

# 方大特钢 (600507.SH)

## 高分红回报股东，员工持股激励人才

增持

### 核心观点

**受益行业红利，业绩再度提升。**2021年公司实现营收216.79亿元，同比增长30.59%，归母净利润27.32亿元，同比增长27.65%。其中四季度单季，面对原料价格上涨的不利影响，业绩小幅下滑，实现营收56.88亿元，环比下降7.12%，归母净利润5.90亿元，环比下降11.13%。

**量减价增，毛利率小幅下滑。**2021年公司钢铁产品销量442.08万吨，同比下降0.33%，主要因一季度产销量较低；铁精粉销量53.64万吨，同比下降23.97%，四季度基本无外销。从价格来看，钢铁产品平均售价4735.62元/吨，同比增长31.66%，铁精粉均价1245.24元/吨，同比增长51.25%。因原料价格大幅上涨，公司钢铁产品毛利率小幅下滑2.71个百分点至18.12%。

**成本挖潜，吨钢费用持续降低。**近年来，公司深挖潜力，持续降本，吨钢期间费用、吨钢折旧等方面处于行业低位，为公司铸就成本护城河。2021年，公司钢铁业务生产环节吨钢折旧为10.98元/吨，同比下降12.37%；公司财务费用长期为负，2021年吨钢期间费用为144.40元/吨，同比下降0.59%。

**股权激励推出，充分调动员工积极性。**公司公告限制性股票激励计划，拟向激励对象授予21559万股限制性股票，占公告时公司股本总额的10%。在行业面临需求下行压力以及越来越高的环保要求下，提出的业绩解锁条件具有一定的挑战性。同时股权激励方案的推出，有助于充分调动公司员工积极性，促进形成利益共同体。

**高现金分红回报股东。**2021年公司拟向全体股东每10股派发现金红利11.10元（含税），合计拟派发现金红利23.93亿元（含税），现金分红比例达到87.60%，对应2022年3月18日收盘价，股息率达12.91%。

**计划成立钢铁产业投资基金，打开成长想象空间。**公司拟与关联方共同发起设立江西沪旭钢铁产业投资合伙企业（有限合伙），基金总规模预计100亿元，公司作为有限合伙人拟出资40亿元。3月14日，该事项已通过股东大会审议。基金将主要围绕钢铁产业进行股权投资，有助于公司利用各方的优势与资源，顺应钢铁产业并购整合的形势，推动公司做大做强。

**风险提示：**需求端出现超预期下滑；产量管控力度不及预期。

**投资建议：**公司资产效率高，盈利能力强。考虑到原材料价格变动，我们下调了业绩预测，预计公司2022-2024年归母净利润25/26/26亿元，同比增速-8.1/3.0/1.4%；摊薄EPS为1.16/1.20/1.22元，当前股价对应PE为7.38/7.17/7.07x，维持“增持”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,601	21,679	20,874	20,358	19,954
(+/-%)	7.9%	30.6%	-3.7%	-2.5%	-2.0%
净利润(百万元)	2140	2732	2511	2587	2623
(+/-%)	25.1%	27.6%	-8.1%	3.0%	1.4%
每股收益(元)	0.99	1.27	1.16	1.20	1.22
EBIT Margin	17.4%	15.9%	15.6%	16.4%	16.8%
净资产收益率 (ROE)	23.5%	28.9%	25.2%	24.7%	23.8%
市盈率 (PE)	8.7	6.8	7.4	7.2	7.1
EV/EBITDA	6.8	7.4	7.1	6.6	6.4
市净率 (PB)	2.04	1.96	1.86	1.77	1.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 钢铁·特钢 II

证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：冯思宇  
010-88005314  
fengsiyu@guosen.com.cn  
S0980519070001

#### 基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	不适用
收盘价	8.60元
总市值/流通市值	18542/18542百万元
52周最高价/最低价	10.27/6.60元
近3个月日均成交额	278.91百万元

