

证券研究报告—动态报告

黑色金属

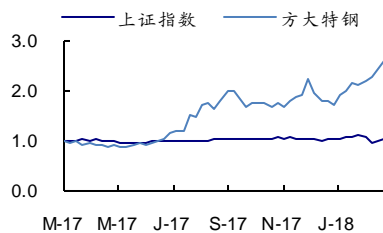
钢铁 II

方大特钢(600507)
增持

2017 年年报点评

(调低评级)

2018 年 02 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,326/1,326
总市值/流通(百万元)	25,434/25,434
上证综指/深圳成指	3,289/10,663
12 个月最高/最低(元)	19.74/6.13

相关研究报告:

《方大特钢-600507-调研纪要: 优质长流程民营钢企》——2017-11-08
 《方大特钢-600507-财报点评: 量价齐升, 三季度创历史最好业绩》——2017-10-24
 《方大特钢-600507-二季度盈利创新高, 继续看好三季度行情》——2017-07-16
 《方大特钢-600507-立足特钢产品优势, 畅享螺纹钢利润增长》——2017-07-12
 《方大特钢-600507-2012 年三季报点评: 三季度净利润环比略有下滑》——2012-10-26

联系人: 王海涛

电话: 010-88005311

E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

高效率、低负债、高盈利、高分红

● 2018 年建材供应将继续偏紧

钢铁行业去产能将继续执行, 并且关停中小设备多对应长材产品。其次, 1.2 亿吨产能置换项目中部分为淘汰长材新建板材产能。而电炉产能的投产又受到成本高等方面影响, 不及预期。总的来看, 2018 年长材供应依然偏紧。

● 短期螺纹钢库存增加符合预期, 等待元宵节消费启动

截止到 2 月 22 日, 螺纹钢社会库存 861 万吨, 钢厂库存 332.68 万吨, 合计库存增长了 374.66 万吨, 处于三年来最高, 库存数据符合预期。元宵节前建筑工地仍将处于停工状态, 元宵节后才会慢慢启动, 届时价格上涨。

● 2017 年方大特钢产量稳定, 2018 年目标产量增长 13%左右

2017 年度, 公司实现产铁 306.91 万吨、钢 364.56 万吨、材 368.86 万吨, 同比上年分别下降 2.54%、增长 1.39%、增长 2.59%; 生铁产量下降主要是由于 11 月份企业高炉大修。企业 2018 年生产经营目标实现产铁 348 万吨, 产钢 412 万吨, 产材 415 万吨, 目标分别增长 13.4%、13.0%和 12.5%。

● 成本控制能力和盈利能力很强

螺纹钢的吨钢人工费用仅 17.6 元/吨, 吨钢折旧仅 9.7 元。2017 年方大特钢加权平均净资产收益率高达 67.7%, 同时由于方大特钢负债率为 39.99%, 在负债率低的情况下, 净资产收益率达到 67.7%也说明了企业的盈利能力超强, 并且资产质量效率很高。

● 资产效率最高

方大特钢吨钢固定资产仅 562 元, 吨钢总资产仅 2336 元, 大大低于其他钢铁企业, 一方面体现了企业精干, 无效资产很少, 也意味着未来企业的吨钢折旧费用将会很低。

● 低负债、高分红

方大特钢负债率下降到 39.99%, 企业未来投资较少, 分红比例很高。

● 风险提示

钢材消费大幅下滑。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,945	16,036	16,357	16,684	17,018
(+/-%)	56.3%	15.0%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润(百万元)	2540	2974.37	3050.00	3130.03	3213
(+/-%)		17.1%	2.5%	2.6%	2.7%
摊薄每股收益(元)	1.92	2.24	2.30	2.36	2.42
EBIT Margin	24.0%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
净资产收益率(ROE)	52.1%	55.5%	46.4%	40.0%	35.2%
市盈率(PE)	10.0	8.6	8.3	8.1	7.9
EV/EBITDA	7.7	7.4	7.1	6.9	6.8
市净率(PB)	5.22	4.75	3.87	3.25	2.79

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

2017 年关停中频炉以及去产能导致建筑用钢价格快速增长，利润大幅增加	4
2018 年建材供给将继续偏紧	4
2018 年继续去产能 3500 万吨	4
置换产能 1.2 亿吨，部分淘汰长材产能，新建板材产能	4
部分电炉将投产，但成本高、产能利用率偏低	5
部分地区供暖季过后或继续限产	6
2018 年建材需求稳定或略减	6
短期螺纹钢库存快速增加，仍然期待春季行情	7
企业生产稳定，2018 年产量目标增长 13%左右	8
未来产能扩张，计划装入萍钢	9
成本控制能力极强	9
2017 年方大特钢净利润 25.4 亿元，创历史最好水平	10
营业收入 139.4 亿元，同比增长 56.3%	10
各品种销售毛利率均在 20%以上	10
管理费用增加，财务费用减少	11
加权平均净资产收益率高达 67.7%	12
资产负债表不断优化	12
负债率大幅下降至 40%以下，银行贷款快速降低	12
货币现金减少，票据增加提高资金使用效率	13
企业营运能力得到提升	13
在建工程略有增加，总量依然不大	13
同类企业相比，盈利高，资产效率高、负债率低，稳定分红	14
2017 年平均 ROE67.5%，行业领先	14
吨钢固定资产额最低，资产效率很高	14
负债率很低，分红比例高	15
低 PE、而 PB 略高	16
附表：财务预测与估值	17
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 长流程和短流程企业螺纹钢即期吨钢毛利 (元/吨)	5
图 2: 短流程钢铁企业开工率和产能利用率 (%)	6
图 3: 螺纹钢产量、库存、消费量及企业利润情况 (万吨, 元/吨)	8
图 4: 方大特钢生铁、粗钢和钢材产量 (万吨)	9
图 5: 2017 年方大特钢每月生铁和粗钢产量 (万吨)	9
图 6: 营业收入及增速 (亿元, %)	10
图 7: 营业收入构成 (亿元)	10
图 8: 不同品种销售毛利率 (%)	11
图 9: 平均销售毛利润率和净利润率 (%)	11
图 10: 2017 年方大特钢三费情况 (%)	11
图 11: 方大特钢加权平均净资产收益率 (%)	12
图 12: 方大特钢资产负债率 (%)	13
图 13: 方大特钢银行贷款 (亿元)	13
图 14: 流动资产周转次数 (次)	13
图 15: 存货周转次数 (亿元)	13
图 16: 方大特钢加权平均净资产收益率 (%)	14
图 17: 方大特钢吨钢对应固定资产价值 (元/吨)	15
图 18: 方大特钢吨钢对应总资产价值 (元/吨)	15
表 1: 螺纹钢、铁矿、冶金焦价格及模拟利润对比 (元/吨)	4
表 2: 主要热轧板卷项目及产能 (万吨)	5
表 3: 2018 年 1 月中国挖掘机销售情况 (台)	7
表 4: 2017 年方大特钢主要钢材产品产销量 (万吨)	9
表 5: 方大特钢不同产品吨钢生产成本及构成 (元/吨)	10
表 6: 方大特钢财务费用情况 (元)	12
表 7: 近三年方大特钢分红情况	16
表 8: 主要钢铁上市公司 PE 和 PB 对比	16

