

方大特钢 (600507.SH)

区位和成本优势增强盈利韧性

核心观点：

- 20H1 业绩：**钢材量增价跌、管理费用大降，营业总收入、归母净利润分别同比降 10.9%、22.2%。根据 2020 年中报，20H1 公司实现总营收 73.6 亿元、同比降 10.9%，归母净利润 8.2 亿元、同比降 22.2%，基本每股收益 0.49 元/股、同比降 32.9%，ROE（摊薄）为 10.6%、同比降 7.5PCT。（1）业务结构：20H1 钢铁业销量同比微降，产销率明显下降，而采掘业销量大幅下降，产销率大幅下降至不足七成。钢铁营收、毛利贡献均超九成，钢铁业价跌、采掘业量减致公司营收与毛利均下降。（2）盈利能力：20H1 钢价下跌、矿价偏强致吨钢毛利减 25.1%，股权激励费用减少助期间费用同比大降。（3）经营质量：20H1 公司获现、偿债能力均提升，营运能力下降。
- 2020 年经营计划：**2020 年公司计划实现钢材产销量 402 万吨、板簧 17.3 万吨，分别较 2019 年实际产量增长 10%、下降 0.4%，继续实施普特结合、弹扁战略和创新驱动战略的发展战略。
- 公司看点：**公司地处江西省、区位优势显著，成本控制能力强，普钢盈利能力显著优于钢铁行业平均水平，弹簧扁钢和汽车板簧国内行业市占率持续第一，创新与升级将拓宽盈利空间。公司历史分红水平高，产量具备弹性，PE、PB 估值目前处于相对低位。
- 盈利预测和投资建议：**预计 20-22 年公司 EPS 为 0.88/1.08/1.25 元/股，对应 20 年 9 月 21 日收盘价，20-22 年 PE 为 6.38/5.20/4.49 倍，20 年 PB 为 1.42 倍。我们对普钢、特钢、铁精粉、其他业务采用分部估值法，参考可比公司 PE 估值水平，我们预计公司业务总体内在价值为 189.5 亿元，对应公司合理价值约为 8.8 元/股，对应 20 年 PE 约 10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济大幅波动；主流矿产量不达预期，铁矿石价格大幅上涨；新冠肺炎疫情影响需求；计划产量完成度低于预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	17,286	15,389	15,305	15,705	16,045
增长率（%）	24.0	-11.0	-0.5	2.6	2.2
EBITDA（百万元）	4,157	2,630	2,572	3,184	3,651
归母净利润（百万元）	2,927	1,711	1,902	2,333	2,701
增长率（%）	15.3	-41.5	11.2	22.6	15.8
EPS（元/股）	2.02	1.18	0.88	1.08	1.25
市盈率（P/E）	4.95	8.51	6.38	5.20	4.49
ROE（%）	45.4	26.2	22.2	22.6	22.2
EV/EBITDA	2.70	4.35	3.03	2.21	1.70

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

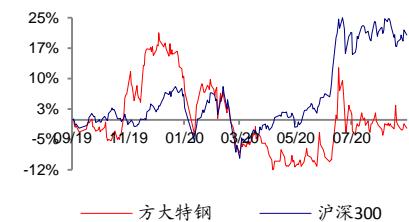
买入

当前价格	5.63 元
合理价值	8.80 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-22

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2156/2156
总市值/流通市值（百万元）	12138/12138
一年内最高/最低（元）	10.35/5.05
30 日日均成交量/成交额（百万）	23/130
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	5.63/6.53

相对市场表现



分析师：李莎

SAC 执证号：S0260513080002

SFC CE No. BNV167

020-66335140

 lisha@gf.com.cn

相关研究：

方大特钢 (600507.SH)：产量具备弹性，强成本管控能力将增强盈利弹性
 2020-03-11

目录索引

一、20H1 业绩: 钢材量增价跌、管理费用大降, 营业总收入、归母净利润分别同比降 10.9%、22.2%	4
(一) 业务拆分: 钢铁营收、毛利贡献均超九成, 钢铁价跌、采掘量减致营收与毛利均下降.....	5
(二) 盈利能力: 20H1 钢价下跌、矿价偏强致吨钢毛利减 25.1%, 股权激励费用减少助期间费用同比大降	7
(三) 经营质量: 20H1 公司获现和偿债能力均提升, 营运能力下降	8
(四) 在建工程: 继续推进环保提升改造、技改与采矿扩建项目建设	10
二、2020 年经营计划: 钢材产量同比增长 10%, 实现普特结合、弹扁战略和创新驱动战略的升级	11
三、公司看点: 区位和成本优势明显、历史分红水平高, 产量具备弹性, PE、PB 估值处于相对低位.....	12
四、盈利预测与投资建议: 区位和成本优势增强盈利韧性, 维持“买入”评级.....	15
五、风险提示	19

图表索引

图 1: 2010 年以来方大特钢营业总收入及同比增速	4
图 2: 2010 年以来方大特钢归母净利润及同比增速	4
图 3: 2010 年以来方大特钢的销售现金比率情况	8
图 4: 2010 年以来方大特钢负债及资产负债率变化	9
图 5: 2010 年以来方大特钢有息负债及占比变化	9
图 6: 2010 年以来方大特钢盈利韧性强于申万钢铁行业平均水平	13
图 7: 方大特钢 2010 年以来年度累计现金分红和现金分红比率	13
图 8: 方大特钢 2010-2019 年累计现金分红比例在申万钢企排名第二	13
图 9: 2011 年至今方大特钢 PE_TTM 估值水平	14
图 10: 2011 年至今方大特钢 PB_LF 估值水平	14
图 11: 2010 年以来方大特钢与可比公司的长材毛利率	18

表 1: 方大特钢分季度、半年度利润表拆分 (单位: 亿元)	5
表 2: 20H1 年方大特钢产量、销量、产销率情况	6
表 3: 20H1 年方大特钢分行业的营收、毛利情况	6
表 4: 20H1 方大特钢盈利情况	7
表 5: 方大特钢分行业毛利率情况	7
表 6: 方大特钢期间费用分半年度、分季度情况	8
表 7: 2015 年以来方大特钢营运能力分析	9
表 8: 2015 年以来方大特钢偿债能力分析	10
表 9: 20H1 方大特钢在建工程中部分重大项目列示	10
表 10: 2015-2019 年方大特钢年度生产计划完成率	11
表 11: 2015-2019 年方大特钢年度钢材产量与销量对比	11
表 12: 2019 年方大特钢与可比公司吨钢生产成本对比分析 (单位: 元/吨)	12
表 13: 方大特钢的主营业务预测 (单位: 万元)	16
表 14: 方大特钢的 2020 年内在价值计算表	17
表 15: 方大特钢的可比公司估值表	17

