

方大特钢

——内外兼修弱化行业周期影响

报告摘要

● **方大特钢是国内领先的钢企。**公司主要业务包括生产以弹簧扁钢和汽车板簧为主的特钢产品和以螺纹钢、优线为主的普钢产品。公司现有生铁产能约300万吨，粗钢产能约360万吨，钢材产能约370万吨。

● **特钢业务稳定，普钢贡献弹性。特钢业务未来主要受益于国三淘汰在即需求有支撑，叠加公司处于行业领先地位。**我们预测2018-2020年仍有230万辆的国三及以前重卡亟需淘汰，对弹簧扁钢形成坚强支撑。而公司在行业市占率第一，其高质量，高技术含量，高话语权，使其特钢产品盈利增速保持稳定，高获现能力成为公司发展的压舱石。**普钢业务具有区域优势和成本优势，共同贡献利润弹性。**江西省内长材供需格局偏紧造就高高钢价（螺纹钢），而公司作为省内钢企龙头，区位优势明显；除此之外，公司吨（螺纹）钢成本仅2273元，优秀的成本管控能力位居全行业领先地位。

● **财务指标亮眼，分红预期有所增强。**公司各项财务指标表现亮眼，资产负债率下降叠加高额现金储备，持续高分红预期加强。公司自2003年上市以来，已实施现金分红11次，累计现金分红51.69亿元，分红率58.34%。我们预计，方大特钢2018年的归母净利润有望达到29.84亿元，则EPS为2.06元，我们认为公司2018年股息支付率或达到60%左右，则股息率在12.25%。

● **未来发展：萍钢有望注入，环保先行不忘创收。**萍钢注入预期主要基于以下三点：钢铁行业供给侧改革已由去产能逐渐演变为行业内并购重组；政策严防新增产能，注入萍钢或是最优选择；公司与萍钢有历史渊源，且同属方大集团旗下。另一方面，公司将建立“生态森林旅游式”工厂，将厂区建设成符合4A级景区要求的旅游项目，实现环保创收。

● **预计公司2018年收入突破历史高点，盈利能力维持高位：**受益于钢铁行业供给侧改革，我们预测的营业收入在2018年会突破历史高点。我们预测2018-2020年营业收入分别为人民币160.10亿元，149.20亿元和156.88亿元，分别增长25.5%，-6.81%，5.15%；归母净利分别为人民币29.84亿元，25.17亿元和28.98亿元；净利率分别为22%，-15%，10%。

研究部

陈秋祺

qiuqichen@cebm.com.cn

王晓璇

xxwang@cebm.com.cn

感谢胡晓天同学对本文的贡献

目录

1. 公司概况.....	4
1.1. 股权结构：股权相对集中.....	4
1.2. 公司业务：特钢+普钢打造二元盈利通道.....	4
2. 投资逻辑.....	5
2.1. 特钢业务稳定，普钢贡献弹性.....	5
2.1.1. 特钢：国三车淘汰支撑需求，公司行业领先优势明显.....	5
2.1.2. 普钢：区域优势叠加成本优势，共同贡献业绩弹性.....	9
2.2. 财务指标亮眼，分红预期有所增强.....	12
2.3. 未来发展：萍钢有望注入，环保先行不忘创收.....	16
3. 投资风险.....	19
3.1. 螺纹钢价格下行超预期.....	19
3.2. 萍钢未能注入.....	19
3.3. 汽车板簧替代品替代速度加快.....	19
4. 估值分析.....	20
5. 财务预测.....	21

图表目录

图表 1：方大特钢历史沿革.....	4
图表 2：方大特钢股权结构图.....	4
图表 3：2017 年公司主要收入来源为螺纹钢和弹簧扁钢.....	5
图表 4：公司基本维持满产，螺纹钢产量约占 2/3.....	5
图表 5：钢板弹簧在汽车中的应用场景.....	5
图表 6：钢板弹簧需求分布.....	6
图表 7：乘用车销售负增长，但商用车累计同比上涨 5%.....	6
图表 8：重卡销量仍在高位.....	6
图表 9：钢板弹簧单耗.....	7
图表 10：2013 年-2017 年特钢产品收入及增速水平.....	8
图表 11：公司特钢产品毛利率平稳增长.....	8
图表 12：方大特钢部分科研成果.....	8
图表 13：江西省钢材产量趋于稳定.....	9
图表 14：2017 年江西主要钢厂生产情况（单位：万吨）.....	9

图表 15: 江西 GDP 增速高于全国 2 个百分点左右.....	9
图表 16: 2018 年 1-11 月江西固定资产投资增速第四.....	9
图表 17: 江西省固定资产投资增速高于全国水平 5 个百分点以上.....	10
图表 18: 江西钢材产量占比低于固投占比.....	10
图表 19: 江西省房地产开发投资累计同比与全国持平.....	10
图表 20: 江西省商品房销售增速高于全国水平.....	10
图表 21: 南昌螺纹钢价格比上海、唐山略高.....	11
图表 22: 2013 年-2017 年普钢产品收入及增速水平.....	12
图表 23: 公司长材产品毛利率大幅高于行业平均水平.....	12
图表 24: 公司螺纹钢吨钢成本相较其他上市钢企及行业均值具有成本优势.....	12
图表 25: 2014-2018Q3 方大特钢收入及增速水平.....	12
图表 26: 2014-2018Q3 方大特钢产品收入占比.....	12
图表 27: 2014-2017 方大特钢各产品毛利率情况.....	13
图表 28: 2013-2018Q3 公司销售费用率维持较低水平.....	13
图表 29: 2013-2018Q3 公司财务费用率远低于行业平均.....	13
图表 30: 2013-2018Q3 公司管理费用率远高于行业平均.....	14
图表 31: 公司内部激励制度完善.....	14
图表 32: 方大特钢固定资产占总资产比例.....	15
图表 33: 方大特钢与新钢股份螺纹钢吨钢成本对比.....	15
图表 34: 2017 年方大特钢资产负债率水平大大低于行业平均水平.....	15
图表 35: 公司上市以来分红情况.....	15
图表 36: 公司 2018-2020 年分红方案.....	16
图表 37: 公司 2018-年分红情景假设.....	16
图表 38: 1.5 亿吨行政去产能基本完成.....	17
图表 39: 钢铁行业集中度大幅低于发达国家.....	17
图表 40: 政策制定严防新增产能.....	17
图表 41: 萍钢注入条件.....	18
图表 42: 萍钢注入后方大特钢的产能情况 (单位: 万吨).....	18
图表 39: 公司旅游工厂效果图.....	18
图表 40: 发行可转债用于的项目.....	19
图表 41: 弹性测算.....	19
图表 42: 方大特钢 ROE 行业内领先.....	20
图表 43: 方大特钢 PE、PB 均处于历史低位.....	20
图表 44: 方大特钢与行业主要上市公司估值对比.....	20

1. 公司概况

方大特钢（600507.SH）成立于1999年，更名前为江西江西长力汽车弹簧股份有限公司，主营业务为汽车钢板弹簧、弹簧扁钢等专用设备的研发、制造和销售。公司于2003年登陆上海证券交易所，并在2006年并入南昌钢铁助力后者实现整体上市。2009年，陷入生存危机的南昌钢铁进行改制，向方大集团出售大股东江西省冶金集团公司持有的57.97%国有股权，方大集团由此实现控股长力股份。同年，长力股份正式更名为方大特钢科技股份有限公司。

图表 1：方大特钢历史沿革

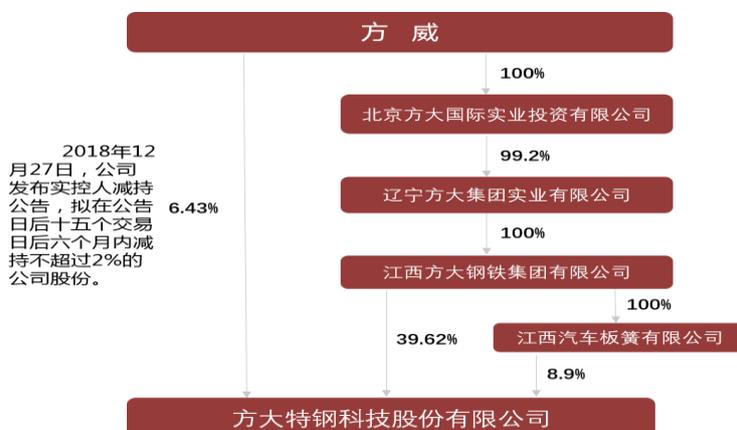


来源：公司公告，莫尼塔研究

1.1. 股权结构：股权相对集中

公司股权相对集中，实控人持股比例超过50%。实际控制人方威先生通过间接控股辽宁方大集团子公司江西方大钢铁集团有限公司（公司控股股东）及江西汽车板簧有限公司持有公司共计44.38%的股份，加上其本人直接持有的6.43%股份，合计持有比例为50.81%（减持前）。2018年12月27日，公司发布实控人减持公告，拟在公告日后十五个交易日后六个月内减持不超过2%的公司股份。

图表 2：方大特钢股权结构图



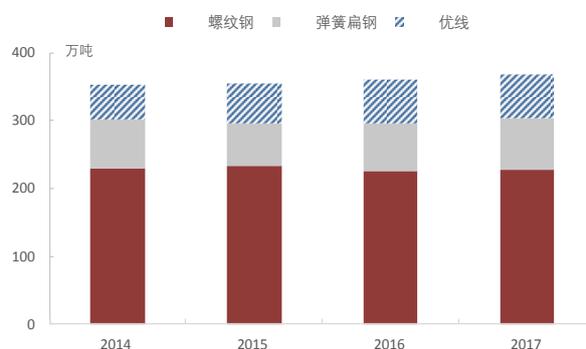
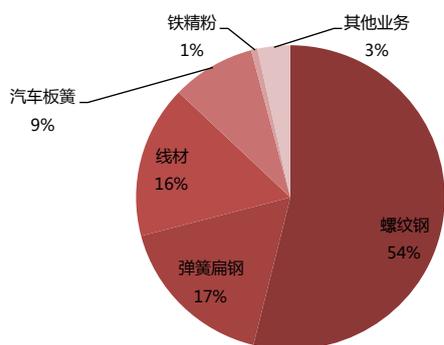
来源：公司公告，莫尼塔研究

1.2. 公司业务：特钢+普钢打造二元盈利通道

公司是江西省一家长流程钢铁冶炼企业，主要业务包括生产以弹簧扁钢和汽车板簧为主的特钢产品和以螺纹钢、优线为主的普钢产品。公司的主要收入来源为螺纹钢（54%）、弹簧扁钢（17%）、线材（16%）和汽车板簧（9%）。公司的主要利润来源为螺纹钢（53%）、弹簧扁钢（22%）、线材（14%）和汽车板簧（6%）。目前公司现有生铁产能约300万吨，粗钢产能约360万吨，钢材产能约370万吨，主要炼铁设备有三座高炉，分别为一座510立方米和两座1050立方米高炉。炼钢设备有3台80吨转炉，三台LF炉和一座VD炉。轧钢设备有四条线，包括一条螺纹钢，一条优特钢（柔性线，螺纹钢和扁钢都可生产），一条弹簧扁钢和一条优线。2018年上半年，公司已实现产铁168.2万吨，产钢208.1万吨，产材210.9万吨，较上年同期分别增加8.29%、15.47%、14.93%，生产汽车板簧11.3万吨，与上年同期相比增加22.3%。

图表 3：2017 年公司主要收入来源为螺纹钢和弹簧扁钢

图表 4：公司基本维持满产，螺纹钢产量约占 2/3



来源：Wind，莫尼塔研究

2. 投资逻辑

2.1. 特钢业务稳定，普钢贡献弹性

方大特钢的主要业务分为特钢和普钢。特钢主要指的是弹簧扁钢及其制成品钢板弹簧，而普钢则主要是长材（螺纹钢和少量线材）。

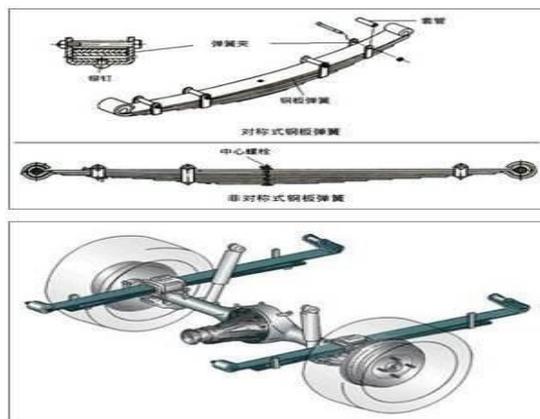
2.1.1. 特钢：国三淘汰支撑需求，公司行业领先优势明显

弹簧扁钢和板簧行业：国三淘汰支撑需求

弹簧扁钢是指具有良好弹性形变能力的扁钢。弹簧扁钢用途较为单一，主要用来生产钢板弹簧。根据特钢协会的统计和Mysteel的调研，目前国内生产弹簧扁钢的钢厂较少，全国仅有十几家，且行业集中度较高，最大的弹簧扁钢生产企业是方大特钢，年产量在60万吨以上，国内市场占有率超过50%；其他弹簧扁钢生产企业主要为兴澄特钢、新冶钢、青岛特钢以及鄂钢等。

钢板弹簧是汽车悬架中的一种弹性元件，它是由若干不等长的合金弹簧片组合而成的一根近似等强度的弹性梁，主要应用于大中型货车和客车的悬架系统，起到缓冲减震的作用。由于钢板弹簧具有结构简单、可靠性好、成本低、制造工艺流程短等优点，因此得到广泛应用。与弹簧扁钢产业的高集中度形成对比，目前国内汽车钢板弹簧行业的产业集中度较低。

图表 5：钢板弹簧在汽车中的应用场景



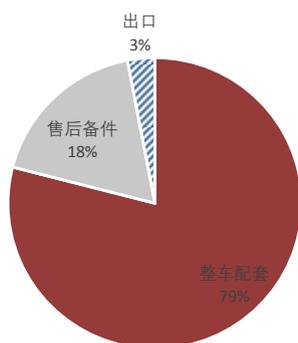
来源：网络资料，莫尼塔研究

根据特钢协会的统计和Mysteel调研，钢板弹簧79%左右消费在商用车的整车配套中，约18%左右作为售后备件，3%左右用于出口。据悉出口的产品以变截面的钢板弹簧总成和单片为主，其中，80%是用于汽车的维护维修。而整车中也基本都应用于商用车和客车的悬架系统，因此汽车钢板弹簧的产销与国内商用车产销情况联系更为密切。

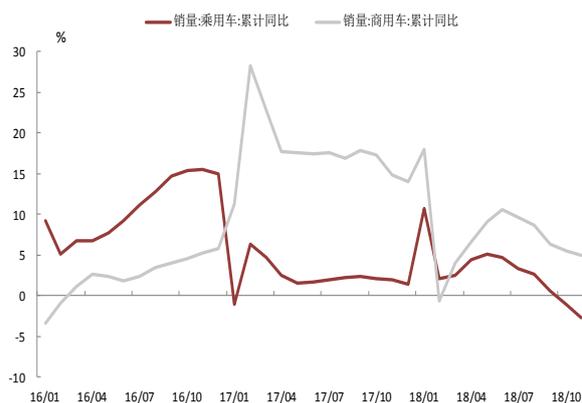
虽然乘用车2018年1-11月销售量累计同比出现负增长，但同期商用车销售累计同比上涨5%。分车型来看：1) 客车和中型货车的销量累计同比分别下降7.01%、11.64%；2) 微型货车、轻型货车的销量累计同比上涨14.08%、9.19%；3) 重卡的销量累计同比高达33.77%。

不同车型对于钢板弹簧的单耗不尽相同，其中重型、中型货车的单耗最大，分别为400kg左右、300kg左右，而轻型货车与客车的单耗量相当，在200-300kg每辆左右，微型货车的单耗量最少，仅为100kg左右。

