岸进行采购，主要以澳粉、巴西粉等主流矿为主。国内矿主要从湖北、江西、安徽、广东等周边省份采购。煤炭资源采购以矿务局为主，矿务局资源质量优异，保供能力强。2019 年公司主要原料综合采购价保持低于全国平均，其中炼焦煤、喷吹煤、冶金焦、国内矿中钢协国内行业排名前列

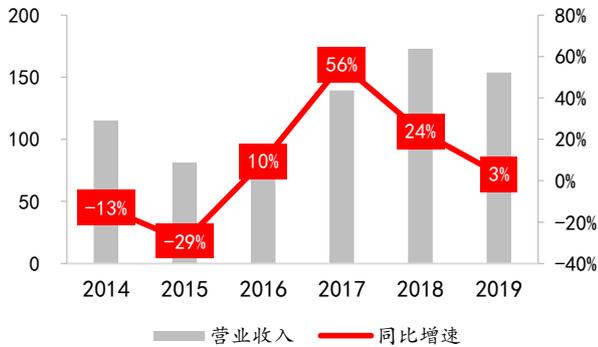
1.3 财务状况：普钢贡献主要营收，特钢盈利相对稳定

产量下降及吨钢毛利回落促使公司业绩下跌。2019 年公司二号高炉发生事故停产促使公司钢材产量下降同比下降 13.77%至 366.60 万吨；年内钢材价格回落及铁矿石价格中枢上行促使公司吨钢利润大幅下跌，2019 年公司吨钢毛利下跌 33%至 833 元/吨；以上两个主要因素共同促使公司 2019 年业绩跌幅较大。

2019 年，公司实现营业收入 153.89 亿元，同比下降 10.97%；归属于母公司所有者的净利润 17.11 亿元、同比下降 41.54%，实现基本每股收益 1.18 元/股、同比下降 43.27%，销售毛利率 24.68%、同比下降 8.19PCT，销售净利率 11.14%、同比下降 5.82%，加权平均 ROE 为 27.05%、同比下降 31.12PCT。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 4：公司营业收入及同比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司归属母公司股东净利润及同比



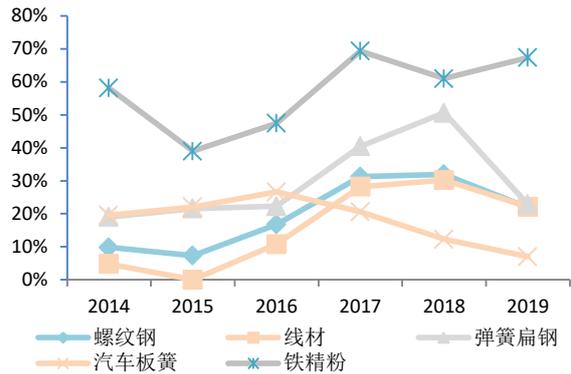
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：公司销售净利率及销售毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：公司主营业务毛利率



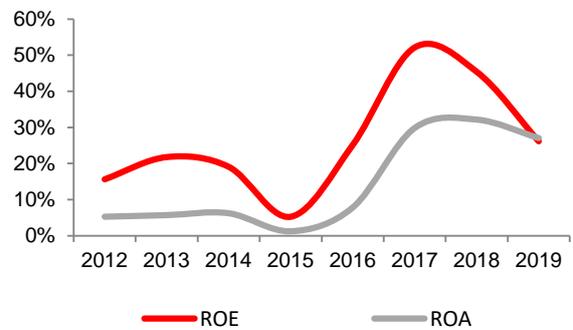
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：公司钢铁产品毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：公司 ROE 及 ROA