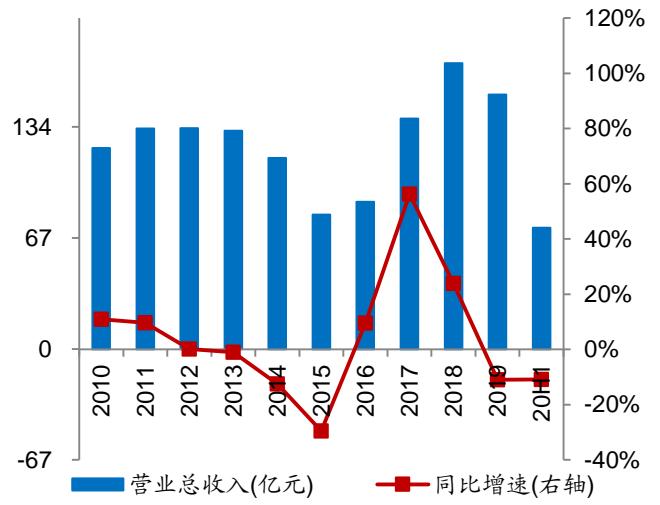
一、20H1 业绩：钢材量增价跌、管理费用大降，营业总收入、归母净利润分别同比降 10.9%、22.2%

2020年上半年，方大特钢生产铁173.2万吨、钢204.2万吨、材205.8万吨、铁精粉27.3万吨，同比变化分别为6.2%、4.0%、4.1%、-30.8%。

2020年上半年，方大特钢实现营业总收入73.6亿元，同比下降10.9%，归母净利润8.2亿元、同比下降22.2%，归母扣非净利润7.7亿元、同比下降23.1%，基本每股收益0.49元/股、同比下降32.9%，销售毛利率21.3%、同比下降5.0PCT，销售净利率11.2%、同比下降1.8PCT，ROE（摊薄）为10.6%、同比下降7.5PCT。

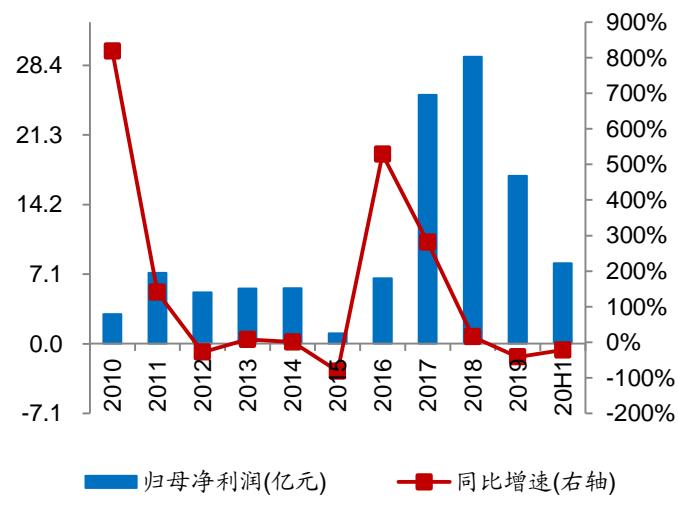
方大特钢20H1利润分配预案：根据2020年中报，公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

图 1：2010年以来方大特钢营业总收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2010年以来方大特钢归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

半年度同比看，20H1方大特钢受钢铁供需格局走弱影响，盈利能力明显下降。根据公司2020年中报，20H1方大特钢实现营业收入73.6亿元、同比减少10.9%，营业毛利15.7亿元、同比减少27.8%，管理费用3.1亿元、同比减少58.4%，利润总额12.6亿元、同比减少9.4%，所得税费用4.4亿元、同比增长36.4%，所得税率上升11.6PCT至34.6%，归母净利润8.2亿元、同比减少22.2%。其中管理费用主要因股权激励摊销费用减少4.4亿元，所得税率升高的主要原因是不可抵扣的成本费用和损失的影响、调整以前期间所得税的影响两项大幅增加。

分季度环比看，受益于钢铁供需环比改善，20Q2方大特钢盈利能力环比明显改善。根据公司2020年中报，20Q2方大特钢实现营收41.7亿元、环比增长31.1%，营业毛利9.8亿元、环比增长66.3%，利润总额9.0亿元，环比增长153.4%，归母净利润5.5亿元、环比增长102.6%。

表 1：方大特钢分季度、半年度利润表拆分（单位：亿元）

	20Q1	同比	环比	20Q2	同比	环比	20H1	同比	环比
营业总收入	31.8	-19.1%	-25.9%	41.7	-3.3%	31.1%	73.6	-10.9%	3.1%
营业收入	31.8	-19.1%	-25.9%	41.7	-3.3%	31.1%	73.6	-10.9%	3.1%
营业成本	26.0	-10.8%	-19.3%	31.9	0.7%	23.1%	57.9	-4.8%	5.1%
毛利	5.9	-42.6%	-45.5%	9.8	-14.5%	66.3%	15.7	-27.8%	-3.7%
销售费用	0.3	-5.8%	-37.2%	0.3	-18.0%	0.0%	0.5	-12.3%	-20.0%
管理费用	2.0	-49.4%	-36.1%	1.1	-68.5%	-45.1%	3.1	-58.4%	-46.9%
研发费用	0.1	71.8%	-71.6%	0.1	53.0%	21.6%	0.2	60.9%	-47.4%
财务费用	-0.3	9.2%	-24.4%	-0.4	-12.2%	-42.1%	-0.6	-2.3%	-25.6%
资产减值损失	0.0	100.0%	100.0%	0.0	101.3%	-	0.0	100.7%	-98.7%
信用减值损失	0.0	-	-100.0%	0.0	-	-	0.0	-	-135.0%
公允价值变动净收益	0.0	-5.7%	1746.2%	0.0	356.4%	-34.1%	0.0	106.4%	975.8%
资产处置收益	0.0	-100.0%	-	0.0	-	-	0.0	-69.9%	-
投资净收益	0.0	-	-100.0%	0.0	26.2%	-	0.0	26.2%	-41.3%
其他收益	0.4	18.2%	106.3%	0.5	17.8%	24.8%	1.0	18.0%	113.8%
营业利润	3.9	-36.7%	-42.8%	8.9	13.3%	125.9%	12.8	-8.8%	32.3%
营业外收入	0.0	-62.9%	163.0%	0.2	442.6%	535.1%	0.2	90.3%	293.7%
营业外支出	0.4	251.3%	238.3%	0.0	-77.1%	-92.2%	0.4	72.3%	99.0%
利润总额	3.6	-42.2%	-46.8%	9.0	16.8%	153.4%	12.6	-9.4%	32.3%
所得税	0.9	-35.9%	-65.4%	3.5	91.4%	293.3%	4.4	36.4%	41.2%
净利润	2.7	-44.1%	-35.3%	5.6	-6.1%	107.2%	8.2	-23.1%	28.1%
归母净利润	2.7	-42.3%	-37.5%	5.5	-6.0%	102.6%	8.2	-22.2%	25.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（一）业务拆分：钢铁营收、毛利贡献均超九成，钢铁价跌、采掘量减致营收与毛利均下降

通过拆分20H1方大特钢主营业务分产品结构可知：钢铁依旧是公司创收、创利的主要来源，营收、毛利占比均超九成，受累于钢铁供需格局变差，营收、毛利同比均下降；采掘销量同比大降致营收、毛利大减。

