

内生降本潜力深厚，优质资产注入可期

——方大特钢首次覆盖

核心观点

- 方大特钢：全产业链一体化运营的民营钢企龙头。**公司是一家集采矿、炼焦、炼铁、炼钢、轧材于一体的全产业链运营民企，细分钢材产品市占率居全国前列。钢铁主业为公司盈利核心支撑，25 年随行业景气边际改善触底回升，目前盈利从螺纹钢单一驱动向“螺纹钢+弹簧扁钢”双轮驱动转型优化。市场担心公司业绩受钢铁行业持续低迷拖累，但我们认为，公司保有逆行业周期的 alpha 优势，公司为弹簧扁钢细分领域龙头且成本压降水平保持行业前列，同时外部优质资产注入上市公司预期较强，在钢铁行业景气度有望提升的背景下，公司或迎来新发展机遇。
- 钢铁行业：供需结构有望改善，趋势反转中期可待。**近年来受下游房地产景气度下行影响，钢铁行业供过于求情况愈发显著，另外国内产业集中度较海外发达国家有明显差距。从政策来看，当前以低碳环保为指标优化产能以及鼓励兼并重组提升产业集中度成为供给侧减量政策的两大主线，以此为锚点行业供给格局有望继续改善。此外，从需求端来看，钢铁需求结构持续优化，制造业用钢多领域需求继续增长，其中重卡景气度有望带动细分领域用钢量攀升。在供给侧减量政策仍存预期、下游需求侧结构持续优化的预期下，钢铁行业或将迎来趋势改善。
- 逆周期竞争力：内生降本潜力深厚，外延资产注入确定性高。**公司是弹簧扁钢细分钢材领域龙头，市占率为全国第一，在重卡出口高增以及以旧换新政策支持下，弹簧扁钢需求有望持续提升，为公司业绩提供韧性。从内生性来看，公司深耕降本管控，员工薪酬与业绩相关度高，同时原料成本位居行业前列，非原料成本持续压降，为盈利修复提供支撑。从外延性来看，集团内部萍钢股份、达州钢铁产能注入上市公司进程加快，集团目标实现钢铁板块产能合计 5000 万吨，未来通过收购兼并优质资产并注入上市公司的预期较强，公司有望发挥规模优势持续实现业绩增益。

盈利预测与投资建议

- 我们预测 26-28 年公司每股收益为 0.48、0.55、0.58 元。根据可比公司 2026 年 PE 12X 估值，给予公司 5.76 元目标价。综上，首次覆盖给予公司买入评级。

风险提示

全球宏观经济波动风险；钢铁行业供给侧减量政策落地不及预期风险；钢铁行业下游重卡等制造业需求不及预期风险；公司资产注入进程不及预期风险

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	21,560	18,233	17,431	17,483	17,609
同比增长(%)	-18.7%	-15.4%	-4.4%	0.3%	0.7%
营业利润(百万元)	403	1,234	1,439	1,640	1,733
同比增长(%)	-59.2%	206.1%	16.6%	13.9%	5.7%
归属母公司净利润(百万元)	248	942	1,118	1,281	1,341
同比增长(%)	-64.0%	280.2%	18.6%	14.6%	4.7%
每股收益(元)	0.11	0.41	0.48	0.55	0.58
毛利率(%)	4.8%	9.7%	11.4%	12.3%	12.8%
净利率(%)	1.1%	5.2%	6.4%	7.3%	7.6%
净资产收益率(%)	2.7%	9.7%	10.4%	10.9%	10.7%
市盈率	42.4	11.1	9.4	8.2	7.8
市净率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2026年06月05日）	4.54 元
目标价格	5.76 元
52 周最高价/最低价	7.08/3.98 元
总股本/流通 A 股（万股）	231,319/231,319
A 股市值（百万元）	10,502
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2026 年 06 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-6	-18.56	-33.05	14.22
相对表现%	-4.46	-18.76	-36.69	-10.01
沪深 300%	-1.54	0.2	3.64	24.23



证券分析师

于嘉懿 执业证书编号：S0860525110005
yujiaiyi1@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人

黄雨韵 执业证书编号：S0860125070019
huangyuyun@orientsec.com.cn
021-63326320

重大投资要素

我们区别于市场的观点

部分投资者认为，公司主业为钢铁制造，且螺纹钢等普钢产能占比较高，或受到钢铁行业周期波动影响较大。在当前钢铁行业持续低迷的背景下，公司利润或将继续受到行业基本面拖累，业绩具有不确定性。

但我们认为，公司保有逆行业周期的 alpha 优势，有望走出不同于钢铁行业整体情况的独立行情。从内生性看，公司为弹簧扁钢细分钢材领域龙头，市占率接近一半，具备产品优势，在重卡景气度高位的加持下，公司弹簧扁钢产品在行业钢价普遍下行的情况下 25 年售价逆势同比增长 6.25%，且公司降本增效潜力充足，原料成本压降水平长期保持行业前列，在整体行业低迷背景下具有产品挖潜盈利优势；从外延性看，为解决同业竞争问题，集团优质资产萍钢股份、达州钢铁注入上市公司的预期充足，且公司持续关注外部产能并购机会，公司有望通过收购兼并整合钢铁行业资产，增强钢铁板块竞争力。在钢铁行业供给侧环保政策约束有望落地、行业形势有望逆转的预期下，公司或迎来新发展机遇。

关键假设

在国内以及非洲、东南亚等海外新兴经济体国家持续发展的背景下，重卡出口有望保持较高景气度，同时叠加国内针对重卡的以旧换新政策，重卡需求量有望继续增长，从而带动公司弹簧扁钢、汽车板簧产品的产销量、售价，拓展公司业绩增长空间。

在钢铁行业基本面处于供给过剩的情况下，以绿色低碳与兼并重组提升产业集中度为导向对行业供给侧进行减量或成为行业趋势，钢铁行业有望在此背景下供需逐步回归平衡状态，实现钢价的止跌回稳。

股价上涨的催化因素

集团内部萍钢股份、达州钢铁、四川德胜集团资产注入上市公司进程加快；钢铁行业供给侧减量政策落地

估值和目标价格

我们选取主要业务包括钢材生产、铁矿资源销售的企业作为可比公司。根据可比公司 2026 年 PE 12X 估值，给予公司 5.76 元目标价。

风险提示

全球宏观经济波动风险；钢铁行业供给侧减量政策落地不及预期风险；钢铁行业下游重卡等制造业需求不及预期风险；公司资产注入进程不及预期风险。

目 录

一、方大特钢：全产业链一体化运营的民营钢企龙头	6
1.1 公司介绍：改制重组的民营钢铁龙头企业	6
1.2 股权结构：控股股东为江西方大钢铁集团有限公司，实际控制人为方威	6
1.3 经营情况：随行业周期触底回升，钢铁主业为盈利核心支撑	8
二、钢铁行业：供需结构有望改善，趋势反转中期可待	12
2.1 供给端：低碳环保导向明确，产能集中优化格局有望形成	12
2.2 需求侧：消费结构持续优化，细分领域存增长亮点	15
三、逆周期竞争力：内生降本潜力深厚，外延资产注入确定性高	18
3.1 产品优势：聚焦弹簧扁钢细分赛道，高景气度维护业绩韧性	18
3.2 内生优势：深耕降本管控能力，原料成本行业前列	23
3.3 外延潜力：优质资产有望实现注入，规模优势或加速显现	24
盈利预测与投资建议	28
盈利预测	28
投资建议	30
风险提示	30

图表目录

图 1：公司经重组改制由国企转向民营钢企	6
图 2：公司实控人为方威	7
图 3：公司营业收入自 2022 年达到峰值后逐步下行	8
图 4：归母净利润自 2021 年持续下滑，2025 有所扭转	8
图 5：公司收入高度集中于中国大陆市场（单位：%）	9
图 6：公司期间费用管控持续优化（单位：百万元）	9
图 7：公司总毛利与毛利率随行业周期同步波动，钢铁主业为当期核心支撑	9
图 8：铁精粉毛利率维持高位，25 年钢材毛利率小幅提升（单位：%）	10
图 9：弹簧扁钢毛利贡献显著上升（单位：%）	10
图 10：高附加值产品汽车板簧、弹簧扁钢产量持续提升（单位：万吨）	10
图 11：吨钢毛利随行业周期触底回升（单位：元/吨）	10
图 12：钢铁需求端降幅较供给端更为明显	12
图 13：国内钢铁过剩比例达到新的峰值	12
图 14：在钢铁过剩比例提升的情况下，钢价持续下行	12
图 15：近年来国内粗钢产能集中度逐渐提升	13
图 16：国内钢铁产业集中度较其他发达国家仍有明显差距	13
图 17：钢铁行业碳排放量占比约 15%	15
图 18：房地产行业是粗钢下游耗用占比最大的行业	16
图 19：国内粗钢需求量随房地产投资完成额下行明显	16
图 20：在下游需求难以支撑的情况下，螺纹钢价格下跌显著	16
图 21：基建、汽车、钢结构、造船等制造业领域钢材需求占比均有所提升	17
图 22：近年来重卡景气度维持高位（单位：万辆）	17
图 23：公路货运量需求有望持续推动重卡景气度	17
图 24：2025 年重卡高景气度延续，市场占比同比提升 4.1PCT	18
图 25：重卡销量同比增速波动滞后于基建投资完成额约 1 年	19
图 26：国内基建投资维持韧性背景下，重卡景气度有望持续	19
图 27：近年来重卡出口景气度高增	19
图 28：重卡出口核心区域以非洲、东南亚为主（单位：%）	19
图 29：非洲作为新兴经济体基建投资正保持韧性	20
图 30：越南等东南亚国家作为新兴经济体基建投资保持韧性	20
图 31：26 年国补对新能源车的精准扶持有望继续推升新能源重卡的销量渗透率	21
图 32：公司弹簧扁钢售价在 25 年实现同比逆势增长	21
图 33：公司在生产弹簧扁钢同时向下拓展产业链，22 年以来汽车板簧产量维持 10 万吨左右	22
图 34：员工人均薪酬与公司归母净利润变动呈现正相关	23

图 35：吨钢管理费用与公司归母净利润绑定弹性大	23
图 36：自 22 年起公司吨钢原料成本实现持续压降	24
图 37：公司吨钢原料成本在行业可比公司中位居前列	24
图 38：自 23 年起公司吨钢非原料成本也实现逐年下降	24
图 39：萍钢股份已实现连续两个会计季度盈利的条件	26
图 40：达州钢铁经营效益逐步提升	26
图 41：方大系通过旗下产业并购基金钢铁企投收购四川德胜核心资产	26
表 1：推进行业集中度提升相关政策持续出台	13
表 2：以绿色低碳环保为导向优化供给侧产能或成趋势	14
表 3：非洲拥有丰富的矿产资源，在全球矿业供应链中扮演关键角色	19
表 4：公司持续参与弹簧扁钢相关国家标准制定	22
表 5：方大特钢产能约 310 万吨	25
表 6：萍钢股份产能约 1100 万吨	25
表 7：达州钢铁产能约 300 万吨	25
表 8：当前集团钢铁板块产能总量距离目标 5000 万吨尚有差距	27
表 9：可比公司估值表	30

一、方大特钢：全产业链一体化运营的民营钢企龙头

1.1 公司介绍：改制重组的民营钢铁龙头企业

方大特钢科技股份有限公司（简称“方大特钢”）的前身南昌长力钢铁股份有限公司成立于 1999 年，2003 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“长力股份”。2006 年南昌钢铁有限责任公司（以下简称“南昌钢铁”）通过认购长力股份的非公开发行股票，成为控股股东。**2009 年南昌钢铁改制重组，省属国有股权转让给辽宁方大集团实业有限公司（以下简称“方大集团”），完成从国企向民营企业的转变。**同年 12 月，公司名称变更为方大特钢科技股份有限公司。

方大特钢是一家集采矿、炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧材生产工艺于一体的钢铁联合企业，主要业务为冶金原燃材料的加工、黑色金属冶炼及其压延加工产品及其副产品的制造、销售。产品包括螺纹钢、优线、弹簧扁钢、汽车板簧、铁精粉等，主要应用于建筑、汽车制造等行业，已形成“长力”牌弹簧扁钢与“海鸥”牌建筑钢材两大系列品牌，汽车板簧则拥有“长力”“红岩”“春鹰”等知名品牌。扁钢、板簧及易切削钢国内市场占有率均居全国前列，部分产品出口海外地区。公司注重技术驱动，设有国家博士后科研工作站、国家实验室认可检测中心和江西省弹簧钢工程研究中心，获评多项荣誉，是国内钢铁行业中兼具特色产品优势与绿色文旅特色的企业之一。

