

2022年03月20日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

wangqy@dwzq.com.cn

强业绩高分红，优质民企成长可期 买入（首次）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,679	23,850	24,000	24,250
同比（%）	30.6%	10.0%	0.6%	1.0%
归母净利润（百万元）	2732	3110	3223	3328
同比（%）	27.6%	13.8%	3.6%	3.3%
每股收益（元/股）	1.27	1.44	1.50	1.54
P/E（倍）	6.79	5.96	5.75	5.57

投资要点

- **方大特钢：优质民企，行业标杆。**公司方大特钢是江西龙头民营钢铁企业，主营产品是螺纹钢、汽车板簧、弹簧扁钢等。2009年公司完成从国有到私企的转变。公司产品结构以长材为主，立足江西南昌地区。公司管理水平优异，盈利能力稳定，在钢铁行业盈利波动较大时始终能保持出色的业绩表现。
- **钢铁行业：供需走平，盈利维持。**2022年钢铁行业供需基本平稳：产量继续平控，需求同比仍增加1-3%，供需偏紧状况维持。2022年钢铁需求存在较大预期差：市场普遍看空地产，但我们认为除地产外大部分用钢行业需求将增加，我们预计占比1/3的后周期下游（集装箱、造船、能源管道、化工、专用机械、通用机械、机械零部件等）用钢量增长更为明显，占比近1/4的基建需求增长2%左右。2022年全球铁矿石供应我们预计增加1-1.5亿吨，矿价走弱，钢铁在产业链利润占比进一步提升。我们预计2022年矿价均值下降15.9%。我们预计2022年钢价均值下降278元/吨，成本下降343元/吨，行业毛利持平或微增。
- **管理优势明显，股权激励再造生机。**在差异化核心成本战略下，方大特钢通过控制低人工、折旧、能源、制造费用等非原材料成本，提高劳动生产率，降低内部总成本。根据最新披露的2021年报，2021年方大特钢的ROE达28.9%，并且在2011-2020十年中一直处于行业领先地位，并基本维持在20%以上的高ROE状态。此外，方大特钢自上市以来共推出过三份股权激励计划，分别于2012年、2017年推出股票期权计划和2021年的限制性股票激励计划。
- **强盈利高分红，价值投资典范。**方大特钢多年维持着高度的分红频率以及高额的股息率，给投资者带来了高度的投资回报。2020-2021年方大特钢公司股利支付率高达110%、88%，股息率分别为15.9%、14.2%，如此高的股息率也属行业罕见。
- **体外钢铁资产庞大，未来增量可期。**上市公司控股股东方大钢铁集团将参与收购萍钢股份作为过渡，并承诺收购成功，等时机成熟，再通过转让或者其它方式注入方大特钢。萍钢股份作为江西三大钢铁厂之一，未来注入公司仍将赋予公司成长性。
- **盈利预测与投资评级：**考虑行业供需走平、盈利持续，以及公司的管理优势，我们预测公司2022-2024年收入分别为239/240/243亿元，同比增速分别为10%/1%/1%；归母净利润分别为31/32/33亿元，同比分别为14%/4%/3%；对应PE分别为6.0/5.8/5.6x。尽管公司估值较可比公司均值略高，但公司ROE、股息率明显高于同行，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**需求不及预期、原材料价格波动、公司自身经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	8.60
一年最低/最高价	6.50/10.27
市净率(倍)	2.09
流通A股市值(百万元)	18541.17

基础数据

每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	51.24
总股本(百万股)	2155.95
流通A股(百万股)	2155.95

内容目录

1. 方大特钢：优质民企，行业标杆	4
1.1. 从国企到民企标杆.....	4
1.2. 普特结合，产品结构优良.....	5
2. 钢铁行业：供需走平，盈利维持	6
2.1. 需求：后周期发力.....	6
2.2. 供给：产量平控仍为大概率.....	8
2.3. 钢厂盈利维持.....	10
3. 管理优势明显，股权激励再造生机	11
3.1. 成本管理优异.....	11
3.2. ROE 领跑行业.....	12
3.3. 股权激励与红包并行.....	14
4. 强盈利高分红，价值投资典范	15
4.1. 吨钢盈利远超行业平均水平.....	15
4.2. 多年高额分红、股息率，价值投资典范.....	16
5. 体外钢铁资产庞大，未来增量可期	17
5.1. 萍钢、达钢仍存在并入可能.....	17
5.2. 集团钢铁板块逐步壮大.....	18
6. 盈利预测、估值与投资建议	18
7. 风险提示	20

图表目录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系 (2022 年 3 月 20 日)	4
图 2: 公司收入构成 (2021 年)	6
图 3: 钢铁下游需求拆分 (单位: 万吨)	7
图 4: 汽车产销数据景气持续	7
图 5: 家电产量增速 (累计同比, %) 情况	7
图 6: 钢铁行业供需平衡表	10
图 7: 钢铁行业价格、毛利测算 (元/吨)	10
图 8: 历年吨钢生产成本 (单位: 元)	11
图 9: 公司吨钢费用成本下降较快 (单位: 元)	11
图 10: 公司能源、人工成本占比较低 (2020 年)	12
图 11: 方大特钢历年成本、费用变化 (单位: 元)	12
图 12: 2020 年钢铁板块个股 ROE (加权) 比较	12
图 13: 2011-2020 钢铁行业个股平均 ROE	13
图 14: 2011-2021 年方大特钢 ROE	13
图 15: 2022 年方大特钢红包政策	15
图 16: 2021 年方大特钢红包政策	15
图 17: 2020 年同行业钢铁个股股息率	16
图 18: 2011-2020 方大特钢股利支付率	17
图 19: 2020 年钢铁个股股利支付率	17
图 20: 方大集团对外收购历程	18
表 1: 公司各产品主要用途	5
表 2: 各省减产、限产政策	9
表 3: 主流钢铁上市公司 ROE 一览 (单位: %)	13
表 4: 公司上市以来股权激励一览	14
表 5: 公司吨钢归母净利润领跑行业 (单位: 元)	15
表 6: 公司分业务营收毛利拆分	19
表 7: 可比公司比较 (2022 年 3 月 18 日)	20