1. 产销：20H1钢铁销量同比微降、产销率明显下降，采掘销量大幅下降、产销率大幅下降至七成

产量：20H1方大特钢的钢铁产量同比明显增加，采掘产量同比大幅下降。根据公司2020年中报，20H1方大特钢的钢铁产量达215.0万吨、同比增长3.7%，采掘产量27.3万吨、同比减少30.8%。

销量：20H1方大特钢的钢铁销量同比微降，采掘销量同比大幅下降。根据公司2020年中报，20H1方大特钢的钢铁销量达206.8万吨、同比下降0.1%，采掘销量19.1万吨、同比下降55.0%。

产销率：20H1方大特钢的钢铁产销率同比明显下降、但维持较高水平，采掘产销率同比大幅下降至七成。根据公司2020年中报，20H1方大特钢的钢铁产销率为96.2%、同比下降3.6PCT，采掘产销率69.9%、同比下降37.6PCT。

备注：钢铁主要包含汽车板簧、螺纹钢、弹簧扁钢、线材等产品，采掘产品为铁精粉。

表 2：20H1年方大特钢产量、销量、产销率情况

	产量(万吨)	同比	销量(万吨)	同比	产销率	同比(PCT)
钢铁业	215.0	3.7%	206.8	-0.1%	96.2%	-3.6
采掘业	27.3	-30.8%	19.1	-55.0%	69.9%	-37.6
合计	242.3	-1.9%	225.9	-9.4%	93.2%	-7.8

数据来源：公司经营数据公告、公司财报、广发证券发展研究中心

2. 营收：20H1钢铁量减价跌至营收明显下降，采掘量减至营收大幅下降

根据公司2020年中报，20H1方大特钢的钢铁营收72.1亿元、同比下降7.5%，主要是因为钢铁供需格局同比变差，钢材销量微降而钢价大幅下跌，钢铁营收占比98.0%、同比上升3.6PCT；采掘营收1.3亿元、同比下降53.3%，营收占比1.8%、同比下降1.6PCT，20H1公司铁精粉均价同比上涨4.0%，但销量下降55.0%致采掘业营收同比大降。

3. 毛利：20H1钢铁、采掘毛利同比均大幅下降，钢铁毛利占比达到94%

根据公司2020年中报，20H1方大特钢的钢铁毛利14.7亿元、同比下降25.2%，毛利占比94.0%、同比上升3.3PCT，钢铁毛利大降的主要原因是吨钢营收同比降幅大于吨钢营业成本；采掘毛利达0.9亿元、同比下降49.2%，毛利占比6.0%、同比下降2.5PCT，采掘毛利大降的主要原因是铁精粉销量大降。

表 3：20H1年方大特钢分行业的营收、毛利情况

	营收(亿元)	同比	营收占比	同比(PCT)	毛利(亿元)	同比	毛利占比	同比(PCT)
钢铁业	72.1	-7.5%	98.0%	3.6	14.7	-25.2%	94.0%	3.3
采掘业	1.3	-53.3%	1.8%	-1.6	0.9	-49.2%	6.0%	-2.5
其他	0.2	-90.3%	0.2%	0.2	0.0	-101.0%	0.0%	0.0
合计	73.6	-10.9%	100.0%	0.0	15.7	-27.8%	100.0%	0.0

数据来源：公司经营数据公告、公司财报、广发证券发展研究中心

(二) 盈利能力: 20H1 钢价下跌、矿价偏强致吨钢毛利减 25.1%，股权激励费用减少助期间费用同比大降

1. 盈利能力: 20H1钢价下跌、矿价偏强致吨钢毛利减25.1%，钢铁、采掘毛利率同比分别明显下降、明显上升

吨毛利: 20H1钢价下跌、矿价偏强致吨钢毛利减25.1%，采掘吨毛利增13.1%。

根据公司2020年中报，20H1方大特钢的吨钢营收同比降7.4%，吨钢营业成本同比降1.4%，吨钢毛利同比减25.1%至712.5元/吨；采掘业的铁精粉吨营收同比上涨4.0%，吨营业成本下降12.7%，吨毛利同比上升13.1%至490.0元/吨。根据Wind数据，20H1进口矿、国产矿分别同比跌1.3%、涨4.3%，方大特钢的铁矿石采购以进口矿为主，因此吨钢营业成本相对价格偏强，采掘业铁精粉价格上涨趋势与行业一致。

毛利率: 钢铁、采掘20H1毛利率同比分别明显下降、明显上升，20Q2毛利率均环比改善。根据公司2020年中报，(1)分半年度同比来看，20H1钢铁毛利率同比降4.8PCT至20.5%，采掘毛利率同比上升5.7PCT至70.3%。(2)分季度环比来看，20Q2钢铁毛利率22.8%、环比上升5.5PCT；采掘毛利率71.0%，环比上升1.4PCT。

表 4: 20H1方大特钢盈利情况

	钢铁业			采掘业		
	20H1	同比	环比	20H1	同比	环比
吨营收(元/吨)	3484.1	-7.4%	-6.1%	696.9	4.0%	-7.4%
吨营业成本(元/吨)	2771.6	-1.4%	-8.1%	206.8	-12.7%	-9.2%
吨毛利(元/吨)	712.5	-25.1%	2.5%	490.0	13.1%	-6.6%

数据来源：公司经营数据公告、公司财报、广发证券发展研究中心

表 5: 方大特钢分行业毛利率情况

	20H1 毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)	20Q2 毛利率	同比(PCT)	环比(PCT)
钢铁业	20.5%	-4.8	1.7	22.8%	-3.1	5.5
采掘业	70.3%	5.7	0.6	71.0%	5.4	1.4
合计	21.3%	-5.0	-1.5	23.5%	-3.1	5.0

数据来源：公司经营数据公告、公司财报、广发证券发展研究中心

2. 费用控制能力: 20H1股权激励摊销减少助力期间费用率同比明显下降

20H1方大特钢股权激励摊销减少助力管理费用与期间费用同比大降。根据公司2020年中报，20H1方大特钢的期间费用合计达3.2亿元、同比下降57.4%，其中销售、管理、研发、财务费用分别为0.5、3.1、0.2、-0.6亿元，同比分别变化-12.3%、-58.4%、60.9%、-2.3%。管理费用同比大降的主要原因一是20H1的股权激励摊销金额同比下降2.4亿元、降幅达74.0%，二是红包奖励减少。研发费用同比大增的主要原因是公司的研发项目增加。

吨钢期间费用: 20H1吨钢管理费用大降助力吨钢期间费用大降。根据公司2020

年中报，20H1方大特钢的吨钢期间费用达到157.0元/吨、同比下降57.4%。其中吨钢销售、管理、研发、财务费用分别为25.5、150.6、10.5、-29.7元/吨，同比分别变化-12.2%、-58.3%、61.1%、-2.3%。

期间费用率：20H1公司管理费用率明显下降助力期间费用率明显下降。根据公司2020年中报，**(1) 分半年度同比来看**，20H1方大特钢的期间费用率为4.4%、同比下降4.8PCT。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.7%、4.2%、0.3%、-0.8%，分别同比变化0.0、-4.8、0.1、-0.1PCT。**(2) 分季度环比来看**，20Q2方大特钢的期间费用率为2.7%、环比下降4.0PCT。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.6%、2.6%、0.3%、-0.9%，环比变化-0.2、-3.7、0.0、-0.1PCT。

表 6：方大特钢期间费用分半年度、分季度情况

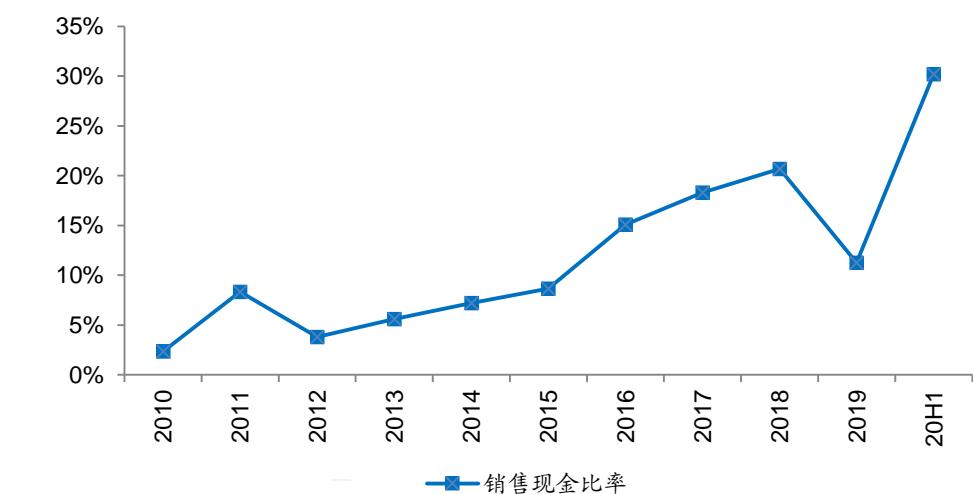
	吨钢期间费用绝对值（元/吨）					期间费用率拆解				
	销售	管理	研发	财务	期间	销售	管理	研发	财务	期间
20H1	25.5	150.6	10.5	-29.7	157.0	0.7%	4.2%	0.3%	-0.8%	4.4%
同比	-12.2%	-58.3%	61.1%	-2.3%	-57.4%	0.0 PCT	-4.8 PCT	0.1 PCT	-0.1 PCT	-4.8 PCT
20Q2	22.3	93.6	10.1	-30.5	95.5	0.6%	2.6%	0.3%	-0.9%	2.7%
环比	-24.8%	-58.7%	-8.6%	-6.8%	-60.0%	-0.2 PCT	-3.7 PCT	0.0 PCT	-0.1 PCT	-4.0 PCT

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(三) 经营质量：20H1 公司获现和偿债能力均提升，营运能力下降

20H1方大特钢销售现金比率大幅上升至2010年以来最高值，获现能力大幅提升。根据公司2020年中报，20H1方大特钢的销售现金比率（经营现金净流量与主营业务收入的比值）为30.2%，同比上升23.0PCT，较2019年全年上升18.9PCT，为2010年以来最高值。销售现金比率同比大升的主要原因是20H1销售商品收到的票据变现增加，经营现金净流量同比增加。

图 3：2010年以来方大特钢的销售现金比率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

20H1方大特钢的存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率均同比下降，营运能力有所下降。根据公司2020年中报，20H1方大特钢的存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率分别为4.4、17.0、0.7、2.6、0.5次，同比下降0.8、2.9、0.3、0.7、0.1次。

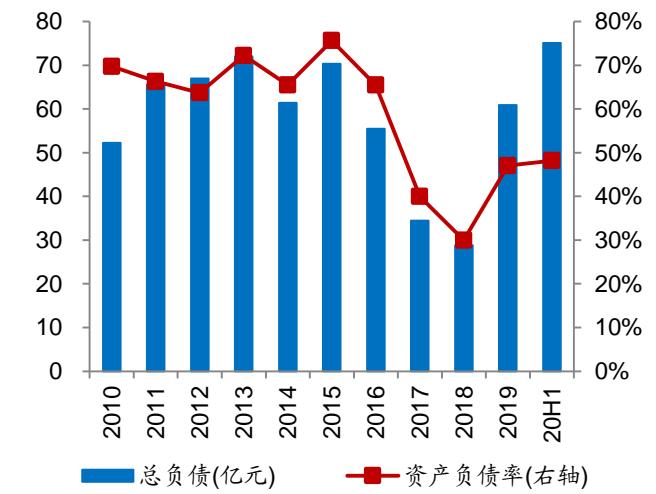
表 7：2015年以来方大特钢营运能力分析

	存货周转率(次)	应收账款周转率(次)	流动资产周转率(次)	固定资产周转率(次)	总资产周转率(次)
2015A	6.9	28.9	1.8	3.0	0.9
2016A	6.0	35.7	2.0	3.6	1.0
2017A	7.8	55.7	3.2	6.3	1.6
2018A	10.5	66.0	3.6	7.7	1.9
2019A	9.5	57.4	2.3	5.7	1.4
20H1	4.4	17.0	0.7	2.5	0.5
20H1 同比	-0.8	-2.9	-0.3	-0.7	-0.1

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

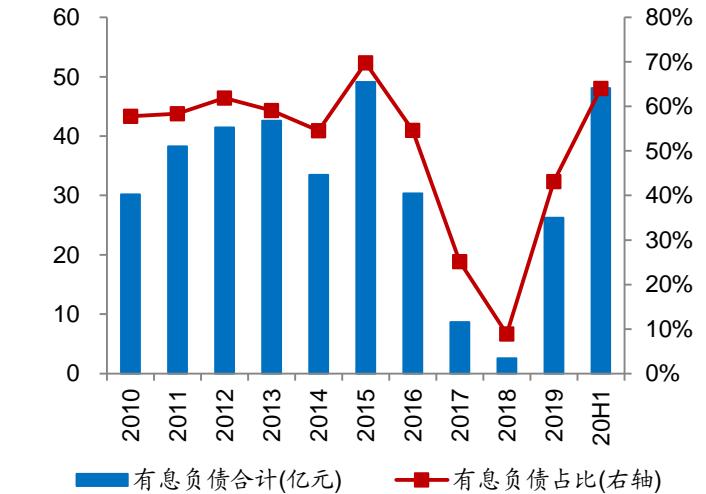
20H1方大特钢资产负债率同比下降，有息负债占比上升，偿债能力有所提升。根据公司2020年中报，截至2020年6月末，方大特钢负债规模75.1亿元、同比2019年6月末下降17.5%，资产负债率48.2%、同比下降11.5PCT。从债务内部结构看，公司有息负债合计48.1亿元、同比增加0.8%，占总负债的比重为64.0%，同比大增11.6PCT。偿债指标如流动比率和速动比率均明显改善。

图 4：2010年以来方大特钢负债及资产负债率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：2010年以来方大特钢有息负债及占比变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 8: 2015年以来方大特钢偿债能力分析

	资产负债率	流动负债占比	有息负债占比	流动比率	速动比率
2015A	75.6%	98.5%	69.8%	67.1%	52.5%
2016A	65.5%	98.3%	54.6%	77.7%	52.8%
2017A	40.0%	97.9%	25.2%	134.7%	102.6%
2018A	30.0%	97.2%	8.9%	179.4%	139.5%
2019A	47.0%	97.7%	43.1%	142.0%	119.7%
20H1	48.2%	98.9%	64.0%	150.7%	133.3%
20H1 同比(PCT)	-11.5	0.3	11.6	35.2	31.5

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(四) 在建工程: 继续推进环保提升改造、技改与采矿扩建项目建设

根据公司2020年中报, 截至2020年6月末, 方大特钢在建工程达14814万元, 较2020年年初增长84%; 在建工程重大项目中含环保项目313万元、技改项目5592万元、采矿扩建项目4584万元。

表 9: 20H1方大特钢在建工程中部分重大项目列示

项目名称	2020年初余额(万元)	本期增加(万元)	转入固定资产(万元)	20H1期末数(万元)
环保	123	498	308	313
技改	1335	4257	0	5592
米筛岭采矿扩改建项目	0	2449	0	2449
九江丘铁矿(东翼)采矿扩建项目	0	2135	0	2135
合计	6042	4755	308	10489

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

二、2020年经营计划：钢材产量同比增长10%，实现普特结合、弹扁战略和创新驱动战略的升级

根据2019年年报，2020年方大特钢计划实现钢材产销量402万吨、板簧17.3万吨，分别较2019年实际产量增长10%、下降0.4%，实现预定利润目标。从生产计划完成率来看，除2019年因2号高炉爆炸减产使得完成率仅85%外，2015年以来其他年份方大特钢的生产计划完成率均超100%。根据2020年公司中报，20H1方大特钢已完成2020年钢材产量计划的51%，计划完成情况较好。从钢材产销率来看，方大特钢2015-2019年钢材产销率均在99%以上。

表 10：2015-2019年方大特钢年度生产计划完成率

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上年年报计划钢材产量（万吨）	345	360	360	415	430
当年实际实现钢材产量（万吨）	355	360	369	425	367
计划完成率	103%	100%	102%	102%	85%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 11：2015-2019年方大特钢年度钢材产量与销量对比

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
当年钢材产量（万吨）	355	360	369	425	367
当年钢材销量（万吨）	353	358	373	424	367
销量/产量	99%	100%	101%	100%	100%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：使用年报钢铁行业经营性信息分析中按工艺与成品形态的口径。

对于未来，方大特钢继续坚持普特结合的产品路线，以创新为驱动，通过持续的管理提升，优化品种结构，实施精品战略，走“低成本、差异化、特色化”的发展道路，保持环保技术领先，保持综合工艺水平领先，保持吨钢利润率行业领先，确保实现“普特结合战略、弹扁战略的升级，创新驱动战略的升级”战略任务的达成。

三、公司看点：区位和成本优势明显、历史分红水平高，产量具备弹性，PE、PB 估值处于相对低位

方大特钢普特兼备，普钢主要为螺纹钢、优线，2019年营收占比72%、毛利占比60%，弹簧扁钢、汽车板簧等特钢品种国内行业市占率排名第一。公司成本费用管控能力强，区位优势显著，三大特钢龙头地位明显，技术研发与产品升级为公司注入持续发展新动力。根据2019年年报，2020年方大特钢计划实现钢材产销量402万吨、板簧17.3万吨，分别较2019年实际产量增长10%、下降0.4%。

普钢：方大特钢实施“差异化”为为核心的低成本战略，区域供需格局好、成本控制能力强拓宽盈利空间。方大特钢长材的主要销售市场集中于江西省，区域供需格局良好。在成本控制上，公司持续挖潜增效、提高劳动生产率、降低内部成本，让企业“精装”上阵。通过拆解长材为主的钢铁企业生产成本可知，2019年方大特钢吨钢制造成本在人工、折旧、能源方面成本控制能力较好。

表 12：2019年方大特钢与可比公司吨钢生产成本对比分析（单位：元/吨）

成本类别	方大特钢	三钢闽光	柳钢股份	韶钢松山	凌钢股份	方大特钢所处百分位
原料辅料	2604	1660	1922	2665	1568	75%
人工	31	110	78	123	142	0%
折旧	13	52	63	156	96	0%
制造费用及其他	54	53	133	151	162	25%
能源	89	1000	639	496	1194	0%
期间费用	369	145	74	83	98	100%
合计	3160	3021	2909	3673	3260	50%

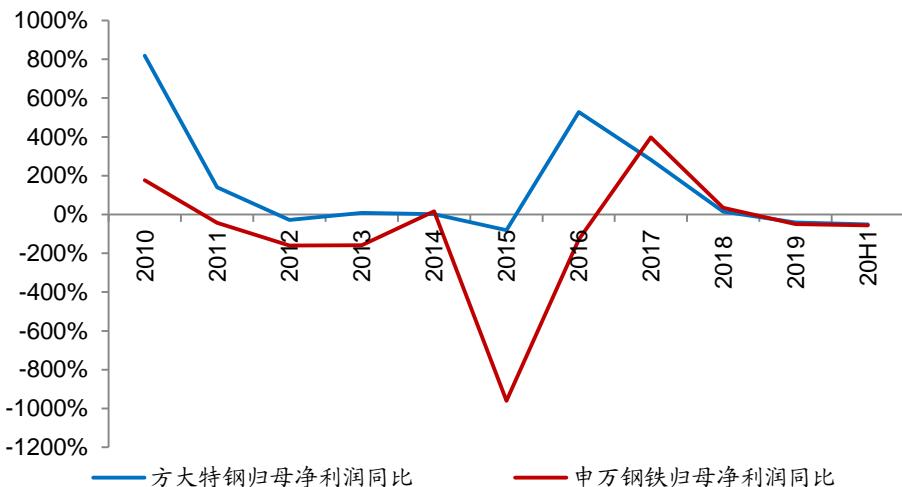
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：三钢闽光用总钢材数据代替长材数据，柳钢股份用长材销量代替长材产量，韶钢松山长材产量=钢材产量*长材营业成本占比。

特钢：方大特钢是弹扁、板簧、易切削钢领域龙头，持续创新与升级满足市场需求。根据《辽宁方大集团实业有限公司2019年度第一期中期票据募集说明书》，弹簧扁钢国内市场占有率为45%以上，位列国内第一；易切削钢市占率35%左右，稳居国内行业第一；汽车板簧国内行业市场占有率为第一。方大特钢着力推进产品研发工作，尤其是要立足“特钢”属性，加速弹扁、易切削钢等特色产品的提档升级，将技术优势、质量优势转化为市场优势、品牌优势，提升产品竞争力。

