

湘财证券研究所
钢铁有色研究组

王丽华

Tel: 021-68634510-8379

 E-Mail: wlh2682@xcsc.com

王攀

Tel: 021-68634518-8721

 E-Mail: WP2846@xcsc.com
股本情况：

总股本（万股）： 68449

流通 A 股（万股）： 23975

限售股（万股）： 44474

公司股票近一年走势：

投资要点：

- ❑ **公司定位于细分市场龙头。**主要产品有三大类：汽车板簧、弹簧扁钢、螺纹钢。其中，弹簧扁钢和汽车板簧市场占有率均为国内第一；螺纹钢占江西省市场60%份额。弹簧扁钢是公司定位于细分市场的重点产品，公司致力于打造成为全球弹簧扁钢生产基地。
- ❑ **经营业绩难以在短期内突破。**从盈利能力看，由于原材料成本较高，公司产品整体毛利率水平较低。三大主要产品09年中期毛利率分别为：螺纹钢10.35%、弹簧扁钢9.26%、汽车板簧8.07%。我们认为，公司盈利能力难以在短时间内出现明显提高。
- ❑ **业绩提升将借助于注入资产。**公司定向增发收购的沈阳炼焦煤气公司资产，在2010年一季度完成注入的可能性极大。沈阳炼焦煤气公司09年将实现净利润9千万元，2010年为2亿元。我们预计，2010年注入资产将提升公司业绩每股收益（股本扩张后）为0.24元。
- ❑ **公司未来发展值得期待。**我们认为，在资本市场长袖善舞的方大集团对于钢铁产业链发展规划思路清晰。同时，集团又具备一系列产业收购及整合的成功经验，因此，公司未来发展值得期待。我们预计，对于相关汽车板簧资产的收购并注入，可能是公司股票下一个投资亮点。
- ❑ **业绩预测。**我们预计公司钢铁主营业务09年、10年每股收益分别为0.13元和0.12元（以定向增发后股本计）。考虑到2010年沈阳炼焦煤气公司资产注入将带给公司0.24元每股收益。因此，2010年公司每股收益将达到0.36元
- ❑ **投资建议。**从走势上看，公司股票稳步向上，已创出反弹后新高。我们认为，该股会继续沿60日均线缓慢向上，等待沈阳炼焦煤气公司资产注入时突破。鉴于我们对整个钢铁板块的判断，我们认为，该股“进可攻、退可守”，给予“**增持**”评级。
- ❑ **风险提示：**资产注入未能如期实现、沈阳炼焦煤气公司搬迁后生产受到影响。

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(亿元)	31.35	132.00	134.32	114.18.	131.30
增长率(%)	115.5	321.1	1.76	14.9	14.9
净利润(万元)	7156	30151	92034	14274	15535
增长率(%)	70.4	335.2	-96.4	84.5	8.8
每股收益(元)	0.70	0.43	0.01	0.13	0.12(+0.24)注
市盈率(倍)	104.9	24.1	667.1	84.6	41.7

数据来源：湘财证券研究所、公司公告（注：10年每股收益合计为0.36，其中0.12元是钢铁主营业务预测值，此表中营业收入均为钢铁业务。0.24元是注入资产带来的每股收益）

前言：前期，我们发现，一些非主流钢铁企业的股票涨幅要远好于主流钢铁企业。长力股份属于非主流钢铁企业。

从走势上看，该公司股票走势较为坚挺，既使在前期大盘暴跌时，其股价也没有跟随钢铁板块大幅下跌。目前该股有创出反弹新高之势。因此，我们想通过调研，找出其股价走强的背后原因。

从产品上看，我们认为，四季度钢铁股中业绩表现好将是长材、冷轧薄板、和某些特种钢产品。该公司产品有长材（螺纹钢）和特种钢（弹簧扁钢）。因此，我们也想借助调研，证实我们的上述判断。

另外，09年以来，该公司进行了重大资产重组。新大股东入主，使投资者对公司未来发展充满了期待。大股东对于公司未来发展方向和相关资产的注入，是我们此次调研的重点之一。

