

# 方大特钢 (600507.SH)

## 成本优势明显，增长潜力突出

**核心看点。**公司作为江西区域钢铁龙头，历史盈利弹性明显，同时成本控制能力突出，随着公司持续产能挖潜及行业盈利改善，2025 前三季度盈利已走出低谷、显著提升，在集团产能存量巨大、整合有望加速背景下，盈利有望持续增长。当前公司吨钢市值与吨钢固定资产原值的比值处于低估状态，具备较强战略投资价值。

**产能增长空间较大，整合有望加速。**钢铁产业是辽宁方大集团核心业务板块之一，具有年产钢 2000 万吨能力，方大特钢产能仅为 420 万吨，根据股东公开承诺，公司作为旗下钢铁类资产整合的上市平台和资本运作平台，具备较大增量空间；随着 2025 年达钢顺利搬迁完成，后续集团产能整合有望加速推进。

**公司具备综合竞争优势，估值处于低估阶段。**公司在人均产钢、人均薪酬、吨钢费用折旧等方面具备显著综合竞争优势，毛利率、吨钢利润等数据显示公司盈利弹性较大；从可比公司市值与固定资产原值的比率来看，最新吨钢估值比例仅为一倍左右，处于历史底部部分位，随着后续行业景气度回升、盈利修复趋势有望带动估值持续向上修复。

**投资建议。**公司为江西区域钢企龙头，在行业盈利与板块估值向好的背景下，权益产能增长或将逐步兑现，为市场稀缺的增量改善标的，其盈利有望持续修复，公司近三年估值高位水平在 1.62 倍重置成本左右，对应市值为 213 亿元左右，我们认为公司估值有修复空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**上游原料价格大幅上涨，钢材价格不及预期，业务发展存在不确定性。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	26,507	21,560	20,607	21,325	21,931
增长率 yoy (%)	-15.8	-18.7	-4.4	3.5	2.8
归母净利润 (百万元)	689	248	975	1,015	1,144
增长率 yoy (%)	-35.2	-64.0	293.4	4.0	12.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.30	0.11	0.42	0.44	0.49
净资产收益率 (%)	7.5	2.7	9.8	9.5	10.0
P/E (倍)	20.8	57.9	14.7	14.1	12.5
P/B (倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

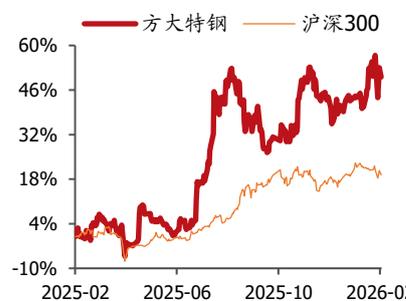
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 06 日收盘价

### 增持 (首次)

#### 股票信息

行业	特钢 II
02 月 06 日收盘价 (元)	6.20
总市值 (百万元)	14,341.76
总股本 (百万股)	2,313.19
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	31.60

#### 股价走势



#### 作者

分析师 笃慧  
执业证书编号: S0680523090003  
邮箱: duhui1@gszq.com  
分析师 高亢  
执业证书编号: S0680523020001  
邮箱: gaokang@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10768	10365	10478	11625	12812
现金	6045	5941	6394	7460	8630
应收票据及应收账款	1818	1489	1423	1473	1514
其他应收款	111	182	174	180	185
预付账款	176	371	339	347	356
存货	1773	1381	1259	1289	1317
其他流动资产	843	1001	889	876	809
<b>非流动资产</b>	9009	8883	8758	8554	8362
长期投资	4175	4192	4224	4248	4276
固定资产	3098	2967	2836	2686	2518
无形资产	883	845	809	772	736
其他非流动资产	853	880	889	848	832
<b>资产总计</b>	19777	19248	19236	20179	21174
<b>流动负债</b>	9517	8914	8084	8127	8205
短期借款	522	252	150	100	74
应付票据及应付账款	7183	7256	6629	6795	6956
其他流动负债	1813	1406	1305	1232	1175
<b>非流动负债</b>	754	746	873	1054	1164
长期借款	20	20	27	30	33
其他非流动负债	734	726	847	1024	1130
<b>负债合计</b>	10271	9660	8958	9181	9368
少数股东权益	287	292	296	307	315
股本	2331	2313	2313	2313	2313
资本公积	2019	2013	2013	2013	2013
留存收益	5092	5107	5787	6496	7295
归属母公司股东权益	9218	9296	9982	10691	11490
<b>负债和股东权益</b>	19777	19248	19236	20179	21174

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	594	876	828	1381	1585
净利润	683	252	979	1025	1152
折旧摊销	460	488	491	527	569
财务费用	62	27	10	10	10
投资损失	-78	-31	-45	-39	-44
营运资金变动	-651	77	-499	-17	11
其他经营现金流	118	63	-108	-125	-114
<b>投资活动现金流</b>	-513	-151	-148	-128	-144
资本支出	-86	-46	-310	-180	-244
长期投资	-481	-113	148	45	97
其他投资现金流	55	7	14	7	3
<b>筹资活动现金流</b>	-1599	-732	-227	-185	-271
短期借款	-101	-270	-101	-51	-25
长期借款	-572	0	7	3	3
普通股增加	-1	-18	0	0	0
资本公积增加	-565	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-360	-438	-132	-138	-249
<b>现金净增加额</b>	-1516	-6	453	1067	1170

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	26507	21560	20607	21325	21931
营业成本	24837	20526	18752	19223	19677
营业税金及附加	106	116	96	107	106
营业费用	27	30	25	28	27
管理费用	617	471	465	473	491
研发费用	87	104	84	95	93
财务费用	-30	-37	-91	-99	-117
资产减值损失	-4	-1	-3	-2	-2
其他收益	121	110	100	106	108
公允价值变动收益	-67	-117	115	59	61
投资净收益	78	31	45	39	44
资产处置收益	3	32	17	25	21
<b>营业利润</b>	987	403	1551	1724	1884
营业外收入	33	88	61	74	67
营业外支出	54	22	38	30	34
<b>利润总额</b>	966	469	1574	1769	1918
所得税	283	217	595	743	765
<b>净利润</b>	683	252	979	1025	1152
少数股东损益	-6	4	4	11	8
<b>归属母公司净利润</b>	689	248	975	1015	1144
EBITDA	1403	907	1974	2196	2370
EPS (元/股)	0.30	0.11	0.42	0.44	0.49

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-15.8	-18.7	-4.4	3.5	2.8
营业利润(%)	-25.2	-59.2	284.8	11.1	9.3
归属母公司净利润(%)	-35.2	-64.0	293.4	4.0	12.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	6.3	4.8	9.0	9.9	10.3
净利率(%)	2.6	1.1	4.7	4.8	5.2
ROE(%)	7.5	2.7	9.8	9.5	10.0
ROIC(%)	6.4	2.2	8.4	8.1	8.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.9	50.2	46.6	45.5	44.2
净负债比率(%)	-53.6	-54.9	-54.9	-59.8	-64.9
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	22.7	19.6	19.7	20.5	20.4
应付账款周转率	11.6	11.1	12.3	13.0	13.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.11	0.42	0.44	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.38	0.36	0.60	0.69
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.02	4.32	4.62	4.97
<b>估值比率</b>					
P/E	20.8	57.9	14.7	14.1	12.5
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.0	4.5	4.4	3.5	2.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 06 日收盘价

## 内容目录

1. 公司概况与产品结构 .....	5
1.1. 公司发展历程 .....	5
1.2. 公司股权结构 .....	5
1.3. 公司产品结构与经营情况 .....	6
1.3.1. 产销量视角 .....	6
1.3.2. 营收、毛利率与净利率视角 .....	7
1.3.3. 吨钢盈利视角 .....	10
1.3.4. ROE 视角 .....	11
2. 产能增长潜力较大 .....	12
2.1. 集团产能远超上市主体产能 .....	12
2.2. 达州钢铁顺利搬迁，注入有望加速推进 .....	13
3. 公司产品具备明显优势 .....	15
3.1. 成本与产成品综合优势 .....	15
3.2. 公司估值处于偏低水平 .....	19
4. 投资建议 .....	22
4.1. 核心假设 .....	22
4.2. 盈利预测 .....	24
4.3. 投资建议 .....	25
风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2025 年三季度) .....	5
图表 3: 2025 年上半年主要参股控股公司业务、净资产及净利润 (万元) .....	6
图表 4: 公司主要产品系列与应用领域 .....	6
图表 5: 2015-2025H1 主要产品产销量变动情况 (万吨) .....	7
图表 6: 2015 年-2024 年分产品产量与总产量变动情况 (万吨) .....	7
图表 7: 公司总营收与同比增速 (亿元, %) .....	8
图表 8: 公司归母净利与同比增速 (亿元, %) .....	8
图表 9: 公司总毛利率与钢材产品毛利率 (%) .....	8
图表 10: 分类别毛利率 (%) .....	8
图表 11: 分产品营收占比 .....	9
图表 12: 分地区营收占比 .....	9
图表 13: 分产品毛利占比 .....	9
图表 14: 分地区毛利占比 .....	9
图表 15: 2015 年-2024 年四费及占比变动情况 (亿元) .....	10
图表 16: 2015 年-2024 年主营产品吨钢数据 (元/吨) .....	10
图表 17: 钢铁行业盈利的周期性波动 (万元, 元/吨, 至 2025 年 9 月) .....	11
图表 18: 2006 年-2024 年公司 ROE 变动情况 .....	11
图表 19: PB-ROE 估值矩阵 .....	12
图表 20: 方大集团粗钢产能分布 .....	12
图表 21: 2024 年部分上市钢企与控股集团营收及资产规模比值 (包含多上市公司的控股集团数据已调整, 亿元) .....	13
图表 22: 达钢钢铁一期一步产能主要设备 .....	14
图表 23: 达钢老厂区 .....	14
图表 24: 方大达钢现状 .....	14
图表 25: 板块上市公司人均产钢量比较 (吨/人) .....	15
图表 26: 板块上市公司人均薪酬比较 (万元/人) .....	16
图表 27: 板块上市公司吨钢人工费用比较 (元/吨) .....	16