#### 市场走势



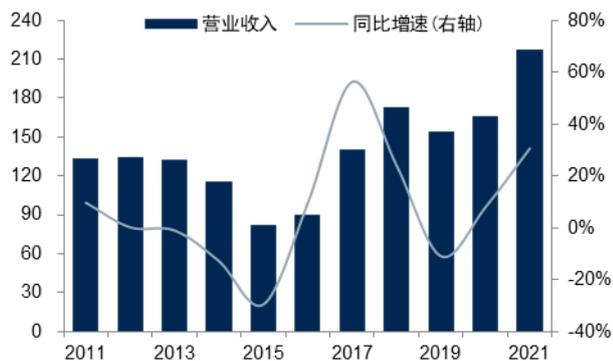
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《方大特钢-600507-2021年中报点评：稳健经营，特色化发展》——2021-08-30
- 《方大特钢-600507-2020年年报点评：成本管控优秀，高股息凸显价值》——2021-03-17
- 《方大特钢-600507-2019年年报点评：成本控制稳健，产量影响公司业绩》——2020-03-02
- 《方大特钢-600507-2019年一季报点评：一季度吨钢毛利水平行业领先》——2019-04-26
- 《方大特钢-600507-2018年年报点评：业绩再突破，分红稳增长》——2019-02-25

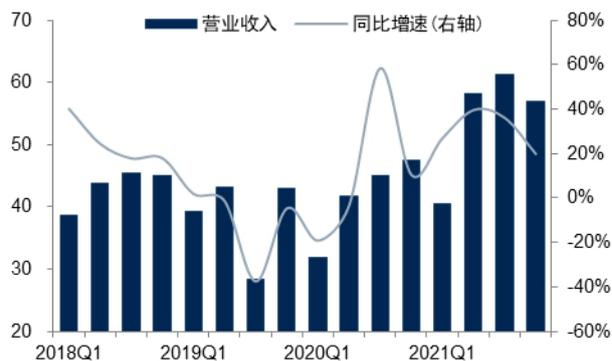
**受益行业红利，业绩再度提升。**2021年公司实现营收216.79亿元，同比增长30.59%，归母净利润27.32亿元，同比增长27.65%，扣非归母净利润26.53亿元，同比增长29.15%。其中四季度单季，面对原料价格上涨的不利影响，业绩小幅下滑，实现营收56.88亿元，环比下降7.12%，归母净利润5.90亿元，环比下降11.13%，扣非归母净利润5.70亿元，环比下降14.15%。

图1：营业收入及增速（亿元、%）



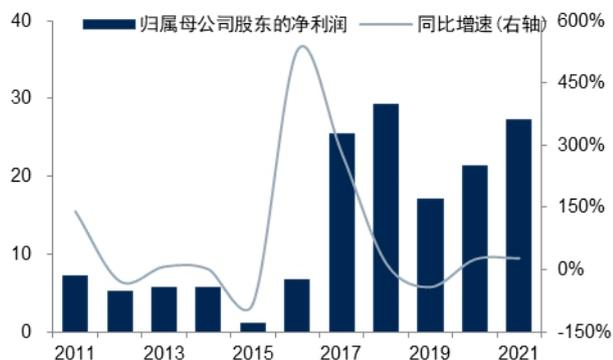
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：单季营业收入及增速（亿元、%）



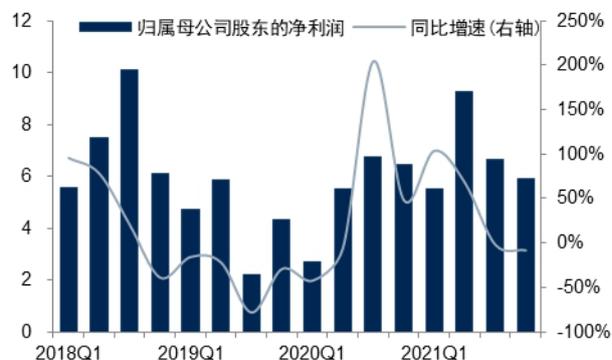
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

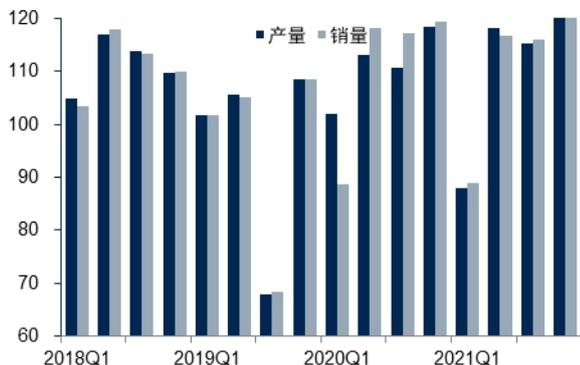
图4：单季归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

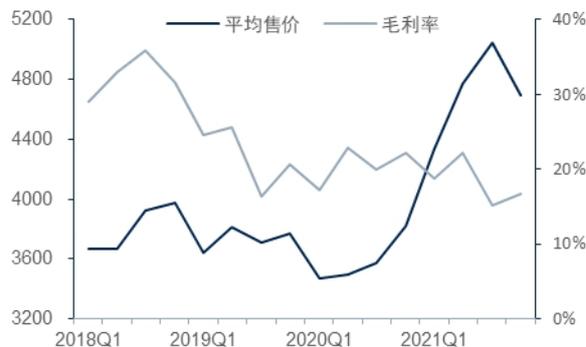
**量减价增，毛利率小幅下滑。**2021年公司钢铁产品销量442.08万吨，同比下降0.33%，主要因一季度产销量较低；铁精粉销量53.64万吨，同比下降23.97%，四季度基本无外销。从价格来看，钢铁产品平均售价4735.62元/吨，同比增长31.66%，铁精粉均价1245.24元/吨，同比增长51.25%。因原料价格大幅上涨，公司钢铁产品毛利率小幅下滑2.71个百分点至18.12%。

图5: 公司钢材季度产销量 (万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

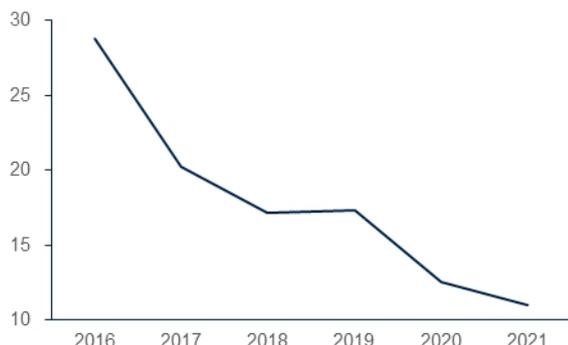
图6: 公司钢材平均售价及毛利率 (元/吨、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

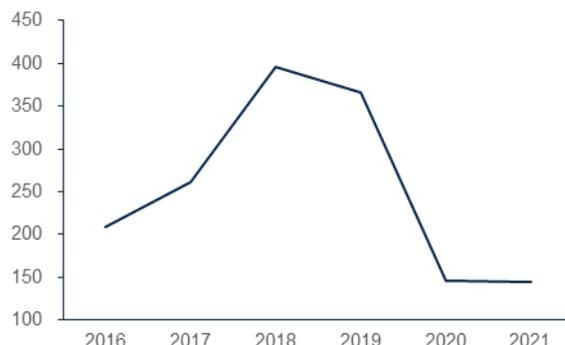
**成本挖潜, 吨钢费用持续降低。**近年来, 公司深挖潜力, 持续降本, 吨钢期间费用、吨钢折旧等方面处于行业低位, 为公司铸就成本护城河。2021年, 公司钢铁业务生产环节吨钢折旧为 10.98 元/吨, 同比下降 12.37%; 公司财务费用长期为负, 2021年吨钢期间费用为 144.40 元/吨, 同比下降 0.59%。

图7: 钢铁业务生产环节吨钢折旧情况 (元/吨)



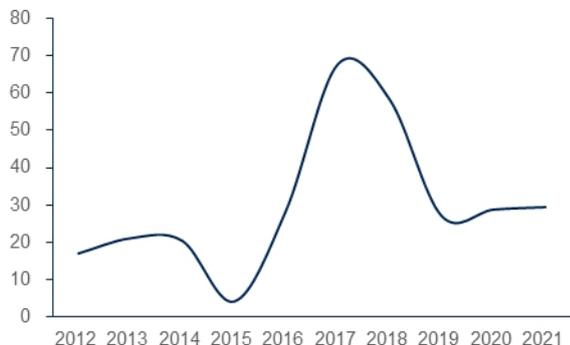
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司吨钢期间费用情况 (元/吨)

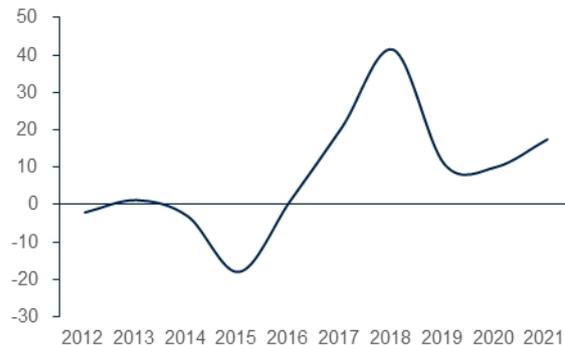


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**股权激励推出, 充分调动员工积极性。**2月, 公司公告限制性股票激励计划, 计划授予涉及的激励对象 1230 人, 包括公司董事、高级管理人员、核心(管理、营销、技术)人员及骨干员工等。公司拟向激励对象授予 21559 万股限制性股票, 占公告时公司股本总额的 10%。授予激励对象的限制性股票 2022 和 2023 年考核目标均为加权平均净资产收益率不低于 20%, 且不低于同行业对标公司同期 70 分位加权平均净资产收益率水平。在行业面临需求下行压力以及越来越高的环保要求下, 提出的业绩解锁条件具有一定的挑战性。同时股权激励方案的推出, 有助于充分调动公司员工积极性, 促进形成利益共同体, 有利于促进公司实现长期稳定的发展。

**图9: 公司 ROE (加权) (%)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图10: 申万钢铁板块 ROE (加权) (%)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**高现金分红回报股东。**2021 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 11.10 元 (含税), 合计拟派发现金红利 23.93 亿元 (含税), 现金分红比例达到 87.60%, 对应 2022 年 3 月 18 日收盘价, 股息率达 12.91%。

**计划成立钢铁产业投资基金, 打开成长想象空间。**公司拟与关联方上海沪旭投资管理有限公司共同发起设立江西沪旭钢铁产业投资合伙企业 (有限合伙), 基金总规模预计 100 亿元, 公司作为有限合伙人拟出资 40 亿元。3 月 14 日, 该事项已通过股东大会审议。基金将主要围绕钢铁产业进行股权投资, 有助于公司利用各方的优势与资源, 顺应钢铁产业并购整合的形势, 推动公司做大做强。

**投资建议:** 公司资产效率高, 盈利能力强, 形成了普特结合的特色化发展路线。考虑到原材料价格变动, 我们下调了业绩预测, 预计公司 2022-2024 年营业收入 209/204/200 亿元 (原预测 208/206/-亿元), 同比增速-3.7/-2.5/-2.0%, 归母净利润 25/26/26 亿元 (原预测 32/33/-亿元), 同比增速-8.1/3.0/1.4%; 摊薄 EPS 为 1.16/1.20/1.22 元, 当前股价对应 PE 为 7.38/7.17/7.07x, 维持“增持”评级。

**表1: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PB (LF)	投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
600507	方大特钢	8.60	185.41	0.99	1.27	1.16	1.2	8.69	6.77	7.41	7.17	23.53	2.09	增持
002110	三钢闽光	7.00	171.61	1.04	1.66	1.70	1.76	6.73	4.22	4.12	3.98	12.55	0.74	增持
601003	柳钢股份	4.90	125.58	0.67	1.20	1.28	1.41	7.31	4.09	3.83	3.47	14.60	0.93	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 柳钢股份为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6477	10246	9125	8934	9282	营业收入	16601	21679	20874	20358	19954
应收款项	325	1116	858	837	820	营业成本	12831	17345	16649	16078	15679
存货净额	1337	1480	1348	1300	1267	营业税金及附加	156	172	167	163	160
其他流动资产	1308	2908	2714	2647	2594	销售费用	122	50	42	41	40
<b>流动资产合计</b>	<b>9448</b>	<b>15944</b>	<b>14239</b>	<b>13912</b>	<b>14157</b>	管理费用	608	668	751	734	720
固定资产	2924	2911	2609	2303	1992	财务费用	(148)	(172)	(134)	(158)	(194)
无形资产及其他	1003	961	919	877	835	投资收益	8	0	4	4	4
投资性房地产	297	251	251	251	251	资产减值及公允价值变动	34	8	10	10	10
长期股权投资	44	40	42	44	45	其他收入	26	49	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>13715</b>	<b>20108</b>	<b>18061</b>	<b>17387</b>	<b>17280</b>	营业利润	3100	3673	3413	3515	3564
短期借款及交易性金融负债	6	2801	2000	1000	500	营业外净收支	(27)	(35)	(30)	(30)	(30)
应付款项	2664	5500	3595	3468	3378	利润总额	3073	3638	3383	3485	3534
其他流动负债	1517	1910	2059	1987	1936	<b>所得税费用</b>	<b>915</b>	<b>879</b>	<b>846</b>	<b>871</b>	<b>883</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4187</b>	<b>10211</b>	<b>7654</b>	<b>6454</b>	<b>5814</b>	少数股东损益	18	28	26	26	27
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2140	2732	2511	2587	2623
其他长期负债	85	91	94	97	100	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>长期负债合计</b>	<b>85</b>	<b>91</b>	<b>94</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>净利润</b>	2140	2732	2511	2587	2623
<b>负债合计</b>	<b>4272</b>	<b>10302</b>	<b>7748</b>	<b>6552</b>	<b>5915</b>	资产减值准备	33	(9)	(2)	(2)	(3)
少数股东权益	349	338	344	349	354	折旧摊销	458	442	454	461	466
股东权益	9094	9467	9969	10487	11011	公允价值变动损失	(34)	(8)	(10)	(10)	(10)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13715</b>	<b>20108</b>	<b>18061</b>	<b>17387</b>	<b>17280</b>	财务费用	(148)	(172)	(134)	(158)	(194)
<b>关键财务与估值指标</b>						营运资本变动	652	736	(1169)	(63)	(37)
每股收益	0.99	1.27	1.16	1.20	1.22	其它	(16)	11	7	8	8
每股红利	0.06	1.13	0.93	0.96	0.97	<b>经营活动现金流</b>	<b>3234</b>	<b>3906</b>	<b>1791</b>	<b>2980</b>	<b>3048</b>
每股净资产	4.22	4.39	4.62	4.86	5.11	资本开支	0	(385)	(100)	(100)	(100)
ROIC	23%	24%	30%	67%	73%	其它投资现金流	(0)	(193)	0	0	0
ROE	24%	29%	25%	25%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2)</b>	<b>(575)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>	<b>(102)</b>
毛利率	23%	20%	20%	21%	21%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	16%	16%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	18%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(123)	(2446)	(2009)	(2070)	(2099)
收入增长	8%	31%	-4%	-2%	-2%	其它融资现金流	(1268)	5330	(801)	(1000)	(500)
净利润增长率	25%	28%	-8%	3%	1%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1515)</b>	<b>438</b>	<b>(2810)</b>	<b>(3070)</b>	<b>(2599)</b>
资产负债率	34%	53%	45%	40%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>1717</b>	<b>3769</b>	<b>(1121)</b>	<b>(191)</b>	<b>347</b>
息率	0.7%	13.2%	10.8%	11.2%	11.3%	货币资金的期初余额	4760	6477	10246	9125	8934
P/E	8.7	6.8	7.4	7.2	7.1	货币资金的期末余额	6477	10246	9125	8934	9282
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	企业自由现金流	0	3406	1633	2805	2846
EV/EBITDA	6.8	7.4	7.1	6.6	6.4	权益自由现金流	0	8736	933	1923	2491

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032