2017 年关停中频炉以及去产能导致建筑用钢价格快速增长，利润大幅增加

2017 年关停中频炉产能 1.7 亿吨左右，产量在 7000-8000 万吨，而且主要是建筑用钢，包括了螺纹钢、线材和角型钢，这对建筑用钢的供应起到了大幅度的压缩。同时，在钢材需求增长的前提下，钢材价格大幅上涨。

2017 年上海地区螺纹钢均价 3807.4 元/吨，同比上涨 58%，同期 PB 粉和准一级冶金焦价格分别同比上涨 22% 和 58%，钢材产品价格的上涨幅度高于原料价格上涨幅度，最终使螺纹钢利润大幅增长。另外，除可变费用外(原料成本)，钢材生产过程仍有大量的固定费用，比如折旧、管理费用、财务费用等，这部分并没有随着钢材价格的上涨而上涨。因此，原料滞后一个月模拟螺纹钢毛利增长了 244%。

表 1: 螺纹钢、铁矿、冶金焦价格及模拟利润对比 (元/吨)

年度	螺纹钢	江阴港 PB 粉	天津港准一级冶金焦	原料滞后一月模拟毛利润
2011	4,701.8	1,213.4	2,063.9	435.7
2012	3,956.8	924.3	1,802.7	449.4
2013	3,555.1	955.6	1,553.4	244.2
2014	3,047.5	676.3	1,201.9	306.7
2015	2,135.1	427.1	932.8	125.1
2016	2,411.9	460.7	1,258.0	261.3
2017	3,807.4	564.0	1,984.6	899.5
2017 同比	58%	22%	58%	244%

资料来源: My steel, 国信证券经济研究所整理

2018 年建材供给将继续偏紧

2018 年继续去产能 3500 万吨

根据工信部网站信息，2018 年去产能要完成钢铁行业“十三五”规划的上限 1.5 亿吨。2016 年和 2017 年分别完成去产能 6500 万吨和 5000 万吨，预计 2018 年要去产能 3500 万吨左右。根据 2016 和 2017 年去产能的情况来讲，一般以小高炉、小转炉为主要去产能对象，而小高炉和小转炉一般对应了长材，即建筑用钢，因此去产能将会导致建材产能的减少；

置换产能 1.2 亿吨，部分淘汰长材产能，新建板材产能

根据统计，目前有 56 个产能置换项目，淘汰炼铁产能 10955.2 万吨，炼钢产能 13483.3 万吨，新建炼铁产能 8752.5 万吨，炼钢产能 11342 万吨。从置换产能对应的产品和生产线来看，基本没有淘汰板材新建长材的项目，而淘汰长材新建板材的项目居多，目前已确定新建热轧板卷项目合计产能 4220 万吨。

表 2: 主要热轧板卷项目及产能 (万吨)

序号	项目	产线	产能
1	首钢京唐二期	无头轧制	250
2	日照钢铁 4 号 ESP	ESP	250
3	裕华钢铁	1780mm	360
4	纵横丰南项目	2 × 1450mm、1780mm	800
5	敬业钢铁	1780mm	360
6	山钢日照项目	2050mm	500
7	赤峰远联	1580mm	300
8	河钢乐亭基地	2050	410
9	东华钢铁		220
10	河北安丰	1780mm	360
11	广西盛隆	1780mm	360
12	沙钢	Castrip	50
	合计		4220

资料来源:国信证券经济研究所整理

上述项目中的热轧产能基本为新增产能,而炼铁和炼钢产能只会减少,最终使部分企业长材产能减少。

部分电炉将投产,但成本高、产能利用率偏低

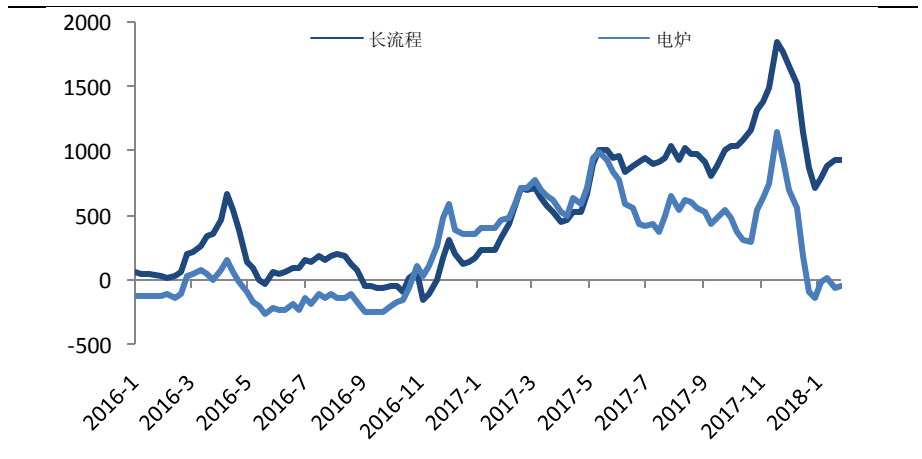
虽然新建电炉项目较多,预计 2018 年新建电炉产能在 3560 万吨左右,但投产情况受到多方面影响,产量释放不及预期。

一方面,由于北方 2+26 个城市的限产,限产企业通过多加废钢的形式尽量降低限产影响,从而推动了废钢价格快速增长,也提高了电炉钢的生产成本。截止到 2 月初唐山地区 6-8mm 废钢不含税价格在 2300 元/吨,略高于当地铁水成本。但电炉吨钢耗电在 500 度,按照每度电价 0.6 元/度测算,则需要 300 元左右的电力成本;部分地区实行电价波峰波谷计算,白天电力成本会更高,所以部分电炉企业选择晚上生产,也是电炉产能利用率较低的一个重要原因。

除此以外,超高功率石墨电极价格的迅猛增长也增加了电炉钢的生产成本。一般电炉冶炼过程中平均吨钢耗电 3 公斤左右。大电炉电极消耗较低,(国内某先进国有钢铁企业 150 吨直流电弧炉吨钢耗电 1.1 公斤,其 150 吨交流电弧炉吨钢耗电 1.5 公斤),而生产合金钢的电炉电极消耗较高。按照目前超高功率电极价格 14 万元/吨计算,3 公斤电极的成本为 420 元。

考虑到其他的合金、人工、辅料等成本在 100-150 元左右,则电炉的生产成本要比转炉冶炼高 400-500 元左右。

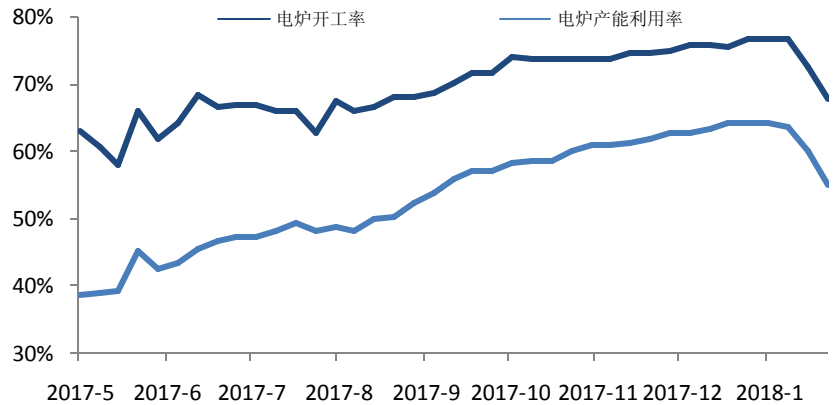
图 1: 长流程和短流程企业螺纹钢即期吨毛利 (元/吨)



资料来源: My steel, 国信证券经济研究所测算整理

随着 1-2 月份以来螺纹钢价格下跌，部分电炉企业开始亏损，电炉开工率也开始下滑。截止 2 月初，Mysteel 调查全国 53 家独立电弧炉钢厂，平均开工率 68%，大幅下降；产能利用率 55%，也由非常明显的下降。

图 2: 短流程钢铁企业开工率和产能利用率 (%)



资料来源: My steel, 国信证券经济研究所测算整理

部分地区供暖季过后或继续限产

2 月 23 日，唐山市钢铁行业 2018 年非采暖季错峰生产方案征求意见稿发布，文中指出在 2018 年 3 月 16 日-2018 年 11 月 14 日，共 244 天实行错峰生产。其中，及出限产比例：位于市主城区的河钢集团唐钢公司本部、河北唐银钢铁有限公司、唐山国丰钢铁有限公司及出限产比例为 15%，其余各县(市)区钢铁企业及出限产比例为 10%。动态限产比例：位于市主城区的钢铁企业不再增加动态限产比例；其余各县市区钢铁企业在基础限产比例的基础上，根据各月常年主导风向变化情况（依据历史气象统计资料），对位于市主城区上风向的钢铁企业限产比例再增加 5%。错峰生产原则和比例由各县市区政府将全市钢铁行业高炉炼铁错峰生产总任务 987.5 万吨，足额逐月分解落实到辖区具体企业。非采暖季限产力度不及采暖季，但表明了政府的态度，并且会对生铁产量造成一定的影响。由于限产比例较低，但限产时间较长，企业可以错峰生产，也可以做到部分时间段停高炉，将降低生铁的真实产量。并且，这一政策有望扩散到其他污染严重的地区，影响将逐步扩大。

2018 年建材需求稳定或略减

房地产和基建行业是钢材消费的主要行业，主要分别受到房地产销售、新开工、固定资产投资等方面的影响，但影响更大的还是银行资金的收紧以及地方政府债务情况。目前各地银监局分别就银行资金通过各种渠道进入房地产市场进行了控制，以“房住不炒”为目标，限制各路资金违规进入房地产市场，逐步降低银行资金通过贷款、投资、理财、信托等渠道流入房地产市场的速度和规模。最终将影响房地产销售和新开工，进而影响房地产行业钢材消费。但从另外一个角度来看，房地产低库存、共建房、棚改以及近期公布的“一号文件”等都会为建筑行业钢材消费提供支撑。

另外，从挖掘机销量来看，2018 年春季钢材消费有望保持较高速度增长。数据显示，2018 年 1 月，纳入统计的 25 家主机制造企业共计销售各类挖掘机产品 10687 台，同比涨幅 135.0%，其中国内市场销量 9547 台，同比涨幅 141.9%。

表 3: 2018 年 1 月中国挖掘机销售情况 (台)

类别	国内			合计	出口	港澳	合计
	大挖 (> 30t)	中挖 (20-30t)	小挖 (< 20t)				
当期销量	1745	2371	5431	9547	1137	3	10687
去年同期	553	768	2625	3946	600	1	4547
同比涨幅	215.60%	208.70%	106.90%	141.90%	89.50%	200%	135.00%

资料来源:中国工程机械工业协会, 国信证券经济研究所整理

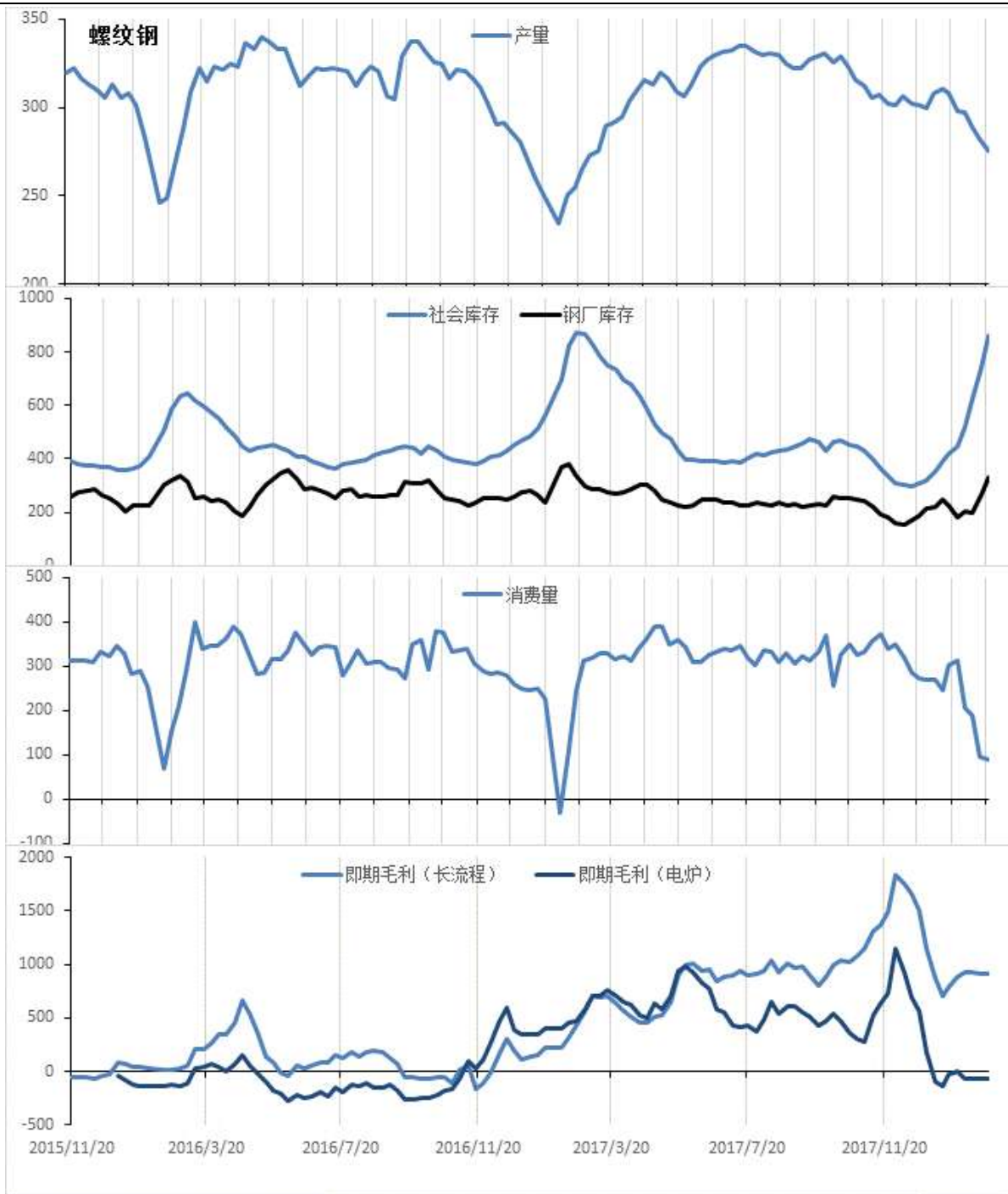
另外, 中厚板价格的坚挺也佐证了挖掘机销售较好的行情。

短期螺纹钢库存快速增加, 仍然期待春季行情

截止到 2 月 22 日, 螺纹钢社会库存 861 万吨, 较节前大幅增长了 239.6 万吨, 钢厂库存 332.68 万吨, 增长了 135.03 万吨, 合计库存增长了 374.66 万吨。库存的大幅增长主要是春节期间消费停滞, 而长流程钢铁企业由于吨钢毛利仍有 800 元左右, 因此减产动力不足, 仅部分高成本电炉钢企业减产。

元宵节前建筑工地仍将处于停工状态, 元宵节后才会慢慢启动, 因此未来一周螺纹钢社会库存和厂内库存仍将保持增长态势。元宵节后, 预计工地逐渐开工, 钢材消费开始启动, 价格上涨。

图 3: 螺纹钢产量、库存、消费量及企业利润情况 (万吨, 元/吨)



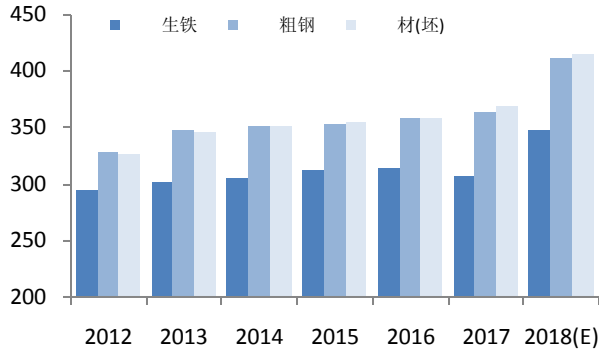
资料来源: Mysteel、国信证券经济研究所测算整理

企业生产稳定，2018 年产量目标增长 13%左右

2017 年度，方大特钢实现产铁 306.91 万吨、钢 364.56 万吨、材 368.86 万吨，同比上年分别下降 2.54%、增长 1.39%、增长 2.59%；生铁产量下降主要是由于 11 月份企业高炉大修。根据中国钢铁工业协会统计，方大特钢 11 月份生铁产量仅 17.36 万吨，环比下降 42%。但同期企业通过多加废钢以及调坯轧材降低了对产品产量的影响，全年粗钢和钢材产量仍略有增长。

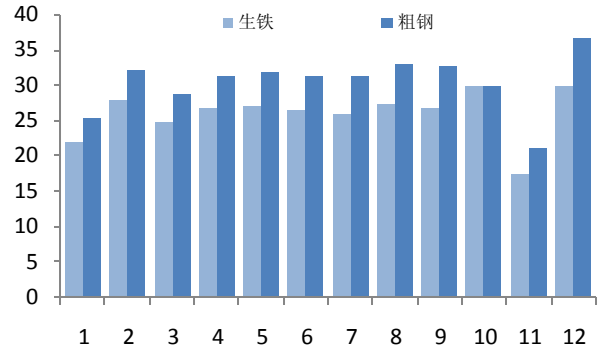
根据方大特钢年报，企业 2018 年生产经营目标实现产铁 348 万吨，产钢 412 万吨，产材 415 万吨，目标分别增长 13.4%、13.0%和 12.5%。

图 4：方大特钢生铁、粗钢和钢材产量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：2017 年方大特钢每月生铁和粗钢产量（万吨）



资料来源：中国钢铁工业协会、国信证券经济研究所整理

分品种来看，企业螺纹钢、优线产量稳定，2017 年产量为 227.27 万吨和 64.63 万吨，分别同比增长了 0.56%和 1.39%。弹簧扁钢和汽车板簧产量分别为 76.96 万吨和 18.22 万吨，分别同比增长了 10.26%和 28.72%，产量增长较快。

表 4：2017 年方大特钢主要钢材产品产销（万吨）

主要产品	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
汽车板簧	18.22	17.51	3.66	28.72	23.5	23.72
螺纹钢	227.27	230.2	0.21	0.56	1.91	-93.35
弹簧扁钢	76.96	78.33	1.34	10.26	14.02	-50.58
优线	64.63	64.89	0.17	1.39	2.15	-73.83
铁精粉	15.36	15.5	0.74	-72.13	-78.59	-16.14

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来产能扩张，计划装入萍钢

萍钢位于江西省，公司产品涵盖螺纹钢、高速线材、小型材、中厚板多个系列，是规格品种齐全的中国最大建筑用钢生产基地之一，所属企业有萍乡萍钢安源钢铁有限公司、九江萍钢钢铁有限公司等。根据中国钢铁工业协会统计，2017 年萍钢粗钢产量 1146.54 万吨。目前，为了避免同业竞争，方大特钢托管了萍钢公司。该部分资产计划装入上市公司，届时上市公司产能将大幅增加。

成本控制能力极强

通过年报中提供的成本构成数据以及产量数据计算每种钢材产品的成本构成可以看出企业生产成本控制能力极强。其中，特别是螺纹钢吨钢人工费用仅 17.6 元/吨，吨钢折旧仅 9.7 元。由于汽车板簧处理工序及合金添加成本较高较为复杂，因此生产成本略高。

表 5: 方大特钢不同产品吨钢生产成本及构成 (元/吨)

主要产品	吨钢成本	材料	人工	折旧	能源	制造费用
汽车板簧	5247.6	4243.9	413.6	97.2	336.9	156.1
螺纹钢	2255.4	2116.4	17.6	9.7	83.5	28.2
弹簧扁钢	2751.4	2482.8	42.4	24.5	168.5	33.2
优线	2500.1	2267.6	34.2	30.3	122.9	45.1

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理测算

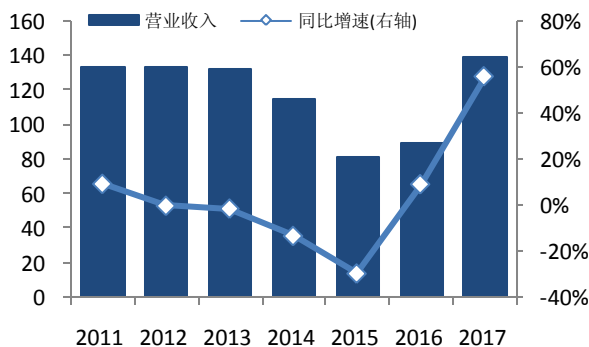
由于企业生产设备规模较小,并且服役年限较长,折旧费用较低。按照年报提出 2017 年度 3.53 亿元计算,其中,汽车板簧、螺纹钢、弹簧扁钢、优线以及铁精粉合计折旧 8167 万元。按照总折旧费用计算,企业吨钢折旧费用为 96 元,其中包括了管理和销售费用等多项折旧费用。

2017 年方大特钢净利润 25.4 亿元,创历史最好水平

营业收入 139.4 亿元,同比增长 56.3%

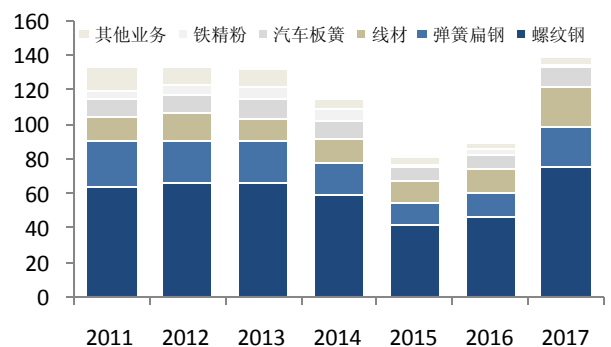
2017 年方大特钢营业收入 139.4 亿元,同比增长 56.3%,增速基本和钢材价格上涨幅度相同。从营业收入构成来看,螺纹钢贡献了 53.9%,其次是弹簧扁钢贡献了 17.1%,线材和汽车板簧分别贡献了 16.1%和 8.8%。

图 6: 营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 营业收入构成 (亿元)



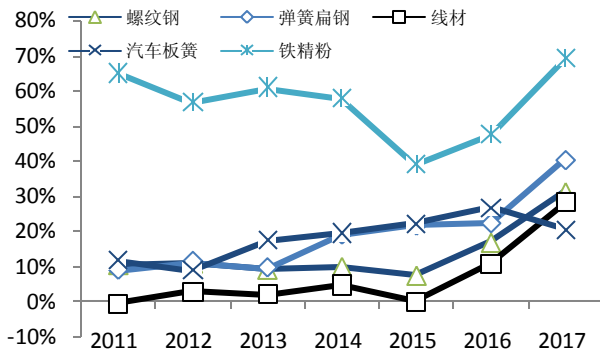
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

方大特钢分地区营业收入显示,产品主要销售在华东地区,占总营收的 84.9%,销往华中、西南、华南、东北、西北和华北地区的分别占营收的 4.3%、4.1%、2.3%、2.0%、1.3%和 1.1%。本地销售使得企业吨钢销售费用较低,并且和当地的终端用户联系紧密,区域市场把握能力较强。

各品种销售毛利率均在 20%以上

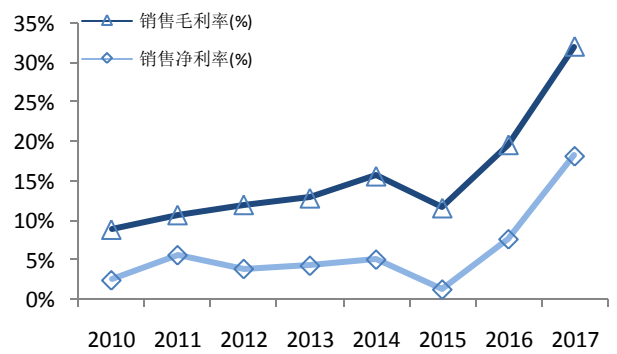
从各类钢材品种销售毛利率来看,2017 年均均在 20%以上,其中,铁精粉毛利率在 69.3%,盈利能力最高,但由于铁精粉贡献营收不到 1%,所以对利润影响也较小。其次,弹簧扁钢销售毛利率达到 40.5%,螺纹钢、线材和汽车板簧的销售毛利率分别为 31.2%、28.2%和 20.6%。企业弹簧扁钢国内市场占有率超过 40%,竞争力较强,利润稳定。汽车板簧的毛利率也稳定在 20%左右,波动较小。

图 8: 不同钢材品种销售毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 平均销售毛利润率和净利润率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

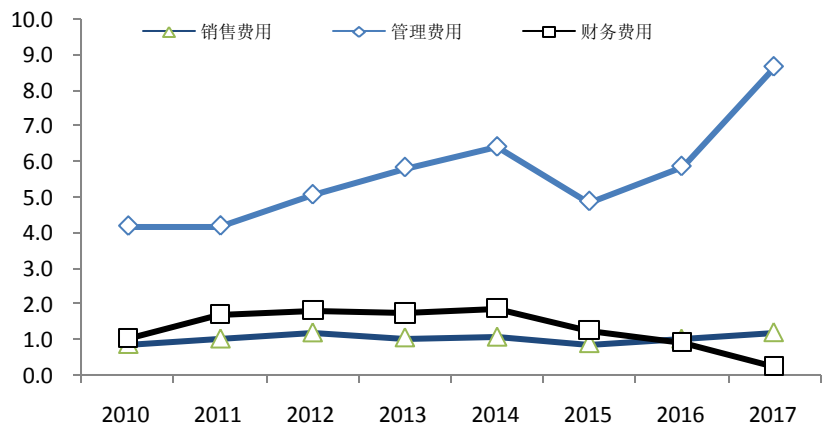
2017, 年方大特钢销售毛利率和销售净利率分别为 32.03%和 18.29%, 分别大幅增长了 12.41 和 10.51 个百分点。

管理费用增加, 财务费用减少

2017 年, 方大特钢销售费用、管理费用和财务费用分别为 1.2 亿元、8.7 亿元和 2493.1 万元, 分别同比增长 18.3%、47.6%和下降 72.7%。管理费用的增加主要是企业盈利大幅增加后, 为了调动员工积极性从而提高了管理层的奖金收入。职工薪酬由 2016 年的 3.25 亿元增长到 5.85 亿元, 增加了 2.6 亿元。

销售费用增加主要是由于企业产品产量增加, 销售量也同步增长。其中, 汽车板簧销量增长 23.5%, 弹簧扁钢销量增长 14.02%, 螺纹钢和优线销量则分别增长了 1.91%和 2.15%。

图 10: 2017 年方大特钢三费情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算整理

同期, 方大特钢财务费用大幅减少, 主要是企业偿还了部分银行贷款。从财务费用细则来看, 由于现金流充足, 企业利息收入有了大幅提高, 利息收入从 2016 年的 2232 万元增长到 2017 年的 4435 万元。票据贴现成本也由原来的 364 万降低到 31.7 万元。

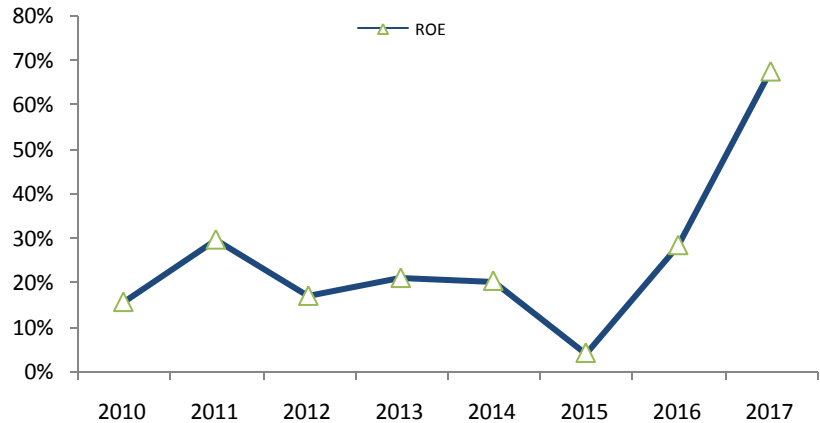
表 6: 方大特钢财务费用情况 (元)

项目	2017	2016
利息支出	73,965,219.72	91,852,039.02
减: 利息收入	-44,345,537.72	-22,324,993.60
汇兑损益	-10,263,395.27	13,418,181.20
票据贴现息	317,266.31	3,635,863.62
手续费等	5,257,694.09	4,626,344.84
合计	24,931,247.13	91,207,435.08

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

加权平均净资产收益率高达 67.7%

2017 年方大特钢加权平均净资产收益率高达 67.7%, 同时由于方大特钢负债率为 39.99%, 在负债率低的情况下, 净资产收益率达到 67.7%也说明了企业的盈利能力超强, 并且资产质量效率很高。

图 11: 方大特钢加权平均净资产收益率 (%)


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所测算整理

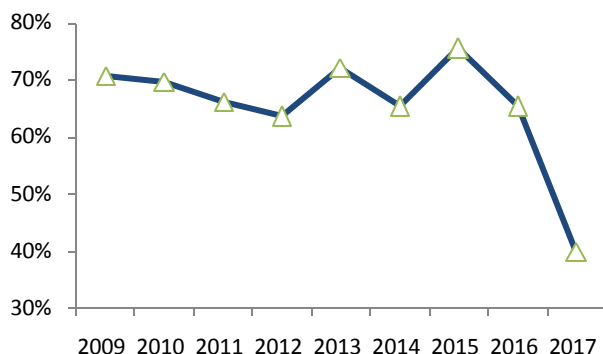
资产负债表不断优化

负债率大幅下降至 40%以下, 银行贷款快速降低

方大特钢负债率由 2016 年末的 65.46%下降到 2017 年末的 39.99%, 下降了 25.47 个百分点, 负债率下降到行业很低的水平。负债由 2016 年末的 55.5 亿元下降到 2017 年末的 34.5 亿元, 负债减少了 21 亿元, 其中银行长期贷款全部还清, 短期贷款由 2016 年末的 17.7 亿元下降到 2017 年末的 14807.6 万元, 下降了 16.2 亿元。同时, 企业主要是成本较低的短期负债, 长期负债占比仅有 2.1%, 有息负债率仅 18.8%。

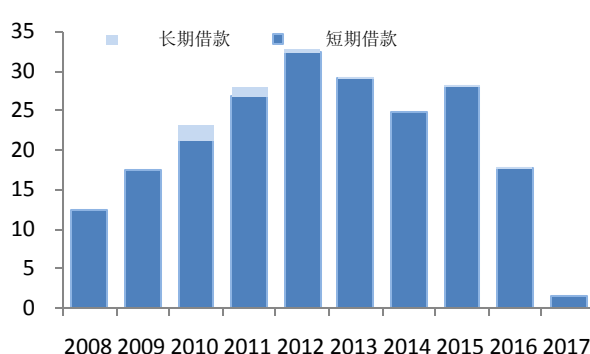
企业通过利润偿还了银行贷款, 降低了财务成本。另外, 企业的应付票据和应付账款也大幅下降, 合计下降了 7.9 亿元。

图 12: 方大特钢资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 方大特钢银行贷款 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

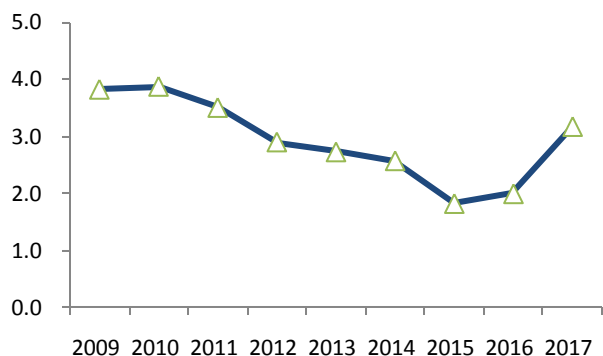
货币现金减少, 票据增加提高资金使用效率

从资产端来看, 企业货币减少, 而增加了应收票据, 其中货币资金从 2016 年底的 14.3 亿元减少到 10.9 亿元, 而应收票据则从 10.4 亿元增加到 14.1 亿元。由于企业现金充足, 通过大量采用票据, 提高了资金使用效率, 降低了票据贴现成本。