盈利能力：2010年以来方大特钢盈利能力持续强于申万钢铁行业平均水平。2010年以来，从归母净利润同比增速看，方大特钢归母净利润同比增速整体高于申万钢铁行业平均水平。

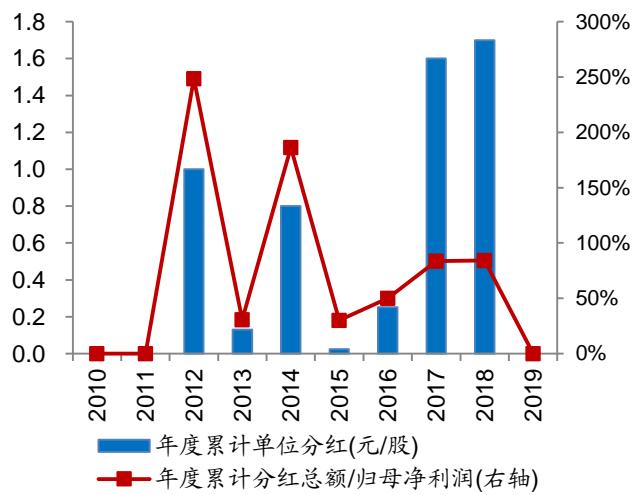
图 6: 2010年以来方大特钢盈利韧性强于申万钢铁行业平均水平



数据来源：公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

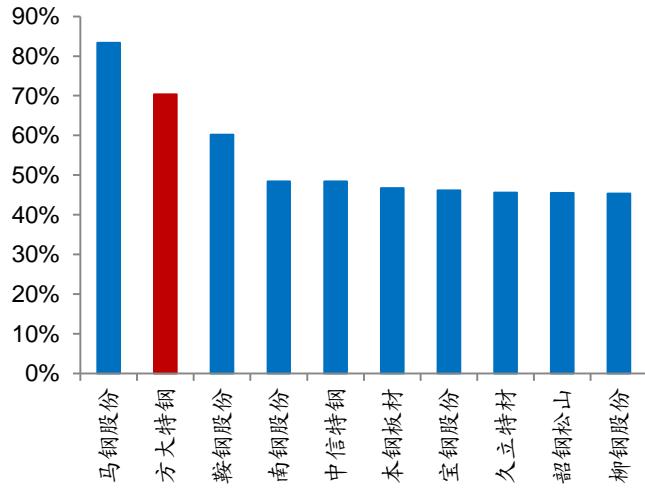
现金分红：2010-2019年，方大特钢年度累计现金分红占累计归母净利润的70.4%。从现金分红来看，2010-2019年间，方大特钢实施现金分红年份占比为70.0%，累计现金分红总额达74.9亿元、占累计归母净利润的比重高达70.4%，在申万钢铁板块排名第二。

图 7: 方大特钢2010年以来年度累计现金分红和现金分红比率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 8: 方大特钢2010-2019年累计现金分红比例在申万钢企排名第二



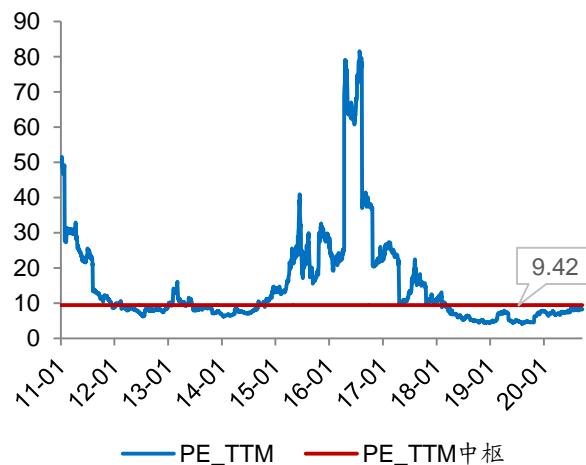
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

方大特钢现金分红相关规定。根据公司章程：公司董事会应当综合考虑所处行业特点、发展阶段、自身经营模式、盈利水平以及是否有重大资金支出安排等因素，区分下列情形，提出具体现金分红政策：（1）公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到80%；（2）公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到40%；（3）公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在利润分配中所占比例最低应达到20%。

公司所处发展阶段由公司董事会根据具体情形确定。公司所处发展阶段不易区分但有重大资金支出安排的，可以按照本项规定处理。

估值：方大特钢PE_TTM和PB_LF估值均处于2011年以来较低水平。根据Wind数据，2020年9月21日，从PE_TTM估值指标来观测，方大特钢PE_TTM为8.22倍（2011年以来中位数9.42倍），处于2011年至今日的38.5%分位；从PB_LF估值指标来观测，方大特钢PB_LF为1.56倍（2011年以来中位数2.96倍），处于2011年至今日数据的3.2%分位。

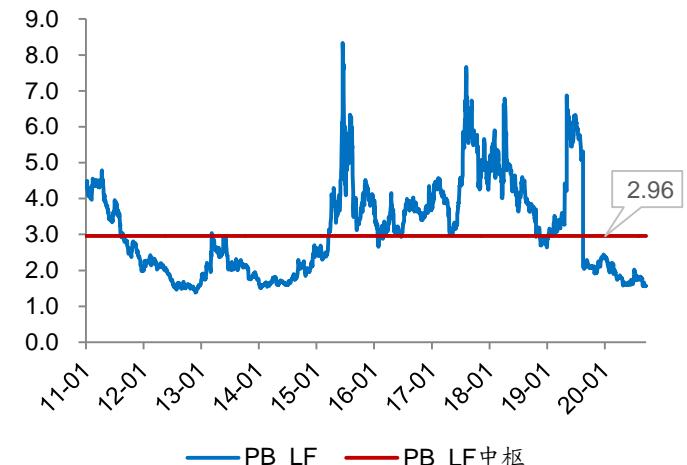
图 9: 2011年至今方大特钢PE_TTM估值水平



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PE 规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东净利润之和。

图 10: 2011年至今方大特钢PB_LF估值水平



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: PB 规则为 LF, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)。

四、盈利预测与投资建议：区位和成本优势增强盈利韧性，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

1. 量： (1) 从总量来看，根据公司2019年年报，方大特钢计划2020年产销钢材402万吨，较2019年实际销量增长5%，方大特钢具备360万吨粗钢产能。受累于新冠疫情影晌，预计2020年钢铁行业供需弱平衡，结合2020年经营目标和较高的历史钢材生产计划完成率，我们预计2020年公司钢材产量同比增加5%至402万吨。综合分析公司钢材产能和市场供需情况，预计2021-2022年钢铁行业景气度有望改善，钢材销量小幅增长。(2) 分品种看，①长材：根据《2020年江西省政府工作报告》，江西2020年重点实施2957个省大中型项目，总投资2.59万亿元左右，2020年当年投资7700亿元左右，较2019年年度计划投资增长19%；预计2020年江西省固定资产投资增速为9.0%左右。2020年江西省计划的固定资产投资、重大项目投资增速均较高，结合方大特钢的产量规模较低，螺纹钢省内市占率超65%，公司长材需求较平稳。②特钢：2020年预计国内外汽车产销量均明显下滑，叠加汽车轻量化背景下总体需求萎缩，预计弹簧扁钢销量明显下降，汽车板簧销量结合经营计划相对稳定。③铁精粉：根据历史产量数据，结合20H1产销情况，预计2020-2022年铁精粉需求较好，公司铁精粉产量为45万吨。