一、资本运作打开公司发展大门

1、公司资本运作的“前世今生”

公司是由江西汽车板簧有限公司作为主发起人，并联合广州市天高有限公司、江铃汽车集团公司、江西上饶信江实业集团公司、江西省进口汽车配件有限公司共同发起设立的股份有限公司。于2003年8月在上海证券交易所上市。而实际控制人是南昌钢铁有限责任公司。

上市之初，公司是当时国内汽车弹簧行业拥有“冶炼—轧制—成型”完整生产线的三家生产企业之一。主要产品有汽车板簧、弹簧扁钢、建材螺纹钢等。

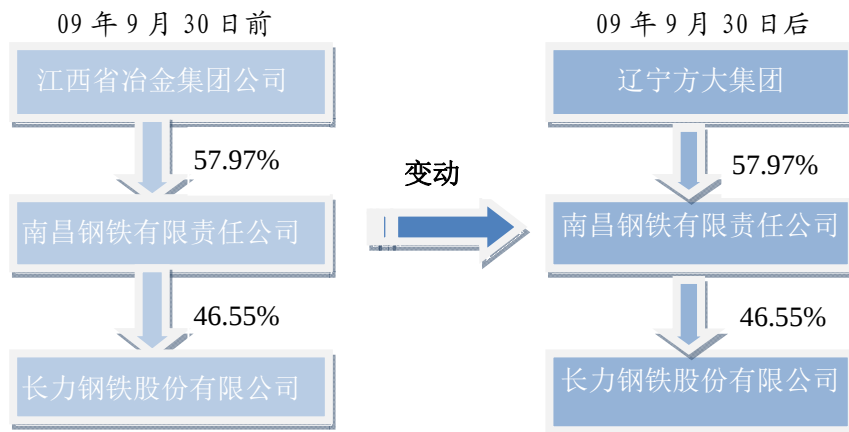
上市后，公司通过资本市场进行资本运作的次数很少。2006年12月14日，公司通过定向增发36776万股，收购了大股东部分资产，拥有了炼焦，烧结，炼铁，炼钢，轧钢，弹簧成型，从钢铁到汽车零部件的完整产业链。生产流程得到了优化，盈利能力得到了提高。大股东资产注入，使得公司当年业绩提升了50%—60%。

但是由于公司产品结构简单，市场需求有限，其经营业绩一直难以有较大提升。09年8月17日，江西省国资委决定，将江西省冶金集团持有南昌钢铁公司57.97%股权挂牌转让，转让价为9.1亿元。同时设定了竞购者需要符合的若干条件。按此条件，基本将前期意向收购的钢铁企业排除在外。

09年8月27日，长力股份发布重组方案，计划向辽宁方大集团定向增发，收购其持有的沈阳炼焦煤气100%股权，发行的股份数量不超过1.32亿股，发行价格不低于8.35元/股，交易标的约11亿元。完成后方大集团将持有公司16.17%股权，成为第三大股东。预案公告同时，方大集团表态拟通过产权交易方式受让南昌钢铁57.97%的股权。

2009年9月30日，江西省冶金集团将持有的南钢公司57.97%股权全部转让给方大集团，方大集团成为了公司的实际控制人。同时，方大集团表示，将向除南昌钢铁公司及其控股子公司江西汽车板簧公司以外的公司全体股东发出全面收购要约。至此，公司备受关注的重大资产重组终于尘埃落定。

图 1、此次重组前后公司大股东变动



数据来源：公司公告

2、方大集团资本运作长袖善舞

辽宁方大集团是中国最大的以炭素等新材料产业投资及运营为核心的大型综合性企业。其产品广泛应用于冶金、化工、机械制造、工程建设、医疗器械、航空航天等领域。截至 2008 年底，集团资产总额达 110 亿元，净资产达 60.4 亿元，营业收入突破 130 亿元。销售收入是 2004 年集团成立之初的 3.57 倍，平均每年销售收入增速超过 65%。08 年的销售收入增长率更是达到 109%。表明方大集团是一家高速成长的企业。