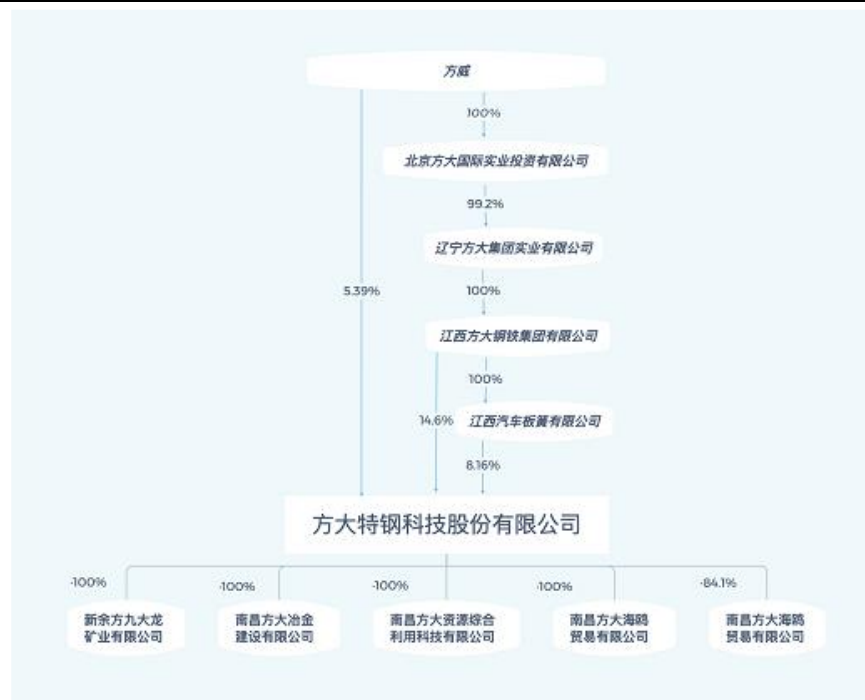
1. 方大特钢：优质民企，行业标杆

1.1. 从国企到民企标杆

公司方大特钢是江西龙头民营钢铁企业，主营业务主要分布在特钢行业和采掘业。主营产品是螺纹钢、汽车板簧、弹簧扁钢、铁精粉、优线等。公司重视研发，拥有国家博士后科研工作站、国家试验室认可(CNAS)检测中心和江西省弹簧钢工程研究中心，其中弹簧钢生产与技术创新团队是江西省优势科技创新团队。公司经营业绩，吨钢材盈利水平、净资产收益率等指标在行业内名列前茅。

公司前身南昌长力钢铁股份有限公司。2003 年长力股份在上海证券交易所挂牌上市。2006 年公司以非公开发行股票的方式向特定投资者发行股票，南昌钢铁有限责任公司变成公司控股股东，而江西省冶金集团公司持有南昌钢铁有限责任公司 57.97% 股权。2009 年公司完成从国有到私企的转变。该年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。相应地，公司的控股权间接的由南昌钢铁有限责任公司转让给辽宁方大集团实业有限公司。国务院国有资产监督管理委员会同意公司原国有股东南昌钢铁有限责任公司变更为非国有股东。2009 年 12 月，南昌长力钢铁股份有限公司名称变更为方大特钢科技股份有限公司。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系（2022 年 3 月 20 日）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截至 2022 年 3 月，公司股东中方威先生为公司实际控制人，通过辽宁方大集团实业有限公司间接控制江西方大钢铁集团有限公司 100% 股权，在此基础上通过江西方大钢铁集团有限公司持有江西汽车板簧有限公司 100% 股权。

1.2. 普特结合，产品结构优良

品种涵盖普钢、特钢，在一众特钢产品中打造独家优势品牌和产品。主营产的钢材品种是螺纹钢、汽车板簧、弹簧扁钢、铁精粉优线等。

表 1: 公司各产品主要用途

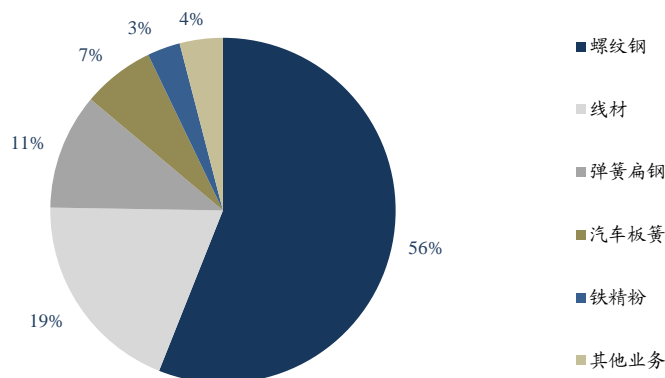
钢材大类	品种	主要用途
长材	螺纹钢、线材、铁道用钢材、大型型钢、中小型型钢	主要用于各种建筑结构、桥梁、车辆、机械制造业等。其中，螺纹钢广泛应用于房屋、桥梁、道路等土木工程建设；线材除直接用作建筑钢筋外，还可加工各类专用钢丝，如弹簧用钢丝、焊丝、镀锌丝、通讯丝、钢帘线、钢绞线等，或可加工成其他金属制品，如柳钉、螺钉、铁钉等；钢轨用于铁道和矿山运输等。
板带材	热轧卷/板/带、冷轧卷/板/带、镀层板/带、涂基板/带	广泛应用于车辆、船舶、家电、集装箱、机械设备制造业及建筑、桥梁、道路建设
管材	无缝钢管、焊接钢管	多用于输送水、气、油等，在石油、煤气、化学、汽车、飞机、地质钻探中，有广泛的用途；在国防方面，用于制造各种常规武器（如枪筒、炮筒等）
钢坯	板坯、方坯、管坯	用于轧制钢材的半成品，板坯主要用来轧制板材，方坯主要用来轧制螺纹钢、线材、型钢等
铁合金	硅铁、锰铁、钒铁、铬铁、钛铁	硅铁：广泛应用于低合金结构、弹簧钢、轴承钢、耐热钢及电工硅钢之中，另外硅铁在铁合金生产及化学中常用作还原剂 锰铁：广泛地应用于结构钢、工具钢、不锈钢耐热钢、耐磨钢等合金钢中

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

方大特钢公司是江西省重点工程指定螺纹钢生产企业之一，产品用于国家级、省级重点工程项目中。生产的“海鸥牌”螺纹钢在江西省及周边地区有很高品牌知名度。

弹簧扁钢长久以来是方大特钢的拳头产品，是国内行业和市场的引领者。公司在高强度弹簧钢核心技术方面开展基础研究，并积累了技术数据。在全过程规模、技术、质量、品质、服务等方面有着较强的优势，形成了很强的客户黏度。弹簧扁钢采用先进的工艺制在关键质量指标中，如纯净度、窄成分、气体含量、脱碳、表面质量和尺寸公差等达到行业先进水平，是行业标准的制定者。此外，弹簧扁钢国内市场占有率稳居前列，有着多年的生产历史和技术积淀。市场方面，供应一汽、东风、重汽等国内重点汽车生产商。

图 2: 公司收入构成 (2021 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从产品种类来看, 公司的现阶段主要收入来源为长材类(螺纹钢、线材)产品, 2021 年收入结构中螺纹钢为 56%, 线材占比 19%; 弹簧扁钢和汽车板簧产品在收入中占比分别为 11%、7%。

2. 钢铁行业: 供需走平, 盈利维持

2.1. 需求: 后周期发力

2022 年钢铁后周期需求增加, 我们预计贡献终端需求增量 1500 万吨左右:

- ✓ 增量: 考虑 2022 年基建有望对冲地产需求下滑以及汽车制造仍处上行周期, 我们预计汽车、基建合计贡献需求增量较大;
- ✓ 减量: 考虑地产开工下滑, 我们预计 2022 年地产需求萎缩 921 万吨; 因海外产业链恢复, 出口萎缩 500 万吨。

图 3: 钢铁下游需求拆分 (单位: 万吨)