图表 28:	板块上市公司吨钢折旧费用比较 (元/吨, 统一为 15 年)	17
图表 29:	板块上市公司吨钢费用比较 (元/吨)	17
图表 30:	钢企产品吨综合售价与参考基准价 (元/吨)	18
图表 31:	产成品综合售价与基准价的差价 (元/吨)	18
图表 32:	成本优势与产成品优势汇总后的综合参考成本 (元/吨)	19
图表 33:	2024 年部分可比公司固定资产减值比例	20
图表 34:	核心投资标的吨钢固定资产投资原值 (元/吨)	20
图表 35:	投资标的上市以来分红比例 (%)	21
图表 36:	投资标的吨钢最低市值 (元/吨)	21
图表 37:	投资标的吨钢最低估值	21
图表 38:	投资标的吨钢最高市值 (元/吨)	21
图表 39:	投资标的吨钢最高估值	21
图表 40:	投资标的吨市值与吨估值水平 (2026-2-5)	22
图表 41:	方大特钢主要业务数据假设	23
图表 42:	方大特钢费用端假设	23
图表 43:	方大特钢主要业务板块盈利预测 (亿元)	24

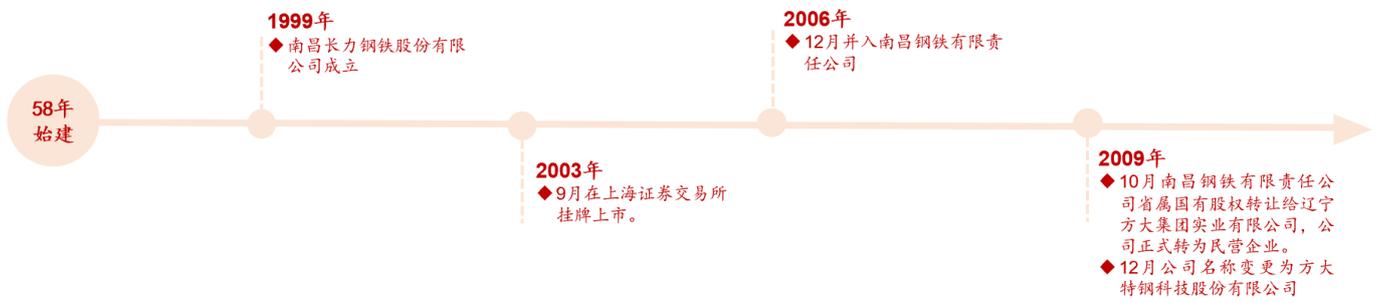
## 1. 公司概况与产品结构

### 1.1. 公司发展历程

方大特钢前身为 1999 年成立的南昌长力钢铁股份有限公司，2003 年 9 月长力股份在上海证券交易所挂牌上市，2006 年 12 月并入南昌钢铁有限责任公司，2009 年 10 月南昌钢铁有限责任公司省属国有股权转让给辽宁方大集团实业有限公司，公司正式转为民营企业。同年 12 月公司名称变更为方大特钢科技股份有限公司。

方大特钢科技股份有限公司是一家集采矿、炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧材生产工艺于一体的钢铁联合企业，是弹簧扁钢和汽车板簧精品生产基地，拥有国家博士后科研工作站、国家实验室认可（CNAS）检测中心和江西省弹簧钢工程研究中心，公司主要发展历程事件如下：

图表1：公司发展历程

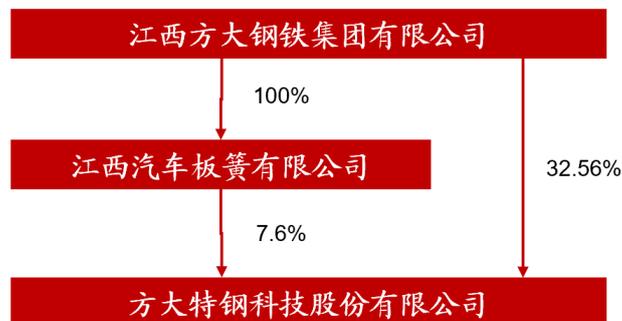


资料来源：公司公告，方大集团官网，国盛证券研究所

### 1.2. 公司股权结构

公司股权结构简明清晰。根据公司 2025 年三季度报，公司股本为 23.13 亿股，截至 2025 年三季度，公司控股股东为江西方大钢铁集团有限公司。截至 2025 年 9 月 30 日，方大钢铁直接持有公司 753,204,599 股股份，持股比例为 32.56%，方大钢铁通过江西汽车板簧有限公司持有公司 175,820,000 股股份，持股比例为 7.6%，方大钢铁持有江西汽车板簧有限公司 100% 股权，方大钢铁直接和间接合计持有公司 40.16% 的股份。

图表2：公司股权结构（截至 2025 年三季度）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

公司主要参股控股公司共有 7 家，2025 年上半年各子公司营收与净利润贡献如下所示：

图表3: 2025 年上半年主要参股控股公司业务、净资产及净利润 (万元)

公司名称	主营产品或服务	净资产	净利润
南昌方大资源综合利用科技有限公司	工业废物的处理、回收与综合利用等	53982	12187
南昌方大海鸥贸易有限公司	有色金属合金销售, 金属材料销售, 金属矿石销售,	17340	7519
辽宁方大集团国贸有限公司	焦炭、矿粉 (除金银)、石灰石、冶金材料、耐火材料、建材、钢材等销售等	72356	6847
江西方大特钢汽车悬架集团有限公司	汽车运输机械零部件及配件、汽车弹簧专用设备	69808	530
本溪满族自治县同达铁选有限责任公司	铁精粉加工、销售、铁矿石开采、砂子、石头销售等	54836	439
宁波方大海鸥贸易有限公司	矿产品、金属材料的批发、零售; 自营和代理货物及技术的进出口等	6996	213
南昌方大海鸥实业有限公司	计算机软件以及相关业务的咨询服务; 国内贸易等	12210	2473

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3. 公司产品结构与经营情况

公司主要产品包括螺纹钢、优线、弹簧扁钢、汽车板簧、铁精粉等, 产品主要应用于建筑、汽车制造等行业。建筑钢材主要销往江西省内 (南昌、丰城、樟树、高安、抚州、上饶、赣州、九江、景德镇等)、部分销往省外湖北、江苏、浙江等区域; 弹簧扁钢销售覆盖面广, 主要销往江西省内、山东、湖南、湖北、重庆、广东、广西、浙江, 少部分销往国外东南亚、非洲、美洲等地区。

图表4: 公司主要产品系列与应用领域

产品系列	应用领域
螺纹钢、优线	螺纹钢系热轧带肋钢筋, 广泛应用于房屋、桥梁、道路等土建工程, 是重要的建筑用钢材。优线系优质线材, 优线产品分为两大部分, 一部分为普线及盘螺产品, 主要作为建材应用于房屋、土建工程等领域, 另一部分为易切削钢、冷镦钢等特种钢产品, 应用于机械制造、汽车制造等领域。
弹簧扁钢、汽车板簧	汽车板簧系汽车悬架系统中的弹性元件, 起到缓冲路面对车轮冲击的减振作用, 主要应用于重型车辆或特种汽车。弹簧扁钢为汽车板簧的原材料。
铁精粉	铁精粉为炼铁原材料之一, 是铁矿石经过破碎、磨碎、选矿等加工处理成的矿粉, 主要销售于各大钢铁厂。公司销售的铁精粉主要是子公司本溪满族自治县同达铁选有限责任公司开采。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

#### 1.3.1. 产销量视角

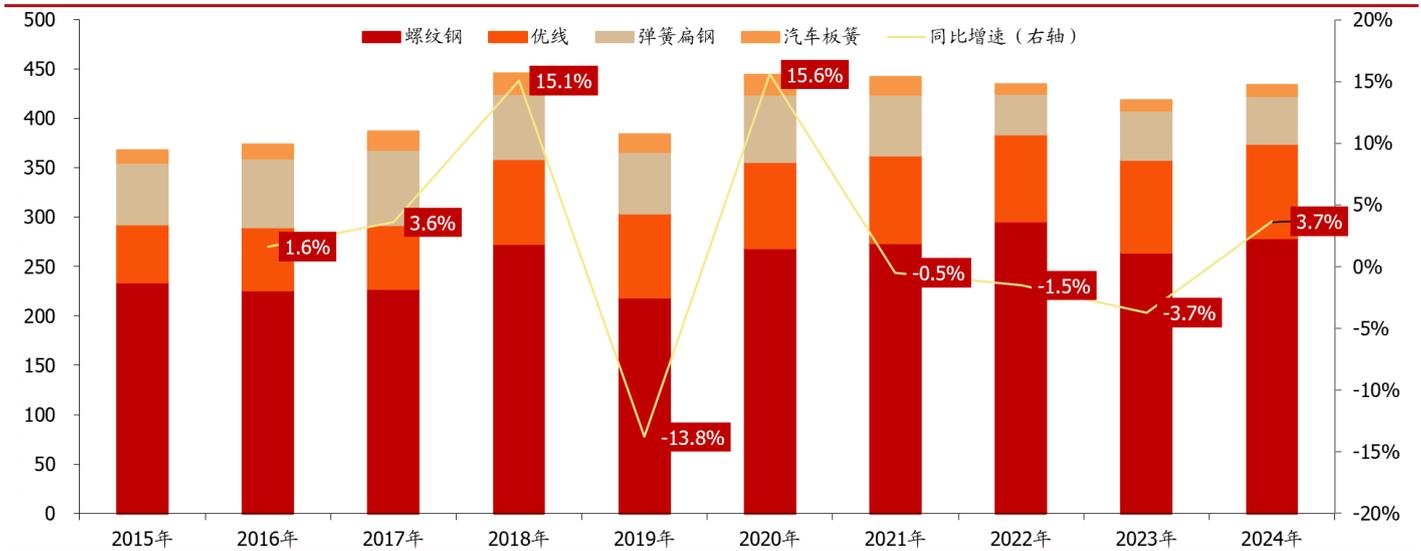
公司产销规模整体呈现增长趋势。根据年报数据, 公司 2024 年钢材产量为 434 万吨, 同比增长 3.7%; 实现钢材销量 434 万吨, 同比增长 3.4%; 2019 年-2024 年公司产销复合增速分别为 2.48%、2.47%, 随着公司不断挖潜增效, 产销规模仍有增长潜力。

