

# 方大特钢：

## ——业绩增速符合预期，持续高分红

### 报告摘要

事件：方大特钢发布了2018年年报。公司2018年实现销售收入172.86亿元，同比增长23.96%，实现归母净利润29.27亿元，同比增长15.26%，实现扣非归母净利润29.02亿元，同比增长21.29%，业绩增速符合预期。向全体股东每10股派发现金红利17元（含税），合计分红为24.65亿元，按2月21日收盘价计算，股息率达13.64%。

- **成本管控能力依旧亮眼，高激励赢得高毛利模式有望持续。** 1) 公司聚焦精细化管理，通过全流程管控实现增效减费，成果斐然。销售费用率和财务费用率分别为0.68%和0.45%，较去年分别下滑了0.19和0.63个百分点。2) 获现能力稳定，持续高分红可期。公司经营性现金流量净额为35.73亿元，同比增长39.91%，为连续四年实现正增长。应收账款及票据合计为4.9亿元，较去年同期大幅下降70.57%。优秀获现能力为公司持续且稳定的高分红提供了基础。
- **业务端：坚定推行差异化战略，构建多元业务矩阵。** 2018年，公司实现产铁 346.04万吨（+12.75%）、钢420.31万吨（+15.29%）、材425.13万吨（+15.26%）；全年生产汽车板簧20.27万吨（+11.27%）。1) 特钢业务整体表现不如去年，主要原因有两点：去年基数大，对今年业绩增长构成压力和对未来汽车行业的担忧，拖累特钢业绩。2) 普钢业务表现亮眼。螺纹钢和线材收入增速达28.44%和42.76%。
- **未来看点：基建需求释放+资产注入预期。** 1) 我们认为基建需求有望在第二季度释放，届时将有效提升公司长材需求。2) 萍钢存注入上市公司预期。
- **盈利预测：** 我们预测2019-2021年营业收入分别为人民币149.20亿元，156.88亿元和166.48亿元；归母净利分别为人民币17.85亿元，19.54亿元和22.38亿元。

### 研究部

王晓璇

[xxwang@cebm.com.cn](mailto:xxwang@cebm.com.cn)



## 业绩符合预期：看好公司稳定增长

**事件：**方大特钢发布了2018年年报，公司2018年实现销售收入172.86亿元，同比增长23.96%，实现归母净利润29.27亿元，同比增长15.26%，实现扣非归母净利润29.02亿元，同比增长21.29%，公司第四季度实现收入45.04亿元，较上年同期增长17.97%，实现归母净利润6.12亿元，较上年同期下降38.8%。向全体股东每10股派发现金红利17元（含税），合计分红为24.65亿元，按2月21日收盘价计算，股息率达13.64%。

总体来看，业绩增速符合预期。公司2018年实现销售收入172.86亿元，同比增长23.96%，超过预期，主要原因是螺纹钢的收入出现大幅增加，较去年同期上升42.76%。归母净利较去年有较大下滑，主要由于2016年基数较低致2017年出现较大增速。我们认为相较于2017年的靓丽数据，2018年实现扣非归母净利增速达21.29%实属难得。此外2018年Q4业绩较去年同期出现较大消化，主要是因为第四季度螺纹钢价格出现较大下滑，拖累了公司业绩增速。

图 1：2014-2018 年营业收入及增速

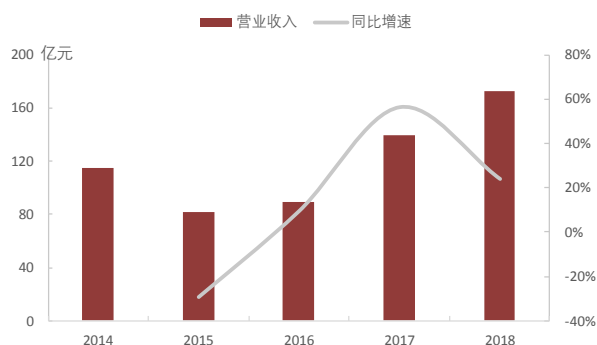
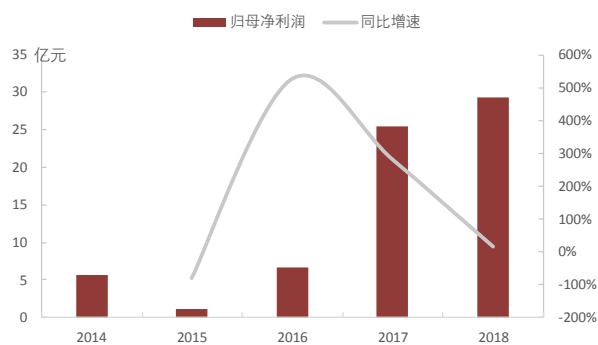


图 2：2014-2018 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，莫尼塔研究

资料来源：Wind，莫尼塔研究

### 一、成本管控能力依旧亮眼，高激励赢得高毛利模式有望持续

公司聚焦精细化管理，通过全流程管控实现增效减费，成果斐然。1) 2018年公司销售费用率和财务费用率分别为0.68%和-0.45%，较去年分别下滑了0.19和0.63个百分点，成本优化能力突出。2) 管理费用率较去年上升3.37个百分点至9.58%，主要是发行限制性股票，确认股权激励费用所致。公司执行的高激励赢得高毛利的盈利模式，内部拥有一套完善的激励体系，实现员工个人利益与公司整体利益的高度一致，极大的提高了生产效率，对高毛利的实现有直接作用。

获现能力稳定，持续高分红可期。本报告期内，公司经营性现金流量净额为35.73亿元，同比增长39.91%，为连续四年实现正增长。应收账款及票据合计为4.9亿元，较去年同期大幅下降70.57%。优秀获现能力为公司持续且稳定的高分红提供了基础。

图 3：公司内部激励制度完善

对象	主要制度	内容
基层员工	利润共享	在企业月度盈利情况下，月度盈利奖在 500 元的基础上再增加 500-1000 元；中层干部加薪 50%。
	退休职工津贴	向萍安钢铁、方大特钢 70 周岁及以上离退休人员发放的月度敬老金从 100 元增加到 200 元；同时向方大特钢 70 周岁以上的 2028 名离退休人员每人发放 2000 元红包。

	“赛马”特殊奖	从2017年开始，在三家钢厂铁、钢、材、物流、采购、销售等工序之间开展“赛马”活动，对获得第一名的单位及员工给予重奖。
	现金红包	给三家钢厂及方大钢铁总部普通员工发放1-3万元不等的现金红包。
	发放轿车	从2016年到2020年，九江钢铁连续五年都完成10亿元以上利润，员工发放一辆10万元左右的轿车，车型按大多数员工的意见决定。前5年员工对车辆有使用权，使用满5年后，车辆免费过户给在岗员工。
中高层	股权激励	向1688名激励对象授予1.2亿股限制性股票，占授予前公司总股本的比例为9.33%，授予价格为5.4元/股。此次激励计划在授予完成登记之日起满12个月后分2期解除限售，每期解除限售的比例分别为50%、50%。

来源：公司公告，莫尼塔研究

图4：2015-2018年三费比率

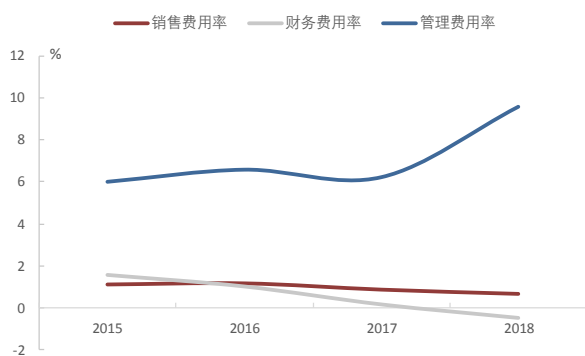
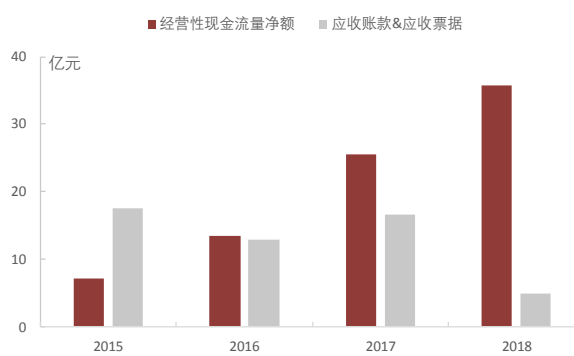


图5：2015-2018年经营性现金流量净额及应收款项



来源：Wind，莫尼塔研究

## 二、业务端：坚定推行差异化战略，构建多元业务矩阵。

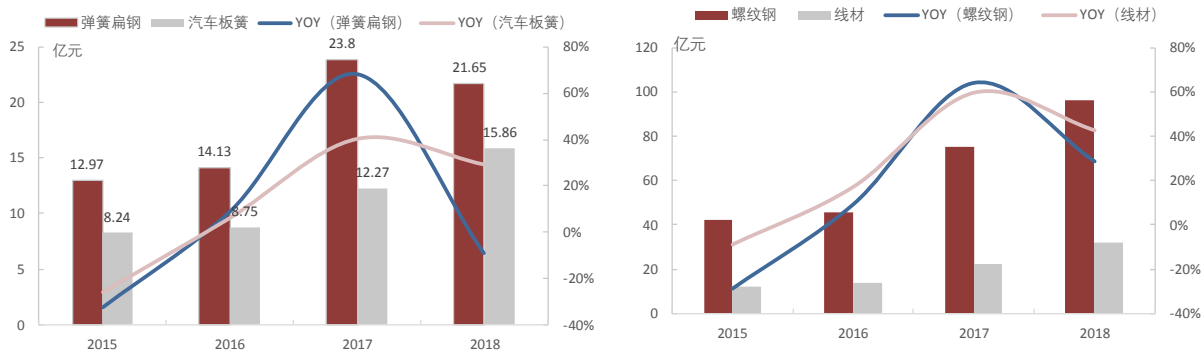
2018年，公司实现产铁346.04万吨(+12.75%)、钢420.31万吨(+15.29%)、材425.13万吨(+15.26%)；全年生产汽车板簧20.27万吨(+11.27%)。目前公司已围绕特钢及普钢业务形成“长力牌”弹簧扁钢和“海鸥”牌建筑钢材两大系列品牌矩阵，二者均是江西省著名品牌，省内认可度很高，具备一定品牌溢价。总的来看，2018年特钢表现不如普钢。

特钢方面，弹簧扁钢毛利率为50.58%，较去年同期上升10.13个百分点，但营业收入却下滑了9.03%。汽车板簧虽然营业收入同比增长29.26%，但毛利率下滑较多，毛利率为12.26%，较去年同期下滑8.35个百分点。我们认为特钢业绩下滑原因有三点：1)基数较大。去年业绩非常出色，对今年业绩增长构成压力。2)弹簧扁钢今年的生产量比去年减少了14.13%。3)对未来汽车行业的担忧，拖累特钢业绩

普钢表现较为亮眼，螺纹钢实现收入96.49亿元，同比增长28.44%，毛利率为31.94%，比去年微增0.7个百分点。线材实现收入32.15亿元，同比增长42.76%，毛利率达30.21%，较去年同期增长2.04个百分点。全年来看，以螺纹钢为例，前三季度螺纹钢价格均处于上升当中，进入第四季度，出于对未来经济增长的担忧，需求回落带动钢价下行20%，对利润造成一定影响。

图6：2015-2018年特钢业务表现

图7：2015-2018年普钢业务表现



来源: Bloomberg, 莫尼塔研究

### 三、未来看点：基建需求释放+资产注入预期

**基建需求有望在第二季度开始释放。**根据我们的一月份的调研结果，目前华北、华中地区均有规划基建新项目，主要为高铁、高架和城市轨道交通项目，但目前项目尚未开工。调研对象认为，从项目批复到开工真正用到钢材，可能存在半年左右的时滞，据此推算基建拉动钢材需求或到4月份才会显现。公司所处的江西省近年固定资产投资始终处于全国前列，基建需求旺盛。2018年1-11月江西省固定资产投资增速高达11.2%，位列全国第四。

**我们依旧看好集团将萍钢整体或分拆注入上市公司。**主要原因如下：1) 公司目前已处于满产状态，去产能大背景下难以通过新增产能提升业绩，在技术升级较为有限的背景下，寻求对外并购成为增厚公司业绩唯一选项。2) 去产能进入下一阶段，并购浪潮席卷而来。各区域内龙头钢企均抓紧整合省内资源（以三钢闽光为例），不断寻求对外并购的机会，进一步做大做强。方大集团作为江西省最大的钢铁集团难以独善其身，只有加紧整合旗下钢铁公司以提升集团整体实力，才能在激烈的行业竞争当中占据一席之地。3) 方大特钢长材产品主要销往江西省内，萍钢的辐射范围则是湖南、两广等周边省份，二者业务并不冲突，整合后有望形成区域协同效应。但当下萍钢仍处于托管状态，协同优势难以发挥。

**盈利预测：**我们预测2019-2021年营业收入分别为人民币149.20亿元，156.88亿元和166.48亿元；归母净利分别为人民币17.85亿元，19.54亿元和22.38亿元。

#### 免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

#### 上海（总部）

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚  
银行大厦7楼702室。邮编：200120

#### 北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广场  
E1座18层1803室。邮编：100738

#### 纽约

Address: 295 Madison Avenue, 12FL  
New York, NY 10017 USA

业务咨询：[cebm-service@cebm.com.cn](mailto:cebm-service@cebm.com.cn)