

方大特钢 (600507.SH) 买入 (首次评级)

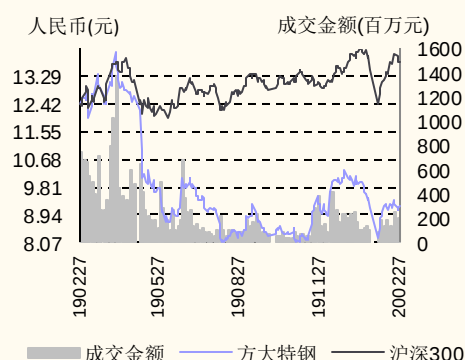
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.23 元

目标价格 (人民币): 10.80 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	14.48
已上市流通 A 股(亿股)	13.87
总市值(亿元)	133.63
年内股价最高最低(元)	9.39/8.24
沪深 300 指数	4085
上证指数	2991



高效管理与高分红特色的区域长材龙头

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,945	17,286	16,000	17,288	18,195
营业收入增长率	56.27%	23.96%	-7.44%	8.05%	5.25%
归母净利润(百万元)	2,540	2,927	1,623	1,880	1,948
归母净利润增长率	281.40%	15.26%	-44.55%	15.84%	3.61%
摊薄每股收益(元)	1.915	2.019	1.121	1.299	1.345
每股经营性现金流净额	1.93	2.46	0.58	1.66	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	54.13%	46.72%	20.23%	19.74%	17.57%
P/E	6.63	4.95	7.96	6.87	6.63
P/B	3.59	2.31	1.61	1.36	1.17

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **普特兼备的区域龙头民企。**公司主营业务包括以螺纹钢、优线为主的普钢产品，以及以弹簧扁钢、汽车板簧为主的特钢产品，具有年产钢能力 360 万吨。“海鸥”牌建筑钢材是江西省著名商标，且在江西省内市占率较高。扁钢、板簧、易切削钢产品在国内市场占有率均列第一位。
- **行业高效管理标杆、高分红典范。**1) 财务指标亮眼。螺纹产品最高毛利率超过 30%，显著高于行业平均；财务费用、销售费用低于行业平均，管理费用率因激励机制高于行业；资产负债率过去几年连续下降至 30%；ROE 水平过去十年领先行业。2) 高效管理造就高盈利。吨钢净利维持 700 元/吨，行业内第一，历史上从未出现亏损。特有的高激励模式，提高收入和福利水平以激发员工积极性，带动公司盈利提升的模式。3) 持续高分红回馈股东。03 年上市以来，累计现金分红 76.3 亿元，分红率达到 70%。过去两年平均股息率超过 10% 以上，为钢铁行业股息率最高企业之一。
- **借区位优势，20 年盈利有望回升。**公司 19 年业绩出现一定下滑，主要受到原料矿价同比大幅上涨导致利润率有所下降，高炉事故带来的产量。考虑公司主要销售区域在江西省内，且以长材为主，而江西省内长材供需结构良好。同时，预计 20 年全年生产将恢复常态，产量同比将贡献一定增量。
- **潜在的收并购及注入预期。**公司大股东方大钢铁集团，作为民企，通过整合收购南昌钢铁使得公司经营情况得到大幅度改善。公司及大股东在历史上有成功的同行业兼并重组的经验。加之大股东 12 年《关于与控股股东及关联方签订避免同业竞争协议的公告》承诺，为进一步避免同业竞争，旗下萍钢资产有注入预期。

盈利预测&投资建议

- 公司经营稳健，历史上持续跑赢行业，业绩弹性较大，分红稳定，具备不错攻守兼备配置价值。预计公司 19-21 年公司实现归母净利润分别为 16.23 亿元、18.80 亿元、19.48 亿元，同比增长-44.6%、15.8%、3.6%，对应 PE 分别为 8.0 倍、6.8 倍、6.6 倍。给予公司 2020 年 8X 估值，目标价 10.8 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 公司下游地域和行业集中风险；产量释放不达预期。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gjzq.com.cn

内容目录

一、普特兼备的区域龙头钢企	4
二、行业高效管理标杆、高分红典范	6
财务指标亮眼	6
高效管理造就高盈利	8
持续高分红回馈股东	9
三、2020 年公司盈利有望延续转好态势	10
钢价或呈现前低后高，借区位优势公司有望显著跑赢	10
生产恢复正常，盈利可期	13
四、潜在的收并购及注入预期	13
五、盈利预测与投资建议	15
六、风险提示	17

图表目录

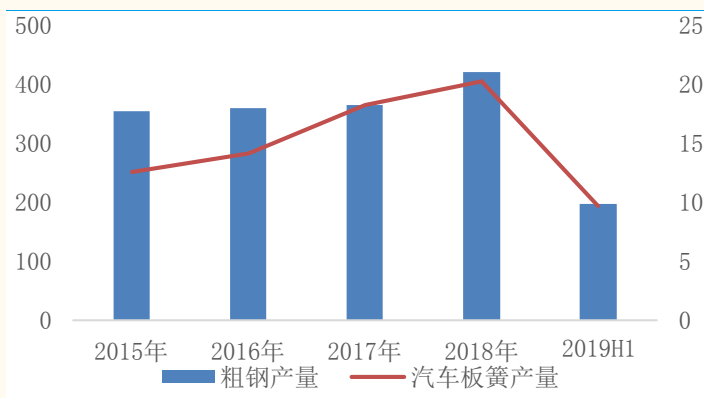
图表 1：公司产量统计（万吨）	4
图表 2：汽车板簧示意图	4
图表 3：公司历史沿革	4
图表 4：公司股权结构	5
图表 5：公司主营业务占比	5
图表 6：公司分产品毛利率	5
图表 7：公司营收及同比	5
图表 8：公司归母净利润及同比	5
图表 9：2019Q3 钢企销售毛利率统计	6
图表 10：长材类公司螺纹产品毛利率比较	6
图表 11：公司销售费用率与行业比较（%）	6
图表 12：公司财务费用率与行业比较（%）	6
图表 13：公司管理费用率与行业比较（%）	7
图表 14：公司近几年资产负债率	7
图表 15：公司资产负债率与同行业比较	7
图表 16：钢铁板块个股 ROE 比较	7
图表 17：板块 2018 年吨钢净利排名（元/吨）	8
图表 18：近几年公司吨钢净利统计（元/吨）	8
图表 19：吨钢成本比较（元/吨）	8
图表 20：公司激励机制	9
图表 21：2018 年人工效率和薪酬水平持续提升	9
图表 22：近六年股利支付率以及股息率	9
图表 23：钢铁供需平衡表	10
图表 24：钢价及铁矿石价格（元/吨）	10

图表 25: 毛利测算 (元/吨)	10
图表 26: 各地复工情况汇总	11
图表 27: 南昌、上海、唐山螺纹价格比较 (元/吨)	12
图表 27: 2020 年江西省基础设施投资大中型项目	12
图表 28: 江西固定资产投资额累计同比	12
图表 29: 江西房地产开发投资额累计同比	12
图表 30: 公司单季度粗钢产量 (万吨)	13
图表 31: 供给侧改革大事件	13
图表 32: 方大钢铁集团组织结构图	15
图表 33: 盈利预测	16
图表 34: 可比公司估值比较 (市盈率法)	17