图表5: 2015-2025H1 主要产品产销量变动情况 (万吨)

年份		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
螺纹钢	产量	234	226	227	273	218	268	274	296	264	279	
	销量	231	226	230	273	218	268	274	296	264	278	
优线	产量	59	64	65	86	86	88	89	88	94	96	
	销量	59	64	65	86	85	88	89	88	94	96	
弹簧扁钢	产量	62	70	77	66	63	68	62	42	50	49	
	销量	62	69	78	65	63	69	62	41	50	49	
汽车板簧	产量	13	14	18	20	17	19	17	10	11	11	
	销量	13	14	18	20	17	19	17	10	11	11	
铁精粉	产量	35	55	15	14	82	70	70	22	0	26	
铁精粉	销量	27	72	16	12	85	71	54	6	15	37	
钢材总产量		368	374	387	445	384	444	442	435	419	434	205
YOY			1.6%	3.6%	15.1%	-13.8%	15.6%	-0.5%	-1.5%	-3.7%	3.7%	-2.3%
钢材总销量		366	372	391	445	384	444	442	435	419	434	205
YOY			1.8%	5.0%	13.7%	-13.7%	15.5%	-0.3%	-1.6%	-3.6%	3.4%	-2.3%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 2015年-2024年分产品产量与总产量变动情况 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

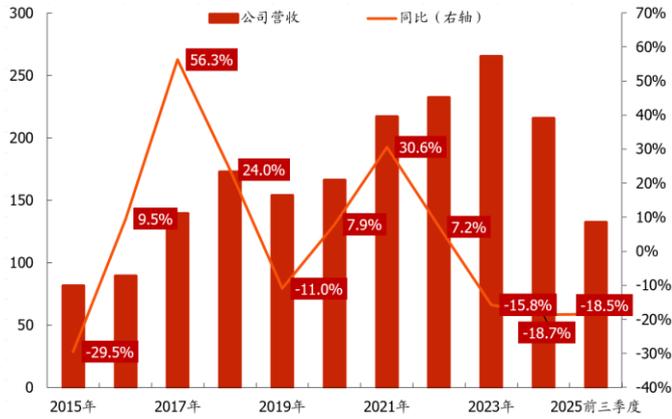
### 1.3.2. 营收、毛利率与净利率视角

公司主营产品收入整体维持增长势头, 营收与盈利随行业周期波动明显, 2025年有望走出过去2022年以来的盈利颓势:

- 公司2016年-2024年, 总营收规模从89.24亿元增至215.6亿元, 八年复合增速11.7%;
- 公司2016年-2024年, 归母净利润规模从6.66亿元降至2.48亿元, 八年复合增速-11.6%, 2025年前三季度归母净利润为7.89亿元, 同比增长317.38%, 已显著改善;

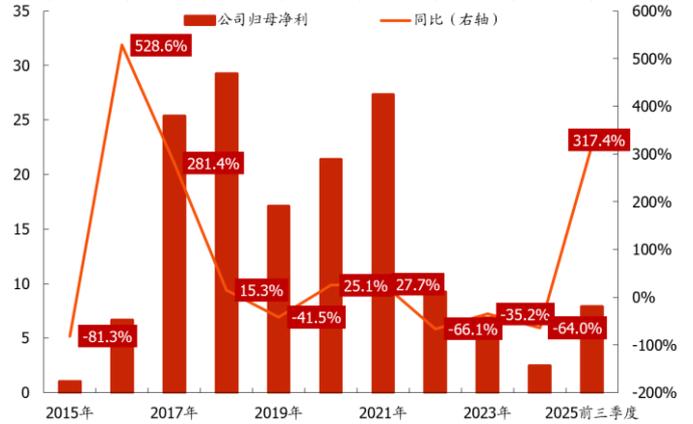
- 公司 2016 年-2024 年，整体毛利率从 19.6% 降至 4.8%，**2025 年前三季度毛利率为 10.44%**，环比同比均显著改善；
- 分品种来看，公司 2023 年-2024 年螺纹钢、线材销售毛利率持续走弱，弹簧扁钢、汽车板簧与铁精粉毛利率相对稳定。

图表7: 公司总营收与同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司归母净利润与同比增速 (亿元, %)



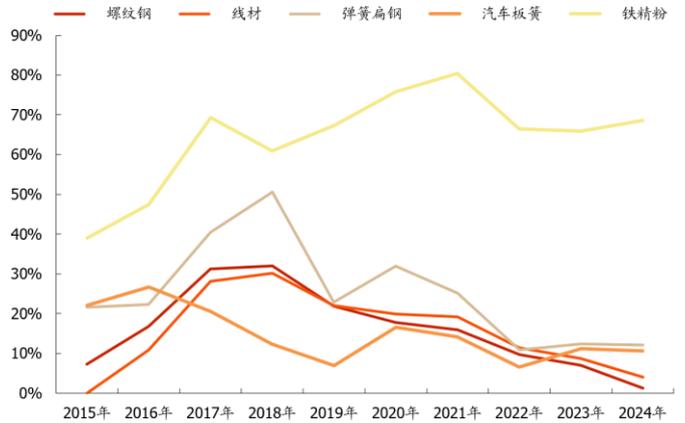
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司总毛利率与钢材产品毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

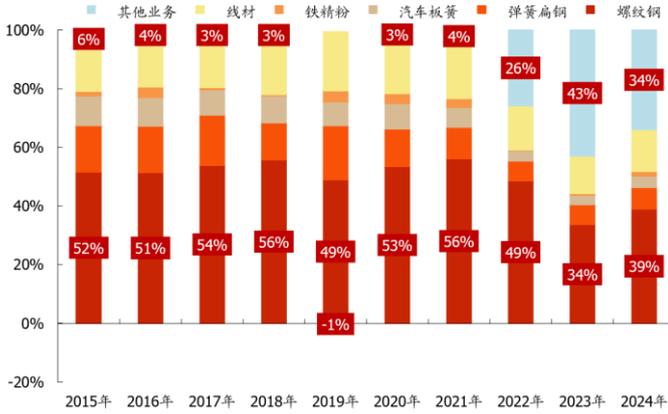
图表10: 分类别毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

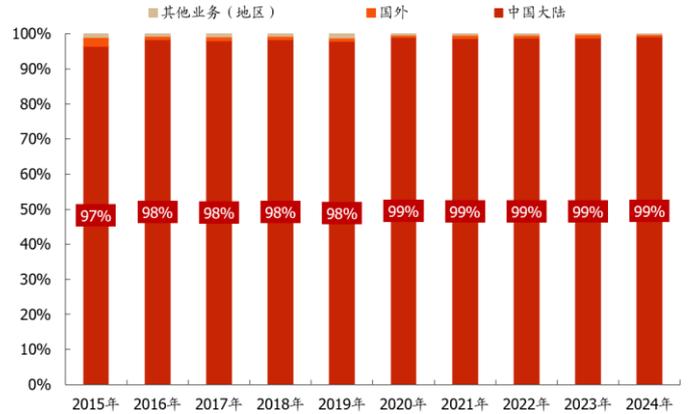
- 分区域来看，国内市场是公司产品的主要销售区域，2024 年境内营收占比 99%，毛利占比 99%；

图表11: 分产品营收占比



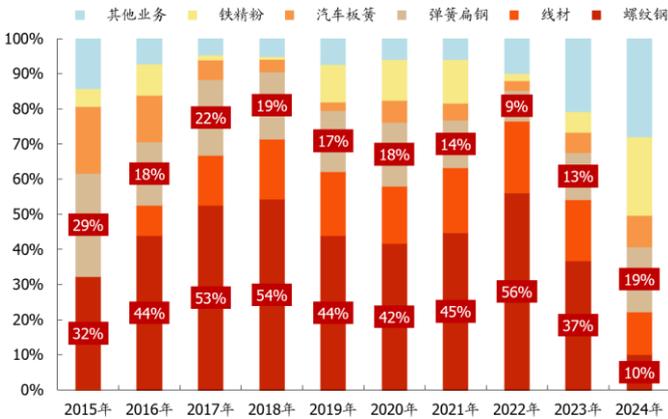
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 分地区营收占比



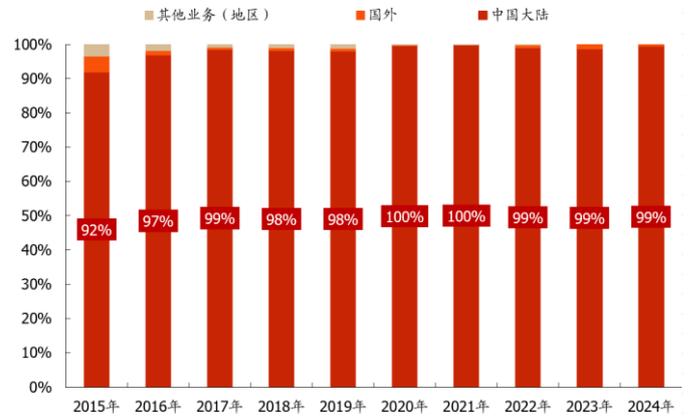
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 分产品毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

