

2022年3月30日

焊接钢管行业龙头—友发转债投资价值分析

——固收专题

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

梁吉华（联系人）

liangjihua@kysec.cn

证书编号：S0790121120045

● 友发集团已成为国内规模最大的焊接钢管厂商

友发集团于3月30日公开发行人可转债，发行规模20亿元，期限6年，评级AA/AA，初始转股价9.39元，转股起始日期是2022年10月10日。

友发集团已成为国内规模最大的焊接钢管厂商，主要产品包括镀锌圆管、焊接圆管、方矩焊管、方矩镀锌管等，广泛用于供水、排水、消防工程、建筑工程等领域，下游终端行业提振钢管行业需求，带动钢管行业发展。公司地理区位优势显著，五大生产基地邻近全国钢铁产业集群，有效减少运输成本；公司拥有“友发”、“正金元”中国驰名商标，形成了品牌优势，客户粘性较强。未来焊接钢管行业市场企业集中度将逐渐提高，公司在规模大，区位好、品牌优等特性下优势凸显。公司重视经销商网络建设，逐步建立起了一批忠诚度高、信誉良好、实力较强的经销商队伍，为新增产能消化奠定坚实的客户基础。公司以技术创新为内在驱动力，注重提升产品质量。公司主要产品结构稳定，销售收入逐年上升，营业收入近年来稳步增长，净利润受上游原材料价格变动影响出现波动。公司盈利能力较强，ROE在高资产周转率和权益乘数带动下保持高水平。

营运能力方面，友发集团采用先款后货结算的方式，有效管理应收账款，应收账款周转率较高；公司为减少资金占用，对存货总量进行控制，存货周转率处在较高水平。偿债能力方面，公司利息保障倍数保持在较高水平，偿债能力较好。

● 投资价值分析：债底保护强，流动性好

友发转债发行规模中等，评级为AA/AA，机构关注度较高，上市后流动性较好，可积极申购；转股对股本的摊薄压力尚可。

正股的估值处于较低水平，弹性较弱。截至3月29日，公司的PB是2.05，处于上市以来(2020-12-04)2.08%分位数，估值位于历史较低水平，安全边际较好。正股的弹性一般，180日波动率为35.84%。

转债债底保护较强。面值对应的YTM为2.71%，正股3月29日的收盘价为8.58元，对应的初始平价为91.37元；以3月29日AA中债企业债到期收益率曲线计算，纯债价值是90.94元，债底保护较强。

我们在已经发行转债的钢铁行业企业中，选取与友发集团评级相同、资产规模相近的凌钢股份作为可比公司，截至3月29日，凌钢股份平价95.54元，平价溢价率23.72%。

我们认为：（1）友发转债发行规模适中，评级尚可，机构关注度较高，上市流动性较好；（2）正股基本面向好，友发集团发挥区位优势、规模优势、品牌优势，重视经销商网络建设，以技术创新提升产品质量，夺得焊接钢管行业龙头，正股估值不高；（3）债底保护性较好，申购安全垫较强。目前可比公司和所在行业转股溢价率水平在20%-30%。综合2022年已发行转债配售比例和中签率数据，预计友发转债配售比例在60%-80%，中签率预计为0.00366%-0.00726%。

● **风险提示：**公司财务状况发生变化；原材料价格变动；募投项目不及预期。

相关研究报告

目录

1、友发转债发行规模达 20 亿元	3
2、国内焊接钢管行业龙头	4
3、投资价值分析：债底保护强，流动性好	11
4、风险提示	12

图表目录

图 1：股权结构较为分散	4
图 2：焊接钢管行业与上下游行业联系密切	5
图 3：原材料价格与产品价格走势基本一致	6
图 4：营业收入近年来稳步增长	6
图 5：2021Q3 归母净利润受原材料价格等因素影响下降	6
图 6：2017、2018 和 2021Q3 销售毛利率和净利率都因原材料价格影响下降	7
图 7：公司产品结构较为稳定，主要产品销售收入均逐年上升	7
图 8：2016 年-2020 年友发集团平均 ROE 为 20.81%	8
图 9：2016 年-2020 年友发集团平均 ROA 为 8.71%	8
图 10：友发集团资产周转率高于可比公司	9
图 11：友发集团权益乘数高于可比公司	9
图 12：友发集团应收账款周转率远高于可比公司	9
图 13：友发集团存货周转率较高	9
图 14：友发集团资产负债率高于可比公司	10
图 15：友发集团流动比率低于可比公司	10
图 16：公司利息保障倍数保持在较高水平	10
图 17：正股估值处于历史较低水平，弹性较弱	12
图 18：友发集团在上市钢铁企业中估值处于较低水平	12
表 1：友发转债发行规模达 20 亿元	3
表 2：友发转债于 3 月 30 日公开发行	3
表 3：募集资金拟用于子公司焊接钢管、热浸镀锌盘扣脚手架、爬架加工项目	4
表 4：前五大客户销售收入占比逐年下降，客户集中度较低	8