2. 价： 受累于新冠疫情影晌，预计2020年钢铁供需弱平衡，钢价偏弱，但考虑到方大特钢所处的江西地区供需格局较好，公司钢材产品区域市占率较高，因此我们预计2020年公司普钢长材均价下跌5.0%左右，汽车板簧价格下跌7.0%，弹簧扁钢价格下跌8.0%。2020年矿价供需格局相对偏强，预计公司铁精粉价格上涨2.5%。随着稳增长项目逐步落地，国内外新冠疫情影晌逐步消退，预计2021-2022年钢铁供需格局将边际改善，主要钢材品种价格较2020年明显回升，铁精粉价格随全球供给相对过剩而走弱。

3. 利： 四大矿山2020年铁矿石计划产量增长0.9%，海外疫情拖累海外粗钢生产，预计2020年全球生铁产量增速将回落，供需格局相对偏强，预计铁矿石价格较钢价强势，预计2020年钢材品种毛利将下降。基于2021-2022年全球铁矿石产能处于扩张期，预计2021-2022年铁矿石价格走势将弱于钢材，预计主要钢材品种毛利将明显回升。

表 13: 方大特钢的主营业务预测 (单位: 万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	1,394,475	1,728,585	1,538,900	1,530,521	1,570,526	1,604,470
其中: 长材	976,391	1,286,362	1,073,302	1,122,289	1,148,292	1,169,128
汽车板簧	122,737	158,552	124,411	115,975	117,715	118,892
弹簧扁钢	237,970	216,488	288,664	209,805	221,470	232,288
铁精粉	9,331	7,387	60,495	32,812	31,828	31,032
其他	48,046	59,795	-7,972	49,640	51,221	53,131
营业成本合计	947,763	1,160,447	1,159,069	1,206,095	1,190,115	1,177,228
其中: 长材	678,289	881,093	837,211	890,351	873,647	856,827
汽车板簧	97,441	139,119	115,691	109,663	107,913	106,800
弹簧扁钢	141,706	106,988	222,520	167,609	168,375	172,504
铁精粉	2,862	2,882	19,765	10,142	9,817	9,538
其他	27,465	30,366	-36,118	28,329	30,363	31,559
营业毛利合计	446,712	568,138	379,830	324,426	380,411	427,242
其中: 长材	298,102	405,270	236,092	231,938	274,646	312,301
汽车板簧	25,296	19,434	8,720	6,312	9,801	12,092
弹簧扁钢	96,265	109,500	66,144	42,196	53,095	59,783
铁精粉	6,469	4,505	40,730	22,670	22,011	21,494
其他	20,581	29,429	28,145	21,311	20,858	21,572

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

方大特钢为江西优势长材钢企, 控本能力强, 区域格局相对较好, 兼有特钢与铁精粉业务, 提升毛利水平与盈利韧性。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.88/1.08/1.25 元, 对应 2020 年 9 月 21 日收盘价, 2020-2022 年 PE 为 6.38/5.20/4.49 倍, 2020 年 PB 为 1.42 倍。

假设 2020 年方大特钢的普钢长材、特钢、铁精粉、其他业务的归母净利润占比分别等于营业毛利占比, 即 2020 年实现的归母净利润分别为 13.6、2.8、1.3、1.2 亿元, 占公司总归母净利润比例分别为 71.5%、15.0%、7.0% 和 6.6%。

我们采用分部估值法分别对方大特钢业务进行分析, 从而测算公司合理价值。

1. 普钢长材业务采用可比估值法(市盈率法): 可比公司韶钢松山、柳钢股份、三钢闽光对应 2020 年 9 月 21 日收盘价, 2020 年 Wind 一致预期的市值加权平均 PE 为 6.33 倍, 我们认为方大特钢的普钢长材控本能力强、盈利韧性, 2020 年江西省钢材供需格局相对较好, 2010 年至今公司普钢长材毛利率明显高于可比公司, 2018/2019 年公司 PE 高于可比公司市值加权平均 PE 的 45.9%、36.5%, 因此, 我们给予公司普钢长材业务 9 倍 PE, 高于可比公司 2020 年 Wind 一致预期的市值加权平均 PE 42.1%, 对应内在价值 122.3 亿元。

2.特钢采用可比估值法（市盈率法）：可比公司中信特钢对应2020年9月21日收盘价，2020年Wind一致预期PE为14.60倍，受2020年汽车需求下滑影响，拖累毛利水平，给予公司特钢业务14倍PE，对应内在价值39.8亿元。

3.铁精粉采用可比估值法（市盈率法）：可比公司河钢资源、金岭矿业对应2020年9月21日收盘价，2020年Wind一致预期的市值加权PE为15.82倍，方大特钢的特精粉业务产能规模相对较小，给予公司铁精粉业务15倍PE，对应内在价值19.9亿元。

4.其他业务：预计2020年毛利占比较小，参考普钢长材业务，给予6倍PE，对应内在价值7.5亿元。

结合以上分析，可计算得到2020年方大特钢总体内在价值为189.5亿元，对应公司合理价值约为8.8元/股，对应20年PE约10倍，维持“买入”评级。

表 14：方大特钢的2020年内在价值计算表

业务	预计2020年毛利占比	2020归母净利润预测值（亿元）	PE (2020E)	可比公司的市值加权PE (2020E)	方大特钢内在价值（亿元）
普钢长材	71.5%	13.6	9.00	6.33	122.3
特钢	15.0%	2.8	14.00	14.60	39.8
铁精粉	7.0%	1.3	15.00	15.82	19.9
其他	6.6%	1.2	6.00	-	7.5
方大特钢	100.0%	19.0	9.97	-	189.5