图 1：公司经重组改制由国企转向民营钢企



数据来源：公司官网，东方证券研究所

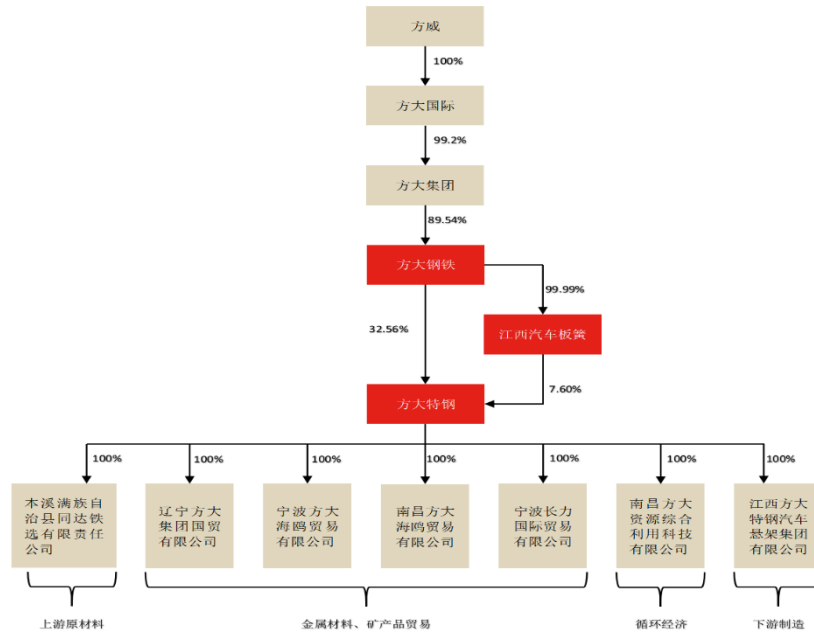
1.2 股权结构：控股股东为江西方大钢铁集团有限公司，实际控制人为方威

公司股权结构清晰，自然人方威为实控人。截至 2026 年第一季度，江西方大钢铁集团有限公司（以下简称“方大钢铁”）直接持有公司 753,204,599 股股份，持股比例为 32.56%，方大钢铁通过江西汽车板簧有限公司（以下简称“江西汽车板簧”）持有公司 175,820,000 股股份，持股比例为 7.60%，方大钢铁持有江西汽车板簧 99.99% 股权，方大钢铁直接和间接合计持有公司 40.16% 的股份。追溯上层控制关系，方大集团持有方大钢铁 89.54% 股权，北京方大国际实业投资集团有限公司（以下简称“方大国际”）持有方大集团 99.2% 股权，自然人方威则 100% 控股方大国际，为公司实际控制人。

公司通过全资控股的核心子公司，构建了覆盖钢铁上游资源、贸易流通、配套加工及下游延伸的一体化产业链布局。公司通过铁选公司开展铁矿石开采与铁精粉加工业务，保障上游原材料供应；

通过多个贸易有限公司开展冶金材料、金属矿产品、钢材等大宗商品贸易及进出口业务，打通采购与销售渠道；通过资源综合利用科技公司实现工业废物回收与再生资源利用，完善循环经济体系；通过汽车悬架公司布局汽车零部件制造领域，拓展下游应用场景，形成了资源自给、渠道畅通、循环协同、业务延伸的产业生态。

图 2：公司实控人为方威



数据来源：iFinD，东方证券研究所

注：数据截止 2026 年一季报

方大特钢是方大集团旗下唯一钢铁上市平台。方大钢铁先后于 2012 年收购江西萍钢实业股份有限公司（以下简称“萍钢股份”）、2020 年重整四川省达州钢铁集团有限责任公司（以下简称“达州钢铁”），形成与上市公司的同业竞争关系。为解决同业竞争问题，方大集团及方大钢铁针对萍钢股份、达州钢铁分别出具明确的资产注入承诺，并通过多份公告披露推进进展：

萍钢股份：

2012 年 10 月 26 日，控股东方大钢铁、方大集团及实际控制人方威与上市公司签署首份《避免同业竞争协议》，约定萍钢股份完成政府审批并实现盈利后，由上市公司董事会/股东大会决定是否注入；同时承诺集团层面钢铁类商业机会优先授予方大特钢。

2018 年 12 月，方大特钢在《关于方大特钢科技股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见之回复报告》中披露，控股东方大钢铁出具最终版细化注入承诺：明确萍钢股份注入需同时满足“连续两个会计年度盈利、彻底解决股权权属不清晰问题、符合其他法定条件”三大前提；承诺满足条件后 1 年内启动注入程序、5 年内完成资产交割；若到期未完成，将通过资产出售、股权转让等替代方案彻底解决同业竞争。

2023 年 9 月，方大特钢在《关于方大特钢科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券申请文件审核问询函的回复报告》中披露：萍钢股份的股权规范性问题已解决，搬迁改造事项处于持续调整优化过程中及需要相关审批部门的批准的阶段。

达州钢铁：

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2020 年 5 月 25 日，四川省达州市中级人民法院依法裁定批准达州钢铁司法重整计划，达州钢铁正式加入方大集团。

2020 年 6 月 3 日，达州市政府与方大集团签署《战略合作协议》、与方大钢铁集团签署《达州钢铁异地搬迁转型发展合作协议》，启动达州钢铁异地搬迁转型发展项目。

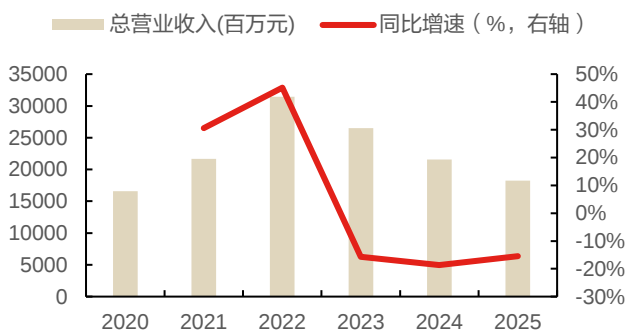
2023 年 9 月，方大特钢在《关于方大特钢科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券申请文件审核问询函的回复报告》中披露方大钢铁持续积极推动达州钢铁主城区厂区土地收储及用地性质变更事项的推进，促进达州钢铁注入上市公司前提条件的解决，目前因受限于土地收储及用地性质变更的进展，达州钢铁未能满足注入上市公司的前提条件。公司承诺自符合注入条件之日起两年内，将达州钢铁及子公司注入上市公司。

为系统性化解同业竞争问题，方大集团及方大钢铁构建了以“资产注入为核心、承诺与托管为配套”的解决方案。一是明确资产注入时间表，针对萍钢、达钢分别出具专项承诺，明确注入条件与时限，并预留出售、转让等兜底替代方案；二是实施过渡性安排，通过股权托管方式对萍钢进行管理，行使股东权利以隔离利益冲突；三是推进标的资产规范整改，解决股权、土地等历史遗留问题，为后续资产注入创造条件。**目前两家标的核心障碍正逐步解决，资产注入预期明确，同业竞争问题有望在承诺期内得到解决。**

1.3 经营情况：随行业周期触底回升，钢铁主业为盈利核心支撑

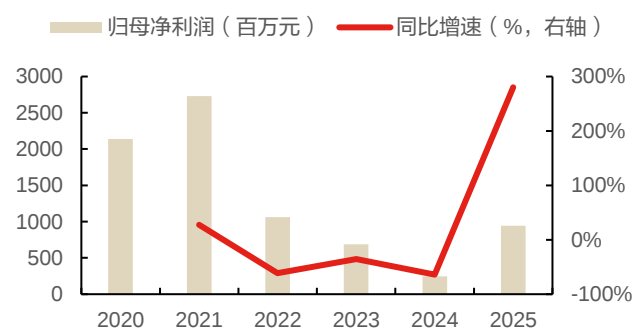
方大特钢经营随钢铁行业周期波动，2025 年盈利触底回升。2021 年以来，公司经营与钢铁行业景气度高度绑定，整体呈现“先扬后抑、触底回升”的走势。营收端，公司总营业收入在 2022 年达到 314.63 亿元的阶段峰值后，受下游需求持续收缩影响，营收规模连续三年下滑：2023-2024 年同比分别下降 15.75%、18.67%，2025 年总营收进一步降至 182.33 亿元，同比下降 15.43%。利润端，归母净利润自 2021 年 27.32 亿元的高点后连续三年承压下滑，2024 年降至 2.48 亿元的低位；2025 年随着行业景气边际改善，公司盈利大幅修复，归母净利润回升至 9.42 亿元，同比增长 280.18%，成功扭转利润下滑趋势。

图 3：公司营业收入自 2022 年达到峰值后逐步下行



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：归母净利润自 2021 年持续下滑，2025 有所扭转



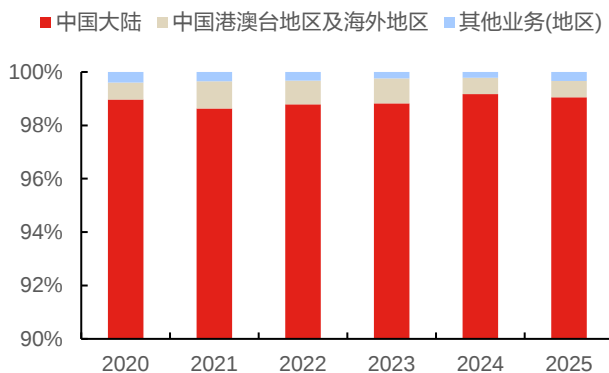
数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司收入区域集中度高、结构稳定，同时成本费用管控成效突出，为盈利修复提供支撑。地区收

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

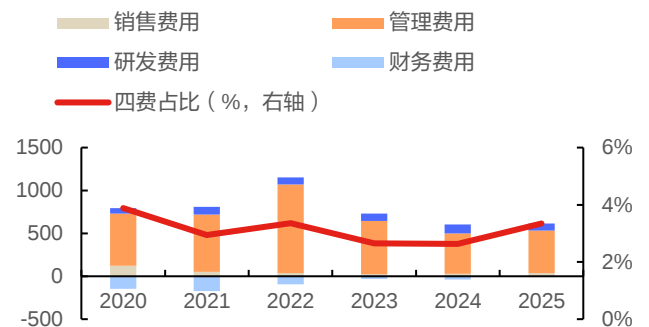
入结构方面，公司收入高度集中于中国大陆市场，2021-2025 年大陆地区收入占比始终维持在 98% 以上，2025 年中国大陆地区收入达 180.61 亿元，占比进一步提升至约 99%；港澳台及海外地区、其他业务（地区）收入规模均较小，合计占比不足 2%，整体收入区域结构保持稳定。费用端管控成效显著，公司期间费用率占比自 2020 年的 3.88% 持续优化，2024 年降至 2.63% 的阶段低位，2025 年随业务规模修复小幅回升至 3.34%；分项来看，销售费用率持续压降，财务费用因资金管理优化长期为负，管理费用在 2022 年阶段性高企后已回归合理区间，精细化管理有效对冲了行业周期波动带来的盈利压力。

图 5：公司收入高度集中于中国大陆市场（单位：%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

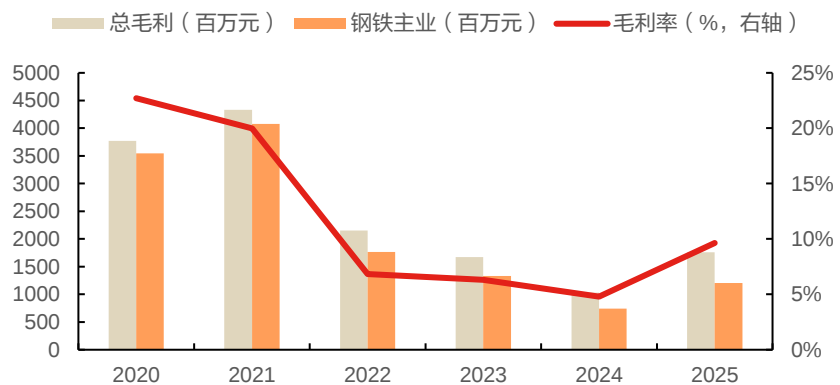
图 6：公司期间费用管控持续优化（单位：百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利水平随行业周期同步修复，钢铁主业为盈利核心支撑。2021 年以来，公司总毛利与毛利率随钢铁行业景气度同步波动：2021 年行业高景气阶段，公司总毛利达 43.34 亿元，毛利率 19.99%；随后受行业下行影响持续回落，2024 年总毛利降至 10.34 亿元，毛利率仅为 4.80%。2025 年随着行业景气边际回暖，公司盈利修复成效显著，总毛利回升至 17.60 亿元，毛利率修复至 9.65%，其中钢铁主业毛利回升至 12.06 亿元，是当期盈利修复的核心支撑。