1、友发转债发行规模达 20 亿元

2022 年 3 月 25 日，友发集团发布公告，公开发行可转债，发行规模 20 亿元，发行方式设股东配售及网上申购，T 日定在 3 月 30 日(周三)。原股东按照每股配售 1.396 元面值可转债的额度配售，最多可优先认购约 2000 万手；网上投资者申购无需定金，限额 100 万元；配售和认购金额不足时，由保荐机构（主承销商）包销，包销比例原则上不超过本次发行总额的 30%。

表1：友发转债发行规模达 20 亿元

转债基本信息	
转债代码	113058.SH
转债名称	友发转债
正股代码	601686.SH
正股名称	友发集团
外部评级:债项/主体	AA/AA
发行额	20 亿元
期限	6 年
利率	0.3%; 0.5%; 1.0%; 1.5%; 1.8%; 2.0%
预计发行/起息日期	2022 年 3 月 30 日
转股起始日期	2022 年 10 月 10 日
转股价	9.39 元
赎回条款	转股期, 15/30, 130%
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%
有条件回售条款	最后两个计息年度, 30/30, 70%
补偿条款	到期赎回价格: 112 元
原始股东股权登记日	2022 年 3 月 29 日
网上申购及配售日期	2022 年 3 月 30 日
申购代码/配售代码	783686/764686
主承销商（牵头主承销商）	东兴证券
增信措施	无担保

资料来源：Wind、开源证券研究所

表2：友发转债于 3 月 30 日公开发行

日期	交易日	发行安排
2022 年 3 月 28 日	T-2 日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2022 年 3 月 29 日	T-1 日	网上路演；原股东优先配售股权登记日
2022 年 3 月 30 日	T 日	刊登《可转债发行提示性公告》；原股东优先配售认购日（缴付足额资金）；网上申购（无需缴付申购资金）；确定网上申购摇号中签率
2022 年 3 月 31 日	T+1 日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；根据中签率进行网上申购的摇号抽签
2022 年 4 月 1 日	T+2 日	刊登《网上中签结果公告》；网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
2022 年 4 月 6 日	T+3 日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2022 年 4 月 7 日	T+4 日	刊登《发行结果公告》

资料来源：Wind、开源证券研究所

本次公开发行可转债募集资金总额 20 亿元，扣除发行费用后拟投资于唐山友发新型建筑器材有限公司焊接钢管、热浸镀锌盘扣脚手架、爬架加工项目和补充流动资金。唐山友发新型建筑器材有限公司焊接钢管、热浸镀锌盘扣脚手架、爬架加工项目计划总投资 32 亿元，拟投入募集资金不超过 14.5 亿元，建设地点为唐山市，建设期 4 年，项目完全达产后，将形成年产 540 万吨焊接钢管、200 万吨热浸镀锌盘扣脚手架与 18 万吨爬架的生产能力。根据募集说明书，本项目内部收益率 12.03%，静态投资回收期（含建设期）9.38 年，项目投资回报良好。

本次募集资金的使用，将有效缓解公司产能瓶颈，扩大经营规模，推动实现持续发展。同时，本次募集资金使用将有效提高公司在焊接钢管领域的竞争力，未来将有效增强公司盈利能力，进而提升公司价值。募集资金到位后，公司总资产和总负债规模将有所增长，随着可转债转股后，公司资产负债率将逐步降低。

表3: 募集资金拟用于子公司焊接钢管、热浸镀锌盘扣脚手架、爬架加工项目

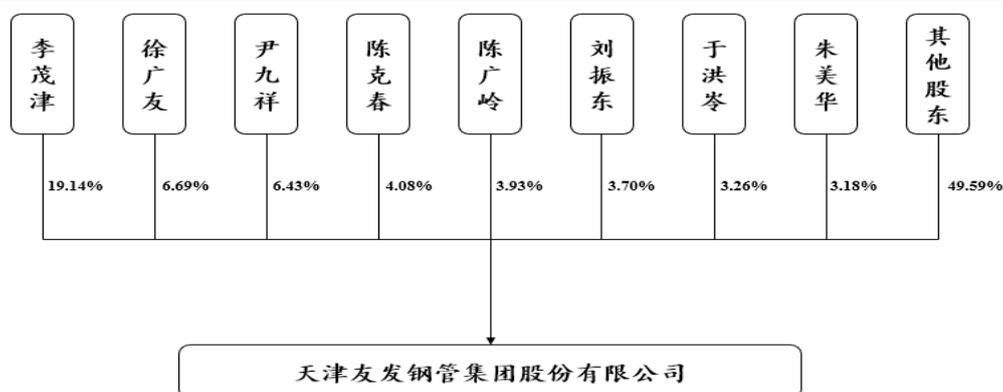
序号	项目名称	总投资额 (亿元)	拟使用募集资金额 (亿元)
1	唐山友发新型建筑器材有限公司焊接钢管、热浸镀锌盘扣脚手架、爬架加工项目	32	14.5
2	补充流动资金	5.5	5.5
	合计	37.5	20

资料来源: Wind、开源证券研究所

2、国内焊接钢管行业龙头

友发集团已成为国内规模最大的焊接钢管生产厂商，连续 15 年产销量全国第一。公司成立于 2011 年 12 月，前身是天津友发钢管股份有限公司。2012 年 11 月更名为天津友发钢管集团有限公司。2020 年 10 月在上交所正式上市。截至 2021 年 12 月，公司总股本 14.39 亿股，A 股限售股 8.76 亿股，占比 60.88%。