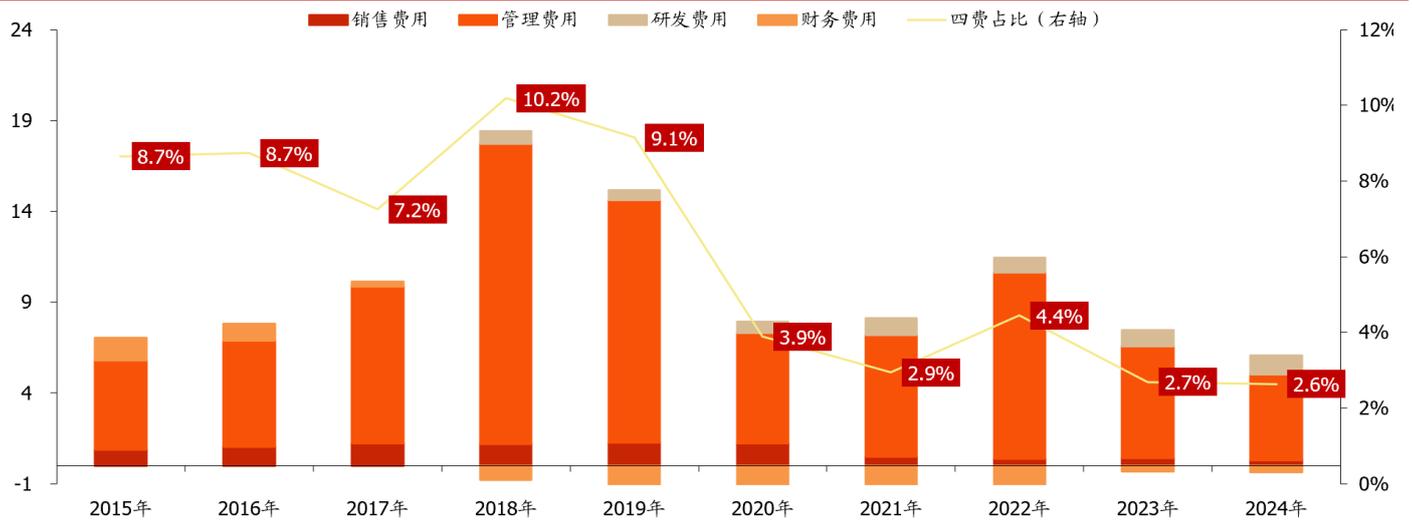
图表14: 分地区毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

营收规模扩张的同时,公司四费稳步回落,2015年-2024年四项费用占营业收入的比重从8.7%降至2.6%。

图表15: 2015年-2024年四费及占比变动情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3.3.吨钢盈利视角

从吨钢口径来看,公司整体售价与毛利呈现出周期波动状态,2017-2021年钢材盈利处于较高水平:

- 2015年-2024年,公司钢材吨售价从2059元增至3203元,2024年汽车板簧售价最高,其次为弹簧扁钢;
- 2015年-2024年,公司钢材吨成本从1849元增至3084元;
- 2015年-2024年,公司钢材吨毛利由210元降至118元。

从经营数据来看,汽车板簧与弹簧扁钢的吨毛利显著高于螺纹钢与线材,具备一定抗周期特征,但产量占比较低,螺纹钢与线材盈利波动较大;从底层逻辑来看,地产投资及开工数据下滑导致建筑钢材需求整体下行,对螺纹钢、线材需求影响更大。

图表16: 2015年-2024年主营产品吨钢数据(元/吨)

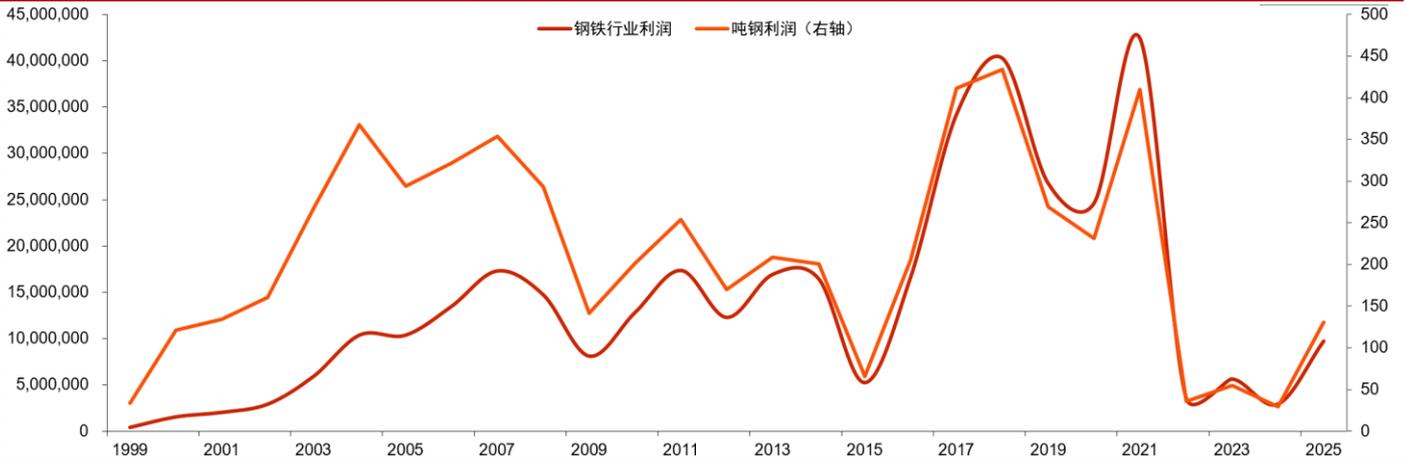
类别		2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
吨售价	螺纹钢	1816	2030	3263	3534	3481	3303	4434	3812	3373	3018
	线材	2040	2220	3470	3744	3671	3515	4694	3999	3582	3196
	弹簧扁钢	2079	2057		3306	4562	3122	3795	3785	3593	3235
	汽车板簧	6463	6171	7007	7797	7335	7564	8472	8480	8077	7698
	钢材合计	2059	2225	3420	3736	3872	3498	4554	3952	3568	3203
吨成本	螺纹钢	1683	1690	2244	2405	2717	2717	3726	3440	3138	2980
	线材	2043	1980	2493	2614	2861	2817	3795	3541	3272	3066
	弹簧扁钢	1630	1598	1809	1634	3516	2124	2839	3374	3146	2841
	汽车板簧	5043	4528	5563	6839	6822	6309	7269	7929	7176	6880
	钢材合计	1849	1831	2347	2535	3062	2797	3754	3555	3273	3084
吨毛利	螺纹钢	133	340	1020	1129	765	586	708	372	235	38
	线材	-3	239	977	1131	810	697	901	458	311	131
	弹簧扁钢	449	459	1229	1672	1044	998	956	411	448	394
	汽车板簧	1427	1643	1445	954	513	1255	1204	561	902	818
	钢材合计	210	395	1074	1201	810	700	801	397	294	118

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.3.4.ROE 视角

对于周期品这种典型困境反转型投资，不是去判断具体何时周期反转。困境反转时点实际是很难判定的，因为在判断之初往往没有什么根据，更多都是根据逻辑判断，而有数据验证的时候经常股票价格已经不再足够便宜，依据当时的数据判断已经不足以支撑股价的继续上涨。很多人会采用趋势投资策略，反馈当时行业如何景气、行业盈利丰厚，但是股票市场十分有效，股票价格会提前于行业景气见顶，这个也是基本面趋势投资总容易犯错误的时候。对于拐点型投资其实需要把握的是几个方面：一是是否足够便宜，具有安全边际；二是未来的盈利回归的盈利能力；三是行业向好的需求端来源是什么地方，单纯地讲产能收缩无法维持，四是目前和未来的行业刺激因素是什么。

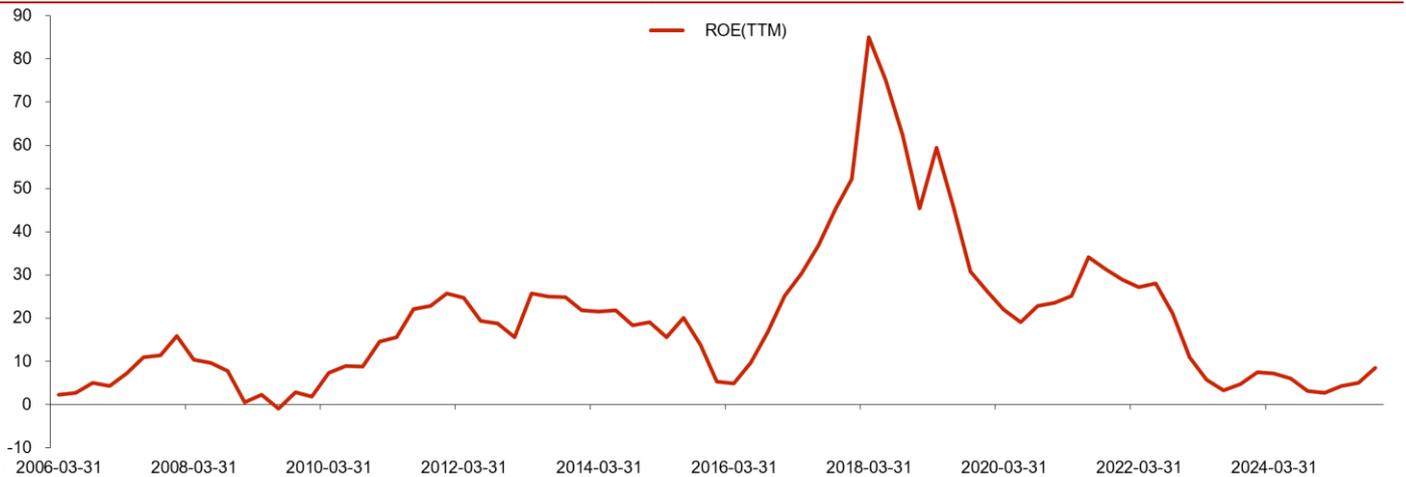
图表17: 钢铁行业盈利的周期性波动 (万元, 元/吨, 至 2025 年 9 月)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从公司 ROE 变动情况来看，公司盈利能力波动较大，2018 年曾达到 80% 以上，2006 年以来的 ROE (TTM) 均值在 19.42% 左右，与当前 ROE (8.46%) 仍有不小差距，未来随着行业盈利向均值回归，从绝对收益的角度公司依然具备投资价值。