企业营运能力得到提升

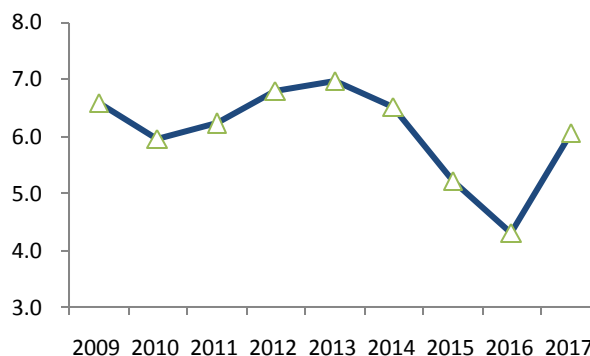
2017 年方大特钢企业营运能力也得到了提升, 其中流动资产周转次数从 2016 年的 2 增加到 3.2, 存货周转次数也由 2016 年的 4.3 增加到 6.1。企业在较快的周转速度下, 流动资产会相对节约, 相当于流动资产投入的增加, 在一定程度上也增强了企业的盈利能力;

图 14: 流动资产周转次数 (次)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 存货周转次数 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在建工程略有增加, 总量依然不大

截止到 2017 年末, 在建工程为 35732 万元, 增长了 29956 万元, 企业在建工程主要包括了炼铁 3#高炉大修、动力厂新建 35MW 高温超高压煤气发电机组项目、130m²烧结机产能升级改造以及 1#高炉局部改造。在建工程虽有较大的增加, 但仍处于较低水平。

同类企业相比，盈利高，资产效率高、负债率低，稳定分红

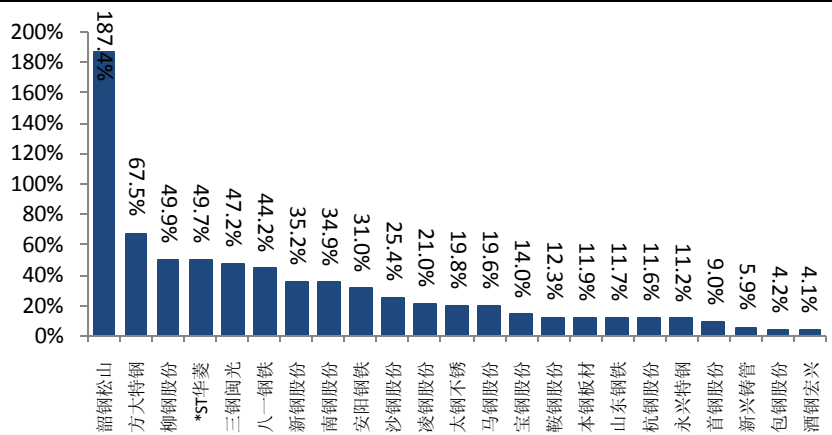
2017年平均ROE67.5%，行业领先

衡量盈利能力的指标众多，包括了产品的利润率、吨钢利润和净/总资产收益率，对于股权投资来说，净资产收益率尤为重要，其不仅体现了盈利的多少，还表明了资产质量和效率情况。2017年方大特钢净资产收益率达到67.5%处于行业很高水平。

由于部分企业尚未公布年报数据，本次计算采用了企业预告利润中间值/三季度和2016年归母权益均值进行计算。

从钢铁行业ROE可以看出，方大特钢仅次于韶钢松山，ROE位于第二位。其中，韶钢松山主要是负债率较高，归母权益较低，导致企业的ROE很高。

图 16: 方大特钢及其他主要钢铁上市公司加权平均净资产收益率 (%)



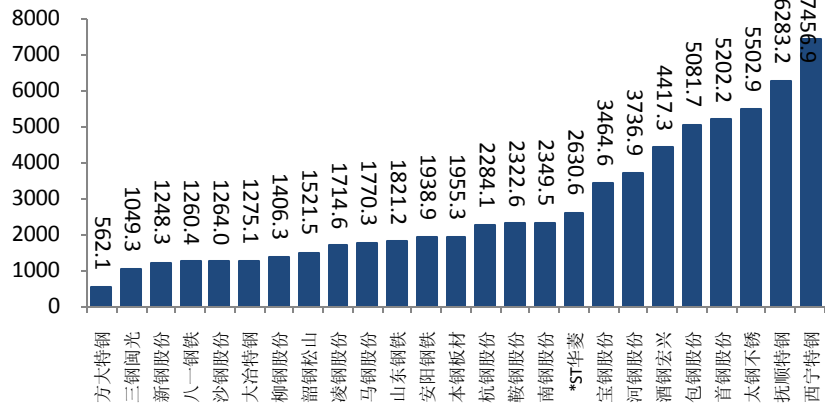
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算整理

吨钢固定资产额最低，资产效率很高

对于钢铁企业来说，固定资产是企业的核心，部分企业建厂时投资规模较大导致固定资产额度较高，后续吨钢折旧也较高，企业利润难以释放。部分企业设备高端，但受市场和成本影响，产能利用率较低，也导致企业吨钢固定资产较高。另外，对于部分特钢企业来说，由于设备和工艺较为复杂，产量较低，因此吨钢固定资产额度较高。下图对比了不同企业吨钢固定资产情况，由于部分企业没有公布年报数据，采用了三季度固定资产数值/(半年报钢材产量×2)进行计算。

可以看出，方大特钢吨钢固定资产仅562元，大大低于其他钢铁企业，一方面体现了企业精干，无效资产很少，也意味着未来企业的吨钢折旧费用将会很低。

图 17: 方大特钢吨钢对应固定资产价值 (元/吨)

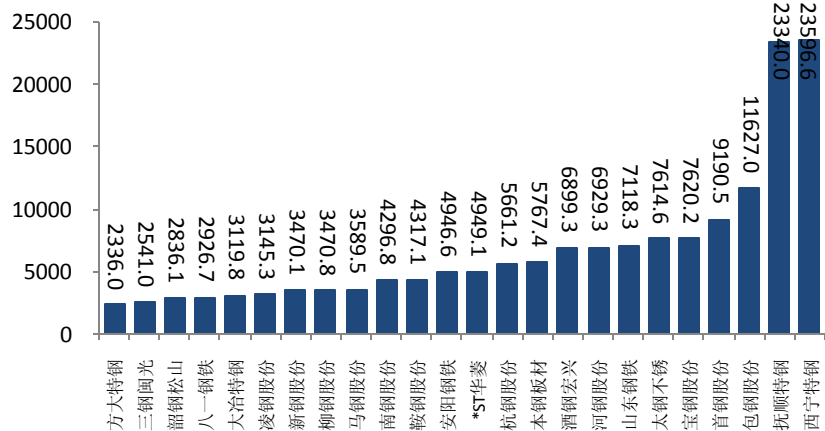


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算整理

吨钢总资产价值同样也说明了企业的运行效率情况, 方大特钢依然位于前列, 吨钢总资产仅 2336 元, 低于其他钢铁生产企业。

值得指出的是, 由于部分上市公司不仅包括钢铁生产, 还包括了原料的生产和加工, 这将会影响数据的可对比性, 但此类企业为数不多。

图 18: 方大特钢吨钢对应总资产价值 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算整理

负债率很低, 分红比例高

由于目前行业政策对新建/扩建产能管控非常严格, 企业即便有大量的资金也不可能违规新建产能, 因此对于利润高、负债率低的企业, 企业分红比例将会较高。方大特钢 2017 年公告分红比例达到 83.55%, 大大高于预期及去年的 50% 水平。股息率达到 9% 以上的高水平。

