

评级：强烈推荐（首次评级）
钢铁
公司深度报告

证券研究报告

分析师 张文丰 S1080510120007

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

方大特钢(600507)

——改制的“红利”远不止于此

摘要：

- **钢铁中的“小个”，弹扁和易切削中的“龙头”** 公司目前钢铁综合产能只有300万吨，在同类上市公司中规模偏小，却创造了“弹簧扁钢国内市场占有率超过50%、汽车板簧市场占有率达20%以及国内最大的易切削钢生产基地”等多项成就，为国内工业材细分市场的龙头。
- **汽车产业依然有很大潜力，弹扁和板簧发展空间大** 国内汽车业发展潜力依然较大，农村汽车市场普及率有望迅速提高，年轻人购车需求还非常旺盛，重卡有望下半年逐步回暖，这将拉动弹簧扁钢及汽车板簧消费量的继续增长。公司规划十二五期间板簧产能增长1倍，因汽车零部件产业毛利率好于钢铁产业，公司产业链延伸有望使整体毛利率明显提高。
- **易切削钢产量全国第一，达产后可贡献2.4亿毛利** 出于降低机械加工成本的需要，我们看好国内易切削钢的未来发展潜力。公司目前易切削钢还处于市场培育阶段，2-3年内可望做起规模，若要达到如弹扁一样的市场地位，我们预计可为公司贡献毛利2.4亿，占目前钢铁毛利总额比例高达20%以上，成为公司又一盈利增长点。
- **铁矿储量升至6亿吨，扩产及集团注入可使矿业贡献6亿净利** 公司5月份收购了南非BLBLKO公司74%股权，其所属探矿权范围内估计储量达到4.7亿吨，使得公司掌控资源量近6亿吨。公司目前铁矿产能规模近100万吨，贡献EPS0.15元，且集团还控制铁矿资源1.7亿吨，精矿产能135万吨，若全部注入后铁矿总产能有望达到300万吨，预计可贡献6亿净利。
- **强大的股权激励计划** 公司在2月份出台了股权激励计划，授予的股票期权所涉及标的股票总数为13,000万股，占公司股本总额近10%，将对公司产生深远影响。方案提出了远比方大炭素和方大化工更具挑战性的行权条件，净利润复合增速需超23%，其中2012年增长2.99%，2013年增长22.86%，2014年增长32.56%，2015年增长31.58%。
- **改制的红利远不止于此** 我们认为，公司近两年业绩的大幅增长及盈利能力的脱颖而出源于公司改制所取得的初步成果。下一步公司在汽车零部件和铁矿板块的发展将是增长的来源，而管理费用率的压缩也为业绩提升提供空间。相较于大冶改制后连续7年的高增长历程以及公司现有质地，我们坚定地认为公司改制后的辉煌还将不断延续，其“红利”远不止于此！一旦市场回暖，公司有望最先实现盈利优势与价值双回归的过程。
- **首次给予“强烈推荐”评级** 我们预计，公司2012-2014年EPS分别为0.39元、0.45元和0.52元，同比增幅分别为-30.51%、16.22%和16.02%，对应PE

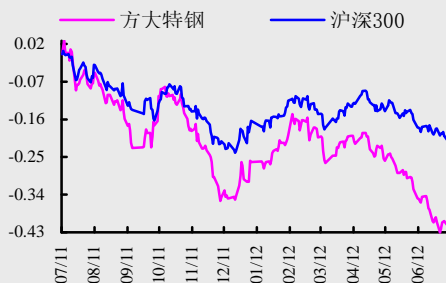
交易数据

上一日交易日股价（元）	3.49
总市值（百万元）	4,539
流通股本（百万股）	1,301
流通股比率（%）	100.00

资产负债表摘要（03/12）

股东权益（百万元）	2,899
每股净资产（元）	2.23
市净率（倍）	1.57
资产负债率（%）	66.01

公司与沪深300指数比较



相关报告



为 9.0 倍、7.8 倍和 6.7 倍，远低于同类钢铁公司平均估值水平。此外，鉴于公司优良的激励机制、差异化的产品结构、以及强烈的资产注入预期，首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。

- **股价催化因素** 半年报业绩相对强于同行业水平；下半年重卡产销量出现回暖；政府出台新的经济刺激政策，地产和基建投资回暖；公司易切削钢市场开拓取得重大进展；集团出台新的铁矿资源注入计划。
- **风险因素** 汽车产销量继续弱势运行；房地产市场调控继续压制地产开工面积；政府经济政策刺激力度不达预期；集团后续铁矿资源注入的时点存在着较大不确定性；市场环境极差使得公司股权激励计划的行权条件差距太大。

公司盈利预测简表

单位：万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,333,398	1,275,990	1,417,042	1,498,782
同比 (%)	9.65%	-4.31%	11.05%	5.77%
营业毛利	143,731	141,463	161,684	180,109
同比 (%)	32.16%	-1.58%	14.29%	11.40%
净利润	72,309	50,244	58,396	67,752
同比 (%)	140.42%	-30.51%	16.22%	16.02%
总股本 (万股)	130,053	130,053	130,053	130,053
每股收益 (元)	0.56	0.39	0.45	0.52
P/E (倍)	6.3	9.0	7.8	6.7

资料来源：公司年报，第一创业证券



目 录

引言	4
1 公司概况介绍	4
1.1 99 年设立，03 年 IPO，06 年整体上市	4
1.2 老国企变身民企，改制孕育新生	5
1.3 钢铁中的“小个”，工业材中的“龙头”	6
2 公司钢铁板块：规模不变，着力提升盈利能力	8
2.1 螺纹钢长时期内依然是公司业绩的保障	8
2.2 弹簧扁钢为公司最大的特色品种	11
2.3 易切削钢为公司重点推进的又一特色领域	15
2.4 公司钢铁板块发展定位	17
3 汽车零部件板块：产业链下游延伸动作不断	18
3.1 汽车板簧盈利能力明显超于钢材	18
3.2 汽车板簧国内市占率近 15%，居国内之首	20
3.3 依托原料优势，十二五期间板簧产能有望翻番	22
3.4 汽车零部件营收占近一成，毛利占比平均达 15%	22
4 铁矿石板块：着力打造资源扩张版图	23
4.1 自 2010 年起频繁购并上游资源	23
4.2 目前掌控的铁矿资源量近 6 亿吨	24
4.3 铁精矿产能上百万吨规模，贡献 EPS0.15 元	25
4.4 集团承诺注矿，后续矿山资源将不断提升	26
5 拥有着最能调动积极性的激励机制	27
5.1 第一招——大幅涨薪	27
5.2 第二招——强大的股权激励计划	28
6 民营管理体制催生高效“方大”	30
6.1 民营造就高效大冶，方大有着成功潜质	30
6.2 复制“巴登钢厂”模式，以效率促效益	31
6.3 集团的资本运作能力或把公司发展推向高潮	32
7 盈利预测与投资评级	32
7.1 政策暖风或促业绩向好，铁矿扩产将使贡献提升	32
7.2 ROE 和毛利率行业领先，管理费用率可逐步下降	33
7.3 预计 2012-2014 年 EPS 为 0.39 元、0.45 元和 0.52 元，首次给予“强烈推荐”评级	34
8 风险提示	35



引言

2010 年，方大特钢业绩大涨 383.25%；2011 年，业绩继续大增 140.42%！2011 年，公司吨钢净利达 268 元，净资产收益率达 19.38%，均居行业第一位。

是什么在萎靡的行业环境中造就了方大特钢的辉煌？改制，彻底的改制。2010 年，正是方大入主、公司改制后的第一年，经过体制重塑、技术改造和薪酬改革后，公司整体面貌发生了巨大变化，才最终收获了近两年盈利能力显著提升和业绩的大幅改善。

然而，相较于大冶特钢改制后连续 7 年的高增长历程以及公司现有质地，我们坚定地认为公司改制后的辉煌还将不断延续，其“红利”远不止于此！明晰而科学的产品定位、灵活而富于挑战的激励机制、符合股东利益的战略规划、集团实力扩张和资本运作的重要地位，都将赋予公司良好的基本面和富有弹性的上升潜力。我们认为，一旦市场回暖，公司有望最先实现盈利优势与价值双回归的过程。

本篇报告对此均作了详细的分析和论述。

1 公司概况

1.1 99 年设立，03 年 IPO，06 年整体上市

公司原名江西长力汽车弹簧股份有限公司，是由江西汽车板簧有限公司以其部分经营性资产出资于 99 年设立，并于 03 年 9 月于上交所主板挂牌上市。06 年底，公司以非公开发行股份的方式购买了控股股东南昌钢铁及其子公司江西汽车板簧有限公司全部生产经营性资产，实现南昌钢铁整体上市，拥有了焦化、烧结、球团、炼铁、炼钢等全流程现代化钢铁生产工艺，并增加了螺纹钢业务，产能规模大幅提升，核心竞争力和抵御风险的能力进一步提升。

表 1 06 年整体上市收购的主要资产

序号	主要资产明细
1、	南钢公司经营性资产： 包括焦化厂、炼铁厂、转炉厂、第一轧钢厂、第二轧钢厂、运输部、动力厂、制氧厂、煤气公司、储运中心、供销部门、技术开发部门的资产及负债； 南钢公司所属股权： 包括上海海鸥实业有限公司 90%的股权、福建鹭岛海鸥实业有限公司 51%的股权、香港海鸥实业有限公司 100%的股权和南昌海鸥房地产有限公司 98.5%的股权。
3、	板簧公司经营性资产： 包括制氧厂、小型厂

资料来源：公司公告，第一创业证券

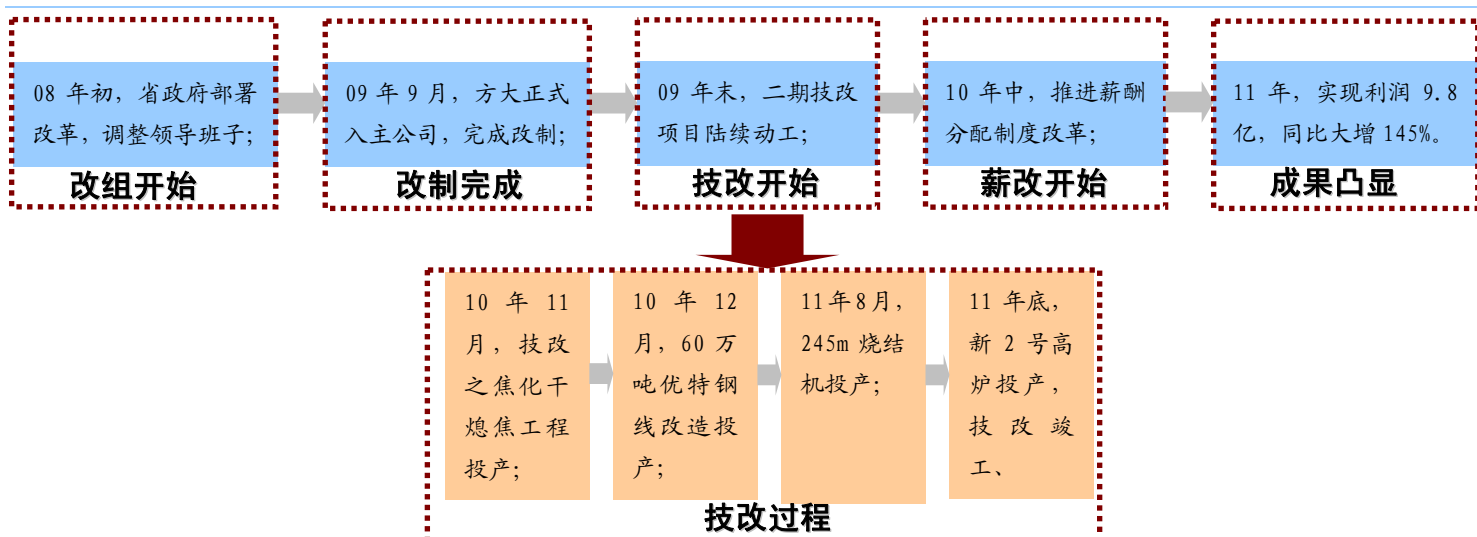


1.2 老国企变身民企，改制孕育新生

2009年，辽宁方大集团通过产权交易方式受让江西省冶金集团公司持有南昌钢铁57.97%的国有股权，因南昌钢铁及其控股子公司江西汽车板簧公司合计持有方大特钢68.48%的股份，从而使方大成为公司的间接控股股东。改制的成功使公司一举从老牌国有企业向民营企业转变，其组织结构和管理模式也发生了巨变，此后公司还进行了一系列大刀阔斧的改革，包括技改、薪改等，为公司业绩腾飞打下了良好的基础。

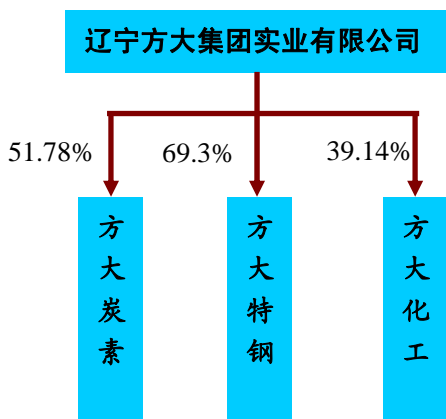
公司实际控制人为方威，其控制的辽宁方大集团是一家跨行业、跨地区的多元化大型民营企业集团，多年来涉猎机电、冶金、矿业、化工等多个行业，尤其擅长于收购和重整亏损或濒临破产的公司并使其起死回生，目前已通过该方式拥有三家上市公司——方大炭素、方大特钢及方大化工，属公司和资本运作的高手。