图表18: 2006 年-2024 年公司 ROE 变动情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

当钢铁行业进入成熟期后，在需求成长性下降的背景下，我们更多捕捉资本回报周期的潮起潮落。鉴于钢铁板块目前估值分位，已经脱离绝对底部的安全区，但仍比较理性，没有对未来资本回报进一步回归计入太多预期，从绝对收益的角度依然具备投资价值。

市场的一般规律是供求的转换，当某个东西被过度追捧并赋予过高的价值时，在充分定价以后通常就是降价的开始，相反冶炼业多年资本回报低迷本身就是供给调整的重要条件，周期问题一定是可以用时间解决的，没有一个周期是永远向下的，这就是市场经济的力量，可以靠价格去调整供需。经济增长本身就是在“不平衡——平衡——不平衡——”的演变过程中螺旋式上升。

图表19: PB-ROE 估值矩阵

对应当年PB倍数	十年持续ROE										
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	
折现利率 《隐含年投资收益率》	2%	1.3	2.1	3.3	5.1	7.6	11.3	16.5	23.7	33.7	47.3
	5%	1.0	1.6	2.5	3.8	5.7	8.5	12.3	17.8	25.2	35.4
	8%	0.8	1.2	1.9	2.9	4.3	6.4	9.3	13.4	19.0	26.7
	10%	0.6	1.0	1.6	2.4	3.6	5.3	7.8	11.2	15.8	22.2
	15%	0.4	0.6	1.0	1.5	2.3	3.4	5.0	7.1	10.2	14.3
	20%	0.3	0.4	0.7	1.0	1.5	2.2	3.2	4.7	6.6	9.3
	25%	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0	1.5	2.2	3.1	4.4	6.2

资料来源: 国盛证券研究所绘制

## 2. 产能增长潜力较大

### 2.1. 集团产能远超上市主体产能

据公司官网，钢铁产业是辽宁方大集团核心业务板块之一，具有年产钢 2000 万吨能力，钢铁板块主要包括方大特钢科技股份有限公司、江西萍钢实业股份有限公司、四川省达州钢铁集团有限责任公司，其中方大特钢产能为 420 万吨，从当前公司避免同业竞争承诺来看，未来方大特钢待注入钢铁产能为 1600 万吨左右，为当前产能的三倍以上。

图表20: 方大集团粗钢产能分布

主体	产能
方大特钢	420 万吨
江西萍钢	1100 万吨
达州钢铁	500 万吨（一期）
集团总计	约 2000 万吨

资料来源: 公司公告, 方大集团, 萍钢实业, 国盛证券研究所

2012 年 12 月公司发布《关于与控股股东及关联方签订避免同业竞争协议的公告》，公司控股股东江西方大钢铁科技有限公司及其控股股东辽宁方大集团实业有限公司、实际控制人方威先生与公司特签订有关避免同业竞争的协议书。2018 年公司做出避免同业竞争承诺变更，最新承诺如下：

- 在本公司对方大特钢拥有控制权期间，本公司将持续在业务投资、资本运作、资产并购等方面优先支持方大特钢，协助其做大做强主营业务；方大特钢将作为本公司旗下钢铁类资产整合的上市平台和资本运作平台。

- 积极督促江西萍钢解决股东股权确认、股权权属不清晰等问题；自满足如下条件之日起一年内，启动将江西萍钢注入上市公司的工作：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）；自符合上述注入条件之日起五年内，将江西萍钢及子公司注入上市公司。
- 自满足如下条件之日起一年内，启动将达州钢铁注入上市公司的工作：A、达州钢铁主城区厂区主要土地的土地用途变更完成；B、达州钢铁符合注入上市公司的法定条件（包括但不限于产权清晰，资产完整合规，符合产能备案、环保、安全生产等各方面法律法规、监管规则等）；自符合上述注入条件之日起两年内，将达州钢铁及子公司注入上市公司。

横向对比已上市钢企背后的控股公司，方大特钢有望通过资产注入、置换，以及不同主体间的兼并重组等方式，持续打通要素资源流动通道，行业迎来重要兼并重组机遇期的同时，公司也有更多对应机会。

图表21: 2024年部分上市钢企与控股集团营收及资产规模比值（包含多上市公司的控股集团数据已调整，亿元）

上市公司	控股集团	钢企营收	集团营收	钢企占比	钢企资产	集团资产	钢企占比
方大特钢	辽宁方大集团实业有限公司	216	2,318	9.3%	192	4,380	4.4%
沙钢股份	江苏沙钢集团有限公司	144	1,527	9.4%	244	2,543	9.6%
鞍钢股份	鞍钢集团有限公司	1,051	2,606	40.3%	1,006	5,065	19.9%
首钢股份	首钢集团有限公司	1,083	2,254	48.1%	1,319	5,186	25.4%
杭钢股份	杭州钢铁集团有限公司	637	2,765	23.0%	330	1,058	31.2%
本钢板材	本钢集团有限公司	513	615	83.3%	458	1,285	35.6%
山东钢铁	山东钢铁集团有限公司	821	1,124	73.0%	653	1,777	36.7%
三钢闽光	福建省冶金（控股）有限责任公司	461	936	49.2%	516	1,402	36.8%
酒钢宏兴	酒泉钢铁（集团）有限责任公司	348	784	44.5%	472	1,269	37.2%
太钢不锈	太原钢铁（集团）有限公司	1,004	1,144	87.7%	675	1,488	45.4%
宝钢股份	中国宝武钢铁集团有限公司	5,960	9,002	66.2%	6,139	13,366	45.9%
河钢股份	河钢集团有限公司	1,216	3,998	30.4%	2,691	5,539	48.6%
柳钢股份	广西柳州钢铁集团有限公司	701	1,017	69.0%	647	1,143	56.6%
包钢股份	包头钢铁（集团）有限责任公司	681	1,137	59.9%	1,551	2,250	69.0%
华菱钢铁	湖南钢铁集团有限公司	1,441	2,396	60.1%	1,481	1,997	74.2%
安阳钢铁	安阳钢铁集团有限责任公司	296	322	92.0%	422	548	76.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2. 达州钢铁顺利搬迁，注入有望加速推进

达州钢铁历史悠久，1958年6月26日四川省地方国营达县红旗钢铁厂成立，经历多年的持续发展，达钢目前已成为冶金行业重点企业、国家高新技术企业、钢筋混凝土用钢热轧带肋钢筋国家标准起草单位之一，拥有“国家企业技术中心”，是国家发改委确定的钒钛资源综合利用重点企业，西南地区重要的钒钛钢铁精品生产基地。

达钢搬迁升级项目总体规模按照 1000 万吨钢铁产能规划，分两期实施。一期按照 500 万吨钢规划设计，预留二期 500 万吨钢发展空间。一期分两步建设，第一步形成年产 300 万吨钢、10 万吨钒渣、100 万吨焦炭的产能规模，同时规划预留第二步 200 万吨钢、6 万吨钒渣、100 万吨焦炭的场地及配套条件，规划用地面积 5590 亩，一期一步投资 150 亿元。

图表22: 达钢钢铁一期一步产能主要设备

装备名称	数量规格
顶装焦炉	2 座 50 孔 7 米
烧结机	2 台 190 平方米
球团生产线	170 万吨
高炉	2 座 1340 立方米
提钒转炉	2 座 100 吨
炼钢转炉	2 座 100 吨
优特钢生产线	1 条
双高棒生产线	1 条
双高线生产线	1 条
制氧机	2 套 40000 立方每小时
超高温亚临界煤气发电机组	2 座 100 兆瓦

资料来源: 四川新闻网, 国盛证券研究所

2025 年 4 月 1 日方大达钢新厂区揭牌仪式在达州东部经开区举行，标志达钢搬迁项目正式完成，方大达钢已具备全面投入生产的条件，4 月 11 日达州市经济和信息化局公告，四川省达州钢铁集团有限公司老厂区用于产能置换的 1 座 1260m<sup>3</sup>高炉、1 座 480m<sup>3</sup>高炉、2 座 120 吨炼钢转炉和 1 座 120 吨提钒转炉冶炼装备关键设备已拆除，不具备恢复生产能力。

图表23: 达钢老厂区



资料来源: 达州发布, 国盛证券研究所

图表24: 方大达钢现状



资料来源: 冶金产业网, 国盛证券研究所

根据达州日报, 2025 年 1 至 11 月方大达钢中标并供应的高铁项目铁标产品销量较 2024 年全年增长了 161.9%, 为宜涪高铁、成渝中线高铁等多个重点项目提供了关键建材支撑; 同时服务镇广高速、大垫高速等高速公路项目, 工程定轧特殊尺寸产品销量较 2024

年全年增长 43%，产销率和货款回收率均实现 100%，截至 11 月底，铁、钢、材三大核心产品产量均超目标完成年累计计划。根据公司避免同业竞争相关承诺，随着达钢生产经营步入正轨，达州钢铁及子公司注入进度有望加速推进。

### 3. 公司产品具备明显优势

#### 3.1. 成本与产成品综合优势

投资标的永续性上，需要挑选行业里最具竞争力的企业。重资产周期行业核心竞争力主要体现在几个指标上：单位人工成本、单位折旧、单位管理费用与产品溢价。在钢铁行业体现的核心指标人均产钢量、人均薪酬、吨钢折旧、吨钢三项费用和吨钢溢价。