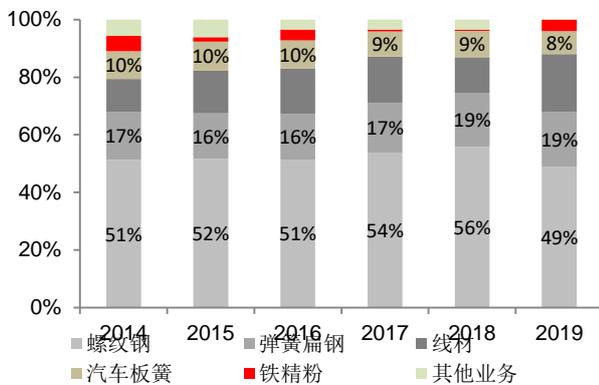


资料来源：Wind，川财证券研究所

普钢业务贡献主要营收，特钢营收稳定性强。从营收占比来看，公司普钢业务仍是公司营收的主要来源，螺纹及线材业务在总营收中的占比超过七成；特钢业务对公司营收的贡献则较为稳定，波动性相对较弱，显示出了较强的抗周期性。从2019年来看，螺纹钢营收占比有所较少，这一方面是由于二号高炉事故检修造成的产量回落，另一方面也有铁矿石涨价带来的毛利下行的因素；2019年公司特钢营收同比增长10%至41亿元，营收占比提升至27%，这主要是得益于公司核心产品弹簧扁钢售价提升；此外，受2019年铁矿石供需格局趋紧影响，2019年公司铁精粉营收同比增长719%至6亿元，营收占比达到4%。

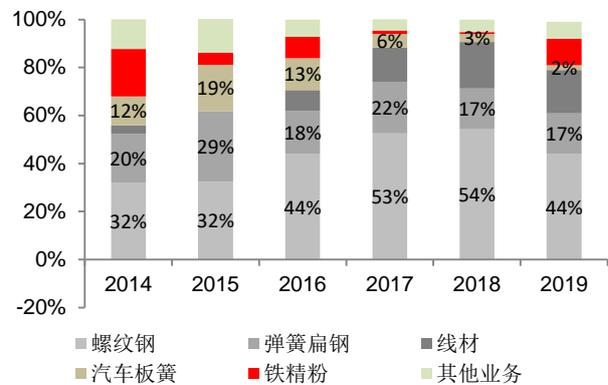
铁矿石涨价对公司钢材毛利影响较大。从毛利来看，公司钢材业务毛利变动和行业供需基本一致，铁矿石涨价大幅影响了螺纹钢和线材的毛利水平，同时弹簧扁钢及汽车板簧毛利率在原材料涨价和货车产销下行的双重影响下也出现回落；值得一提的是，公司铁精粉毛利受2019年铁矿石供需向好影响涨幅较大，全年铁精粉业务毛利润达到4亿元，同比增长804%。

图 10：公司营业收入产品占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11：公司毛利润产品占比



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、投资主线

2.1 基建用钢有望成为建筑钢材需求端亮点

本节我们从基建及房地产两个建筑钢材最主要的下游出发，对中期维度上建筑钢材的需求加以预测。

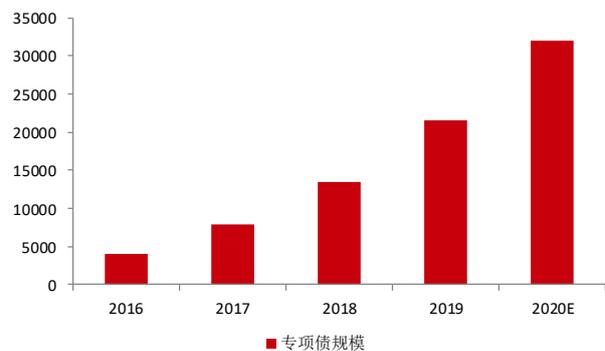
当前基建托底政策意图较强，自 2019 年 11 月份至今发改委批复基建项目创近三年峰值。考虑到今年是“十三五”收官及全面建成小康社会决胜之年，稳增长目标明确，疫情稳定后基建项目抢工期诉求较强。叠加前期专项债发行带来的资金支持，2020 年基建投资表现值得期待。