友发集团股权结构较为分散。公司控股股东和实际控制人为李茂津、徐广友、尹九祥、陈克春、陈广岭、刘振东、朱美华 7 人。截至 2021 年上半年，上述 7 名共同实际控制人直接持有 6.78 亿股，占总股本 47.15%，根据《一致行动协议》，实际可直接控制股份达 51.80%。

图1: 股权结构较为分散


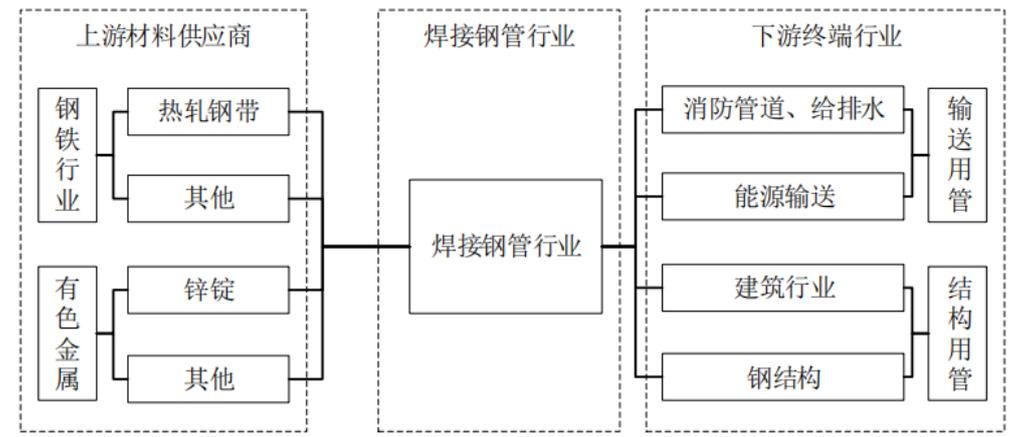
资料来源: 募集说明书、开源证券研究所 (截至 2021H1)

友发集团地理区位优势显著，有效减少运输成本。截至 2021 年 6 月 30 日，公司拥有五大生产基地，分别位于天津市、河北省唐山市、河北省邯郸市、陕西省韩城市 and 江苏省溧阳市，均靠近全国钢铁产业集群区域。公司距离原材料供应商较近，原材料通过短途公路运输即可直接到达公司厂区，有利于最大限度减少运输成本。销售方面，五大生产基地生产的产品按照就近原则分区域销售到各个省份。

友发集团具备良好品牌声誉。“友发”、“正金元”商标被先后认定为“中国驰名商标”，“友发”牌焊接圆管、镀锌圆管、方矩焊管、钢塑复合管连续多年被天津市政府授予“天津市名牌产品”称号，“正金元”牌钢管获得 2016 年河北省名牌产品称号。“友发”和“正金元”品牌已成为公司重要的品牌形象，形成了品牌优势，客户粘性较强。

焊接钢管行业竞争较为激烈，未来市场集中度将逐步提升。公司产品主要处于焊接钢管行业，我国生产焊接钢管的企业数量庞大，市场化程度较高，但是企业信息化和工业化融合水平参差不齐，大多数企业规模较小，生产产品规格单一，技术能力薄弱，市场逐渐向拥有规模、技术、品牌和渠道优势的企业集中，友发集团在规模大，地理区位好、品牌优等特性下优势凸显。同时，本行业与上下游行业联系密切，上游行业主要为原材料供应商，下游行业包括低压流体输送、建筑结构用管等行业。