图表 6：钢板弹簧需求分布

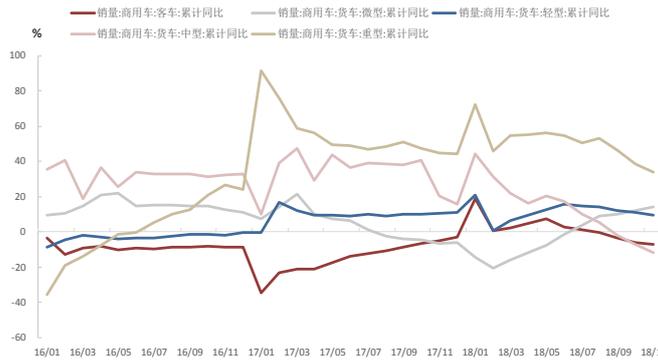


图表 7：乘用车销售负增长，但商用车累计同比上涨 5%



来源：特钢协会，Mysteel，Wind，莫尼塔研究

图表 8：重卡销量仍在高位



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 9: 钢板弹簧单耗

车型	钢板弹簧单耗	计算说明
轻型货车	200-300kg	5吨载货车(140车型)为例:前桥钢板弹簧重量约为50kg,后桥钢板弹簧重量约为50~60kg,副桥(放置在后桥上面)钢板弹簧重量约为70~80kg,另外计算90%的钢材利用率
中型货车	300kg左右	一辆8吨载货车(153车型)前桥钢板弹簧重量约为90kg,后桥钢板弹簧重量约为90~100kg,副桥钢板弹簧重量约为70~80kg,另外计算90%的钢材利用率
重型货车	400kg左右	以13吨重型载货车为例
微型货车	100kg左右	以面包车为例:交叉型乘用车,前悬架一般为螺旋弹簧,后悬架设计为钢板弹簧
客车	200-300kg	以四架悬挂簧为例

来源: 网络资料整理, 莫尼塔研究

国三淘汰在即, 弹簧扁钢和板簧需求有较大支撑。国务院2018年出台的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出, 2020年底前, 京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。2019年7月1日起, 重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。推广使用达到国六排放标准的燃气车辆。其中, 国三重卡是环保治理的重中之重, 治理持续加码。随着国六实施的日期临近加快, 部分地区已经出台相关政策积极引导国三柴油车报废, 一线城市以及山东、郑州等地区已经实施禁行政策, 杭州对国三柴油车进行报废补贴。根据环保部的数据, 2017重卡保有量约为637万辆。据我们测算, 其中国四、国五车辆约350万辆, 国三及以前约287万辆, 假设其中80%采用机械泵+EGR技术, 不具备升级到国五排放的能力, 则约有230万辆的国三及以前重卡亟需淘汰。而2016-2018年重卡的销售量分别为16.14、23.31、30.80万吨, 相比2018-2020年要淘汰230万辆仍差距较大, 仍有大量重卡急需替换, 因此, 弹簧扁钢和板簧在未来两年有较大需求支撑。

公司特钢产品: 行业领先优势明显

公司特钢产品以弹簧扁钢和汽车板簧为主, 市占率行业第一。公司拥有完整的“冶炼→轧制扁钢→板簧”产业链, 具有弹簧扁钢产能为100万吨, 年产量80万吨左右, 国内市占率超过50%, 行业领先地位。弹簧扁钢的产量中除20%左右用于生产板簧外, 其余80%对外销售。汽车板簧产量2017年为18.22万吨, 产品以直销为主, 以销定产, 生产基地主要位于南昌、重庆、山东、昆明市四个地区。目前公司可生产超过300种汽车板簧、扭杆和稳定杆等, 其中汽车扭杆和稳定杆的产量维持在20和40万件, 对用户的保供能力远大于其他竞争对手。下游客户群主要包括向主机厂提

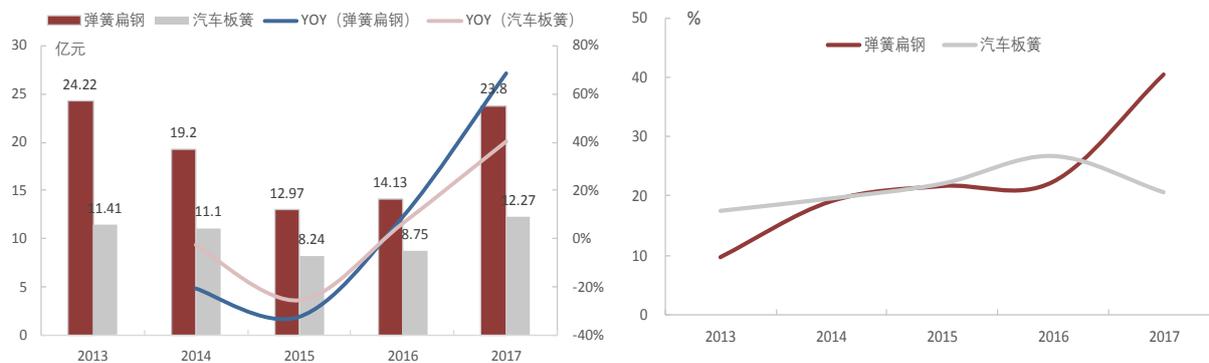
供配套服务以及向汽车板簧生产企业供应弹簧扁钢。公司的配套服务涵盖了国内大部分主机生产商，包括东南汽车、柳汽、宇通、一汽等，同时远销30多个国家和地区。

公司特钢产品质量高，具有品牌优势，在行业内具有较高话语权。公司特钢产品的优质来自于公司的信息化管理。公司对弹簧扁钢生产制造、质量检测实施信息化改造，实现了弹簧扁钢原料下单、生产制造到产品出厂“一条龙”的全程电脑动态监控管理，使弹簧扁钢生产效率显著提高。由于产品质量高，公司生产的汽车板簧系列产品拥有“长力”、“红岩”、“春鹰”三大知名品牌，被中国质量管理协会用户委员会、中国汽车工业协会市场贸易委员会列为全国首批“推荐商品”。当前通行的汽车用弹簧扁钢国家行业标准中，部分由公司主持起草，当前弹簧扁钢和汽车板簧两类产品上，公司代表了行业高端技术水平，拥有较高的话语权。

特钢产品盈利增速保持稳定，高获现能力成为公司发展的压舱石。汽车板簧2017年实现收入12.3亿，同比增长40.23%，近5年毛利水平维持在21%左右。弹簧扁钢实现收入23.8亿，同比增长68.44%。2013-2015年，由于行业整体不景气，收入出现下滑，但毛利率依然稳定提升，平滑了公司的整体收益，帮助公司顺利度过行业寒冬。

图表 10：2013 年-2017 年特钢产品收入及增速水平

图表 11：公司特钢产品毛利率平稳增长



来源：Wind，莫尼塔研究

公司始终坚持产学研用的高质量发展模式，集中资源投入优势板块，确保领先优势。改制前的南昌钢铁就占据着国内弹簧扁钢领域30%的市场份额，但光有规模而无相应技术储备，后续发展前景堪忧。改制后公司提出产学研用的发展思路，以用户为中心，依托高等院校、科研院所技术优势，开展科研项目研究与合作。在研发端不断加大自主研发投入，同时与同济大学等高等院校建立合作关系，提升公司技术储备；客户端则一改之前“订单导向”的研发模式，由技术人员走访下游企业，明确企业在产品质量、材料和性能方面的实际需求进行有针对性地研发。例如针对一汽集团高应力、变截面板簧产品需求，定向研究开发出FAS3550新型弹簧钢，成为目前国内高端弹簧扁钢的代表产品。

图表 12：方大特钢部分科研成果

合作方	合作内容或成果
同济大学	弹簧钢及汽车零部件业务
南昌大学	《方大特钢弹簧钢 TTT 曲线测试研究暨制作》
北京科技大学	《硼元素对高硅弹簧扁钢性能改进机理的研究》
江西理工大学	《高品质弹簧钢制造关键技术研发与集成创新》
北京科技大学、江苏博际喷雾系统股份有限公司	《高品质钢炼钢——连铸过程的精益制造》获 2016 年中国产学研合作创新成果二等奖

国家冶金工业信息标准研究院	《汽车悬架系统用弹簧钢第 1 部分：热轧扁钢》该国家标准于 2017 年 9 月正式实行
钢铁研究总院	《超高性能弹簧扁钢的开发》
中冶建筑研究总院	《热轧带肋钢筋不同组织对产品使用性能影响的研究和判定》

资料来源：公开资料收集，莫尼塔研究

2.1.2. 普钢：区域优势叠加成本优势，共同贡献业绩弹性

江西省区域优势明显：供需偏紧造就高钢价

我国钢铁区域总体分布特点为“东多西少、北重南轻”，内陆多、沿海沿江较少，从地理位置分布的角度来看，钢铁产量和产能集中在北方和中东部地区。而公司处于钢铁行业竞争并不激烈的江西省，江西省的年钢材产量相对稳定，大概在2500万吨左右。从江西全省的竞争格局看，江西省内钢铁供给集中在方大特钢、江西萍钢、新余钢铁，三家合计生铁、粗钢和钢材产量占江西总产量的100%、99.25%、82.75%，寡头格局十分明显。其中，新余钢铁主要生产板材，而方大特钢和其兄弟企业萍钢（同为方大钢铁集团旗下，目前由公司托管）主要生产长材。外省钢材主要来自湖北、安徽和福建，由于地域原因，本省钢材资源地域优势明显。

图表 13：江西省钢材产量趋于稳定

图表 14：2017 年江西主要钢厂生产情况（单位：万吨）



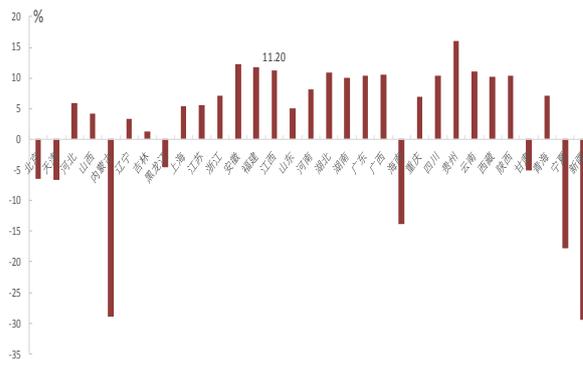
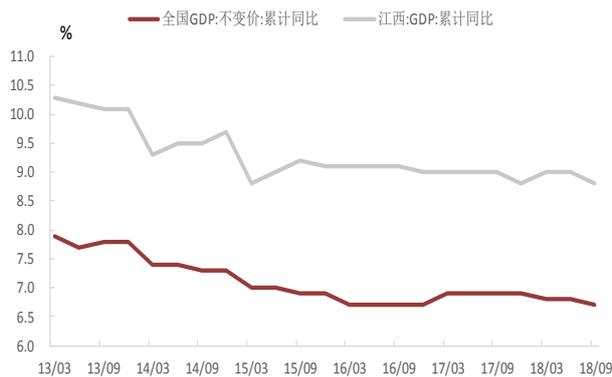
	生铁	粗钢	钢材
方大特钢	306.91	364.56	368.86
萍钢	974.9	1146.54	1122
新钢	868.87	855.26	801.97

资料来源：Mysteel，公司公告，莫尼塔研究

需求方面，江西省固定资产投资增速保持高位支撑需求。江西省经济发展增速仍然较快，江西省GDP增速自2013年以来一直高于全国GDP增速将近2个百分点左右，2018年9月江西的GDP累计同比增长8.8%；而固定资产投资方面，2018年1-11月江西省固定资产投资增速高达11.2%，位列全国第四。自2015年以来，江西省固定资产投资增速更是高于全国平均水平5个百分点以上，江西省的钢材产量与全国钢材产量占比更是低于江西省的固定资产投资完成额与全国的占比。

图表 15：江西 GDP 增速高于全国 2 个百分点左右

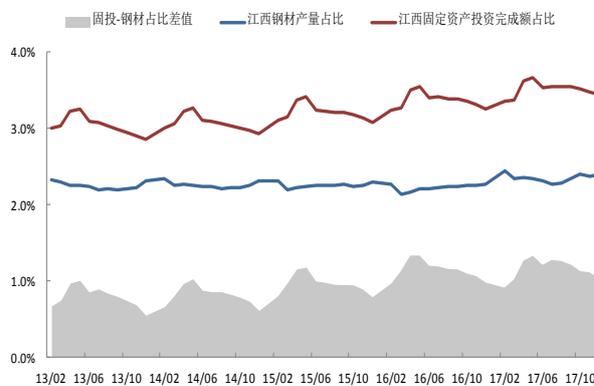
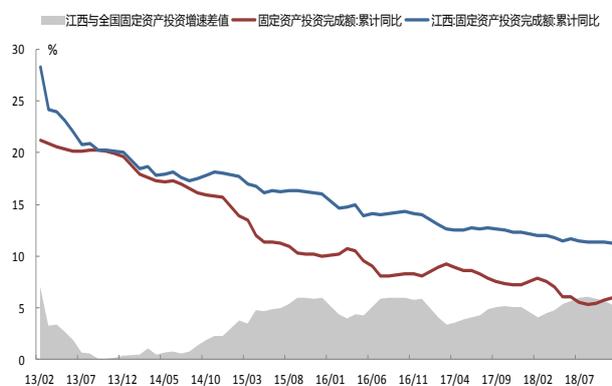
图表 16：2018 年 1-11 月江西固定资产投资增速第四



资料来源: mysteel, 莫尼塔研究

图表 17: 江西省固定资产投资增速高于全国水平 5 个百分点以上

图表 18: 江西钢材产量占比低于固投占比

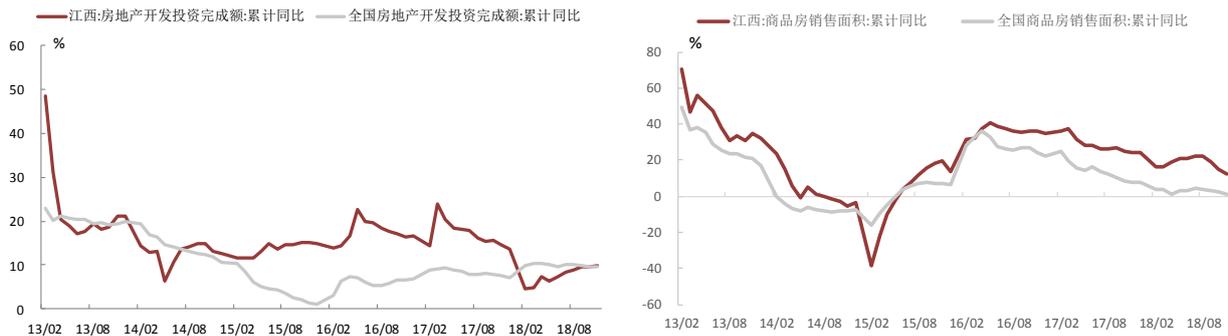


资料来源: Wind, 莫尼塔研究

江西省在长材主要消费领域（建筑行业）表现好于全国。长材（以螺纹钢为例）的主要消费领域为以房地产和基建为主的建筑行业，比例占到61%。江西省建筑行业发展较为亮眼：2018年1-11月房地产投资累计同比9.8%，比全国水平高1个百分点。其先行指标商品房销售面积累计同比高达12.6%，虽较前期有所下滑，但仍比全国1.4%的增速高11.2个百分点。基建方面，近日，江西省发改委出台了五个补短板重点领域建设三年攻坚行动计划（2018—2020年），作为重中之重加以推进。江西省面对国家加大基础设施领域补短板力度的信号，迎来了加快基础设施建设的机遇：江西省在2018年到2020年，将重点建设综合交通。围绕提升综合交通网络通达能力，江西将重点实施高速公路、普通国省道改造和城市轨道项目，推进一批水运、港口码头、机场等项目，总投资超过4000亿元。在铁路建设方面，将围绕构建“五纵五横”铁路网主骨架，争取新增运营里程1000公里、开工建设1000公里、谋划储备1000公里、完成投资1000亿元。因此2019-2020年基建项目值得期待。

图表 19: 江西省房地产开发投资累计同比与全国持平

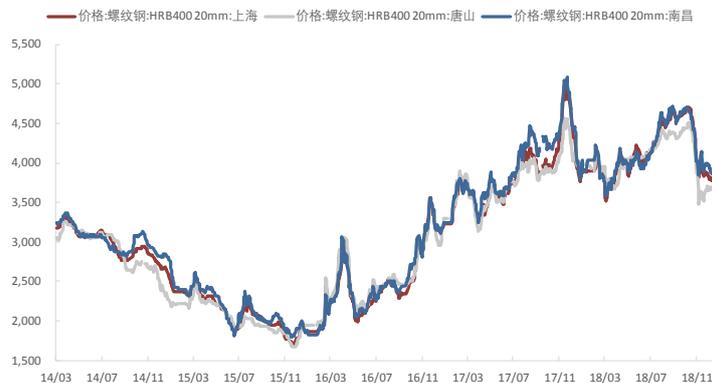
图表 20: 江西省商品房销售增速高于全国水平



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

总体而言,江西省的长材(螺纹钢为主)供需关系相较于其他省份更为紧张。这也一定程度上反映在了当地的螺纹钢现货价格上:南昌螺纹钢现货价格与上海、唐山相比略高,2018年12月初的差价更是高达500元/吨左右。

图表 21: 南昌螺纹钢价格比上海、唐山略高



资料来源: Wind, 莫尼塔研究

公司: 省内龙头钢企, 成本优势业内领先

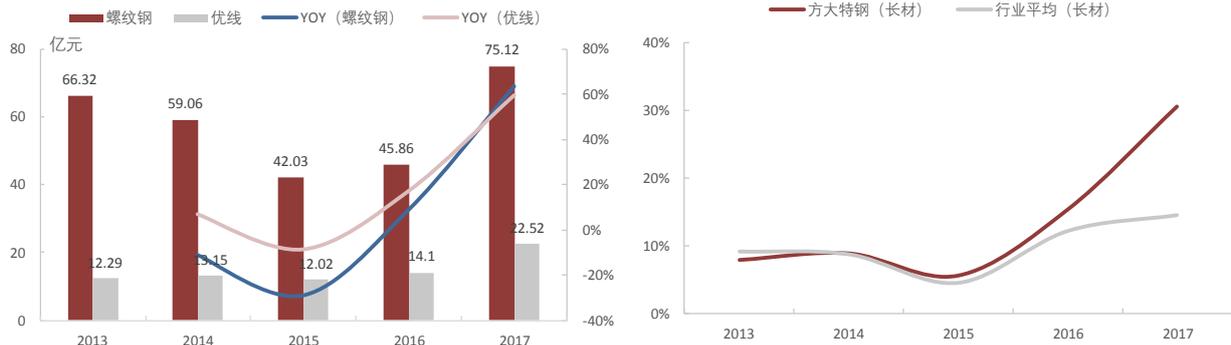
公司作为省内钢企龙头, 区位优势明显。江西当地的长材生产企业主要是方大特钢和萍钢, 二者合计粗钢产能达1500万吨。由于与萍钢同属于方大集团, 因此并不具有同业竞争问题。公司在省内市场占据绝对优势, 且公司自身品牌知名度也较高, 所产螺纹钢基本全数销往省内, 运费成本极低。

公司注重成本管控, 各项举措助力增效减费。公司实施精细化管理, 每日进行成本分析, 从采购、销售、库存、资金管理等方面着手, 全方位的增效减费。2018年1月份至11月份, 钢铁料耗较目标下降1.88kg/t, 降低成本3.73元/t; 合金消耗累计较目标比下降3.48元/t; 造渣材料消耗较目标比下降了0.765kg/t, 降低成本0.56元/t。公司在成本控制过程中, 重点监控操作工的过程控制与数据的分析对比, 通过制定不同铁水成分与造渣材料的配加模式, 指导操作工在冶炼过程的渣料配加; 通过编制每炉钢成本核算表, 使操作工清晰地了解每炉钢成本的完成情况, 便于及时调整下一炉次的过程操作。在新国标切换后, 贵重金属钕铁用量显著增加, 为减少钕铁用量降低成本, 在不影响钢材性能的前提下, 要求在钕铁称量过程中小数点必须精确到后3位数。同时, 他们将还组建了成本控制微信群, 车间每日通报成本控制情况, 通过多项成本控制措施的有力实施, 该公司各项指标均得到有效改善, 金属吹损指标较年初下降1.61%; 转炉终点平均压枪时间41秒, 比年初提高22秒; 常规钢终点碳 $\geq 0.08\%$ 达标率为83.09%, 较2018年初提升62.97%; 出钢温降较年初下降3.98 $^{\circ}\text{C}$ 。指标的改善为炼钢厂生产成本的持续降低起到了积极的促进作用。

受益于公司对成本的有效管控，公司普钢产品（螺纹钢和线材）毛利率高于行业平均水平。公司螺纹钢2017年实现收入75.12亿元，同比增加63.8%，线材实现收入22.52亿，同比增加59.72%。公司卓越的成本管控使得公司长材毛利率水平从2014年起始终高于行业平均水平，即使在2013-2015年行业下行周期，公司长材毛利率降幅依旧小于行业平均水平，进入2016年以后，供给侧改革效果显现，长材毛利率快速上升，较行业整体水平更具优势。公司螺纹钢吨钢成本相较其他上市钢企及行业均值具有成本优势：2017年公司螺纹钢吨钢成本仅2273元，而行业均值（同时包括长流程与短流程）在3240元左右，成本管控方面在行业内一骑绝尘。

图表 22：2013 年-2017 年普钢产品收入及增速水平

图表 23：公司长材产品毛利率大幅高于行业平均水平



资料来源：Wind，莫尼塔研究

图表 24：公司螺纹钢吨钢成本相较其他上市钢企及行业均值具有成本优势

吨钢成本 (元)	
方大特钢	2273
新钢股份	2578
三钢闽光	2344
山东钢铁	2670
行业均值	3240

资料来源：公司公告，Mysteel，莫尼塔研究

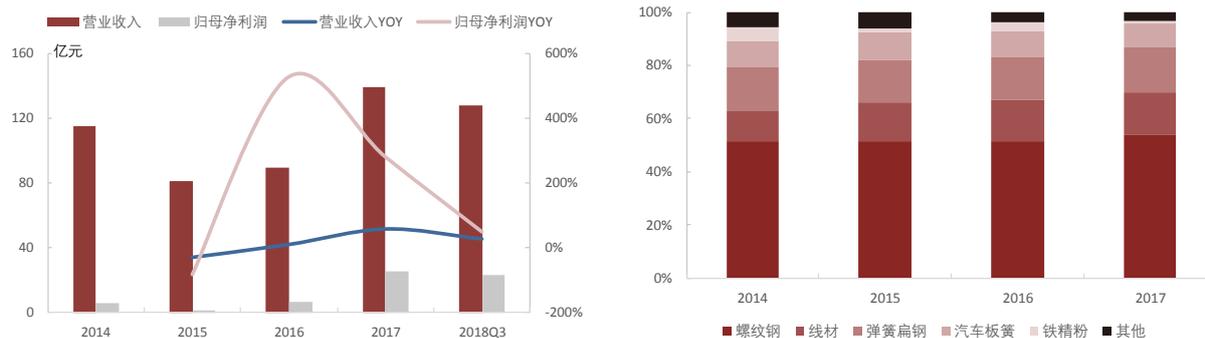
附注：行业均值同时包括长流程和短流程

2.2. 财务指标亮眼，分红预期有所增强

收入端：公司盈利能力业内领先，2017年毛利率水平处于同类企业中首位。2018年Q3公司实现收入127.82亿元，同比增长26.22%，实现归母净利润23.15亿，同比增加50.35%。1) 从收入构成来看，普钢产品贡献了全部三分之二的利润，且近四年收入占比持续提升。其中螺纹钢2017年收入占比达53.87%，线材占比达16.15%。特钢产品收入占比始终维持在26%左右，主要原因为公司产能及行业规模所限，其中弹簧扁钢2017年收入占比达17.07%，汽车板簧占比为8.8%。2) 从各产品毛利率水平看，特钢产品毛利率水平优于普钢产品，弹簧扁钢近4年毛利率始终处于上升阶段，2017年毛利率达到40.45%，汽车板簧除2017年有所回落外，2014-2016年也都是上升趋势。普钢产品弹性更大，行业处于下行周期时下滑剧烈，行情转暖时则快速上升。

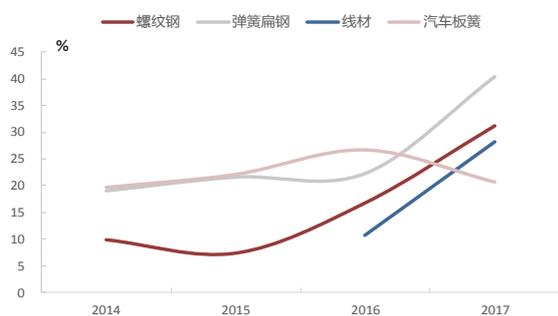
图表 25：2014-2018Q3 方大特钢收入及增速水平

图表 26：2014-2018Q3 方大特钢产品收入占比



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 27：2014-2017 方大特钢各产品毛利率情况

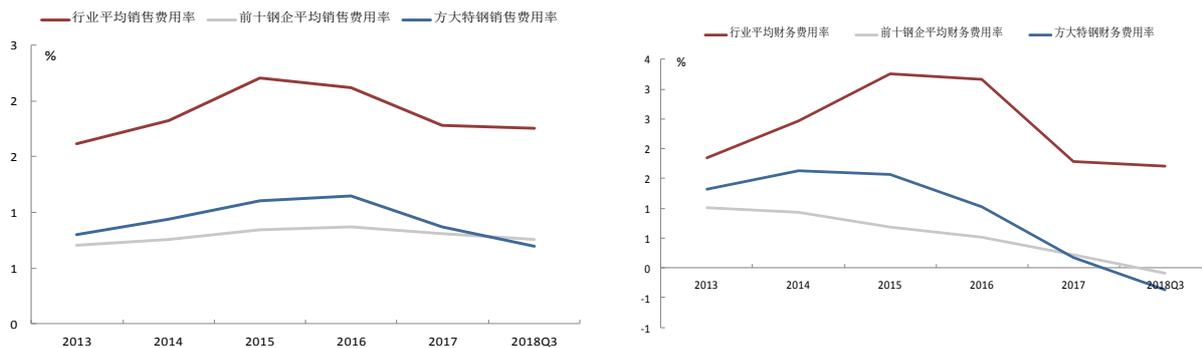


来源：Wind，莫尼塔研究

费用端：优秀的成本管控能力使得公司销售费用率和财务费用率均低于行业平均水平，但公司采取的高激励赢得高毛利的模式使得管理费用率高于行业平均水平。1) 2017年公司销售费用率和财务费用率分别为0.87%和0.18%，远低于行业内1.82%和1.77%的平均水平，分别位于钢铁行业第7位、第3位。这主要得益于公司的精细化管理，从采购、生产、销售的全流程对成本进行把控，最大程度实现增效减费。例如，2018年11月，公司通过加强弹簧钢钒铁使用管理，将吨钢钒铁加入量由2.231kg降低至2.155kg，使吨钢成本成功降低38元，降本效果明显。2) 公司的管理费用率长期高于行业平均水平，主要原因在于公司一直以来都实行高激励赢得高毛利的盈利模式，2018年中报显示其职工薪酬占收入的比重为5.4%。关于激励制度公司目前实行两套模式，第一是针对基层员工的内部激励制度，包括利润共享和其他各类福利，例如超预期盈利的部分将按一定比例奖励员工；第二是针对中高层股权激励计划，2018年3月，公司发布公告宣布向1688名激励对象授予1.2亿股限制性股票，占授予前公司总股本的比例为9.33%，授予价格为5.4元/股。我们认为公司作为业内少有的建立起完善的绩效管理体系的钢企，并且该体系与其业绩水平形成良性循环，对公司维持长期竞争力来说是一个有力保证。

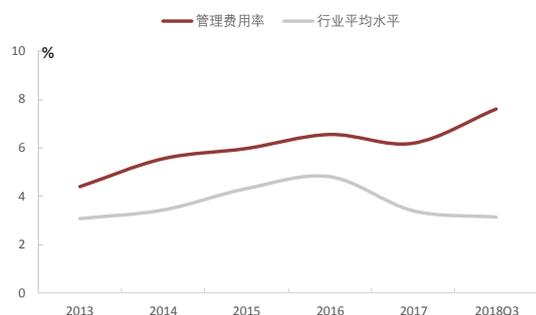
图表 28：2013-2018Q3 公司销售费用率维持较低水平

图表 29：2013-2018Q3 公司财务费用率远低于行业平均



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 30: 2013-2018Q3 公司管理费用率远高于行业平均



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 31: 公司内部激励制度完善

对象	主要制度	内容
基层员工	利润共享	在企业月度盈利情况下, 月度盈利奖在 500 元的基础上再增加 500-1000 元; 中层干部加薪 50%。
	退休职工津贴	向萍安钢铁、方大特钢 70 周岁及以上离退休人员发放的月度敬老金从 100 元增加到 200 元; 同时向方大特钢 70 周岁以上的 2028 名离退休人员每人发放 2000 元红包。
	“赛马”特殊奖	从 2017 年开始, 在三家钢厂铁、钢、材、物流、采购、销售等工序之间开展“赛马”活动, 对获得第一名的单位及员工给予重奖。
	现金红包	给三家钢厂及方大钢铁总部普通员工发放 1-3 万元不等的现金红包。
	发放轿车	从 2016 年到 2020 年, 九江钢铁连续五年都完成 10 亿元以上利润, 员工发放一辆 10 万元左右的轿车, 车型按大多数员工的意见决定。前 5 年员工对车辆有使用权, 使用满 5 年后, 车辆免费过户给在岗员工。
中高层	股权激励	向 1688 名激励对象授予 1.2 亿股限制性股票, 占授予前公司总股本的比例为 9.33%, 授予价格为 5.4 元/股。此次激励计划在授予完成登记之日起满 12 个月后分 2 期解除限售, 每期解除限售的比例分别为 50%、50%。

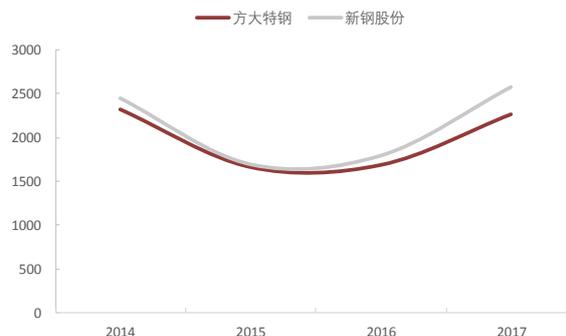
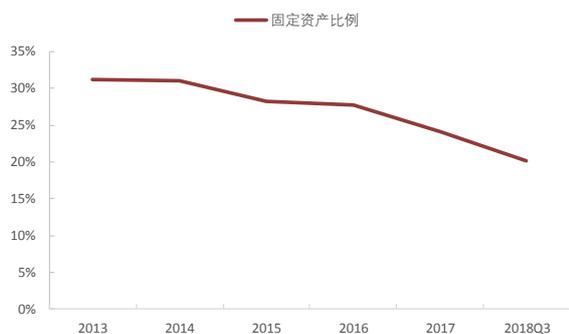
来源: 公司公告, 莫尼塔研究

运营端: 重构发展模式, 多举措助力公司成功转型轻资产化运营。我们发现早在供给侧改革前, 公司就有意改变传统的重资产运营模式, 在维持现有产能的情况下固定资产占总资产比例稳定一直在持续下降。截至2018年Q3, 该比例已降至20.17%, 大大低于43.25%的行业平均水平。

供给侧改革前，因产能过剩，我国钢铁行业就面临全行业全损的难题，很多企业相继倒闭，由此引发了对重资产行业如何提高运营效率的探讨。公司率先确立转型轻资产化运营的发展方式，一方面逐步简化公司产品结构，退出收入占比较低的业务，降低固定资产投资比例，并集中资源投入优势板块，加大研发投入，确保领先优势；另一方面，聚焦供应链管理，优化效率的同时提高能源自给比率，最大程度降低吨钢成本。以同省的新钢股份为例，其2017年吨钢成本约为2578元，而方大特钢吨钢成本为2273元。

图表 32：方大特钢固定资产占总资产比例

图表 33：方大特钢与新钢股份螺纹钢吨钢成本对比



来源：Wind，莫尼塔研究

资产负债率下降叠加高额现金储备，持续高分红预期加强。公司收入水平的快速回升后选择主动降低资产负债率，负债率由2016年的65.46%骤降至2017年的39.99%，远低于57%的行业平均水平。公司选择全部还清长期贷款，短期借款方面将成本较高的抵押、质押借款和保理借款共计16.2亿元全部还清，只留下融资成本较低的短期借款1.5亿元，财务成本大幅降低。此外，应付票据和应付账款也较2016年分别下降5.1亿和2.8亿。同时我们注意到截止2018年Q3，公司账上的货币资金已达到37.44亿，同比增长89.47%。高额的现金储备加上较低的资产负债率，同时公司也并无大额在投项目，持续高分红值得期待。

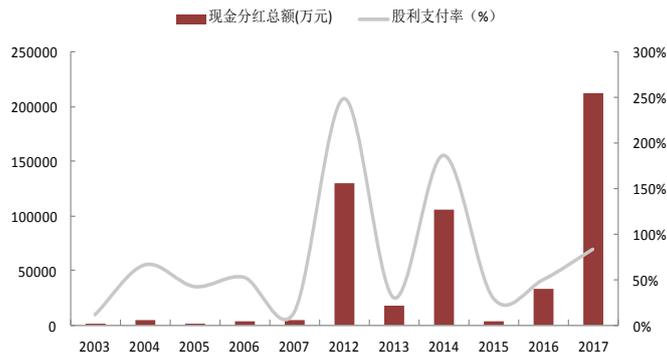
图表 34：2017 年方大特钢资产负债率水平大大低于行业平均水平



来源：Wind，莫尼塔研究

公司历史分红次数较多，有着分红的优良传统。公司自2003年上市以来，已实施现金分红11次，累计现金分红51.69亿元，分红率58.34%。而自2012年以来，公司已连续6年进行现金分红，即使在公司处于周期底部盈利锐减仍然选择以现金分红回报股东，可见公司分红的优良传统。2017年度每股股利更是高达1.6元（税前），股息率高达14.38%（以2019年1月14日收盘价计算），在钢铁行业排名首位。

图表 35：公司上市以来分红情况



来源：公司公告，莫尼塔研究

公司2018年发布了《未来三年（2018-2020年度）股东分红回报规划》，规划表示，根据公司发展的三个阶段，未来三年的现金分红在利润中的分配所占比例应当达到20%、40%、80%。除此之外，公司还表示未来三年（2018年至2020年）以现金方式累计分配的利润不少于母公司三年实现的年均可分配利润的百分之三十，足可见公司对于分红回馈股东的决心。

图表 36：公司 2018-2020 年分红方案

公司分红方案	
公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排，进行利润分配时，	现金分红在利润分配中所占比例最低应达 80%
公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排，进行利润分配时，	现金分红在利润分配中所占比例最低应达 40%
公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排，进行利润分配时，	现金分红在利润分配中所占比例最低应达 20%

来源：公司公告，莫尼塔研究

我们预计，方大特钢2018年的归母净利润有望达到29.84亿元，则EPS为2.06元，在股息支付率20%-80%的情形假设下，公司每股股利分别为0.44、0.89、1.33、1.77，股息率分别为4.08%、8.17%、12.25%、16.34%。而我们认为2018年公司股息支付率落在60%左右，即股息率在12.25%左右。

图表 37：公司 2018-年分红情景假设

股息支付率	20%	40%	60%	80%
每股红利	0.44	0.89	1.33	1.77
当前股价	10.84	10.84	10.84	10.84
股息率	4.08%	8.17%	12.25%	16.34%

来源：莫尼塔研究

2.3. 未来发展：萍钢有望注入，环保先行不忘创收

关于方大特钢未来发展前景，我们认为主要关注两方面：一方面是同属方大集团旗下的江西萍钢有望注入上市公司的预期；另一方面，公司提出建立生态森林旅游式工厂，推进环保建设的同时开发绿色旅游项目，成为钢铁行业“绿色发展”领跑者。

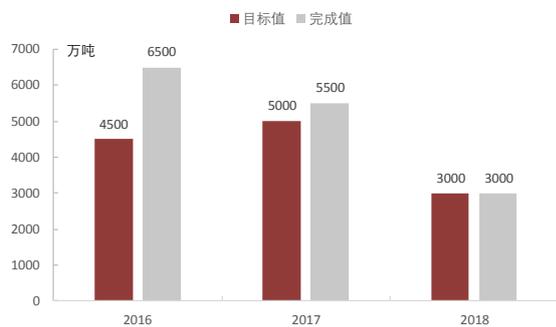
2.3.1. 萍钢有望注入，增厚公司业绩

江西萍钢是一家长流程大型钢铁企业，创建于1954年，主要从事螺纹钢、线材和板材的生产和销售，辐射区域为江西、湖南和广东等西南省份。萍钢目前总资产117亿元，员工近8000人，年产量1200万吨左右。2012年重组后萍钢迅速实现扭亏为盈，2013-2015年分别实现利润2亿，1.79亿和3亿元。2017年，公司实现收入190.79亿元，同比增长216.75%，2018年1-11月，公司实

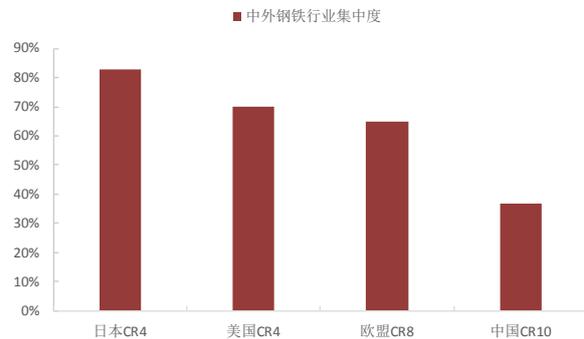
现收入178.08亿元，同比增长4.25%。萍钢注入预期主要基于以下三点：钢铁行业供给侧改革已由去产能逐渐演变为行业内并购重组；政策严防新增产能，注入萍钢或是最优选择；公司与萍钢有历史渊源，且同属方大集团旗下。

供给侧改革进入新的阶段，并购浪潮席卷而来。1) 2018年我国钢铁行业完成3000万吨的去产能目标，行政去产能已基本完成，下一阶段任务将由总量去产能转变为结构性优化产能，兼并重组或成主要选项。2) 2017年日本前三家钢企产量占全国总产量占比达81.5%，美国前三钢企占比为57.7%，同期我国钢铁行业CR10仅为36.9%，而且这一数据距离工信部发布的《钢铁工业调整升级规划（2016-2020）》中60%的目标也相差甚远，未来两年兼并重组或将加速，政策推动预期日渐强烈。

图表 38：1.5 亿吨行政去产能基本完成



图表 39：钢铁行业集中度大幅低于发达国家



来源：Wind，莫尼塔研究

政策壁垒致新增产能受限，注入萍钢或是最优选择。1) 中央今年发布的《2018年钢铁化解过剩产能工作要点》提到严防新增产能将成为2018年钢铁行业供给侧结构性改革工作能否顺利推进的关键，而公司现有产能均达到国家环保标准，无法通过置换产能的方式进一步增加产量，在技术升级较为有限的背景下，寻求对外并购成为增厚公司业绩唯一选项。2) 本轮并购浪潮中，区域内钢企整合成为重要途径。以三钢闽光为例，其在2017年并购三安钢铁，成为福建省内唯一一家大型钢铁联合企业。2018年12月，公司又与福建亿鑫钢铁签署产能指标相关合作协议。公司当前主要战略方向是整合省内，巩固区域龙头地位，再寻求跨区域并购，进一步做大做强。方大特钢所在的江西省目前有三家主要的钢铁企业，分别是方大特钢、江西萍钢和新钢股份。前两者均为辽宁方大集团旗下企业，合计粗钢产能达到1500万吨。一旦萍钢注入上市公司，方大特钢将成为区域内钢企龙头，再考虑其优秀的成本控制能力，业绩增长将非常可观。

图表 40：政策制定严防新增产能

时间	部门	政策文件	主要内容
2016.11	工业和信息化部	《钢铁工业调整升级规划（2016—2020年）》	制定1.5亿吨去产能目标；严禁新增钢铁产能，各地一律不得净增钢铁冶炼能力，结构调整及改造项目必须严格执行产能减量置换。
2017.12	工业和信息化部	《钢铁行业产能置换实施办法》	防止个别项目逃避置换新增产能，规定产能置换同时满足“1个必须+6个不得”这两个要求。
2018.04	发改委、工业和信息化部	《2018年钢铁化解过剩产能工作要点》	确认2018年压减粗钢产能3000万吨左右；处置僵尸企业作为去产能重要抓手；防范“地条钢”死灰复燃；严把钢铁产能置换和项目备案关，防止产能“边减边增”。

2018.07	工业和信息化部	《坚决打好工业和通信业污染防治攻坚战三年行动计划》	2018年再压减钢铁产能3000万吨左右，重点区域严禁新增钢铁、水泥、平板玻璃、焦化、电解铝、铸造等产能。严防“地条钢”死灰复燃。
---------	---------	---------------------------	-------------------------------------------------------------------

来源：政府网站，莫尼塔研究

公司与萍钢有历史渊源。2012年底辽宁方大集团重组萍钢公司，但由于因为当时萍钢亏损严重的影响下集团并未将其注入上市公司，2014年出于回合规考虑采用集团托管的方式以规避同业竞争，同时订立协议明确相关条件满足后将启动将江西萍钢注入上市公司的工作，此外在公司2019年度工作会议上，集团主席方威先生强调要一次性理清并快速解决完萍钢股份所有的遗留问题，尽快实现上市。

图表 41：萍钢注入条件

序号	内容
1	江西萍钢连续两个会计年度盈利
2	彻底解决江西萍钢股东确权、股权权属不清晰等问题
3	符合其他注入上市公司的法定条件（包括但不限于产权清晰，资产合规完整，符合产能批复、环保、安全生产等各方面法律法规和监管规则等）；

来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 42：萍钢注入后方大特钢的产能情况（单位：万吨）

	生铁	粗钢	钢材
原方大特钢	300	360	370
萍钢	1000	1200	1200
注入后方大特钢	1300	1560	1570

来源：公司公告，莫尼塔研究

2.3.2. 绿色环保先行，打造旅游新名片

我们认为去产能政策进入新的阶段后，现有环保标准将不断趋紧以倒逼企业进行加大环保投入，淘汰竞争力不足的企业，方大特钢在环保建设上始终领先于政策推进，先发优势明显。1) 早在供给侧改革前公司就一直非常注重环保建设，去产能政策推进以来公司基本未受影响，始终保持满负荷运转。此外，集团将赛马机制应用到环保建设领域，与业绩考核直接挂钩，对集团内三大钢厂提出了高标准严要求，其中方大特钢获得了集团2018年度环保管理赛马第一。2) 2017年，公司又针对建立“生态森林旅游式”工厂这一目标制定了《方大特钢环保提升2017-2020年行动计划及中长期规划》，加大环保技改项目建设和环保设施改造，将厂区建设成符合4A级景区要求的旅游项目，实现环保创收。

图表 43：公司旅游工厂效果图



来源：公司网站，莫尼塔研究

2018年8月，公司发布公告计划发行6.87亿元可转债，所募集资金除了少部分用于归还贷款外主要将用于现有项目的更新、环保改造和园区搬迁，中长期来看对公司成本优化非常有利，将进一步提升公司竞争力。以园区搬迁项目为例，该项目投资期1年，经过测算，该项目年净利润为6,141.80万元，预计内部收益率（税后）为12.10%，投资回收期为8.8年。建成后，将形成年产7.5万吨钢板弹簧（其中轻、微型簧4.5万吨、重型簧3万吨）年产50万件稳定杆的生产规模，较现有产能有较大提升。

图表 44：发行可转债用于的项目

项目类型	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
原料自给类	600TPD 套筒窑活性石灰建设项目	6350	5100
	VPSA 变压吸附制氧机工程项目	2995	2500
环保改造类	炼铁厂新建料场项目	12180	8000
	炼铁厂烧结脱硫后湿电及除白雾改造项目	5000	4600
	焦化厂焦炉烟道气脱硫脱硝项目	4058	3200
搬迁改造类	长力工业园整体搬迁及改造项目	38780	25300
偿还银行贷款		20000	20000
合计		89363	68700

来源：公司公告，莫尼塔研究

3. 投资风险

3.1. 螺纹钢价格下行超预期

由于整体宏观经济形势预期较为悲观，螺纹钢价格下行超预期对公司业绩有所影响，假设螺纹钢价格分别为3300、3700、4100、4500元每吨，则公司2018(E)对应的归母净利润分别为2546、2765、2984、3152百万元，EPS分别为1.76、1.91、2.06、2.18元。

图表 45：弹性测算

螺纹钢价格（元/吨）	3300	3700	4100	4500
营业总收入（百万）	14194	15102	16010	16918
归属母公司净利润（百万）	2546	2765	2984	3152
每股净收益（元）	1.76	1.91	2.06	2.18

来源：莫尼塔研究

3.2. 萍钢未能注入

方大特钢在螺纹钢方面的产能较为有限，仅有230万吨左右，如果想要得到更大的发展，萍钢注入会给方大特钢带来一大增量（1200多万吨的产能），有助于公司长久发展。如果萍钢未能注入，公司未来发展可能会有有所限制。

3.3. 汽车板簧替代品替代速度加快

在商用汽车悬架的发展历程中，国际发达国家的汽车悬架技术均大致经历了从钢板弹簧悬架→钢板弹簧+气囊复合式悬架→被动全空气悬架→主动全空气悬架（即ECAS电控空气悬架系统）的更迭过程，但更迭并不意味着旧有产品的完全被取代或消亡，只预示着其成为主流产品或非主流产品，即便当今发达国家，其商用车的悬架配置也未完全摆脱钢板弹簧悬架。仅就产品生命周期理论而言，全球范围内钢板弹簧悬架已经步入了衰退期，正逐渐被新产品、新技术所取代。然而由于我国汽车行业发展的客观实际—国民购买力有限、汽车工业起步晚、自主研发技术水平落后、行业法规不健全等因素，钢板弹簧悬架在汽车中的大规模应用预期仍将会保持20年左右的市场需求。如果替代品的替代速度加快，将影响公司特钢产品的收入。

4. 估值分析

2018年前三季度方大特钢加权平均ROE为48.68%，仅次于韶钢松山，位于第二，而其中韶钢松山主要是由于负债率较高，归母权益较低，导致企业的ROE很高。截至2019年1月14日，方大特钢当前的P/E和P/B分别为4.74X、2.96X，两者分别位于历史0%、30%分位，低于十年均值水平，具有较高的安全边际。对比行业内其他A股上市公司可以发现，方大特钢PE位于行业均值水平，而PB较高，这主要是因为方大特钢实施轻资产运营，其吨钢对应净资产较低，企业资产效率高导致，如果把这些因素考虑进来，其PB值事实上非常合理。

图表 46：方大特钢 ROE 行业内领先

图表 47：方大特钢 PE、PB 均处于历史低位



来源：Wind，公司公告，莫尼塔研究

图表 48：方大特钢与行业主要上市公司估值对比

序号	证券简称	市盈率 PE(TTM)□	序号	证券简称	市净率 PB(LF)□
1	华菱钢铁	2.6571	1	河钢股份	0.6702
2	新钢股份	2.8781	2	本钢板材	0.7062
3	韶钢松山	3.2893	3	鞍钢股份	0.7338
4	三钢闽光	3.3531	4	首钢股份	0.7972
5	安阳钢铁	3.4432	5	太钢不锈	0.8359
6	南钢股份	3.4581	6	杭钢股份	0.8664
7	柳钢股份	3.7404	7	山东钢铁	0.8811
8	太钢不锈	3.7888	8	宝钢股份	0.8871
9	马钢股份	3.9097	9	安阳钢铁	0.9405
10	鞍钢股份	4.0688	10	新钢股份	0.9611
11	方大特钢	4.7414	11	马钢股份	0.9797
12	凌钢股份	5.2712	12	重庆钢铁	0.9938
13	山东钢铁	5.5238	13	凌钢股份	1.0421
14	八一钢铁	6.4786	14	南钢股份	1.0717
15	宝钢股份	6.5225	15	酒钢宏兴	1.1697
16	重庆钢铁	6.7500	16	华菱钢铁	1.1981
17	杭钢股份	7.1144	17	三钢闽光	1.3162
18	首钢股份	8.0289	18	包钢股份	1.3363
19	河钢股份	10.7851	19	永兴特钢	1.3662
20	永兴特钢	10.8476	20	八一钢铁	1.4565
21	本钢板材	12.2549	21	柳钢股份	1.8936
22	沙钢股份	12.6754	22	韶钢松山	2.0399
23	酒钢宏兴	15.0906	23	方大特钢	2.9550
24	包钢股份	23.4195	24	沙钢股份	3.9224

来源：Wind，公司公告，莫尼塔研究

附：数据截止到2019年1月14日

5. 财务预测

图表49：财务预测（单位：人民币，百万元）

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，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。

上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚
银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场
E1座18层1803室。邮编：100738

纽约

Address: 295 Madison Avenue, 12FL
New York, NY 10017 USA

业务咨询：cebm@cebm.com.cn