图1 方大特钢改制及技改进程



资料来源：公司公告，第一创业证券

图2 方大系目前拥有三个上市公司

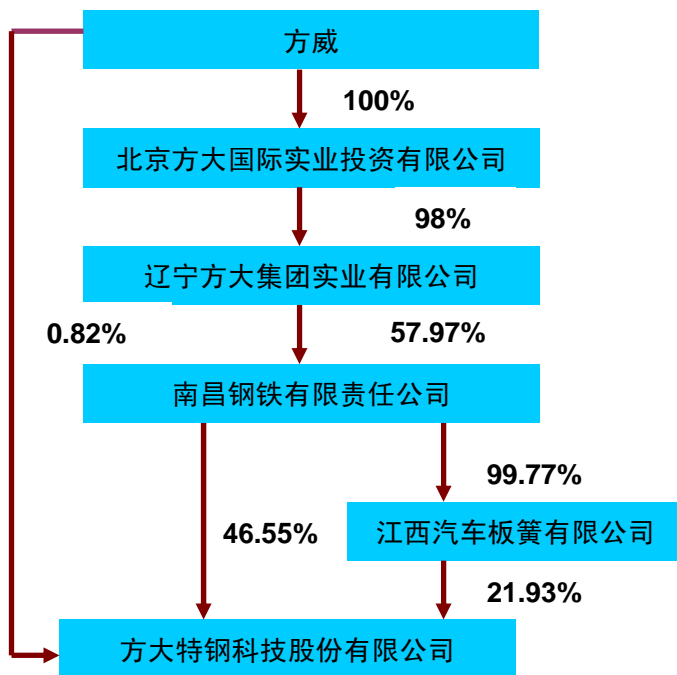


资料来源：公司公告，第一创业证券

注：方大特钢所指间接持股比例，并包括实际控制人方威持股。



图 3 方大特钢股权结构图

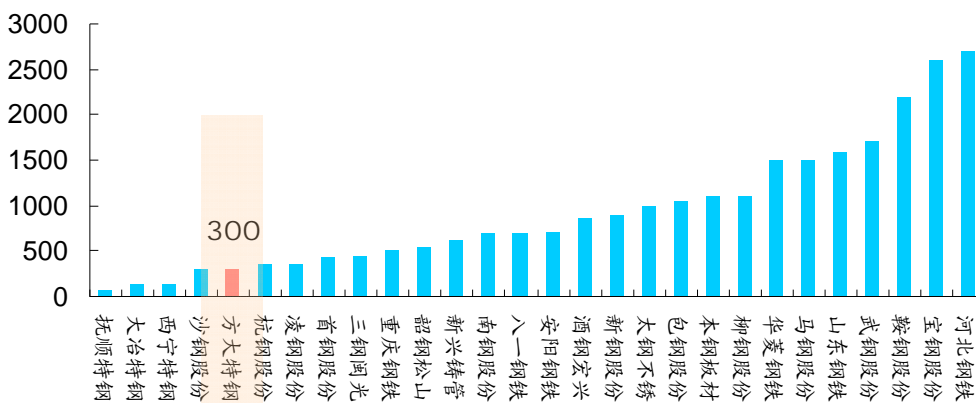


资料来源：公司公告，第一创业证券

1.3 钢铁中的“小个”，工业材中的“龙头”

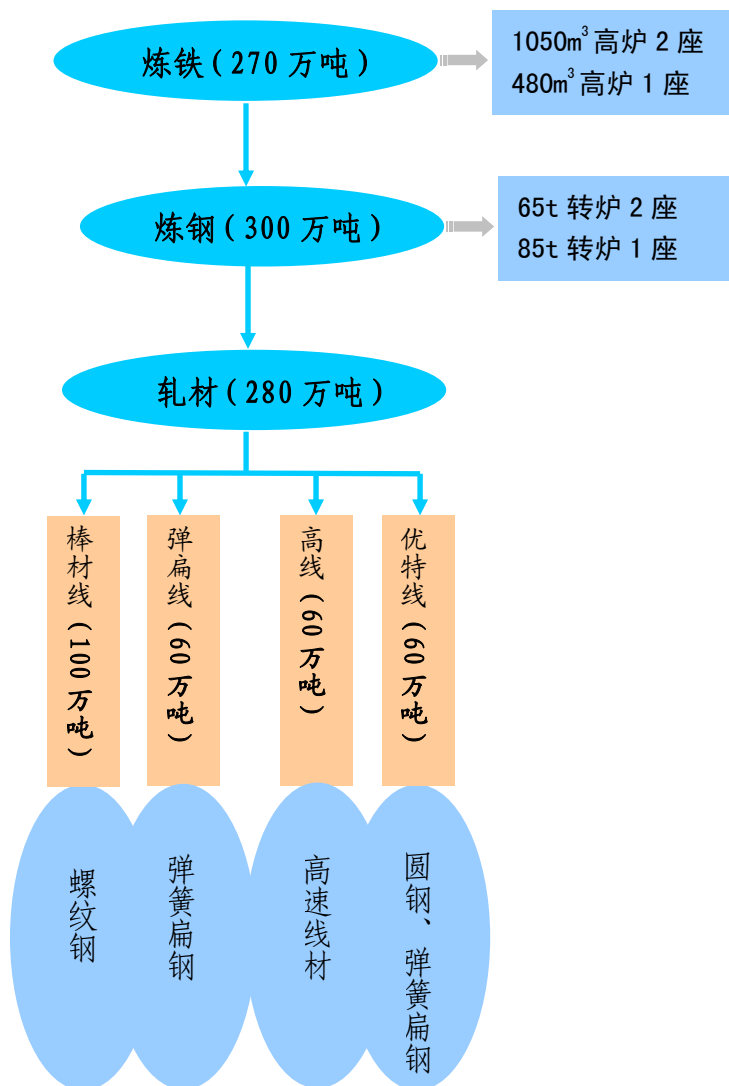
经过整体上市及系列技改后，公司目前具有年产铁 270 万吨、钢 300 万吨、材（坯）280 万吨的综合产能（包括 100 万吨螺纹钢、60 万吨高线、90 万吨弹簧扁钢和 30 万吨优质圆钢），以及汽车板簧 20 万吨、稳定杆 40 万件和扭杆 20 万件的生产能力。按照公司“十二五”规划提出的“年产铁 270 万吨左右、钢 300 万吨左右、材 295 万吨左右，其中弹簧扁钢 100 万吨”目前，公司在未来五年内钢铁产能基本维持目前水平，定位为产能规模偏“小个”的钢铁上市公司。

图 4 方大特钢在钢铁上市公司显得“体量偏小”



资料来源：公司年报和公告等，第一创业证券

图 5 方大特钢近 300 万吨的综合产能



资料来源：公司公告，第一创业证券

正因如此，公司积极寻求在细分市场中寻找一席之地，其主导产品已在国内市场具有较强的地位。其中，公司最大的特色优势产品弹簧扁钢占据全国 50%以上的市场份额，目前正全力打造的另一个优势钢种——易切削钢也在去年已做到国内产量第一，属于工业材细分市场的龙头企业。

表 2 公司生产的主要钢种及用途

钢种	代表钢号	用途
弹簧扁钢	60Si2Mn、SUP9、50CrVA	主要是作为生产汽车板簧的原料
优质圆钢	45#、50#、20#、40Cr	主要用于生产如齿轮、杠杆、曲轴、套管、轴衬、螺钉、螺栓、螺母等高强度机械运动零件及标准件 广泛用于各种建筑结构和工程结构，如房梁、桥梁、输电塔、起重运输机械、船舶、工业炉、反应塔、容器架以及仓库货架等
角钢	Q195、Q215、Q235、Q345	为热轧带肋钢筋的俗称，广泛用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设
螺纹钢	HRB335、HRB400	



HPB235、ML08A1、ML15A1、轧制后可直接用于钢筋混凝土的配筋和焊接结构件，也
线材 ML20Cr 可经再加工使用，如捻制成钢丝绳、钢丝等

资料来源：公司公告，第一创业证券

图 6 弹簧扁钢为生产汽车板簧的原料

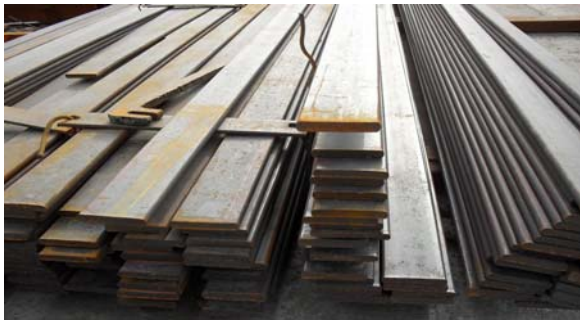


图 7 优圆主要用于生产管材和机械零部件



资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

2 公司钢铁板块：规模不变，着力提升盈利能力

2.1 螺纹钢长时期内依然是公司业绩的保障

2.1.1 09 年以来长材盈利明显强于板材

片面追求板带比，近几年板材产线增速过快 进入 2000 年，为满足我国板材供应不足及提高我国钢铁行业国际竞争力，国家鼓励企业重点投资、发展高附加值和技术含量高的板材产品，从而引发了自 2004-2006 年以来的板材投资热潮，使得此后几年热轧薄板、冷轧板卷及涂镀年产量保持高速增长态势，板带比也从 04 年的 35.1% 提升到目前的近 45%。

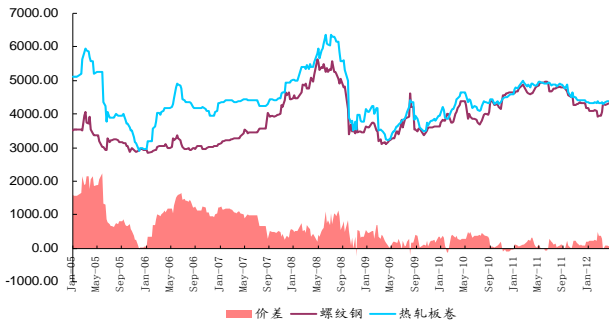
长材新增产能有限，淘汰力度更大 由于我国长材产能早已全部自给，考虑到市场空间有限，许多大型企业扩产基本不考虑长材，仅部分民营企业建长材轧机，整个十一五期间新增产能有限，远低于板材产能增速。国家 07 以来加速淘汰钢铁落后产能，特别是 08 年为绿色奥运承诺，北京及周边淘汰产能力度较大，而长材品种集中了绝大部分落后产能。

长材价格走势明显强于板材，长板材价差逐步收窄 正是由于这些年长材和板材供需态势的变换，使得长材价格与板材价格差逐步收窄的趋势愈发明显。从典型企业来看，板材加工成本至少高于螺纹钢加工成本 150 元/吨，这表明自 08 年以来长材盈利表现应明显优于板材企业。

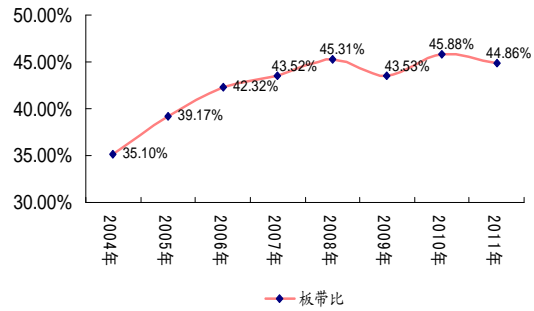
后期仍看好长材的相对表现 十二五期间，板材投资热情依然未能消退，比如邯宝新区、宝钢湛江项目和武钢防城港项目（已获批准），无不以热轧、冷轧、涂镀等板材为主，板带比将继续上升。因此，我们预计板材供需状况恶化的概率更大，若基础建设投资恢复性增长的话，弹性更大的依然是长材企业。

图 8 近年来热轧板与螺纹钢价差愈来愈小

图 9 国内板带比已经提升至 45% 左右



资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券



资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

2.1.2 螺纹钢盈利能力国内领先，贡献近半利润

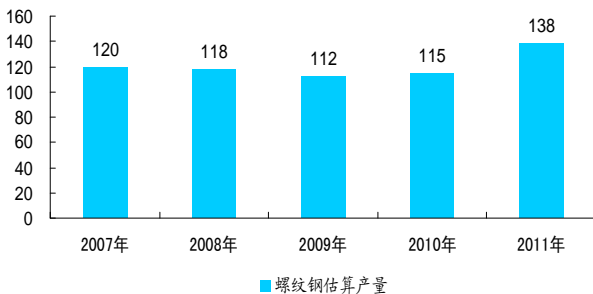
螺纹钢产能近 150 万吨，南昌市占率第一 螺纹钢是公司于 2006 年非公开增发收购南钢公司所取得的经营性资产。该产线于 2000 年 4 月开工建设，迄今为止近 10 年间，经过多次技术革新，目前可生产Φ10~42mm 的带肋钢筋，产品主要包括 HRB335、HRB400 以及系列优圆等，有近 150 万吨的年产能。其生产的“海鸥牌”螺纹钢一直是江西省首批免检产品和重点保护优质产品，在南昌市市场占有率 60%以上，列第一位。

2011 年吨钢毛利 478.66 元，国内领先 公司收购螺纹钢资产以来，产能并未发生明显变化，重点在工艺优化和成本控制上下功夫，不断提高产品的毛利率水平，效果十分显著。据年报可知，公司 07 年毛利率仅为 6.54%，显著落后于其他可比公司，但在 2011 年公司毛利率逆势上升至 10.42%，同期其他螺纹钢生产企业大多毛利率呈下滑趋势，这充分显示了公司近年来工艺优化和成本控制上所取得的成效。

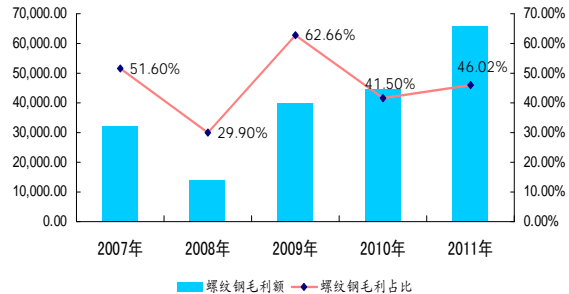
螺纹钢毛利润占比维持在 40-60% 自收购以来，螺纹钢就一直占据着公司收入和利润的主要部分。据统计，2007-2011 年公司螺纹钢贡献营业收入占比均在一半以上，除 08 年外，毛利贡献占比均在 40%以上，最高超过 60%。后期，随着公司铁矿等业务的扩张，螺纹钢占比可能逐步下降，但至少在几年内依旧是公司收入和利润的重要组成部分。

图 10 公司多年来螺纹钢产量变化较小

图 11 螺纹钢占据公司收入和利润贡献近半



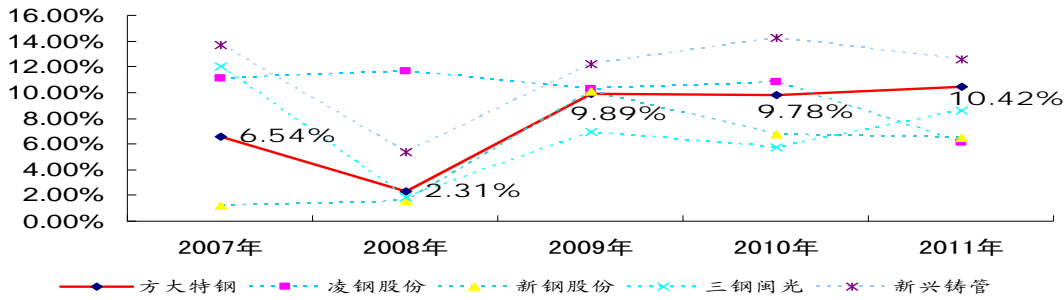
资料来源：公司年报，第一创业证券



资料来源：公司年报，第一创业证券

注：产量数据根据年报推算得出

图 12 公司螺纹钢毛利率走势强于其他可比公司



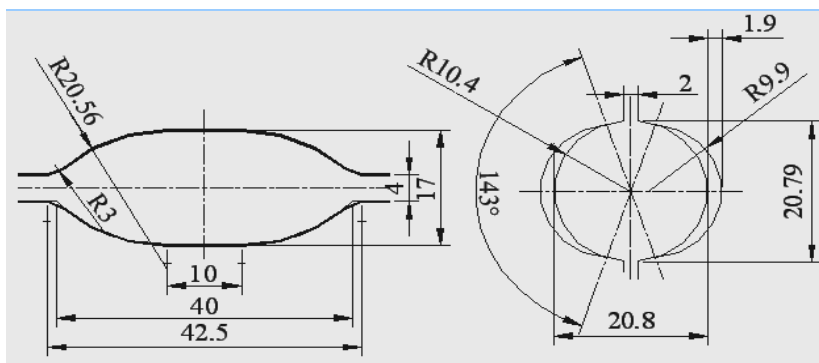
资料来源：公司年报，第一创业证券

2.1.3 公司螺纹钢毛利率为何能领先于全国？

公司该产线的各项技术经济指标均已达到国内同行的先进水平，比如大高炉利用系数为 3.075t/m³·d、转炉钢铁料消耗 1050.87kg/t、螺纹钢成材率 101.98%，均列全国行业同类前三强，为达到该目标，公司在近年来的技改中主要着眼于生产成本的降低。