**吨钢人工费用：**从人均产钢量来看，不同企业之间差异较大，人均产钢量较高有行业龙头宝钢股份、华菱钢铁，也有盈利情况较差的鞍钢股份、中南股份等，整体来看，中国较多钢铁企业生产效率已经达到人均产钢量 1000 吨以上。人均薪酬与企业所处地域、产品高端化程度有一定关联，部分企业通过偏低的薪酬对冲了生产效率的不足。吨钢人工费用方面，行业龙头及盈利较为突出公司吨钢人工费用多数在 250 元/吨以上。

图表 25: 板块上市公司人均产钢量比较 (吨/人)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
河钢股份	707	688	706	722	735	704	754	974	812	882
中南股份	557	797	1034	924	1070	1268	1408	1356	1525	1517
鞍钢股份	501	531	573	679	753	780	815	856	912	1017
华菱钢铁	485	610	858	944	939	1065	1062	1116	1096	1074
首钢股份	697	807	910	823	912	998	1250	1192	1272	1312
三钢闽光	788	720	776	826	900	828	835	808	865	912
宝钢股份	581	648	808	832	896	956	1020	1121	1204	1116
山东钢铁	334	249	393	530	707	748	672	955	904	932
南钢股份	695	774	819	868	976	893	867	685	790	660
<b>方大特钢</b>	<b>449</b>	<b>484</b>	<b>496</b>	<b>577</b>	<b>490</b>	<b>569</b>	<b>564</b>	<b>602</b>	<b>606</b>	<b>660</b>
安阳钢铁	449	438	427	471	453	520	573	595	744	561
八一钢铁	730	1379	793	880	992	1113	861	734	961	818
新钢股份	439	433	458	482	515	587	623	825	942	856
柳钢股份	1166	1200	1269	1345	1433	1017	1173	1092	1401	1473
重庆钢铁	341	291	593	948	1003	1027	1063	1342	1728	1377

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表26: 板块上市公司人均薪酬比较 (万元/人)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
河钢股份	12.4	11.8	13.1	14.2	13.9	13.3	15.4	18.2	14.6	15.4
中南股份	8.4	11.9	14.3	14.9	13.8	16.0	20.6	19.5	20.6	18.6
鞍钢股份	10.6	10.9	11.8	13.0	13.1	14.2	16.7	17.4	17.4	16.6
华菱钢铁	11.1	12.4	15.3	19.6	21.0	23.3	24.6	26.3	26.9	27.3
首钢股份	16.2	18.9	19.4	19.2	20.0	19.9	25.5	25.2	25.6	25.4
三钢闽光	9.1	10.4	18.9	16.0	16.4	16.0	19.8	19.8	19.3	20.3
宝钢股份	23.9	26.1	26.2	28.0	29.6	30.7	37.4	36.1	37.5	34.2
山东钢铁	8.7	7.4	10.2	14.5	16.9	20.3	23.6	26.5	23.5	22.9
南钢股份	12.8	16.8	20.5	25.3	25.7	22.5	25.1	25.8	26.2	25.0
<b>方大特钢</b>	<b>9.3</b>	<b>12.7</b>	<b>16.5</b>	<b>19.8</b>	<b>19.5</b>	<b>16.2</b>	<b>19.5</b>	<b>17.6</b>	<b>15.3</b>	<b>16.2</b>
安阳钢铁	7.9	7.8	9.1	11.5	12.3	13.1	15.8	13.9	13.9	14.1
八一钢铁	10.0	14.3	6.9	13.1	14.4	14.7	19.6	19.0	18.2	20.4
新钢股份	8.5	9.3	11.1	13.2	13.0	15.8	17.4	27.0	26.0	24.5
柳钢股份	14.2	14.5	17.0	22.0	21.2	15.5	24.5	15.4	17.7	17.9
重庆钢铁	10.5	8.8	13.8	20.3	17.6	18.7	19.6	25.1	22.4	20.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表27: 板块上市公司吨钢人工费用比较 (元/吨)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
河钢股份	175	172	185	197	189	189	205	186	180	174
中南股份	151	149	138	161	129	126	146	144	135	123
鞍钢股份	212	204	206	192	174	183	205	203	190	163
华菱钢铁	229	203	178	208	223	219	232	235	245	254
首钢股份	233	235	214	233	220	199	204	211	201	194
三钢闽光	116	144	243	193	183	193	237	244	223	222
宝钢股份	411	403	324	337	330	321	366	322	312	306
山东钢铁	260	297	258	274	238	271	351	278	260	245
南钢股份	185	216	251	291	263	252	289	377	332	379
<b>方大特钢</b>	<b>207</b>	<b>262</b>	<b>333</b>	<b>343</b>	<b>399</b>	<b>286</b>	<b>347</b>	<b>293</b>	<b>252</b>	<b>245</b>
安阳钢铁	176	177	214	244	271	251	276	233	187	251
八一钢铁	137	104	87	149	145	132	228	258	189	250
新钢股份	193	216	242	273	252	269	280	328	276	286
柳钢股份	121	121	134	164	148	152	209	141	127	122
重庆钢铁	307	303	233	214	176	182	184	187	129	151

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**吨钢折旧:** 吨钢折旧体现了企业购买产能的费用, 如果企业吨投资成本远远高于可比对手, 将在竞争中会处于不利地位。同等效能产能我们将行业内可比公司的折旧期统一后, 行业内盈利较好公司折旧普遍位于 200 元/吨以下, 而部分企业在购买产能时花费了过高的代价。

图表28: 板块上市公司吨钢折旧费用比较 (元/吨, 统一为 15 年)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
河钢股份	165	197	244	287	336	313	349	310	314	320
中南股份	195	151	119	143	126	105	102	134	127	134
鞍钢股份	272	227	220	199	189	198	198	189	185	194
华菱钢铁	232	219	162	157	171	148	141	142	165	178
首钢股份	433	468	463	520	482	471	435	457	445	447
三钢闽光	73	55	63	68	67	91	95	99	112	125
宝钢股份	340	361	281	291	290	288	291	278	262	265
山东钢铁	193	210	137	131	185	184	194	161	173	174
南钢股份	114	115	110	111	109	108	94	112	125	143
<b>方大特钢</b>	<b>73</b>	<b>69</b>	<b>58</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>58</b>	<b>56</b>	<b>54</b>	<b>57</b>	<b>59</b>
安阳钢铁	190	212	243	250	282	265	239	280	202	285
八一钢铁	213	184	87	186	176	167	196	252	203	258
新钢股份	137	123	117	111	96	94	97	101	92	100
柳钢股份	72	76	72	66	64	62	100	153	144	133
重庆钢铁	325	477	280	102	93	92	114	137	131	183

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**吨钢三项费用:** 管理效能和有息负债行业形成的吨钢费用行业内差异较大, 行业内运营效率高低点也有近 200 元以上的单位成本差距。

图表29: 板块上市公司吨钢费用比较 (元/吨)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
河钢股份	308	298	343	308	337	319	365	330	351	344
中南股份	218	161	89	98	83	57	50	63	53	62
鞍钢股份	289	244	257	241	216	216	103	95	105	85
华菱钢铁	360	306	245	244	219	155	152	83	86	89
首钢股份	264	278	292	306	260	182	169	146	125	111
三钢闽光	76	69	58	58	55	65	69	83	86	95
宝钢股份	534	500	355	295	244	192	171	154	136	136
山东钢铁	274	271	204	199	183	145	242	127	126	116
南钢股份	281	239	238	211	186	152	161	230	253	256
<b>方大特钢</b>	<b>199</b>	<b>217</b>	<b>274</b>	<b>399</b>	<b>369</b>	<b>137</b>	<b>129</b>	<b>224</b>	<b>154</b>	<b>109</b>
安阳钢铁	221	222	261	246	261	244	201	204	158	226
八一钢铁	295	280	206	297	283	264	137	196	178	183
新钢股份	149	146	143	85	98	57	78	120	70	65
柳钢股份	172	93	46	73	44	47	94	122	90	96
重庆钢铁	842	1264	478	175	138	120	135	102	64	83

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

**产成品优势:** 在激烈竞争中, 提升产品质量、提供高附加值产品也是企业突围的方向。钢企产品结构升级带来了更高的售价, 我们将行业企业平均售价与普通钢材售价进行比

对。头部公司宝钢股份、南钢股份以及华菱钢铁可以通过产品高端化获得较普通钢材2000-3000元的吨钢溢价。

图表30: 钢企产品吨综合售价与参考基准价(元/吨)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
河钢股份	2469	2554	4012	4532	4601	4184	5588	5079	4622	4413
中南股份	2206	2655	4184	4356	4013	4008	5534	5394	4703	3966
鞍钢股份	2775	2908	4062	4345	4134	4086	5485	5213	4606	4115
华菱钢铁	2911	3012	3601	4016	4452	4392	6328	5976	6012	5427
首钢股份	2636	2919	4011	4291	4087	4202	5800	5168	4762	4508
三钢闽光	2123	2162	3334	3707	4185	3871	5164	4384	4014	3744
宝钢股份	7374	7650	6235	6475	6191	6182	7834	7344	6610	6232
山东钢铁	3686	5812	5772	4745	4508	4746	6580	5623	5181	4795
南钢股份	2798	2893	4272	4746	4821	5188	7260	7140	6958	6655
<b>方大特钢</b>	<b>2283</b>	<b>2466</b>	<b>3746</b>	<b>4039</b>	<b>4146</b>	<b>3893</b>	<b>5086</b>	<b>5444</b>	<b>6477</b>	<b>5081</b>
安阳钢铁	2352	2685	3484	4045	3937	3904	5973	4809	4155	4267
八一钢铁	2420	2395	3336	3734	3637	3531	4705	4396	3339	3367
新钢股份	2252	2500	3712	4217	3970	3914	5038	4256	3868	3586
柳钢股份	2388	2187	3145	3392	3344	3199	4600	4404	3855	3597
重庆钢铁	2530	1864	3383	3695	3636	3593	5235	4348	3818	3560
<b>基准价格</b>	<b>2015年</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年</b>	<b>2018年</b>	<b>2019年</b>	<b>2020年</b>	<b>2021年</b>	<b>2022年</b>	<b>2023年</b>	<b>2024年</b>
钢价均值	2160	2569	3775	4105	3832	3768	5190	4411	3967	3595