一、普特兼备的区域龙头钢企

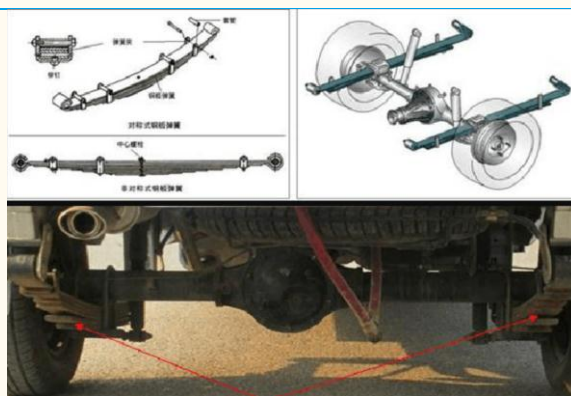
- 方大特钢是一家集采矿、炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢生产工艺于一体，具有年产钢能力 360 万吨的钢铁联合企业。同时，公司也拥有完整的从冶炼到弹扁再到板簧的生产产业链，是国内目前最大的弹簧扁钢和汽车板簧生产基地。
- ✓ 公司主要普钢产品包括螺纹、盘螺、线材等；优钢类产品主要包括汽车零部件用钢的弹簧扁钢、汽车板簧、汽车扭杆和稳定杆等。目前已形成了“长力”牌弹簧扁钢和“海鸥”牌建筑钢材两大系列品牌优势，“长力”和“海鸥”商标是江西省著名商标。
- ✓ 近几年，在行业持续向好以及公司持续精细化管理下，产量持续攀升，已达到历史最高的 420 万吨水平，且建筑用钢在区域市场内具有较强的竞争力。而弹簧扁钢年产能力达 100 万吨以上，稳定杆 40 万件、扭杆 20 万件，板簧产量稳定在 20 万吨上下，其中，扁钢、板簧、易切削钢在国内市场占有率均列第一位。

图表 1：公司产量统计（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

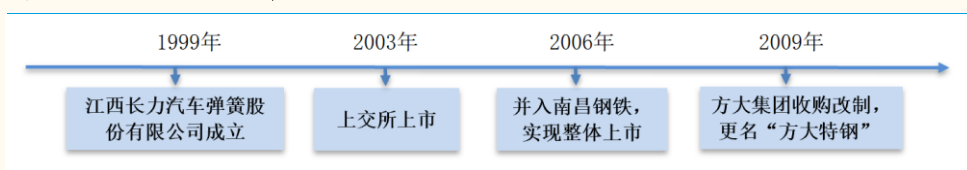
图表 2：汽车板簧示意图



来源：MRI、国金证券研究所

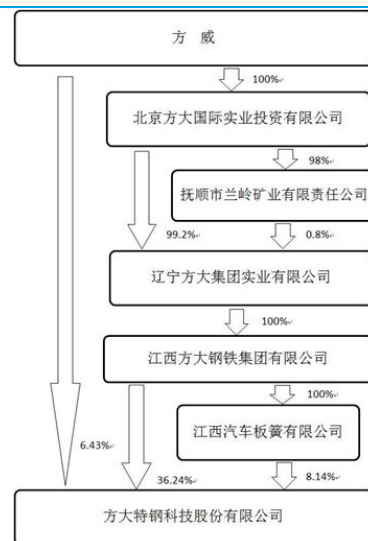
- 公司前身为江西长力汽车弹簧股份有限公司（“长力股份”），于 1999 年 9 月成立，2006 年 12 月并入南昌钢铁，成为其最主要的子公司，实际控制人江西省国资委。2009 年 10 月，南昌钢铁实行改制，辽宁方大集团收购 58% 国有股权后，成为公司大股东，后更名为方大特钢科技股份有限公司。公司实控人为方威。

图表 3：公司历史沿革



来源：wind、国金证券研究所

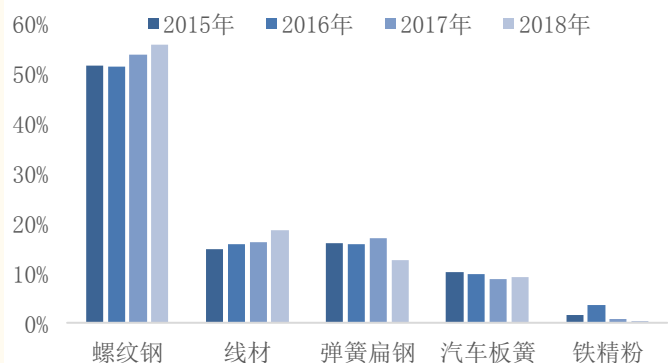
图表 4：公司股权结构



来源：wind、国金证券研究所

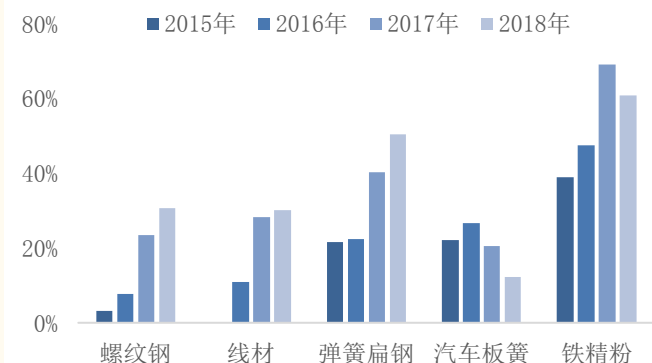
- 公司的现阶段主要收入和利润来源为长材类产品，包括螺纹与线材，均超过 60%以上，扁钢产品在收入和利润中占比 20%左右，汽车板簧在收入和利润中占比 10%不到，铁精粉占比较小。

图表 5：公司主营业务占比



来源：wind、国金证券研究所

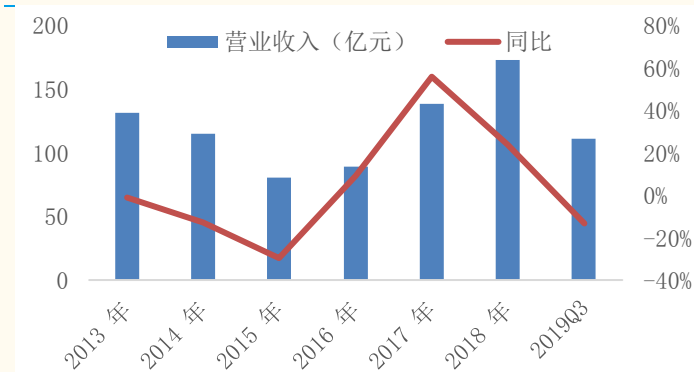
图表 6：公司分产品毛利率



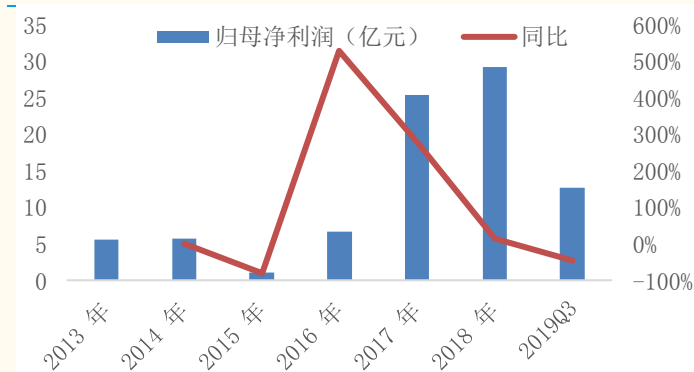
来源：wind、国金证券研究所

- 公司过去十年营收与利润变化趋势与行业趋势基本一致。随着 2016 年供给侧改革的推出，行业利润得到大幅改善，公司也凭借其出色的经营管理能力，在近 5 年来利润规模持续扩张。此外，即使在行业最差的 2015 年，公司也未出现亏损情况。