一高四低，有效提升螺纹钢的成材率 为提高螺纹钢的生产效率，公司提出“一高四低”的具体措施。其中，“一高”主要是推行负偏差轧制，最大限度地提高负偏差收得率。主要措施包括制定合理的负偏差收得率目标，对轧机使用情况进行跟踪，优化成品孔以及成品前孔的孔型设计等。“四低”主要是指降低烧损率、降低切损率、降低中废率以及降低成品质废率等。主要采取提高连铸坯料热送热装比率、严格把握连铸坯质量、严格管理设备，严格规定工艺技术操作规程要求与时间间隔，减少没必要的废品等。经过这一系列技术革新，公司棒材车间生产线的成材率指标得到显著改善，成材率现已名列国内同行前列。

图 13 ◎22 热轧钢筋成品及成品前负偏差孔型



资料来源：《方大特钢主要技术经济指标攻关研究》，第一创业证券
表 3 改进后的热轧钢筋成材率显著提升（取前 8 个月对比）

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	平均
2008 年	101.46	101.54	101.05	102.06	102.07	101.53	102.01	101.67	101.67
2010 年	101.47	102.12	102.48	102.25	102.99	101.88	102.23	102.28	102.22

资料来源：《方大特钢主要技术经济指标攻关研究》，第一创业证券
表 4 公司螺纹钢成材率和钢铁料消耗都排国内前三

指 标	企业数	全国平均	第一	厂家	方大特钢	比平均	排名
焦耗洗精煤/kg·t ⁻¹	34	1379	1271	三明	1344	-35	6
固体燃料/kg·t ⁻¹	75	54.36	42.01	永钢	47.07	-7.29	17



焦比/kg·t ⁻¹	75	368.84	300.08	宝钢	395.03	26.19	51
煤比/kg·t ⁻¹	75	148.93	180.78	长治	130	-18.93	53
燃料比/kg·t ⁻¹	75	540.77	494.84	宝钢	558.88	18.11	51
钢铁料消耗/kg·t⁻¹	49	1073.31	1038.9	安阳	1050.6	-22.71	3
棒材连轧成材率/%	40	98.9	102.83	西林	102.69	3.79	2
热轧成材率/%	73	97.16	101.91	新兴铸管	99.48	2.32	8
高线成材率/%	45	97.75	98.8	济钢	97.42	-0.33	24

资料来源：《方大特钢主要技术经济指标攻关研究》，第一创业证券

优化工艺，减少合金成分 此外，公司还通过合理控制合金成分进行螺纹钢的成本节约。由于我国国家标准对热轧带肋钢筋化学成分中合金元素含量只规定了上限值，并没有对下限值进行限定。为此，公司通过在热轧带肋钢筋轧后采用强制冷却的方式来细化晶粒组织，采取对生产工艺进行优化方式在保持材料综合性能达到所要求的前提下，降低合金含量，从而节约资源和生产成本，提高企业生产效益。

表 5 公司 HRB400 设计化学成分

材料	化学成分(质量分数)%					
	C	Mn	Si	P	S	Nb、V、Ti
国标	≤0.25	≤1.60	≤0.80	≤0.045	≤0.045	微量
轧制试样	0.22	1.12	0.36	0.025	0.023	含 Nb 为 0.007

资料来源：《方大特钢主要技术经济指标攻关研究》，第一创业证券

2.2 弹簧扁钢为公司最大的特色品种

2.2.1 弹簧扁钢需求取决于汽车工业的发展

弹簧扁钢占弹簧钢的 80%左右 弹簧钢为特殊钢的一类，在冶金行业中属技术含量较高的产品。其常见的有十多个钢号，其中 60Si2Mn (60Si2MnA) 为最主要品种，此外还有 SUP9 和 50CrVA 等。按品种分，弹簧钢可分为扁钢、棒材、线材、钢丝和银亮材等，其中弹簧扁钢占弹簧钢总量的绝大部分（约 80%），主要用作汽车钢板弹簧的原料。

表 6 弹簧钢板 60Si2Mn 材料成分

化学成分	含量 (%)
C	0.58
Si	1.8
Mn	0.78
Cr	≤0.35
Ni	0.35
Cu	0.25
P	0.035
S	0.035

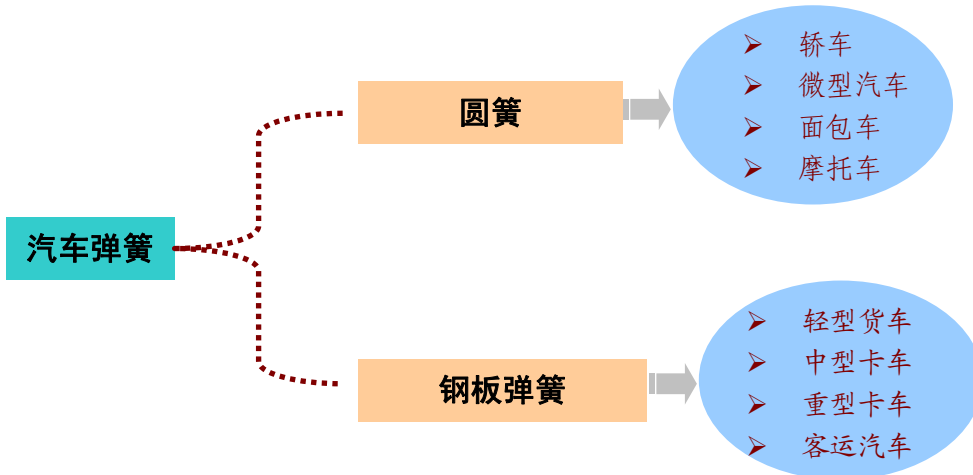
资料来源：GB/T1222—2007，第一创业证券

弹簧扁钢主要下游为客车及重卡行业 在弹簧扁钢市场需求方面，汽车和铁路行业占主导地位，合计占弹簧扁钢总量的 85%以上，其中又以汽车



行业为主。汽车用弹簧主要作为汽车减震的重要零部件，分为钢板弹簧和圆簧两大类。轿车一般使用圆簧，使用的钢种为冷拔盘圆钢丝，微型汽车、面包车的悬架弹簧、摩托车减震弹簧等也使用圆簧。轻型货车、中及重型卡车和客运汽车则使用钢板弹簧。其中卡车一般采用等截面钢板簧；重型车前簧采用等截面，后簧采用变截面钢板簧；客车一般采用变截面钢板簧。

图 14 汽车板簧主要用于卡车及客货运汽车



资料来源：公司公告，第一创业证券

2011 年弹簧扁钢的使用量近 180 万吨 汽车中用到板簧的部件有前桥、后桥和副桥，一辆 5 吨载货车耗用弹簧钢约 200 公斤，8 吨载货车耗用 280 公斤，13 吨载货车耗用 380 公斤，公路客车耗用 220 公斤。以此为计算基准，我们测算 2011 年载货车及客车两类主要车型共消耗弹簧扁钢 142.68 万吨，假设此二类耗用量占比为 80%，则全国弹扁消耗量约为 178.35 万吨。

表 7 载货车及公路客车弹簧扁钢消耗量定额

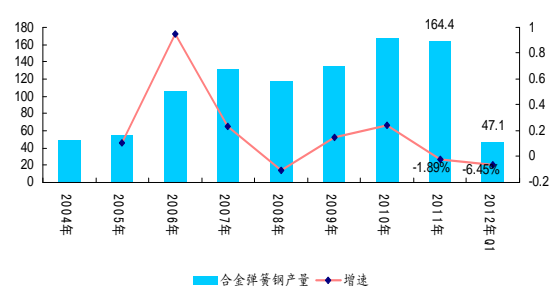
耗量估计 (KG/辆)	5 吨载货车	8 吨载货车	13 吨载货车	公路客车
前桥钢板弹簧	50	90	100	60
后桥钢板	50~60	90~100	100-150	50-60
副桥钢板	70~80	70~80	100-150	70-80
小计	170~190	250-270	300-400	200-300
钢材利用率	90%	90%	90%	90%
弹簧扁钢平均用量	200	280	380	220

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

图 15 载货车与客车对弹簧扁钢的需求估计



图 16 近年来合金弹簧钢产量走势



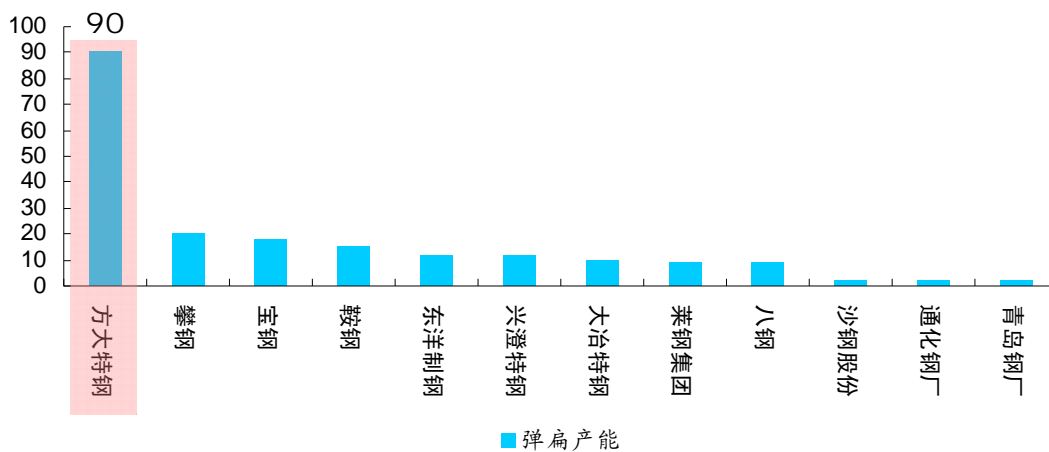


资料来源：中国特钢协会，第一创业证券

资料来源：中国特钢协会，第一创业证券

国内产能约在 220 万吨左右 我国弹簧扁钢生产水平接近国际先进水平，许多企业已能生产大多牌号产品。不过，随着汽车工业的不断发展，其对钢材性能的需求也越高，并趋向多元化，国内某些新的高端品种和特殊品种（比如超纯净材料等）尚不能满足需求。此外，还存在着工艺水平和质量控制不稳定的问题。就产能来看，除方大特钢外，攀长钢、宝钢特钢、鞍钢、大冶特钢、兴澄特钢等也有相当规模的弹扁产能，目前总产能约为 220 万吨左右，其中方大特钢产能占比接近 50%，其余钢厂量相对偏小。

图 17 公司弹扁产能约 90 万吨，为细分市场的龙头企业

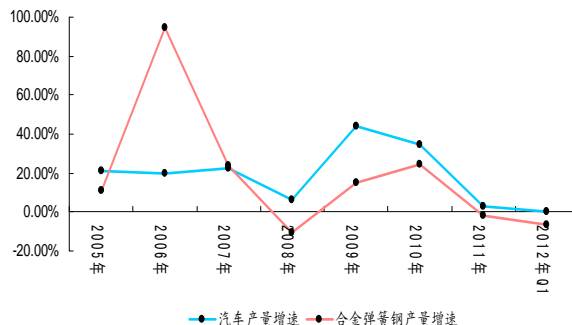
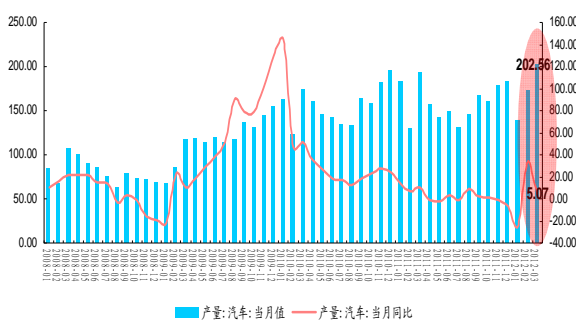


资料来源：各公司公告，第一创业证券

汽车产业短期发展放缓，未来潜力巨大 弹扁需求与汽车产量增速高度一致，其发展潜力主要看汽车产业的发展情况。据统计，2011 年全国生产载货汽车 356.7 万辆，同比减 10.6%；生产公路客车 243.2 万辆，同比减 3.6%，这也是自 2000 年以来首次负增长，充分体现了汽车工业在刺激政策退出后短暂将会迎来萎缩的现实。但是，对比美国人均拥有汽车量来看，中国发展潜力依然巨大，特别是农村汽车市场普及率有望迅速提高，年轻人购车需求还非常旺盛。尽管前两年受汽车下乡和补助政策刺激，提前透支部分需求，但经过两年低速增长后，增速还将会提升，我们预计中国汽车刚性需求稳定增长还将维持多年，在此需求拉动下，弹簧扁钢及汽车板簧消费量还有较大发展空间。

图 18 汽车产量短期回归低速，但发展空间巨大

图 19 弹簧钢与汽车产量增速呈高度一致趋势



资料来源：Wind，第一创业证券

资料来源：Wind，第一创业证券



2.2.2 公司弹扁钢一直占据全国超过 50%的份额

公司早在 2001 年即拥有弹簧扁钢产量 8.5 万吨，市场占有率排名市场第二。经过多年发展，产能规模不断壮大，近几年国内市场占有率稳定维持在 45-50%左右，排名国内第一，目前总产能约为 90 万吨。经测算，我们估计公司 2011 年累计生产弹簧扁钢约 76 万吨，其中外销量 60 万吨左右，其余作为公司自己生产汽车板簧的原料。

由于起步早，公司在该领域积累了非常强大的研发能力，目前正根据汽车板簧轻量化的发展趋势和用户的定向要求，重点加强新型低成本弹簧钢、50B50H 弹簧钢、矩形厚截面弹扁等产品的研发，预计后期高附加值的新产品还将不断推出。

图 20 公司 2005 年以来弹簧扁钢产量变化趋势

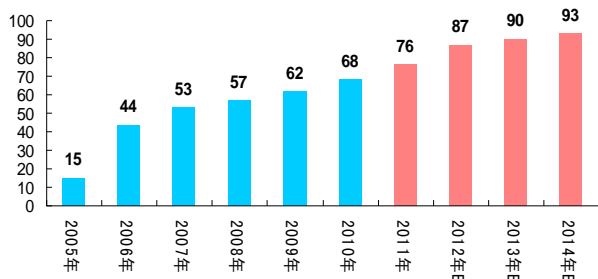
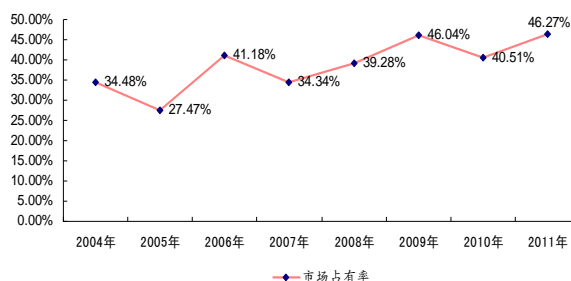