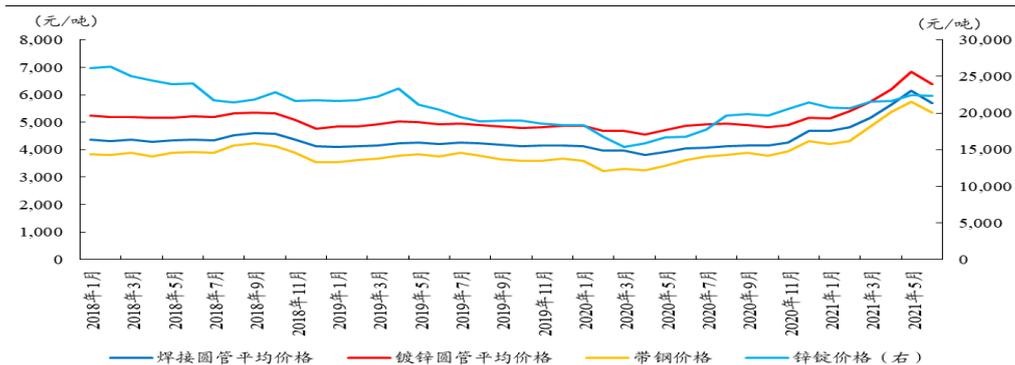
图2: 焊接钢管行业与上下游行业联系密切



资料来源：募集说明书

上游原材料价格对公司产品价格影响较大，生产设备供应竞争充分影响较小。焊接钢管行业的上游行业包括原材料行业和生产设备供应行业。原材料行业主要为炼钢业，随着供给侧改革和环保限产等政策和措施的推进，近年主要原材料带钢和锌锭价格持续上涨且短期内出现波动，给焊接钢管生产企业带来了一定的流动资金压力。友发集团产品售价主要遵循“材料成本+加工费用+合理利润”的原则确定，因此产品价格会随着原材料成本的变动而变动。其中，由于带钢占生产成本比重较高，各项产品的销售价格与带钢价格具有更高关联度，价格走势基本相同；而由于锌锭占生产成本比重较低，因而产品销售价格与锌锭价格的关联度相对较弱，但价格变化趋势基本一致。生产设备供应方面，焊接钢管的主要生产器械包括焊接圆管生产机组、镀锌圆管生产机组、方矩焊管机组、方矩镀锌管机组等，目前相关生产设备的生产技术成熟，设备供应商较多，竞争比较充分，设备国产化较高，不存在个别厂商垄断的情况。

图3: 原材料价格与产品价格走势基本一致



数据来源: Wind、开源证券研究所

下游终端行业提振钢管行业需求，带动钢管行业发展。下游终端行业包括消防管道、给排水、能源输送、装配式建筑行业等领域。其中，消防管道、给排水方面，城市建筑建设消防设施逐步完善使得对镀锌圆管需求不断上升，同时，城市建设中居民生活用水的稳定输送必不可少，对于生活用水的输送的相关设备需求持续上涨。能源输送方面，未来我国要加快建设保障性安居工程、油气等能源的运输输送建设、城镇等基础设施和民生等领域的重大项目建设，这将为钢管行业的发展带来持续的市场需求。装配式建筑行业方面，作为建造方式重大变革的装配式建筑与保温材料、管件管材、外墙面砖等众多部品构件密不可分，只有部品行业实现工业化，才能实现最终的装配式建筑，实现建筑的工业化。装配式建筑行业的发展将会拉动钢管行业的发展。

公司营业收入近年来稳步增长。截至2021年三季度，公司实现营业收入493.82亿元，同比增长41.49%；归母净利润5.76亿元，同比下降47.77%。2016-2020年营业收入年均复合增长率是25.19%，净利润年均复合增长率是23.15%。2017年、2018年和2021年三季度归母净利润下降的主要原因是原材料带钢价格上涨过快，价格向钢管下游客户传导较慢等因素影响，导致焊接钢管毛利率下降，导致归母净利润下降。未来公司新项目建成，进一步释放产能，规模效应降低成本并提升主营业务收入，毛利率将有望重回增长。

图4: 营业收入近年来稳步增长

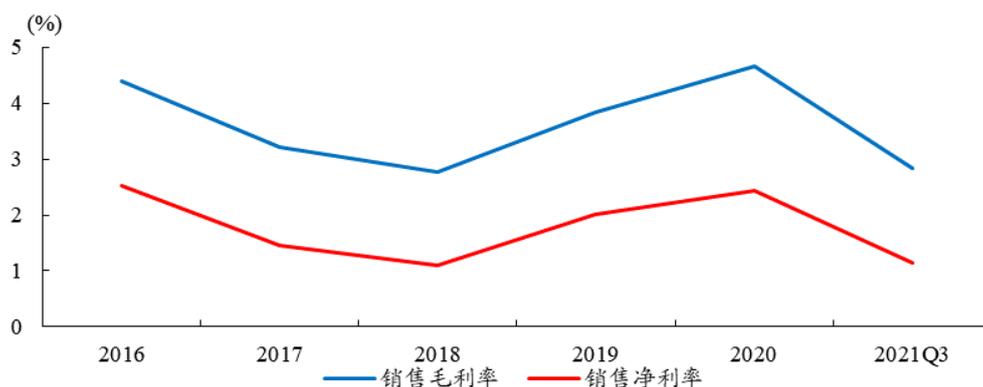


数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2021Q3 归母净利润受原材料价格等因素影响下降



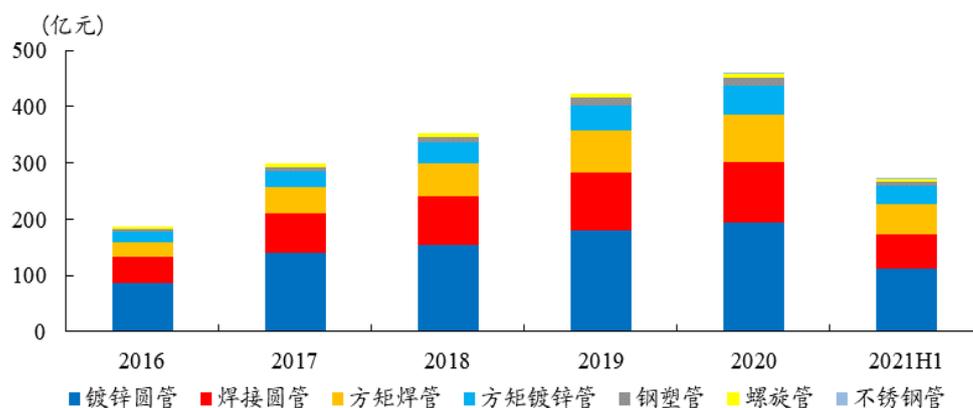
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6：2017、2018和2021Q3销售毛利率和净利率都因原材料价格影响下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品结构较为稳定，主要产品销售收入逐年上升。公司营业收入主要来自于镀锌圆管、焊接圆管、方矩焊管、方矩镀锌管等产品的销售收入，产品广泛使用于供水、排水、供气、供热、消防工程、钢结构、建筑工程、装备制造等领域。2021上半年，上述产品销售收入合计占公司主营业务收入比重高达95.11%，总体占比较为稳定。其中，镀锌圆管、焊接圆管、方矩焊管、方矩镀锌管销售收入均逐年上涨，2016-2020年年均复合增长率分别为22.23%、23.05%、36.67%和29.19%。

