产业链整合提升盈利能力

——方大特钢调研报告

买入(维持)

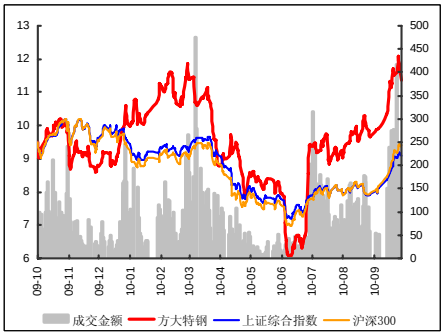
市场数据

钢铁指数	2762.36
三个月涨跌幅	15.67%
上证综合指数	2975.04
沪深 300 指数	3378.66

基础数据

每股净资产（元）	1.45
资产负债率（%）	70%
总股本（百万）	1300
流通股本（百万）	10800

公司股价相对表现



相关研究

钢铁有色研究小组

联系人：蔡培培

8621-68761616-8521

caipp@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼，200122

http://www.tebon.com.cn

基本情况和主营业务：公司是拥有炼焦、炼铁、炼钢、轧钢全流程生产工艺的钢铁联合企业，主要产品包括建筑用钢、弹簧扁钢、汽车板簧、稳定杆和扭杆等。**弹簧扁钢为公司战略品种。**公司是我国弹簧扁钢最大生产商，全国占有率达 45%以上。主要竞争对手为青岛钢铁、兴澄特钢、大冶特钢等。**螺纹钢品牌优势较强**，江西省内市场占有率位居第一，主要销售地为江西和福建。我们对江西省未来建筑用钢需求持乐观态度。公司**板簧**全国占有率目前为 20%以上，居全国第一。

上下游产业链整合正在进行：公司已收购部分**铁矿石**资源，鉴于目前国内钢厂的一体化进程、政府对矿产资源的整合和公司在矿产资源收购上的积极态度，我们预计未来公司仍将收购合适的相关矿产资源。公司通过向辽宁方大集团定向增发收购辽宁方大集团持有的沈阳 100%的股权，集团向上市公司提供业绩承诺。我们看好沈阳炼焦的盈利能力。目前公司板簧具备 20 万吨产能，但公司有意逐步扩大板簧产能，未来或可达至 40 万吨。上下游产业链整合的好处不仅在于节约成本和保障需求，而且在于显现公司整条产业链的协同效应，提高公司生产效率、提升公司产品品质。

成本具备下降空间：一方面公司今年通过技改等手段对铁前系统进行改造，新增烧结能力，扩大料场，降低铁前成本。另一方面随着民营公司辽宁方大集团的入主，公司在人员成本、社会负担方面将有所减轻，同时经验证明民营背景钢企在费用控制方面往往做得更好。

盈利预测、估值与评级：我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 12786 万元，15293 万元，17090 万元（未考虑沈阳焦化业务），按最新股本（130053 万股）计算，对应每股收益分别为 0.258 元，0.51 元，0.62 元，对应市盈率分别为 23、11、9 倍。**维持“买入”评级。**

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10958.55	12786.00	15293.75	17090.00
增长率(%)	-18.42%	16.68%	19.61%	11.74%
归属母公司股东净利润	32.76	335.28	663.59	806.25
增长率(%)	221.62%	923.58%	97.92%	21.50%
每股收益(EPS)	0.025	0.258	0.510	0.620
净资产收益率(ROE)	1.85%	15.95%	23.99%	22.57%
市盈率(P/E)	237.43	23.20	11.72	9.65
市净率(P/B)	4.40	3.70	2.81	2.18

请务必阅读正文后的免责条款部分

近期我们对方大特钢（600507）进行了实地调研，我们认为公司主要产品未来需求前景向好，同时公司逐渐完善上下游一体化产业链，生产协调性增强，且成本端有望逐步降低，盈利能力大幅提升，我们预计公司 10 年、11 年、12 年的业绩分别为每股 0.258 元，0.51 元，0.62 元（未考虑沈阳焦化并购），对应市盈率分别为 23、11、9 倍。维持“买入”评级。