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表31: 产成品综合售价与基准价的差价(元/吨)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
河钢股份	310	-15	236	427	769	417	399	668	655	818
中南股份	47	87	409	250	182	241	344	983	736	371
鞍钢股份	616	339	286	240	303	319	295	802	639	520
华菱钢铁	751	443	-174	-89	621	624	1138	1564	2045	1832
首钢股份	476	350	236	186	255	435	610	757	795	913
三钢闽光	-37	-407	-442	-398	353	103	-26	-27	47	149
宝钢股份	5215	5081	2459	2370	2360	2414	2644	2933	2642	2637
山东钢铁	1527	3244	1996	639	676	978	1390	1211	1213	1200
南钢股份	639	324	496	641	989	1421	2070	2729	2991	3060
<b>方大特钢</b>	<b>124</b>	<b>-102</b>	<b>-29</b>	<b>-66</b>	<b>314</b>	<b>125</b>	<b>-104</b>	<b>1033</b>	<b>2510</b>	<b>1486</b>
安阳钢铁	193	116	-291	-61	105	137	784	398	188	672
八一钢铁	261	-173	-440	-372	-195	-237	-484	-15	-629	-228
新钢股份	486	301	550	786	997	712	510	422	348	615
柳钢股份	228	-381	-631	-714	-487	-569	-590	-7	-113	2
重庆钢铁	370	-705	-392	-410	-196	-175	46	-63	-149	-35

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**小结：**综合产品溢价与成本竞争力。我们把竞争优势汇总（我们做的只是上市钢铁公司的成本曲线，行业内还存在以民营钢企为主的大量未上市钢铁产能，其中不乏行业优秀的产能资产，我们曾经也做过相同的比对，如果在实业中进行并购，也可以用以上方式进行测算。同时如果用海外竞争对手进行对照，中国钢铁工业竞争优势更加凸显）。我们可以看到**南钢股份、宝钢股份、华菱钢铁、方大特钢**处于行业领先地位。

图表32: 成本优势与产成品优势汇总后的综合参考成本 (元/吨)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
南钢股份	-58	246	103	-28	-431	-909	-1525	-2010	-2281	-2281
宝钢股份	-3930	-3818	-1499	-1448	-1496	-1614	-1816	-2179	-1933	-1930
华菱钢铁	70	286	759	698	-7	-103	-614	-1104	-1548	-1311
<b>方大特钢</b>	<b>355</b>	<b>651</b>	<b>694</b>	<b>861</b>	<b>519</b>	<b>355</b>	<b>636</b>	<b>-461</b>	<b>-2047</b>	<b>-1073</b>
山东钢铁	-799	-2466	-1397	-35	-70	-378	-603	-645	-654	-664
新钢股份	-7	183	-48	-317	-552	-292	-55	127	91	-165
首钢股份	454	631	733	873	706	418	199	58	-23	-161
鞍钢股份	157	335	397	392	276	278	210	-315	-158	-77
中南股份	519	374	-62	152	156	47	-46	-642	-421	-52
河钢股份	339	682	536	365	93	404	520	158	190	20
安阳钢铁	395	495	1009	800	709	624	-67	318	358	91
三钢闽光	301	675	805	717	-49	246	427	454	374	293
柳钢股份	137	672	882	1016	744	830	992	423	473	349
重庆钢铁	1104	2749	1384	901	603	569	387	489	473	451
八一钢铁	385	741	821	1004	800	800	1045	722	1199	919

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2. 公司估值处于偏低水平

重资产周期行业不适合用报表 **PE** 和 **PB** 进行简单估值。**PE** 估值仅仅是对盈利的统计，无法蕴含背后产生利润的盈利资产的真实定价，也无法表达盈利增速在估值中的表现，尤其对于商业模式剧烈波动的周期性行业。净利润 (**E**) 波峰波谷差异巨大，很多时候在周期顶部暴利，底部亏损，**PE** 估值倍数只能是一个参考，而不能作为估值标准，这是最简单的估值陷阱。同时账面的 **PB** 也无法准确表达资产的真实价值，由于盈利剧烈波动，连续若干年亏损很可能造成 **B** (净资产) 转为负值，但实际盈利资产并没有发生变化，并不会影响实际内生价值。同时由于技术迭代速度较慢，很多传统周期性行业资产的使用年限远远高于会计折旧年限，当折旧计提完毕后仍可以正常使用，只要公司不破产，行业需求不消失，这些隐藏的折旧额巨大的重资产行业利润增长空间非常大，因此它们的净资产估值上需要进行变形处理。我们认为最好的方式是用吨产能市值与建设成本 (重置成本) 比对。

在对照行业固定资产账面原值处置与减少金额过程中，方大特钢处置比例明显高于部分可比公司水平，反映出公司采用了更加激进的固定资产处置报废方式，在计算公司固定资产原值时，我们将公司历年的固定资产减值部分加回原值，作为方大特钢原值的参考：

图表33: 2024 年部分可比公司固定资产减值比例

2024 年固定资产减值比例	
方大特钢	4.7%
华菱钢铁	1.0%
新钢股份	1.2%
南钢股份	0.4%
柳钢股份	0.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 核心投资标的吨钢固定资产投资原值(元/吨)

证券简称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
<b>方大特钢</b>	<b>2198</b>	<b>2213</b>	<b>2200</b>	<b>2135</b>	<b>2755</b>	<b>2452</b>	<b>2581</b>	<b>2737</b>	<b>3086</b>	<b>3101</b>
新钢股份	2796	2921	2929	2880	2838	2973	3189	3194	3077	3489
南钢股份	4545	4427	4222	4086	3844	3885	4001	5127	5185	6195
柳钢股份	1626	1621	1497	1435	1400	2339	2571	3038	2783	3390

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所 (方大特钢原值为减值加回后修正数值)

一般而言, 当二级市场头部公司估值低于 35% 重置成本时, 实业中行业产能扩张也会终止, 因为这个时期从性价比来说以成本价二级市场购入行业最优质产能会远远高于自身

新建代价, 产业资本可能会站出来首先增持股票, 这时候资本回报周期就会开始见底向上折返。这一时刻之前遭受重创的股票变得非常有吸引力, 在股票市场上就会出现股价领先盈利见底的情况。然而市场很多短线投资者由于过于纠结于短期的不确定性而错失买入机会。

钢铁行业是竞争性的且进入壁垒较低。历史上看估值高点不超过 100% 重置成本。行业经营往往采用 1:2 的杠杆, 如果二级市场估值达到 70%—100% 重置成本左右估值分位, 意味着等于差不多当期 2-3 倍净资产价格的时候, 就会吸引更多的资本进入行业, 资本市场出现更多的并购和 IPO, 从而引发资本回报周期向下回归。一个公司股价存在溢价, 本身就是因为它可以用其资本挣到一个高的回报, 这种高回报就会引来竞争, 通常这种情况不太可能一直持续下去。相反一个公司股价存在比较大的折扣, 这是因为异常的低盈利。缺乏新的竞争, 原有的公司会从这个领域退出, 或者通过其他自然的经济力量, 最终会改变这一情况, 使投资回报恢复到一个正常水平。

对于方大特钢而言, 其盈利能力常年高于行业内钢铁公司, **roe 2017 年最高曾接近 68%**, 因此估值平均位置高于普通钢铁公司, 最低估值比例多数时间落在 **0.6-1 倍重置成本附近**, 最高估值比例多数时间在 **1.5 倍重置成本左右或以上**, 除此之外还与两点因素有关:

- 2016 年以来, 方大特钢由于方大集团经营策略与民企属性影响, 分红比例显著偏高, 其中 2017 年、2018 年、2020 年、2021 年股息率分别为 25.8%、27.4%、17.7%、17.9%, 资金对其估值水平存在明显溢价。
- 自 2009 年并入方大集团后, 方大集团持续扩充钢铁产业版图, 随着 2012 年方大集团重组萍钢, 2020 年吸纳达州钢铁, 在钢铁行业严禁新增产能背景下, 方大特钢作为股东承诺的钢铁产业整合平台, 其后续成长性持续受到市场关注。

图表35: 投资标的上市以来分红比例 (%)

证券简称	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
<b>方大特钢</b>	<b>76.1</b>	<b>79.0</b>	<b>80.5</b>	<b>68.2</b>	<b>75.1</b>	<b>78.4</b>	<b>74.1</b>	<b>72.6</b>	<b>72.0</b>
新钢股份	35.0	19.3	14.8	15.7	18.7	22.2	22.6	24.1	24.2
南钢股份	122.1	51.8	43.7	45.3	46.9	46.5	49.1	51.2	51.2
柳钢股份	55.9	52.1	43.3	44.4	43.5	42.3	50.0	54.2	56.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表36: 投资标的吨钢最低市值 (元/吨)

证券简称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
<b>方大特钢</b>	<b>1814</b>	<b>1531</b>	<b>2315</b>	<b>3346</b>	<b>3238</b>	<b>2565</b>	<b>3223</b>	<b>3151</b>	<b>2524</b>	<b>1935</b>
新钢股份	766	972	997	1759	1524	1278	1305	1097	996	827
南钢股份	1404	1109	1426	1634	1348	1212	1796	1709	1868	2268
柳钢股份	840	630	827	1075	953	694	718	495	405	339

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表37: 投资标的吨钢最低估值

证券简称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
<b>方大特钢</b>	<b>0.83</b>	<b>0.69</b>	<b>1.05</b>	<b>1.57</b>	<b>1.18</b>	<b>1.05</b>	<b>1.25</b>	<b>1.15</b>	<b>0.82</b>	<b>0.62</b>
新钢股份	0.27	0.33	0.34	0.61	0.54	0.43	0.41	0.34	0.32	0.24
南钢股份	0.31	0.25	0.34	0.40	0.35	0.31	0.45	0.33	0.36	0.37
柳钢股份	0.52	0.39	0.55	0.75	0.68	0.30	0.28	0.16	0.15	0.10

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (方大特钢原值为减值加回后修正数值)

图表38: 投资标的吨钢最高市值 (元/吨)

证券简称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
<b>方大特钢</b>	<b>5484</b>	<b>2958</b>	<b>5734</b>	<b>6139</b>	<b>6332</b>	<b>3456</b>	<b>5212</b>	<b>4439</b>	<b>3667</b>	<b>2427</b>
新钢股份	1612	1175	2826	3081	2532	1684	3296	2013	1374	1324
南钢股份	3929	1413	2811	2822	2020	1621	3054	2479	2389	3632
柳钢股份	1704	1433	1652	1973	1671	906	1093	869	625	457

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 投资标的吨钢最高估值

证券简称	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
<b>方大特钢</b>	<b>2.49</b>	<b>1.34</b>	<b>2.61</b>	<b>2.88</b>	<b>2.30</b>	<b>1.41</b>	<b>2.02</b>	<b>1.62</b>	<b>1.19</b>	<b>0.78</b>
新钢股份	0.58	0.40	0.96	1.07	0.89	0.57	1.03	0.63	0.45	0.38
南钢股份	0.86	0.32	0.67	0.69	0.53	0.42	0.76	0.48	0.46	0.59
柳钢股份	1.05	0.88	1.10	1.37	1.19	0.39	0.42	0.29	0.22	0.13

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (方大特钢原值为减值加回后修正数值)

图表40: 投资标的吨市值与吨估值水平 (2026-2-5)

证券简称	2024 年吨固定资产原值 (元)	当前吨市值 (元)	吨估值水平
<b>方大特钢</b>	<b>3101</b>	<b>3416</b>	<b>1.10</b>
新钢股份	3489	1251	0.36
南钢股份	6195	3679	0.59
柳钢股份	3390	698	0.21

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所 (方大特钢原值为减值加回后修正数值)

从当前估值比率情况来看, 多数钢企均处于偏低估值水平, 距离景气回落年份估值上限以及景气向上年份估值上限均有较大距离, 具有投资价值, 其中方大特钢近五年估值高位水平在 **2.02** 倍重置成本左右, 对应市值为 **265** 亿元左右, 近三年估值高位水平在 **1.62** 倍重置成本左右, 对应市值为 **213** 亿元左右。

## 4. 投资建议

### 4.1. 核心假设

售价方面, 考虑到 2025 年钢价走弱, 同时“反内卷”预期增强带动 2026 年-2027 年钢价偏强运行, 预计 2025 年-2027 年钢价先跌后涨, 假定 2025 年-2027 年公司螺纹钢价格变动幅度分别为-10%、2%、1%; 线材价格变动幅度分别为-10%、2%、1%; 弹簧扁钢价格变动幅度分别为-5%、3%、2%; 汽车板簧销售价格变动幅度分别为-5%、1%、1%; 铁精粉产品销售价格变动幅度分别为-2%、-4%、-6%。

销量方面, 考虑到公司产品结构保持基本稳定, 仍有小幅挖潜空间, 以公司现有产能上限为基础, 假定 2025 年-2027 年公司螺纹钢销量变动幅度分别为 2%、3%、3%; 线材销量持平于 2024 年; 弹簧扁钢销量变动幅度分别为 9%、6%、5%; 汽车板簧销售销量变动幅度分别为 7%、17%、14%; 铁精粉产品销售持平于 2024 年。

毛利方面, 2025 年起公司毛利有所修复, 假定 2025 年-2027 年公司螺纹钢吨毛利分别为 272 元/吨、319 元/吨、336 元/吨; 线材吨毛利分别为 288 元/吨、337 元/吨、356 元/吨; 弹簧扁钢吨毛利分别为 400 元/吨、443 元/吨、484 元/吨; 汽车板簧吨毛利分别为 804 元/吨、886 元/吨、970 元/吨; 铁精粉产品吨毛利分别为 583 元/吨、516 元/吨、485 元/吨。

分产品销量、售价与毛利如下表所示:

图表41: 方大特钢主要业务数据假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>螺纹钢</b>					
销量 (万吨)	264	278	283	291	299
综合售价 (元/吨)	3373	3018	2716	2770	2798
吨成本 (元/吨)	3138	2980	2445	2452	2462
吨毛利 (元/吨)	235	38	272	319	336
<b>线材</b>					
销量 (万吨)	94	96	96	96	96
综合售价 (元/吨)	3582	3196	2877	2934	2964
吨成本 (元/吨)	3272	3066	2589	2597	2608
吨毛利 (元/吨)	311	131	288	337	356
<b>弹簧扁钢</b>					
销量 (万吨)	50	49	53	56	59
综合售价 (元/吨)	3593	3235	3074	3166	3229
吨成本 (元/吨)	3146	2841	2674	2723	2745
吨毛利 (元/吨)	448	394	400	443	484
<b>汽车板簧</b>					
销量 (万吨)	11	11	12	14	16
综合售价 (元/吨)	8077	7698	7313	7386	7460
吨成本 (元/吨)	7176	6880	6508	6500	6490
吨毛利 (元/吨)	902	818	804	886	970
<b>铁精粉</b>					
销量 (万吨)	15	37	37	37	37
综合售价 (元/吨)	981	915	896	860	809
吨成本 (元/吨)	338	289	314	344	324
吨毛利 (元/吨)	643	626	583	516	485

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用方面, 公司费用控制得当, 近三年来销售费用及管理费用占比稳定, 考虑到行业产能限制政策等因素影响, 预计公司费用端波动不大, 销售费用率假设 2025 年~2027 年分别为 0.12%、0.13%、0.13%; 管理费用率假设 2025 年~2027 年分别为 2.26%、2.22%、2.24%; 研发费用率假设 2025 年~2027 年分别为 0.41%、0.44%、0.42%。

图表42: 方大特钢费用端假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业费用率	0.10%	0.14%	0.12%	0.13%	0.13%
管理费用率	2.33%	2.18%	2.26%	2.22%	2.24%
研发费用率	0.33%	0.48%	0.41%	0.44%	0.42%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4.2. 盈利预测

基于以上假设，预计 2025 年~2027 年公司营业收入分别为 206 亿元、213 亿元、219 亿元，同比增速分别为-4.4%、3.5%、2.8%；毛利率分别为 9.0%、9.9%、10.3%；归母净利润分别为 9.8 亿元、10.2 亿元、11.4 亿元。

图表43: 方大特钢主要业务板块盈利预测 (亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>螺纹钢</b>					
营业收入	89	84	77	81	84
yoy	-21.0%	-5.8%	-8.4%	4.9%	3.8%
营业成本	83	83	69	71	74
yoy	-18.6%	0.0%	-16.5%	3.1%	3.2%
毛利率	7.0%	1.3%	10.0%	11.5%	12.0%
<b>线材</b>					
营业收入	34	31	28	28	28
yoy	-3.9%	-9.2%	-10.0%	2.0%	1.0%
营业成本	31	29	25	25	25
yoy	-0.9%	-4.7%	-15.5%	0.3%	0.4%
毛利率	8.7%	4.1%	10.0%	11.5%	12.0%
<b>弹簧扁钢</b>					
营业收入	18	16	16	18	19
yoy	15.5%	-12.7%	3.4%	8.8%	7.5%
营业成本	16	14	14	15	16
yoy	13.4%	-12.5%	2.4%	7.6%	6.2%
毛利率	12.5%	12.2%	13.0%	14.0%	15.0%
<b>汽车板簧</b>					
营业收入	9	9	9	10	12
yoy	5.7%	-1.4%	1.3%	17.8%	15.4%
营业成本	8	8	8	9	10
yoy	0.4%	-0.8%	0.9%	16.5%	14.1%
毛利率	11.2%	10.6%	11.0%	12.0%	13.0%
<b>铁精粉</b>					
营业收入	1	3	3	3	3
yoy	142.6%	127.0%	-2.0%	-4.0%	-6.0%
营业成本	1	1	1	1	1
yoy	142.9%	107.8%	8.7%	9.7%	-6.0%
毛利率	65.5%	68.5%	65.0%	60.0%	60.0%
<b>其他</b>					
营业收入	114	73	73	73	73
yoy	90.2%	-35.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	110	70	70	70	70
yoy	90.4%	-36.3%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	3.1%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
<b>公司总计</b>					
营业收入	265	216	206	213	219
yoy	14.1%	-18.7%	-4.4%	3.5%	2.8%
营业成本	248	205	188	192	197
yoy	16.7%	-17.3%	-8.6%	2.5%	2.4%
毛利率	6.3%	4.8%	9.0%	9.9%	10.3%
归母净利	6.9	2.5	9.8	10.2	11.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 4.3. 投资建议

公司作为江西区域钢铁龙头，历史盈利弹性明显，同时成本控制能力突出，随着公司持续产能挖潜及行业因素，2025 上半年盈利已走出低谷、显著提升，在集团产能存量巨大、整合有望加速背景下，盈利有望持续增长。参考公司近年来估值变动情况，公司近五年估值高位水平在 2.02 倍重置成本左右，对应市值为 265 亿元左右，近三年估值高位水平在 1.62 倍重置成本左右，对应市值为 213 亿元左右。目前公司估值 1.1 倍重置成本附近，我们认为有明显修复空间，给予“增持”评级。

### 风险提示

#### 上游原料价格大幅上涨。

若铁矿或焦炭等原料价格大幅上涨，导致生产成本显著上涨，进而影响后续利润实现。

#### 钢材价格不及预期。

下游汽车、油气、机械等领域需求可能由于行业或突发事件的原因出现超预期下滑，导致钢价表现不及预期。

#### 业务发展存在不确定性。

公司产品在国内外销售渠道拓展进度可能不及预期。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com