钢铁需求拆分	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
建筑业	39,689	39,899	39,057	40,395	41,889	44,303	46,386	47,823	46,975	46,533	46,556
YOY	5.3%	0.5%	-2.1%	3.4%	3.7%	5.8%	4.7%	3.1%	-1.8%	-0.9%	0.0%
其中, 基建	20,009	20,809	21,018	21,543	22,189	22,633	23,199	23,709	23,946	24,425	24,669
YOY	5.5%	4.0%	1.0%	2.5%	3.0%	2.0%	2.5%	2.0%	1.0%	2.0%	1.00%
其中, 地产	19,680	19,090	18,040	18,852	19,700	21,670	23,187	24,114	23,029	22,108	21,887
YOY	5.0%	-3.0%	-5.5%	4.5%	4.5%	10.0%	7.0%	4.0%	-4.5%	-4.0%	-1.00%
制造业	40,209	42,063	39,437	39,918	42,532	43,931	46,194	49,289	51,929	53,863	54,430
YOY	5.0%	4.6%	-6.2%	1.2%	6.5%	3.3%	5.2%	6.7%	5.4%	3.7%	1.1%
其中, 机械	18,314	18,864	17,732	18,086	19,352	20,030	21,131	23,033	23,494	23,729	23,847
YOY	1.5%	3.0%	-6.0%	2.0%	7.0%	3.5%	5.5%	9.0%	2.0%	1.0%	0.50%
其中, 汽车	6,573	6,961	7,044	7,749	8,059	7,978	7,659	7,582	7,810	8,200	8,610
YOY	9.5%	5.9%	1.2%	10.0%	4.0%	-1.0%	-4.0%	-1.0%	3.0%	5.0%	5.00%
其中, 家电	1,491	1,550	1,535	1,589	1,748	1,817	1,936	1,878	1,840	1,895	1,933
YOY	6.0%	4.0%	-1.0%	3.5%	10.0%	4.0%	6.5%	-3.0%	-2.0%	3.0%	2.00%
其中, 造船	2,468	2,690	2,556	2,326	2,674	2,460	2,657	2,524	2,651	2,916	3,207
YOY	5.5%	9.0%	-5.0%	-9.0%	15.0%	-8.0%	8.0%	-5.0%	5.0%	10.0%	10.00%
其中, 集装箱	1,260	1,474	1,356	1,207	1,690	1,943	1,652	1,751	3,502	4,202	3,782
YOY	5.0%	17.0%	-8.0%	-11.0%	40.0%	15.0%	-15.0%	6.0%	100.0%	20.0%	-10%
其中, 能源化工	4,370	4,676	3,834	3,451	3,278	3,770	4,901	5,636	5,749	6,036	6,097
YOY	15.0%	7.0%	-18.0%	-10.0%	-5.0%	15.0%	30.0%	15.0%	2.0%	5.0%	1.00%
其他	5,733	5,848	5,380	5,511	5,731	5,932	6,258	6,884	6,884	6,884	6,953
YOY	4.3%	2.0%	-8.0%	2.4%	4.0%	3.5%	5.5%	10.0%	0.0%	0.0%	1.00%
终端需求	79,898	81,962	78,494	80,313	84,422	88,234	92,580	97,112	98,904	100,396	100,986
YOY	5.1%	2.6%	-4.2%	2.3%	5.1%	4.5%	4.9%	4.9%	1.8%	1.5%	0.6%
外部需求	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,100	5,800	3,500	5,000	4,500	4,000
YOY	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-10.0%	-4.9%	-39.7%	42.9%	-10.0%	-11.1%
总需求	84,978	89,858	88,053	89,728	91,201	94,334	98,380	100,612	103,904	104,896	104,986
YOY	5.3%	5.7%	-2.0%	1.9%	1.6%	3.4%	4.3%	2.3%	3.3%	1.0%	0.1%

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所

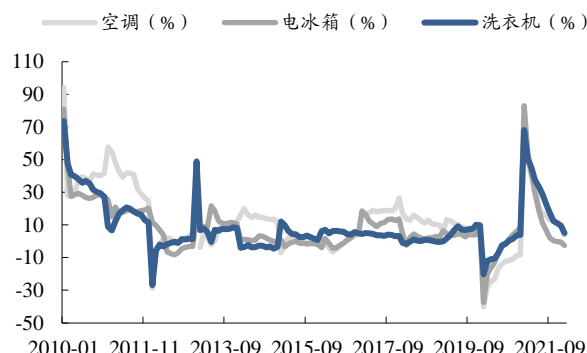
汽车、家电需求仍有望上行。1) 缺芯问题逐步缓解, 2022 年汽车制造有望迎高速增长。2020 年 4 月复工复产以来, 经济回暖使消费者信心恢复叠加中央、地方两级政府出台“汽车下乡”政策, 汽车产销迎来两旺。2020 年下半年以来汽车产销量降幅逐步收窄, 21 年同比增速总体转正, 展望 2022 年, 汽车缺芯问题逐步缓解, 补库需求将进一步催生汽车用钢消费; 2) 家电制造上行趋势不改。2020 年 6 月以来, 家电产量逐步回暖。全球经济复苏、中国家电下乡等带来家电消费上升, 我们预计 2022 年家电制造仍具上行趋势, 有望进一步带动家电用钢。

图 4: 汽车产销数据景气持续



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 5: 家电产量增速 (累计同比, %) 情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

基建有望对冲。在建筑业中，基建的走势由于国家政策的激励逐年提高，房地产所占比例逐年下降。在制造业中，机械制造业始终占据着较大比重，并保持着小幅度的逐年上升的趋势，汽车以及造船制造业，虽然在 2020 年有比重减少的趋势，但随着国家“十四五规划”新基建政策的出台，对城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩的生产期望，汽车制造业在 2021 年有着长足的进步，同时随着政策的落实，我们预计在 2021 年以及未来几年都会保持着较高的增长速度。总体来看，国家对于钢铁的需求是处于逐年上涨的趋势的，对于整个钢铁行业是个向好的信号，但随着新政策的落实，不同行业在钢铁需求中的所占比例会不断优化。

国家在“十四五规划”中提出了新基建的展望蓝图，“新基建”是指发力于科技端的基础设施建设，主要包括七大领域：5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网。各省对于“新基建”政策的落实以及规划，对整个钢铁行业都带来了正面的推动作用。

2021 年 12 月，提出适度超前开展基础设施投资。《关于振作工业经济运行推动工业高质量发展的实施方案的通知》提出加快“十四五”规划重大工程、区域重大战略规划及年度工作安排明确的重大项目实施，推进具备条件的重大项目抓紧上马，能开工的项目尽快开工建设，在建项目加快建设进度，争取早日竣工投产。2021 年底，财政部已向各地提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元。2022 年专项债券重点用于 9 个大的方向：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程。

以焊管为例，焊管用途较为广泛，涉及基建、制造业、石化天然气与房地产等板块，其中基建焊管需求（机械行业、市政建设、工程设施、石化天然气、电力等）占比较大，募集专项债，大兴基建工程势必将会带动我国焊管消费量。这对整个钢铁行业将是一个较大的促进作用。

2.2. 供给：产量平控仍为大概率

2020 年，工信部于年底重点提到，围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程，钢铁行业作为能源消耗密集型行业，要坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。此外各省也出台了各项对钢铁行业的限产政策：