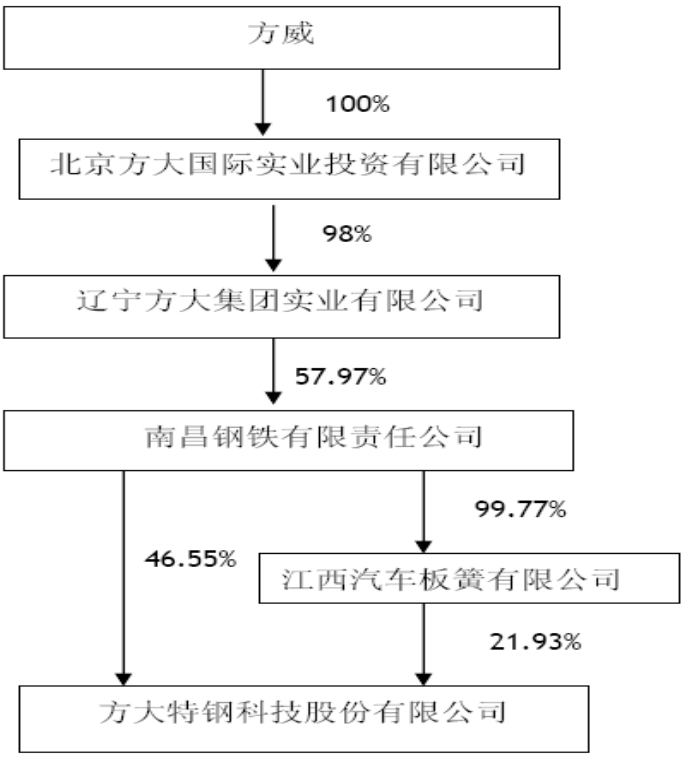
1. 公司基本情况

方大特钢是拥有炼焦、炼铁、炼钢、轧钢全流程生产工艺的钢铁联合企业，主要产品包括建筑用钢、弹簧扁钢、汽车板簧、稳定杆和扭杆等。近年来，公司致力于钢铁和汽车零部件业务的发展。目前具备年产铁 250 万吨、钢 340 万吨、材（坯）330 万吨、汽车板簧 20 万吨、稳定杆 40 万件、扭杆 20 万件的综合生产能力。公司形成“海鸥”牌建筑钢材和“长力牌”汽车板簧两大系列产品，其中，弹簧扁钢和螺纹钢荣获国家产品“金杯奖”，公司有特色优势产品弹簧扁钢占全国 40%-50%的市场份额。

公司于 06 年末通过非公开增发的方式实现了南昌钢铁的整体上市，其主营业务由汽车板簧、弹簧扁钢等汽车零部件扩展到钢铁冶炼，成为拥有铁、钢、材、汽车零部件等完整的产业链系统。

09 年 9 月，辽宁方大集团与江西冶金集团公司签订了《股权转让合同》，方大集团以产权交易的方式受让江西冶金集团公司持有的南昌钢铁 57.97%的股权，方大特钢控股股东为南昌钢铁有限责任公司，实际控制人为民营企业辽宁方大集团。

