

## 矿业与投资推高公司收益，未来增长性不高

### —方大特钢年报简评

# 方大特钢

## 600507

#### 年报点评

2011年全年，公司实现营业收入133.34亿元，同比增长9.65%；营业利润8.56亿元，同比增长102.99%；归属于母公司所有者净利润7.23亿元，同比增长140.42%；基本每股收益0.56元。

**特钢业务萎缩，普钢与采掘业务增长。**公司全年生产铁235.77万吨，同比增长0.77%；产粗钢261.85万吨，同比增长1.92%；产钢材269.71万吨，同比增长5.27%。主要特钢产品汽车板簧钢和汽车稳定杆的产量分别为16.07万吨和23.99万件，分别同比下降10.15%和18.35%，特钢业务总收入为59.55亿元，同比下降13.26%。公司在2011年扩大了螺纹钢和采掘业务，螺纹钢业务的收入为63.37亿元，同比上升37.81%，采掘与其他业务收入9.74亿元，同比上升54.70%。

**公司业绩大幅上升源于采掘业务和投资收益。**首先，公司在2011年初收购了同达铁选有限责任公司70%股权。同达铁选有限责任公司现有铁矿石产能145万吨，选矿产能130万吨。全年铁矿石价格一直较高，公司采掘业务的毛利率高达65%，贡献的营业利润占总营业利润的37.38%。其次，2011年公司获得投资收益1.97亿元，其中1.73亿元是通过处置紫金天欧公司、江西远成汽车配件公司股权获得的一次性收益。未来获得类似收益的可能性不大。

**新产品开发对公司业绩贡献不大。**公司在2011年加大了易切削钢的研发，目前每月销量在3000-5000吨，并在新型低成本弹簧钢、50B50H弹簧钢、巨型厚截面弹簧扁钢、高线大盘卷、60Si2Mn纸条弹簧圆钢的开发方面取得进步。全年共开发7类13个品种，新品的效益达到1300万元。但对于公司总体来说，影响并不大。

**铁精粉业务仍有扩大空间，但毛利率可能下降。**按照全年铁精粉业务收入4.9亿元推测，2011年铁精粉产量应在40-50万吨之间；而根据公司选矿产能推测公司的铁精粉产能大约在60万吨左右；增资项目达产后，铁精粉的产能可能会扩大到75-80万吨。所以，公司的铁精粉产量还有一定提升空间，未来采掘业务的营收占比可能会进一步提高。同时，由于部分矿区可以进行露天开采，成本较低，所以公司采掘业务的毛利率较高。矿区已开采多年，露天可采资源已基本开采完毕，需逐步转向地下开采。而地下开采的成本比露天开采高很多，所以未来公司采掘业务的毛利率可能会开始下降。综合来看公司盈利能力上升的可能性较小。

首次

中性

分析师：张方

投资咨询执业证书编号：

S0630511050001

联系信息：

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

联系人：孙亮

021-50586660-8623

日期

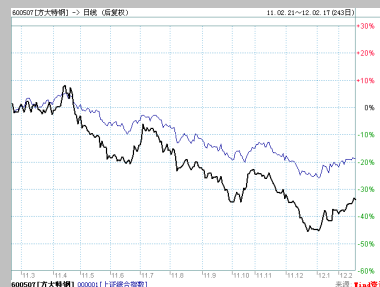
分析：2012年2月18日

发布：2012年2月20日

价格

当前市价：4.65元

股价表现



公司估值

|     | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.56 | 0.49  | 0.49  | 0.53  |
| PE  | 8.3  | 9.5   | 9.4   | 8.8   |
| PB  | 1.8  | 1.8   | 1.5   | 1.3   |

注：EPS为最新股本摊薄后数据

汽车行业增速下滑，行业产能过剩，公司前景不容乐观。2012年钢铁行业面临产能过剩与原料价格较高的双重威胁，公司主要产品螺纹钢的产能过剩问题较为严重，未来价格可能会继续下降。而弹簧钢最主要的下游汽车行业增速减缓已成为行业共识。未来公司通过扩大产能来发展的可能性不大。