图表 7：公司营收及同比



图表 8：公司归母净利润及同比



来源：wind、国金证券研究所

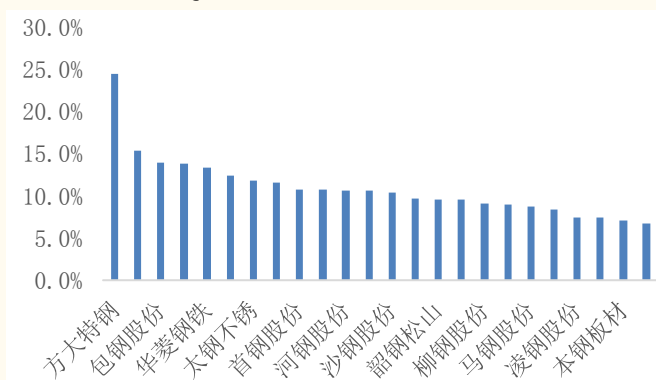
来源：wind、国金证券研究所

二、行业高效管理标杆、高分红典范

财务指标亮眼

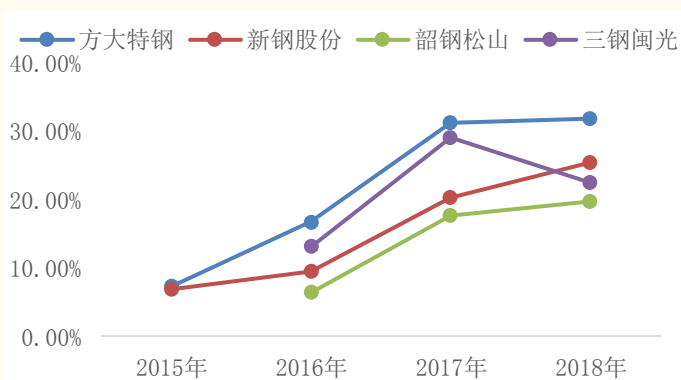
- 方大特钢的发展理念是以差异化为核心，建细分市场的龙头企业。公司盈利水平多年来保持行业前列，也体现了公司坚持市场化经营的高效管理水平。
- 产品毛利率水平同行业内领先。从产品毛利率水平看，特钢产品毛利率要高于普钢产品，但考虑公司利润的 60%来自于普钢产品。我们将普钢产品毛利率与行业内同类型长材企业比较，处于绝对领先地位，其螺纹产品去过两年最高毛利率超过 30%，显著高于行业平均。

图表 9：2019Q3 钢企销售毛利率统计



来源：wind、国金证券研究所

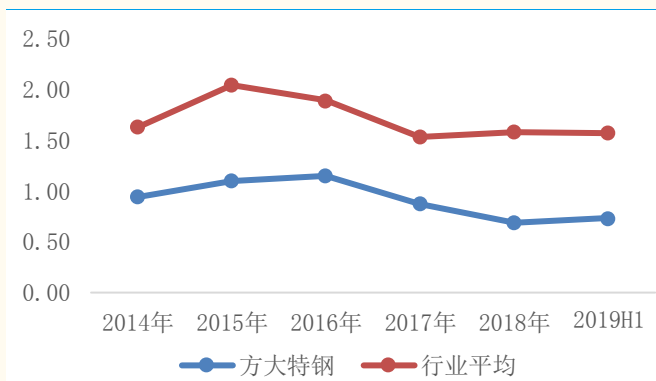
图表 10：长材类公司螺纹产品毛利率比较



来源：wind、国金证券研究所

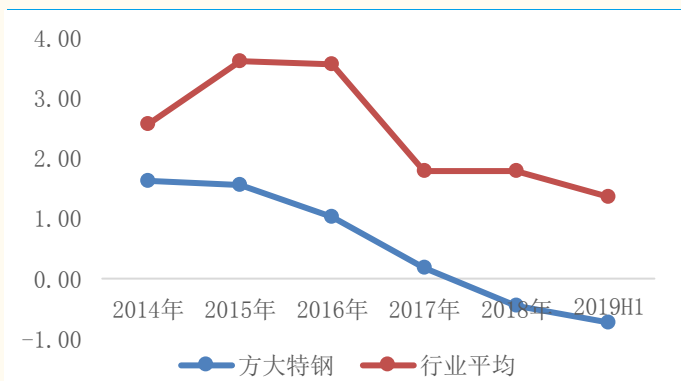
- 财务费用、销售费用低于行业平均，管理费用率因激励机制高于行业。公司 2019 年 H1 销售费用率为 0.73%，比行业平均低 0.8% 左右；财务费用率为 -0.73%，显著低于行业平均的 1.36%，特别是 15 年后下降速度明显，上述主要得益于公司从研发、销售、采购、生产到物流、客户服务等各方面进行的精细化管理。此外，公司管理费用率历史上要高于行业平均 2 个百分点左右，主要系公司特有的高收入、高福利激励模式导致，其次，2018 年公司实施中高层股权激励，确认股权激励费 7.69 亿元，相关也导致了近两年管理费用的进一步攀升。

图表 11：公司销售费用率与行业比较 (%)



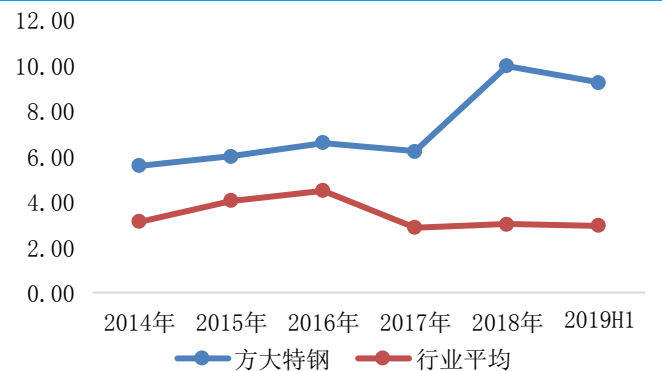
来源：wind、国金证券研究所

图表 12：公司财务费用率与行业比较 (%)



来源：wind、国金证券研究所

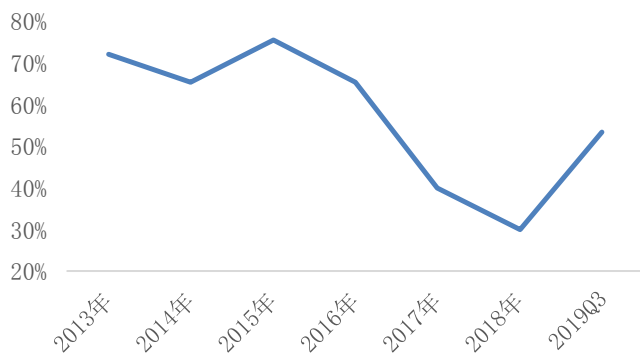
图表 13：公司管理费用率与行业比较 (%)



来源：wind、国金证券研究所

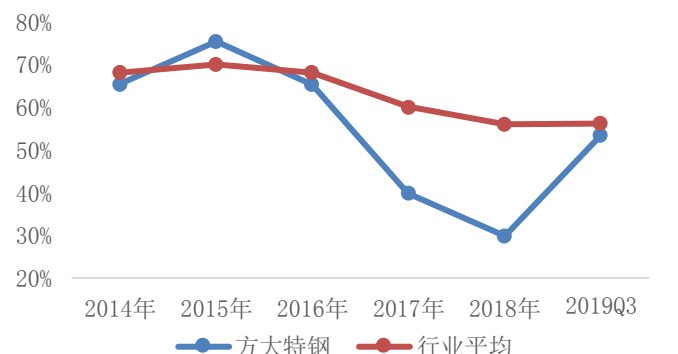
- 资产负债率略有回升但也低于行业平均。随着过去几年行业盈利的回升，公司也主动降低负债率，从最高的 72% 直线下降至 30% 以下，19 年有所回升，但也低于行业平均水平。同时，公司在手现金充分，近两年稳定在 50 亿元左右。