图 12： 基建投资增速分行业



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 地方政府专项债投放量

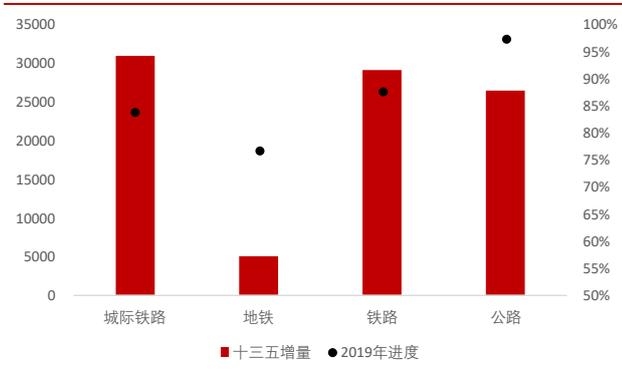


资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

由于地产需求占比大（钢材需求分布中，大约 30% 用于地产，20% 用于基建），且周期性波动强，钢材需求研究一直重地产而轻基建。且经验值上看，基建对冲往往难以弥补地产需求的下滑。但此轮基建托底有所不同，第一，随着地产周期性波动幅度放缓，2020 年地产用钢需求虽预期下滑，但幅度和力度空间预期不大；第二，随着地铁、城轨等高密度用钢项目在基建总量中占比攀升，基建单位投资用钢强度近三年来明显提升。

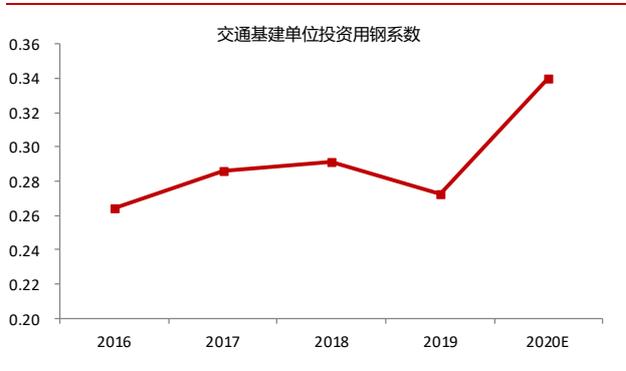
根据各行业经验值，我们可以得出铁路、城轨、公路、机场等各类交通基建用钢系数。但统计局公布的基建投资额中，难以准确划分出流向各类形式基建占比。我们采用滚动 4 年前发改委批复项目结构模拟当年在建基建结构，得出所有交通基建用钢系数。（假设项目批复后第二年动工，基建项目建设周期为 4-5 年）。经测算，假设 2020 年基建投资增速稳定增长，可以对冲部分地产用钢下滑。

图 14: 交通基建十三五进度情况 (2016-2020E)



资料来源: 交通运输部, 川财证券研究所, 单位: 公里

图 15: 基建投资单位用钢系数 (2016-2020E)

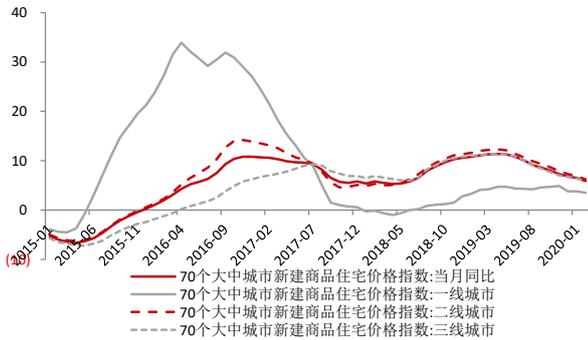


资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

地产是钢铁行业，尤其是螺纹等建筑材最重要的下游分项。地产分项需求占有钢材需求约 35%，占螺纹钢单品种需求约 60%-70%。在地产方面，我们考虑 2020 年经济整体下行压力受疫情影响较大，地产投资仍是拉动经济的重要动力，房地产调控政策预计维持当前“因城施策”基调。整体地产用钢需求小幅放缓，但幅度和空间有限。地产用钢需求放缓预判源自两点：一是，房企拿地 2019 年下半年开始转负，意味着 2020 年年中开始地产开工可能承压，而地产新开工阶段用钢量占到整体项目用钢量的 1/3-2/3。建筑钢材需求量主要取决于房屋新开工面积；二是，微观上，房地产企业自 2019 年年中开始从侧重“新开工”到侧重“竣工”。新开工面积用钢强度远高于竣工期。