**盈利预测：**我们预测，2012年-2014年公司的EPS分别为0.49元、0.49元和0.53元，对应2月18日收盘价4.65元，公司2012-2014年的动态P/E分别为9.5倍，9.4倍和8.8倍，公司在未来几年出现2011年增速的可能性较小，因此给予公司中性评级。

风险提示：铁矿石价格下降的风险。

| 盈利预测及市场重要数据 | 2009      | 2010      | 2011      | 2012E     | 2013E     | 2014E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(万元)    | 1,095,855 | 1,216,024 | 1,333,398 | 1,474,500 | 1,497,111 | 1,488,636 |
| 增长率         | -18.4%    | 11.0%     | 9.7%      | 10.6%     | 1.5%      | -0.6%     |
| 营业利润(万元)    | 8,673     | 42,146    | 85,555    | 86,808    | 87,037    | 93,353    |
| 增长率         | 515.2%    | 385.9%    | 103.0%    | 1.5%      | 0.3%      | 7.3%      |
| 净利润(万元)     | 3276      | 30076     | 72309     | 63801     | 64007     | 68648     |
| 增长率         | 221.6%    | 818.2%    | 140.4%    | -11.8%    | 0.3%      | 7.3%      |
| 每股净资产(元)    | 2.58      | 1.59      | 2.16      | 2.65      | 3.14      | 3.67      |
| 每股收益(元)     | 0.03      | 0.23      | 0.56      | 0.49      | 0.49      | 0.53      |
| 市盈率(P/E)    | 364.5     | 27.9      | 7.0       | 9.5       | 9.4       | 8.8       |
| 市净率(P/B)    | 3.6       | 4.1       | 1.8       | 1.8       | 1.5       | 1.3       |
| EV/EBITDA   | 10.8      | 9.9       | 5.7       | 10.5      | 9.1       | 7.4       |
| 息率(%)       | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      |

资料来源：公司资料，东海证券预测

| 利润表(万元)     | 2009           | 2010           | 2011           | 2012E          | 2013E          | 2014E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b> | <b>1095855</b> | <b>1216024</b> | <b>1333398</b> | <b>1474500</b> | <b>1497111</b> | <b>1488636</b> |
| 营业成本        | 1030004        | 1107270        | 1189667        | 1323216        | 1349137        | 1338583        |
| 营业税金及附加     | 2879           | 3419           | 5051           | 4129           | 4042           | 4019           |
| 销售费用        | 8143           | 8724           | 10294          | 10616          | 10480          | 10420          |
| 管理费用        | 31516          | 41881          | 41935          | 44235          | 44913          | 44659          |
| 财务费用        | 8194           | 10248          | 17177          | 8195           | 4502           | 601            |
| 投资收益        | 360            | 3529           | 19698          | 2698           | 3000           | 3000           |
| 资产减值及公允价值变动 | 6878           | 5887           | 3349           | 0              | 0              | 0              |
| 其他收入        | (13682)        | (11753)        | (6767)         | (0)            | 0              | (0)            |
| 营业利润        | 8673           | 42146          | 85555          | 86808          | 87037          | 93353          |
| 营业外净收支      | (2871)         | (2116)         | 12849          | 0              | 50             | 50             |
| <b>利润总额</b> | <b>5802</b>    | <b>40031</b>   | <b>98404</b>   | <b>86808</b>   | <b>87087</b>   | <b>93403</b>   |
| 所得税费用       | 2098           | 8661           | 21664          | 19098          | 19159          | 20549          |