图表 14：公司近几年资产负债率



来源：wind、国金证券研究所

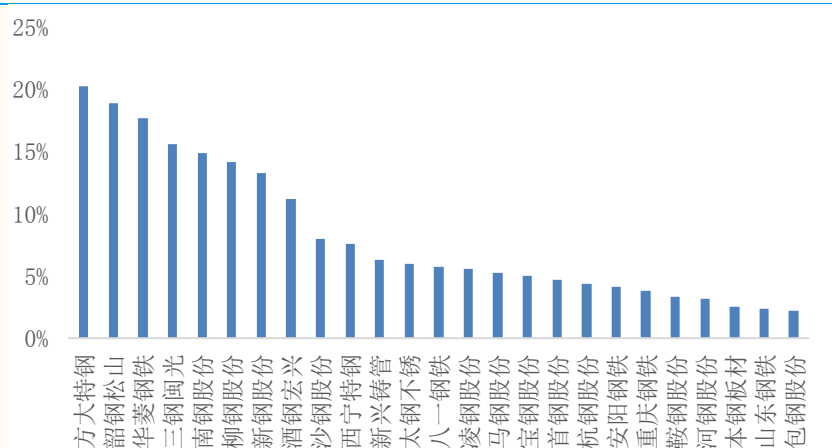
图表 15：公司资产负债率与同行业比较



来源：wind、国金证券研究所

- 公司 ROE 水平过去十年领先行业。从公司 ROE 水平看，截至 19Q3，ROE 为 20% 左右，领先行业。同时，公司 ROE 过去十年来持续为正，且一直高于行业平均水平。

图表 16：钢铁板块个股 ROE 比较

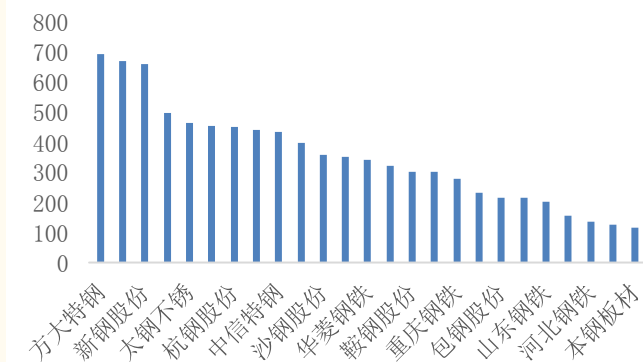


来源：wind、国金证券研究所

高效管理造就高盈利

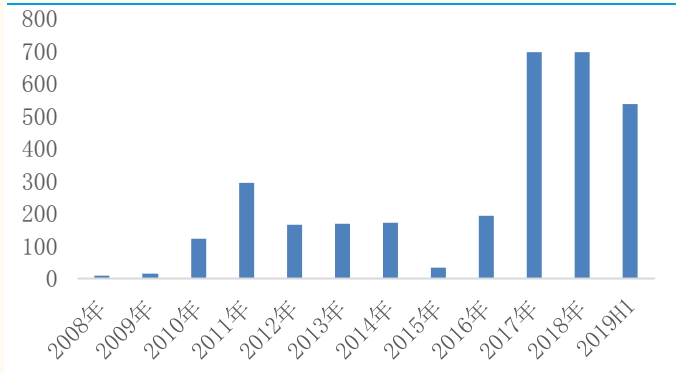
- 公司盈利能力始终处于行业领先地位，吨钢净利在上市钢企中，多年位列第一，即使在 2015 年行业出现巨幅亏损期间，公司仍保持 32 元/吨的吨净利水平。

图表 17：板块 2018 年吨钢净利排名（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

图表 18：近几年公司吨钢净利统计（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

- 公司通过高效经营管理，在人工、折旧、能耗、制造费用等方面相较于可比公司都有较为明显的成本优势。
 - ✓ 生产及能耗方面。通过对钢铁料耗、废渣消耗、合金消耗等指标进行重点监控及数据分析对比、行业对标，做到每炉炼钢成本精细核算，并进行即时调整。推动能源管控体系建设以及能源合同管理等，开展能源对标；自发电占比 50%左右，焦炭自己率也超过 50%。
 - ✓ 人工方面，公司通过数据分析，挖潜增效，劳动生产率高，人均钢产量行业内排名前列。相应的吨钢人工成本维持在 20-40 元/吨。可比企业如三钢闽光等均值均超过 100 元/吨。
 - ✓ 吨钢折旧方面，公司显著低于行业同类型公司，公司吨钢折旧较低的主要原因，其固定资产使用年限较长，年度计提金额偏小。同时，固定资产规模较小，相应的吨钢折旧值偏低。
 - ✓ 此外，公司原料成本略高于韶钢、三钢等公司，主要因为公司地处偏内陆地区，原料运费成本上相较于沿海钢厂要高。

图表 19：吨钢成本比较（元/吨）

	方大特钢	韶钢松山	三钢闽光
吨钢原料成本	1740	1120	875
吨钢人工成本	25	80	103
吨钢折旧	12	169	70
吨钢能耗	75	823	850
吨钢制造成本	29	120	125

来源：wind、国金证券研究所

- 特有的高激励模式。提高收入和福利水平以激发员工积极性，带动公司盈利提升的模式，在这个方大系统中都有所体现。
 - ✓ 方大钢铁集团层面，当企业实现盈利时，超额部分按 20-30%奖励高、中层管理人员以及普通员工；当月度实现盈利时，当月给每个员工额外普涨 500-1000 元不等的“激励工资”；推进精细化管理，开展“赛

马”对标降成本，从采购、销售、生产等多方面竞赛，促进各项指标的进步和改善，提高各工序的运行效率和效益；此外，小改小革、合理化建议等专项奖励都为员工提供了增收平台。

- ✓ 2019 年前三季度，方大特钢通过加大小改小革工作力度，积极鼓励广大干部员工开展小改小革活动，前三季度共开展小改小革 1218 项，累计创效 4871.69 万元，比 2018 年同期增长 16 项，增加创效 1903.36 万元。
- ✓ 为提高干部员工开展小改小革的积极性，公司调整原有的奖励办法，由之前的公司级奖励 40%和各单位奖励 60%调整为一、二、三等奖全由公司级奖励，鼓励奖由各单位奖励。
- ✓ 2018 年公司人均薪酬 19.82 万元，劳动效率稳中有升。公司 2018 年共支付员工薪酬 14.59 亿元，吨钢薪酬 347 元，年薪超千万元的高管达到 7 位，这在钢铁行业中属于很高的水平。

图表 20：公司激励机制

奖励机制	具体规定
绩效+所属三公司赛马	将各子公司类似岗位进行对标竞赛，调整落后人员
创新激励	鼓励小改小革，如连续三个月成本均衡下降，将按除市场因素创效额的10%进行奖励
利润共享	完成全年利润目标，可获提奖，重奖高、中层管理者；
福利递增	一人在企，其父母、子女可获医疗、助学等福利

来源：公司官网、国金证券研究所

图表 21：2018 年人工效率和薪酬水平继续提升

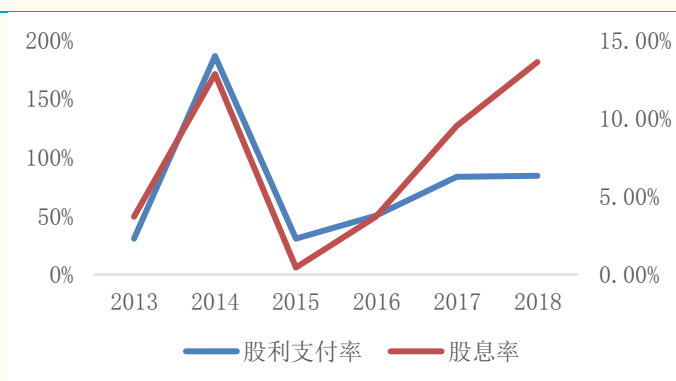
方大特钢部分经营指标	2017 年	2018 年	同比增幅
员工人数 (人)	7438	7362	-1.00%
员工薪酬 (亿元)	12.28	14.59	18.80%
人均薪酬 (万元/人)	16.51	19.82	20.00%
粗钢产量 (万吨)	364	420	15.40%
人均产钢量 (吨/人)	489	570	16.60%
吨钢薪酬 (元/吨)	337	347	3.00%

来源：公司年报、国金证券研究所

持续高分红回馈股东

- 近几年来持续高股息。公司 2003 年上市以来，累计现金分红 76.3 亿元，分红率达到 70%。过去两年平均股息率超过 10%以上，为钢铁行业股息率最高企业之一，同时也是两市上市公司高分红代表企业。