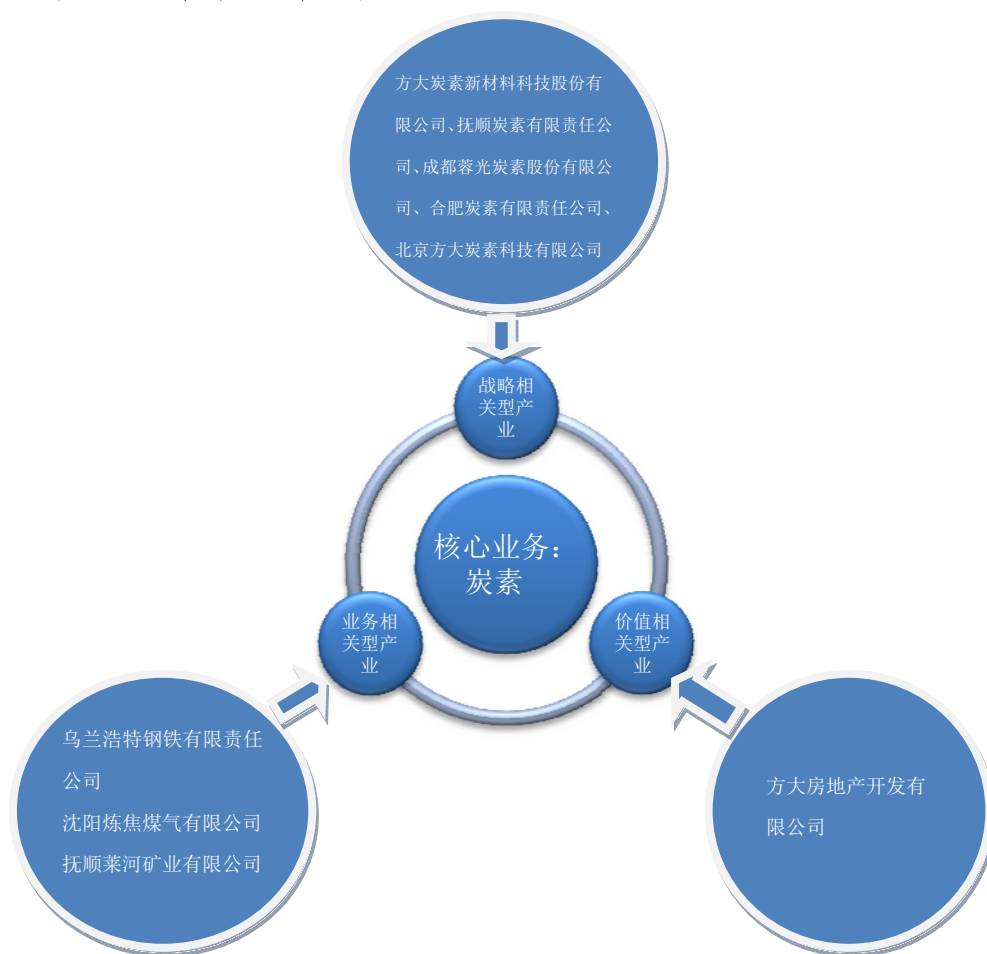
近年来，方大集团在确保全球炭素领域领导地位的基础上，逐步向产业链关联的冶金、资源、焦化等领域横向延展，形成清晰的同心成长型产业布局。目前，公司旗下拥有方大炭素新材料科技股份有限公司（600516）（含抚顺炭素、成都蓉光炭素、合肥炭素、北京方大炭素）、乌兰浩特钢铁公司、沈阳炼焦煤气公司、抚顺莱河矿业公司、及抚顺方大房地产公司。