表 2: 各省减产、限产政策

省份	年份	政策
工信部	2021 年 1 月	钢铁压减产量是我国完成碳达峰、碳中和目标任务的重要举措, 工信部将从四方面促进钢铁产量压减。
唐山市	2021 年 2 月	《关于启动重污染天气 II 级应急响应的通知》, 其主要内容是 23 家大钢厂停产限产, 热轧企业停产, 冷轧企业停止公路运输, 高炉铸造企业按级别限产减排。
唐山市	2021 年 3 月	《钢铁行业企业限产减排措施的通知》, 其主要内容是要求在 3 月 20 日起至年底, 对全市全流程钢铁企业按照 30-50% 的减排比例执行限产措施。
邯郸市	2021 年 4 月	《2021 年二季度重点行业生产调控方案》, 其主要内容是视全市空气质量和气象条件情况适时调整限产比例。
工信部	2021 年 5 月	《钢铁行业产能置换实施办法》, 其主要内容是严格置换要求: 大气污染防治重点区域置换比例不低于 1.5:1, 其他地区置换比例不低于 1.25:1。
宁夏中卫	2021 年 6 月	《关于对部分高耗能企业实施限产通知》, 其主要内容是要求现有“两高”生产企业(涉及钢铁、铁合金等行业), 6 月份限产 30%、7-12 月份。
江苏徐州	2021 年 6 月	钢铁行业生产情况调查会, 其主要内容是根据能耗双控目标剩余总量再限产 30%。落实年度钢铁行业供给侧结构性改革任务, 要求今年全年粗钢产量不超去年的大方向。

数据来源: Mysteel, 东吴证券研究所

在产量平控, 需求仍有提升的情况下, 我们预计 2022 年钢铁行业供需好转, 产能利用率维持在 85.8%。

- 1) 钢铁无新审批产能, 且产量亦难有增长, 2022 年产量规模维持在 10.29 亿吨左右;
- 2) 随着制造业复苏叠加出口回升, 我们预计 2022 年粗钢总需求增长 1.0%。其中国内钢铁需求同比增长 1.5%; 国外需求同比下滑 10%。

图 6: 钢铁行业供需平衡表

钢铁供需平衡	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E	2023E
国内需求 (万吨)	79,895	81,962	78,494	80,313	84,422	88,234	92,580	97,112	98,904	100,396	100,986
YOY	5.1%	2.6%	-4.2%	2.3%	5.1%	4.5%	4.9%	4.9%	1.8%	1.5%	0.6%
外部需求 (万吨)	5,080	7,896	9,559	9,416	6,779	6,100	5,800	3,500	5,000	4,500	4,000
YOY	8.6%	55.4%	21.1%	-1.5%	-28.0%	-10.0%	-4.9%	-39.7%	42.9%	-10.0%	-11.1%
粗钢总需求 (万吨)	84,975	89,858	88,053	89,728	91,201	94,334	98,380	100,612	103,904	104,896	104,986
YOY	5.3%	5.7%	-2.0%	1.9%	1.6%	3.4%	4.3%	2.3%	3.3%	1.0%	0.1%
粗钢实际总产量 (万吨)	86,270	91,261	86,878	90,572	92,522	93,975	100,600	105,600	102,904	102,905	102,905
YOY	6.2%	5.8%	-4.8%	4.3%	2.2%	1.6%	7.0%	5.0%	-2.6%	0.0%	0.0%
粗钢总有效产能 (亿吨)	11.37	11.72	11.61	10.84	9.95	10.11	11.20	11.90	12.00	12.00	12.00
YOY	6.7%	3.1%	-0.9%	-6.7%	-8.2%	1.7%	10.7%	6.3%	0.8%	0.0%	0.0%
产能利用率 (含表外)	75.9%	77.8%	74.8%	83.6%	93.0%	92.9%	89.8%	88.7%	85.8%	85.8%	85.8%
供需缺口 (万吨)			-1,175	844	1,321	-359	2,220	4,988	-1,000	-1,991	-2,081

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所测算

2.3. 钢厂盈利维持

我们预计 2022 年钢价成本双降, 利润微升。

- ✓ 2022 年钢价下降 278 元/吨, 成本下降 343 元/吨。我们认为 2022 年由于供给增长, 铁矿石价格下降, 钢厂价格亦将一定程度下降。
- ✓ 成本假设: 我们预计 2022 年铁矿(换算为人民币)、焦炭价格分别下降 15.9%、14.2%。
- ✓ 结果: 2022 年有望迎来成本让利。我们预计 2022 年吨钢平均毛利较 2021 年仍有增长, 为 937 元, 同比增长 7.5%。

图 7: 钢铁行业价格、毛利测算 (元/吨)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022E
钢价, 五大品种均值	4137	3782	3330	2350	2734	3937	4305	4019	3991	5478	5200
年度变化	-735	-355	-452	-980	384	1203	368	-286	-28	1487	-278
增幅	-15.1%	-8.6%	-11.9%	-29.4%	16.3%	44.0%	9.3%	-6.6%	-0.7%	37.3%	-5.1%
其中, 螺纹	4070	3621	3114	2211	2488	3868	4190	3930	3755	5064	4807
其中, 热轧	4101	3752	3330	2294	2780	3828	4211	3841	3833	6031	5115
其中, 冷轧	4778	4567	4076	2943	3413	4425	4719	4295	4392	6029	5725
其中, 中厚板	3979	3675	3291	2254	2652	3759	4299	3882	3860	5298	5081
钢坯成本	3172	3042	2506	1970	2133	2571	2670	2920	2987	3929	3586
年度变化	-560	-130	-535	-536	163	438	99	250	67	942	-343
增幅	-15.0%	-4.1%	-17.6%	-21.4%	8.3%	20.5%	3.8%	9.4%	2.3%	31.5%	-8.7%
铁矿石-进口矿	927	951	671	428	463	561	520	713	808	1129	950
年度变化	-283	24	-279	-243	35	98	-41	193	95	321	-179
增幅	-23.4%	2.5%	-29.4%	-36.2%	8.1%	21.2%	-7.4%	37.2%	13.3%	39.7%	-15.90%
焦炭-二级冶金焦	1710	1442	1118	863	1191	1873	2129	1931	1894	2913	2500
年度变化	-260	-268	-324	-255	328	682	256	-198	-37	1019	-413
增幅	-13.2%	-15.7%	-22.5%	-22.8%	38.0%	57.3%	13.6%	-9.3%	-1.9%	53.8%	-14.20%
废钢	2661	2353	1981	1292	1316	1676	2314	2516	2534	3364	3000
年度变化	-582	-308	-371	-690	24	361	637	202	18	830	-364
增幅	-17.9%	-11.6%	-15.8%	-34.8%	1.8%	27.4%	38.0%	8.7%	0.7%	32.8%	-10.8%
其它										50	
吨钢毛利, 测算	315	194	281	-80	338	925	1095	497	377	872	937
年度变化	-149	-122	88	-362	418	588	170	-598	-120	495	65
增幅	-32.1%	-38.6%	45.2%	-128.6%	-519.8%	174.1%	18.4%	-54.6%	-24.1%	131.3%	7.5%
其中, 螺纹	415	200	232	-52	258	1024	1163	698	460	823	790
其中, 热轧	286	170	288	-130	390	822	1023	469	361	960	1000
其中, 冷轧	364	387	434	-82	423	819	931	327	306	1003	1030
其中, 中厚板	144	74	229	-189	242	734	1092	494	381	906	973