|                  |                |                |                 |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 少数股东损益           | 429            | 1294           | 4431            | 3909           | 3921           | 4206           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3276</b>    | <b>30076</b>   | <b>72309</b>    | <b>63801</b>   | <b>64007</b>   | <b>68648</b>   |
| 增长率              | 221.6%         | 818.2%         | 140.4%          | -11.8%         | 0.3%           | 7.3%           |
| <b>现金流量表(万元)</b> | <b>2009</b>    | <b>2010</b>    | <b>2011</b>     | <b>2012E</b>   | <b>2013E</b>   | <b>2014E</b>   |
| <b>净利润</b>       | 3276           | 30076          | 72309           | 63801          | 64007          | 68648          |
| 资产减值准备           | 6075           | (965)          | (2493)          | (3384)         | 0              | 0              |
| 折旧摊销             | 45649          | 49847          | 58876           | 43760          | 47111          | 50076          |
| 公允价值变动损失         | (6878)         | (5887)         | (3349)          | 0              | 0              | 0              |
| 财务费用             | 8194           | 10248          | 17177           | 8195           | 4502           | 601            |
| 营运资本变动           | (113956)       | (22014)        | 75136           | 9389           | 2689           | (1944)         |
| 其它               | (5646)         | 2259           | 6924            | 7293           | 3921           | 4206           |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>(71480)</b> | <b>53316</b>   | <b>207402</b>   | <b>120859</b>  | <b>117728</b>  | <b>120986</b>  |
| 资本开支             | (41502)        | (75414)        | (134184)        | (18895)        | (18395)        | (18169)        |
| 其它投资现金流          | (37)           | (11)           | 34              | 48             | 0              | 0              |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(42225)</b> | <b>(79445)</b> | <b>(125558)</b> | <b>(18846)</b> | <b>(18395)</b> | <b>(18269)</b> |
| 权益性融资            | 0              | 0              | 0               | 0              | 0              | 0              |
| 负债净变化            | 0              | 20280          | (7280)          | 0              | 0              | 0              |
| 支付股利、利息          | 0              | 0              | 0               | 0              | 0              | 0              |
| 其它融资现金流          | <b>61808</b>   | <b>5975</b>    | <b>24729</b>    | <b>(82849)</b> | <b>(96262)</b> | <b>(95358)</b> |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>61808</b>   | <b>46535</b>   | <b>10169</b>    | <b>(82849)</b> | <b>(96262)</b> | <b>(95358)</b> |
| <b>现金净变动</b>     | <b>(51897)</b> | <b>20406</b>   | <b>92014</b>    | <b>19163</b>   | <b>3071</b>    | <b>7359</b>    |
| 货币资金的期初余额        | 120568         | 68671          | 89076           | 181090         | 200253         | 203324         |
| 货币资金的期末余额        | 68671          | 89076          | 181090          | 200253         | 203324         | 210683         |
| 企业自由现金流          | 0              | 12878          | 89376           | 106251         | 100465         | 100907         |
| 权益自由现金流          | 0              | 0              | 106825          | 17010          | 692            | 5080           |

|                  |               |               |               |                |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>资产负债表(万元)</b> | <b>2009</b>   | <b>2010</b>   | <b>2011</b>   | <b>2012E</b>   | <b>2013E</b>  | <b>2014E</b>  |
| 现金及现金等价物         | 68671         | 89076         | 181090        | 200253         | 203324        | 210683        |
| 应收款项             | 81307         | 82153         | 90702         | 96953          | 98440         | 97883         |
| 存货净额             | 109564        | 142734        | 131989        | 140708         | 143182        | 141700        |
| 其他流动资产           | 30050         | 23846         | 18469         | 29490          | 29942         | 29773         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>289664</b> | <b>337892</b> | <b>422299</b> | <b>467405</b>  | <b>474888</b> | <b>480039</b> |
| 固定资产             | 305852        | 328201        | 409079        | 392105         | 367897        | 340497        |
| 无形资产及其他          | 33618         | 59718         | 135215        | 130708         | 126201        | 121694        |
| 投资性房地产           | 815           | 2814          | 10439         | 10439          | 10439         | 10439         |
| 长期股权投资           | 17084         | 21104         | 12512         | 12512          | 12512         | 12612         |
| <b>资产总计</b>      | <b>647033</b> | <b>749729</b> | <b>989544</b> | <b>1013169</b> | <b>991937</b> | <b>965281</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 176157        | 211828        | 274469        | 191620         | 95358         | 0             |
| 应付款项             | 154485        | 170235        | 218036        | 246240         | 250568        | 247975        |
| 其他流动负债           | 127087        | 119503        | 149556        | 160117         | 162890        | 161230        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>457730</b> | <b>501566</b> | <b>642061</b> | <b>597977</b>  | <b>508816</b> | <b>409206</b> |

|                  |               |               |               |                |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 长期借款及应付债券        | 0             | 20280         | 13000         | 13000          | 13000         | 13000         |
| 其他长期负债           | 429           | 1025          | 852           | 852            | 852           | 952           |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>429</b>    | <b>21305</b>  | <b>13852</b>  | <b>13852</b>   | <b>13852</b>  | <b>13952</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>458159</b> | <b>522871</b> | <b>655913</b> | <b>611828</b>  | <b>522668</b> | <b>423157</b> |
| 少数股东权益           | 12197         | 20020         | 53063         | 56972          | 60894         | 65100         |
| 股东权益             | 176677        | 206838        | 280568        | 344369         | 408375        | 477024        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>647033</b> | <b>749729</b> | <b>989544</b> | <b>1013169</b> | <b>991937</b> | <b>965281</b> |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2009</b>   | <b>2010</b>   | <b>2011</b>   | <b>2012E</b>   | <b>2013E</b>  | <b>2014E</b>  |
| 每股收益             | 0.03          | 0.23          | 0.56          | 0.49           | 0.49          | 0.53          |
| 每股红利             | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 每股净资产            | 2.58          | 1.59          | 2.16          | 2.65           | 3.14          | 3.67          |
| ROS              | 0%            | 2%            | 5%            | 4%             | 4%            | 5%            |
| ROE              | 2%            | 15%           | 26%           | 19%            | 16%           | 14%           |
| 毛利率              | 6%            | 9%            | 11%           | 10%            | 10%           | 10%           |
| EBIT Margin      | 3%            | 5%            | 7%            | 6%             | 6%            | 6%            |
| EBITDA Margin    | 7%            | 9%            | 11%           | 9%             | 9%            | 9%            |
| 收入增长             | -18%          | 11%           | 10%           | 11%            | 2%            | -1%           |
| 净利润增长            | 222%          | 818%          | 140%          | -12%           | 0%            | 7%            |
| 资产负债率            | 73%           | 72%           | 72%           | 66%            | 59%           | 51%           |
| 息率               | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%           | 0.0%          | 0.0%          |
| P/E              | 364.5         | 27.9          | 7.0           | 9.5            | 9.4           | 8.8           |
| P/B              | 3.6           | 4.1           | 1.8           | 1.8            | 1.5           | 1.3           |
| EV/EBITDA        | 10.8          | 9.9           | 5.7           | 10.5           | 9.1           | 7.4           |

资料来源：公司资料，东海证券预测

**作者简介**

**张方：**经济学硕士，4年证券研究从业经历，2010年8月加盟东海证券重点研究上市公司——西部矿业、包钢稀土、驰宏锌锗、中色股份、中金岭南、吉恩镍业、厦门钨业、江西铜业、中金黄金、紫金矿业、新疆众和、云铝股份、东方锆业等。

**评级定义**

**市场指数评级** 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%  
 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

**行业指数评级** 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  
 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

**公司股票评级** 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%  
 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间  
 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间  
 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

**风险提示**

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

| 北京 东海证券研究所          | 上海 东海证券研究所           |
|---------------------|----------------------|
| 中国 北京 100089        | 中国 上海 200122         |
| 西三环北路87号国际财经中心D座15F | 世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F |
| 电话：(8610) 66216231  | 电话：(8621) 50586660   |
| 传真：(8610) 59707100  | 传真：(8621) 50819897   |