其中，方大炭素新材料科技股份有限公司是 2006 年借壳于兰州海龙新科技股份有限公司而成功上市的企业。目前其生产能力已由当初的万余吨达到了 18 万吨。产品也由过去单一形态，逐渐形成了以炭素等新材料产品为核心的多元化产品结构。主要产品包括，石墨电极、高纯石墨制品、特种石墨制品等四大系列、38 个品种、126 种规格。目前整体业务规模在亚洲位居第一，全球位列前三。08 年其每股收益为 0.95 元，资产负债率低于 50%。

另外，抚顺莱河矿业公司是方大集团旗下拥有铁矿资源企业，其拥有 4600 万吨铁矿石储量，年矿石处理量达 150 吨，年产铁矿粉 50 万吨。前期，其矿业资产已被注入方大炭素（600516）中。

乌兰浩特钢铁公司拥有 40 万吨钢材产能，主要产品为小型圆钢和螺纹钢。规模较小，且没达到国家环保要求，目前正在进行大修改造，相关立项、环保审批工作正在进行中。

图 2：方大集团企业群结构



数据来源：湘财证券研究所、公司相关资料

从 2002 年至今方大集团业务发展及产业链延伸情况看，方大集团确实可以称得上是资本市场上善舞的高手。方大集团 2002 年开始进入炭素行业，并成功收购了抚顺炭素有限责任公司，当年扭亏为盈，确立了炭素业务发展方向；2003 年进入资源行业，收购抚顺莱河矿业有限公司，再次实现当年扭亏为盈；2004 年，收购成都蓉光炭素股份有限公司，完成西南区域布局；同年，开始延伸冶金产业链。成功收购了沈阳炼焦煤气有限公司；05 年加大了炭素行业规模布局，收购了合肥炭素有限责任公司，完成了东南区域布局；06 年通过竞拍获得了兰洲炭素所持的海龙新科技有限公司股权，成功借壳上市；07 年开始整合钢铁上下游产业链，收购了乌兰浩特钢铁有限责任公司，标志着在冶金领域发展的全面启动；08 年投资成立了抚顺方大房地产开发有限公司，开始进入房地产领域。

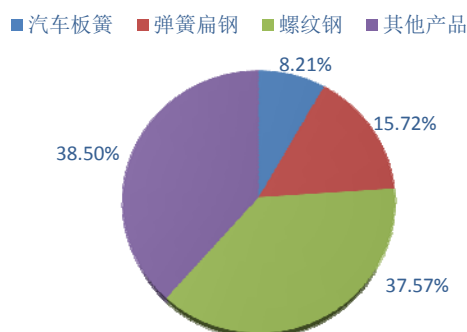
从上述一系列方大集团成功的收购案例，我们有理由认为，此次方大集团收购长力股份，应该是事先做足了充分准备的。对于公司未来定位和发展方向，方大集团应该早已了然于胸。从方大集团历次收购国有资产并成功扭亏情况看，方大集团出色的经营和管理能力是不容小觑的。因此对于长力股份未来的发展，我们认为，是值得期待的。

二、公司定位于细分市场龙头

1、三大产品构成公司产品主线

公司产品结构比较简单，主要产品有三大类：汽车板簧、弹簧扁钢、螺纹钢。汽车板簧是为载重卡车、轻型卡车、微型车及高级轻型客车配套所用；弹簧扁钢是生产汽车钢板弹簧的原料产品；螺纹钢属于建筑用钢。此外，公司还有高速线材、圆钢、其他汽车配件、及焦化产品。但产量占比都比较小。从 09 年中期看，三大产品占公司全部销售收入的 61.5%。

图 3、 09 年中公司各产品收入占比



数据来源：湘财证券研究所、公司中报

从产量及市场份额看，三大产品中弹簧扁钢 2001 年产量为 8.5 万吨，全国市场占有率排名第二。目前年产量为 50 万吨，市场占有率达 40%—45%，位居第一；汽车板簧 2001 年产量 43.7 万架，全国市场占有率排名第三。目前产量为 15 万吨，市场占有率约为 20%左右，位居第一；螺纹钢目前年产量为 110 万吨，占江西省市场份额的 60%—70%。

从产品需求看，08 年下半年至今，房地产及基建行业、汽车制造业是政府 4 万亿投资及优惠补贴政策受益最大的行业之一，也是此轮经济调整中最先复苏的行业之一。因此，对于螺纹钢及汽车配件的需求一直较为强烈。不存在公司产品需求不足的情况。

图 4、 房地产新开工面积及销售面积

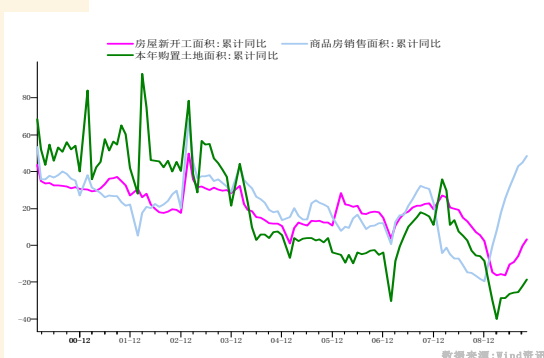
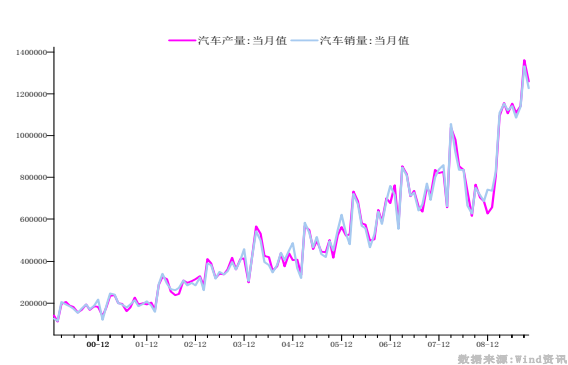


图 5、 汽车生产及销售数量



数据来源：湘财证券研究所、WIND

从产品竞争格局看，弹簧扁钢是公司的优势产品，也是公司定位于汽车弹簧用钢领域做到最大、最强的产品。目前，国内生产同样产品的公司还有：江阴兴澄、八一钢铁、西宁特钢、大冶特钢等十几家企业。但这些企业生产的弹簧扁钢只作为其主要产品的一种补充，产量占比很小。对公司的弹簧扁钢生产并没有构成较大的竞争压力；汽车板簧是公司的终端产品，国内生产厂商众多，竞争十分激烈。但绝大多数企业都不具备原材料——弹簧扁钢的生产能力，需要从市场上购买再进行加工，产品成本较高。相比之下，公司的低成本优势则非常明显。因此，从产品价格上，公司的汽车板簧具有较强的竞争优势。

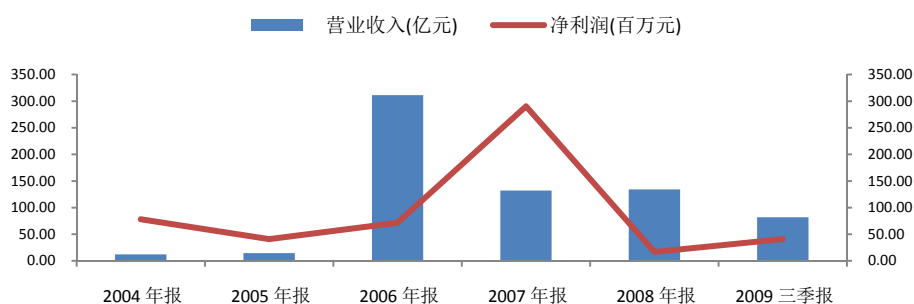
从主要客户群看，公司与一汽，二汽，江铃汽车，中国重汽、福建东南汽车，郑州宇通客车，昌河汽车等企业建立了良好的业务往来与配套关系，是江铃汽车，福建东南汽车，东风柳州汽车的 100% 配套的板簧生产商；是郑州日产，河北长城，一汽红塔，扬州通华 80% 以上配套板簧生产商。

2、公司经营业绩难以在短期内突破

由于产品结构简单，市场容量有限，公司经营业绩近三年来一直难以有大的突破。07 年、08 年营业收入一直徘徊在 130 亿元左右。09 年三季度营业收入为 81.86 亿元，预计全年收入在 110-120 亿元之间。

由于公司没有自有矿山，生产所需煤、铁矿石、生铁等原材料基本依靠外购，运输成本高，导致产品成本偏高，直接影响了公司净利润。如果不考虑 07 年收购大股东资产带来净利润的大幅增长，公司自上市以来，净利润一直不能突破亿元大关。而且随着近年来，原材料成本大幅飙升，公司净利润有不断下跌之势。08 年净利润仅为 1666 万元。

图6、04-09年营业收入、净利润



数据来源：湘财证券研究所、公司财报

从毛利率水平看，由于原材料成本较高，公司产品整体毛利率水平一直较低，且呈逐年下降之势。直到 09 年中期下降趋势才有所改变。从三大主要品种看，09 年中期毛利率水平相差不大，分别为螺纹钢 10.35%、弹簧扁钢 9.26%、汽车板簧 8.07%。从公司优势产品——弹簧扁钢、汽车板簧毛利率变化情况看，汽车板簧毛利率虽

呈下降之势，但水平一直保持在较高水平，03年至08年平均毛利率为17.19%，09年中期才降至10%以下。表明近年来汽车板簧的市场竞争逐年加剧。弹簧扁钢毛利率变动相对平缓，07年最低为6.73%，08年、09年呈回升之势。这也许正是公司准备打造成弹簧扁钢生产龙头的重要原因之一。我们预计，公司三大产品未来的毛利率走势，螺纹钢将下降；弹簧扁钢将稳中略升；汽车板簧将维持在现有水平。因此，公司要提高毛利率水平，必须解决原材料成本偏高问题，或者有能力主载产品的定价权。

图7、公司毛利率水平

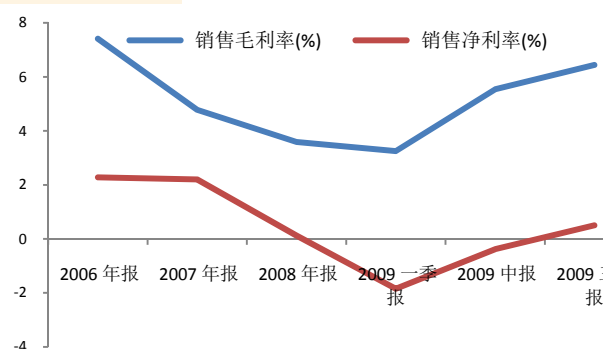
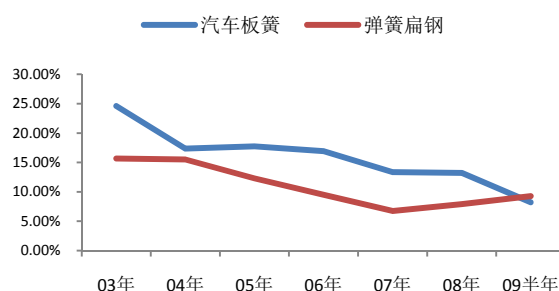


图8、主要产品毛利率呈下降之势



数据来源：湘财证券研究所、公司财报

从其他产品毛利率看，焦炭、汽车悬挂、衬套毛利率水平较高，但收入占比极小；而其他汽车零配件产品基本处于亏损状态。因此，公司在08年发展战略中明确：从追求产品多元化发展转向产业链延伸发展。公司产品定位是：做大做强特色优势产品弹簧扁钢，保持优势的传统建材产品螺纹钢，开发高线及大盘卷工业材，做大做强产业链延伸加工产品板簧。公司发展目标是：做细分市场的龙头企业，把公司建成汽车零部件用钢和汽车零部件精品生产基地，把公司建成世界上最大的弹簧扁钢生产基地。

表1、09年中期公司产品情况

	产品品种	毛利率	收入占比
钢材产品	螺纹钢	10.35%	37.58%
	线材	-4.47%	12.06%
	连铸坯	-8.57%	1.04%
	圆钢	-9.79%	0.24%
	外购钢材	0.74%	21.84%
汽车零部件	弹簧扁钢	9.26%	15.74%
	汽车板簧	8.07%	8.21%
	悬挂	25%	0.02%
	衬套	20.45%	0.009%
	合结钢	-47.62%	0.004%
	优圆钢	-60.29%	0.01%
	稳定杆	-61.83%	0.11%

其他产品	焦炭化工产品	40.93%	0.86%
	煤气	-49.00%	0.96%
	其他	13.46%	1.15%
	贸易矿	19.42%	0.05%
合计		5.53%	/

数据来源：湘财证券研究所、公司财报

鉴于对公司主要产品毛利率的分析，我们认为，公司盈利能力难以在短时期内出现明显提高。如果公司业绩在短期内要实现突破，只能借助于近期可能注入资产的盈利能力。

3、公司业绩提升将借助于注入资产

目前比较确定的资产注入是，公司通过定向增发收购大股东方大集团持有的沈阳炼焦煤气公司 100% 股权。发行股数不超过 1.32 亿股，发行价格不低于 8.35 元/股，该方案已于 09 年 8 月 25 日通过了公司董事会批准。

沈阳炼焦煤气公司是沈阳市唯一的人工煤气生产企业。主要产品有冶金焦炭、焦炉煤气、粗苯、硫酸铵等。目前年生产焦炭 45 万吨、煤气 2 亿立方米、焦油 2 万吨、硫酸铵 5 千吨、粗苯 5.5 千吨。2008 年为了配合沈阳市城市建设规划，方大集团投资 10 亿元启动沈阳炼焦煤气搬迁改造工程。一旦搬迁完成后，将年产焦炭 98 万吨、外供煤气 2.1 亿立方米、焦油 5 万吨、硫酸铵 1.3 万吨、粗苯 1.3 万吨。

通过了解我们获悉，沈阳炼焦煤气公司 09 年可实现净利润 9 千万元，2010 年可实现净利润 2 亿元。但是按目前收购进度看，预计沈阳炼焦煤气公司资产在 2010 年一季度完成注入的可能性极大，那么该项资产对于公司 09 年业绩将没有帮助。如果 2010 年能够顺利完成，那么将提升公司每股收益（股本扩张后）0.24 元。

三、公司未来发展值得期待

通过与方大集团高管进行交流，我们了解到一些关于此次方大集团收购南钢股权的真实想法和未来关于钢铁业务发展的一些设想。

方大集团之所以收购南钢股权，主要有三点：一是方大集团对钢铁产业链比较熟悉。目前拥有铁矿、钢铁厂、焦化厂，形成了一条较为完整的钢铁产业链。但旗下的乌兰浩特钢铁公司规模小、产品档次低，集团难以在钢铁产业上施展拳脚，需要一个更大的平台；二是方大集团十分看好细分市场，其核心业务已经在炭素细分市场做到了国内最大、世界前三，因此集团一直在寻找其他细分市场的机会。而长力股份生产的弹簧扁钢正属于钢铁市场中的细分领域。集团对长力股份发展定位是打造成全球最大的弹簧扁钢生产基地；三是与江西省国资委对省内钢铁业发展的想法一拍即合。江西省境内主要有新余钢铁公司、萍乡钢铁公司、南昌钢铁公司，如果按照河北省和山东省钢铁整合模式，即使将省内钢铁企业整合为一，其规模和实力也不能与河北钢铁集团、山东钢铁集团、宝钢、武钢、鞍钢及国内其他大型钢铁企业所抗衡。因此，江西省国资委计划将省内钢铁企业转向细分市

场，并做强做大。当然，方大集团对于南昌钢铁公司管理水平也是认可的。

对于未来钢铁产业平台的发展，方大集团有几点设想：一是按照目前南钢生产能力，产能基本在 400 万吨以内，想通过扩大产能提升业绩有一定的局限性。而钢铁低端产品不可能获得较高的价格，但原材料价格存在不断上涨的趋势。因此要获得较高利润，必须拥有原材料资源。未来集团准备在铁矿、焦化、煤炭等上游行业不断寻找机会，在原材料产业上做强做大；二是在钢铁品种上，方大集团更看好特钢产品，因为特钢产品附加值高，价格相对较高。集团目前正在研制新的特钢产品，一旦在新品种上有所突破，集团将确立在特种钢方向的发展。而且会陆续收购一些特种钢资产；三是集团长期看好汽车消费，认为汽车市场容量大、产品更新快，汽车配件市场必然有良好的发展。对于汽车板簧，集团认为该产品既存在整车市场，又有维修市场，因此集团会不断收购相关资产，加强汽车板簧业务的整合。

对于方大集团钢铁产业链发展的设想，我们认为，方大集团产业发展思路清晰，集团又具备一系列产业收购及整合的成功经验，对于未来钢铁平台的发展设想不会是空穴来风。我们预计，对于相关汽车板簧资产的收购并注入，可能是长力股份下一个投资亮点。

四、业绩预测与投资建议

1、09年、10年利润表预测

通过调研，我们初步了解到公司三大主要产品的产量、价格及吨钢毛利水平。并在09年三季报基本上，给出了我们对于09年和10年钢铁业务的盈利预测。

表2、09年主要产品产量及价格

品种	产量（万吨）	价格（元）	吨钢毛利（元）
螺纹钢	110	3500-3700	300-350
弹簧扁钢	50	5000-6000	450-550
汽车板簧	15	7000-8000	560-640
其他产品	115	/	/

数据来源：调研数据

预测假设：09年、10年营业收入分别较上年增长15%，毛利率水平约为5%。

表3、钢铁主营业务业绩预测

单位：万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	313,453	1,320,007	1,343,237	1,141,751	1,313,014
减：营业成本	290,238	1,256,566	1,295,064	1,084,663	1,247,363
营业税金及附加	492	5,092	5,072	4,339	4,989
资产减值损失	603	(103)	766	7,271	3636
减：销售费用	3,851	7,171	6,563	5,937	6,434
管理费用	7,772	9,449	25,646	14,957	25,079

财务费用	2,148	7,796	9,674	6,743	7,747
加：公允价值变动净收益	18	19	(128)	21.2	(128)
投资净收益	310	1,136	1,087	-445	1,087
影响营业利润其他科目	0	0	0	0	0
二、营业利润	8,677	35,193	1,409	17,417	18,981
加：营业外收入	2	742	1,777	790	869
减：营业外支出	274	1,879	1,417	3044,	3,348
影响利润总额其他项目	0	0	0	0	0
三、利润总额	8,405	34,057	1,770	15,163	16,502
减：所得税	1,249	3,905	104	889	967
四、净利润	7,156	30,151	92,034	14,274	15,535
归属母公司净利润	6,487	29,322	1,018	9,053	9,852
少数股东损益	669	829	647	5,221	5,683
基本每股收益（元）	0.70	0.43	0.01	0.13	0.12（注）

数据来源：湘财证券研究所、公司财报（注：以定向增发后股数计）

2、投资建议

从基本面看，我们认为，公司主营业务破以在短时间内突破，业绩将维持在现在水平。我们预计公司09年、10年钢铁业务的每股收益分别为0.13元和0.12元（以定向增发后股本计）。考虑到2010年沈阳炼焦煤气公司资产注入，这部分资产将带给公司2亿元净利润，对应的每股收益为0.24元。因此，2010年公司钢铁业务和炼焦煤气业务将共同产生0.36元的每股收益。

从走势上看，公司股票稳步向上，已创出反弹后的新高。我们认为，该股会继续沿60日均线缓慢向上，等待沈阳炼焦煤气公司资产注入时突破。鉴于我们对整个钢铁板块的判断，我们认为，该股“进可攻、退可守”，首次给予“增持”评级。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。