采用拿地数据作为新开工面积 6-9 个月的领先指标。2019 年年中，百城拿地数据首次转负，且之后维持负增长。依次推算，房地产新开工面积预计从 2020 年年中开始增速进一步下滑。同时，在高周转和资金持续紧张背景下，房企更多资金转向竣工收尾，竣工面积自三季度开始转正。预计 2020 年竣工面积有望持续恢复，这也对建筑用钢需求形成一定辅助。

图 16: 70 大中城市房屋价格指数



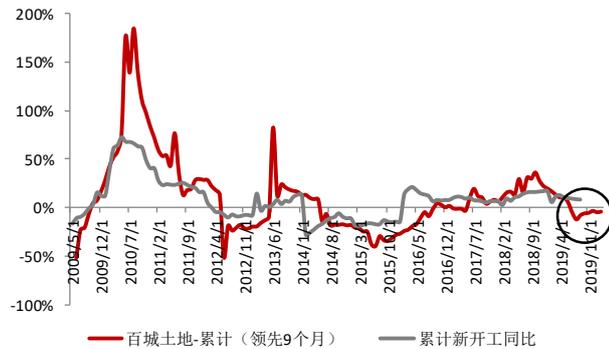
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 十大城市-商品房可售面积



资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 万平方米

图 18: 房企拿地数据 2019 年年中转折



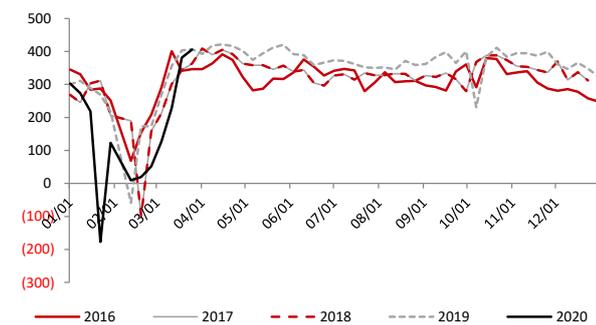
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 房屋竣工面积三季度开始转正



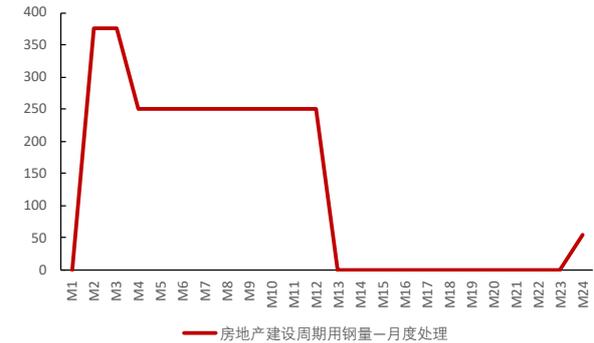
资料来源: CNKI, 川财证券研究所; 单位: 吨

图 20: 螺纹周度表现消费量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 房地产不同建筑周期用钢强度变化



资料来源: Wind, 川财证券研究所

考虑房企行为 2019 年年中开始转变, 当前拿地数据无法支撑 2020 年土地新开工继续维持较高水平, 全年来看螺纹等长材需求有一定下行压力。但考虑房地产存量需求体量较大, 且基建需求已经开始加速启动, 长材需求下滑速度平

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

缓。

2.2 公司特钢产品弹簧扁钢、易切削钢综合优势明显

公司的特钢产品主要包括汽车板簧、弹簧扁钢和易切削钢，下面就三种产品的特性、用途做一系统阐述。

首先是汽车板簧，汽车板簧是车板簧是汽车悬架系统中最传统的弹性元件，由于其可靠性好、结构简单、制造工艺流程短、成本低而且结构能大大简化等优点，从而得到广泛的应用。汽车板簧的主要功能是作为汽车悬架系统的弹性元件，此外多片弹簧的片间摩擦又起作系统的阻尼作用，多数汽车板簧通过卷耳和支座兼有导向作用。公司具备 13.5 万吨的汽车板簧产能，国内市场占有率 20% 以上，位居国内第一。

其次是弹簧扁钢，弹簧扁钢主要用于制作汽车弹簧板的原材料，公司具备 100 万吨的弹簧扁钢产能，国内市场占有率在 50% 以上，位居国内第一。

最后是易切削钢，易切削钢是指在钢中加入一定数量的一种或一种以上的硫、磷等易切削元素，以改善其切削性的合金钢。随着切削加工的自动化、高速化与精密化，要求钢材具有良好的易切削性是非常重要的，这类钢主要用于自动切削机床上加工，属于专用钢。公司具备 10 万吨以上易切削钢产能，国内市场占有率在 45% 以上，位居国内第一。

表格 4. 公司主要特钢产品介绍

产品	公司产能	市场占有率	用途
弹簧扁钢	100 万吨	50% 以上	主要用于制作汽车弹簧板
汽车板簧	13.5 万吨	20% 以上	汽车悬架系统中传统的弹性元件
易切削钢	10 万吨以上	45% 以上	主要用于自动切削机床上加工

资料来源：Wind，川财证券研究所

● 公司弹簧扁钢产品品类齐全、性能优势突出

弹簧扁钢是公司的战略核心产品，荣获国家冶金产品实物质量“金杯奖”和冶金行业“品质卓越产品”。随着公司主导制定的《汽车悬架系统用弹簧钢 第 1 部分：热轧扁钢》(GB/T 33164.1—2016) 汽车专用标准的颁布实施，有力地促进了行业弹簧扁钢向更高性能、更高质量的发展，也提升了公司产品的国内外市场竞争力。公司弹扁产品有着五十多年的生产历史和技术积淀，工艺先进、钢水洁净度高；成分控制精准，工艺性能稳定；尺寸精度较高，外观质量好；

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

产品规范涵盖国标、日标、德标、美标以及用户定制。2018 年公司弹簧扁钢产品“高质量 50CrMnVA 新型弹簧扁钢”、“高性能 51CrV4 弹簧扁钢”分别获得省优秀新产品二、三等奖

在性能、标准优势方面，公司弹簧扁钢产品与竞争对手相比，力学性能：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。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）。

在技术优势方面，公司采用了国内外先进的专业化弹簧扁钢生产线，在工艺细节、表面防腐、疲劳试验及失效分析、检测技术等方面，处于国内领先水平。

在品种、服务优势方面，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，在国内的客户群体远多于各竞争对手。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。

表格 5. 公司弹簧扁钢产品核心优势

具体方面	核心优势
品牌认可度高	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”。
力学性能更优	公司弹簧扁钢产品与竞争对手相比，力学性能：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
技术优势突出	公司采用了国内外先进的专业化弹簧扁钢生产线，在工艺细节、表面防腐、疲劳试验及失效分析、检测技术等方面，处于国内领先水平。
品类齐全	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
客户群体多、服务体系完善	公司国内的客户群体远多于各竞争对手；公司保供能力充分；产品服务完善

资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22： 弹簧扁钢产品



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 23： 汽车板簧产品



资料来源：公司官网，川财证券研究所

● 公司易切削钢产品性能优势突出、国内市场占有率稳居第一

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，公司开发的 1215 低碳环保型含硫易切削钢，广泛应用于电子、五金、汽车零部件等领域，其性能优于国内外同类型产品，不含铅及其它对环境有害的物质，与 12L14 普通易切削钢相比具有环保无污染、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。公司 1215 易切削钢占市场份额在 45%以上，稳居国内第一。

图 24： 1215 型易切削钢

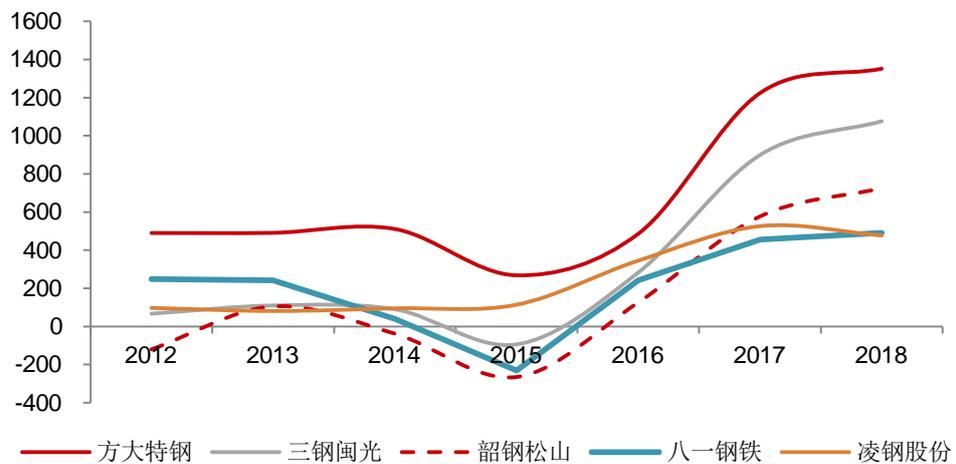


资料来源：化工仪器网，川财证券研究所

2.3 精细管理造就成本优势，吨钢利润高于可比公司

公司吨钢盈利显著高于同类公司。公司钢材的主要品种为螺纹钢，我们选择和公司产品结构相似的以长材为主要产品的上市公司与公司进行比较，发现公司吨钢毛利显著高于其他长材公司，即使在钢铁行业景气度最差的 2015 年，公司的吨钢毛利仍然达到了 268 元/吨，与之形成对比的三钢闽光、韶钢松山、八一钢铁等长材公司 2015 年的吨钢毛利均为负值。

图 25：长材公司吨钢毛利对比



资料来源：Wind，川财证券研究所

公司人工、折旧、能源、制造等方面成本优势明显。我们对公司及可比公司的成本进行拆分，发现公司的吨钢材料费用相对于可比公司并无优势，公司的成本优势主要体现在人工费用、折旧费用、能源费用、制造费用等四个方面。在人工费用方面，公司着眼于数据分析、寻找差距，进一步降本增效，2016-2018 年，公司人工费用仅为 17、18、22 元/吨，均值为 19 元/吨，远低于可比公司凌钢股份、三钢闽光的人工费用。在折旧费用方面，公司得益于生产所用的固定资产具有较长的使用年限，年度计提金额偏较小，近三年年度折旧费用均值仅为 10 元/吨，较可比公司优势明显。

表格 6. 公司产品成本分析表

项目	公司	2016 年	2017 年	2018 年	均值
吨钢材料费用	方大特钢	1594	2116	2253	1988
	凌钢股份	1986	1234	1329	1516

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	三钢闽光	911	1695	1344	1317
吨钢人工费用	方大特钢	17	18	22	19
	凌钢股份	167	115	121	134
	三钢闽光	98	143	118	119
吨钢折旧费用	方大特钢	10	10	10	10
	凌钢股份	129	107	94	110
	三钢闽光	54	77	55	62
吨钢能源费用	方大特钢	71	83	79	78
	凌钢股份	664	964	1287	972
	三钢闽光	760	1436	1043	1080
吨钢制造费用	方大特钢	32	28	39	33
	凌钢股份	219	321	208	250
	三钢闽光	41	79	46	55

资料来源: Wind, 川财证券研究所; 指标日期截止至 2020 年 3 月 31 日

公司夯实基础管理, 实施精细化管理。公司精细化管理的核心体现在精细工作的观念上, 体现在抓好细节、抓实小事上。每道工序、每个岗位在每件小事和每个细节上, 树立精细工作的理念, 养成凡事必作于细的习惯, 精益求精抓工作, 精严细实堵漏洞, 精耕细作降成本, 精打细算抠效益。公司以“赛马”机制为抓手, 以结果为导向, 找差距, 挖潜力, 促进各项指标的进步和改善, 提高各工序的运行效率和效益。通过互相比、互相赛, 与行业比、与世界行业比全面降低吨钢成本。

表格 7. 公司产品吨钢成本拆分表

分产品	成本构成项目	2019 年	成本占比(%)	2018 年	成本占比 (%)	2019 年同比变动 (%)
汽车板簧	吨钢材料	5966	83.80	5998	85.41	-0.54%
	吨钢人工	433	6.08	397	5.65	9.24%
	吨钢折旧	95	1.34	80	1.14	18.87%
	吨钢能源	364	5.11	320	4.55	13.85%
	吨钢制造费用	261	3.67	228	3.25	14.35%
螺纹钢	吨钢材料	2581	93.60	2253	93.73	14.54%
	吨钢人工	29	1.07	22	0.93	32.06%
	吨钢折旧	14	0.50	10	0.43	33.31%
	吨钢能源	82	2.99	79	3.29	4.20%
	吨钢制造费用	51	1.83	39	1.62	29.85%
弹簧扁钢	吨钢材料	3183	90.67	2897	90.35	9.88%
	吨钢人工	63	1.79	58	1.80	8.82%
	吨钢折旧	16	0.45	19	0.6	-18.71%
	吨钢能源	188	5.37	186	5.81	1.21%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	吨钢制造费用	61	1.73	46	1.44	31.60%
	吨钢材料	2663	92.56	2386	91.71	11.63%
	吨钢人工	35	1.23	35	1.35	0.62%
优线	吨钢折旧	11	0.40	22	0.84	-47.82%
	吨钢能源	105	3.64	108	4.14	-2.80%
	吨钢制造费用	63	2.18	51	1.96	23.18%
	吨钢材料	191	82.14	196	81.21	-2.56%
	吨钢人工	9	3.90	8	3.16	18.83%
铁精粉	吨钢折旧	11	4.81	14	5.70	-18.59%
	吨钢能源	21	9.03	22	9.16	-5.03%
	吨钢制造费用	0.26	0.11	2	0.77	-85.77%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

三、估值评级

3.1 盈利假设

盈利假设:

- 1) 二号高炉事故检修对公司生产影响消除, 2020年粗钢、钢材产量环比增长15%左右, 后续年份钢材产量保持相对平稳。
- 2) 疫情平稳后, 建筑钢材需求将逐渐恢复, 基建发力叠加房地产存量用钢需求, 全年维度上建筑钢材需求虽有回落压力但降幅预计平稳。
- 3) 目前来看, 疫情对铁矿石供给影响有限, 我们维持前期判断, 四大矿供给恢复将促使铁矿石价格中枢下移, 矿价向60-80美金中枢收敛, 2020年铁水成本预计同比小幅下移。

3.2 盈利预测与评级

● 相对估值

中长期建材需求不悲观, 下半年钢材盈利或超市场预期; 二号高炉事故影响消除, 环比新增产量更添业绩弹性。我们预计2020-2022年公司净利润有望达到18.14、20.72、21.87亿元, EPS分别为1.25、1.43、1.51元/股, 对应PE分别为6.45、5.64、5.35倍。首次覆盖给予“增持”评级。

表格 8. 公司盈利预测与估值

钢铁公司	最新评级	现价 (元)	EPS (元)				PE				PB
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
方大特钢	增持	8.08	1.18	1.25	1.43	1.51	6.84	6.45	5.64	5.35	1.78

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 盈利预测时间为 2020 年 3 月 31 日

表格 9. 可比公司估值表

公司	现价 (元)	EPS (元)			PE		
		19E	20E	21E	19E	20E	21E
三钢闽光	7.97	2.02	1.58	1.66	6.24	5.08	4.82
新兴铸管	3.44	0.44	0.48	0.49	7.88	7.15	7.04
韶钢松山	3.85	0.75	0.64	0.70	6.29	5.98	5.51
可比公司平均 PE	-	-	-	-	-	6.07	5.79

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 盈利预测时间为 2020 年 3 月 31 日; 注: 截止预测日, 韶钢松山 2019 年年报已经发布, 故韶钢松山 2019 年 EPS 为年报公布值

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

当前国内疫情较前期大为缓和, 但国外疫情形势仍较为严峻, 后续疫情影响下国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到行业的整体表现。