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注：最新收盘价为2020年9月21日收盘价。

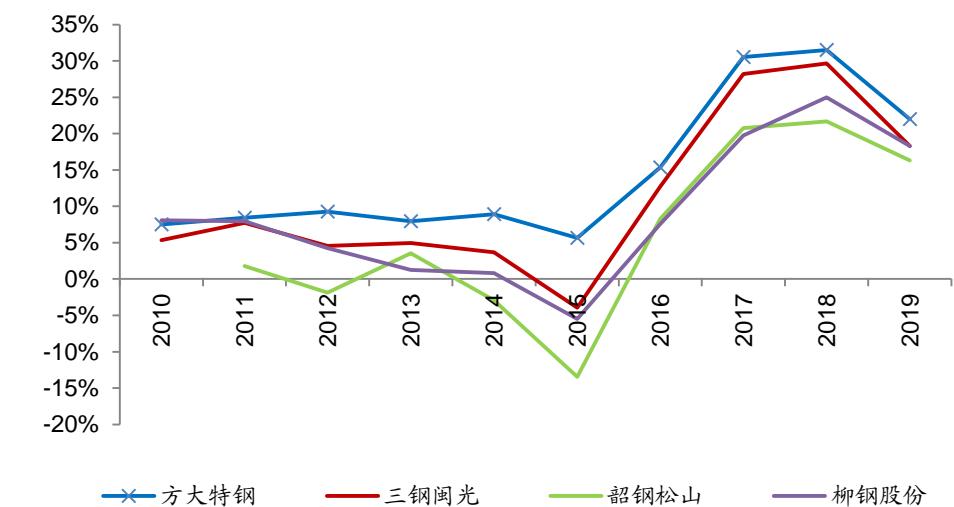
表 15：方大特钢的可比公司估值表

业务	证券代码	证券简称	最新收盘价（元/股）	EPS (元/股)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
普钢长材	000717.SZ	韶钢松山	4.34	0.72	0.77	0.84	6.03	5.64	5.17
	601003.SH	柳钢股份	4.75	0.71	0.76	0.80	6.69	6.25	5.94
	002110.SZ	三钢闽光	6.83	1.09	1.18	1.28	6.27	5.79	5.34
特钢	000708.SZ	中信特钢	17.23	1.18	1.30	1.42	14.60	13.25	12.13
铁精粉	000923.SZ	河钢资源	12.98	0.88	0.97	1.59	14.75	13.38	8.16
	000655.SZ	金岭矿业	6.53	0.36	0.37	0.37	18.14	17.65	17.65

数据来源：Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2020-2022年盈利预测取自Wind一致预期，最新收盘价为2020年9月21日收盘价。

图 11: 2010年以来方大特钢与可比公司的长材毛利率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

五、风险提示

1. 宏观经济大幅波动;
2. 主流矿产量不达预期，铁矿石价格大幅上涨;
3. 新冠肺炎疫情影响需求;
4. 计划产量完成度低于预期。

资产负债表		单位: 百万元					现金流量表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产		5,027	8,453	7,970	10,085	11,165	经营活动现金流		3,573	1,735	2,056	2,329	2,673
货币资金		3,261	4,760	4,587	6,190	7,038	净利润		2,932	1,715	1,906	2,337	2,707
应收及预付		577	454	482	480	488	折旧摊销		480	499	249	297	281
存货		1,118	1,326	1,307	1,314	1,292	营运资金变动		164	-615	-101	-356	-313
其他流动资产		70	1,913	1,594	2,102	2,348	其它		-3	136	2	50	-2
非流动资产		4,591	4,497	5,171	5,828	6,564	投资活动现金流		341	-113	-873	-908	-890
长期股权投资		43	42	43	43	44	资本支出		-252	-136	-817	-873	-850
固定资产		2,404	2,952	3,480	4,055	4,647	投资变动		15	17	-75	-87	-83
在建工程		573	81	172	252	332	其他		579	6	19	52	44
无形资产		1,083	1,038	1,004	966	929	筹资活动现金流		-1,638	-611	-1,357	182	-934
其他长期资产		487	383	473	512	613	银行借款		2,627	2,005	-1,405	859	18
资产总计		9,618	12,950	13,141	15,913	17,729	股权融资		668	16	708	0	0
流动负债		2,802	5,953	4,138	5,154	5,090	其他		-4,934	-2,632	-660	-677	-952
短期借款		10	1,636	231	1,090	1,108	现金净增加额		2,283	1,009	-174	1,603	848
应付及预收		837	2,702	2,144	2,342	2,257	期初现金余额		883	3,167	4,760	4,587	6,190
其他流动负债		1,954	1,616	1,763	1,722	1,725	期末现金余额		3,167	4,176	4,587	6,190	7,038
非流动负债		80	137	118	125	128							
长期借款		0	0	0	0	0							
应付债券		0	0	0	0	0							
其他非流动负债		80	137	118	125	128							
负债合计		2,881	6,091	4,256	5,278	5,218							
股本		1,450	1,448	2,156	2,156	2,156							
资本公积		1,376	1,858	1,226	1,226	1,226							
留存收益		4,252	3,510	5,463	7,206	9,073							
归属母公司股东权益		6,445	6,544	8,565	10,310	12,181							
少数股东权益		291	316	319	324	330							
负债和股东权益		9,618	12,950	13,141	15,913	17,729							
利润表		单位: 百万元					主要财务比率						
至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入		17,286	15,389	15,305	15,705	16,045	成长能力						
营业成本		11,604	11,591	12,061	11,901	11,772	营业收入增长		24.0%	-11.0%	-0.5%	2.6%	2.2%
营业税金及附加		164	150	148	153	156	营业利润增长		18.4%	-39.1%	8.6%	22.2%	15.7%
销售费用		118	126	108	105	101	归母净利润增长		15.3%	-41.5%	11.2%	22.6%	15.8%
管理费用		1,655	1,335	624	614	596	获利能力						
研发费用		67	55	41	46	50	毛利率		32.9%	24.7%	21.2%	24.2%	26.6%
财务费用		-79	-109	-125	-131	-138	净利润率		17.0%	11.1%	12.5%	14.9%	16.9%
资产减值损失		0	-5	0	0	0	ROE		45.4%	26.2%	22.2%	22.6%	22.2%
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	ROIC		41.6%	18.4%	19.1%	18.5%	18.6%
投资净收益		33	4	13	10	11	偿债能力						
营业利润		3,896	2,373	2,577	3,150	3,643	资产负债率		30.0%	47.0%	32.4%	33.2%	29.4%
营业外收支		-51	-29	-36	-34	-34	净负债比率		42.8%	88.8%	47.9%	49.6%	41.7%
利润总额		3,845	2,344	2,541	3,117	3,609	流动比率		1.79	1.42	1.93	1.96	2.19
所得税		913	629	635	779	902	速动比率		1.36	1.17	1.57	1.67	1.91
净利润		2,932	1,715	1,906	2,337	2,707	营运能力						
少数股东损益		5	4	4	5	6	总资产周转率		1.80	1.19	1.16	0.99	0.91
归属母公司净利润		2,927	1,711	1,902	2,333	2,701	应收账款周转率		64.11	57.80	59.76	59.09	59.32
EBITDA		4,157	2,630	2,572	3,184	3,651	存货周转率		15.46	11.61	11.71	11.96	12.42
EPS (元)		2.02	1.18	0.88	1.08	1.25	每股指标(元)						
							每股收益		2.02	1.18	0.88	1.08	1.25
							每股经营现金流		2.46	1.20	0.95	1.08	1.24
							每股净资产		4.45	4.52	3.97	4.78	5.65
							估值比率						
							P/E		4.95	8.51	6.38	5.20	4.49
							P/B		2.25	2.23	1.42	1.18	1.00
							EV/EBITDA		2.70	4.35	3.03	2.21	1.70

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。

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。
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	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。