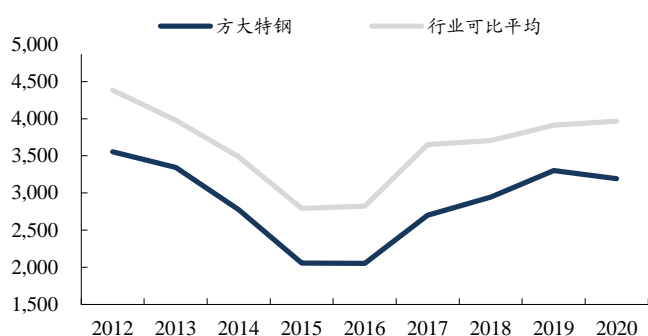
数据来源: mysteel, 东吴证券研究所测算 (2022 年 3 月 20 日美元对人民币: 1 美元=6.36 人民币)

3. 管理优势明显，股权激励再造生机

3.1. 成本管理优异

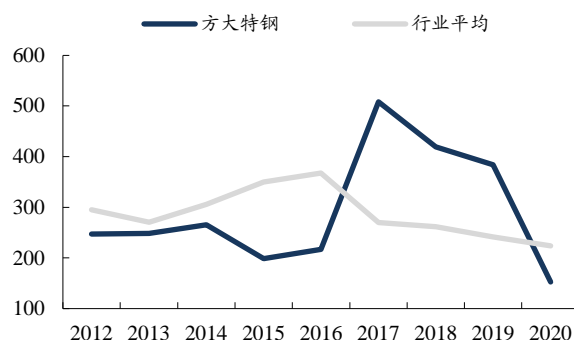
自公司由产能扩张转化为成本压缩的内生性成长模式后，公司持续关注成本，根据公司自身产品结构特点，对成本进行分解，将成本责任自公司落实到个人，以严格控制成本水平。目前，低成本策略已经凸显出明显优势，原燃料、人工、折旧、制造成本均位于行业领先，并为公司提供强势的竞争力。同时，吨钢期间费用自 2017 年来明显呈现大幅下降趋势，由之前远高于行业水平到 2020 年已经低于行业平均水平。

图 8: 历年吨钢生产成本 (单位: 元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 9: 公司吨钢费用成本下降较快 (单位: 元)

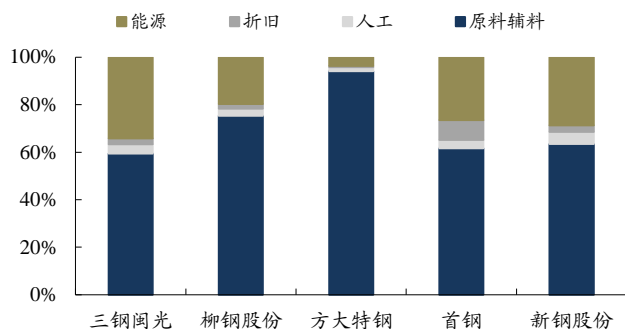


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

在生产成本与期间费用同时控制实现严格控制的策略下，方大特钢近年来长期处于远低于行业平均成本水平的优势地位。

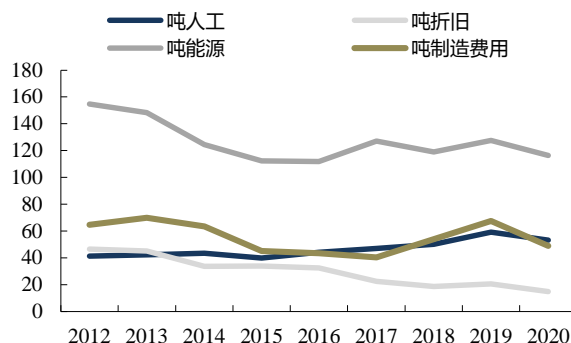
在吨成本持续业界领先的情况下，方大特钢将成本通过控制原材料的采购成本与需求，在维持剩余非原材料成本稳定的情况下极力降低原材料采购成本，实现低成本的核心竞争优势。目前，方大特钢的成本波动主要来源于原材料成本的波动，而其他诸如人工、折旧、能源、制造费用等非原材料成本，自方大特钢改制以来，一直维持稳定或者持续下降的状态，并为方大特钢提供持续内生式增长模式。在差异化核心成本战略下，提高劳动生产率，降低内部总成本，穿越周期，在原材料远超行业水平的前提下依靠严格控制非原材料成本使得总成本位于行业中上游。

图 10: 公司能源、人工成本占比较低 (2020 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 11: 方大特钢历年成本、费用变化 (单位: 元)

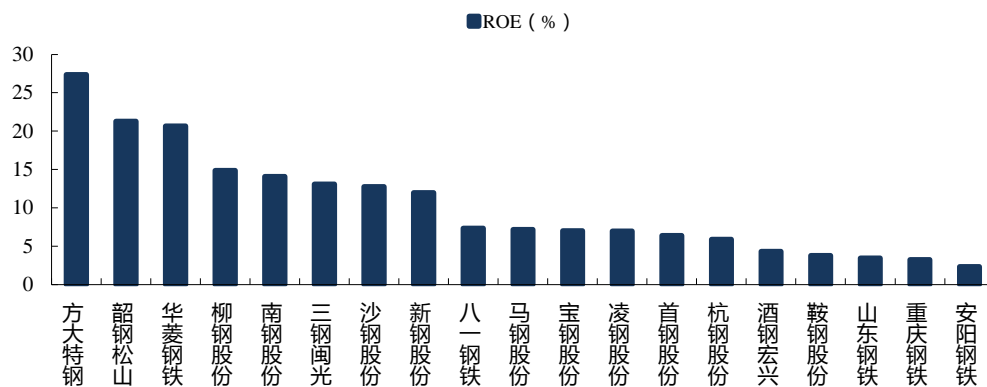


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. ROE 领跑行业

从公司 ROE 水平看, 截至 2020 年公司 ROE 为 24%, 位于行业领先行业。同时, 公司 ROE 过去十年 (2011-2020 年) 来持续为正, 且一直高于行业平均水平。

图 12: 2020 年钢铁板块个股 ROE (加权) 比较

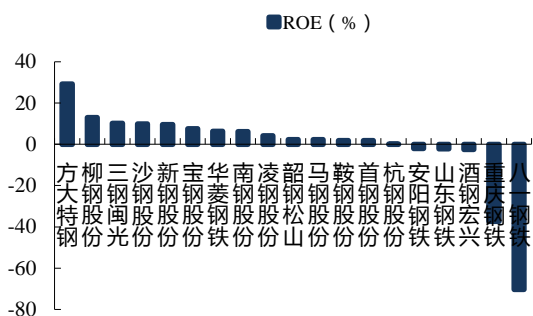


数据来源: Choice, 东吴证券研究所

2011-2020 年间, 方大特钢的平均 ROE 达到 26%, 在同行业钢铁公司中处于领先地位, 其中在 2017 年创下近 68% 的历史高点。2015 年在钢铁全行业大幅亏损的背景下, 公司仍然实现净资产收益率为正, 表明公司有极强抵御极端经营形势的能力。如非极端情形, 公司能够把年化 ROE 维持在 20% 以上。根据杜邦分析, 公司高 ROE 主要归功于销售净利润的不断提高, 而资产周转率、权益系数对 ROE 的提高贡献有限。公