下游行业低迷对公司主要产品需求的影响

若下游主要行业例如房地产、基建、货车制造等行业景气度低于预期, 公司产品需求或将走弱, 公司业绩将受到一定影响。

盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
流动资产	8453	21479	24002	26682	
现金	4760	18620	20984	23208	
应收账款	266	270	283	301	
其他应收款	63	54	60	64	
预付账款	188	152	168	185	
存货	1326	1325	1418	1529	
其他流动资产	1850	1058	1090	1395	
非流动资产	4497	3713	2977	2233	
长期投资	42	42	42	42	
固定资产	2952	2522	2065	1595	
无形资产	1038	832	682	518	
其他非流动资产	464	317	188	78	
资产总计	12950	25192	26980	28915	
流动负债	5953	16083	16554	17023	
短期借款	1636	846	970	1039	
应付账款	1328	12451	12702	12998	
其他流动负债	2990	2786	2882	2986	
非流动负债	137	104	106	106	
长期借款	0	-5	-7	-10	
其他非流动负债	137	108	113	115	
负债合计	6091	16186	16659	17129	
少数股东权益	316	320	324	328	
股本	1448	1448	1448	1448	
资本公积	1858	1858	1858	1858	
留存收益	3510	5381	6691	8153	
归属母公司股东权益	6544	8686	9997	11458	
负债和股东权益	12950	25192	26980	28915	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1735	13991	2155	1947	
净利润	1715	1818	2076	2191	
折旧摊销	499	577	581	583	
财务费用	-109	-391	-752	-840	
投资损失	-4	-14	-11	-12	
营运资金变动	-615	11899	289	47	
其他经营现金流	250	102	-27	-22	
投资活动现金流	-113	-10	89	91	
资本支出	136	0	0	0	
长期投资	-17	59	-10	-5	
其他投资现金流	6	48	79	87	
筹资活动现金流	-611	-120	120	185	
短期借款	1626	-790	124	70	
长期借款	0	-5	-2	-3	
普通股增加	-2	0	0	0	
资本公积增加	482	0	0	0	
其他筹资现金流	-2716	674	-2	118	
现金净增加额	1009	13860	2364	2224	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
营业收入	15389	16005	16803	17769	
营业成本	11591	12213	13056	13938	
营业税金及附加	150	155	153	154	
营业费用	126	123	124	124	
管理费用	1335	1442	1406	1418	
财务费用	-109	-391	-752	-840	
资产减值损失	-5	-3	-4	-3	
公允价值变动收益	0	-0	0	0	
投资净收益	4	14	11	12	
营业利润	2373	2480	2830	2991	
营业外收入	17	14	15	15	
营业外支出	46	51	50	50	
利润总额	2344	2444	2795	2956	
所得税	629	625	718	764	
净利润	1715	1818	2076	2191	
少数股东损益	4	4	4	4	
归属母公司净利润	1711	1814	2072	2187	
EBITDA	2762	2666	2658	2733	
EPS (元)	1.18	1.25	1.43	1.51	

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-11%	4.0%	5.0%	5.7%
营业利润	-39%	4.5%	14.1%	5.7%
归属于母公司净利润	-41.5%	6.0%	14.2%	5.6%
获利能力				
毛利率(%)	24.7%	23.7%	22.3%	21.6%
净利率(%)	4.6%	11.1%	11.3%	12.3%
ROE(%)	26.2%	20.9%	20.7%	19.1%
ROIC(%)	43.6%	%	%	%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.0%	64.3%	61.7%	59.2%
净负债比率(%)	%	5.20%	5.78%	6.01%
流动比率	1.42	1.34	1.45	1.57
速动比率	1.19	1.25	1.36	1.48
营运能力				
总资产周转率	1.36	0.84	0.64	0.64
应收账款周转率	56	58	59	59
应付账款周转率	13.29	1.77	1.04	1.08
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.25	1.43	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	9.66	1.49	1.34
每股净资产(最新摊薄)	4.52	6.00	6.90	7.91
估值比率				
P/E	6.84	6.45	5.64	5.35
P/B	1.79	1.35	1.17	1.02
EV/EBITDA	3	3	3	3

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004