图1-1 股权结构图



资料来源:公司公告,德邦研究

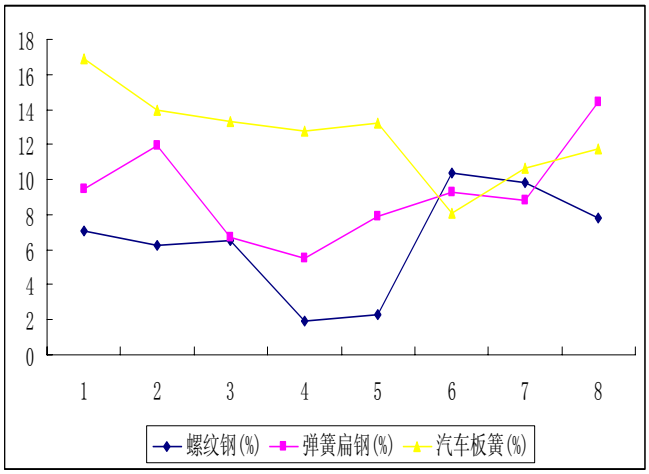
请务必阅读正文后的免责条款部分

2. 公司主营业务

公司主营业务主要为弹簧扁钢、螺纹线材和汽车板簧。

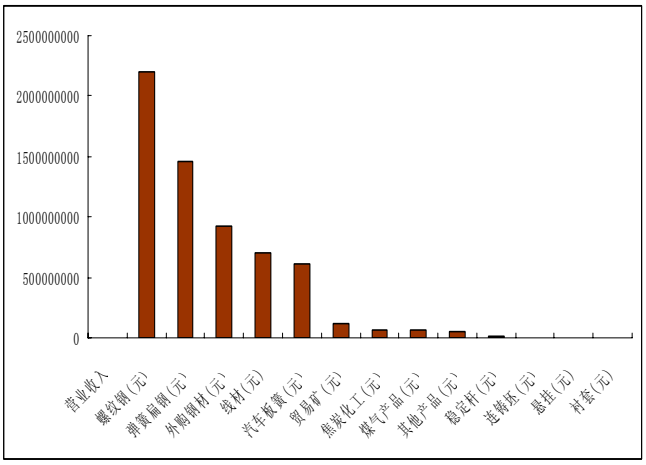
从毛利率走势来看，汽车板簧作为弹簧扁钢的加工产品毛利率总体处于下降当中，10 年中期毛利率为 11.74%；螺纹钢毛利率随宏观经济变化而变化，波动性最大，10 年中期毛利率为 7.8%；弹簧扁钢毛利率总体上升，10 年中期毛利率为 14.43%，目前公司营业收入分品种看，螺纹钢位居第一，其次为弹簧扁钢。

图2-1 06年至10年中期各品种毛利率变化



资料来源:公司公告,德邦研究

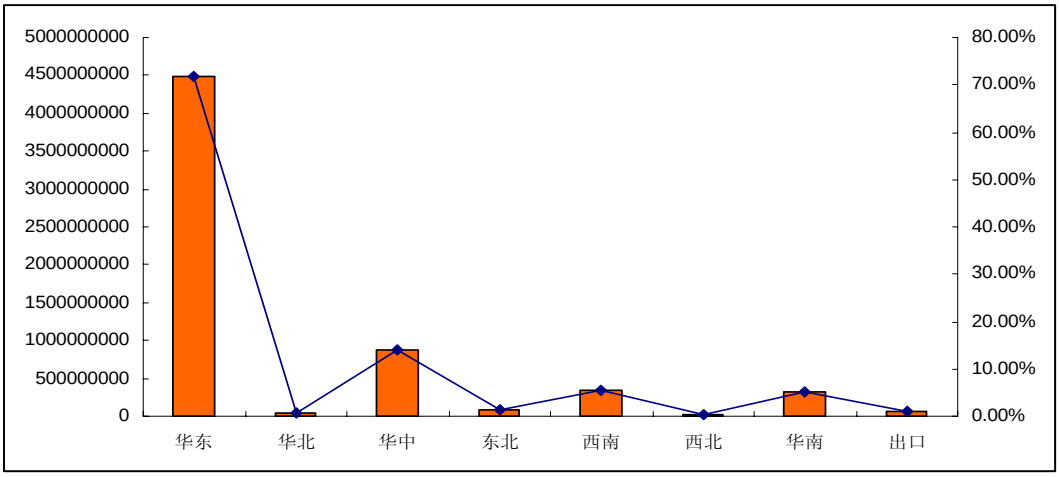
图2-2 2010年中期公司各品种营业收入



资料来源:公司公告,德邦研究

公司营业收入分地区看，主要销售地为华东地区，尤其是江西和福建，这也是钢材销售半径所决定。

图2-3 分地区主营业务收入及占比



资料来源:公司公告,德邦研究

请务必阅读正文后的免责条款部分

弹簧扁钢

弹簧扁钢用于汽车板簧制造，板簧按外形分类为椭圆形板弹簧、半椭圆形板弹簧、四分之一椭圆形板弹簧、片弹簧。椭圆形板弹簧、半椭圆形板弹簧及四分之一椭圆形板弹簧均为组合型式的板弹簧，依靠板与板之间的摩擦力而具有较高的缓冲和减振性能，广泛应用于汽车、拖拉机和铁道车辆的悬架系统；片弹簧为单片弹簧钢，多用于机械设备和仪器仪表中压紧工作部件。