图 7：公司总毛利与毛利率随行业周期同步波动，钢铁主业为当期核心支撑



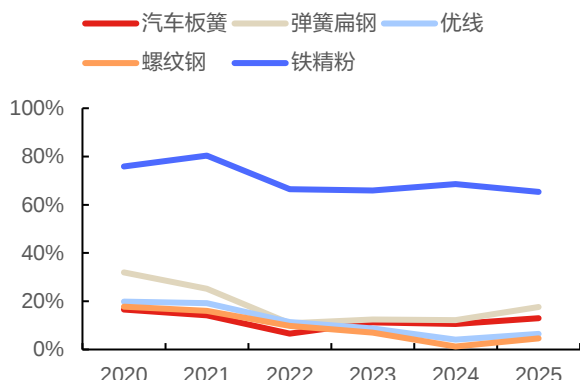
数据来源：公司公告，东方证券研究所

分产品来看，钢铁板块盈利正从螺纹钢单一驱动向“螺纹钢+弹簧扁钢”双轮驱动转型，产品结构优化驱动毛利改善。高毛利业务提供稳定缓冲：铁精粉业务凭借资源端优势，毛利率长期维持在 65% 以上，2025 年毛利率达 65.33%，贡献 10% 以上毛利。核心产品结构优化成效显著：弹簧扁钢、汽车板簧业务自 2022 年触底后持续修复，2025 年毛利率分别回升至 17.67%、12.91%，同

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

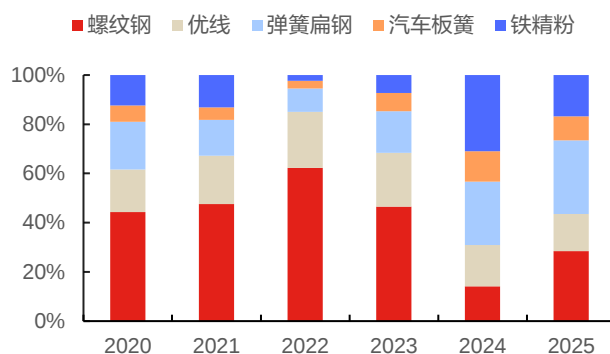
比 24 年分别上升 5.5PCT、2.3PCT，其中弹簧扁钢毛利贡献占比显著提升，由 22 年占比 7.9% 上升至 25 年 20.51%，成为钢铁主业盈利修复的重要增量来源；螺纹钢、优线业务毛利率虽仍处低位，但较 2024 年已有所改善，2025 年毛利率分别为 4.65%、6.48%，同比 24 年分别上升 3.4PCT、2.4PCT，传统普钢业务的盈利韧性有所增强。2022 年螺纹钢单一产品贡献 51.22% 的毛利，是主要盈利驱动产品，随着公司产品结构优化升级，弹簧扁钢、汽车板簧毛利贡献持续提升，公司盈利已从螺纹钢单一驱动向“螺纹钢+弹簧扁钢”双轮驱动转型，未来毛利持续改善可期。

图 8：铁精粉毛利率维持高位，25 年钢材毛利率小幅提升（单位：%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

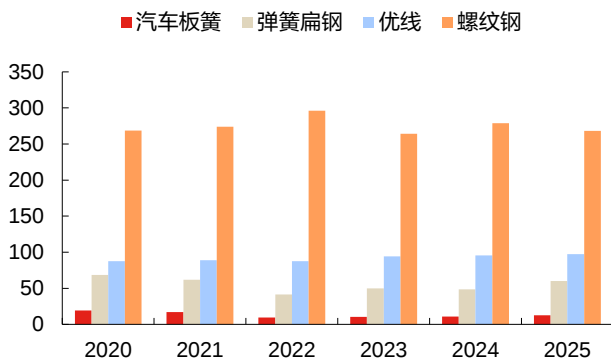
图 9：弹簧扁钢毛利贡献显著上升（单位：%）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

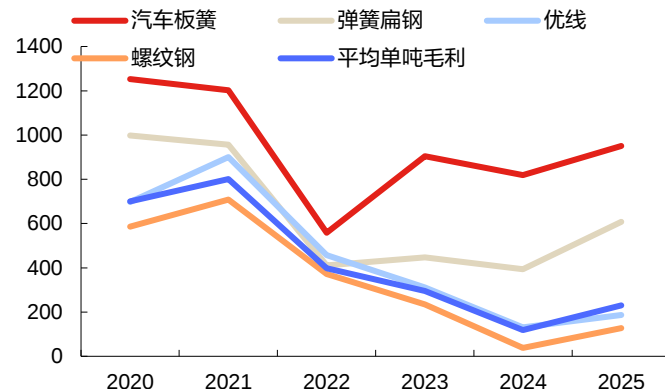
高附加值产品产量持续提升，吨钢毛利随行业周期触底回升。公司产品结构随战略调整持续优化：毛利率偏低的螺纹钢产量自 2022 年 296.02 万吨的峰值逐步回落，2025 年下降至 268.21 万吨；弹簧扁钢、汽车板簧等高附加值产品产量自 2022 年触底后持续回升，2025 年产量分别为 60.03 万吨、12.47 万吨，同比分别增长 23.5% 和 13.4%，产品结构向高附加值方向转型的趋势明确。同时公司总体吨钢毛利随行业周期波动呈现先降后升的走势，2021 年达 801 元/吨的高点后持续回落，2024 年降至 119 元/吨的低位，2025 年随行业景气回暖、产品结构优化带动盈利效率修复，吨钢毛利回升至 230 元/吨。

图 10：高附加值产品汽车板簧、弹簧扁钢产量持续提升（单位：万吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：吨钢毛利随行业周期触底回升（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

注：平均单吨毛利计算口径为，公司钢材产品（汽车板簧、弹簧扁钢、优线、螺纹钢）平均售价-平均成本=平均单吨毛利

由于公司主业为钢铁制造，受到钢铁行业周期波动影响较大，市场担心在钢铁行业持续低迷的背景下，公司利润或将持续受到行业基本面拖累。

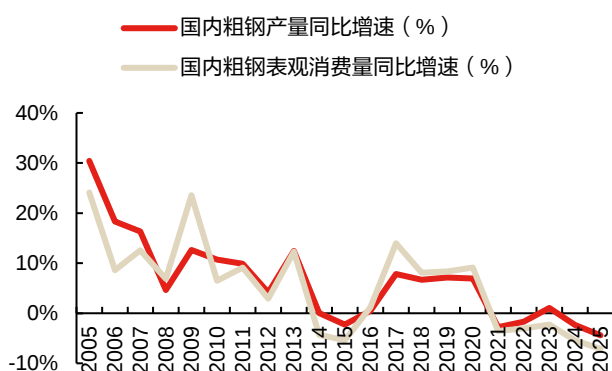
但我们认为，公司保有逆行业周期的 alpha 优势，从内生看，公司为弹簧扁钢细分钢材领域龙头，且降本增效潜力充足，原料成本压降水平长期保持行业前列，在整体行业低迷背景下具有产品挖潜盈利优势；从外延看，集团优质资产注入上市公司预期充足，且公司持续关注外部产能并购机会，公司有望通过收购兼并整合钢铁行业资产，增强钢铁板块竞争力。在钢铁行业以绿色低碳为导向的供给侧环保政策约束有望落地的预期下，公司或迎来新发展机遇。

二、钢铁行业：供需结构有望改善，趋势反转中期可待

2.1 供给端：低碳环保导向明确，产能集中优化格局有望形成

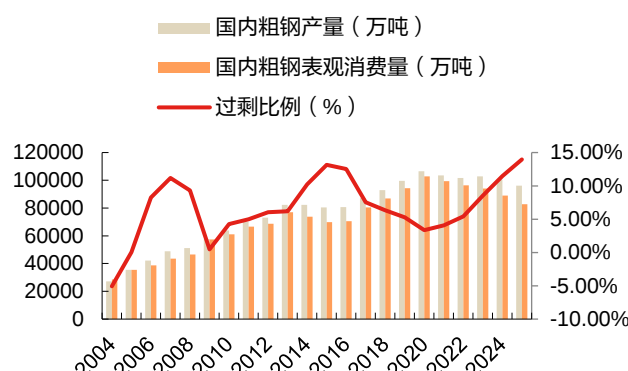
近年来钢铁行业步入下行周期，供过于求情况愈发显著。近年随着房地产行业景气度下降，国内对于钢铁的需求量维持下行态势，尽管在政策引导以及行业自发减产的带动下，24-25 年国内粗钢产量保持下降，25 年国内粗钢产量为 9.6 亿吨，同比下降 4.4%，但国内粗钢表观消费量则为 8.3 亿吨，同比明显下降 7.1%。钢铁的表观需求量降幅较供给端更为明显，这使得整体钢铁行业仍然呈现供给过剩趋势，过剩比例持续提升。2025 年国内钢铁过剩比例达到近 14%，高于国内前一轮供给侧改革前 2015 年 13.15% 的过剩比例，达到新的峰值。供过于求的现状使得钢价持续下行，以普钢价格指数为例，自 22-25 年钢价年平均跌幅为 10.3%，25 年平均钢价同比下跌约 9%。钢铁行业供过于求情况愈发显著，市场对于供给侧减量的政策落地预期越发提升。

图 12：钢铁需求端降幅较供给端更为明显



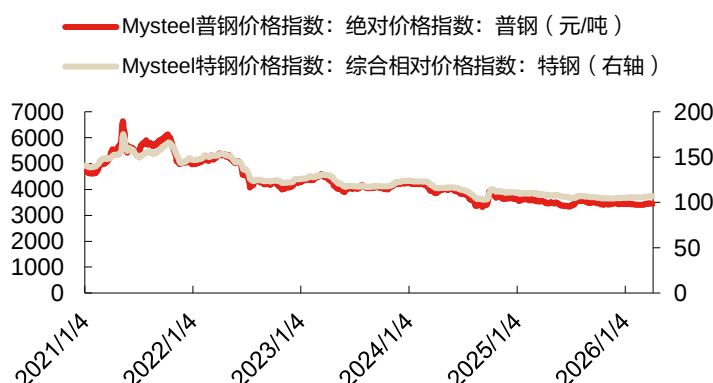
数据来源：Mysteel，东方证券研究所

图 13：国内钢铁过剩比例达到新的峰值



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

图 14：在钢铁过剩比例提升的情况下，钢价持续下行



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

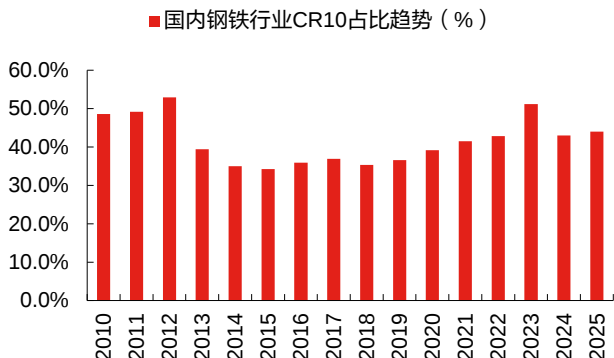
注：特钢价格选取 Mysteel 特钢价格指数：综合相对价格指数：特钢，2007 年 1 月 1 日=100，数据截止 2026 年 4 月 7 日

我国作为全球钢铁第一生产大国，产业集中度较海外发达国家仍有明显差距。我国是全球钢铁生产第一大国，25 年粗钢产量占比全球达到 51.9%。但从国内钢铁产业集中度而言，我国与其他发

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

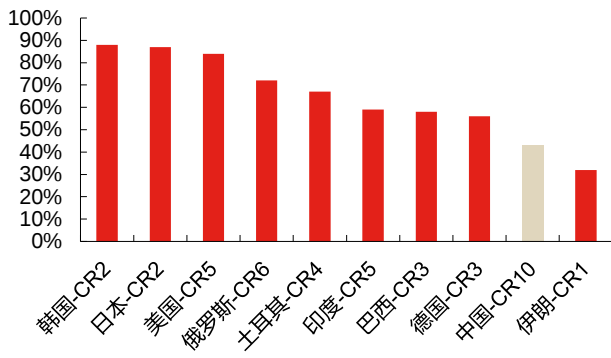
达国家相比仍有明显差距。截止 2024 年中国粗钢产能集中度 CR10 为 43%，而美日韩三国产能集中度大于 80%以上，其中日韩 CR2 逼近 90%。中国产能集中度较低，处于相对分散竞争的状态，导致行业内部协同性差，易陷入恶价格战，同时国内钢厂在与上游国际铁矿石巨头的谈判中业缺乏足够的话语权，难以应对原料价格波动，对国内去产能等政策也难以达成统一响应、执行困难。因此，提升产业集中度，已成为国内钢铁行业优化升级的重点任务之一。

图 15：近年来国内粗钢产能集中度逐渐提升



数据来源：中国冶金报社，SMM，东方证券研究所

图 16：国内钢铁产业集中度较其他发达国家仍有明显差距



数据来源：SMM，东方证券研究所

注：图中数据截止 2024 年。

政策支持下，我国钢铁产业集中度或逐步提升，行业格局有望继续优化。2016 年钢铁行业供给侧改革前，由于钢材需求下降导致供给过剩，企业效益明显下滑倒逼钢企减产，使得产业集中度持续下降，CR10 仅为 34.2%。在企业竞争加剧背景下，国家政策提出推进企业兼并重组、提升产业集中度等措施优化供给侧格局，以 2016 年末宝钢集团与武钢集团联合重组成立中国宝武后、中国宝武钢铁产能通过持续整合成为全球第一为典型案例，此后国内钢铁产业集中度逐步提高，在 2025 年 CR10 达到 44%。2026 年 3 月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》中也提出“推动钢铁等产业结构调整……促进市场化兼并重组，推动落后低效产能有序退出”，我们预计“十五五”期间产业集中度提升仍然是钢铁行业优化升级的主线之一，行业供给格局有望继续改善。

表 1：推进行业集中度提升相关政策持续出台

时间	文件	主要内容
2013.1	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	通过完善财税金融等配套政策 推进企业兼并重组、引导非公有制企业参与以培育优势企业、提高产业集中度 ，并科学规划优化产业空间布局，引导产能合理转移置换，构建分工合理的区域产业发展格局。
2016.11	《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》	提出按市场化运作、企业主体、政府引导的原则，结合化解过剩产能与区域布局调整，推动钢铁企业跨行业、跨地区、跨所有制兼并重组，培育世界级超大型集团与专业化骨干企业， 支持区域内优势企业重组以改变行业“小散乱”局面、提高区域产业集中度 。
2022.1	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	坚持总量控制，优化产能调控政策，深化要素配置改革，严格实施产能置换，严禁新增钢铁产能，扶优汰劣， 鼓励跨区域、跨所有制兼并重组，提高产业集中度 。
2023.8	《钢铁行业稳增长工作方案》	实施龙头企业培育行动，通过鼓励行业龙头与细分领域专业化企业开展跨区域、跨所有制兼并重组，配套产能置换政策与金融服务支持，以改变钢铁产业“小散乱”局面、 优化产能布局并提高产业集中度 。
2025.2	《钢铁行业规范条件	将“高效化”作为评价引领型规范企业的依据之一，提出持续提升生产经营管理水

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	(2025 年版)》	平，提高发展质量和效益，提升全要素生产率； 积极开展兼并重组，促进行业集中度提升，优化产业布局和组织结构 ；加强对外交流与合作，提高国际化发展水平等要求。
--	------------	--

数据来源：中国政府网，东方证券研究所

当前对钢铁行业供给侧的政策已逐步转向产量调控与产业优化并重阶段，以低碳环保为导向优化供给侧产能或成趋势。2021 年前后，为实现 2030 年“碳达峰”和 2060 年“碳中和”的目标，中国开始以低碳环保为导向实施粗钢产量“平控”政策，一系列推动行业节能减排、优化产能质量的政策逐步落地。2019 年生态环境部等五部委联合印发了《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，对钢铁行业全流程超低排放改造做出了明确要求，20 年《钢铁行业产能置换实施办法》修订，并在 25 年发布新版征求意见稿，以大气污染防治重点区域作为重心，在化解过剩产能目标的基础上，进一步推动了产业布局调整、兼并重组、技术装备水平提升、节能减排等方面的产业优化升级转型成果。在降低行业总体能耗排放、实现“碳达峰”和“碳中和”的目标引领下，我们认为，以**绿色低碳环保为导向来优化钢铁产能或是未来供给端减量发展的总体趋势。**

表 2：以绿色低碳环保为导向优化供给侧产能或成趋势

时间	政策提出	内容
2020.12.28	2021 年全国工业和信息化工作会议	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， 坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。
2019.4	《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》（环大气〔2019〕35 号文）	提出全国新建（含搬迁）钢铁项目原则上达到超低排放水平，推动现有钢铁企业超低排放改造，到 2020 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造，有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作； 到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成，全国力争 80% 以上产能完成改造。
2021.1.26	国新办新闻发布会，工信部发言	从四方面促进钢铁产量压减：一、 严禁新增钢铁产能 ，对确有必要建设的钢铁冶炼项目需要严格执行产能置换的政策；二、完善相关的政策措施，研究制定新的产能置换办法和项目备案的指导意见；三、推进钢铁行业兼并重组；四、 坚决压缩钢铁产量。
2022.1	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》（工信部联原〔2022〕6 号）	力争到 2025 年，钢铁工业基本形成布局结构合理、资源供应稳定、技术装备先进、质量品牌突出、智能化水平高、全球竞争力强、绿色低碳可持续的高质量发展格局。
2024.4.3	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、国家统计局公布消息	2024 年，国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、国家统计局会同有关方面 将继续开展全国粗钢产量调控工作 ，坚持以节能降碳为重点，区分情况、有保有压、分类指导、扶优汰劣，推动钢铁产业结构调整优化，促进钢铁行业高质量发展。
2024.5	《2024—2025 年节能降碳行动方案》（国发〔2024〕12 号）	2024 年继续实施粗钢产量调控；严控低附加值基础原材料产品出口；到 2025 年底，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%，废钢利用量达到 3 亿吨。
2024.6	《钢铁行业节能降碳专项行动计划》（发改环资〔2024〕730 号）	2024 年继续实施粗钢产量调控。到 2025 年底，钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%；废钢利用量达到 3 亿吨，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%。
2025.3	《钢铁行业规范条件（2025 年版）》	为加快推动钢铁行业转型升级，促进行业高质量发展，细化符合行业高质量发展系列指标，建立分级分类管理体系，对钢铁企业实施“规范企业”和“引领型规范企业”两级评价，促进要素资源向优

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

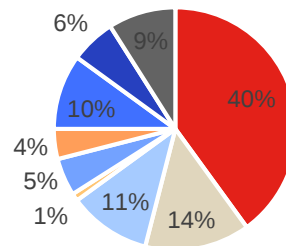
		势企业集聚，加快提升行业整体发展水平。
2026.5	《钢铁行业产能置换实施办法》	重点区域 严禁新增钢铁产能总量 ，全国炼铁、炼钢产能置换比例均不低于 1.5:1，兼并重组置换比例提高至不低于 1.25:1，逐步取消不同企业间产能置换。

数据来源：中国政府网、国家发改委公众号，中国冶金报等公开资料整理，东方证券研究所

新一轮节能降碳文件密集发布，未来或有更多以企业环保指标为导向的减量政策落地，钢铁供给端格局有望迎来改善。2026 年政府工作报告中提出，今年发展主要预期目标是单位国内生产总值二氧化碳排放降低 3.8%左右。26 年 4 月，《关于更高水平更高质量做好节能降碳工作的意见》及《碳达峰碳中和综合评价考核办法》发布，推动总体节能降碳工作从“政策要求”升级为“刚性约束”。钢铁行业碳排放量占全国总量约 15%，是制造业 31 个门类中碳排放量最大的行业，在制造业整体对双碳领域工作重视程度加强的趋势下，我们认为未来或有更多以企业环保指标为导向的行业政策落地，从而指导行业供给侧减量发展。26 年 4 月工信部正式公示符合《钢铁行业规范条件（2025 年版）》的第一批企业，首次采用“规范企业+引领型规范企业”两级分类，预计引领型规范企业将在产能置换、金融与信贷支持、财政专项资金以及生产保障、市场与品牌准入及兼并重组与行业整合等 6 个维度享有更优越的政策支持。我们认为在环保目标明确树立，且存在环保成本差异压缩合规企业利润的情况下，未来或有更多以环保指标为导向的供给端减量政策落地，从而推动行业整体供需回归平衡，稳定企业利润。

图 17：钢铁行业碳排放量占比约 15%

■ 电力 ■ 钢铁 ■ 水泥 ■ 铝冶炼 ■ 石化化工 ■ 煤化工 ■ 交通 ■ 建筑 ■ 其他



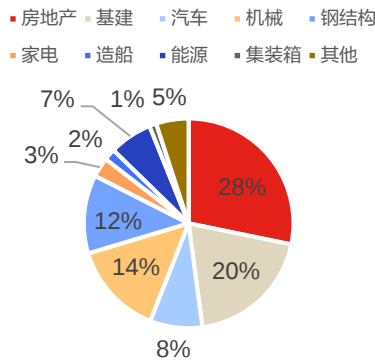
数据来源：能源管理审计碳资产管理赋能社公众号，东方证券研究所

注：图中数据截止 2025 年。

2.2 需求侧：消费结构持续优化，细分领域存增长亮点

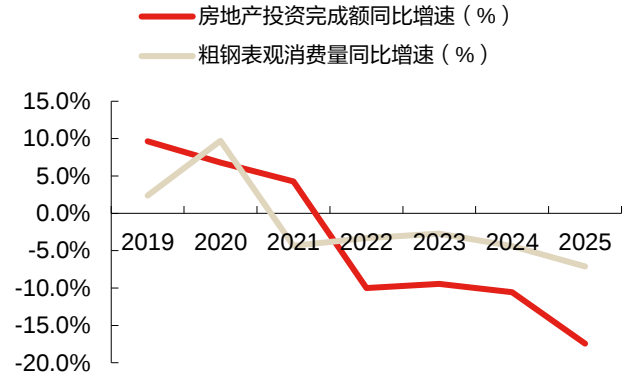
房地产行业是粗钢下游耗用占比最大的行业，近年来国内粗钢需求量随房地产投资完成额下行明显，建筑用钢螺纹钢价格下跌显著。根据 Mysteel 数据统计，2024 年粗钢耗用量排名第一的是房地产业，占比约 28%。但自 2022 年起，随着国内房地产开发投资完成额的下降，粗钢表观消费量也逐年下降，2025 年房地产开发投资完成额同比下降 17.4%，粗钢表观消费量同比下降 7.1%。在下游需求难以支撑的情况下，以典型建筑用钢螺纹钢为例，截止 2026 年 4 月，螺纹钢月平均价格较高点 2021 年 10 月已经下跌超过 40%。

图 18：房地产行业是粗钢下游耗用占比最大的行业



数据来源：Mysteel，东方证券研究所
注：图中数据截止 2024 年。

图 19：国内粗钢需求量随房地产投资完成额下行明显



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

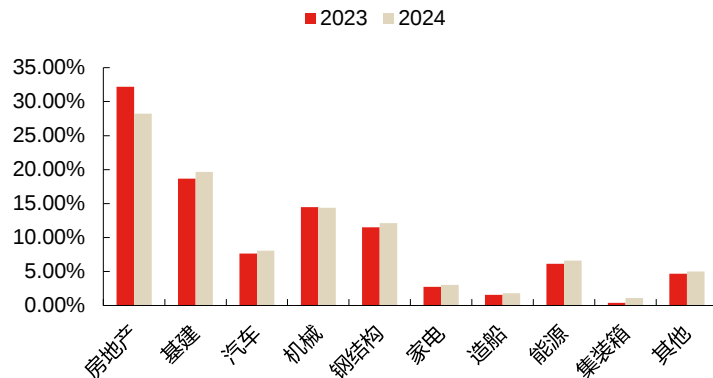
图 20：在下游需求难以支撑的情况下，螺纹钢价格下跌显著



数据来源：Mysteel，东方证券研究所
注：螺纹钢价格数据截止 2026 年 4 月

但放眼我国用钢前景并不悲观，制造业用钢多领域需求仍在持续增长，钢铁消费结构整体有望持续优化。根据 Mysteel 数据，2023-2024 年，钢铁下游消费结构中，基建、汽车、钢结构、造船等制造业领域需求占比均有所提升，而房地产领域需求占比则下滑。根据中钢协数据统计，建筑业用钢占比由 20 年的 58% 下降至 25 年的 49%，制造业用钢占比则升至 51%，超越建筑业用钢占比。我们认为，随着我国产业结构持续优化，汽车、造船等制造业领域有望持续向好发展，从而逐渐带领钢铁行业走出因房地产行业景气度下行受到的影响，钢铁消费结构整体有望继续优化。在供给侧减量政策仍存预期、下游需求侧结构持续优化的预期下，钢铁行业或将迎来趋势改善。

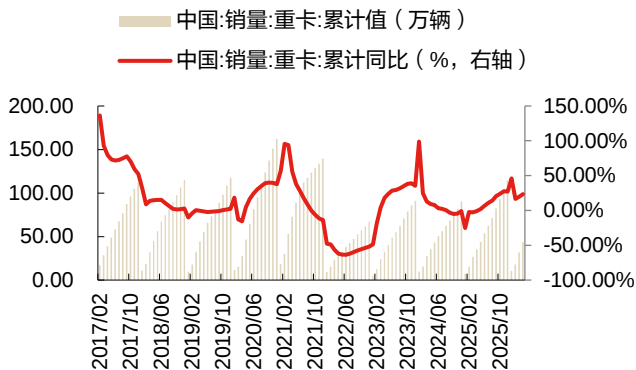
图 21：基建、汽车、钢结构、造船等制造业领域钢材需求占比均有所提升



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

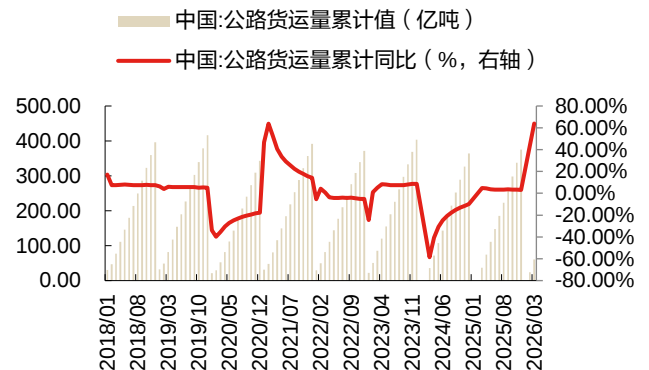
细分需求领域来看，国内汽车产销量仍处于上升阶段，重卡景气度持续维持高位，有望带动细分领域用钢需求量攀升。根据中国汽车工业协会的数据统计，我国汽车产销量处于上升阶段，截止 2025 年我国汽车产量为 3449 万辆，销量为 3435 万辆，分别同比上升 10.3%和 9.3%。2026 年商务部等 8 部门办公厅印发《2026 年汽车以旧换新补贴实施细则》，26 年汽车以旧换新将延续报废补贴和置换补贴两种方式，从而有望从政策端继续支持汽车行业需求增长。而在汽车领域中，重卡景气度近两年维持高位。截止 26 年 3 月，国内重卡销量累计为 31.79 万辆，累计同比增长接近 20%，而国内公路货运量 25 年来增长显著，根据国家统计局数据，截止 26 年 3 月国内公路货运量累计同比增长约 64%，国内对重卡需求有望持续，或带动细分领域用钢需求量继续增长。

图 22：近年来重卡景气度维持高位（单位：万辆）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：公路货运量需求有望持续推动重卡景气度



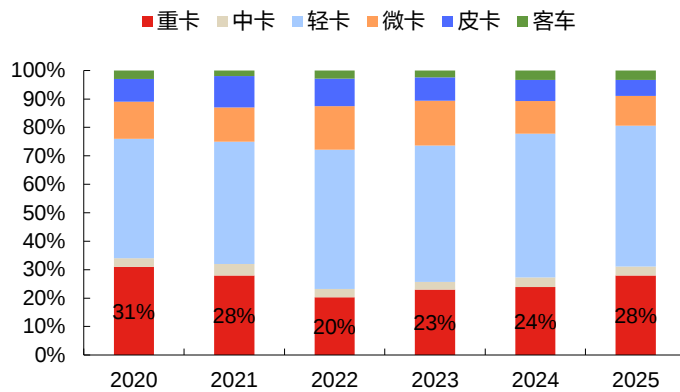
数据来源：Wind，国家统计局，东方证券研究所

三、逆周期竞争力：内生降本潜力深厚，外延资产注入确定性高

3.1 产品优势：聚焦弹簧扁钢细分赛道，高景气度维护业绩韧性

弹簧扁钢是汽车结构中的传统组成部分，重卡高景气度推升弹簧扁钢需求量。弹簧扁钢是指具有良好弹性形变能力的扁钢，通常作为汽车板簧的主要原材料，而汽车板簧是汽车悬架系统中最传统的弹性元件，起到缓冲路面对车轮冲击的减振作用，具有可靠性好、结构简单、制造工艺流程短等优点。2025 年在商用车市场结构中，在其他车型占比下降的情况下，重卡市场占比较 24 年同比提升 4.1PCT，重卡高景气度成为提升弹簧扁钢需求的重要推动力。

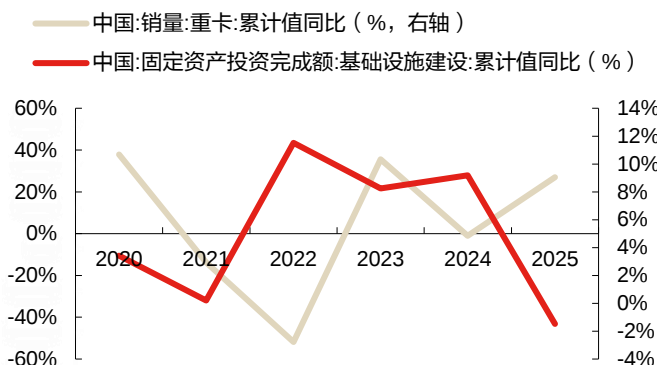
图 24：2025 年重卡高景气度延续，市场占比同比提升 4.1PCT



数据来源：电车人公众号，东方证券研究所

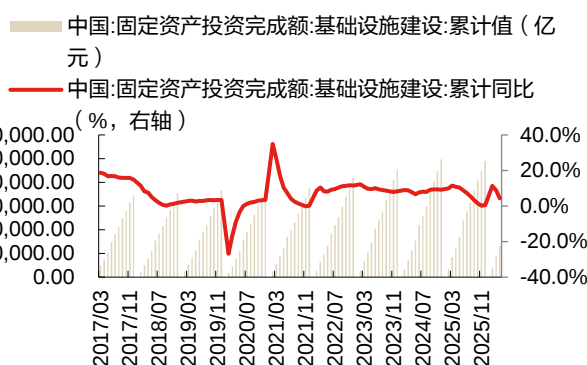
重卡需求量与基建相关性较大，在国内基建投资维持韧性的背景下，国内重卡需求有望保持增长。回顾 2020-2025 年，国内重卡销量与国内基建固定资产投资完成额具有相关性，国内重卡销量同比增速波动滞后于基建投资完成额的同比增速约 1 年，可见国内基建需求或可拉动重卡的需求量。截止 2026 年 3 月，国内基建固定资产投资完成额累计值同比增长约 8.9%，4 月国新办“十五五”系列主题新闻发布会时也提出，今年将统筹 2.55 万亿元资金规模，明确人工智能+基建、城市更新、国家水网、新型能源体系等基建投资核心赛道。在国内基建投资维持韧性的背景下，基础建设或将为重卡需求托底，重卡景气度有望持续。

图 25：重卡销量同比增速波动滞后于基建投资完成额约 1 年



数据来源：Wind，东方证券研究所

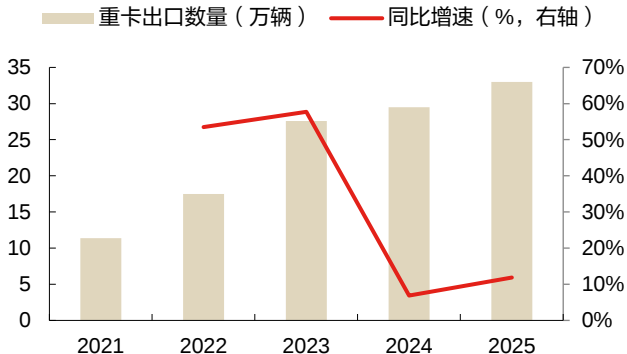
图 26：国内基建投资维持韧性背景下，重卡景气度有望持续



数据来源：Wind，东方证券研究所

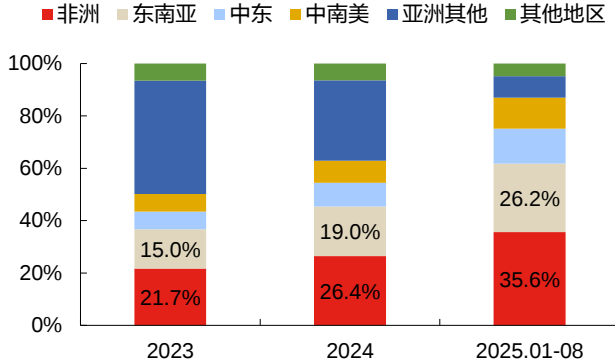
重卡出口量持续攀升，出口核心区域以非洲、东南亚为主。近年来重卡出口景气度高增，2025 年重卡出口量达到 33 万吨，同比增长约 12%，21-25 年以来重卡出口量年复合增长率超过 30%。从重卡出口主要目的地来看，核心区域以非洲、东南亚为主。截止 25 年 8 月，国内出口非洲的重卡占比达到 35.6%，较 24 年底的占比增长 9.2PCT，出口东南亚的重卡占比达到 26.2%，较 24 年底的占比增长 7.2PCT。

图 27：近年来重卡出口景气度高增



数据来源：汽车总站网，东方证券研究所

图 28：重卡出口核心区域以非洲、东南亚为主（单位：%）



数据来源：KERUI 智库，东方证券研究所

受益于矿产资源涨价周期及非洲、东南亚等地基建持续投入，重卡出口景气度有望中期继续维持。非洲成矿地质条件优越，因而具有丰富的矿产资源，矿产种类齐全、储量巨大，在全球矿业供应链中扮演着关键角色，而矿业开发为重卡行业的重要应用场景之一。在目前全球流动性较为宽松、且地缘冲突摩擦频发使得关键矿产资源重要性愈发提升的背景下，矿产商品价格进入涨价周期，有望带动非洲地区重卡需求进入新一轮上行通道。此外，非洲、东南亚等新兴经济体仍处于基建投入保持较高增速的发展时期，当地基建的持续投入有望在中期维持国内重卡出口景气度。

表 3：非洲拥有丰富的矿产资源，在全球矿业供应链中扮演关键角色

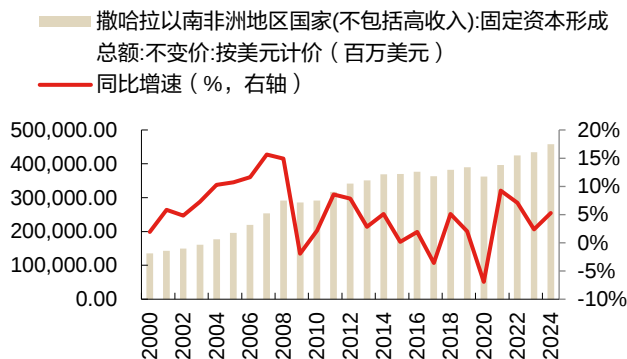
矿种	储量全球占比/%	资源量全球占比/%
石油	7.2	—
天然气	7.5	—
铀	21	19.72

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

铁（矿石）	11.2	15.26
锰（金属）	41.76	68.51
铬铁矿（矿石）	45.61	58.76
钛（TiO ₂ ）	80.85	32
钒	15.91	16
铜	6.72	9.46
镍	7.4	13.5
钴	57.22	55
金	16.96	20
铝土矿（矿石）	33.6	33.60~45.82
铂族金属	93.04	75
金刚石	70.45	60.41
石墨	14.86	—
锆	52	40
钽	—	42.33
铌	—	3.51
铷	80	—
磷（矿石）	83.9	—

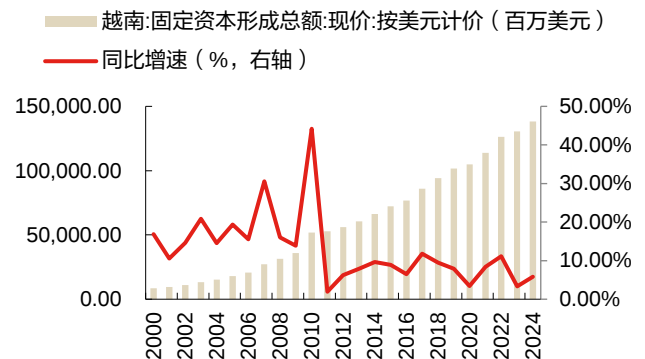
数据来源：中贸领航，东方证券研究所

图 29：非洲作为新兴经济体基建投资正保持韧性



数据来源：Wind，东方证券研究所

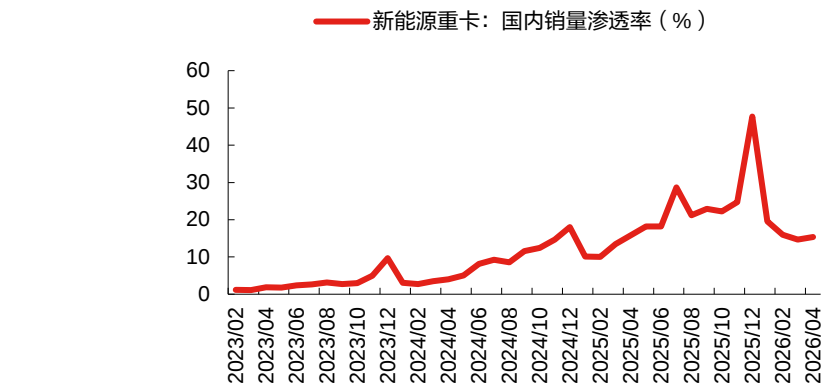
图 30：越南等东南亚国家作为新兴经济体基建投资保持韧性



数据来源：Wind，东方证券研究所

国内以旧换新政策有望继续推升重卡更新需求。2026 年国内以旧换新政策延续，同时政策传递明确的绿色转型信号，国四及以下排放标准的重卡正加速淘汰，政策通过扩大补贴范围、提高补贴标准，鼓励车主报废老旧重卡并更新为低排放或新能源货车。根据科瑞统计数据，截至 2025 年 11 月国四及以下营运重卡为 79.3 万辆，25 年前 11 个月累计报废 39.7 万辆，在“两新”政策支持及严格的路权与排放监管措施推动下，预计 2026 年国四及以下营运重卡报废更新需求仍在 40 万辆以上规模。截止 2025 年 12 月，新能源重卡销量渗透率达到历史峰值的 47.68%，预计在 26 年国补陆续落地后，国家政策对新能源车的精准扶持或将加速提高新能源重卡的市场渗透率，继续推升重卡更新需求。

图 31：26 年国补对新能源车的精准扶持有望继续推升新能源重卡的销量渗透率

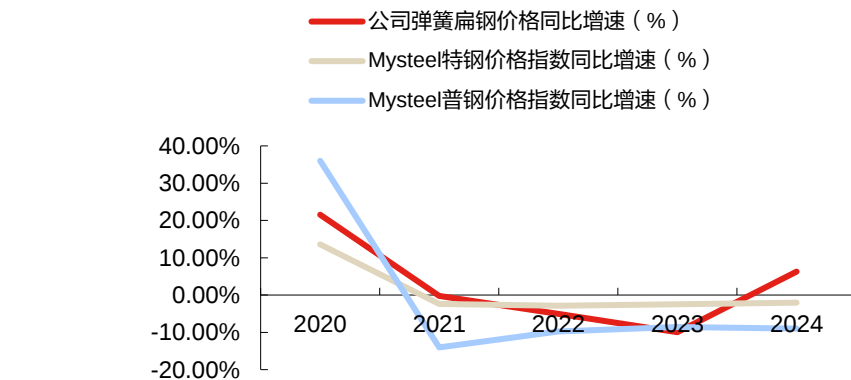


数据来源：Mysteel，东方证券研究所

注：数值为销量渗透率的当月值

聚焦细分弹簧扁钢领域，避免同质化竞争，实现逆势业绩增长。公司贯彻差异化经营战略，深耕钢材细分市场，拥有 100 万吨/年的弹簧扁钢和 25 万吨/年汽车板簧的生产能力，且弹簧扁钢国内市占率达到 45%以上，汽车板簧国内市占率为 20%以上，两类产品的市占率均为国内第一。同时，公司的弹簧扁钢及汽车板簧系列产品具有品牌优势，拥有“长力”、“红岩”、“春鹰”三大知名品牌，被中国质量管理协会用户委员会、中国汽车工业协会市场贸易委员会列为全国首批“推荐商品”。公司聚焦细分市场，避免钢铁企业的同质化竞争，在重卡景气度高增的背景下，公司的弹簧扁钢售价实现同比增长。根据 Mysteel 数据统计，在 25 年特钢价格指数与普钢价格指数分别同比下降 2.01%和 8.98%的情况下，25 年公司弹簧扁钢售价约为 3437.4 元/吨，同比 24 年增长 6.25%，助力公司实现业绩逆势增长。

图 32：公司弹簧扁钢售价在 25 年实现同比逆势增长



数据来源：Mysteel，公司公告，东方证券研究所

参与弹簧扁钢行业标准制定，承担产业升级龙头企业责任。公司作为国内弹簧扁钢和汽车板簧精品生产基地，长期致力于高品质弹簧钢研发与生产，并参与国家标准的制定。作为汽车零部件的重要物件之一，汽车钢板弹簧及圆簧制造用弹簧钢技术、质量水平直接影响汽车性能改进、功能完善和寿命的延长，生产、使用高性能、高质量的弹簧钢已成为冶金与汽车行业的共识。而 2008 年起执行的《弹簧钢》（GB/T 1222-2007）标准系非汽车用弹簧钢专属标准，其规定的钢种范围涵盖全部工业弹性元件用钢，标准技术条件设置比较宽泛，质量指标难以满足汽车钢板弹簧制造

业技术要求。因此，2013年公司提议制定专业化汽车用弹簧钢标准并获得标准制定权，2017年9月1日起执行的《汽车悬架系统用弹簧钢 第1部分：热轧扁钢》（GB/T 33164.1-2016）国家标准由公司与冶金工业信息标准研究院等共同起草、编制，该标准的技术指标相当于或严于国外先进国家标准的规定，达到国际先进水平。2025年，公司作为骨干成员深度参与新修订的GB/T 1222-2025《弹簧钢》国家标准，该标准整合了原有的弹簧钢及汽车悬架系统用弹簧钢三项标准，解决了标准交叉重叠、技术指标不统一等问题。新标准积极吸纳新工艺、新技术成果，加快科技创新向标准转化，对规范市场秩序、引导产业结构优化升级具有重要意义，公司通过参与制定国家标准，积极承担引领弹簧钢产业升级与技术创新的龙头企业责任。

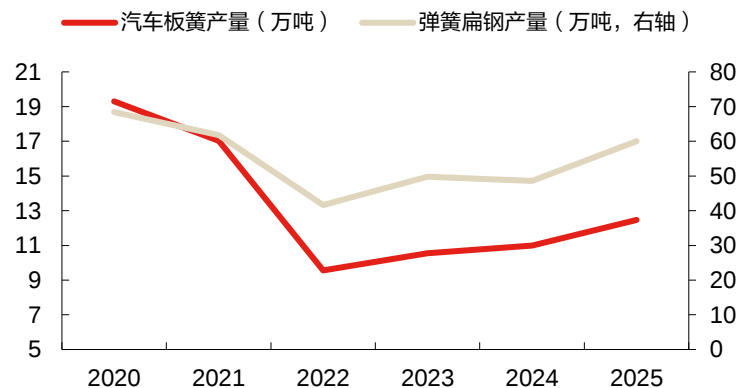
表 4：公司持续参与弹簧扁钢相关国家标准制定

生效时间	国家标准	重点突破
2017年9月1日	《汽车悬架系统用弹簧钢 第1部分：热轧扁钢》（GB/T 33164.1-2016）	以前执行的《弹簧钢》（GB/T 1222-2007）标准系非汽车用弹簧钢专属标准，标准技术条件设置比较宽泛，质量指标难以满足汽车钢板弹簧制造业技术要求。新标准的技术指标相当于或严于国外先进国家标准的规定，达到国际先进水平。
2026年5月1日	《弹簧钢》（GB/T 1222-2025）	对原有的GB/T 1222-2016《弹簧钢》及GB/T 33164.1-2016《汽车悬架系统用弹簧钢 第1部分：热轧扁钢》、GB/T 33164.2-2016《汽车悬架系统用弹簧钢 第2部分：热轧圆钢和盘条》三项标准进行整合修订，旨在解决原有标准间存在的交叉重叠、技术指标不统一等问题。

数据来源：中国冶金报社，方大特钢公众号等，东方证券研究所

由材料制造商转向产品提供商，拓展产业链提升附加值。公司在提供材料的同时向下拓展产业链，销售以弹簧扁钢为主要材料的产成品汽车板簧，近年来汽车板簧产销量维持稳定，22年以来年产量维持在10万吨左右。此外，公司依托深耕弹簧扁钢行业的研发与生产优势，与宁德时代签署战略合作协议，在新能源汽车关键部件领域紧密合作，双方将围绕各自产业发展、产业布局情况和应用优势，充分发挥宁德时代在新能源科技的创新技术和应用解决方案能力，结合公司在汽车用钢领域的研发、生产及其在行业中的优势，联合开发高性能钢板弹簧、稳定杆等新能源汽车底盘关键部件，双方已合作完成5个钢板弹簧产品的开发、2个稳定杆产品的开发，并新增2项新能源钢板弹簧产品合作项目，双方在光伏发电等领域也在积极开展合作，谋求新发展方向。公司与宁德时代的合作使得公司从单一的材料制造商，转向结合下游市场需求的产品供应商，为新能源汽车轻量化、高安全、长续航的发展趋势提供解决方案。

图 33：公司在生产弹簧扁钢同时向下拓展产业链，22年以来汽车板簧产量维持10万吨左右



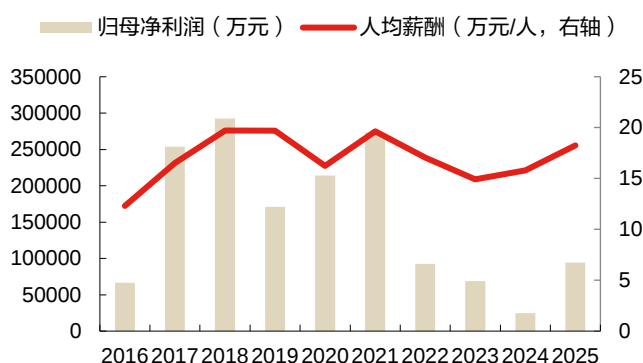
数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.2 内生优势：深耕降本管控能力，原料成本行业前列

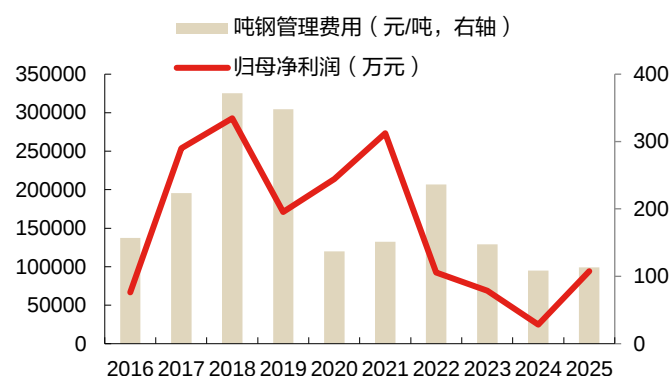
员工薪酬与公司盈利正相关，激发员工主观能动性提升经营效率。根据公司年报披露，公司制定了战略导向、公平公正、多元有效、激励到位的薪酬体系及激励机制，中高层管理人员短期激励和中长期激励相结合模式，以结果、贡献为导向，实现个人绩效与团队绩效、企业经营目标密切相关。员工薪酬实行岗位绩效工资制，遵循“效益、市场、贡献”原则，建立以企业效益为核心，以市场为导向，员工薪酬与利润、成本等组织指标挂钩，与岗位、价值贡献等个人绩效挂钩，落实以岗定级、以级定薪、人岗匹配、易岗易薪的分配理念，收入向一线倾斜、向苦脏累的岗位倾斜、向关键岗位倾斜。回溯公司利润情况与员工薪酬，员工的人均薪酬与公司归母净利润变动呈现相对正相关趋势，从钢材生产上来看公司的吨钢管理费用与归母净利润变动也呈现正相关趋势，说明公司将实际的钢材生产经营效率与员工薪酬绑定，通过切实的薪资变动激发员工主观能动性，从而转化为公司的经营效率及盈利的提升，实现人力成本与业务盈利的正循环。

图 34：员工人均薪酬与公司归母净利润变动呈现正相关



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

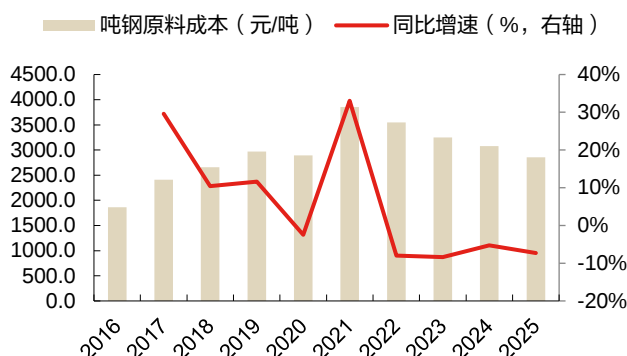
图 35：吨钢管理费用与公司归母净利润绑定弹性大



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

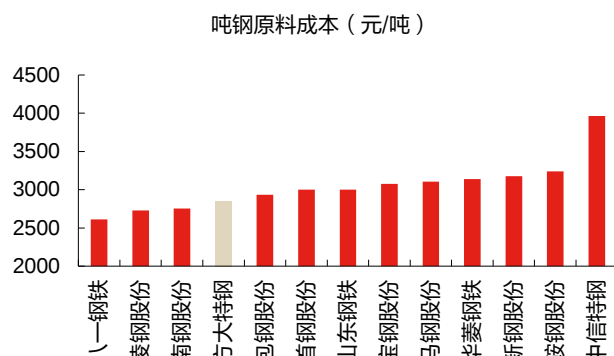
优化工序叠加采购压降，原料成本管控能力行业前列。公司同时从工艺端与采购端发力，持续压降钢材制造中的原料成本，实现降本增效挖潜。从工序优化角度，长期以来传统配煤模式高度依赖技术人员现场经验，应对煤质波动等生产变量时效率不足，是制约炼焦工序提质降本的行业痛点。公司与华为强强联合，充分发挥在炼焦生产领域积累的多年实操数据与经验优势，深度融合华为先进的智能算法技术，打造出适配企业生产实际的智能化配煤系统，通过煤种精准筛选与掺配比例智能优化，公司平均吨煤实现节约成本不低于 1.5 元，并提升焦炭质量稳定性。从原料采购角度，公司原料采购部门锚定保供稳产目标，从规范采购管理、精细成本管控、拓展优质资源三方面发力，持续筑牢采购成本优势，原料采购部门与技术、生产等管理部门的密切配合，坚持“先算后采、效益优先”的方式，对 20 余处新增资源开展性价比综合测算，择优引入优质供应商及资源渠道，推动降本模式从单一采购降本，向技术协同、系统降本转型。截止 26 年 4 月，公司累计实现原燃料采购降费 1320 余万元。在精准原料成本管控模式下，公司自 22 年起实现吨钢原料成本持续压降，2025 年公司吨钢原料成本约为 2853 元/吨，同比下降 7.27%，在行业可比公司中位居前列，远低于可比公司平均 3045 元/吨的原料成本，使得公司在行业整体步入低迷期时仍然能够通过发挥成本优势获得相对增益。

图 36：自 22 年起公司吨钢原料成本实现持续压降



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

图 37：公司吨钢原料成本在行业可比公司中位居前列

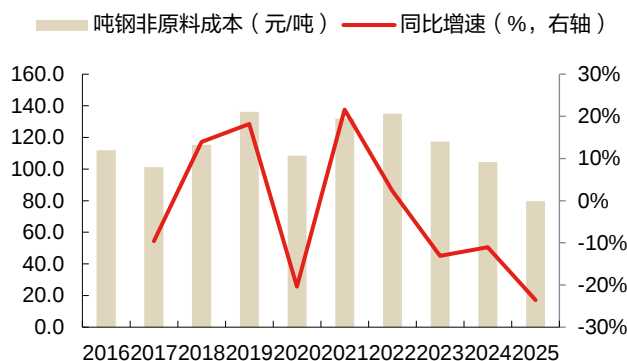


数据来源：各大公司公告，东方证券研究所

注：各大公司数据为截止 2025 年年报。

原料部分外，公司致力于全流程系统性降本。公司坚持创新驱动与费用管控并行，实现除原料成本外全流程的系统性降本。根据公司炼铁厂主管工程师王毅的《方大特钢烧结自动化数智化改进的探索与应用》报告，24-25 年公司通过对烧结机主抽风机的扩容改造和优化生石灰消化工艺，使得烧结有效利用系数从 2024 年的 $1.66t/(m^2 \cdot h)$ 提升至 2025 年的 $1.74t/(m^2 \cdot h)$ ，增幅达 $0.08t/(m^2 \cdot h)$ ，在有效提升烧结机的运行效率同时，增强了烧结过程的稳定性，从工序角度实现制造费用的降本。从吨钢非原料成本来看，23 年后公司实现吨钢非原料成本的持续压降，25 年公司吨钢非原料成本为 79.8 元/吨，同比下降 23.57%。此外，公司深化“小改小革”创新实践，炼铁厂《除尘点改造及操作流程优化，提升烧结环冷机余热回收量》项目，通过设备升级与流程优化，既降低外购电依赖、提升自发电量，又减少污染物排放，月创效 20.60 万元，《弹扁线倍尺飞剪系统控制软件程序技术攻关》项目实现控制程序自主研发，节省外委费用 32 万元等。

图 38：自 23 年起公司吨钢非原料成本也实现逐年下降



数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

3.3 外延潜力：优质资产有望实现注入，规模优势或加速显现

方大集团内部钢铁板块产能合计近 2000 万吨。方大集团内部钢铁板块运营主体主要为方大钢铁的主要下属子公司，包括上市公司方大特钢、萍钢股份以及达州钢铁。其中萍钢股份拥有粗钢产能 1100 万吨，钢产量居江西省钢铁企业之首，涵盖中厚板、螺纹钢筋、高速线材、小型材等多系

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

列多规格产品；达州钢铁具备年产 300 万吨钢、350 万吨钢材、10 万吨优质钒产品、210 万吨机焦、20 万吨煤化工产品、50 万吨甲醇、20 万吨二甲醚的综合生产能力，集炼焦化工、烧结炼铁、炼钢、高速线材、全连轧棒材及机械加工、物流贸易为一体，是我国西部地区重要的优质高强度抗震钢材生产基地。方大集团的钢铁板块运营主体上市公司方大特钢、萍钢股份以及达州钢铁，产能合计近 2000 万吨。

表 5：方大特钢产能约 310 万吨

生产流程	主要生产设备
焦化	60 孔、63 孔焦炉各一座
烧结和球团	130m ² 、245m ² 烧结机各一台
炼铁	510m ³ 高炉一座、1050m ³ 高炉两座
炼钢	65 吨转炉两座、80 吨转炉一座
轧钢	棒材轧机、高线轧机、弹扁轧机、优特钢轧机各一条
产能	20 万吨汽车板簧产能、75 万吨弹簧扁钢产能、215 万吨螺纹钢产能

数据来源：《辽宁方大集团实业有限公司 2025 年度第一期短期融资券募集说明书》，东方证券研究所

注：产能数据截止 2025 年 3 月末。

表 6：萍钢股份产能约 1100 万吨

生产流程	主要生产设备
焦化	无
烧结和球团	烧结机 90m ² 两台、108m ² 一台、180m ² 三台、238m ² 一台
炼铁	420m ³ 高炉一座、422m ³ 高炉一座、450m ³ 高炉五座、1080m ³ 高炉两座、1780m ³ 高炉两座
炼钢	35 吨转炉三座、60 吨转炉五座、120 吨转炉两座
轧钢	高棒轧机三条、高线轧机四条、中厚板轧机一条、普棒轧机一条
产能	1100 万吨

数据来源：《辽宁方大集团实业有限公司 2025 年度第一期短期融资券募集说明书》，东方证券研究所

表 7：达州钢铁产能约 300 万吨

生产流程	主要生产设备
焦化	50 孔顶装焦炉两座(新区)，55 孔捣固焦炉两座(老区)
烧结和球团	球团焙烧带式机一台，230 m ² 烧结机两台
炼铁	1,340m ³ 高炉两座
炼钢	100 吨转炉两座，100 吨提钒装置两座
轧钢	全连续棒材、双高棒、双高速线材各一条
产能	300 万吨

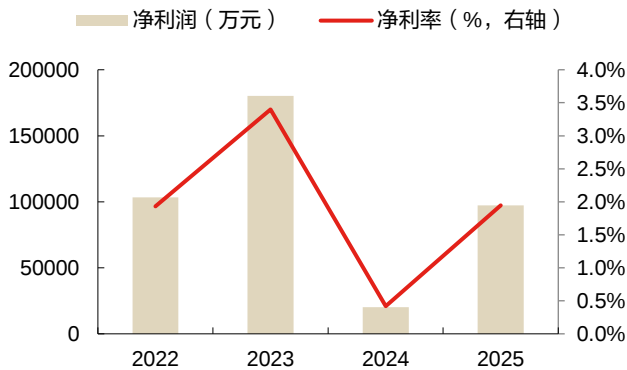
数据来源：《辽宁方大集团实业有限公司 2025 年度第一期短期融资券募集说明书》，东方证券研究所

萍钢股份及达州钢铁注入上市公司进程不断推进，达州钢铁已于 25 年 4 月实现搬迁，资产注入有望加速实现。在 2012 年、2020 年萍钢股份和达州钢铁分别加入方大集团体系后，控股股东方大钢铁承诺满足相应条件后，将萍钢股份与达州钢铁注入上市公司以解决同业竞争问题。萍钢股份自 22-25 年已实现归母净利润的盈利，注入上市公司的进程不断推进。达州钢铁于 20 年 6 月启动搬迁转型发展项目，实现 1000 万吨优质钢材产能的钢铁基地布局。25 年 4 月，达州钢铁在四川省达州市东部经济开发区麻柳镇举行新厂区揭牌仪式，历时两年多，投资 150 亿元的达钢搬迁

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

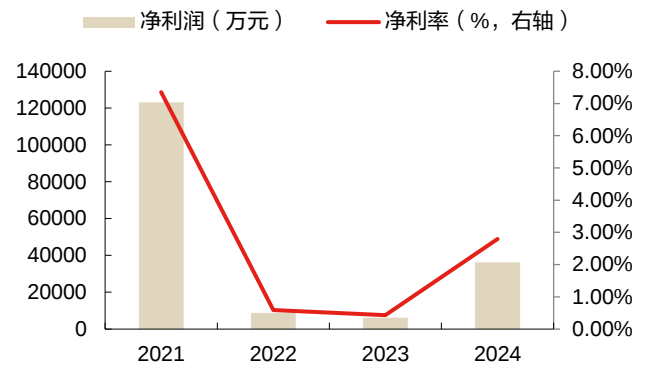
项目正式完成。达州钢铁搬迁后效益实现了持续提升，根据达州钢铁的《2025 年工作报告》指出，公司铁、钢、材产量及各项核心工艺技术指标全面达到预期目标，新厂区投产仅三个月便实现全流程快速达产，炼铁、炼钢、轧钢等主体工序的达产速度均创下国内同类型装备的最快纪录，2025 年达州钢铁吨材利润行业排名跃升至第 16 位，核心盈利能力提升。随着搬迁项目逐步落地，达州钢铁注入上市公司的进程不断推进，资产注入有望加速实现。

图 39：萍钢股份已实现连续两个会计季度盈利的条件



数据来源：公司公告，东方证券研究所

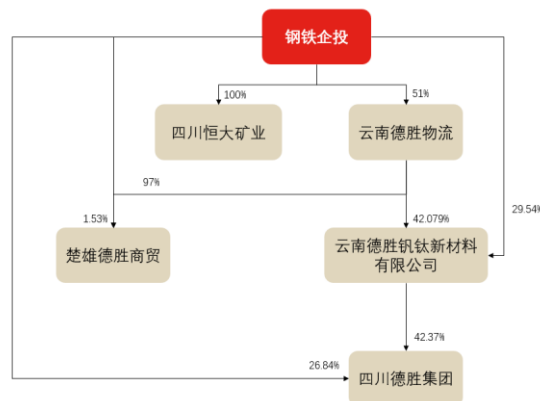
图 40：达州钢铁经营效益逐步提升



数据来源：公司公告，东方证券研究所

方大集团继续开展钢铁产能收购，26 年 4 月控股四川德胜集团核心资产，后续承诺注入上市公司。22 年方大集团旗下企业发起设立的并购基金南昌沪旭出资 85 亿元、方大钢铁出资 5 亿元成立了江西方大钢铁集团企业投资有限公司（以下简称“钢铁企投”）。26 年 4 月钢铁企投以 24.5 亿元现金出资，实现对云南德胜物流有限公司、云南德胜钒钛新材料有限公司、四川德胜集团钒钛有限公司、四川恒大矿业有限公司的控股。四川德胜集团是全球五大产钒企业之一，组成了从矿山开采、煤化工、现代物流、提钒冶炼、高强度含钒抗震钢筋生产到选钒及钒钛深加工的资源综合利用循环经济完整产业链。目前控股公司钢铁产能达到 600 万吨，可年产钒产品达 2 万吨。交易完成后，四川德胜集团的核心业务与上市公司方大特钢形成同业竞争，南昌沪旭承诺将在股权收购后的 36 个月内，以符合法律、法规规定的方式，履行所需的程序后，将资产注入上市公司。四川德胜集团的核心资产并入方大系后，将持续拓展方大集团在钢铁板块的产能规模及钒等相关资源领域的优势，并有望在注入后持续提升上市公司方大特钢的盈利能力。

图 41：方大系通过旗下产业并购基金钢铁企投收购四川德胜核心资产



数据来源：公司公告，东方证券研究所

当前钢铁板块合计产能距离集团目标尚有差距，未来通过兼并收购上市公司产能有望持续提升。根据《辽宁方大集团实业有限公司 2025 年度第一期短期融资券募集说明书》，方大集团对于未来钢铁板块的发展战略与目标提出，坚持普特结合的产品路线，以创新为驱动，优化品种结构，实施精品战略，走“低成本、差异化、特色化”的发展道路，实现整体产能突破 3000 万吨，力争达到 5000 万吨的战略目标，整体产能规模进入行业前五名，保持吨钢利润率行业领先地位。当前集团钢铁板块各公司主体产能合计约为 2310 万吨，距离目标 5000 万吨仍有距离，预计未来集团仍然会通过兼并收购等方式扩大钢铁板块产能。为防止集团内部同业竞争问题的产生，预计未来集团会仿照承诺将萍钢股份、达州钢铁产能注入上市公司内部的先例，上市公司内部产能仍有望持续提升，公司有望发挥规模优势持续实现业绩增益。

表 8：当前集团钢铁板块产能总量距离目标 5000 万吨尚有差距

公司	钢铁产能
方大特钢	约 310 万吨
萍钢股份	1100 万吨
达州钢铁	300 万吨
四川德胜	600 万吨
合计	约 2310 万吨
集团目标	5000 万吨

数据来源：公司公告，《辽宁方大集团实业有限公司 2025 年度第一期短期融资券募集说明书》，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司的主要业务板块分为钢材生产与铁矿石资源销售，我们对公司 2026-2028 年盈利预测做如下假设：

- 1) 销量：在钢铁行业保持产能“平控”以及供给侧有减量政策落地的预期下，我们预计公司普钢产品销量不会大幅提升，在重卡景气度有望维持高位的情况下，我们预计公司高附加值的汽车板簧和弹簧扁钢产品销量有望小幅上行，预计公司 26-28 年汽车板簧销量为 11.3、12.0、13.0 万吨，弹簧扁钢销量为 60.0、62.0、63.0 万吨，优线销量为 95.0、95.0、95.0 万吨，螺纹钢销量为 250.0、250.0、250.0 万吨；公司自有铁矿资源，稳产状态下产能约为 30 万吨/年，预计公司 26-28 年铁精粉销量为 30.0、25.0、27.7 万吨。
- 2) 价格：在钢铁行业供给端有减量趋势、需求端结构持续优化的背景下，我们预计钢价有企稳回升的趋势，预计公司 26-28 年汽车板簧价格维持在 7210.4 元/吨，弹簧扁钢价格为 3609.3、3681.5、3681.5 元/吨，优线价格维持在 2824.6 元/吨，螺纹钢价格为 2695.2、2668.3、2668.3 元/吨；我们预计在铁矿石供给格局宽松的情况下，价格具有下行潜力，预计公司 26-28 年铁精粉价格为 831.7、815.0、798.7 元/吨。
- 3) 毛利率：我们认为在钢铁行业供需结构有望改善优化的情况下，钢铁板块毛利率或将企稳回升，我们预计 26-28 年汽车板簧毛利率为 13.87%、15.26%、16.64%，弹簧扁钢毛利率为 22.17%、24.45%、25.81%，优线毛利率为 7.43%、9.28%、10.19%，螺纹钢毛利率为 7.05%、7.99%、7.99%，铁精粉毛利率为 63.46%、64.01%、63.04%。
- 4) 费用率：我们预计公司的费用率将基本维持过去三年的水平，预计公司 26-28 年销售费用率为 0.20%、0.20%、0.20%，管理费用率为 2.72%、2.72%、2.72%，研发费用率为 0.45%、0.45%、0.45%。

盈利预测核心假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车板簧					
销售收入（百万元）	866.1	921.2	816.6	865.3	937.4
增长率	-1.4%	6.4%	-11.4%	6.0%	8.3%
毛利率	10.6%	12.9%	13.9%	15.3%	16.6%
弹簧扁钢					
销售收入（百万元）	1,575.9	2,042.5	2,165.6	2,282.5	2,319.3
增长率	-12.7%	29.6%	6.0%	5.4%	1.6%
毛利率	12.2%	17.7%	22.2%	24.4%	25.8%
优线					
销售收入（百万元）	3,056.3	2,806.4	2,683.4	2,683.4	2,683.4
增长率	-9.2%	-8.2%	-4.4%	0.0%	0.0%
毛利率	4.1%	6.5%	7.4%	9.3%	10.2%
螺纹钢					
销售收入（百万元）	8,397.7	7,376.6	6,738.0	6,670.6	6,670.6

增长率	-5.8%	-12.2%	-8.7%	-1.0%	0.0%
毛利率	1.3%	4.6%	7.0%	8.0%	8.0%
铁精粉					
销售收入（百万元）	336.4	309.0	249.5	203.8	220.9
增长率	126.7%	-8.1%	-19.3%	-18.3%	8.4%
毛利率	68.6%	65.3%	63.5%	64.0%	63.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	7,327.1	4,777.6	4,777.6	4,777.6	4,777.6
增长率	-35.7%	-34.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	3.9%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
合计	21,559.5	18,233.4	17,430.7	17,483.2	17,609.2
增长率	-18.7%	-15.4%	-4.4%	0.3%	0.7%
综合毛利率	4.8%	9.7%	11.4%	12.3%	12.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

我们预测 26-28 年公司每股收益为 0.48、0.55、0.58 元。根据可比公司 2026 年 PE 12X 估值，给予公司 5.76 元目标价。综上，首次覆盖给予公司买入评级。

表 9：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）					市盈率			
		2026/6/5	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
中信特钢	000708	13.57	1.17	1.29	1.39	1.47	11.55	10.52	9.80	9.23	
南钢股份	600282	4.96	0.47	0.50	0.55	0.60	10.66	9.97	9.03	8.21	
金岭矿业	000655	7.11	0.45	0.48	0.48	0.48	15.79	14.90	14.84	14.82	
宝钢股份	600019	5.74	0.48	0.55	0.62	0.67	12.08	10.48	9.33	8.51	
山东钢铁	600022	1.32	0.01	0.08	0.16	0.20	133.33	17.48	8.10	6.55	
	调整后平均						13.14	11.97	9.39	8.65	

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

全球宏观经济波动风险：若全球宏观经济恢复不及预期、或宏观形势对经济产生较大影响，则存在公司钢材产品需求不及预期，从而影响公司盈利水平的风险。

钢铁行业供给侧减量政策落地不及预期风险：若钢铁行业供给侧减量政策落地不及预期，则存在行业基本面持续供过于求状态，导致钢价持续下跌，从而影响公司盈利的风险。

钢铁行业下游重卡等制造业需求不及预期风险：若下游重卡等制造业对钢铁需求不及预期，则存在公司弹簧扁钢、汽车板簧产品售价及销量不及预期，从而影响公司盈利水平的风险。

公司资产注入进程不及预期风险：若萍钢股份、达州钢铁、四川德胜集团钢铁产能注入上市公司内部的进程不及预期，则存在公司业务成长性不及预期的风险。



附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,941	5,626	9,782	10,405	11,039	营业收入	21,560	18,233	17,431	17,483	17,609
应收票据、账款及款项融资	2,127	2,088	1,807	1,845	1,900	营业成本	20,526	16,474	15,451	15,327	15,356
预付账款	371	555	316	383	414	销售费用	30	37	35	36	36
存货	1,381	1,290	1,117	1,113	1,143	管理费用	471	496	474	475	479
其他	545	836	594	648	691	研发费用	104	83	79	79	80
流动资产合计	10,365	10,395	13,616	14,395	15,187	财务费用	(37)	(6)	(67)	(90)	(97)
长期股权投资	4,192	4,226	4,198	4,205	4,209	资产、信用减值损失	5	13	10	9	10
固定资产	2,967	3,231	75	110	131	公允价值变动收益	(117)	82	0	0	0
在建工程	75	49	223	328	391	投资净收益	31	76	36	36	36
无形资产	845	809	774	739	704	其他	27	(62)	(45)	(43)	(49)
其他	804	780	729	715	701	营业利润	403	1,234	1,439	1,640	1,733
非流动资产合计	8,883	9,095	5,999	6,097	6,135	营业外收入	88	38	53	60	50
资产总计	19,248	19,490	19,615	20,491	21,322	营业外支出	22	50	42	38	43
短期借款	252	114	296	220	210	利润总额	469	1,222	1,450	1,661	1,740
应付票据及应付账款	7,256	6,723	5,412	5,681	5,779	所得税	217	275	326	373	391
其他	1,406	1,473	1,455	1,409	1,443	净利润	252	948	1,125	1,288	1,349
流动负债合计	8,914	8,309	7,163	7,310	7,432	少数股东损益	4	6	7	8	8
长期借款	20	0	0	0	0	归属于母公司净利润	248	942	1,118	1,281	1,341
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.11	0.41	0.48	0.55	0.58
其他	726	719	719	719	719	主要财务比率					
非流动负债合计	746	719	719	719	719		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
负债合计	9,660	9,028	7,882	8,029	8,151	成长能力					
少数股东权益	292	308	314	322	330	营业收入	-18.7%	-15.4%	-4.4%	0.3%	0.7%
实收资本（或股本）	2,313	2,313	2,313	2,313	2,313	营业利润	-59.2%	206.1%	16.6%	13.9%	5.7%
资本公积	1,810	1,810	2,013	2,013	2,013	归属于母公司净利润	-64.0%	280.2%	18.6%	14.6%	4.7%
留存收益	5,107	5,974	7,092	7,814	8,515	获利能力					
其他	66	56	0	0	0	毛利率	4.8%	9.7%	11.4%	12.3%	12.8%
股东权益合计	9,588	10,461	11,733	12,463	13,171	净利率	1.1%	5.2%	6.4%	7.3%	7.6%
负债和股东权益总计	19,248	19,490	19,615	20,491	21,322	ROE	2.7%	9.7%	10.4%	10.9%	10.7%
现金流量表						ROIC	2.0%	9.3%	9.4%	9.7%	9.7%
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	偿债能力					
净利润	252	948	1,125	1,288	1,349	资产负债率	50.2%	46.3%	40.2%	39.2%	38.2%
折旧摊销	193	346	3,359	234	290	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(37)	(6)	(67)	(90)	(97)	流动比率	1.16	1.25	1.90	1.97	2.04
投资损失	(31)	(76)	(36)	(36)	(36)	速动比率	1.01	1.10	1.74	1.82	1.89
营运资金变动	11	(626)	(531)	96	(0)	营运能力					
其它	488	(122)	(24)	0	0	应收账款周转率	19.6	17.6	18.8	20.0	19.6
经营活动现金流	876	464	3,827	1,493	1,506	存货周转率	13.0	12.3	12.8	13.7	13.6
资本支出	(20)	(496)	(324)	(324)	(324)	总资产周转率	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
长期投资	(40)	(32)	28	(8)	(4)	每股指标（元）					
其他	(90)	398	213	1	(1)	每股收益	0.11	0.41	0.48	0.55	0.58
投资活动现金流	(151)	(130)	(82)	(330)	(329)	每股经营现金流	0.38	0.20	1.65	0.65	0.65
债权融资	(12)	47	(41)	5	10	每股净资产	4.02	4.39	4.94	5.25	5.55
股权融资	52	0	203	0	0	估值比率					
其他	(772)	(180)	249	(545)	(554)	市盈率	42.4	11.1	9.4	8.2	7.8
筹资活动现金流	(732)	(132)	411	(540)	(543)	市净率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
汇率变动影响	1	(2)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	5.3	1.9	0.6	1.7	1.5
现金净增加额	(6)	199	4,156	623	634	EV/EBIT	8.1	2.4	2.2	1.9	1.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。