图 21 公司弹簧扁钢国内市场占有率 40-50%



资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券
注：2005 年产量数据根据年报；
2006-2011 年产量是根据公司年报数据估算得出。

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券
注：部分数据根据公司年报估算得出。

2.2.3 弹簧扁钢未来将具备较大的业绩弹性

公司整体上市后弹簧钢收入和毛利占比约在 10-15%左右，此后尽管产量变化幅度较平缓，但收入和毛利贡献波动幅度较大，其中毛利贡献最大超过 32%（2008 年和 2010 年），2011 年则因价格和毛利率下降导致毛利贡献大幅下滑到 16.61%；收入贡献最大接近 25%（2009 年），2011 年则小幅回落至 20.25%。我们认为，尽管公司 2011 年弹扁贡献占比因铁精矿等其他业务增加而下降，但依然占据约五分之一的份额，为影响公司业绩的较大板块之一。从公司规划可看出，未来公司还将增加弹簧扁钢的产能，由于该产品价格高于普碳钢，目前毛利率处于相对较低位置，其对公司的业绩弹性较大。

图 22 弹簧扁钢在公司中的贡献有所下降

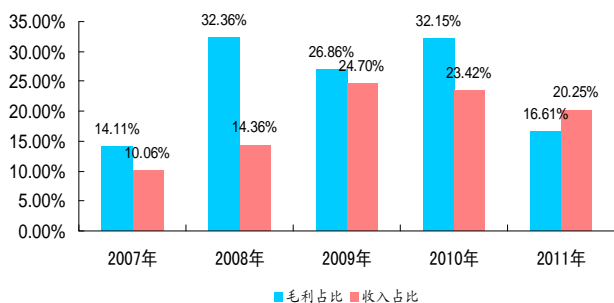
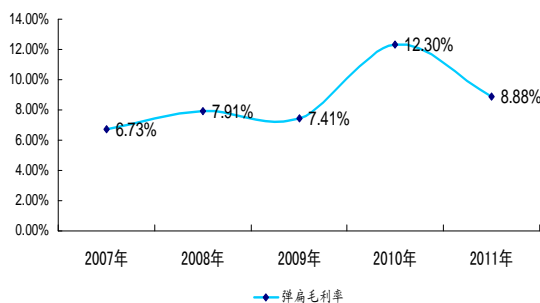


图 23 公司弹簧扁钢毛利率自高点回落





资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

2.3 易切削钢为公司重点推进的又一特色领域

2.3.1 什么是易切削钢？

易切削钢是指通过单独或者复合加入某些易切削元素（如 S、P、Pb、Se、Te、Bi 等），借以提高切削性能的钢种。相比普通碳素钢而言，易切削钢具有几个明显优势，包括切削加工时易断屑、加工工具寿命长，产品表面光洁度好和道具受力及能耗小等，进而被广泛用于汽车制造、机械加工、家用电器、仪器仪表等领域。根据含易切削元素的不同，易切削钢大致可分为硫易切削钢、铅易切削钢、钙易切削钢、钛易切削钢以及复合易切削钢。

表 8 易切削钢分类及易切削元素含量情况

分类	添加剂	钢中最佳含量
1、硫易切削钢	S	0.30%
2、钙易切削钢	Ca	0.01%
3、钛易切削钢	Bi	0.10%
4、铅易切削钢	Pb	0.25%
5、复合易切削钢	Te	0.10%
	Se	0.10%

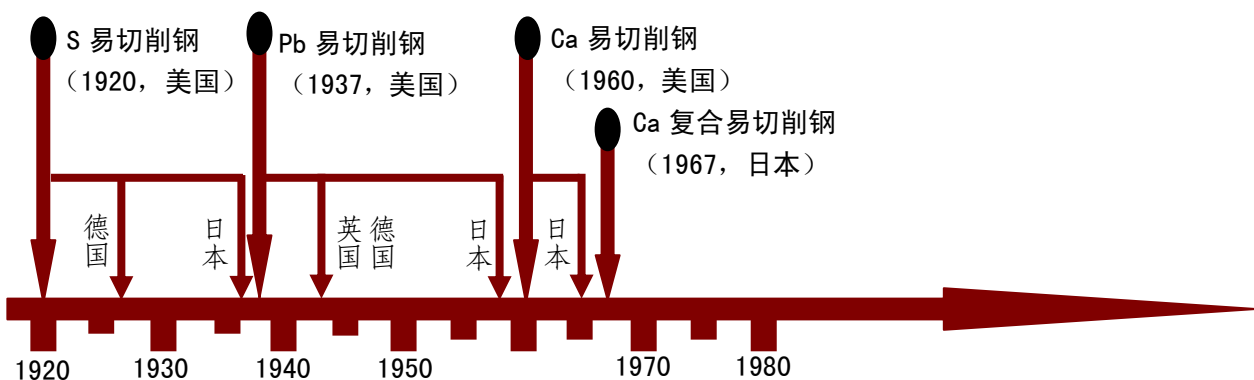
资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

表 9 各易切削元素对切削性能的影响

元素	夹杂物	改善切削性效果	其他影响
S	MnS	改善可切削性，有形态依存性 改善低速加工域的切削阻力，改善高速加工域的切削处理性	因增量降低疲劳强度和延韧性 对强度影响小，热加工性降低
Pb	Pb	改善高速域的超硬刀具磨损	对强度影响小
Ca	低熔点氧化物		

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

图 24 各种易切削钢的开发时间



资料来源：公司公告，第一创业证券

2.3.2 降低机械加工成本，易切削钢具较大潜力



机加工成本是制造业中零部件制造成本的主要部分，有时甚至达到零部件制造成本的 40-60%，因此通过提高钢材的机加工性能来降低加工成本是减少生产成本的重要途径。易切削钢正是充当这一角色，且自出生之日起就受到了市场的极大追捧。以日本为例，1940 年开始生产和使用易切削钢，1954 年产量为 1.2 万吨，1970 年跃升到 43 万吨，90 年代突破了 200 万吨，年平均增长率在 10% 左右。近年来，在其年平均钢产量不足 1 亿吨的情况下，易切削钢产量依然保持在 130-150 万吨，占特殊钢产量比重约 6%。

图 25 日本易切削钢目前产量在 150 万吨左右

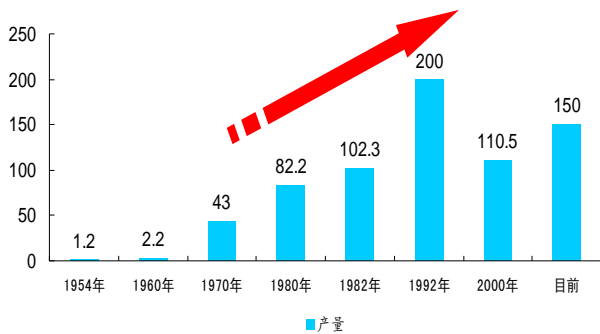
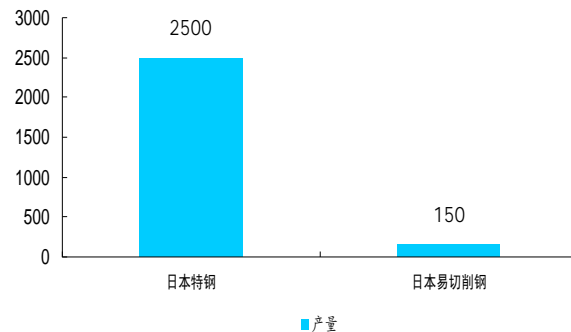


图 26 日本易切削钢占特钢比例约为 6%



资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

2.3.3 国内供应偏少，高端品种大量靠进口

最近十多年，我国易切削钢已有相当大的发展，先后开发了多个钢种：如用于制造汽车发动机连杆、前轴的 40CaS、53CaS；用于制造齿轮钢 16MnCr、20MnCr；用于制造汽车曲轴、连杆、半轴、花键轴、万向接叉等零件 40VS、35MnVS、48MnVS；用于制造发动机排气门 Y5Cr21Mn9Ni4N 等新钢种。虽然我国在易切削钢的研制方面取得了一定的进展，但是与世界先进钢铁生产国相比还有较大差距。

因易切削钢质量要求高，生产难度大，造成特钢厂不愿意生产和普钢厂无力生产的局面，目前主要生产商有兴澄特钢、新冶钢、南钢、首钢特钢、宝钢特钢、贵阳特钢、杭钢等。该类钢种目前还没有准确的统计数据，我们根据主要厂商情况估计全国总量不到 100 万吨，其中 80% 以上都是硫系易切削钢，而且钢号少，品种不全。以需求量来看，05 年就已经达到 50 万吨，预计目前需求量至少超过 130 万吨，缺口较大。此外，受工艺装备限制，国内品质上难以满足引进轿车产线的要求，包括一些高品质易切削钢在内的关键品种大量依赖进口。随着机械加工高速化、精密化、自动化的发展，特别是国内汽车工业、精密仪表工业和家用电器的发展，开发易切削钢还具有巨大的市场潜力。

表 10 2011 年进口的易切削钢条杆和盘条数量超过 8 万吨

品种	进口数量 (万吨)	进口金额 (万元)	平均价格 (元/吨)
热轧易切削钢条杆	0.27	2063.25	7674.49
冷轧易切削钢条杆	4.80	50300.65	10476.05
热轧易切削钢盘条	3.21	21815.08	6794.77
合计	8.28	74178.98	8957.84

资料来源：中联钢，第一创业证券



2.3.4 易切削钢产量全国第一，盈利优势将逐步显现

继弹簧扁钢后，公司下一步重点发展方向即把易切削钢建成公司另一个拳头产品，使其最终成为全球最具竞争力的易切削钢精品生产基地。经过多年来持续研发，公司目前生产技术水平得到大幅提高，产品质量、生产工艺处于国内同类产品领先地位，且成功开发出含铅的环保型易切削钢，可完全替代含铅易切削钢，大大降低消除铅等有害元素对环境的污染，且已向国内主流用户供货。根据江西省政府部门发布的《2011 年度江西钢铁行业运行情况》，公司 2011 年易切削钢产量全国第一位，2012 年 1 季度产量超过 1 万吨，我们预计其全年产量约为 5-6 万吨左右。

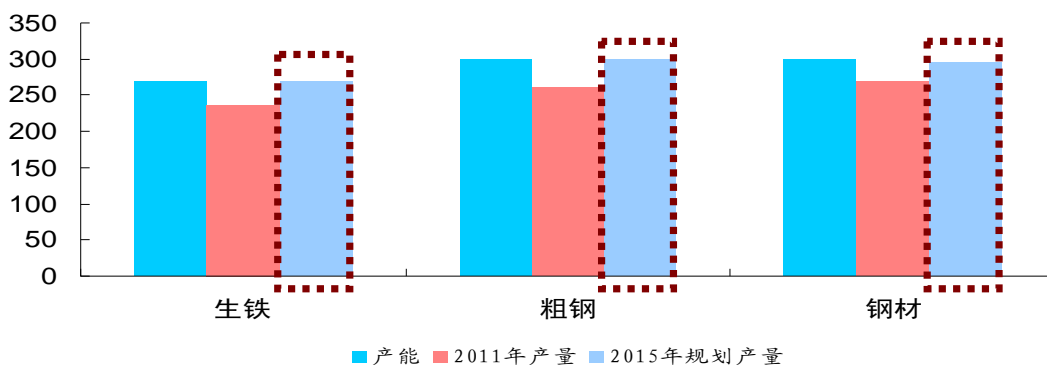
对比公司弹簧扁钢的发展历程，并考虑到易切削钢的巨大发展潜力，我们看好公司该类钢种的发展空间。尽管目前公司易切削钢还处于培育市场的阶段，但预计 2-3 年内可做起规模，若要达到如弹扁一样的市场地位，我们估计其产量占比至少需占 20-30%（对应产量为 20-30 万吨）。从以上进口数据可看出，该钢种价格目前均价都在 8000 元/吨以上，比普通钢价格高很多，毛利率也将比普通钢要好。我们保守估计其毛利率为 10%，则吨钢毛利在 800 元左右，远远高于公司其他产品。若达到规模产能（假设为 30 万吨）则可为公司贡献毛利 2.4 亿左右，占钢铁毛利总额比例高达 20%以上，成为公司又一盈利增长点。

2.4 公司钢铁板块发展定位

2.4.1 公司十二五发展规划：规模不变，利润提升

方大特钢此前提出的“十二五”的发展目标是：年产铁 270 万吨左右、钢 300 万吨左右、材 295 万吨左右（其中弹簧扁钢 100 万吨）、板簧 40—50 万吨，销售收入 150 亿元左右。由于公司目前已具备十二五钢铁规划的产能，后期钢铁板块发展思路将是调整产品结构、降低生产成本，增强企业盈利水平。

图 27 公司十二五期间钢铁产能将基本维持不变



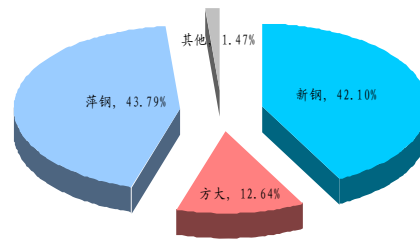
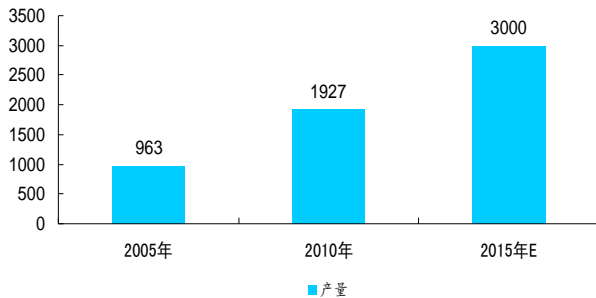
资料来源：公司年报，第一创业证券

2.4.2 地方规划：打造国内汽车零部件用钢生产基地



从江西省内情况来看，全行业粗钢产能已经达到 3320 万吨，其中新钢、萍钢和方大特钢 2011 年钢产量占全省比重达到 98.7%，产业集中度远高于全国排名前十钢铁企业占总量 49.2% 的集中度。根据省钢铁十二五规划，南昌将依托方大特钢的优势，开发高性能弹簧钢、齿轮钢和轴承钢，实施“普转优、优转特”，提高产品档次和附加值，做大弹簧扁钢和弹扁→板簧，打造钢铁冶炼→汽车零部件用钢→汽车零部件优势产业链，建成国内汽车零部件用钢和汽车零部件精品生产基地，力争成为世界最大的弹簧扁钢生产基地。

图 28 江西省规划 2015 年钢铁产量达到 3000 万吨 图 29 新钢、萍钢和方大占据江西省 98% 的产量



资料来源：江西钢铁十二五规划，第一创业证券

资料来源：江西钢铁十二五规划，第一创业证券

3 汽车零部件板块：产业链下游延伸动作不断

3.1 汽车板簧盈利能力明显超于钢材

3.1.1 汽车板簧简介

弹簧是汽车的重要部件，它是利用弹性变形来储存能量、缓和振动和冲击，以达到安全和平稳驾驶的目的。由于其在周期性弯曲扭转等交变应力下工作，经常承受拉、压、扭、冲击、疲劳、腐蚀等多种作用，同时为防止疲劳与断裂，因而综合具有高的弹性极限、疲劳强度与足够的塑性和韧性。

汽车弹簧主要分为钢板弹簧和螺旋悬架弹簧两大类。其中，螺旋弹簧是用弹簧钢丝绕制成的螺旋状弹簧，主要用于轿车中，一些微型汽车和面包车的悬架弹簧、摩托车减震弹簧等也使用螺旋悬架弹簧。

图 30 汽车圆簧受力示意

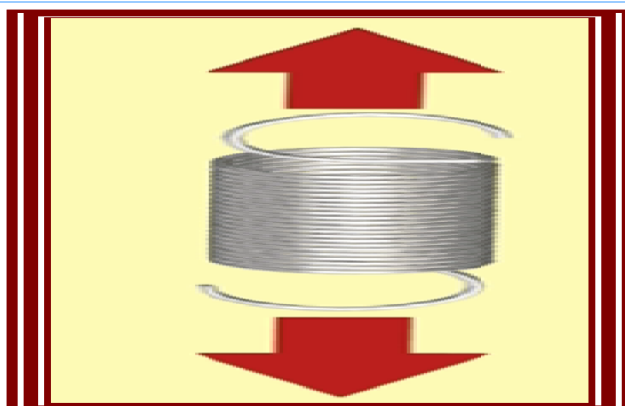
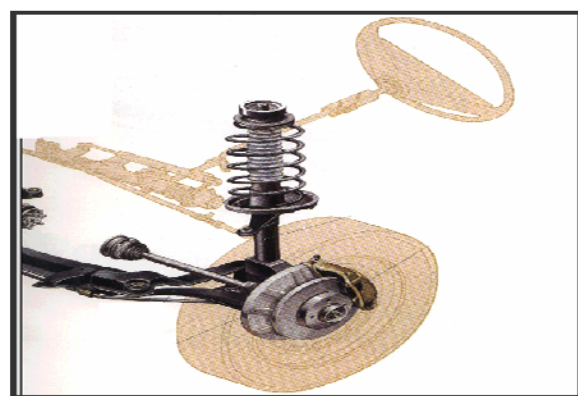


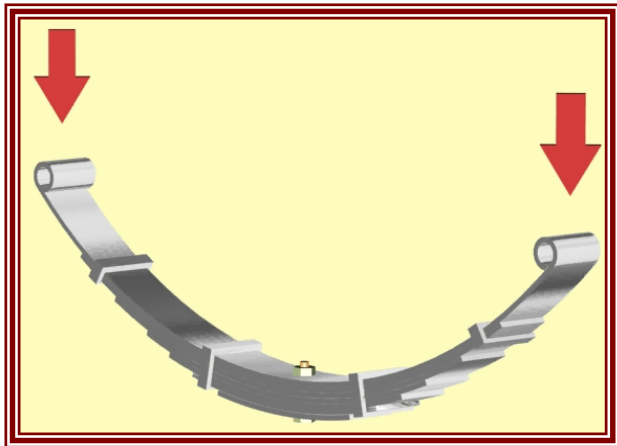
图 31 汽车圆簧在汽车中的部位





资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

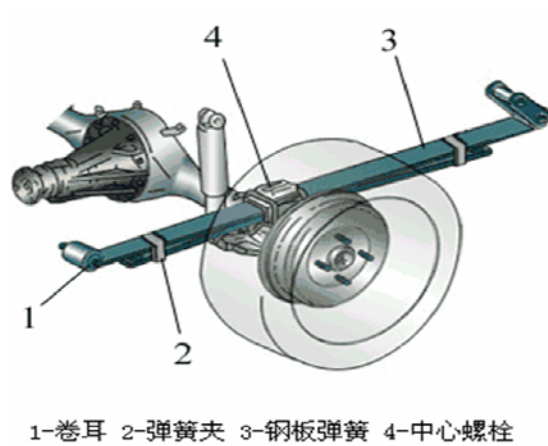
图 32 汽车板簧受力示意



资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

图 33 汽车板簧在汽车中的部位



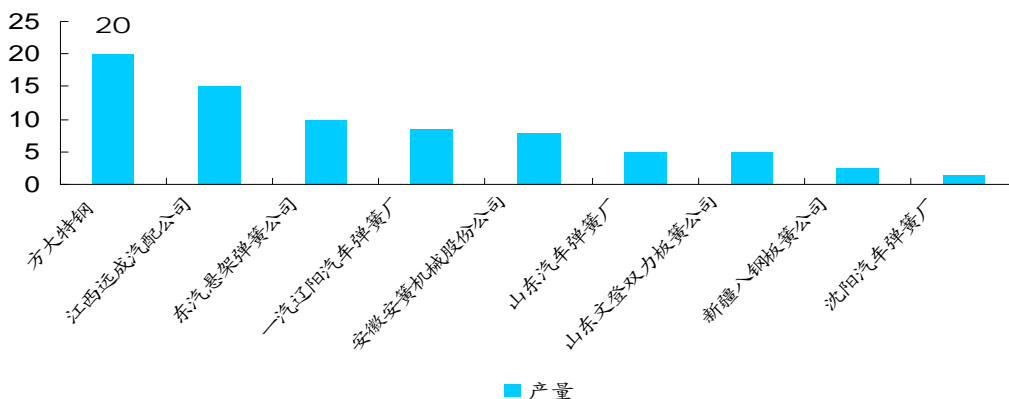
资料来源：中国特钢企业协会，第一创业证券

汽车板簧是由若干片等宽但不等长（厚度可以相等，也可以不相等）的合金弹簧片组合而成的一根近似等强度的弹性梁，主要用于轻型货车、中及重型汽车和客运汽车中。其中，卡车一般采用等截面钢板簧，重型车前簧采用等截面、后簧采用变截面钢板簧。客车一般采用变截面钢板簧。汽车板簧一般选用弹性高的合金弹簧钢来制造，如 65Mn、65Si2Mn 钢等。对于中型或重型汽车，板簧还采用 50CrMn、55SiMnVB 钢；对于中型载货汽车用的大截面积板簧，则采用 55SiMnMoV、55SiMnMoVNB 钢制造。

3.1.2 我国板簧加工能力近 200 万吨，集中度较低

目前，我国汽车悬挂弹簧生产企业超 160 家，遍布全国各地，民营板簧企业发展较快，其与国有板簧企业的市场份额比例达 1: 1，具有规模的专业生产企业（生产规模在 1 万吨以上）仅 30 余家。据统计，目前板簧总加工能力近 200 万吨，但能生产高档次板簧（如叠片簧、渐变刚度弹簧、少片变截面钢板簧和双曲率半径及平直段等）的企业只有少数几家，如方大特钢、东风汽车悬架弹簧有限公司、第一汽车集团辽阳汽车弹簧厂、安徽安簧机械股份有限公司和山东汽车弹簧厂等。总体上，我国板簧行业存在着企业数量过多、集中度分散现象，且大多仍停留在简单生产工艺的水平上，产品成本较高，难以参与国际市场竞争。

图 34 方大特钢以 20 万吨板簧产能跃居榜首





资料来源：中国汽车零部件咨询网，第一创业证券

3.1.3 国内汽车板簧年需求量约 190 万吨，看好下半年

重卡复苏

据估计，我国汽车板簧 06 年需求量约 120 万吨，目前需求量约为 190 万吨，基本维持供需平衡状态。随着我国公路建设及汽车工业的快速发展，载重汽车大型化、重型化和大吨位的发展方向更为明显，这对板簧需求量和性能提出更高要求，高端板簧市场未来还具有很大发展潜力。从短期来看，由于下半年铁路基建等陆续开工，且当前行业库存压力偏小，投资类重卡需求有望企稳回升。此外，明年 7 月 1 号国 IV 将实施切换，提前采购重卡的需求在年底或逐渐显现，这都将促使重卡行业产销量有望在下半年出现转好局面。

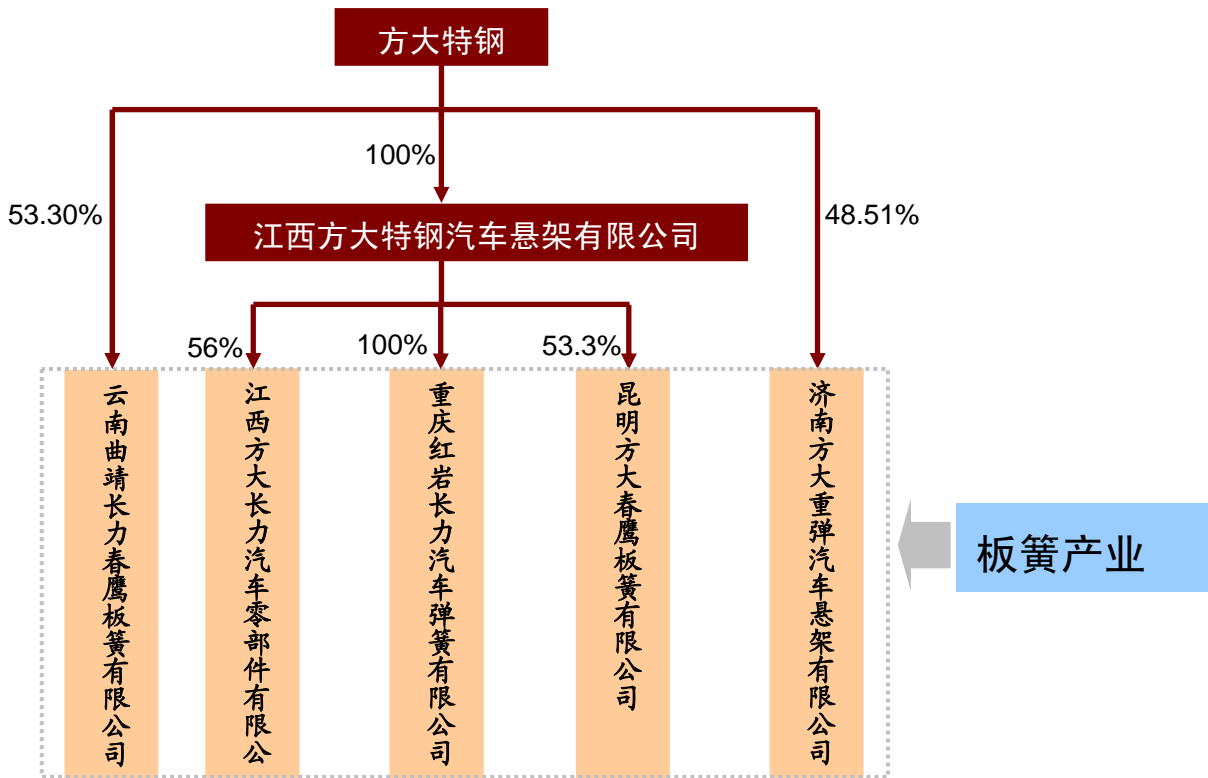
3.2 公司汽车板簧国内市占率近 15%，居国内之首

公司是最早一批研制和生产汽车板簧产品的企业，其板簧产品最早研制于二十世纪六十年代，经过近 40 年的研究发展，从原料精选、冶炼、轧制、弹簧成型到最后的产品检测，各个工艺环节都已具备成熟技术。比如，公司为江铃全顺、福建东南得利卡配套的板簧疲劳寿命已突破 20 万次大关，产品质量达到国际水平，并逐步替代进口汽车板簧。

公司目前拥有汽车板簧 140 多个车型，400 多个规格品种，是国内品种最齐全的生产厂家。公司本部（江西方大长力汽车零部件有限公司）拥有板簧产能近 10 万吨，主要配套供应给东南、柳微、江铃、郑州日产、重汽和北汽等几十家国内知名重点汽车生产厂商；此外，公司还实际控制了济南方大重弹汽车悬架有限公司、云南曲靖长力春鹰板簧有限公司等板簧企业。

总体来看，公司目前控制的汽车板簧产能规模已达到 30 万吨，权益产能超 20 万吨，另外还具备稳定杆 40 万件和扭杆 20 万件的生产能力。据统计，公司目前汽车板簧的国内市场占有率达到 15% 左右，连续多年排名第一。

图 35 公司板簧产业结构



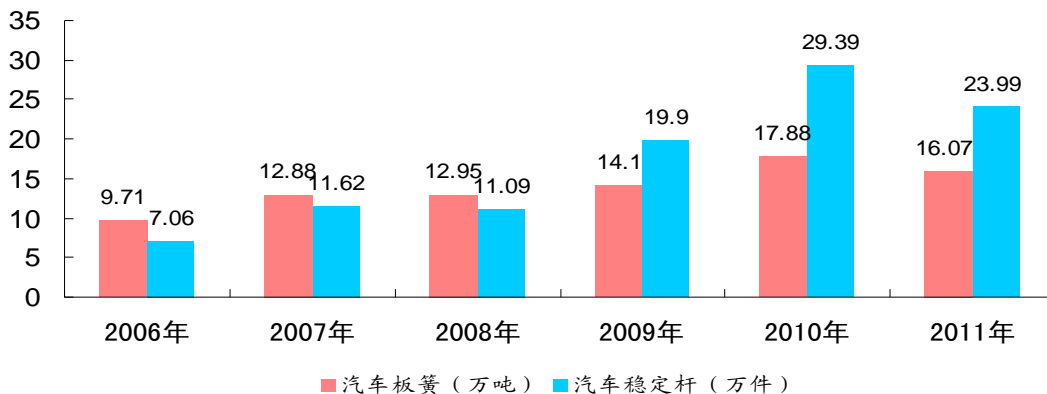
资料来源：公司公告，第一创业证券

表 11 公司板簧权益产能为 22.83 万吨（单位：万吨）

公司名称	股权比例	产能	权益产能
江西方大长力汽车零部件有限公司	100%	10	10.0
云南曲靖长力春鹰板簧有限公司	53.30%	3	1.60
济南方大重弹汽车悬架有限公司	48.51%	8	3.88
重庆红岩长力汽车弹簧有限公司	56%	2	1.12
昆明方大春鹰板簧有限公司	53.30%	7.5	4.0
合计	/	30.50	20.60

资料来源：公司公告，第一创业证券

图 36 公司 2011 年生产汽车板簧 16.07 万吨



资料来源：公司公告，第一创业证券



3.3 依托原料优势，十二五期间板簧产能有望翻番

公司弹扁产能和技术属于国际领先地位，依托这一特色优势，公司下一步将着力延伸产业链，打造汽车零部件用钢和汽车零部件精品生产基地，增加产品的附加值。2010年7月，公司组建成立江西方大特钢汽车悬架集团有限公司，以集团化优势整合内部板簧资源，未来还将并购重组国内板簧企业，做大延伸产业链。

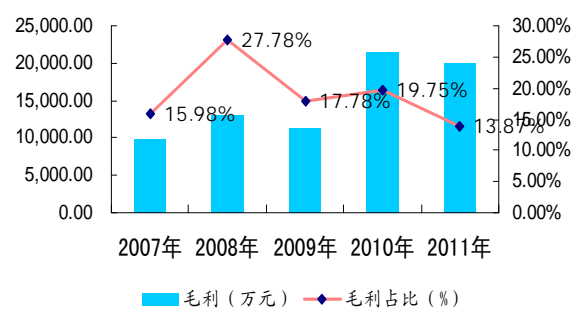
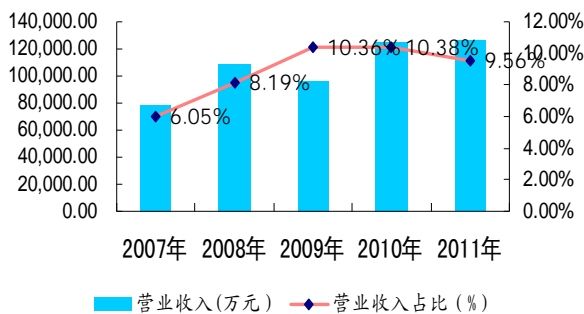
按江西省钢铁“十二五”发展规划，将充分发挥方大特钢已有优势，开发高性能弹簧钢、齿轮钢和轴承钢，提高产品档次和附加值，打造钢铁冶炼→汽车零部件用钢→汽车零部件优势产业链，建成国内汽车零部件用钢和汽车零部件精品生产基地。公司也在十二五规划中提出了40万吨的汽车板簧产量目标，以现有20万吨产能为基准，这意味着公司十二五期间板簧产能有望在现有基础上翻番。

3.4 汽车零部件营收占近一成，毛利占比平均达15%

目前公司汽车零部件产品（包括板簧和扭杆）营业收入约占总收入的10%左右，贡献的毛利润却远超于该水平，比如2008年和2010年贡献比例分别达到27.78%和19.75%，成为公司业绩的重要组成部分。这是由于，该产品作为钢铁深加工品种，附加值较高，毛利率水平相对具有明显优势。我们预计，随着公司产能规划目标的完成，汽车零部件产品的收入和盈利贡献将进一步加大。

图 37 公司汽车零部件业务收入占比近 10%

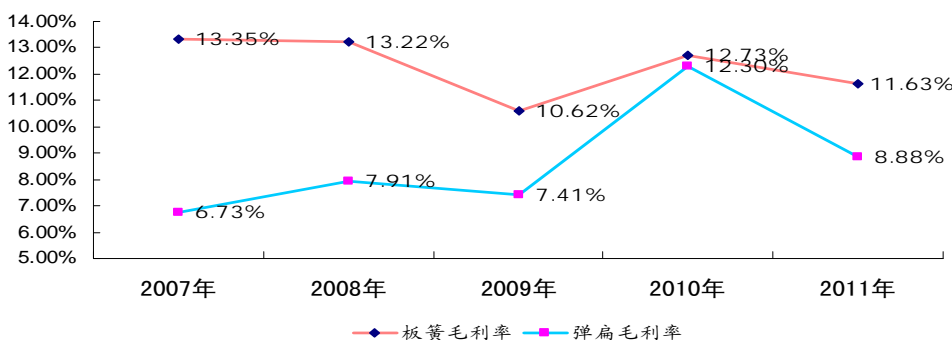
图 38 公司汽车零部件业务毛利占比在 15%左右



资料来源：公司公告，第一创业证券

资料来源：公司公告，第一创业证券

图 39 公司板簧附加值优势体现明显



资料来源：公司公告，第一创业证券

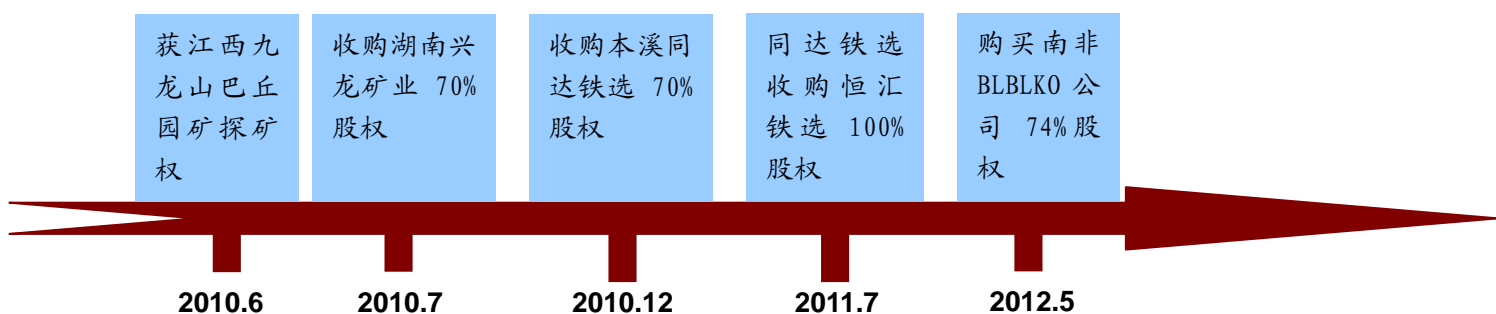


4 铁矿石板块：着力打造资源扩张版图

4.1 自 2010 年起频繁购并上游资源

辽宁方大集团入主公司后，为增强公司竞争力，降低公司产品成本，提高公司产品抗风险能力和综合竞争力，公司在整体战略上发生了积极变化，着力向上游资源领域扩张，自 2010 年起先后收购了多个铁矿资源。

图 公司铁矿产业发展进程



资料来源：公司公告，第一创业证券

2010 年 6 月获江西九龙山巴丘园矿探矿权 公司最早于 2010 年 6 月以 9200 万元的价格竞得了江西省新余市仙女湖区九龙山巴丘园矿区外围及深部铁矿普查探矿权。据了解，2011 年 8 月，江西省赣西地质调查大队提交了《江西省新余市仙女湖区九龙山巴丘园矿区外围及深部普查地质报告》，并于 2011 年 10 月通过江西省矿联组织的专家评审。

2010 年 7 月收购湖南兴龙矿业 70% 股权 当年 7 月份，公司又出资 1.4 亿元收购郴州市云龙实业发展有限公司持有的郴州兴龙矿业有限责任公司（以下简称“兴龙公司”）70% 股权。该公司拥有汝城县郴州兴龙矿业有限责任公司九工丘铁矿，而旗下的荣兴公司还拥有汝城县荣兴矿业有限公司米筛岭铁矿。九工丘铁矿矿区面积 2.0349 平方公里，为露天/地下开采，生产规模为 18 万吨/年。米筛岭铁矿矿区面积 0.9108 平方公里，为露天/地下开采，生产规模为 30 万吨/年。

2010 年 12 月再次收购本溪同达铁选 70% 股权 其中，2010 年底，公司收购了同达铁选 70% 的股权，该公司拥有本溪满族自治县高官镇滚子沟村的铁矿，面积达 10.66Km²，矿山生产规模为 145 万吨/年。

2011 年 7 月同达铁选收购恒汇铁选 100% 股权 2011 年 7 月，同达铁选完成了对本溪恒汇铁选有限责任公司 100% 股权收购，从而成为方大特钢间接控制主体。恒汇铁选目前拥有一个选矿厂，配置 3 条生产线，铁精粉年生产能力为 45 万吨/年。

2012 年 5 月收购南非 BOBOKO 公司 74% 的股权 2012 年 5 月 16 日，公司与南非 BOBOKO 公司股东自然人签署《股权购买协议》，以 300 万美元的价格购买了其普通股 74% 的股权。BOBOKO 公司拥有 Mokopane（铁矿）及 Phalaborwa（铜矿）两个探矿权。预计铁矿储量可达 4.7 亿吨，平均品位 34%，另外还与铜矿和其他伴生镍、铅锌矿。



4.2 目前掌控的铁矿资源量近 6 亿吨

据统计，公司目前拥有的资源中：方大九龙所拥有的巴丘园矿探矿权范围内有铁矿资源超过 7000 万吨；兴龙矿业旗下的九工丘铁矿矿山范围内累计探明资源储量 914.82 万吨，平均品位 32.32%；荣兴矿业所属米筛岭铁矿累计探明资源储量 509.56 万吨，平均品位 35.38%；同达铁选所属滚子沟铁矿保有资源储量 3463.59 万吨，平均品位 30.36%，2011 年经勘查后同达铁选矿区增加 1300 万吨资源储量。此外，公司最近购买 74% 股权的南非 BLBLKO 公司所属探矿权范围内估计储量达到了 4.7 亿吨，品位为 34%。由此，公司目前掌控的铁矿资源储量合计达到 5.9 亿吨。

表 12 公司矿业公司基本情况

矿业主体	权益比例	备注
本溪同达铁选	70%	为方大特钢的控股子公司
一一恒汇铁选	70%	为同达铁选控股子公司，为方大特钢的孙公司
湖南兴龙矿业	70%	为方大特钢的控股子公司
一一荣兴矿业	70%	为兴龙矿业控股子公司，为方大特钢的孙公司
新余九龙山铁矿	100%	为方大特钢的全资子公司
BOBOKO 公司	74%	2012 年购买股权

资料来源：公司公告，第一创业证券

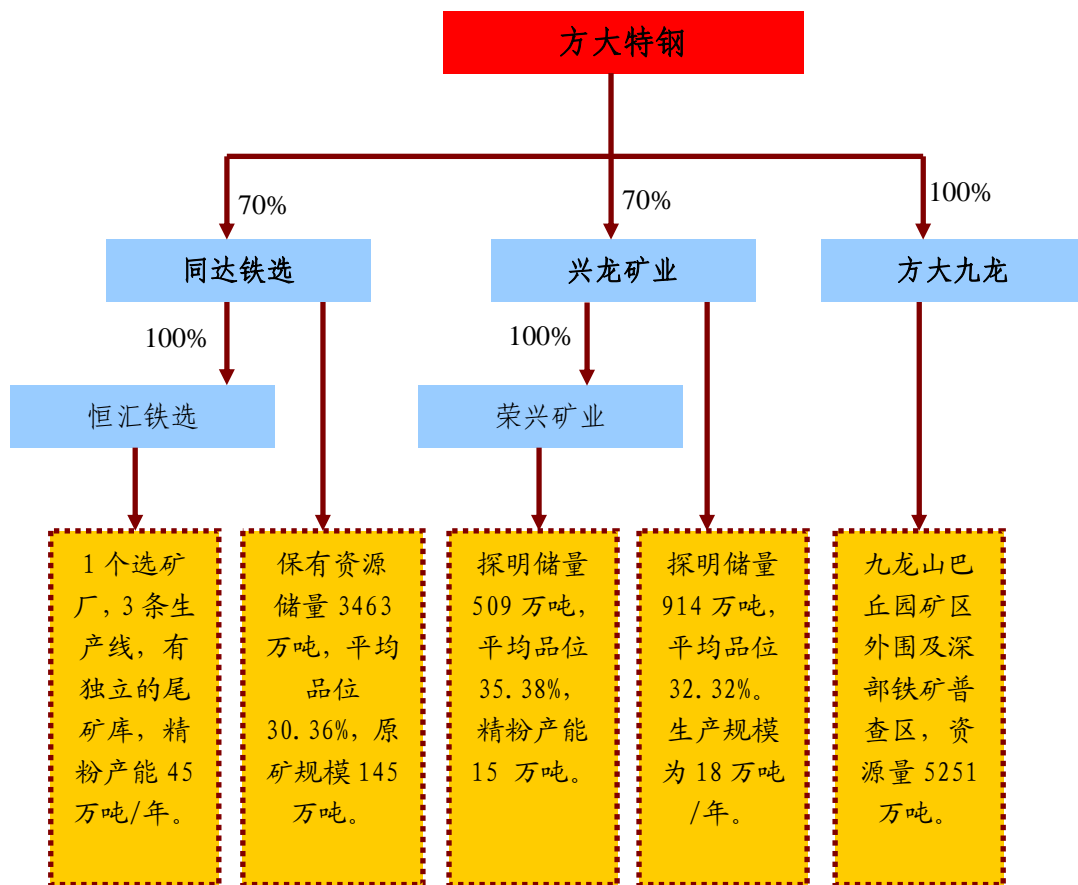
表 13 公司目前掌握的铁矿资源有望达到近 6 亿吨

控制的主要矿山	资源储量	平均品位(TFe)	开采方式
滚子沟铁矿（同达铁选）	3621.47	31.39%	露天/地下
九工丘铁矿（兴龙矿业）	843.68	32.32%	露天/地下
米筛岭铁矿（荣兴矿业）	475.13	35.38%	露天/地
九龙山巴丘园矿区（九龙矿业，详查）	7,000.00	/	/
Mokopane 铁矿（BOBOK 公司，探矿）	47,000.00	34.00%	/
合计	58940.28	/	/

资料来源：公司公告，第一创业证券



图 40 公司铁矿资源权属基本情况



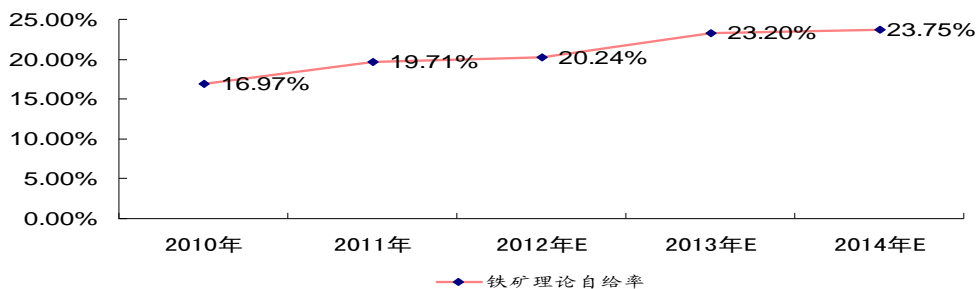
资料来源：公司公告，第一创业证券

4.3 铁精矿产能上百万吨规模，贡献 EPS0.15 元

产能方面，同达铁选目前拥有原矿产能 150 万吨规模，铁精矿 30 万吨，其收购的恒汇铁选铁精矿产能规模为 35 万吨，公告显示，同达铁选 2010 年年产铁精粉 19.8 万吨，收购恒汇公司后，铁精粉产量有望提高到 50 万吨以上。兴龙矿业目前生产规模为铁精矿 18 万吨/年，荣兴矿业规模为铁精矿 15 万吨/年。九龙矿业因目前尚未取得采矿权证，也无详细的投产计划。

综上，公司目前拥有铁精矿产能规模为 98 万吨/年，2011 年产量约为 70 万吨，理论自给率接近 20%，毛利占比达 22%，贡献 EPS 为 0.15 元。随着同达铁选技改完成，以及 2013 年底兴龙矿业和九龙山铁矿达产后，公司产能规模有望提升至 140 万吨的产能规模，届时盈利贡献率和自给率均有望进一步提升。

图 41 公司铁矿自给率有望不断提升



资料来源：公司公告，第一创业证券

表 14 公司铁矿产能将在 2013 年达到 140 万吨规模

产能预测 (万吨)	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
本溪同达铁矿	30	30	30	60	60
恒汇铁选	35	35	35	35	35
湖南兴龙矿业	18	18	18	18	18
荣兴矿业	15	15	15	15	15
新余九龙山铁矿	0	0	0	10	10
合计	98	98	98	138	138

产销预测 (万吨)	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
本溪同达铁矿	19.8	20	25	35	40
恒汇铁选	20	25	30	30	30
湖南兴龙矿业	10	15	15	15	15
荣兴矿业	10	10	15	15	15
新余九龙山铁矿	0	0	0	5	5
合计	59.8	70	85	100	105

资料来源：公司公告，第一创业证券

表 15 近几年铁矿贡献 EPS 约在 0.15 元左右

铁矿盈利预测	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
外销量 (万吨)	45.00	55.00	60.00	80.00
吨矿价格 (元)	1,092.16	982.95	982.95	982.95
毛利率 (%)	65.06%	55%	50%	50%
吨矿成本 (元)	381.57	442.33	491.47	491.47
营业收入 (万元)	49147.33	54062.06	58976.80	78635.73
营业成本 (万元)	17170.61	24327.93	29488.40	39317.86
毛利额 (万元)	31976.72	29734.14	29488.40	39317.86
利润总额 (万元)	26393.59	23787.31	23000.95	30667.93
净利润 (万元)	19795.19	17840.48	17250.71	23000.95
贡献 EPS (元)	0.152	0.137	0.133	0.177

资料来源：公司公告，第一创业证券

4.4 集团承诺注矿，后续矿山资源将不断提升

4.4.1 集团仍控制资源 1.7 亿吨，精矿产能 135 万吨

除公司自有控制的矿山外，其实际控制人辽宁方大集团也在不断开拓新的矿源，目前已经控制的资源量达 1.7 亿吨，产能规模达 135 万吨。这包括：



新余的方胜矿业目前拥有铁精矿加工能力 60 万吨,大部分出售给新余钢铁,2011 年净利润近 1.8 亿元;天子山矿业资源量近 5000 万吨,目前铁精矿产能 15 万吨,技改后将达到 30 万吨,预计五年内达到 100 万吨;中创矿业资源量 4000 万吨,铁精矿产能 30 万吨,预计 2012 年-2013 年产能可扩至 70 万吨和 100 万吨。此外,集团与湖南汝城县签约的大坪铁矿整合和精深加工项目将使在五年内达到 75 万吨铁精粉的产能;其购买 65%股权的河北天驰矿业铁矿资源量 7674 万吨,其原矿产能 125 万吨(合铁精矿 30 万吨)。

4.4.2 后续矿山将注入, 矿业将贡献 6 亿净利

目前,这些矿业公司股权结构尚未处理清晰,且部分公司所属探矿权、采矿权证等手续不全,暂时还不具备注入上市公司的条件。不过,因方胜矿业、天子山铁矿和中创矿业与公司存在着关联交易,且集团在收购天子山铁矿、大坪铁矿和天驰矿业时均承诺在相关权属、资产整合等不确定因素消除后,将上述公司股权及资产注入方大特钢,我们有理由相信,集团矿山注入将是趋势。若集团矿山产能全部注入,加上公司现有产能扩产,可使公司精矿产能达到 300 万吨,保守以吨矿净利 200 元测算,可贡献 6 亿净利,远大过目前制造业板块所贡献的利润。

表 16 集团现有铁精矿产能 135 万吨,资源量 1.7 亿吨

集团矿山情况	铁精粉(万吨)	目标产能(万吨)	资源量(万吨)	集团持股
方胜矿业	60	60.00	不详	52%
天子山铁矿	15	100	5000.00	52%
中创矿业	30	100	4000.00	52%
汝城县大坪铁矿整合	0	75	4505.97	/
天驰矿业	30	60	7674	65%
合计	135	395.00	17179.97	/

资料来源:集团网站,公司公告,第一创业证券

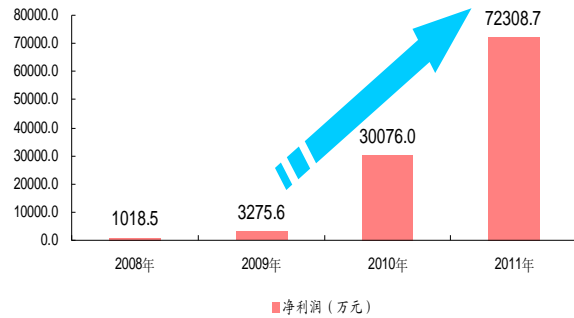
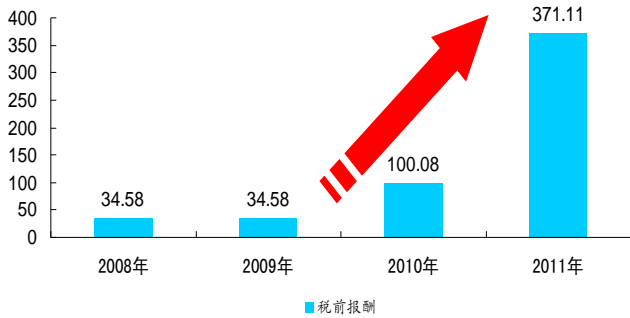
5 拥有着最能调动积极性的激励机制

5.1 第一招——大幅涨薪

公司 2010 年大力推进薪酬分配制度改革,提出以绩效、能力和市场导向为原则的薪酬分配方式,高管报酬均较此前出现大幅提升,极大地调动了员工的积极性。以公司总经理汪春雷为例,08 年、09 年税前报酬均为 34.58 万元,2010 年大幅提升至 100.08 万元,2011 年更是再度大幅提高至 371.11 万元,为改制前的近 10 倍!与之对应的是,公司业绩的大幅增长,其中 2010 年增 8 倍,2011 年增 1.4 倍,充分体现出民营企业激励机制的强大以及激励对公司业绩改善的重要意义。

图 42 改制后总经理年薪大涨 10 倍(单位:万元)

图 43 伴随薪酬提升的是公司净利润的更大增幅



资料来源：公司年报，第一创业证券

资料来源：公司年报，第一创业证券

5.2 第二招——强大的股权激励计划

5.2.1 股权激励将对公司未来发展产生重大影响

拟授期权所涉股份 1.3 亿，占公司总股本近 10%。2012 年 5 月 3 日，公司董事会审议通过了《关于确定股票期权激励计划授予相关事项的议案》。根据股票期权激励计划（草案修订稿），本次授予的股票期权所涉及的标的股票总数为 13,000 万股，占公司股本总额 130053.0485 万股的 9.996%。本次获授股票期权的人员包括董事长、董事、高管及中层管理人员、骨干员工、劳动模范和突出贡献人员等，其中董事长获授 423 万份，董事及高管分别获授 315 万-365 万份，其他人员获授总量为 8647 万份。

表 17 股权激励计划的行权安排

行权期	行权时间	可行权数占比	大致行权日期
第一个行权期	自授权日起 12 个月后的首个交易日起至授权日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2013 年 5 月 3 日—— 2014 年 5 月 3 日
第二个行权期	自授权日起 24 个月后的首个交易日起至授权日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2014 年 5 月 3 日—— 2015 年 5 月 3 日
第三个行权期	自授权日起 36 个月后的首个交易日起至授权日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2015 年 5 月 3 日—— 2016 年 5 月 3 日
第四个行权期	自授权日起 48 个月后的首个交易日起至授权日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	25%	2016 年 5 月 3 日—— 2017 年 5 月 3 日

资料来源：公司公告，第一创业证券

首次行权自 2013 年 5 月始，分四期等额完成 根据公告，本次激励计划授予日确定为 2012 年 5 月 3 日，行权价为 4.21 元/股，授予的股票期权自授权日起满 12 个月在未来 48 个月内分四期等额行权，即 2013 年 5 月 3 日后的首个交易日开始第一次行权，截止 2017 年 5 月 3 日才全部行权完毕，每次可行权数量为 3250 万份。

远比方大炭素和方大化工更具挑战性的行权条件，复合增速超 23% 本次激励计划规定了较具挑战性的行权条件，根据我们对其行权业绩指标的测算，这些核心条件主要包括 2012-2015 年每年加权平均净资产收益率不低于 10%，以及不低于 16% 的复合增速。具体而言，从年度净利润增长情况来看，第一次行权条件为 2012 年扣除非经常性损益后净利润（本部分以下



简称“净利润”)至少达到 4.86 亿元,增长 2.99%;第二次行权条件为 2013 年净利润不低于 5.98 亿元,增速超过 22.86%;第三次行权条件为 2014 年净利润不低于 7.92 亿元,增速超过 32.56%;第四次行权条件为 2015 年净利润不低于 10.42 亿元,增速超过 31.58%。

这比 2009 年出台的方大炭素和方大化工股权激励方案行权条件更具有挑战性,我们认为,作为一家在行业景气度如此低迷的钢铁公司,集团依然可给予如此厚望,显然有其理由,后期将会在集团发展中占据非常重要的位置。

表 18 股权激励计划的行权条件

行权期	行权业绩指标
第一个行权期	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%
第二个行权期	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%
第三个行权期	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%
第四个行权期	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%

资料来源:公司公告,第一创业证券

表 19 从行权条件可见集团对方大特钢未来发展寄予厚望

方大系公司	第一年	第二年	第三年	第四年	状态
方大炭素(2009)	-32.18%	9.09%	8.33%	7.69%	失败
方大特钢(2012)	2.99%	22.86%	32.56%	31.58%	进行中
方大化工(2012)	48.00%	4.73%	16.84%	13.20%	进行中

资料来源:公司公告,第一创业证券

2013-2015 年业绩增速要达 20-30%,须以新增长点为保障 若考虑到新增股份,按完全摊薄口径计算,公司 2012-2015 年 EPS 至少应达到 0.374 元、0.448 元、0.580 元和 0.746 元,增速分别为-32.73%、19.86%、29.40%和 28.52%。以目前钢铁行业景气程度和后期发展前景来看,要在 2013 年以后业绩每年有 20-30%的增长是很难保证的,我们有理由相信,为达到这一行权目标,公司必须有新的业绩增长点,比如铁矿的注入或汽车零部件的扩张等。

表 20 行权条件规定 2013-2015 年净利润增速分别不低于 20%、29%和 29%

相关指标	基准	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
净资产收益率(%)	10%	29.76%	10%	10%	10%	10%
净利润(万元)	27,795.08	47,229.80	48,641.39	59,759.42	79,215.98	104,231.55
增长率(%)	/	57.16%	2.99%	22.86%	32.56%	31.58%
行权条件增速(%)	/	/	75%	115%	185%	275%
总股本(万股)	130,053.05	130,053.05	130,053.05	133,303.05	136,553.05	139,803.05
每股收益(元)	/	0.556	0.374	0.448	0.580	0.746
增长率(%)	/	140.42%	-32.73%	19.86%	29.40%	28.52%

注:总股份包括行权新增股份,在此假设全部行权;净利润指扣除非经常性损益后的净利润。

资料来源:公司公告,第一创业证券



5.2.2 方大炭素股权激励失败——历史会否重演？

方大炭素股权激励方案

1、规模。本激励计划拟授予的股票期权数量为 2190 万份，涉及的标的股票数量为 2190 万股，标的股票占当时方大炭素股本总额的 3.424%。获得期权数最多的董事长也只有 25 万份，其他高管 15-20 万不等，规模相对较小。

2、行权价与市价。首次授予的 2090 万份股票期权的行权价格为 13.92 元，当天股票收盘价在 14.13 元。

3、行权条件。

业绩条件：2009 年方大炭素扣除非经常性损益后的净利润不低于 2007 年-2008 年净利润的平均数的 110%；2010 年方大炭素扣除非经常性损益后的净利润不低于 2007 年-2008 年净利润的平均数的 120%；2011 年方大炭素扣除非经常性损益后的净利润不低于 2007 年-2008 年净利润的平均数的 130%；2012 年方大炭素扣除非经常性损益后的净利润不低于 2007 年-2008 年净利润的平均数的 140%。

价格条件：股票期权行权时，方大炭素股票价格不低于 15 元/股。

方大炭素方案失败在于金融危机 我们认为，方大炭素此前股权激励计划失败的原因有两个：一是金融危机引致的行业低迷导致 09 年业绩与行权条件相差巨大，此为最主要原因。09 年，公司炭素和铁精矿价格和销量均大幅下降，当前扣除非经常性损益后的净利润仅 2490 万元，与行权业绩条件“不少于 2.8 亿元”相比差别太大；二是资本市场弱势造成公司二级市场价格与行权的价格条件不符。除业绩条件外，方大炭素的行权条件还包括有“行权时股价不低于 15 元”的条件，但在 2010 年 5 月 19 日前后股价亦不达此条件。

方大特钢第一期成功行权的可能性较大 我们认为，从方大特钢本次行权条件和市场环境来看，其第一期成功行权的概率还是比较大的，原因在于：一是体量要大很多，授予的数量显著超过方大炭素的方案，因而激励性比方大炭素强很多，对管理层的利益影响更大；二是从当前形势和下半年情况来看，市场比 08 年金融危机要好许多，包括钢铁和铁矿的盈利情况，且公司产品结构也决定了业绩的稳定性较好，业绩达标的可能性大；三是公司也未规定股价条件，只要到时候价格在行权价之上就可顺利实施，降低了行权的难度；四是由于有方大炭素股权激励方案失败的先例，公司再度做方案谨慎考虑了行权条件，否则将得不偿失。

6 民营管理体制催生高效“方大”

6.1 民营造就高效大冶，方大有着成功潜质

最早的钢企竞争来自于规模的扩张，但现有的钢企竞争力很大程度上靠低成本优势，因此民企与国企运营的钢铁企业呈现出了完全不一样的业绩表



现。以大冶特钢为例，该公司自 05 年中信泰富入主后，通过大刀阔斧的改革，推出了包括强化管理、调整产品结构、改革工艺路线等一系列举措，使公司立马摆脱连续多年亏损和微利局面，此后迎来了黄金增长阶段。以 05 年为基准，公司六年来复合增长率达到 40%，并以 2011 年 1.3 元的每股收益成为盈利能力最强的钢铁公司。我们认为，公司这一变化根本上得益于体制的变化，带来管理效率大幅提升，直接体现则是公司期间费用率呈连续下降趋势，自 03 年 8.04% 至 2011 年 2.44%。

我们认为，方大特钢有望复制大冶特钢高效改造之路。辽宁方大集团作为一家有着国际竞争力的大型企业集团，正是靠着其高效的运营机制，自 2002 年以来成功整合了许多国有企业，并取得了极大成功（比如方大炭素和方大化工等），其注入方大特钢后不断强化管理，也先后推行了一系列降本增效的举措，我们有理由相信公司在成功改制后也将会迎来一轮如大冶特钢一样高速发展的阶段。

图 44 大冶特钢 05 年以后费用率不断下降

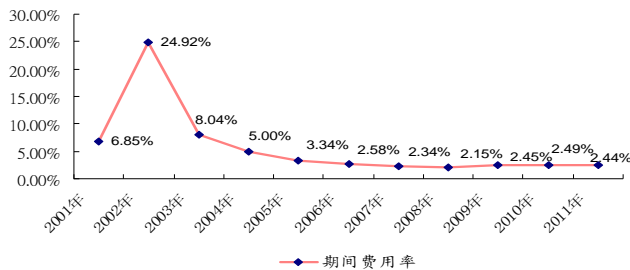
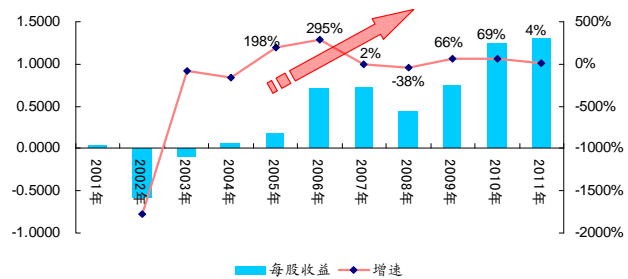


图 45 大冶特钢自 05 年开始业绩迎来高速增长阶段



资料来源：大冶特钢年报，第一创业证券

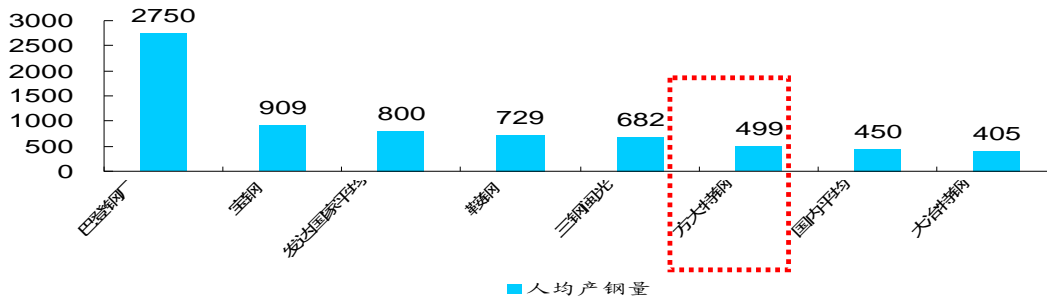
资料来源：大冶特钢年报，第一创业证券

6.2 复制“巴登钢厂”模式，以效率促效益

德国巴登钢厂为全球钢铁生产效率的典范，其核心理念是关注人而不只是设备，通过不断的改造设备，不断提高生产率，最大化其产值利用。方大特钢自 2010 年 1 月起就与德国巴登钢铁工程公司（BSE）达成合作协议，对公司进行诊断和技术咨询，董事长亲自前往当地进行学习，其目标是把巴登先进理念推广至公司，创造出更富于效率的钢铁公司。

据了解，德国巴登 1968 年建厂，目前产能 280 万吨，拥有 1 个电炉厂、2 个轧钢厂，总员工仅 785 人，是世界上效率最高的钢厂，人均产钢量达到 2750 吨！而我国人均产钢量只在 450 吨左右，公司人均产钢量 499 吨，因此还存在巨大的效率提升空间。我们认为，方大特钢在产能规模及运营机制上与巴登钢厂相似，只要公司不断输入巴登钢厂的先进理念和管理模式，其效率有着极大的提升空间，综合竞争力有望脱颖而出。

图 46 公司人均产量还具有较大提升空间



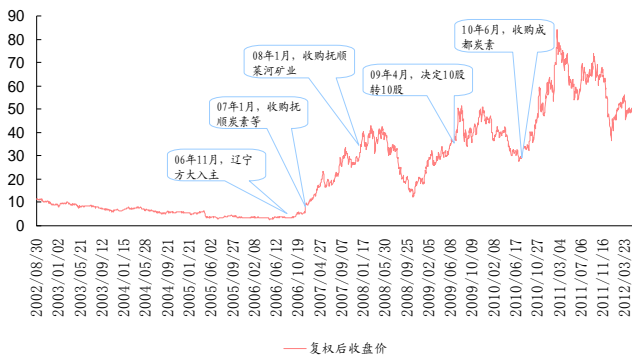
资料来源: Wind, 各公司年报, 第一创业证券

6.3 集团的资本运作能力或把公司发展推向高潮

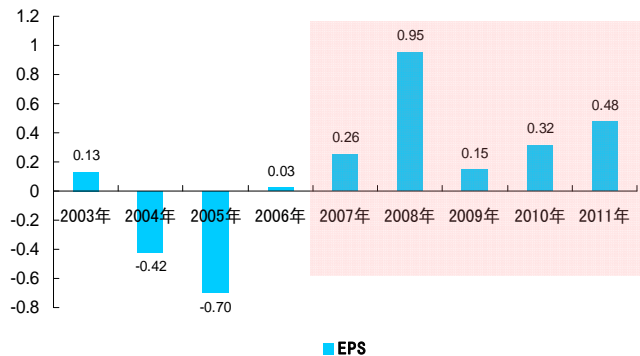
此外, 我们认为辽宁方大有着运作上市公司的成熟经验。早在 06 年, 公司就入主 ST 海龙 (后更名为方大炭素), 成为其控股股东, 通过有效的管理手段和激励机制, 使公司迅速扭亏, 在 07 年收购了抚顺炭素、成都蓉光炭素、合肥炭素等公司股权, 08 年又收购集团所属抚顺莱河矿业, 09 年每 10 股转增 10 股, 10 年收购了成都炭素公司, 一系列举措使公司实现了质的飞跃, 一举成为国内最大的炭素制品企业, 也是全球最大的石墨电极生产商。不仅对于改善公司业绩有着直接促进作用, 而且使公司股价迎来了大幅上升阶段。方大炭素目前在 A 股市场上已经享有投资者的充分的认可, 凸显出辽宁方大资本运作的成功。我们认为, 方大特钢作为方大系中融资能力最强的平台, 将是公司下一步运作的重点, 而且也已经连续采取了包括注矿、股权激励、董事长增持等方式, 预计此后还将不断有新的动作出台。

图 47 通过一系列资本运作实现公司股价的飞跃

图 48 辽宁方大入主后方大炭素业绩有显著改善



资料来源: Wind, 第一创业证券



资料来源: 方大炭素年报, 第一创业证券

7 盈利预测与投资评级

7.1 政策暖风或促业绩向好, 铁矿扩产将使贡献提升

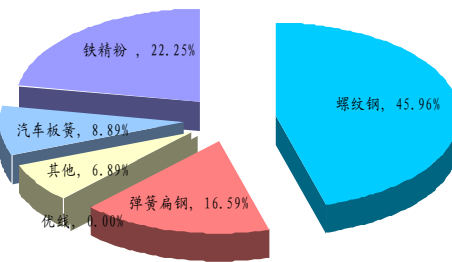
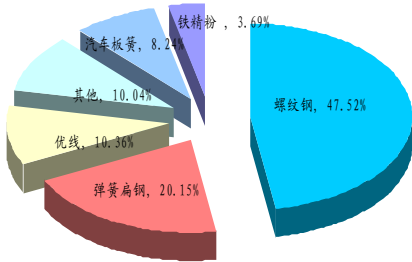
就公司主营业务来看, 2011 年螺纹钢收入占比 47.51%, 利润占比 45.96%, 因此房地产和基建投资依然是决定公司业绩的重要因素, 这点与其他长材类公司无异; 公司弹簧扁钢及汽车板簧收入占比合计为 18%, 利润占比为 25%, 受汽车 (特别是重卡和客车) 行业影响偏大大, 汽车产销量的演变及产业政策的调整是公司业绩的重要驱动因素。我们认为, 目前国



内经济已经到了政府必须出手的关键时刻，下半年相关刺激政策将陆续出台，这对基建、地产和汽车投资有关键性的拉动作用，将促进公司业绩转好。

此外，铁精矿作为公司业绩新的增长点，尽管目前产能偏小，业务收入占比不大，但 2011 年毛利占比却达到 22.25%，随着同达铁选技改完成及 2013 年底兴龙矿业和九龙山铁矿达产，该板块对于公司的贡献将会越发增大。

图 49 螺纹钢和弹簧扁钢收入合计占比超过 67% 图 50 螺纹钢、弹簧扁钢和铁精粉合计贡献毛利 84.8%



资料来源：公司年报，第一创业证券

资料来源：公司年报，第一创业证券

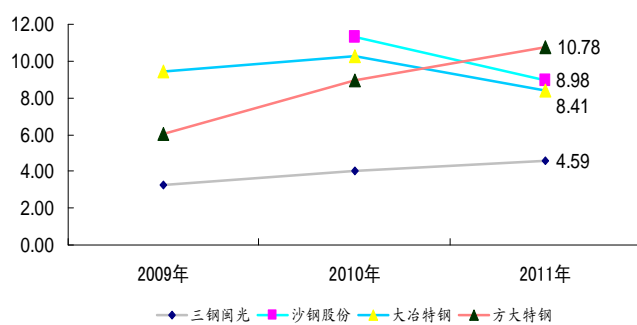
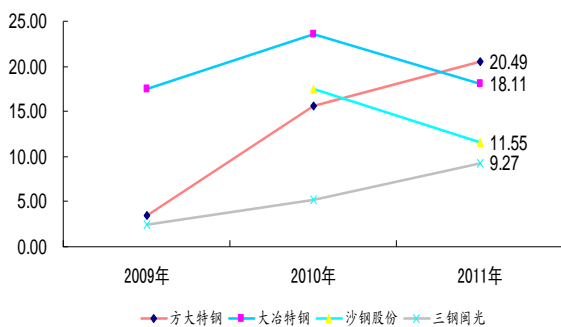
7.2 ROE 和毛利率行业领先，管理费用率可逐步下降

2011 年，方大特钢净资产收益率达到 19.38%，排名同行第一，销售毛利率为 10.78%，排行业前列，充分体现出公司良好的资产利用效率及盈利水平。

不过，公司在利润方面提升的空间依然较大，这其中就包括费用率可望进一步压缩。据统计，公司近年来期间费用率一直高于可比公司，其中 2011 年为 5.21%，主因就在于管理费用的高企（2011 年为 3.14%），致使公司吨钢管理费用为 152 元，远超过可比公司平均水平 86 元/吨。假设公司该项费用可以降至这一水平，大约可为公司贡献 1.37 元净利，增厚业绩达 0.1 元或 18.8%，空间很大。公司目前也正积极加强管理上的改进，降费增利的效果必然会显现出来。

图 51 公司净资产收益率在行业处于最高水平

图 52 销售毛利率行业内领先

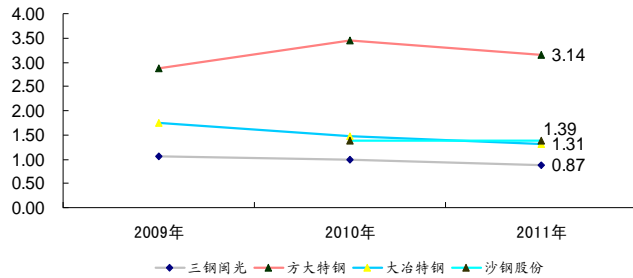
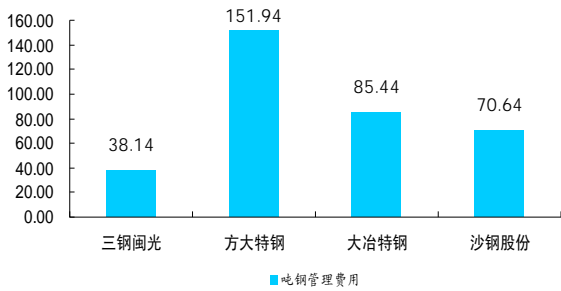


资料来源：Wind，第一创业证券

资料来源：Wind，第一创业证券

图 53 公司吨钢管理费在同类公司中偏高

图 54 方大特钢管理费用率还有较大压缩空间



资料来源: Wind, 第一创业证券

资料来源: 公司年报, 第一创业证券

7.3 预计2012-2014年EPS为0.39元、0.45元和0.52元, 首次给予“强烈推荐”评级

我们假设公司钢铁产量近几年保持小幅增长, 汽车板簧和铁精矿平稳扩产, 各类产品价格出现先下降而后缓慢回升趋势, 螺纹钢及铁矿毛利率小幅下降, 弹簧扁钢及板簧则小幅提升 (具体参照主要变量假设表)。

不考虑公司为达到股权激励条件而作出资源注入或重组行为, 我们预计公司2012-2014年EPS分别为0.39元、0.45元和0.52元, 同比增幅分别为-30.51%、16.22%和16.02%, 对应PE为9.0倍、7.8倍和6.7倍, 远低于同类钢铁公司平均估值水平。此外, 鉴于公司优良的激励机制、差异化的产品结构、以及强烈的资产注入预期, 首次给予公司“强烈推荐”的投资评级。

表 21 业绩预测主要变量假设

产销量 (单位: 万吨)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺纹钢	114.95	138.00	150.00	160.00	160.00
弹簧扁钢	50	60	70	72	75
汽车板簧	17.88	16.07	17	22	25
铁精矿	1.79	45	55	60	80
价格 (单位: 元/吨)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺纹钢	4000.00	4591.76	4132.59	4215.24	4299.54
弹簧扁钢	5663.48	4477.08	4253.22	4380.82	4512.25
汽车板簧	6469.38	6838.02	6701.26	6567.24	6435.89
铁精矿	920.00	1092.16	982.95	982.95	982.95
毛利率 (单位: %)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺纹钢	9.78%	10.42%	10.50%	10.50%	10.50%
弹簧扁钢	12.30%	8.88%	8.90%	8.92%	8.94%
汽车板簧	12.73%	11.63%	12.00%	12.10%	12.50%
铁精矿	43.75%	65.06%	55.00%	50.00%	50.00%
整体	8.94%	10.78%	11.09%	11.41%	12.02%

资料来源: 公司年报, 第一创业证券

表 22 公司年度盈利预测简表

单位: 万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,216,024	1,333,398	1,275,990	1,417,042	1,498,782
同比 (%)	10.97%	9.65%	-4.31%	11.05%	5.77%



营业毛利	108,755	143,731	141,463	161,684	180,109
同比 (%)	65.15%	32.16%	-1.58%	14.29%	11.40%
归属于母公司净利润	30,076	72,309	50,244	58,396	67,752
同比 (%)	818.18%	140.42%	-30.51%	16.22%	16.02%
总股本 (万股)	130,053	130,053	130,053	130,053	130,053
每股收益 (元)	0.23	0.56	0.39	0.45	0.52
P/E (倍)	15.1	6.3	9.0	7.8	6.7

资料来源：公司年报，第一创业证券

表 23 公司各项业务收入和毛利润占比情况

收入占比 (单位: %)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺纹钢	37.8%	47.5%	48.6%	47.6%	45.9%
弹簧扁钢	23.3%	20.1%	23.3%	22.3%	22.6%
汽车板簧	9.5%	8.2%	8.9%	10.2%	10.7%
铁精矿	0.1%	3.7%	4.2%	4.2%	5.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利占比 (单位: %)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
螺纹钢	41.3%	46.0%	46.0%	43.8%	40.1%
弹簧扁钢	32.0%	16.6%	18.7%	17.4%	16.8%
汽车板簧	13.5%	8.9%	9.7%	10.8%	11.2%
铁精矿	0.7%	22.3%	21.0%	18.2%	21.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司年报，第一创业证券

8 风险提示

汽车产销量继续弱势运行；房地产市场调控继续压制地产开工面积；政府经济政策刺激力度不达预期；集团后续铁矿资源注入的时点存在着较大不确定性；市场环境极差使得公司股权激励计划的行权条件差距太大。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135