弹簧扁钢是公司战略品种。公司是我国弹簧扁钢最大生产商，全国占有率达 45%以上。主要竞争对手为青岛钢铁、兴澄特钢、大冶特钢等。公司弹簧扁钢销售方式为直供，下游客户为各板簧生产厂商，客户关系较为固定，根据供需关系及原材料价格变化，价格可不定期调整。由于汽车板簧属于易损件，弹簧扁钢用于生产和维修两个市场，各占一半市场份额。

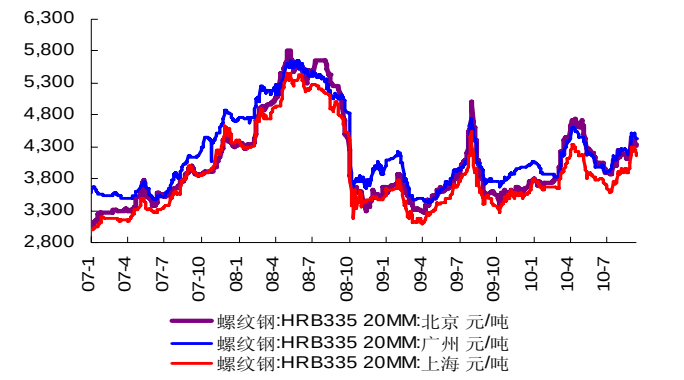
螺纹钢

公司于 06 年末通过非公开增发的方式实现了南昌钢铁的整体上市后，螺纹钢等建筑用钢成为营业收入的另一重要来源。公司“海鸥”牌螺纹钢荣获江西省名牌产品、全国用户满意产品，产品畅销全国各地，并出口至世界多个国家和地区。公司螺纹钢江西省内市场占有率位居第一。公司螺纹钢主要销售地为江西和福建。螺纹钢销售采用贸易商和直供两种模式。

我们对江西省未来建筑用钢需求持乐观态度。一方面未来国内投资增长点在中西部地区，其基础设施建设潜力仍然巨大，江西省固定资产投资增速近几年持续处于高位；**另一方面由于东部沿海劳动力、土地等要素成本逐渐上升，企业内迁趋势已成**，在内迁选址上，湖南和江西是较热门的内迁地，因为土地成本只有珠三角的 1/3，人工也只是七至八成。企业内迁必然带来江西地区基建投资的增加。我们看好未来江西地区建筑用钢的需求。

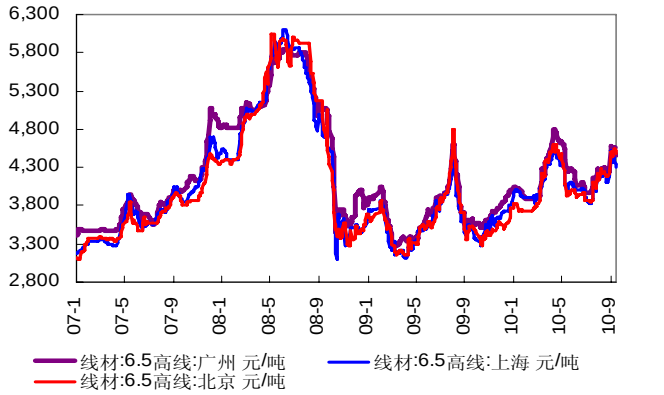
今年 7 月以来，建筑用钢供需明显转好，价格快速反弹，普钢类品种中，我们仍然更加看好长材，一方面节能减排大多影响螺纹钢的产能，另一方面夏季过后为建筑用钢旺季，同时房地产市场尤其是保障房用钢量形势有望趋好。