图表 22：近六年股利支付率以及股息率



来源：公司年报、国金证券研究所

三、2020 年公司盈利有望延续转好态势

钢价或呈现前低后高，借区位优势公司有望显著跑赢

- 我们预计 2020 年行业盈利同比小幅下降，行业内区位优势显著、管理优异的公司同比或远超过行业平均水平，大概率有望实现一定小幅增长。同时，受到疫情影响，全年钢价及盈利走势将呈现前低后高态势。
- ✓ 根据我们 2020 年度钢铁行业策略报告，预计 2020 年钢铁行业供需端继续双增，需求增长 1.3%，供给增长 3.2%（产能增长 6.5%，实际产量增长 3.3%），对应产能利用率下降 1.9 个百分点至 90.1%，产能利用率仍旧维持高位。

图表 23：钢铁供需平衡表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018	2019	2020E
国内需求	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%
库存变化	-1,816	-79	-515	-340	100	100
YOY	-686.9%	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	0.0%
粗钢总产量（考虑表外）	85,700	88,791	89,421	92,500	95,689	96,945
YOY	-4.3%	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	1.3%
粗钢有效产能（考虑表外，年内均值）	11.57	10.83	10.04	9.94	10.41	10.76
产能利用率（考虑表外）	74.1%	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	90.1%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- ✓ 预测 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下降，对应利润下滑但仍处于历史平均水平以上。具体来看：预计 2020 年五大品种钢价均值为 3717 元/吨，同比下降 7.5%；2020 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别-12.5%、-5.2%、3.2%，对应钢坯完全成本下降 5.9%。2019 年平均吨钢毛利 550 元左右，预计 2020 年五大品种吨钢毛利润为 450-500 元/吨，同比小幅下降。

图表 24：钢价及铁矿石价格（元/吨）



来源：mysteel、国金证券研究所

图表 25：毛利测算（元/吨）



来源：国金证券研究所

- 同时，受到当前疫情的影响，钢铁行业主要下游建筑业和制造业复工时间均有所推后，导致 2 月节后需求，特别是后续旺季需求启动均有所推后。而中期看，下游需求有望在二、三、四季度集中释放，一季度钢价低点出现后，后续三个季度价格中枢有望逐级抬升。下半年需求值得期待，全年钢价有望呈现前低后高走势。
- ✓ 钢铁行业制造业需求主要来自汽车、机械、家电等，节后已陆续复工。建筑业方面，各省市已经陆续公布延后建筑业复工时间，普遍推后至 2 月底。我们预计建筑业集中开工时间将在 2 月底、3 月初，需求完全释放或需至 4 月。
- ✓ 对应的从品种看，建筑业需求延后对螺纹建材的需求短期影响较大。目前部分需求虽然有所推后，但总量影响有限，也意味着将改变后续钢价走势节奏。

图表 26：各地复工情况汇总

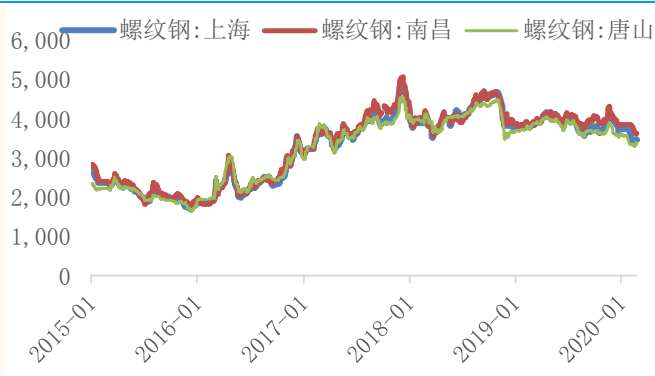
区域	省份	本地下游工程 预计复工时间	同比去年延迟多久	本地制造业工厂 预计复工时间	同比去年延迟多久
东北	黑龙江	3月下旬	延迟10天左右	3月1号	延迟20天
东北	吉林	3月10号	延迟20天	3月15号	延迟20天
东北	辽宁	暂定3月1日后	半个月	3月1日	半个月
华北	北京	2月20日	延迟至少10多天	43891	延迟1个月
华北	河北	暂定2月10日 (但是暂定，也要等通知，最迟的话到3月1日)	延迟10多天	3月1日	延迟1个月
华北	内蒙古	暂定3月1日后	正常	暂定2月10日	延迟10天
华北	山西	暂定3月1日后	正常	3月1日	正常
华北	天津	暂定2月10日	延迟10天	暂定2月10日	延迟10
华东	安徽	3月1日	延迟20天左右	3月1日	延迟1个月
华东	福建	暂定2月10日	延迟10多天	43871	延迟10天左右
华东	江苏	部分2月20日/也有部分3月1日	延迟至少20天	3月1日	延迟20天左右
华东	江西	3月4号	延迟至少20天	43894	延迟至少20天
华东	山东	3月1日	延迟20天左右	3月1日	延迟1个月
华东	上海	暂定2月10日 (鼓励因地制宜，延迟、错峰复工和新开工，预计整体可能至2月下旬)	至少延迟10天	暂定2月10日	延迟10天
华东	浙江	暂定2月10日预计可能整体至17日以后	至少延迟10天	暂定2月10日	延迟10天
		温州24日			
		绍兴17日			
华南	广东	暂定2月10日	至少延迟10天	暂定2月10日	延迟10天
华南	广西	暂定2月10号	至少延迟10天	暂定2月10号	延迟10天
华南	海南	暂定2月10日	至少延迟10天	暂定2月10日	延迟10天
西北	甘肃	3月1日	延迟半个月	3月1日	延迟半个月
西北	宁夏	43891	正常	43891	延迟二十多天
西北	青海	暂定2月10日	正常	暂定2月10日	正常
西北	陕西	暂定2月10日	正常	暂定2月10日	正常
西北	新疆	三月中下旬	正常无延迟	3月1日	无延迟
西南	贵州	暂定2月10日	至少延迟10天	暂定2月10日	延迟10天
西南	四川	暂定2月10日	正常	暂定2月10日	正常
西南	云南	暂定2月10号	延迟10天	暂定2月10号	延迟10天
西南	重庆	暂定2月10号、部分区县延期至2月23号	延迟半个月-一个月		
中南	河南	重点工程2/25；一般民生工程3/6； 房地产等3/16后	延迟半个月-一个月	2月10日后分批复工	延迟10天
中南	湖北	暂定2月14日之后，有可能延续至2月底之后	延迟半个月	暂定2月14日之后	延迟半个月
中南	湖南	暂定2月10日	延迟10天	暂定2月10日	延迟10天

来源：mysteel、国金证券研究所

- 公司主要销售区域在江西省内，且以长材为主。江西省内钢铁供需结构良好，省内基建、地产投资增速在全国各区域靠前，同时，省内中大型钢厂相对较少，年产量保持稳定，钢材整体呈现净流入态势，钢价也高于全国平均水平。公司区位优势叠加经营管理优势，有望继续较大幅度跑赢行业同类型企业。
- ✓ 从省内竞争格局看，江西省内主要的中大型钢厂即为方大特钢、方大萍钢、新钢，三家合计产量占绝大部分，呈现省内寡头格局。此外，新钢主要品种为板材，与方大特钢及萍钢形成差异化，而方大特钢及萍钢同为方大系，均为长材产品。外部流入钢材主要来自湖南等地，总体省内企业凭借地域优势竞争优势明显。
- ✓ 价格方面，从南昌地区螺纹价格与北方代表城市唐山，以及华东代表城市上海比较看，近三年来，其均价均要略高于上述地区。总体看，江西地区长材价格要高于北方地区 200-300 元/吨左右，高于华东地区

