

## 方大特钢(600507.SH)

### 机制效应显现

**评级: 增持**
**前次: 增持**

 分析师  
 笃慧

 联系人  
 郭皓

S0740510120023

021-20315133

duhui@r.qlzq.com.cn

2012年7月27日

021-20315196

guohao@r.qlzq.com.cn

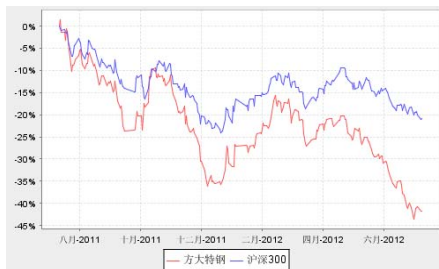
#### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 1300.53 |
| 流通股本(百万股) | 1300.53 |
| 市价(元)     | 3.49    |
| 市值(百万元)   | 4538.85 |
| 流通市值(万元)  | 4538.85 |

#### 业绩预测

| 指标            | 2009A   | 2010A   | 2011A   | 2012E   | 2013E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 9,208.4 | 12,160. | 13,333. | 12,965. | 13,385. |
| 营业收入增速        | 12.49%  | 10.97%  | 9.65%   | -2.77%  | 3.24%   |
| 净利润增长率        | 296.66  | 818.18  | 140.42  | -40.65% | 27.27%  |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.05    | 0.23    | 0.56    | 0.33    | 0.42    |
| 前次预测每股收益(元)   |         |         |         |         |         |
| 市场预测每股收益(元)   |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市场) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)        | 191.83  | 27.93   | 6.96    | 10.58   | 8.31    |
| PEG           | 0.65    | 0.03    | 0.05    | —       | 0.30    |
| 每股净资产(元)      | 2.58    | 1.59    | 2.12    | 2.38    | 2.78    |
| 每股现金流量        | -0.80   | 0.22    | 0.85    | 0.99    | 1.21    |
| 净资产收益率        | 1.85%   | 14.54%  | 26.21%  | 13.87%  | 15.11%  |
| 市净率           | 3.56    | 4.06    | 1.82    | 1.47    | 1.26    |
| 总股本(百万股)      | 684.49  | 1,300.5 | 1,300.5 | 1,300.5 | 1,300.5 |

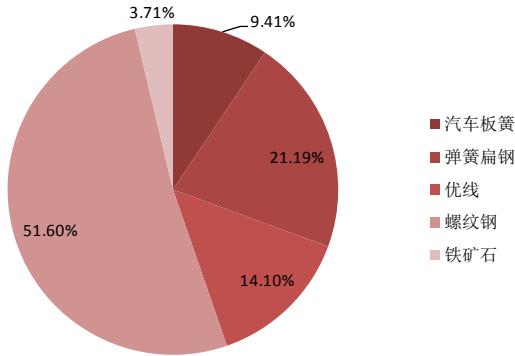
#### 股价与行业-市场走势对比



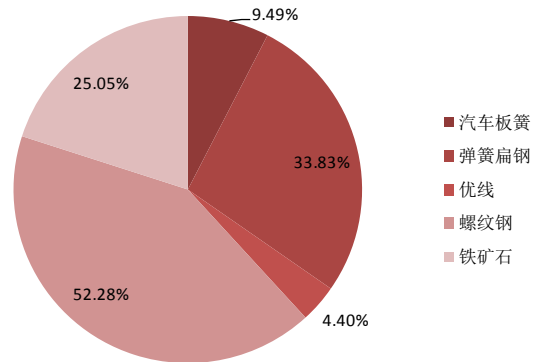
#### 投资要点

- **业绩概要:** 方大特钢公布 2012 年上半年经营业绩, 1-6 月份公司共实现销售收入 67 亿元, 同比下降 1.2%; 利润总额 3.1 亿元, 同比下降 37%, 归属上市公司股东净利润 2.1 亿元, 同比下降 39%, 折合 EPS 0.16 元。公司过去四个季度 EPS 分别为 0.08 元、0.21 元、0.07 元、0.09 元;
- **经营状况:** 上半年公司共生产生铁 141.3 万吨、粗钢 157.7 万吨、钢材 156.2 万吨, 同比分别增长 24%、25%和 18%。结合中报数据折算吨钢售价 4251 元/吨, 吨钢成本 3778 元/吨, 吨钢毛利 473 元/吨, 同比分别下降 1110 元/吨、971 元/吨和 139 元/吨。上半年 2#高炉达产使公司产量明显上升, 但行业环境恶化导致产品吨钢毛利下滑, 加上期权导致管理费用上升, 上半年公司业绩降幅明显。分产品看, 矿石、汽车板簧、螺纹钢、弹簧扁钢及优线毛利率分别上升-9、-3.1、-3.4、3.5、3.7 个百分点;
- **财务分析:** 公司上半年毛利率 11.1%, 同比下降 0.3%; 期间费用率 5.8%, 同比上升 1.0%, 其中管理费用率上升 0.8%, 主要由期权成本摊销所致; 净利润率 3.2%, 同比下降 2.3%; ROE 7.3%, 同比下降 8.3%; 单季主要财务指标如下:
  - 11 年 Q3-12 年 Q2 毛利率: 10.1%、10.1%、10.8%、11.4%;
  - 11 年 Q3-12 年 Q2 期间费用率: 5.5%、5.8%、6.0%、5.7%;
  - 11 年 Q3-12 年 Q2 所得税费用率: 26.1%、18.7%、28.7%、32.1%。
- **未来看点:**
  - **强大的机制效应:** 公司 5 月份通过股权激励计划, 若要满足各期行权条件, 公司 2012-2015 年净利润将分别达到 4.9 亿元、6 亿元、7.9 亿元、10.4 亿元。在钢铁行业陷入困境的情况下, 如此高难度的行权条件将对管理层为实现降本增效、业绩增长目标产生强大的机制动力;

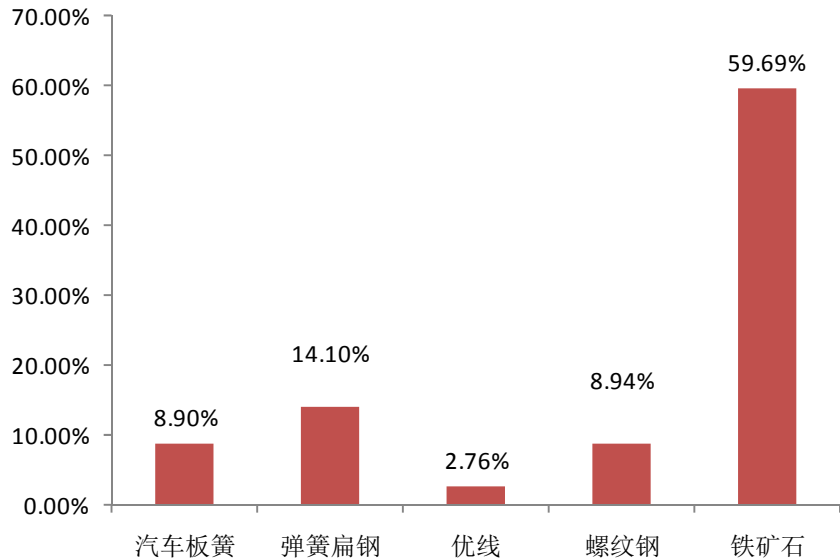
- **矿石业务持续扩张：**公司矿石业务扩张路径有三，一是现有同达铁矿、兴龙矿业、九龙山铁矿的逐步达产，预计精粉产能仍有 40 万吨左右的提升空间；二是持股 74% 的南非 BOBOKO 公司下属铁矿及有色矿的勘探开发；三是集团矿石资源的注入预期，集团拥有中创矿业、天子山铁矿、天驰矿业等铁矿资源合计储量 1.8 亿吨，目前精粉产能在 140 万吨左右；
- **盈利预测：**预测公司 12-13 年 EPS 分别为 0.33 元、0.42 元，给予“增持”评级。

**图表 1：分产品销售收入占比**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：分产品利润贡献占比**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：分产品营业利润率 (%)**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 4: 单季财务指标比较**

|            | 2009/9/30 | 2009/12/31 | 2010/3/31 | 2010/6/30 | 2010/9/30 | 2010/12/31 | 2011/3/31 | 2011/6/30 |
|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)  | 2945.38   | 2951.84    | 2918.32   | 3865.92   | 3295.23   | 3254.51    | 3145.32   | 3557.75   |
| 营业成本(百万元)  | 2714.13   | 2603.33    | 2641.32   | 3368.62   | 2961.01   | 2925.72    | 2806.68   | 3151.06   |
| 销售费用(百万元)  | 23.17     | 26.38      | 23.24     | 25.00     | 23.50     | 31.19      | 20.69     | 26.89     |
| 管理费用(百万元)  | 86.77     | 153.73     | 88.62     | 109.74    | 109.98    | 111.01     | 124.13    | 127.21    |
| 财务费用(百万元)  | 27.32     | 19.11      | 35.80     | 42.67     | 46.10     | 47.19      | 43.07     | 48.62     |
| 利润总额(百万元)  | 84.88     | 151.61     | 136.90    | 351.37    | 149.57    | 346.20     | 131.27    | 177.19    |
| 所得税费用(百万元) | 20.67     | 28.10      | 33.24     | 79.68     | 39.08     | 64.63      | 37.71     | 56.86     |
| 毛利率        | 7.85%     | 11.81%     | 9.49%     | 12.86%    | 10.14%    | 10.10%     | 10.77%    | 11.43%    |
| 三项费用率      | 4.66%     | 6.75%      | 5.06%     | 4.59%     | 5.45%     | 5.82%      | 5.97%     | 5.70%     |
| 所得税率       | 24.35%    | 18.54%     | 24.28%    | 22.68%    | 26.13%    | 18.67%     | 28.73%    | 32.09%    |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 5: 年度吨钢盈利能力比较**

|           | 2009  | 2010  | 2011  | 2012E | 2011H | 2012H |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 粗钢产量(万吨)  | 252   | 257   | 262   | 305   | 127   | 157.7 |
| 营业收入(百万元) | 10959 | 12160 | 13334 | 12965 | 6784  | 6703  |
| 营业成本(百万元) | 10300 | 11073 | 11897 | 11659 | 6010  | 5958  |
| 销售费用(百万元) | 81    | 87    | 103   | 101   | 48    | 48    |
| 管理费用(百万元) | 315   | 419   | 419   | 474   | 198   | 251   |
| 财务费用(百万元) | 82    | 102   | 172   | 180   | 78    | 92    |
| 吨钢售价(元)   | 4344  | 4733  | 5092  | 4251  | 5360  | 4251  |
| 吨钢成本(元)   | 4083  | 4310  | 4543  | 3823  | 4749  | 3778  |
| 吨钢毛利(元)   | 261   | 423   | 549   | 428   | 612   | 473   |
| 吨钢三项费用(元) | 190   | 237   | 265   | 247   | 257   | 248   |

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

**减持：**预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。