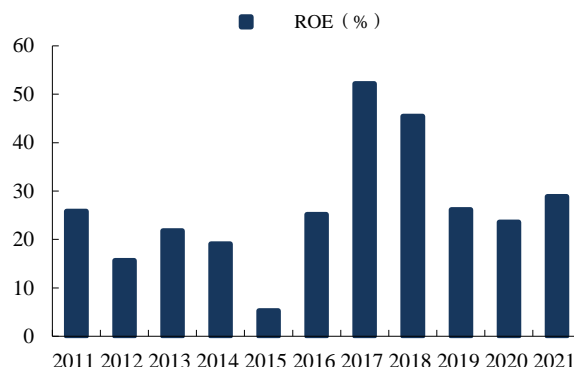
司之所以能够取得行业领先的高 ROE，其原因在于公司拥有比普钢同行更高的销售净利率，以及比特钢企业更高的资产周转率和权益系数。

图 13: 2011-2020 钢铁行业个股平均 ROE



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图 14: 2011-2021 年方大特钢 ROE



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

在同行业钢铁公司的对比中我们可以发现，在选取的十家公司中，发现：

1. 方大特钢是为数不多的、从 2011 年起 ROE 始终保持为正的企业；
2. 2016-2020 年方大特钢 ROE 始终位于行业领先地位；
3. 2017 年 ROE 达到高峰后虽有回落，但始终维持在 25% 以上的较高水平。

表 3: 主流钢铁上市公司 ROE 一览 (单位: %)

ROE(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
方大特钢	30	17	19	20	4	29	68	52	26	27
柳钢股份	7	2	4	3	-23	4	45	52	21	15
三钢闽光	9	-8	2	1	-44	21	44	44	20	13
沙钢股份	13	1	1	1	-3	9	23	30	11	13
新钢股份	2	-13	1	5	1	6	28	37	17	12
宝钢股份	7	10	5	5	1	8	13	13	7	7
华菱钢铁	1	-28	1	1	-34	-16	50	49	19	21
南钢股份	3	-6	-7	3	-33	5	35	30	16	14
凌钢股份	4	1	2	-21	1	3	21	17	6	7
韶钢松山	-22	-53	3	-38	-158	25	147	72	26	21
马钢股份	0	-15	1	1	-23	6	19	23	4	7
鞍钢股份	-4	-9	2	2	-10	4	12	16	3	4

首钢股份	0	-5	-3	0	-5	2	9	9	5	6
杭钢股份	8	-11	1	0	-39	9	11	11	5	6
安阳钢铁	0	-40	1	0	-43	3	28	25	3	2
山东钢铁	1	-38	1	-11	1	-4	11	11	3	3
酒钢宏兴	13	4	-16	0	-58	1	4	11	11	4
重庆钢铁	-31	2	-35	1	-86	-247	4	10	5	3
八一钢铁	14	4	1	-78	-722	6	42	19	3	7

数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 股权激励与红包并行

方大特钢自上市以来共推出过三份股权激励计划，分别于2012年、2017年推出股票期权计划和限制性股票激励计划。2012年公司公告授予股票数量13000万股，授予激励对象199人，股票期权的行权价格为4.21元每股。2017年公告授予股票13000万股，授予激励对象1688人，股票期权的行权价格为5.4元每股，截至到2017年公司股价为12.92元。同时在2022年公司也发布了股权激励的公告，公告授予股票21559万股，授予对象1230人，股票行权价格为4.29元每股，仅为市价的一半，说明激励对象只需支付9.27亿元即可拿到17.93亿元的股份。将近两倍的比值使公司股东们可以获得高额收益。

表4：公司上市以来股权激励一览

	2022-02-22	2017-12-23	2012-01-19
激励总数(万股/万份)	21,559.00	13,000.00	13,000.0
占总股本比例(%)	10.00	9.80	10.00
初始行权/转让价格(元)	4.29	5.40	4.21

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

自2011年以来，到2019年为止，公司8年为员工发放红包，总额超9亿元，每位员工累计拿到红包达16.5万元。2022年为符合条件的员工发放20000元红包，对符合条件的60岁以上的退休员工每人发放2000元红包，为享受父母金福利的员工父母发放2000元孝敬父母红包。2021年为50名退休代表每人发放1000元大红包。2019年发放3.12亿元现金红包，符合条件的员工可以领到6万元红包，60岁以上退休员工也可以领到5000元红包。2018年为在岗员工发放3万元红包，60岁以上员工发放3000元红包。

图 15: 2022 年方大特钢红包政策

孝亲敬老 共享成果 方大特钢为退休员工、员工父母发红包

继1月28日为符合条件的员工发放20000元红包后,29日,方大特钢在员工活动中心举行仪式,为符合条件的离退休员工发放2000元红包、员工父母发放2000元孝敬父母红包,4400余名退休员工和5000余名员工父母共享企业发展成果。

红包发放仪式现场,处处欢声笑语,一派喜庆祥和的气氛,十里钢城沸腾不已。60多名退休员工代表和享受孝敬父母金的员工父母代表亲临现场,将2000元喜庆的红包握在手上,幸福的笑容绽放在脸上。根据辽宁方大集团董事局主席方威的建议,方大特钢为符合条件的原南钢公司及方大特钢公司离退休的60周岁以上员工发放2000元红包、为享受孝敬父母金福利的员工父母发放2000元孝敬父母红包。

自加盟方大集团以来,方大特钢深入推进降本增效和精细化管理工作,全方位开展“赛马”,企业实现高质量发展。成绩的取得离不开方大特钢全体干部员工的不懈奋斗,也离不开离退休人员、员工父母亲人一直以来对企业的关心和支持。方大集团董事局主席方威始终不忘曾经为企业建设发展作出贡献的离退休人员,一直惦记着虽然离退休但依然心系企业的老工人、老干部。方大特钢自改制加入方大集团以来,陆续推出捐赠金、孝敬父母金、方大养老金等福利,福利待遇一年比一年多。截止到2021年12月,方大特钢累计发放捐赠金5768.63万元;发放退休人员红包金额5031.1万元;发放孝敬父母金约1.4亿元;发放方大养老金6.93万元。

数据来源: 官方公众号, 东吴证券研究所

图 16: 2021 年方大特钢红包政策

方大特钢为离退休老人发放新年大红包

锣鼓喧天贺新年,喜气洋洋领红包。2月5日上午,方大特钢活动中心欢声笑语、热闹非凡。方大特钢为离退休老人发放新年红包仪式在这里举行。该公司党委书记凌建安和南钢街道党工委书记成秋林为现场50余名离退休代表每人发放1000元大红包。

上午10时,喜庆欢快的音乐声中,红包发放仪式正式开始。方大特钢党委书记凌建安代表该公司致辞。2020年,面对突如其来的新冠肺炎疫情,在方大集团董事局方威主席的带领下,方大特钢全体干部员工战疫情、抓生产、用奋斗谱写了共克时艰的精彩华章。全年铁钢产量超额完成任务,企业效益稳步提升。良好成绩是方大特钢全体干部员工“哈下腰”干出来的结果,也离不开各位离退休人员的关心和支持。一直以来,方威主席从未忘记曾经为公司建设发展作出贡献的离退休人员,方大特钢给予离退休人员的捐赠金、孝敬父母金、方大养老金等福利一年比一年多。2011年5月至2021年1月,方大特钢累计发放捐赠金约4800万元;发放孝敬父母金约8600万元;发放红包金额约4600万元;发放方大养老金1.67万元。今年在新冠肺炎疫情形势下,又一次为离退休人员每人发放1000元红包,让各位老同志过个幸福快乐年,这充分体现了方威主席对离退休人员的关心关爱。

最后,凌建安向各位离退休人员代表,及全体离退休人员表示诚挚的新年祝福,并为现场50余名离退休代表每人发放1000元大红包。

手捧红包,离退休人员感慨万分,幸福喜悦感恩之情溢于言表。

数据来源: 官方公众号, 东吴证券研究所

4. 强盈利高分红, 价值投资典范

4.1. 吨钢盈利远超行业平均水平

近年来,方大特钢吨钢归母净利润持续稳定,并保持行业高位;即使在行业盈利较差的2015/2016年,公司仍能保持盈利。自2018至2020年,方大特钢吨钢归母净利润持续保持行业第一,较当年行业平均水平高近300元。

表 5: 公司吨钢归母净利润领跑行业 (单位: 元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
方大特钢	30	185	697	696	467	508
三钢闽光	-155	148	832	674	354	225
柳钢股份	-110	18	215	352	172	112
沙钢股份	-28	72	220	359	157	179
山东钢铁	7	-66	267	204	42	44
凌钢股份	14	43	239	217	72	96

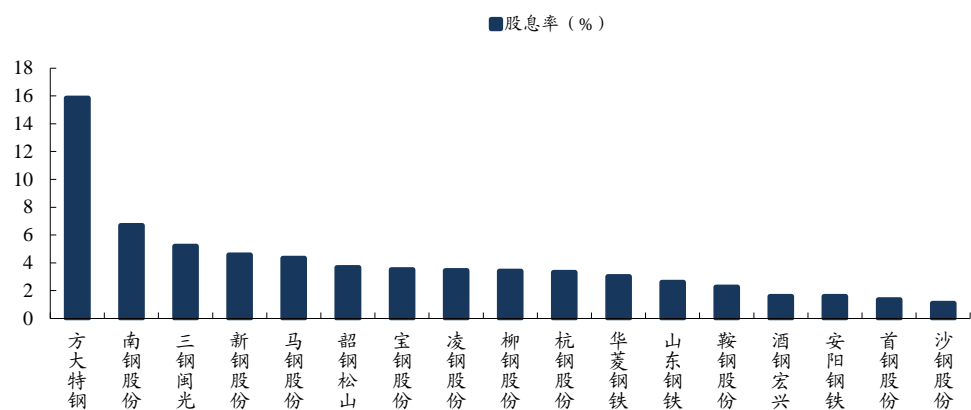
韶钢松山	-499	20	420	500	246	232
安阳钢铁	-295	15	211	231	35	29
重庆钢铁	-1668	-1990	78	280	138	90
八一钢铁	-564	9	226	125	19	51
南钢股份	-283	39	325	399	238	246
新钢股份	8	60	388	700	391	297
鞍钢股份	-224	74	248	304	66	75
马钢股份	-255	66	209	303	57	95
首钢股份	-167	29	152	163	76	97
华菱钢铁	-199	-68	238	344	192	239
酒钢宏兴	-959	15	81	156	165	59
宝钢股份	45	378	422	461	265	278
杭钢股份	-399	163	393	426	212	252
行业平均	-300	-42	309	363	177	169

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 多年高额分红、股息率，价值投资典范

方大特钢多年维持着高度的分红频率以及高额的股息率，这是在整个行业中都比较少见的，同时高额的股息率也给投资者带来了高度的投资回报。

图 17: 2020 年同行业钢铁个股股息率

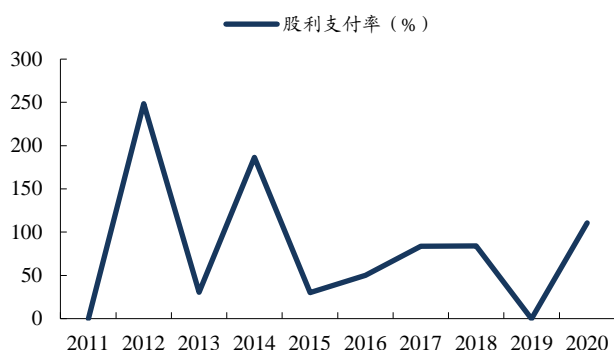


数据来源：Choice，东吴证券研究所

2020 年方大特钢公司股利支付率高达 110%，不仅在同行业企业中位于首位，同时如此之高的股利支付率也是行业所罕见的。2021 年公司分红比例高达 87.6%，股息率高

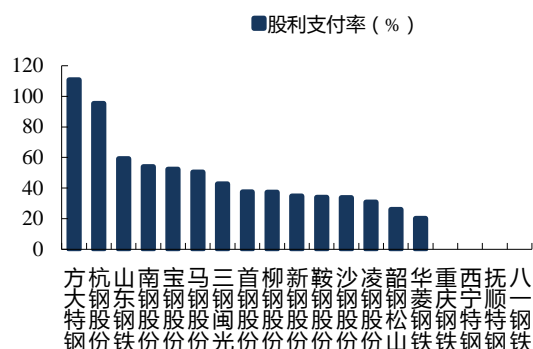
达 14.23%。公司从 2012-2018 这 7 年连续都有分红的政策，给投资者带来了高额的回
报。

图 18: 2011-2020 方大特钢股利支付率



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

图 19: 2020 年钢铁个股股利支付率



数据来源: Choice, 东吴证券研究所

5. 体外钢铁资产庞大，未来增量可期

5.1. 萍钢、达钢仍存在并入可能

2012 年，方大特钢的股东江西方大钢铁科技有限公司（方大钢铁）及间接控股股东辽宁方大集团实业有限公司（方大集团）收购萍钢公司，当时方大钢铁持有 29.72%，方大集团持有 11.77%，合计持有 41.49%。在 2013-2017 年方大完成向其他股东购买股权，收购员工认股金事宜。2014 年，辽宁方大集团实业有限公司（方大集团）及江西方大钢铁集团有限公司（方大钢铁）将所持江西萍钢实业股份有限公司的股份托管给方大特钢。目前，萍钢公司董事长敖新华先生也在方大特钢担任董事。

但由于萍钢股份业绩不佳且审批事项的问题，公司于 2021 年 10 月公告放弃本次收购机会；但同时，公告显示，为不使商业机会旁落，由上市公司控股股东方大钢铁将参与收购萍钢股份作为过渡，并承诺收购成功，等时机成熟，再通过转让或者其它方式注入方大特钢。

达州钢铁始建于 1958 年，2004 年由国有独资企业改制为民营股份制企业，是全国大型工业企业、中国民营企业 500 强。2014 年至 2016 年，达州钢铁连续三年发生巨额亏损，陷入资不抵债的困境，2019 年 7 月，法院依法裁定启动司法重整程序。2020 年 5 月，依四川省达州市中级人民法院依法裁定批准，达州钢铁完成司法重整程序，方大钢铁依法依规成为达州钢铁的第一大股东，这标志着达州钢铁正式加盟方大集团。方大钢铁承诺在符合法律法规，满足合规性、盈利性的要求下，将达钢集团注入上市公司方大

特钢。

5.2. 集团钢铁板块逐步壮大

从 2002 年至今，方大集团已陆续收购抚顺碳素公司、莱河矿业、沈阳炼焦煤气、合肥碳素、海龙科技、南钢集团、萍钢钢铁等。方大特钢借助其母公司的丰富并购经验，更好完成对达钢的整合。

图 20: 方大集团对外收购历程



*不完全统计

数据来源：wind、公司公告

在收购萍钢后，江西三大钢铁企业——江西萍钢、新钢股份、方大特钢，方大集团独占其二。在达州钢铁加盟后，方大集团钢铁板块产能有望迈上新的台阶，钢铁业务将进一步发展壮大。而对达钢自身，2020 年后经营状况得到显著改善，企业利润、生产指标均实现自身历史性突破。随后，达州钢铁混改入选四川 2020 十大经济影响力事件，是对方大集团进行的达州钢铁混改的肯定。

随着行业集中度的提升，行业内龙头企业通过规模效应，增强议价能力、降低生产成本、促进利润增长，取得盈利能力等多方面的竞争优势，而方大特钢作为方大集团下钢铁行业唯一上市公司，依托于集团的优势，进而也有望带动自身在资本市场上的价值增长，未来成长可期。

6. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利基于以下假设：

1) 2022 年钢铁行业供需基本平稳：产量继续平控，需求同比仍增加 1-3%，供需偏紧状况维持，钢铁价格仍具韧性；

2) 公司作为地区钢铁龙头，将受益地区经济发展高景气。公司地处南昌，为区域性

汽车、基建项目集中地，对应弹簧扁钢、长材等产品需求景气度较高。

3) 我们认为公司特钢产品 2022-2024 年销售价格小幅、平稳增长；

4) 由于铁矿石等成本让利，我们预计公司特钢行业毛利率在 2022-2024 年稳步提升、采掘行业毛利率缓慢下降。

表 6: 公司分业务营收毛利拆分

		2021A	2022E	2023E	2024E
特钢行业	收入 (百万元)	20935	23029	23144	23329
	YOY	31%	10%	1%	1%
	毛利率	18%	20%	20%	20%
	毛利 (百万元)	3793	4526	4571	4743
	YOY	14%	19%	1%	4%
采掘行业	收入 (百万元)	668	735	764	795
	YOY	15%	10%	4%	4%
	毛利率	80%	70%	67%	59%
	毛利 (百万元)	537	514	512	469
	YOY	22%	-4%	0%	-8%
其它	收入 (百万元)	76	87	92	126
	YOY	15%	14%	6%	37%
	毛利率	6%	11%	19%	30%
	毛利 (百万元)	4	9	17	38
	YOY	-33%	123%	82%	124%
合计	收入 (百万元)	21679	23850	24000	24250
	YOY	11%	10%	1%	1%
	毛利率	20%	21%	21%	22%
	毛利 (百万元)	4334	5050	5100	5250
	YOY	15%	17%	1%	3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

因此我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 239/240/243 亿元，同比增速分别为 10%/1%/1%；归母净利润分别为 31/32/33 亿元，同比分别为 14%/4%/3%；对应 PE 分别为 6.0/5.8/5.6x。此处管理水平、吨钢盈利能力同样优异的宝钢股份和三钢闽光作为可比公司，2022-2023 年 PE 均值为 4.4/5.3x。虽然公司 2022-2023 年 PE 较可比公司均值略高，但公司 ROE 水平、股息率（如前文所述）远高于行业平均水平，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 7: 可比公司比较 (2022 年 3 月 18 日)

	证券代码	股价	P/E			EPS (元)			ROE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
宝钢股份	SH.600019	6.68	4.9	4.6	4.8	1.36	1.46	1.39	14%	14%	12%
三钢闽光	SZ.002110	7.52	4.6	4.2	5.8	1.62	1.81	1.87	18%	17%	15%
均值			4.8	4.4	5.3				16%	15%	14%
方大特钢	SH.600507	8.6	6.8	6.0	5.8	1.27	1.44	1.50	29%	25%	20%

数据来源: 非加粗数据来自 wind 一致预测, 其余盈利预测来自东吴证券研究所

7. 风险提示

- 1) 需求恢复速度不及预期。**汽车、家电、基建等领域为钢铁行业重要需求增长点。若以上领域需求恢复不及预期, 将对公司产品价格造成较大影响。
- 2) 原材料价格波动。**原材料价格波动对公司产品价格、盈利能力都将产生较大影响。
- 3) 公司自身经营风险。**公司在过去拥有非常良好的管理能力, 如果公司自身经营情况出现较大变化, 对公司的盈利能力将造成较大影响。

方大特钢三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	15944	19099	23198	27486	营业收入	21,679	23,850	24,000	24,250
现金	10246	13000	17000	20000	减:营业成本	17,345	18,800	18,900	19,000
应收账款	281	363	338	355	营业税金及附加	172	191	192	194
存货	1480	2575	2693	3956	营业费用	50	119	192	199
其他流动资产	3937	3161	3168	3175	管理费用	668	787	840	946
非流动资产	4,163	4,320	4,406	4,416	研发费用	92	69	70	70
长期股权投资	40	42	43	45	财务费用	-172	-293	-404	-486
固定资产	2,835	2,765	2,636	2,450	资产减值损失	5	0	0	0
在建工程	76	131	186	241	加:投资净收益	0	2	2	2
无形资产	961	931	931	981	其他收益	152	59	180	206
其他非流动资产	251	451	610	699	资产处置收益	1	1	0	0
资产总计	20,108	23,419	27,605	31,902	营业利润	3673	4240	4393	4535
流动负债	10,211	10,365	11,279	12,197	加:营业外净收支	-35	-30	-30	-30
短期借款	2,797	1,960	2,812	3,752	利润总额	3638	4210	4363	4505
应付账款	1962	2126	2137	2149	减:所得税费用	879	1052	1091	1126
其他流动负债	5,453	6,280	6,329	6,296	少数股东损益	28	47	49	51
非流动负债	91	91	91	91	归属母公司净利润	2732	3110	3223	3328
长期借款	0	0	0	0	EBIT	3352	3884	3806	3841
其他非流动负债	91	91	91	91	EBITDA	3838	4264	4185	4197
负债合计	10,302	10,457	11,370	12,288	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	338	386	435	486	每股收益(元)	1.27	1.44	1.50	1.54
归属母公司股东权益	9,467	12,577	15,800	19,128	每股净资产(元)	4.39	5.83	7.33	8.87
负债和股东权益	20,108	23,419	27,605	31,902	发行在外股份(百万股)	2156	2156	2156	2156
					ROIC(%)	20%	19%	15%	12%
					ROE(%)	29%	25%	20%	17%
现金流量表 (百万元)									
	2021A	2022E	2023E	2024E	毛利率(%)	20%	21%	21%	22%
经营活动现金流	2,154	3,899	3,762	2,598	销售净利率(%)	13%	13%	13%	14%
投资活动现金流	-491	-563	-494	-393	资产负债率(%)	51%	45%	41%	39%
筹资活动现金流	193	-582	732	795	收入增长率(%)	31%	10%	1%	1%
现金净增加额	1,854	2,754	4,000	3,000	净利润增长率(%)	28%	14%	4%	3%
折旧和摊销	486	380	379	356	P/E	6.79	5.96	5.75	5.57
资本开支	106	335	305	275	P/B	1.96	1.47	1.17	0.97
营运资本变动	-1,966	-220	63	1,234	EV/EBITDA	2.89	1.84	1.12	0.62

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>