表 7: 近三年方大特钢分红情况

分红年度	每 10 股派息数 (元)(含税)	现金分红的数额 (含税)	分红年度合并报表中归 属于上市公司普通股股 东的净利润	占合并报表中归属于上市 公司普通股股东的净利润 的比率(%)
2017 年	19.00	2,121,748,776.00	2,539,526,618.18	83.55
2016 年	2.52	334,175,432.22	665,837,289.78	50.19
2015 年	0.24	31,826,231.64	105,923,278.43	30.05

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

低 PE、而 PB 略高

从钢铁行业主要上市公司 PE 来看, PE 一般在 10 以下, 方大特钢为 10.1。从 PB 来看, 方大特钢 PB 为 5.2, 位于较高水平。然后, 考虑到方大特钢吨钢对应净资产较低, 企业资产效率高, PB 值也合理。

在盈利稳定、高分红的情况下, 方大特钢类似于公用事业类公司, 估值有望继续得到提升。

表 8: 主要钢铁上市公司 PE 和 PB 对比

编号	证券简称	PE	编号	证券简称	PB
1	*ST 华菱	6.9	1	新兴铸管	1.0
2	韶钢松山	7.0	2	本钢板材	1.1
3	柳钢股份	7.0	3	杭钢股份	1.1
4	安阳钢铁	7.1	4	鞍钢股份	1.1
5	南钢股份	7.3	5	首钢股份	1.1
6	马钢股份	7.4	6	马钢股份	1.4
7	新钢股份	7.4	7	山东钢铁	1.4
8	三钢闽光	7.7	8	宝钢股份	1.5
9	太钢不锈	8.2	9	太钢不锈	1.6
10	鞍钢股份	9.2	10	酒钢宏兴	1.7
11	本钢板材	9.6	11	凌钢股份	1.9
12	杭钢股份	9.7	12	南钢股份	2.0
13	凌钢股份	9.8	13	安阳钢铁	2.0
14	方大特钢	10.1	14	包钢股份	2.2
15	八一钢铁	10.5	15	新钢股份	2.4
16	宝钢股份	11.8	16	*ST 华菱	2.7
17	山东钢铁	12.1	17	柳钢股份	3.2
18	首钢股份	12.9	18	三钢闽光	3.2
19	新兴铸管	17.9	19	八一钢铁	4.0
20	酒钢宏兴	41.9	20	方大特钢	5.2
21	沙钢股份	48.3	21	韶钢松山	7.9
22	包钢股份	52.9	22	沙钢股份	11.6

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所测算整理, 备注: 2017 年度利润取公司公告预计利润中值, PE 和 PB 数值截止到 2 月 16 日

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1092	2257	3174	4307	营业收入	13945	16036	16357	16684
应收款项	1690	2197	2241	2286	营业成本	9478	10905	11123	11345
存货净额	1082	1912	1946	1982	营业税金及附加	140	64	65	67
其他流动资产	678	802	818	834	销售费用	121	144	147	150
流动资产合计	4542	7168	8179	9409	管理费用	865	990	1009	1028
固定资产	2431	2411	2445	2461	财务费用	25	(42)	(64)	(90)
无形资产及其他	1097	1073	1029	985	投资收益	15	0	0	0
投资性房地产	507	507	507	507	资产减值及公允价值变动	(64)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	39	39	39	39	其他收入	23	0	0	0
资产总计	8616	11199	12200	13402	营业利润	3290	3972	4074	4181
短期借款及交易性金融负债	148	120	100	100	营业外净收支	135	10	10	10
应付款项	1476	2383	2365	2379	利润总额	3425	3982	4084	4191
其他流动负债	1749	2957	2769	2698	所得税费用	875	996	1021	1048
流动负债合计	3372	5459	5234	5177	少数股东损益	11	12	13	13
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2540	2974	3050	3130
其他长期负债	73	73	73	73					
长期负债合计	73	73	73	73					
负债合计	3446	5532	5307	5250	现金流量表 (百万元)				
少数股东权益	300	306	313	319	净利润	2540	2974	3050	3130
股东权益	4871	5360	6580	7832	资产减值准备	47	84	2	1
负债和股东权益总计	8616	11199	12200	13402	折旧摊销	407	277	305	325
					公允价值变动损失	64	3	3	3
					财务费用	25	(42)	(64)	(90)
					营运资本变动	(943)	739	(297)	(154)
					其它	(38)	(78)	5	6
					经营活动现金流	2076	3998	3067	3311
					资本开支	(352)	(300)	(300)	(300)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(352)	(300)	(300)	(300)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(28)	0	0	0
					支付股利、利息	(455)	(2485)	(1830)	(1878)
					其它融资现金流	(1099)	(48)	(20)	0
					融资活动现金流	(2066)	(2533)	(1850)	(1878)
					现金净变动	(341)	1165	917	1133
					货币资金的期初余额	1433	1092	2257	3174
					货币资金的期末余额	1092	2257	3174	4307
					企业自由现金流	1599	3665	2718	2942
					权益自由现金流	473	3648	2745	3009

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.92	2.24	2.30	2.36
每股红利	0.34	1.87	1.38	1.42
每股净资产	3.67	4.04	4.96	5.91
ROIC	51%	61%	66%	64%
ROE	52%	55%	46%	40%
毛利率	32%	32%	32%	32%
EBIT Margin	24%	25%	25%	25%
EBITDA Margin	27%	26%	26%	26%
收入增长	56%	15%	2%	2%
净利润增长率	281%	17%	3%	3%
资产负债率	43%	52%	46%	42%
息率	1.8%	9.8%	7.2%	7.4%
P/E	10.0	8.6	8.3	8.1
P/B	5.2	4.7	3.9	3.2
EV/EBITDA	7.7	7.4	7.1	6.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032