图 2-4 螺纹钢价格走势



资料来源:my steel,德邦研究

图 2-5 线材价格走势



资料来源:my steel,德邦研究

板簧

相比弹簧扁钢，板簧市场较为分散，原因在于进入壁垒低于弹簧扁钢，属于弹簧扁钢后续加工环节，目前公司板簧全国占有率 20%以上。我们看好公司板簧业务，一方面源于我们对未来国内汽车消费持乐观态度，另一方面在于公司将通过收购等方式逐渐扩大板簧产能。

请务必阅读正文后的免责条款部分

3. 上下游产业链整合正在进行

铁矿石资源整合

公司铁矿石来源为公司自产、现货矿、进口协议矿。目前公司拥有铁矿资源为资金田鸥矿业 30%的股权，年产 30 万吨铁精粉，权益产量为 9 万吨；今年 2 月发布公告拟收购五个铁矿股权，分别是中亿矿业 40%股权、东杭矿业 42%股权、金海矿业 50%股权、金溪矿业 60%股权、恒顺矿业 50%股权。权益产量为 9.87 万吨。

今年 3 月公司发布公告，同意意向收购本系满族自治县同达铁选有限责任公司（同达铁选）和本溪恒汇铁选有限责任公司（恒汇铁选）100%股权，同达铁选可采储量 3509.36 万吨，平均品位 30.35%，预计扩界后可增加的铁矿资源可采储量为 1800 万吨。年生产能力达 60 万吨/年。恒汇铁选拥有一个选矿厂，配置 3 条生产线，合法拥有独立的尾矿库，铁精粉生产能力为 45 万吨/年，上述铁矿石资源注入将大幅增厚公司业绩。今年 6 月 24 日公司公告以 9200 万元的价格竞得了江西省新余市仙女湖区九龙山巴丘园矿区外围及深部铁矿普查探矿权。鉴于目前国内钢厂如火如荼的一体化进程、政府对矿产资源的整合和公司在矿产资源收购上的积极态度，我们预计未来公司仍将收购合适的相关矿产资源。

焦炭产业整合

公司焦炭一部分自产，一部分外购。公司焦炭年需求量一百五十万吨以上，自产焦炭八十万吨以上，自给率 50%以上，其他向周边焦化厂购买。

今年 2 月 26 日方大特钢公布了定向增发股份收购资产的方案：向辽宁方大集团定向增发 143，233，532 股，发行价 8.35 远，收购辽宁方大集团持有的沈阳炼焦 100%的股权。公司与辽宁方大集团签署了《利润补偿协议书》，辽宁方大集团承诺沈阳炼焦 2010 年度、2011 年度及 2012 年度的净利润不低于人民币 11008 万元、15401 万元和 17508 万元，沈阳炼焦在承诺期间内实现的净利润低于承诺净利润的部分，将有辽宁方大集团以足额的现金补偿给上市公司。从收购标的质地看，过去三年沈阳炼焦综合毛利率水平明显高于同行业上市公司，营运能力也高于同行业上市公司。我们认为，业绩承诺将提供足够安全边际，同时业绩承诺也说明大股东对标的资产盈利能力的信心。按承诺业绩计算，10 年、11 年和 12 年沈阳炼焦贡献公司每股收益 0.07 元、0.09 元、0.11 元。由于销售半径限制，对沈阳炼焦的投资基本属于财务投资行为。

板簧产业整合

目前公司板簧具备20万吨产能，但公司有意逐步扩大板簧产能，今年3月26日公司发布公告拟与湖南易通汽车配件科技发展有限公司开展合作，扩展下游汽车板簧业务。湖南易通成立于1992 年，现占地160亩，是国家诚信示范企业、国家火炬计划重点示范单位、全国百佳汽车零部件供应商、省级高新技术企业。湖南易通主要配套厂家包括一汽集团、长丰集团、东风集团、北汽福田、北汽集团、三一集团、中联重科等知名企业，同时，湖南易通通过了国际汽车配套体系组织——“邓百氏”组织审核，是国内板簧行业唯一一家进行了全球八大汽车厂采购体系的板簧生产厂家。公司将控股合作后的新公司，持有51%以上的股权，原股东持有湖南易通 49％以下的股权。

上下游产业链整合的好处不仅在于节约成本和保障需求，而且在于公司整条产业链的协同效应，这对于提高公司生产效率、提升公司产品品质具有重大意义。

4. 成本具备下降空间

我们认为公司成本端具备较大下降空间。

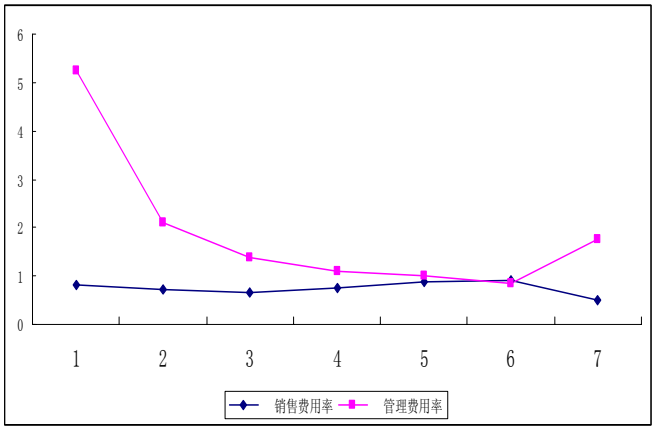
一方面公司今年通过技改等手段对铁前系统进行改造，新增烧结能力，扩大料场，降低铁前成本。另一方面随着民营公司辽宁方大集团的介入，公司在人员成本、社会负担方面将有所减轻，同时民营背

请务必阅读正文后的免责条款部分

景钢企在费用控制方面往往做得更好。

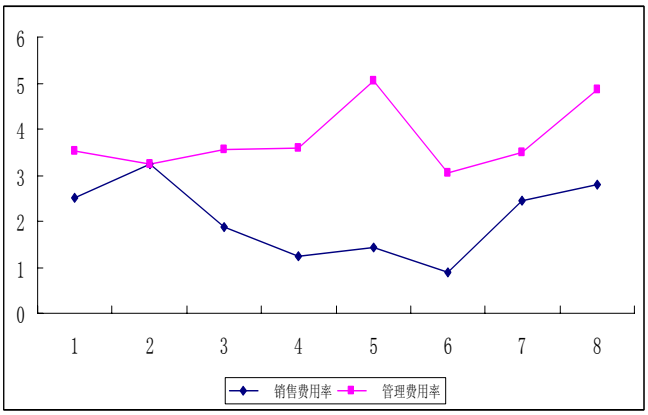
我们通过对比中信泰富进驻大冶特钢前后的费用率情况，再对比一下国企西宁特钢和民营企业大冶特钢的销售和管理费用率情况。

图 4-1 02 年以来大冶特钢销售、管理费用率走势



资料来源:公司公告,德邦研究

图 4-2 02 年以来西宁特钢销售、管理费用率走势



资料来源:公司公告,德邦研究

基于上述两点因素，我们认为公司成本端具备较大下降空间。

5. 盈利预测与估值

产量预测:

2010 年-2012 年间，公司各主要品种产量预测如下:

产量（单位：万吨）	2010E	2011E	2012E
螺纹线材	150	165	175
弹簧扁钢	80	85	90
汽车板簧	20	28	35
铁精粉	20	80	90

价格预测:

2010 年-2012 年间，公司各主要品种价格预测如下:

价格（单位：元）	2010E	2011E	2012E
螺纹线材	3900	4095	4300
弹簧扁钢	4400	4500	4600
汽车板簧	7000	7200	7400
铁精粉	1080	1120	1150

请务必阅读正文后的免责条款部分

毛利率预测:

2010 年-2012 年间，公司各主要品种毛利率预测如下:

毛利率（%）	2010E	2011E	2012E
螺纹线材	7.50%	8.00%	8.00%
弹簧扁钢	14.00%	15.00%	15.00%
汽车板簧	12.00%	13.00%	13.50%
铁精粉	45.00%	40.00%	40.00%

我们预计 10、11、12 年营业收入分别为 12786 万元，15293 万元，17090 万元（未考虑沈阳焦化业务），按最新股本（130053 万股）计算，**对应每股收益分别为 0.258 元，0.51 元，0.62 元，对应市盈率分别为 23、11、9 倍。维持“买入”评级。**

6. 风险提示

公司存在的主要风险有:

1、固定资产投资增速放缓，汽车消费具备不确定性。

2、铁矿石资源整合时间和力度具备一定不确定性。

请务必阅读正文后的免责条款部分

附录

预测财务报表

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	13200.07	13432.37	10958.55	12786.00	15293.75	17090.00
减：营业成本	12568.84	12950.64	10300.04	11569.45	13539.18	15083.55
营业税金及附加	50.92	50.72	28.79	33.59	40.18	44.89
营业费用	71.71	65.63	81.43	95.01	113.65	127.00
管理费用	93.76	256.46	315.16	367.72	439.84	491.50
财务费用	77.96	96.74	81.94	117.52	63.14	30.17
资产减值损失	-1.03	7.66	68.41	68.41	68.41	68.41
加：投资收益	11.36	10.87	3.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.19	-1.28	0.37	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	349.48	14.10	86.73	534.30	1029.36	1244.48
加：其他非经营损益	-11.37	3.60	-28.71	-28.71	-28.71	-28.71
利润总额	338.11	17.70	58.02	505.59	1000.65	1215.77
减：所得税	47.54	1.04	20.98	126.40	250.16	303.94
净利润	290.57	16.66	37.05	379.19	750.48	911.83
减：少数股东损益	8.29	6.47	4.29	43.91	86.90	105.58
归属母公司股东净利润	282.29	10.18	32.76	335.28	663.59	806.25
资产负债表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
货币资金	230.68	1015.12	522.41	472.32	1199.09	3402.94
应收和预付款项	503.01	518.23	1113.57	-26.96	1316.14	122.84
存货	1198.25	1110.39	1095.64	1089.43	1467.65	1381.11
其他流动资产	1.63	0.35	0.72	0.72	0.72	0.72
长期股权投资	59.50	163.98	170.84	170.84	170.84	170.84
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2875.13	3221.67	3058.52	2520.70	1982.88	1445.06
无形资产和开发支出	316.86	309.46	336.93	300.56	264.19	227.82
其他非流动资产	0.00	21.00	2.52	2.52	2.52	2.52
资产总计	5185.06	6360.21	6301.14	4530.12	6404.02	6753.84
短期借款	1233.78	1245.60	1761.57	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2077.53	3090.20	2646.54	2257.90	3381.32	2819.31
长期借款	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	11.42	174.19	4.29	4.29	4.29	4.29
负债合计	3322.97	4509.99	4412.40	2262.19	3385.61	2823.60
股本	684.49	684.49	684.49	684.49	684.49	684.49
资本公积	646.33	648.87	649.57	649.57	649.57	649.57
留存收益	444.76	399.95	432.71	767.99	1431.58	2237.83

请务必阅读正文后的免责条款部分

归属母公司股东权益	1775.59	1733.31	1766.77	2102.05	2765.64	3571.89
少数股东权益	86.50	116.91	121.97	165.88	252.78	358.36
股东权益合计	1862.09	1850.22	1888.74	2267.93	3018.42	3930.24
负债和股东权益合计	5185.06	6360.21	6301.14	4530.12	6404.02	6753.84
现金流量表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**	**2012E**
经营性现金净流量	190.51	1069.62	-464.53	1768.59	729.50	2173.61
投资性现金净流量	-200.18	-127.91	-393.30	-21.53	-21.53	-21.53
筹资性现金净流量	-74.16	-178.35	420.97	-1797.15	18.80	51.77
现金流量净额	-84.92	763.09	-437.03	-50.10	726.77	2203.85

请务必阅读正文后的免责条款部分

投资评级

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。