100-150 元/吨左右。而与全国均价比较，总体持平略高，幅度在 0-30 元/吨左右。

图表 27：南昌、上海、唐山螺纹价格比较（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

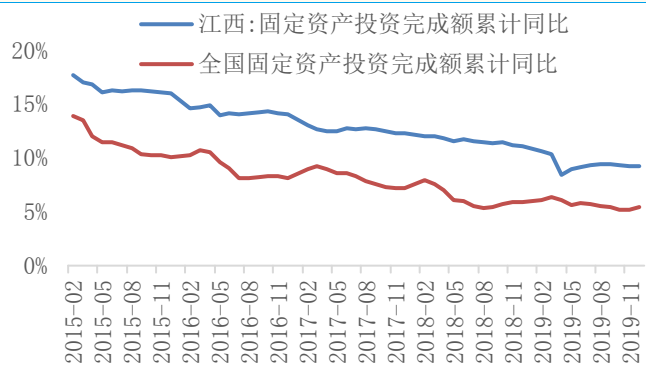
- ✓ 从长材主要下游的基建和地产需求看，江西省需求尚可。2019 年江西省固定资产投资增速 9.2%，远高于全国平均 5.4% 水平。在全国各省中，增速靠前。同时，根据江西省印发的全省综合交通、铁路、电力、省级天然气管网、信息通信 5 个领域基础设施建设三年攻坚行动计划（2018-2020 年），从 2018 年到 2020 年，将重点投入实施高速公路、普通国省道改造和城市轨道项目等项目，今年将重点实施总投资达 2.57 万亿元的 2933 个省大中型项目。截至 19 年 12 月底，江西省房地产投资额累计同比，新开工面积累计同比，增速虽有所回落，但总体维持平稳。

图表 28：2020 年江西省基础设施投资大中型项目

铁路方面	加快昌景黄高铁、赣深客专、安九客专、兴泉铁路、昌九客专建设，推进长赣铁路前期工作
公路方面	建成兴国至赣县北延等项目，开工大广高速吉安至南康段扩容改造、通山（赣鄂界）至武宁、南昌绕城西二环等项目
机场方面	开工瑞金机场，加快抚州机场、三清山机场扩建、明月山机场二期扩建前期工作。
水运水利方面	打通信江三级航道，建成四方井水利枢纽，推进鄱阳湖水利枢纽前期工作，争取开工赣抚尾间综合整治工程
电力方面	建成分宜电厂扩建项目，续建雅中—江西特高压直流工程、丰城电厂三期扩建、瑞金电厂二期扩建项目，开工信丰电厂新建项目
产业方面	推进兆驰光电 LED 封装生产线扩建、云泰铜业年产 10 万吨高性能高精度铜板带工程等项目建

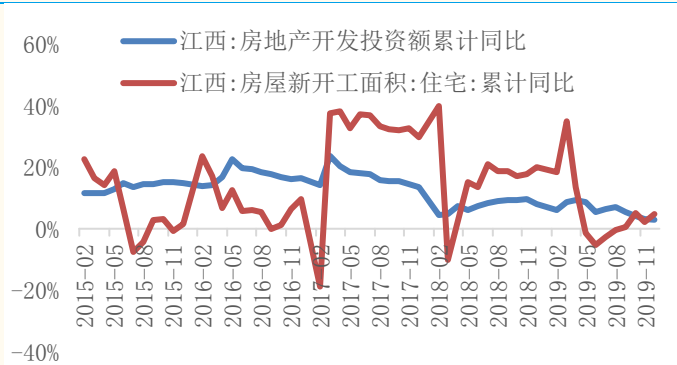
来源：mysteel、国金证券研究所

图表 29：江西固定资产投资额累计同比



来源：wind、国金证券研究所

图表 30：江西房地产开发投资额累计同比

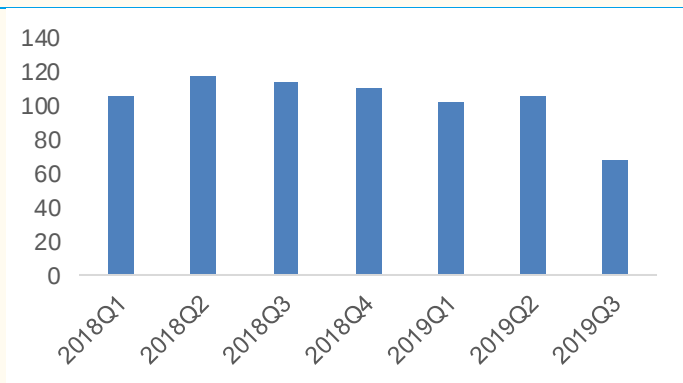


来源：wind、国金证券研究所

生产恢复正常，盈利可期

- 受到二季度高炉事故影响，公司 2019 年粗钢产量同比在近几年首次出现下降，特别是使得公司三季度产量，以及经营出现一定回落。
- ✓ 公司现有生铁年产能约 315 万吨，粗钢产能约 360 万吨，钢材产能约 370 万吨。主要炼铁设备包括一座 510 立方米和两座 1050 立方米高炉；主要炼钢设备包括 3 台 80 吨转炉、三台 LF 炉和一座 VD 炉。同时，还具备螺纹钢、优特钢、弹簧扁钢、优线四条轧线。其中，事故二号高炉容积 1050 立方米，铁水产能约 125 万吨/年。
- 根据公司公告的季度经营数据，公司 19Q3 钢铁业产品单季度产量 67 万吨左右，环比下降 36%，同比下降 40%，影响较大。目前，此次安全事故调查结果已公布，相关处罚也已落地，公司经营也恢复至正常水平。我们预计公司 19Q4 产量恢复至以往水平，并弥补一定三季度产量损失，全年产量同比下降 15% 左右。同时也意味着，按此趋势，公司 2020 年全年生产将恢复常态，产量同比将贡献一定增量。

图表 31：公司单季度粗钢产量（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

四、潜在的收并购及注入预期

- 根据工信部、发改委、国资委 16 年发布的《钢铁行业兼并重组与处置僵尸企业的指导意见》，明确提出“到 2025 年，中国钢铁产业 60%-70% 的产量将集中在 10 家左右的大集团内，其中包括 8000 万吨级的钢铁集团 3-4 家”。在去产能任务基本完成后，后续行业大规模并购重组是大势所趋。

图表 32：供给侧改革大事件



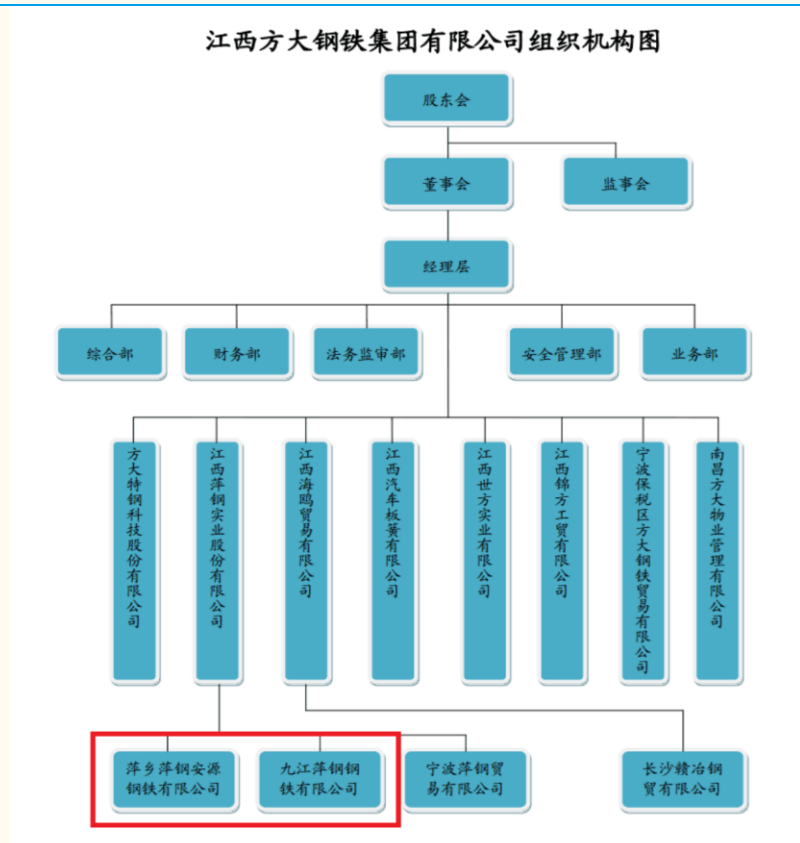
来源：国金钢铁整理、国金证券研究所

- 公司大股东方大钢铁集团，作为民企，通过整合收购南昌钢铁使得公司经营情况得到大幅度改善。公司及大股东在历史上有成功的同行业兼并重组的经验。加之大股东前期承诺为进一步避免同业竞争，旗下萍钢资产有注入预期。

■ 萍钢的注入预期。

- ✓ 根据公司在 2012 年《关于与控股股东及关联方签订避免同业竞争协议的公告》，为维护上市公司利益，妥善处置与控股股东等关联方因收购江西萍钢实业股份有限公司（以下简称“江西萍钢”）而产生的同业竞争问题，进一步明确解决同业竞争问题的后续措施和安排，并最终消除江西萍钢与公司存在的同业竞争，大股东同意将公司作为旗下钢铁相关业务投资与经营的最终整合平台。
- ✓ 江西萍钢实业股份有限公司自符合注入条件之日起五年内，将江西萍钢实业股份有限公司及子公司注入上市公司。如自符合上述注入条件之日起五年内仍未注入上市公司，将通过出售资产、转让股权、协议经营、资产租赁及其他切实可行的方案解决上述同业竞争问题。
- ✓ 在萍钢股份暂时不具备注入上市公司且方大特钢放弃收购的情况下，方大钢铁将参与收购萍钢股份并作为过渡，承诺若收购成功，待有关手续得到政府相关部门批复并在条件具备时，由方大特钢董事会或股东大会决定是否将上述股份或资产通过转让或其他方式以市场公允的价格注入方大特钢。
- ✓ 2014 年 6 月 27 日，公司 2014 年第四次临时股东大会审议通过《关于变更履行涉及萍钢公司（含中创矿业）承诺暨股权托管的议案》，方大集团及控股股东江西方大钢铁集团有限公司变更承诺，将所持江西萍钢实业股份有限公司（含新余市中创矿业有限公司）股份托管给公司，公司已于 2014 年 7 月签订相关托管协议。
- ✓ 萍钢股份前身为始建于 1954 年的萍乡铁厂，为江西省冶金厅下属的国有企业。2003 年 8 月 5 日，公司通过国有股权协议转让的方式改制为民营有限责任公司。2009 年，萍钢股份以净资产折股方式整体变更为股份有限公司，并更名为江西萍钢实业股份有限公司。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一，2018 年产量达到 1150 万吨左右，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。
- ✓ 在方大系统管理下，萍钢在烧结、炼铁、转炉、轧钢四大工序能耗中取得全面进步，烧结与转炉工序能耗均名列行业第一，大大低于行业平均水平；在主要钢材产品单位制造成本中，低合金板材、普碳板材、三级钢筋、低合金方坯、非合金钢方坯单位制造成本均排名行业第二，非合金线材单位制造成本排名行业第一；吨材盈利全国排名前列，人均产钢超过 1000 吨，均处于领先地位。2018 年方大特钢、九江钢铁、萍安钢铁吨材利润在全国钢铁行业排名分别为第 1 位、第 3 位、第 5 位。

图表 33：方大钢铁集团组织结构图



来源：公司官网、国金证券研究所

■ 其他潜在的收并购预期。

- ✓ 2019 年 5 月，公司收到控股股东方大钢铁《关于拟参与四川达钢集团重整投资的通知》，方大钢铁在全国企业破产重整案件信息网知悉，四川省达州钢铁集团有限责任公司合并重整案招募重整投资人，作为方大特钢的控股股东，方大钢铁事前通知并明确由方大特钢优先选择是否参与投资该项目。股东承诺，从支持方大特钢做大做强钢铁产业发展战略考虑，为了不使商业机会旁落，在方大特钢放弃本次商业机会的前提下，方大钢铁将参与达钢集团的重整投资项目。如方大钢铁成功收购达钢集团，方大钢铁承诺：在符合法律法规，满足合规性、盈利性的要求，将达钢集团注入上市公司方大特钢。
- ✓ 2019 年 10 月，经公司第七届董事会第八次会议审议，非关联董事一致表决通过，鉴于达钢集团经营业绩不佳，财务状况资不抵债，未来经营存在较多不确定因素，目前不符合上市公司投资收购的基本规范要求，公司决定放弃本次投资机会。

五、盈利预测与投资建议

■ 我们对公司盈利做出以下假设：

- ✓ 产量方面：预计公司 2019 年产量 385 万吨，同比下降 10%不到；2020 年产能利用率恢复至过去两年正常水平后，达到 420 万吨左右；2021 年在此基础上，通过内部管理效率提升，进一步小幅增长。
- ✓ 价格方面：2019 年长材价格均价 4100 元/吨左右，预计 2020 年钢价同比小幅下降 5-10%，考虑公司所处江西地区，供需环境良好，均价

要略高于行业平均水平，预计公司均价同比基本持平，仅小幅下降 50 元/吨左右；2021 年预计行业供需好转，均价同比上涨 0-5%。

- ✓ 盈利能力方面，公司过去几年平均吨钢毛利 1100-1200 元/吨左右，2019 年因为产量下滑以及原料价格上涨原因，前三季度吨钢毛利 1000 元/吨左右，盈利能力略有下降，预计 2019 年全年吨毛利 1000 元左右，对应毛利率 25%左右；2020 年随着产能利用率的提升，规模效益显现后，吨钢毛利回升至 1100 元左右，对应毛利率 27%左右，2021 年则预计同比持平上下。此外，扁钢及板簧类等优钢部分，供需平稳，波动较小，预计价格和盈利能力基本持平。
- ✓ 结合以上，我们测算，公司 2019 年业绩，一方面，受到原材料铁矿石价格同比大幅上涨近 35%的影响，全行业吨钢利润率有所下降；另一方面，公司产量受到高炉事故影响，产量同比下滑 10%左右。因此，盈利能力虽强于行业，但在产量下滑影响下，业绩同比下降 43%。2020 年公司产品量价均有所回升，预计业绩同比增长 16%左右，2021 年业绩则同比持平略增。

图表 34：盈利预测

			2019E	2020E	2021E
螺纹钢	销量	万吨	230	250	255
	售价	万元/吨	0.41	0.405	0.420
	毛利率		25.00%	27.0%	27.0%
	收入	亿元	94.30	101.25	107.10
	成本	亿元	70.73	73.91	78.18
	毛利润	亿元	23.58	27.34	28.92
高线	销量	万吨	65	75	75
	售价	万元/吨	0.42	0.415	0.430
	毛利率		24.00%	26.0%	26.0%
	收入	亿元	27.30	31.13	32.25
	成本	亿元	20.75	23.03	23.87
	毛利润	亿元	6.55	8.09	8.39
弹簧扁钢	销量	万吨	70	75	80
	售价	万元/吨	0.42	0.42	0.42
	毛利率		30%	30%	30%
	收入	亿元	29.40	31.50	33.60
	成本	亿元	20.58	22.05	23.52
	毛利润	亿元	8.82	9.45	10.08
汽车板簧	销量	万吨	20	20	20
	售价	万元/吨	0.45	0.45	0.45
	毛利率		15%	15%	15%
	收入	亿元	9.00	9.00	9.00
	成本	亿元	7.65	7.65	7.65
	毛利润	亿元	1.35	1.35	1.35