公司产品销售以经销为主，有较强营销渠道优势，同时客户依赖性较低。公司产品销售分为经销和直销，其中经销占比超95%。公司自成立以来，重视经销商网络建设，培育一批忠诚度高、信誉良好、实力较强的经销商队伍。公司核心经销商超过400家，总经销商超1万家，销售网络遍布全国，有较强营销渠道优势。从客户集中度来看，2018年至2020年，前五大客户销售收入占比逐年下降，客户集中度较低，不存在严重依赖少数客户情形。

图7：公司产品结构较为稳定，主要产品销售收入均逐年上升


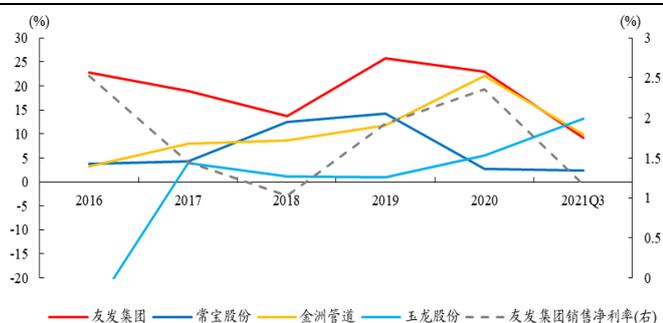
数据来源：Wind、开源证券研究所

表4: 前五大客户销售收入占比逐年下降, 客户集中度较低

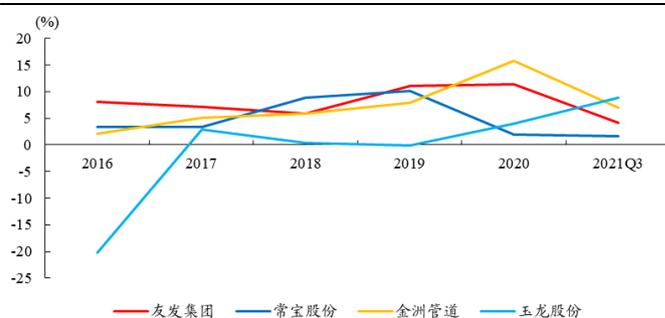
年度	客户名称	销售金额 (万元)	营收占比 (%)
2020 年	范幸福同一控制下企业	21.8	4.5
	霍俊杰、禹绍云同一控制下企业	12.51	2.58
	徐小弟家族同一控制下企业	10.43	2.15
	孔沛家族同一控制下企业	7.43	1.53
	天津市宽盛钢铁有限公司	5.89	1.22
	合计	58.05	11.98
2019 年	范幸福同一控制下企业	16.49	3.69
	徐小弟家族同一控制下企业	12.27	2.74
	霍俊杰、禹绍云同一控制下企业	11.6	2.59
	孔沛家族同一控制下企业	8.26	1.85
	唐山市海旭祥商贸有限公司	7.35	1.64
	合计	55.98	12.51
2018 年	范幸福同一控制下企业	16.03	4.25
	徐小弟家族同一控制下企业	13.92	3.69
	霍俊杰、禹绍云同一控制下企业	10.51	2.79
	唐山市海旭祥商贸有限公司	9.29	2.46
	孔沛家族同一控制下企业	6.88	1.82
	合计	56.63	15.02

数据来源: Wind、开源证券研究所

盈利能力方面, 公司 ROE 在高资产周转率和权益乘数带动下保持高水平。公司 2016-2020 年平均 ROE 分别为 20.81%, 平均 ROA 为 8.71%, 均高于同行业可比上市公司, 具有较强的竞争力。公司 ROE 波动与销售净利率的波动趋势基本一致, 受其影响较大。2017 年、2018 年、2021 年三季度 ROE 大幅下降, 主要原因是受原材料成本上行影响导致销售净利率下降, 进而 ROE 下行。但公司的资产周转率和权益乘数均远高于同行业可比上市公司, 带动 ROE 保持高水平。

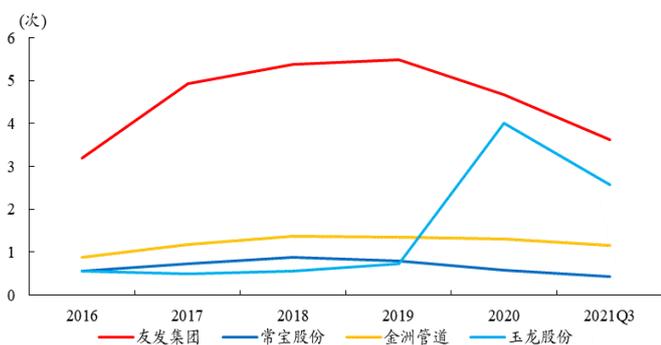
图8: 2016 年-2020 年友发集团平均 ROE 为 20.81%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2016 年-2020 年友发集团平均 ROA 为 8.71%


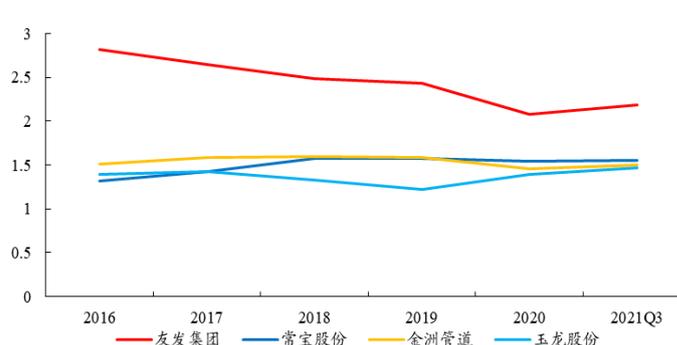
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 友发集团资产周转率高于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

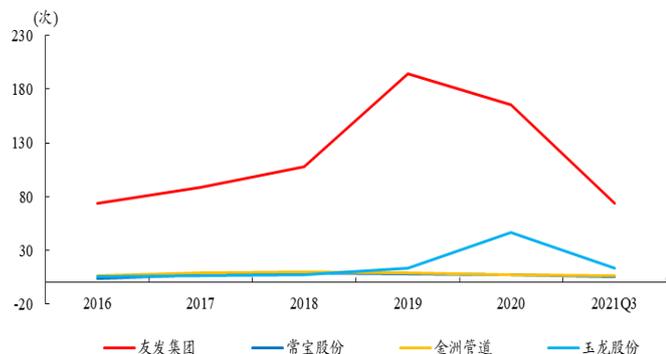
图11: 友发集团权益乘数高于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

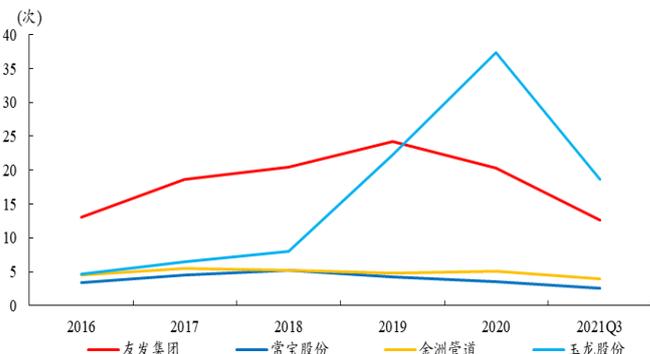
营运能力方面，友发集团有效管理应收账款，同时对存货总量进行控制，具备较强的存货管理能力和营运能力。公司应收账款周转率远高于同行业可比上市公司平均水平，主要与公司的经营策略和客户结构相关。公司采取规模化经营策略，客户主要以经销商为主，在销售过程中，公司主要采用先款后货结算的方式，因此应收账款金额较低，应收账款周转率较高。同时，公司存货周转率较高，主要原因是公司为资金密集型企业，规模也较大，为减少资金占用便对存货周转天数做出明确规定，对存货总量进行控制。

图12: 友发集团应收账款周转率远高于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

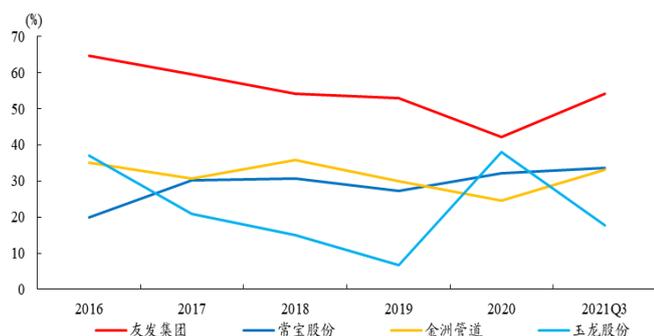
图13: 友发集团存货周转率较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

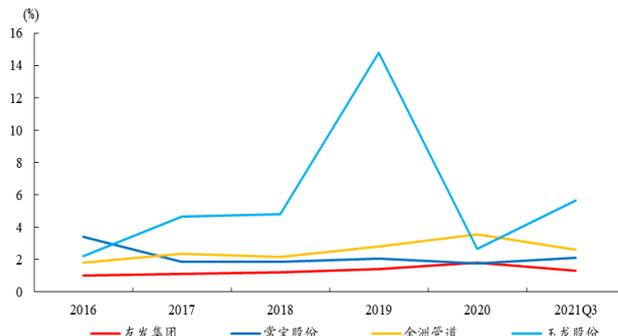
偿债能力方面，公司资产负债率高于同行业可比公司，但公司盈利较高，利息保障倍数保持在较高水平，偿债能力较好。2016年至2021年第三季度，公司资产负债率相对稳定，高于同行业可比公司，流动比率则低于同行业上市公司，主要原因是公司产销规模大于同行业上市公司，营运资金需求较大，且该期间内购建固定资产、无形资产和其他长期资产累计支出较大，总体导致公司负债水平较高。公司盈利能力较强，息税折旧摊销前利润较为稳定，利息保障倍数保持在较高水平，能有效保证公司按期偿还到期债务。

图14: 友发集团资产负债率高于可比公司



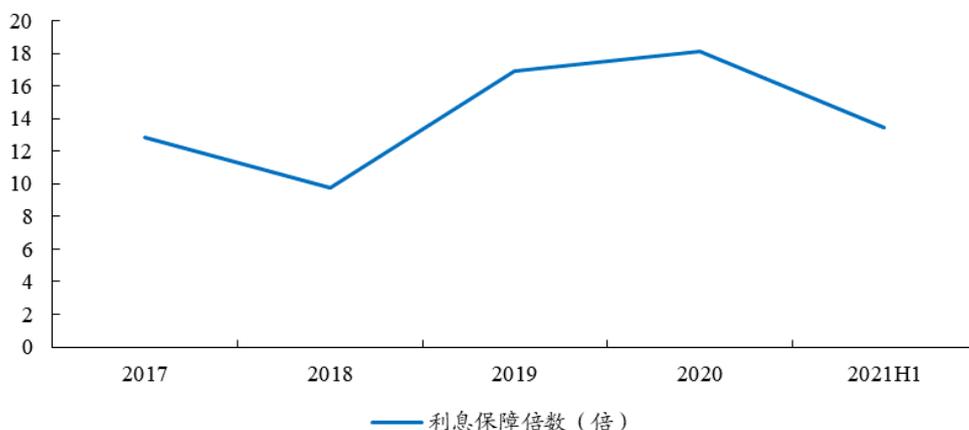
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 友发集团流动比率低于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 公司利息保障倍数保持在较高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

发挥区位优势 and 规模优势，力夺国内焊接钢管行业龙头。友发集团多年来实施全国布局战略，五大生产基地均靠近全国钢铁产业集群区域，发挥区位优势降低物流成本，最大限度扩大产品规模和种类，目前已成为国内规模最大的焊接钢管生产厂家，连续15年产销量排名全国第一。较强的规模优势和较高的市场占有率助力公司拥有较强的原材料采购议价能力及产品销售定价优势。未来，焊接钢管市场向拥有规模、技术、品牌和渠道优势的企业集中，友发集团有望凭借现有优势，进一步扩大国内市场占有率。

重视经销商网络建设，为新增产能消化奠定坚实客户基础。公司产品销售以经销商销售模式为主。公司自成立以来，一向重视经销商网络的建设，秉承与经销商共同成长的理念，逐步建立起了一批忠诚度高、信誉良好、实力较强的经销商队伍。公司定期举办经销商专业能力培训，加强与经销商的信息交流，提升经销商的归属感与销售软实力。目前，公司在全国合作的核心经销商超过400家，销售网络遍布全国。公司较强的营销渠道优势，为本次募集资金项目新增产能消化以及未来持续发展奠定了坚实的客户基础。

以技术创新为内在驱动力，注重提升产品质量。友发集团以技术创新作为企业发展的内在驱动力，改进产品工艺技术，推动生产效率和产品质量提升；产品精准定

位终端用户，细化品类定位，生产符合终端用户需求的产品，目前已拥有各类焊接钢管产品生产线 254 条，产品品类全、规格范围广。未来公司将全力推进“自动化”加“信息化”智能制造，促进企业转型升级，走低碳、绿色、可持续、智慧发展之路，在智慧发展的道路上迈出坚实步伐。

3、投资价值分析：债底保护强，流动性好

友发转债募资 20 亿元，发行规模中等，评级为 AA/AA，机构关注度较高，上市后流动性较好，可积极申购。

转股对股本的摊薄压力尚可。截至 3 月 29 日，公司 A 股总市值 123.46 亿元，A 股自由流通市值 48.29 亿元，如果按初始转股价 9.39 元对发行的 20 亿元转债全部进行转股，转股稀释率是 12.89%，对流通股稀释率是 27.45%。在转股期来临前要密切关注市场变化。

正股的估值处于较低水平，弹性较弱。截至 3 月 29 日，公司的 PB 是 2.05，处于上市以来（2020-12-04）2.08%分位数，估值位于历史较低水平，安全边际较好。正股的弹性一般，180 日波动率为 35.84%。当前钢铁指数 PB 是 1.12，处于 2015 年以来 29.11%的较低分位数，钢铁行业整体安全边际较好；当前同行业可比上市公司中常宝股份和金洲管道 PB 分别是 0.97 和 1.26，友发集团处于中位数水平。

转债条款主流设置。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30/30、70%”；基于公司目前资产负债率水平较高，如果正股价格在触及回售价格之前，公司更有意愿进行下修促转股。

转债债底保护较强。转债期限 6 年，评级为 AA/AA，票面利率分别为 0.3%、0.5%、1.0%、1.5%、1.8%、2.0%，到期赎回价格 112 元，票面总利率是 117.1%，面值对应的 YTM 为 2.71%，优于同行业待上市的中特转债 YTM1.71%。以 3 月 29 日 AA 中债企业债到期收益率曲线计算，纯债价值是 90.94 元，高于中特转债底价 89.91 元，债底保护较强。

转债初始平价较低。转债初始转股价 9.39 元，转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2022 年 10 月 10 日至 2028 年 03 月 29 日。正股 3 月 29 日的收盘价为 8.58 元，对应的初始平价为 91.37 元，低于当前钢铁行业转债平均平价 95.61 元。

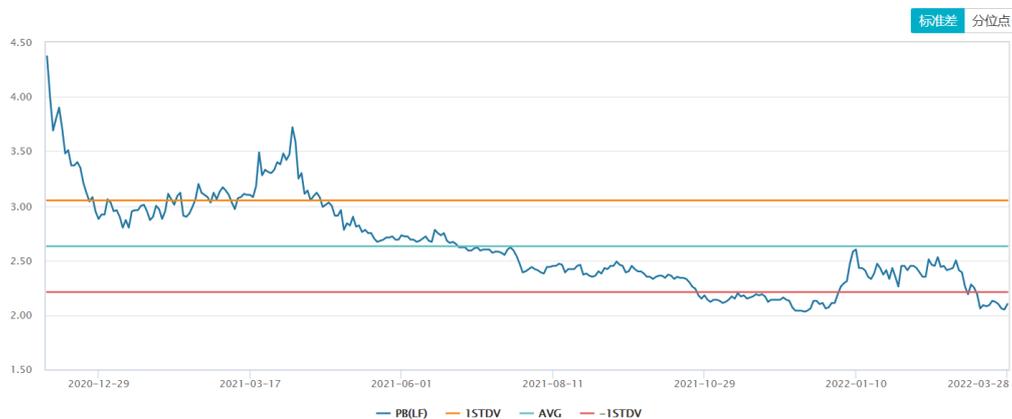
我们在已经发行转债的钢铁行业公司中，选取与友发集团评级相同、资产规模相近的凌钢股份作为可比公司，截至 3 月 29 日，凌钢股份平价 95.54 元，平价溢价率 23.72%。当前钢铁行业转债平均价格是 119.10 元，平均转股溢价率是 24.54%。

我们认为：（1）友发转债发行规模适中，评级尚可，机构关注度较高，上市流动性较好；（2）正股基本面向好，友发集团发挥区位优势、规模优势、品牌优势，重视经销商网络建设，以技术创新提升产品质量，夺得焊接钢管行业龙头，正股估值不高；（3）债底保护性较好，申购安全垫较强。目前可比公司和所在行业转股溢价率水平在 20%-30%。

友发转债设置优先配售和网上发行，参考 2022 年以来已发转债股东配售比例情况，我们估计友发转债本次发行原股东配售比例在 60%-80%，留给网上发行的比例

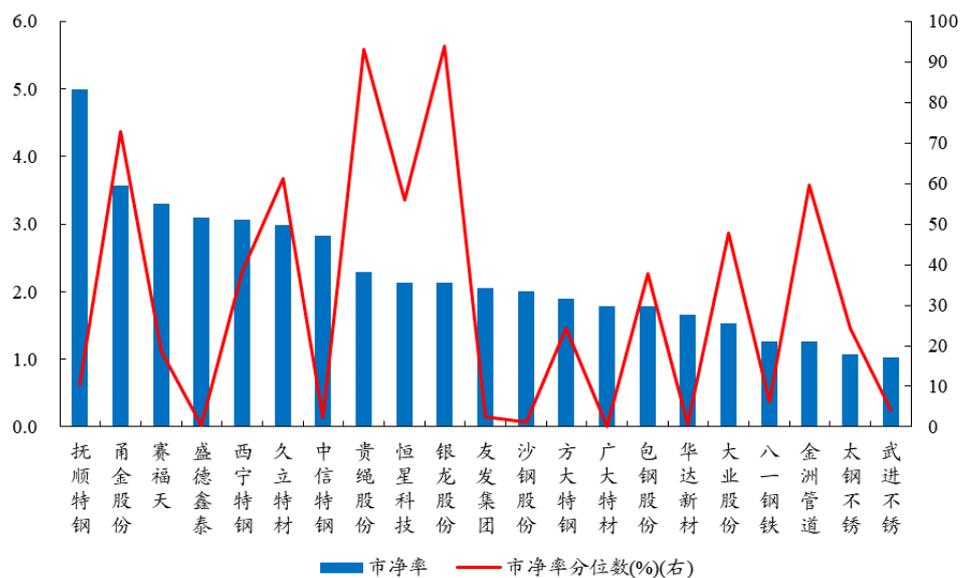
在 20%-40%，即网上发行金额为 4 亿元-8 亿元。我们发现网上发行金额和中签率成明显的正相关关系，根据网上发行金额，我们预计中签率为 0.00366%-0.00726%。

图17: 正股估值处于历史较低水平，弹性较弱



资料来源: Wind

图18: 友发集团在上市钢铁企业中估值处于较低水平



数据来源: Wind、开源证券研究所 (截至 2022 年 3 月 29 日)

4、风险提示

公司财务状况发生变化; 原材料价格变动; 募投项目不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn