

改制的魔力

方大特钢公司深度分析

报告关键点:

- 📖 弹簧扁钢、铁精粉业务弥补长材盈利的下滑
- 📖 改制的魔力+行权要求保障高速增长
- 📖 “买入-B”的投资评级，目标价6.45元

报告摘要:

- 重卡厂商1、2月开始补充弹簧扁钢库存，公司2月弹簧扁钢的订单量快速回升至约8.5万吨。且矿价发生大幅下跌的同时，弹簧扁钢的价格跌幅仅6%，弹簧扁钢的毛利提升了约100元/吨。我们认为公司未来弹簧扁钢的需求会回落到约7万吨，预计今年产量为90万吨，吨毛利将由2011年的350元/吨提升至2012年的400元/吨，弹簧扁钢整体贡献的毛利由2011年的2.4亿提升至2012年的3.3亿元。
- 我们预计，从毛利占比最大的三类品种来看，弹簧扁钢、铁精粉业务弥补了长材毛利的下滑，综合起来预计2012年毛利约下滑0.6亿元，相对于2011年14亿元的毛利额，预计2012年大产品的业绩总体还是稳定的。
- 公司2009年改制后，经营管理水平有了长足的进步，扣除非经常损益后的ROE在2009年前一直处于特钢行业的中低水平，而在2010、2011年大幅上升，甚至在2011年超越了以经营管理标杆、盈利能力强著称的大冶特钢，并且增长是在财务稳健的前提下实现的。
- 股权激烈的行权要求较高，我们认为依靠现有业务，公司实现2012-2013年业绩的可能性较高。但2014、2015年行权要求可能依靠现有业务较难实现，我们猜测公司可能通过外延式扩张，尤其是向上游的拓展来实现。
- 预测公司2012-2014年的EPS为0.43、0.58、0.65元，对应PE为11、8、7倍，估值低于特钢行业的平均水平。公司改制之时与当前相对行业的PB持平，但改制之后公司的经营管理水平和资产的盈利能力都有了质的提升。考虑到股权激励，公司的成长性较行业应该是更为确定的，给予公司“买入-B”的投资评级，2012年公司处于盈利周期底部，给予15倍PE，目标价6.45元。
- 催化剂：短期看弹簧扁钢，长期看股权激励，基石是改制后管理水平的提升
- 风险提示：重卡延续深幅调整导致弹簧扁钢需求恶化

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,160.2	13,334.0	14,349.6	15,447.6	16,075.8
Growth(%)	11.0%	9.7%	7.6%	7.7%	4.1%
净利润	300.8	723.1	564.4	754.8	847.5
Growth(%)	818.2%	140.4%	-21.9%	33.7%	12.3%
毛利率(%)	8.9%	10.8%	11.0%	12.2%	12.8%
净利润率(%)	2.5%	5.4%	3.9%	4.9%	5.3%
每股收益(元)	0.23	0.56	0.43	0.58	0.65
每股净资产(元)	1.59	2.16	2.49	2.98	3.54
市盈率	20.6	8.6	11.0	8.2	7.3
市净率	3.0	2.2	1.9	1.6	1.3
净资产收益率(%)	13.8%	23.0%	15.7%	17.8%	17.1%
ROIC(%)	14.1%	25.5%	17.4%	19.2%	21.6%
EV/EBITDA	9.8	4.1	4.9	3.7	3.0
股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	1.8%	2.0%

评级:
买入-B

上次评级:

目标价格:
6.45元

期限: 6个月 上次预测:

现价(2012年03月20日): 4.87元

报告日期:
2012-03-21

总市值(百万元)	6,333.58
流通市值(百万元)	6,333.58
总股本(百万股)	1,300.53
流通股本(百万股)	1,300.53
12个月最低/最高	3.75/7.90元
十大流通股股东(%)	71.18%
股东户数	59,723

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.53	12.78	(10.32)
绝对收益	5.39	23.27	(29.74)

衡昆

 010-66581658
 执业证书编号

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

报告联系人
任志强

021-68763626

renzq@essence.com.cn

前期研究成果

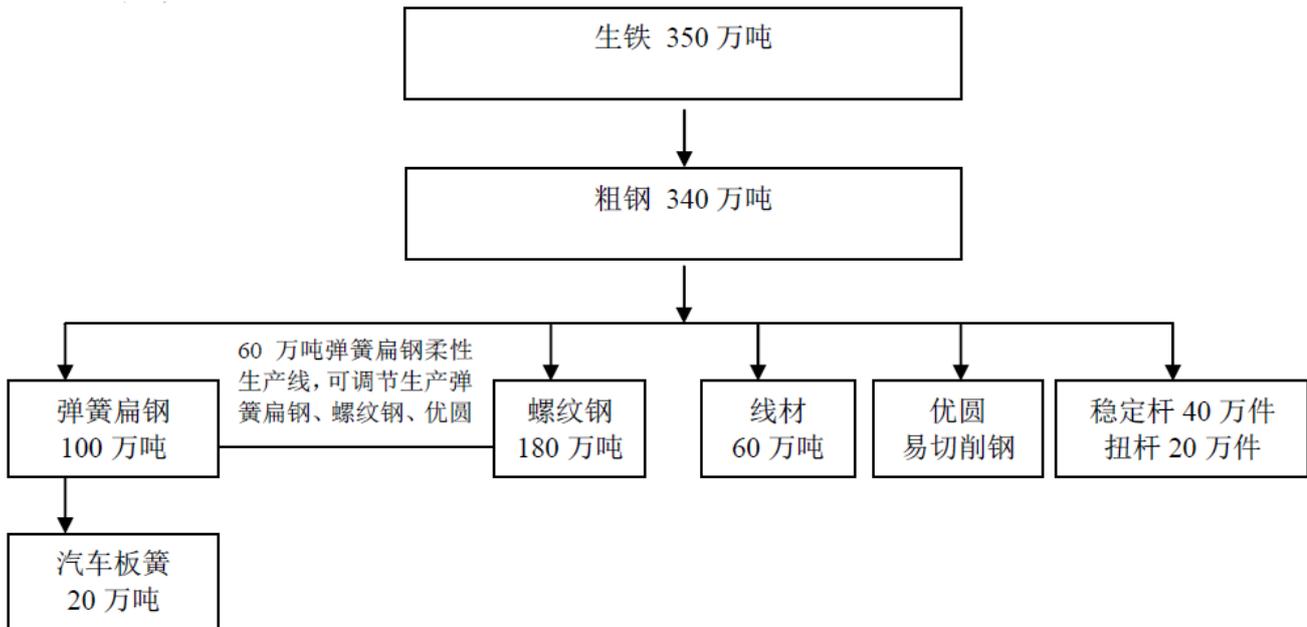
目录

1. 深耕细分市场	3
2. 弹簧扁钢、铁精粉业务弥补长材盈利的下滑	4
3. “上下”求索	7
3.1. 以差异化为核心的低成本、精品、差异化相组合的竞争战略	7
3.2. 背靠大树好乘凉	7
4. 改制的魔力	8
5. 行权要求保障高速增长	10
6. 盈利预测与投资评级	12

1. 深耕细分市场

公司是拥有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢全流程生产工艺的钢铁联合企业，主要产品包括建筑用钢、弹簧扁钢、汽车板簧、稳定杆和扭杆等。在近年来，公司致力于钢铁和汽车零部件业务的发展。目前具有年产铁 350 万吨、钢 340 万吨、材（坯）330 万吨、弹簧扁钢 100 万吨、汽车板簧 20 万吨、螺纹钢 180 万吨、线材 60 万吨、稳定杆 40 万件、扭杆 20 万件的综合生产能力。公司形成了“海鸥牌”建筑钢材和“长力牌”汽车弹簧两大系列产品，其中，弹簧扁钢和螺纹钢荣获国家产品“金杯奖”。

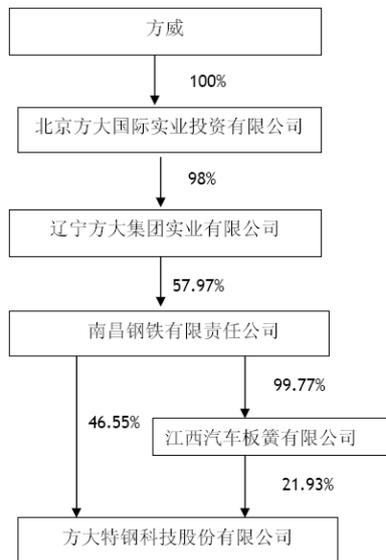
图 1 方大特钢当前产能



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2009 年 9 月，辽宁方大集团与江西冶金集团公司签订了《股权转让合同》，方大集团以产权交易的方式受让江西冶金集团公司持有的南昌钢铁 57.97% 的股权，方大特钢控股股东为南昌钢铁有限责任公司，实际控制人为民营企业辽宁方大集团，方大系主席方威在产业运作、企业经营、资本运作上都颇有建树。

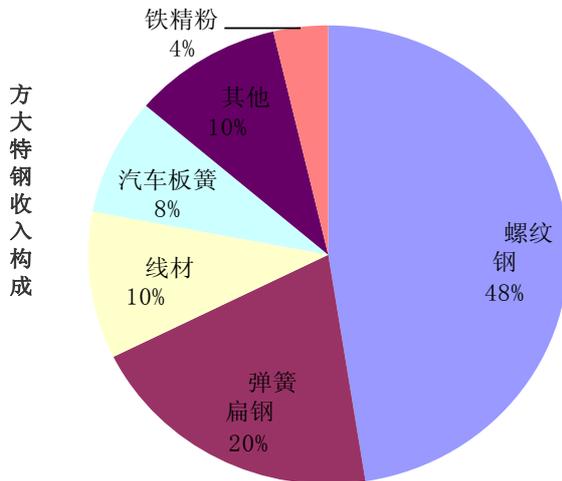
图 2 方大特钢股权结构



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

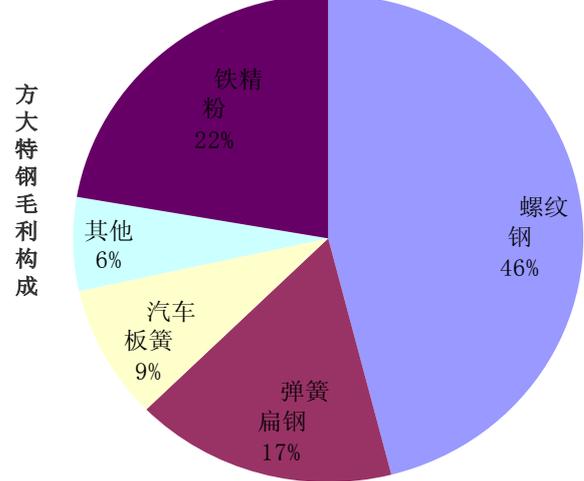
公司的螺纹钢、线材收入占比达到 58%，弹簧扁钢和汽车板簧的收入占比为 28%。由于 2011 年螺纹钢盈利景气，其毛利占比高达 46%，铁精粉盈利能力强，贡献了 22% 的毛利。由于经过价格的大幅下跌，目前螺纹钢已处于微利，预计 2012 年螺纹钢及线材的毛利占比会大幅收窄。而弹簧扁钢和汽车板簧受益于量的增长和毛利的扩大，预计贡献的盈利占比将大幅提升。

图 3 方大特钢 2011 年收入构成



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 4 方大特钢 2011 年毛利构成



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

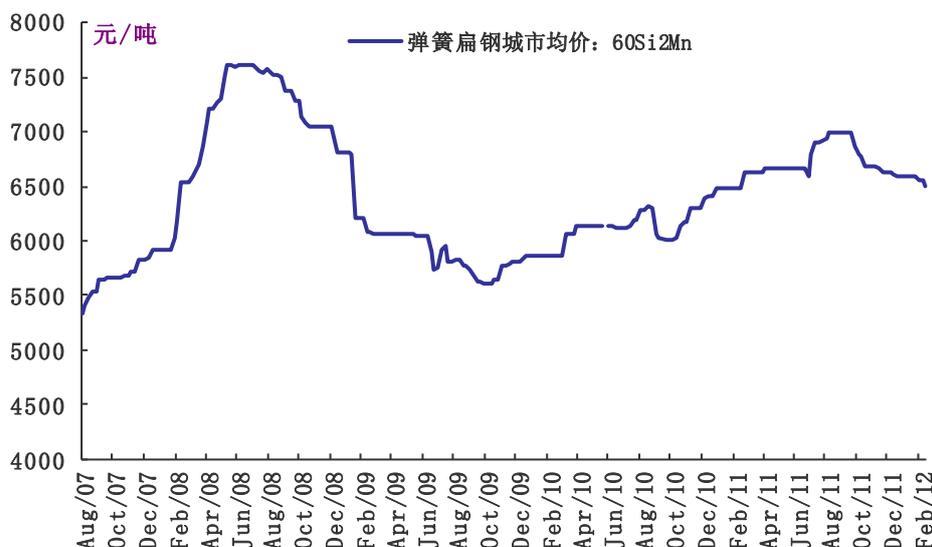
公司在 2009 年改制时便有了清晰的定位，即不走规模化路线，而是由数量增长型发展模式向质量效益型增长模式转变，深耕细分市场，控制成本，做细分领域的龙头。2009 年在政府的倡导下，更多的企业选择盲目扩产，做大规模，尤其加大了板材的建设力度，结果造成 2010、2011 年板材产能的大量投放，也引起了 2011 年“长强板弱”的格局。相反，公司在 2009 年时就认识到光做大规模是无济于事的，主要是基于对行业进入微利时代的判断，在行业每吨钢材赚 500 元的时候，做大规模是有用的，但在每吨钢材赚 50 元甚至更低的时候，做大规模也无济于事，因此公司致力于耕耘细分市场，以产品质量优势和对成本的控制为基石，做大做强汽车板簧和弹簧扁钢市场，在细分市场有一定的定价权，从而获取超越行业的盈利水平。

2. 弹簧扁钢、铁精粉业务弥补长材盈利的下滑

公司特色优势产品弹簧扁钢占全国 50% 的市场份额，汽车板簧也达到 15%-20% 的市场占有率。公司原有 60 万吨弹簧扁钢产能，2011 年新上了一条 60 万吨的弹簧扁钢柔性生产线，既可生产弹簧扁钢，也可生产螺纹钢、优圆。由于 2011 年螺纹钢市场的高景气，此条生产线更多地用来生产螺纹钢，但由于目前螺纹钢盈利低迷，处于盈亏平衡点，此条生产线将更多地生产弹簧扁钢，进一步增强公司在弹簧扁钢和汽车板簧市场的龙头地位。

汽车厂商补充原材料库存拉动弹簧扁钢的需求。弹簧扁钢的下游用户主要为重卡和商用车，重点客户包括一汽、二汽、济南重汽、陕西重汽、红岩等，重卡受到投资下滑的影响，从 2011 年二季度销量开始发生剧烈调整。受累于下游需求低迷的态势，公司弹簧扁钢 2011 年全年产量约 75 万吨，月度产量在 5、6 万吨徘徊，经常只开一条弹簧扁钢生产线，另一条用来生产螺纹钢。由于汽车厂商的弹簧扁钢原材料库存消耗到较低水平，1、2 月开始补充原材料库存，公司 2 月弹簧扁钢的订单量快速回升至约 8.5 万吨。且矿价随着钢价发生大幅下跌的同时，弹簧扁钢的价格跌幅不大，各城市均价高点至低点的跌幅仅 6%，预计弹簧扁钢的毛利提升了约 100 元/吨。

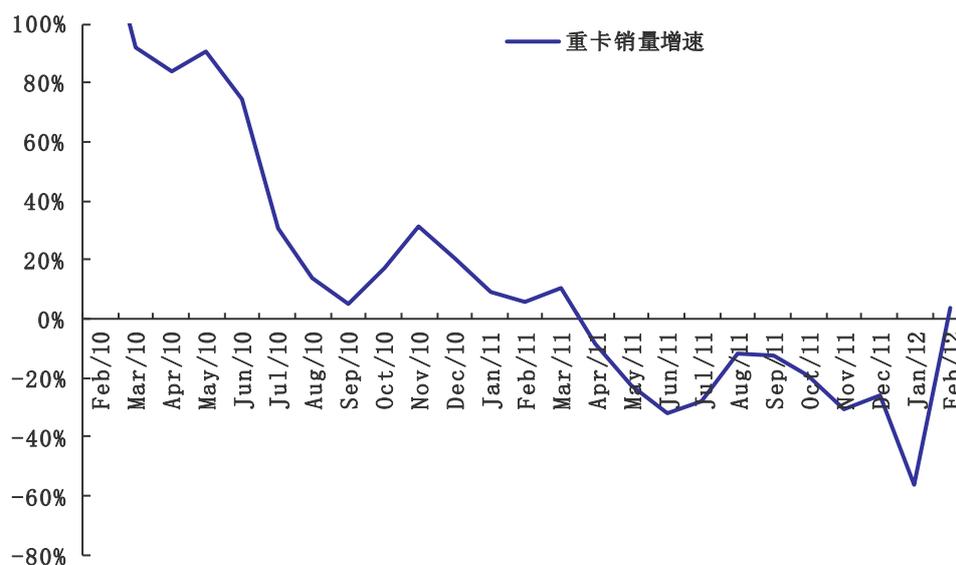
图 5 弹簧扁钢各城市均价高点至低点的跌幅仅 6%



数据来源: Mysteel 安信证券研究中心

量的增长配合毛利的提升将显著提升公司弹簧扁钢的盈利,但如果仅是由于汽车厂商的弹簧扁钢库存消耗到低于正常生产的水平,为 3、4 月的旺季补库存的话,那弹簧扁钢需求好转持续的时间可能是较短的。我们一方面看到重卡的销售依然未出现回暖的迹象(商用车中只有客车需求有所好转,但客车对弹簧扁钢的需求占比较小),一方面今年弹簧扁钢的需求恢复超过了往年旺季前汽车厂商备货的力度,而且重卡作为调整较早的行业,不排除也可能成为走出调整较早的行业。因此采取偏中性的弹簧扁钢需求预期,认为公司未来弹簧扁钢的需求会回归到约 7 万吨,预计今年产量为 90 万吨,产量同比提升 20%,预计毛利将由 2011 年的 350 元/吨提升至今年的 400 元/吨,弹簧扁钢整体贡献的毛利将由 2011 年的 2.4 亿提升至今年的 3.3 亿元(按增产 15 万吨弹簧扁钢测算)。

图 6 重卡产销未见起色



数据来源: wind, 中汽协 安信证券研究中心

自 2011 年 8 月以来,螺纹钢价格经历大幅下滑,公司出厂价也屡经下调,今年 1、2 月公司螺纹钢出厂均价 4208 元/吨,较 2011 年下半年均价下滑 11%。按照四周原材料库存模拟毛利,我们估算 1、2 月较 2011 年下半年毛利下滑 142 元/吨,我们估算公

司 2011 年下半年螺纹钢的毛利约 373 元/吨, 由此估算 1-2 月螺纹钢的毛利约 231 元/吨, 基本维持微利的状态。

公司 2011 年新上了产能 60 万吨的弹簧扁钢柔性生产线, 今年预计将达产, 由于当前弹簧扁钢景气高于螺纹钢, 我们预计 2012 年螺纹钢产量增加 20 万吨, 假设 2012 年全年螺纹钢的毛利回升至 280 元/吨, 则螺纹钢贡献的毛利有 2011 年的 6.6 亿降至今年的 5 亿元。线材本就属于亏损品种, 预计今年亏损幅度将扩大。长材将成为拖累公司 2012 年业绩的主因。但我们认为公司通过有效的经营管理举措, 在降本上优于行业, 长材盈利的下滑幅度也会小于行业平均水平。

图 7 方大特钢螺纹钢出厂价屡经下调



数据来源: 钢之家 安信证券研究中心

公司目前拥有本溪同达铁矿, 湖南兴龙矿业, 新余九龙山铁矿, 资源储量约 1.5 亿吨。2011 年同达铁矿的铁精粉产量约 65 万吨, 兴龙矿业产量约 5 万吨, 九龙山铁矿尚属探矿阶段。同达铁矿的品位约 33%, 露天、地下开采约各占一半, 盈利能力强, 毛利率和净利率分别高达 65% 和 38%, 2011 年实现利润总额 2.3 亿, 净利润 1.79 亿, 贡献的利润占公司扣除非经常性损益的净利润的 27%。技改后同达铁矿的铁精粉产能将达到 100 万吨, 预计 2012 年产量为 80 万吨。兴龙矿业的露天矿已基本采完, 将转入地下开采, 扩建产能将达 30 万吨铁精粉, 预计明年下半年达产; 新余九龙山铁矿预计将于 6 月左右将探矿权转为采矿权, 今年下半年开工建设, 明年年底达产, 一期也将达到 30 万吨产能。公司未来将形成 160 万吨铁精粉产能, 成为新的盈利增长点。

表 1 公司铁矿石资源

铁矿资源	持股比例	资源储量 (万吨)	品位	2011 年产量 (万吨)	技改后产能 (万吨)	2012 年规划产量 (万吨)	达产后估算的完全成本 (元/吨)
同达铁矿	70%	4764	33%	65	100	80	500
兴龙矿业	70%			5	30	2013 年下半年达产	700
九龙矿业	100%			0	30 (一期)	2013 年底达产	
合计		15000		70	160		

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

我们预计 2012 年铁矿石价格同比下滑 10%, 同达铁矿能够通过产量的增长来弥补价格的下滑 (65 万吨提升至 80 万吨), 预计公司铁精粉业务 2012 年的毛利达到 3.35 亿元 (2011 年毛利 3.2 亿), 70% 权益对应毛利的增加额为 1079 万元。

表 2 预计公司 2012 年主营业务毛利小幅下滑

毛利	2011 年 (亿)	2012 年 E(亿)	毛利变化 (亿)
螺纹钢	6.6	5	-1.6
弹簧扁钢	2.4	3.3	0.9
铁精粉	3.2	3.35	0.1 (70%权益)
合计			-0.6

数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

从毛利占比最大的三类品种来看, 弹簧扁钢、铁精粉业务弥补了长材毛利的下滑, 综合起来预计 2012 年毛利约下滑 0.6 亿元, 相对于 2011 年 14 亿元的毛利额, 预计 2012 年大类产品业绩总体还是稳定的。

3. “上下”求索

3.1. 以差异化为核心的低成本、精品、差异化相组合的竞争战略

公司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, 积极结合公司自身的技术优势, 向下游拓展。公司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。并加大易切削钢研发, 规格不断扩充, 目前每月产品销售量在 3000 到 5000 吨。2011 年累计开发 7 类 13 个新品种, 新品创效达 1300 万元。

公司未来产品结构调整的方向包括: (1) 开发弹簧扁钢的高端品种, 主要是配合新投产的真空脱气炉生产弹簧扁钢的升级换代产品; (2) 继续加大易切削钢的开发力度, 由目前 5 万吨的产能提升至 8-10 万吨; (3) 研发弹簧扁钢的类似产品空气悬挂, 空气悬挂可用在高端乘用车上, 盈利能力强于弹簧扁钢。

除了积极向后端工序延伸, 公司也非常注重前端工序的配套, 而这恰是目前制约公司盈利能力的软肋: 公司之前铁产能 250 万吨、钢产能 340 万吨、材(坯)产能 330 万吨, 炼铁产能小于后续炼钢、轧材产能, 导致后端工序产能利用率不高, 吨钢折旧较高影响了公司的盈利能力。目前公司 2 号高炉已经投产, 公司规划 4 月份达产, 实现平均月产 9 万吨的水平, 下半年各项指标要进入全国同类的前三名, 这样铁、钢、材的配比进一步完善, 为后端生产增长提供了空间。而且真空脱气炉 (VD 炉) 炼钢品质更优, 有利于弹簧钢的升级换代及新品种的开发。

3.2. 背靠大树好乘凉

除了立足钢铁主业外, 公司也积极向上游拓展, 目前拥有本溪同达铁矿, 湖南兴龙矿业, 新余九龙山铁矿, 资源储量约 1.5 亿吨, 2011 年铁精粉产量约 70 万吨, 铁精粉自给率约 16%。待 2013 年底兴龙矿业和九龙山铁矿达产后, 公司铁精粉产能将达到 160 万吨, 届时铁精粉自给率预计将达到 32%。另外, 公司拟以股权收购方式受让 BOBOKO 投资公司 74% 股权, 此处南非的铁矿品位预估约 58%, 公司即将进行探矿, 南非的铁矿开采价值如何还需要等待储量等勘探结果, 由于此处铁矿的土地所有权归私人, 预计如果勘探结果较好, 公司将进一步办理采矿权证等手续, 但短期内难以投产。

公司在资源战略上已经有所斩获, 未来还将借助大股东的平台优势, 继续提高资源的自给率。方大集团规划未来 3-5 年成品矿产能将达到惊人的 2000 万吨, 由于方大炭素重点发展新材料, 未来集团可能更倾向于将铁矿资产注入方大特钢, 且方大集团做出过待相关不确定性因素解决后将多项铁矿资产注入上市公司的承诺, 这为公司的外延式扩张提供了契机。集团先收购矿山, 待成熟后再注入上市公司的方式也有利于公司: (1) 由于许多矿山存在探矿权、采矿权不齐全或过期的问题, 上市公司收购存在

监管审批问题；(2) 矿山探矿、采矿有很大的不确定性，开采价值如何需待矿山成熟后才能鉴别，直接由上市公司投资矿山可能会存在经营风险。

目前方大集团的铁矿石资产与上市公司存在关联交易的主要有：中创矿业，天子山矿业，方胜矿业。新余的方胜矿业 2011 年铁精粉产量约 60 万吨，有部分供给公司，由于运输距离原因，大部分供给新余钢铁，2011 年方胜矿业实现的净利润高达 1.8 亿元；萍乡的天子山矿业资源储量约 3000 万吨，仍在进一步探矿，预计将达到 4000-5000 万吨的资源储量，为地下开采，2011 年铁精粉产量约 15 万吨，技改后产能将达到 30 万吨，天子山矿业计划在三至五年达到年产铁精粉 100 万吨，实现产值 9.5 亿元、利税 3.35 亿元；新余的中创矿业主要包括众多选矿厂，也为公司提供部分铁精粉，矿区资源储量约 4000 万吨，2011 年产铁精粉 30 万吨，2012 年可达 70 万吨，2013 年将达 100 万吨。目前中创矿业，天子山矿业，方胜矿业的股权结构不够清晰，且探矿权、采矿权证等手续不全，还不具备注入上市公司的条件。

表 3 集团部分铁矿石资源

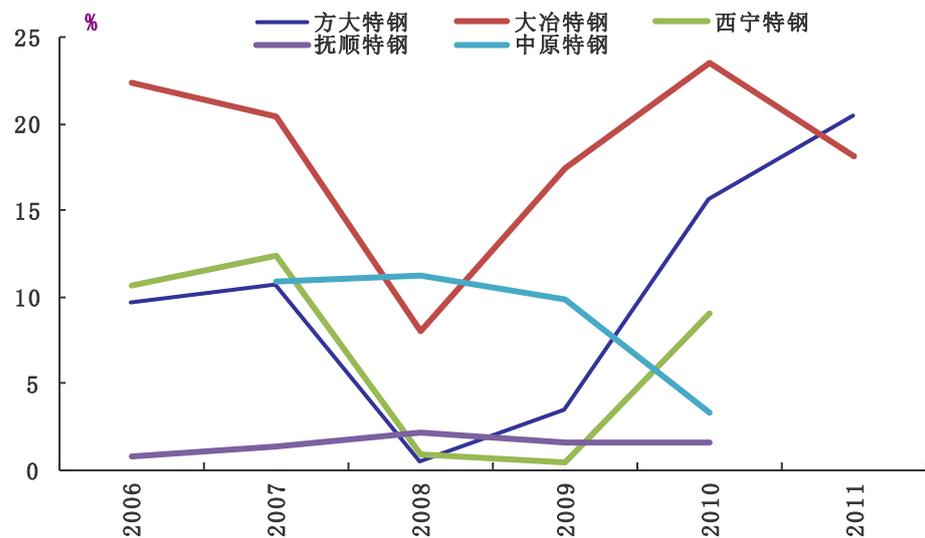
集团铁矿资源	资源储量(万吨)	2011 年产量(万吨)	技改后产能(万吨)
方胜矿业		60	
天子山矿业	3000-5000	15	一期 30 (长期规划 100)
中创矿业	4000	30	2012 年 70、2013 年 100

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

4. 改制的魔力

公司 2009 年改制后，经营管理水平有了长足的进步，扣除非经常损益后的 ROE 在 2009 年前一直处于行业的中低水平，而在 2010、2011 年大幅上升，甚至在 2011 年超越了行业内以经营管理标杆、盈利能力强著称的大冶特钢。

图 8 特钢公司扣除非经常性损益的 ROE 比较



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

方大特钢在 2011 年取得逆行业趋势的增长，经营活动现金流也高达 11 亿元，并且增长是在财务稳健的前提下实现的。以折旧政策为例，钢铁行业作为典型的重资产行业，折旧对盈利的影响很大。对比公司和行业同类公司的折旧政策，公司综合折旧率 11.6%，吨钢折旧 200 元/吨，相对于 5089 元/吨的均价，公司折旧的计提显著高于行业平均水平。公司线材业务一直处于亏损状态，部分原因就是折旧计提的比例较高，生产线

投资约 5 亿,按 10%的折旧率,每年生产线的折旧计提约 5000 万,导致账面盈利较差,另一个原因是产能利用率较低。

表 4 方大特钢折旧计提比例较高,但盈利能力仍较强

	方大特钢		大冶特钢	
	折旧年限(年)	年折旧率(%)	折旧年限(年)	年折旧率(%)
房屋及建筑物	10-35	2.71至9.8	30-40	2.43%至3.23%
机器设备	7-11	8.73至14	15	6.27%至6.33%
综合折旧率	11.6%		4.9%	
吨钢折旧(元/吨)	200		130	
吨钢收入(元/吨)	5089		7395	
钢材业务2011年毛利率	8.9%		8.3%	

数据来源:公司公告 安信证券研究中心

随着各条生产线未来折旧逐步计提完毕,预计盈利能力将得到提升。

公司狠抓对标挖潜工作,效仿德国巴登,改制后经营管理水平有了显著的提升。从人员到装备,巴登都是不起眼的小厂,主体设备都是 60 年代后期的,但却创造了年人均产量 2400 多吨的水平,在流水线上基本做到“零故障”,德国钢铁厂人均产值约 44 万欧元/年,而巴登钢厂的人均产值为 143 万欧元/年,企业单位面积的产值和全员劳动生产率一直保持在世界同行业前列,还是整个欧洲钢铁企业安全生产的样板。

表 5 方大特钢与巴登产品定位、用人理念、经营管理相近

	巴登公司	方大特钢
产品定位	始终坚持做精比做大更重要,把“干一行专一行,始终保持 100%生产建材,并发展建材深加工产品以提高附加值”作为经营战略,走的是“小而专、小而精、小而优”的发展路线	在 2009 年改制时便有了清晰的定位,即不走规模化路线,而是要深耕细分市场,控制成本,做细分市场的龙头。以产品质量优势和对成本的控制为基石,做大做强汽车板簧和弹簧扁钢市场,在细分市场有一定的定价权,从而获取超越行业的盈利水平。
用人理念	巴登人真正把“以人为本”这一理念贯彻在企业全部工作中。巴登领导的观念是“企业的成功 80%取决于人,20%取决于设备”,要“让员工充满激情地度过每一天”。	公司对员工的激励非常高。对高层管理人员 2011 年度的奖励金额为 3800 万元,公司年终时还给每位基层员工发放 1 万元的红包。无论是管理层还是员工积极性都很高。
经营管理	“找到差距,每个环节都好一点点,最终的结果就差远了”	细节管理,狠抓每一个环节,在保证质量的前提下,将成本控制到最好。

数据来源:公司公告 安信证券研究中心

公司 2011 年对成本的控制主要体现在:指标攻关降成本,踩准采购节拍降成本,从严管理降成本,并取得了明显成效。公司目前各项技术指标已经在行业处于先进水平,如大高炉利用系数、转炉钢铁料消耗、棒材螺纹钢成材率均列全国行业同类前三强。

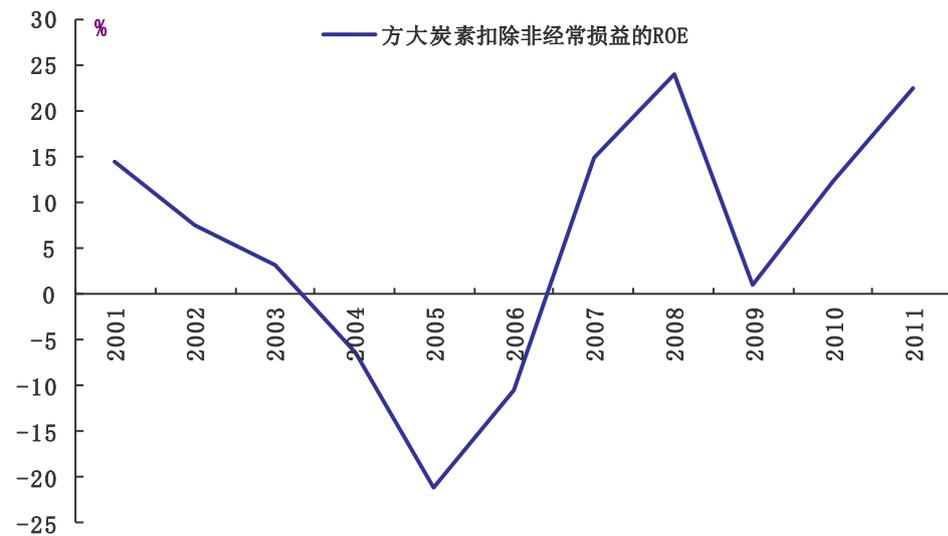
表 6 方大特钢对标挖潜取得了明显成效

对标挖潜	成效
指标攻关降成本	2011 年大高炉利用系数为 3.075t/m ³ ·d、转炉钢铁料消耗 1050.87kg/t、棒材螺纹钢成材率 101.98%,均列全国行业同类前三强;高炉入炉焦比 380.48kg/t,同比下降 13.16 kg/t;铁水一级品率 63.95%,同比提高 8.24%;喷煤比 137.73kg/t,同比提高 7.74 kg/t;高线成材率 97.81%,同比提高 0.386%。全年指标改善降成本达 5230 万元。
踩准采购节拍降成本	在进口矿的采购上,采购成本低于全国平均值,在国内矿的采购上,缩小了与同行的差距。全年降采购成本 7000 余万元。
从严管理降成本	优化配煤配矿,实现经济配比,通过配煤配矿的优化,与预算比节约成本 1830 万元

数据来源:公司公告 安信证券研究中心

我们看到 2009 年改制后方大特钢的突飞猛进，在行业盈利低迷的背景下，公司 2011 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增速高达 57%，改制后的效益得到充分显现。方大特钢改制仅两年时间，众多环节仍存在持续改进的空间，尤其是对期间费用的控制，我们认为在目前的模式下，未来经营管理还有提升的空间。我们来对比下方大系另一家公司方大炭素改制后扣除非经常性损益的 ROE 的变化：方大炭素 2006 年改制，改制之前连续多年处于亏损或微利状态，改制后方大炭素的盈利能力有了系统性的上升，仅在 2009 年由于行业需求大幅下滑导致盈利较弱，其余年份均保持较高的盈利水平。这也从侧面反映了方大系的经营管理水平，我们认为方大特钢也有望持续取得高于特钢行业的盈利能力、保持快于特钢行业的增长速度。

图 9 方大炭素改制后盈利能力显著上升



数据来源：wind，公司公告 安信证券研究中心

5. 行权要求保障高速增长

公司拟授予管理层 13,000 万份股票期权，行权价格为 4.21 元，股权激励方案的行权要求为以 2009 年、2010 年、2011 年净利润（扣除非经常性损益的净利润）的算术平均值为基数，2012-2015 年的净利润增长率不低于 75%、115%、185%、275%，由此得到行权条件为 2012-2015 年扣除非经常性损益的净利润为 4.9、6、7.9、10.4 亿元，增长率为 3%、23%、33%、32%。

表 7 方大特钢股权激励方案的行权要求较高

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例	行权业绩指标
第一个行权期	自首次授权日起 12 个月后的首个交易日起至首次授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2012 年加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年、2010 年、2011 年净利润的算术平均值为基数，2012 年的净利润增长率不低于 75%
第二次行权期	自首次授权日起 24 个月后的首个交易日起至首次授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2013 年加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年、2010 年、2011 年净利润的算术平均值为基数，2013 年的净利润增长率不低于 115%
第三次行权期	自首次授权日起 36 个月后的首个交易日起至首次授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2014 年加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年、2010 年、2011 年净利润的算术平均值为基数，2014 年的净利润增长率不低于 185%
第四次行权期	自首次授权日起 48 个月后的首个交易日起至首次授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2015 年加权平均净资产收益率不低于 10%；以 2009 年、2010 年、2011 年净利润的算术平均值为基数，2015 年的净利润增长率不低于 275%

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

股权激励的行权要求较高，我们认为此增速显著快于行业的绝大部分公司。尽管行业整体盈利已同比大幅下滑，且对高管 3800 万元的奖励及股权激励方案的成本摊销预计将使 2012 年管理费用激增约 7100 万元，但我们认为依靠现有业务，公司实现 2012-2013 年业绩的可能性较高，主要增量来源于：

(1) 公司之前制约盈利能力的一个因素是前后端产能不匹配，2 号高炉的投产有效突破了这一瓶颈。

(2) 公司仍在不遗余力地进行技改：公司 245 m²烧结机已投产，替换了原先 36 m²的烧结机，提升了烧结矿质量，提高了烧结矿比；公司对焦化和喷吹煤设备也进行了技改，优化了炼铁指标，节约了成本。真空脱气炉（VD 炉）投产，提升产品质量，生产弹簧钢的高端品种。

(3) 向上游拓展：技改后同达铁矿的铁精粉产能将达到 100 万吨，预计 2012 年产量为 80 万吨，同比提升 23%。公司未来将形成 160 万吨铁精粉产能，成为新的盈利增长点。

(4) 向下游延伸：公司也在着力开发高附加值产品，如加大易切削钢研发，规格不断扩充，目前每月产品销售量在 3000 到 5000 吨，易切削生产已经整体过渡到了平稳阶段。

(5) 汽车厂商补充原材料库存。2011 年弹簧扁钢受到汽车产销下滑的影响，月度产量仅在 5、6 万吨徘徊，由于汽车厂商的原材料库存消耗到较低水平，目前开始补充原材料库存，2 月的订单量快速回升至约 8.5 万吨。且矿价随着钢价发生大幅下跌的同时，弹簧扁钢的价格仍能维持平稳，毛利率也有所恢复。

(6) 改制后管理的全方位提升。

由于 2014、2015 年行权要求较高，可能依靠现有业务较难实现，我们猜测公司可能通过外延式扩张，尤其是向上游的拓展来实现。方大集团规划未来 3-5 年成品矿产能将达到惊人的 2000 万吨，且方大集团做出过关于待相关不确定性因素解决后将多项

铁矿资产注入上市公司的承诺，这为公司的外延式扩张提供了契机。目前方大集团的铁矿石资产与上市公司存在关联交易的主要有：中创矿业，天子山矿业，方胜矿业。矿山的注入将使得上游原材料供应得到了保障，并显著提高公司的盈利水平，是公司长期看点。

6. 盈利预测与投资评级

表 8 盈利预测主要假设

	2011	2012E	2013E	2014E
销量(万吨)				
螺纹钢	155	175	170	173
弹簧扁钢	58	70	72	73
线材	36	36	37	39
汽车板簧	16	19	20	20
同达铁精粉	65	80	100	100
兴龙+新余铁精粉	5	10	20	50
均价(元/吨)				
螺纹钢	4088	3802	3954	3954
弹簧扁钢	4631	4493	4627	4627
线材	3838	3608	3752	3865
汽车板簧	6868	6731	6932	6932
同达铁精粉	756	688	729	729
成本(元/吨)				
铁矿石价格	1097	988	1047	1047

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

预测公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.43、0.58、0.65 元，对应 PE 为 11、8.2、7.3 倍，估值低于特钢行业的平均水平。公司 PB 为 2.2 倍，略高于行业水平，但考虑到公司 ROE 显著高于特钢行业，盈利能力强理应带来净资产估值的溢价。

表 9 公司 PB 估值低于行业，PB 估值高源于资产的盈利能力强

	PE				ROE (%)	PB
	2011E	2012E	2013E	2014E	2011E	
抚顺特钢	79.0	25.8	18.1		1.6	1.7
中原特钢	35.6	32.4	24.4		1.4	2.1
西宁特钢	12.0	11.8	9.8		15.5	1.9
大冶特钢	9.0	10.3	7.9	7.7	18.1	1.8
均值	33.9	20.1	15.0		9.1	1.9
方大特钢	8.6	11	8.2	7.3	20.5	2.2

数据来源：wind, 安信证券研究中心

对比公司改制之时与当前相对行业的 PB，公司 PB/钢铁行业 PB 持平，但改制之后公司的经营管理水平和资产的盈利能力都有了质的提升，取得了逆行业趋势的增长。因此综合 PE、PB 和未来增速，我们认为公司的估值处于偏低水平。并且考虑到股权激励的行权要求，公司的成长性较行业来说应该是更为确定的，给予公司“买入-B”的投资评级，相对于股权激励要求的 2013-2015 年 23%、33%、32% 的增速，且 2012 年处于盈利周期底部，我们认为 2012 年 15 倍的 PE 较为合理，目标价 6.45 元。

图 10 对比公司改制之时与当前相对行业的 PB，公司 PB/钢铁行业 PB 持平



数据来源: wind 安信证券研究中心

催化剂: 短期看弹簧扁钢, 长期看股权激励, 基石是改制后管理水平的提升。
 风险提示: 重卡延续深幅调整导致弹簧扁钢需求恶化。

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元 模型更新时间

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12,160.2	13,334.0	14,349.6	15,447.6	16,075.8	成长性					
减: 营业成本	11,072.7	11,896.7	12,776.4	13,568.0	14,018.2	营业收入增长率	11.0%	9.7%	7.6%	7.7%	4.1%
营业税费	34.2	50.5	44.1	49.8	51.8	营业利润增长率	385.9%	103.0%	-12.6%	33.3%	11.7%
销售费用	87.2	102.9	110.8	119.3	124.1	净利润增长率	818.2%	140.4%	-21.9%	33.7%	12.3%
管理费用	418.8	419.3	508.0	521.6	539.1	EBITDA 增长率	63.5%	58.1%	2.0%	23.6%	14.0%
财务费用	102.5	171.8	197.5	237.0	284.4	EBIT 增长率	210.6%	96.1%	-7.9%	30.5%	13.3%
资产减值损失	58.8	33.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	249.8%	125.7%	-19.8%	30.9%	13.7%
加: 公允价值变动收益	0.1	-0.3	-	-	-	投资资本增长率	24.6%	17.6%	18.3%	1.1%	2.3%
投资和汇兑收益	35.3	197.0	35.3	45.3	55.3	净资产增长率	20.1%	47.1%	14.0%	18.1%	17.2%
营业利润	421.5	855.5	748.1	997.2	1,113.4	利润率					
加: 营业外净收支	-21.2	128.5	20.0	30.0	40.0	毛利率	8.9%	10.8%	11.0%	12.2%	12.8%
利润总额	400.3	984.0	768.1	1,027.2	1,153.4	营业利润率	3.5%	6.4%	5.2%	6.5%	6.9%
减: 所得税	86.6	216.6	169.1	226.1	253.9	净利润率	2.5%	5.4%	3.9%	4.9%	5.3%
净利润	300.8	723.1	564.4	754.8	847.5	EBITDA/营业收入	8.4%	12.1%	11.5%	13.2%	14.4%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	4.3%	7.7%	6.6%	8.0%	8.7%
货币资金	890.8	1,810.9	2,036.2	3,309.5	4,736.2	运营效率					
交易性金融资产	0.8	0.5	-	-	-	固定资产周转天数	80	85	94	88	86
应收账款	372.2	316.3	370.2	412.6	408.5	流动营业资本周转天数	-15	-23	-21	-10	-8
应收票据	449.3	590.7	633.2	645.6	697.8	流动资产周转天数	93	103	111	124	151
预付账款	238.5	184.7	179.3	131.7	92.2	应收帐款周转天数	7	6	7	7	7
存货	1,427.3	1,319.9	1,417.5	1,505.3	1,555.3	存货周转天数	37	37	35	35	35
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	207	235	253	255	278
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	98	108	119	120	118
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	211.0	125.1	125.1	125.1	125.1	ROE	13.8%	23.0%	15.7%	17.8%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.2%	7.8%	5.9%	6.9%	6.8%
固定资产	2,530.8	3,745.1	3,759.5	3,796.6	3,858.6	ROIC	14.1%	25.5%	17.4%	19.2%	21.6%
在建工程	751.2	345.7	418.3	503.3	604.5	费用率					
无形资产	597.2	1,352.2	1,262.0	1,177.9	1,099.3	销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	28.1	104.3	33.7	33.6	33.9	管理费用率	3.4%	3.1%	3.5%	3.4%	3.4%
资产总额	7,497.3	9,895.4	10,235.1	11,641.2	13,211.5	财务费用率	0.8%	1.3%	1.4%	1.5%	1.8%
短期债务	2,118.3	2,681.9	3,218.3	3,861.9	4,634.3	三费/营业收入	5.0%	5.2%	5.7%	5.7%	5.9%
应付账款	1,535.0	1,941.5	1,882.3	2,031.4	2,150.6	偿债能力					
应付票据	699.5	953.9	808.8	934.7	992.4	资产负债率	69.7%	66.3%	62.9%	61.4%	60.1%
其他流动负债	662.8	777.2	343.1	118.5	-51.0	负债权益比	230.5%	196.6%	169.2%	159.0%	150.6%
长期借款	202.8	130.0	130.0	130.0	130.0	流动比率	0.67	0.66	0.74	0.86	0.97
其他非流动负债	10.3	8.5	32.9	43.0	49.7	速动比率	0.39	0.45	0.51	0.64	0.76
负债总额	5,228.7	6,559.1	6,437.4	7,139.9	7,926.3	利息保障倍数	5.11	5.98	4.79	5.21	4.91
少数股东权益	200.2	530.6	565.2	611.5	663.4	分红指标					
股本	1,300.5	1,300.5	1,300.5	1,300.5	1,300.5	DPS(元)	-	-	0.07	0.09	0.10
留存收益	767.3	1,458.2	1,938.0	2,579.6	3,300.0	分红比率	0.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	2,268.6	3,336.3	3,803.8	4,491.6	5,263.9	股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	1.8%	2.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	313.7	767.4	564.4	754.8	847.5	EPS(元)	0.23	0.56	0.43	0.58	0.65
加: 折旧和摊销	499.3	597.3	702.4	802.1	923.4	BVPS(元)	1.59	2.16	2.49	2.98	3.54
资产减值准备	58.8	33.8	-	-	-	PE(X)	20.6	8.6	11.0	8.2	7.3
公允价值变动损失	-0.1	0.3	-	-	-	PB(X)	3.0	2.2	1.9	1.6	1.3
财务费用	93.0	164.6	197.5	237.0	284.4	P/FCF	47.5	9.9	23.1	4.7	4.2
投资收益	-35.3	-197.0	-35.3	-45.3	-55.3	P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
少数股东损益	12.9	44.3	34.6	46.3	51.9	EV/EBITDA	9.8	4.1	4.9	3.7	3.0
营运资金的变动	-650.7	-229.3	-701.0	-163.2	-103.4	CAGR(%)	36.7%	5.4%	24.0%	19.4%	26.9%
经营活动产生现金流量	284.7	1,111.8	762.7	1,631.7	1,948.7	PEG	0.6	1.6	0.5	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-564.2	-541.6	-764.2	-894.7	-1,052.7	ROIC/WACC	1.8	3.2	2.2	2.4	2.7
融资活动产生现金流量	453.3	396.2	211.4	293.4	360.8	REP	1.5	0.5	0.7	0.6	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034