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年公司实现营业收入分别为 160.00 亿元、172.88 亿元、181.95 亿元，同比增长-7.4%、8.1%、5.3%；实现归母净利润分别为 16.23 亿元、18.80 亿元、19.48 亿元，同比增长-44.6%、15.8%、3.6%，对应 PE 分别为 8.0 倍、6.8 倍、6.6 倍。
- 公司作为优质民营长材龙头企业，历史上经营稳健，从未亏损。同时，历史上公司螺纹产品盈利弹性不错，若后续二、三、四季度钢铁回暖，利润回升，公司业绩弹性较大。叠加公司过去几年较为稳定的分红水平，股息率超 10%以上，我们认为公司具备不错攻守兼备配置价值。估值方面，板

块 20 年平均估值 7-10 倍左右，参考可比公司，我们给予公司 2020 年 8X 估值，目标价 10.8 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 35：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
000932	华菱钢铁	4.07	0.73	0.73	0.75	5.8	5.7	5.6
000717	韶钢松山	4.19	0.70	0.64	0.70	6.2	6.7	6.2
600808	马钢股份	2.70	0.30	0.32	0.34	9.2	8.7	7.9
601003	柳钢股份	5.00	0.80	0.83	0.82	6.4	6.2	6.3
600569	安阳钢铁	2.26	0.20	0.23	0.26	11.7	9.8	8.7
平均值						8.1	7.5	6.80
600507	方大特钢	9.06	1.18	1.35	1.53	8.0	6.8	6.6

来源：Wind、国金证券研究所

六、风险提示

- 公司下游地域和行业集中风险。公司主要盈利来源长材产品，下游需求集中在江西地区，行业集中在基建、房地产领域。江西地区近几年建筑业需求尚可，但考虑其并非经济强省，基建投资增速总体维持 9-10%，并未出现显著增长。而地产方面，省内主要为三、四线城市，投资和新开工数据波动仍然较大。截至 2019 年 12 月，地产投资增速 3% 左右，仍呈现缓慢下降趋势。总体看，若宏观经济总体下行，公司下游需求或有较大影响。
- 产量释放不达预期。公司 19 年产量受高炉事故影响有所下降，19Q3 后，事故影响逐步消退，产能释放恢复至正常水平。若后续出现产线检修、调整等问题，不排除再次影响产能释放。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,924	13,945	17,286	16,000	17,288	18,195
增长率		56.3%	24.0%	-7.4%	8.0%	5.2%
主营业务成本	-7,173	-9,478	-11,604	-11,970	-12,665	-13,322
%销售收入	80.4%	68.0%	67.1%	74.8%	73.3%	73.2%
毛利	1,751	4,467	5,681	4,030	4,623	4,873
%销售收入	19.6%	32.0%	32.9%	25.2%	26.7%	26.8%
营业税金及附加	-89	-140	-164	-149	-161	-169
%销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-103	-121	-118	-120	-124	-131
%销售收入	1.1%	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
管理费用	-586	-865	-1,655	-1,536	-1,660	-1,747
%销售收入	6.6%	6.2%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
研发费用	0	0	-67	-26	-28	-29
%销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	973	3,340	3,677	2,199	2,650	2,797
%销售收入	10.9%	24.0%	21.3%	13.7%	15.3%	15.4%
财务费用	-91	-25	79	0	-122	-178
%销售收入	1.0%	0.2%	-0.5%	0.0%	0.7%	1.0%
资产减值损失	-17	-64	0	-15	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	14	15	33	10	10	10
%税前利润	1.6%	0.4%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	879	3,290	3,896	2,195	2,538	2,628
营业利润率	9.9%	23.6%	22.5%	13.7%	14.7%	14.4%
营业外收支	25	135	-51	-15	-15	-15
税前利润	904	3,425	3,845	2,180	2,523	2,613
利润率	10.1%	24.6%	22.2%	13.6%	14.6%	14.4%
所得税	-210	-875	-913	-545	-631	-653
所得税率	23.2%	25.5%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	694	2,550	2,932	1,635	1,892	1,960
少数股东损益	28	11	5	12	12	12
归属于母公司的净利润	666	2,540	2,927	1,623	1,880	1,948
净利率	7.5%	18.2%	16.9%	10.1%	10.9%	10.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	694	2,550	2,932	1,635	1,892	1,960
少数股东损益	28	11	5	12	12	12
非现金支出	545	534	480	433	507	601
非经营收益	59	96	-3	167	11	13
营运资金变动	47	-626	164	-1,393	-8	-26
经营活动现金净流	1,345	2,554	3,573	842	2,402	2,548
资本开支	-38	-131	-252	-696	-755	-875
投资	10	28	15	0	0	0
其他	16	-535	579	10	10	10
投资活动现金净流	-12	-639	341	-686	-745	-865
股权募资	0	0	668	668	0	0
债权募资	-1,042	-1,652	-138	52	44	34
其他	-314	-599	-2,161	-363	-382	-398
筹资活动现金净流	-1,356	-2,251	-1,631	357	-338	-364
现金净流量	-23	-336	2,283	513	1,319	1,319

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,433	1,092	3,261	3,774	5,093	6,412
应收款项	1,307	1,693	542	1,653	1,786	1,879
存货	1,359	1,082	1,118	1,461	1,546	1,626
其他流动资产	137	676	105	579	610	640
流动资产	4,237	4,542	5,027	7,467	9,034	10,557
%总资产	50.8%	53.8%	53.3%	63.4%	66.5%	68.7%
长期投资	195	168	157	157	157	157
固定资产	2,415	2,425	2,971	3,087	3,174	3,291
%总资产	28.9%	28.7%	31.5%	26.2%	23.4%	21.4%
无形资产	1,340	1,164	1,093	1,069	1,215	1,359
非流动资产	4,111	3,894	4,411	4,312	4,546	4,806
%总资产	49.2%	46.2%	46.7%	36.6%	33.5%	31.3%
资产总计	8,348	8,437	9,438	11,779	13,581	15,363
短期借款	1,773	148	10	64	107	141
应付款项	2,924	2,033	2,141	2,795	2,964	3,118
其他流动负债	759	1,192	650	545	618	642
流动负债	5,455	3,372	2,802	3,404	3,689	3,901
长期贷款	28	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	73	80	50	50	50
负债	5,549	3,446	2,881	3,454	3,739	3,951
普通股股东权益	2,521	4,691	6,266	8,022	9,526	11,085
其中：股本	1,326	1,326	1,450	1,450	1,450	1,450
未分配利润	840	2,812	3,557	4,855	6,359	7,918
少数股东权益	278	300	291	303	315	327
负债股东权益合计	8,348	8,437	9,438	11,779	13,581	15,363
比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.502	1.915	2.019	1.121	1.299	1.345
每股净资产	1.901	3.538	4.322	5.541	6.580	7.656
每股经营现金净流	1.015	1.926	2.464	0.580	1.656	1.758
每股股利	0.252	1.600	1.700	0.224	0.259	0.269
回报率						
净资产收益率	26.41%	54.13%	46.72%	20.23%	19.74%	17.57%
总资产收益率	7.98%	30.10%	31.01%	13.78%	13.84%	12.68%
投入资本收益率	16.24%	48.40%	42.52%	19.66%	19.98%	18.16%
增长率						
主营业务收入增长率	9.52%	56.27%	23.96%	-7.44%	8.05%	5.25%
EBIT增长率	190.89%	243.23%	10.08%	-40.19%	20.52%	5.53%
净利润增长率	532.91%	281.40%	15.26%	-44.55%	15.84%	3.61%
总资产增长率	-10.29%	1.07%	11.87%	24.80%	15.29%	13.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	6.6	5.5	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	60.4	47.0	34.6	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	50.5	34.5	18.4	20.0	20.0	20.0
固定资产周转天数	96.4	54.3	50.8	59.9	58.3	58.4
偿债能力						
净负债/股东权益	13.09%	-18.92%	-49.60%	-44.57%	-50.66%	-54.96%
EBIT利息保障倍数	10.7	134.0	-46.8	-5,604.9	21.8	15.7
资产负债率	66.47%	40.84%	30.53%	29.32%	27.53%	25.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	3	8
增持	0	1	2	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.50	1.40	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

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%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH