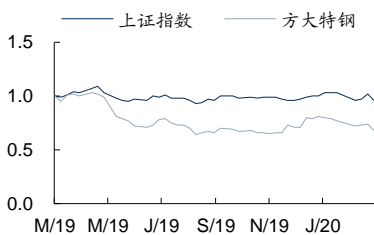


证券研究报告—动态报告
黑色金属
钢铁 II
方大特钢(600507)
增持
2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 02 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)	1,448/1,387
总市值/流通(百万元)	12,422/11,900
上证综指/深圳成指	2,880/10,981
12 个月最高/最低(元)	16.10/7.91

相关研究报告:

《方大特钢-600507-2019 年一季报点评: 一季度吨钢毛利水平行业领先》——2019-04-26
 《方大特钢-600507-2018 年年报点评: 业绩再突破, 分红稳增长》——2019-02-25
 《方大特钢-600507-2018 年半年报点评: 产量稳步提升, 盈利高位持续》——2018-08-20
 《方大特钢-600507-财报点评: 高效率、低负债、高盈利、高分红》——2018-02-26
 《方大特钢-600507-调研纪要: 优质长流程民营钢企》——2017-11-08

证券分析师: 冯思宇

电话:
 E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

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
成本控制稳健, 产量影响公司业绩
● 2019 年产量下降, 盈利下滑

2019 年, 公司二号高炉煤气管道发生燃爆事故, 其停产对公司三季度产量造成明显影响。公司全年产材 366.60 万吨, 同比下降 13.77%。同时, 受到行业不利影响, 2019 年, 公司实现营业收入 153.89 亿元, 同比下降 10.97%; 归属于母公司所有者的净利润 17.11 亿元, 同比下降 41.54%。公司采用精细化管理, 成本控制能力突出, 相较于其他已披露业绩预告的南方长材企业来看, 公司 2019 年净利润下滑幅度相对较小。此外, 公司计划以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.9 股, 共计转增 7.09 亿股, 不分红, 不送红股。

● 四季度业绩明显改善

四季度受益于钢材价格上涨以及铁矿石价格回落, 叠加公司钢产量的回升, 业绩较三季度大幅改善。公司钢铁业四季度平均吨钢毛利为 777.51 元/吨, 环比上涨 28.43%。

● 稳增长政策加码, 预期改善

近期在疫情影响下, 人员流动受限, 建筑行业年后复工进度较慢, 导致建材消费冷清。短期来看, 建材下游需求尚在缓慢启动的过程中, 库存压力持续累积, 压制现货市场钢材价格。疫情下, 公司一季度业绩承压。但从中长期角度来看, 下游的复工在有序推进, 同时, 近期稳增长政策不断加码, 财政政策积极, 基建投资有望抬升, 地产方面也可以看到多地推出涉房支持政策, 一城一策存在向稳中偏松过度的可能。政策支持下, 钢材消费有望得到改善, 带动板块估值修复行情。

● 风险提示: 钢材消费大幅下滑; 疫情控制不及预期。
● 投资建议: 维持“增持”评级

考虑到公司资产效率高, 盈利能力强, 股权激励费用即将确认完毕, 释放利润空间, 预计公司 2020-2022 年收入 163/164/169 亿元, 同比增速 5.8/0.7/3.0%, 归母净利润 19.4/21.4/22.3 亿元, 同比增速 13.3/10.3/4.4%; 摊薄 EPS 为 1.34/1.48/1.54 元, 当前股价对应 PE 为 6.4/5.8/5.6x。公司估值存在修复空间, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

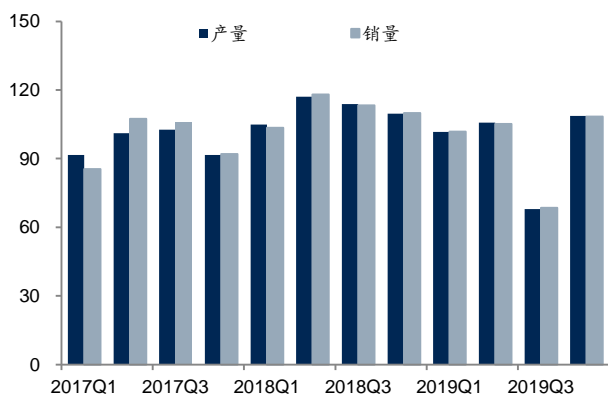
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,389	16,277	16,393	16,878
(+/-%)	-11.0%	5.8%	0.7%	3.0%
净利润(百万元)	1,711	1,940	2,138	2,233
(+/-%)	-41.5%	13.3%	10.3%	4.4%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.34	1.48	1.54
EBIT Margin	13.9%	15.2%	16.5%	16.6%
净资产收益率(ROE)	26.2%	25.8%	24.9%	23.0%
市盈率(PE)	7.26	6.40	5.81	5.56
EV/EBITDA	7.19	6.53	5.90	5.71
市净率(PB)	1.90	1.65	1.45	1.28

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

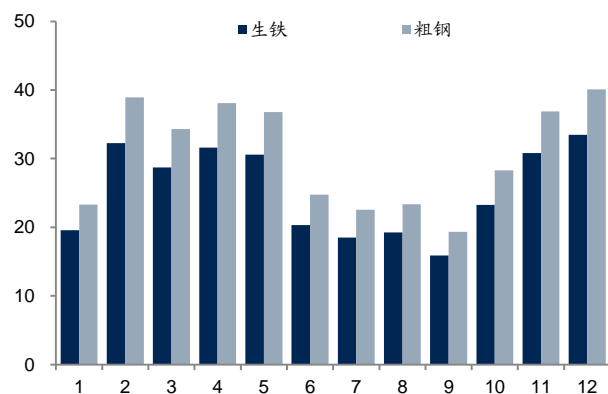
产量下降，盈利下滑。2019年，公司二号高炉煤气管道发生燃爆事故，其停产对公司三季度产量造成明显影响。公司全年实现产铁 304.22 万吨、钢 366.73 万吨、材 366.60 万吨，同比分别下降 12.09%、下降 12.75%、下降 13.77%。同时，受到铁矿石价格大幅上涨以及钢材价格下滑的不利影响，公司营业收入及盈利均有所下滑。2019年，公司实现营业收入 153.89 亿元，同比下降 10.97%；归属于母公司所有者的净利润 17.11 亿元，同比下降 41.54%。此外，公司计划以资本公积向全体股东每 10 股转增 4.9 股，共计转增 7.09 亿股，不分红，不送红股。

图 1：方大特钢钢材季度产销量（万吨）



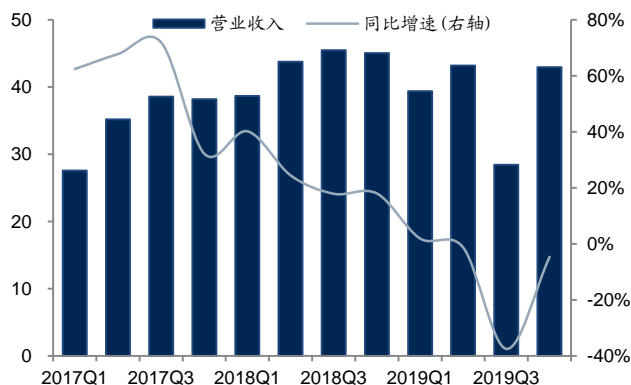
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：2019 年方大特钢月度生铁和粗钢产量（万吨）



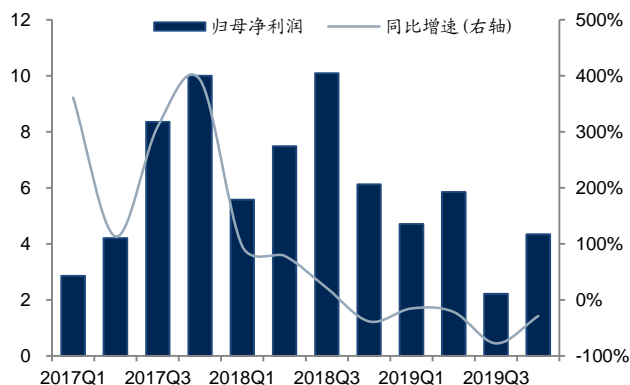
资料来源：中国钢铁工业协会、国信证券经济研究所整理

图 3：单季营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

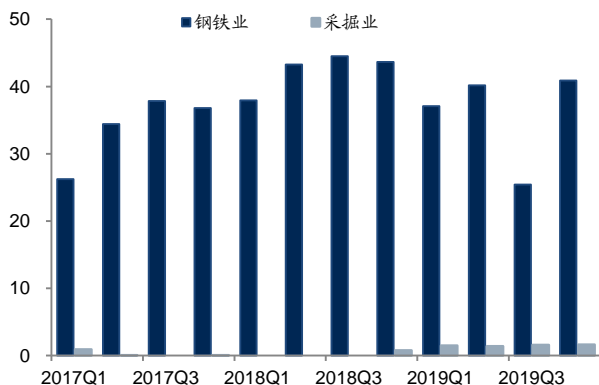
图 4：单季归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

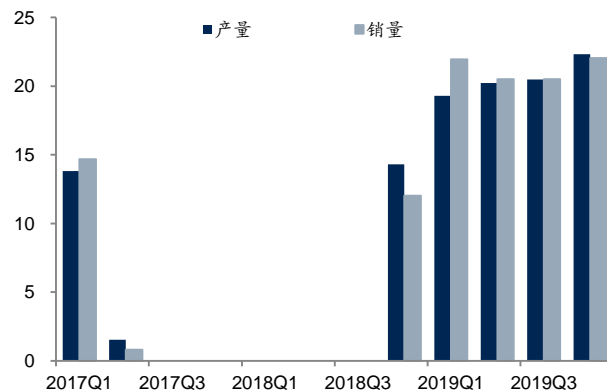
成本管控优秀，盈利回落幅度优于行业。在钢价下跌以及原料价格上涨的双重冲击下，行业利润普遍下滑。公司采用精细化管理，成本控制能力突出，三费持续下降。且公司 2019 年铁精粉产量提升至 82.36 万吨，毛利率达 67.33%，拉高公司毛利率水平。相较于其他已披露业绩预告的南方长材企业来看，公司 2019 年净利润下滑幅度相对较小。

图 5: 分行业营业收入情况 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 方大特钢精粉季度产销量 (万吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

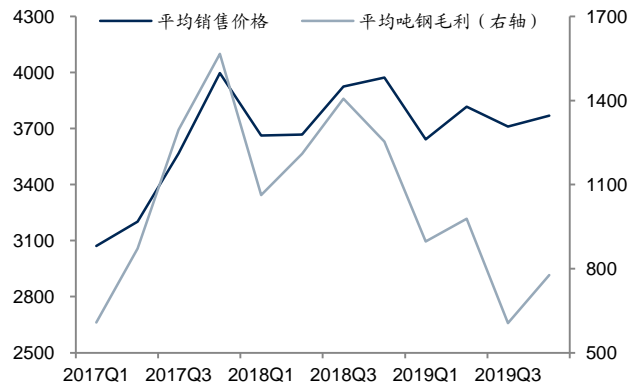
四季度业绩明显改善。四季度受益于钢材价格上涨以及铁矿石价格回落, 叠加公司钢产量的回升, 业绩较三季度大幅改善。公司钢铁业四季度平均销售价格为 3769.81 元/吨, 环比上涨 1.60%; 平均销售成本为 2992.30 元/吨, 环比下降 3.63%; 平均吨钢毛利为 777.51 元/吨, 环比上涨 28.43%。

图 7: 螺纹钢及铁矿石价格情况 (元/吨, 元/湿吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 钢铁产品平均销售价格和吨钢毛利情况 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

稳增长政策加码, 预期改善。近期在疫情影响下, 人员流动受限, 建筑行业年后复工进度较慢, 导致建材消费冷清。短期来看, 建材下游需求尚在缓慢启动的过程中, 库存压力持续累积, 压制现货市场钢材价格。疫情下, 公司一季度业绩承压。但从中长期角度来看, 下游的复工在有序推进, 同时, 近期稳增长政策不断加码, 财政政策积极, 基建投资有望抬升, 地产方面也可以看到多地推出涉房支持政策, 一城一策存在向稳中偏松过度的可能。政策支持下, 钢材消费有望得到改善, 带动板块估值修复行情。

投资建议: 维持“增持”评级。考虑到公司资产效率高, 盈利能力强, 股权激励费用即将确认完毕, 释放利润空间, 预计公司 2020-2022 年收入 163/164/169 亿元, 同比增速 5.8/0.7/3.0%, 归母净利润 19.4/21.4/22.3 亿元, 同比增速 13.3/10.3/4.4%; 摊薄 EPS 为 1.34/1.48/1.54 元, 当前股价对应 PE 为 6.4/5.8/5.6x。公司估值存在修复空间, 维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 200228	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E				21E
002110	三钢闽光	7.83	191.96	2.65	1.50	1.81	2.00	2.95	5.22	4.33	3.92	35.5	-0.12	增持
601003	柳钢股份	4.86	124.55	1.80	0.90	0.95	1.31	2.70	5.40	5.12	3.71	43.8	-0.11	增持
600507	方大特钢	8.58	124.22	2.02	1.18	1.34	1.48	4.25	7.27	6.40	5.80	45.4	-0.17	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4760	6540	7512	8818	营业收入	15389	16277	16393	16878
应收款项	324	1115	1123	1156	营业成本	11591	12328	12284	12631
存货净额	1326	1332	1327	1364	营业税金及附加	150	163	164	169
其他流动资产	2043	814	820	844	销售费用	126	130	131	135
流动资产合计	8453	9801	10782	12183	管理费用	1390	1181	1107	1139
固定资产	3033	2799	2557	2307	财务费用	(109)	(141)	(176)	(204)
无形资产及其他	1038	997	955	914	投资收益	4	5	5	5
投资性房地产	383	383	383	383	资产减值及公允价值变动	5	0	0	0
长期股权投资	42	45	48	51	其他收入	123	0	0	0
资产总计	12950	14026	14725	15838	营业利润	2373	2622	2887	3014
短期借款及交易性金融负债	1636	0	0	0	营业外净收支	(29)	(30)	(30)	(30)
应付款项	2318	2698	2620	2661	利润总额	2344	2592	2857	2984
其他流动负债	2000	3357	3059	3010	所得税费用	629	648	714	746
流动负债合计	5953	6055	5679	5671	少数股东损益	4	4	5	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1711	1940	2138	2233
其他长期负债	137	140	143	146					
长期负债合计	137	140	143	146	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6091	6195	5823	5817	净利润	1711	1940	2138	2233
少数股东权益	316	318	320	322	资产减值准备	(1)	0	0	0
股东权益	6544	7513	8583	9699	折旧摊销	444	375	384	391
负债和股东权益总计	12950	14026	14725	15838	公允价值变动损失	(5)	0	0	0
					财务费用	(109)	(141)	(176)	(204)
					营运资本变动	(240)	2171	(380)	(101)
					其它	(0)	2	2	2
					经营活动现金流	1908	4488	2145	2526
					资本开支	(459)	(100)	(100)	(100)
					其它投资现金流	(0)	0	0	0
					投资活动现金流	(458)	(103)	(103)	(103)
					权益性融资	16	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(2391)	(970)	(1069)	(1117)
					其它融资现金流	4814	(1636)	0	0
					融资活动现金流	48	(2605)	(1069)	(1117)
					现金净变动	1499	1779	973	1306
					货币资金的期初余额	3261	4760	6540	7512
					货币资金的期末余额	4760	6540	7512	8818
					企业自由现金流	1304	4302	1934	2294
					权益自由现金流	6118	2773	2066	2447

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.18	1.34	1.48	1.54
每股红利	1.65	0.67	0.74	0.77
每股净资产	4.52	5.19	5.93	6.70
ROIC	21%	36%	90%	95%
ROE	26%	26%	25%	23%
毛利率	25%	24%	25%	25%
EBIT Margin	14%	15%	17%	17%
EBITDA Margin	17%	18%	19%	19%
收入增长	-11%	6%	1%	3%
净利润增长率	-42%	13%	10%	4%
资产负债率	49%	46%	42%	39%
息率	19.2%	7.8%	8.6%	9.0%
P/E	7.3	6.4	5.8	5.6
P/B	1.9	1.7	1.4	1.3
EV/EBITDA	7.2	6.5	5.9	5.7

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