

公司研究/季报点评

2020年04月30日

黑色金属/钢铁 II

投资评级: 增持 (维持评级)

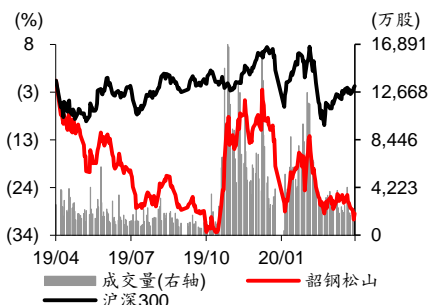
当前价格(元): 3.66
合理价格区间(元): 3.94~4.05

邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

相关研究

- 1 《韶钢松山(000717 SZ,增持): 08 年来首次分红, 股息率 4%》2020.03
- 2 《韶钢松山(000717 SZ,增持): JFE 或取得宝特韶关 50%股权》2019.11
- 3 《韶钢松山(000717 SZ,增持): 拟投资韶关港降低物流成本》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

20Q1 归母净利润同比降 8%

韶钢松山(000717)

20Q1 归母净利润同比降 8.4%, 维持“增持”评级

2020年4月29日, 公司发布2020年一季度报, 20Q1实现营业收入62.7亿元(YoY-5.7%, QoQ-16.3%), 归属于母公司股东净利润3.7亿元(YoY-8.4%, QoQ-30.4%), 业绩超出我们前期预期(1.9亿), 主要因高估费用。20Q1业绩同、环比下行一方面因疫情影响, 另一方面因原材料价格仍强势。考虑公司或受益于区位优势, 我们上调盈利预测, 预计公司20-22年EPS分别为0.70/0.81/0.98元(前值0.50/0.63/0.81元), 维持“增持”评级。

期间费用表现平稳, 净利率同、环比小幅下行

20Q1公司存货同比增29.9%, 主要因疫情影响, 钢材销量减少, 产成品库存增加。同期, 在建工程同比增47.6%, 主要因公司加大对节能环保、智慧制造等方面的投资力度。20Q1公司期间费用3.1亿元(YoY+0.6亿, QoQ-6.7亿), 同比增加主要因管理人员薪酬增加使得管理费用同比增加, 环比下行主要因研发费用环比少5.2亿元。20Q1公司毛利率、净利率分别为11.8%、5.9%(YoY+1.5、-0.2pct, QoQ-7.5、-1.2pct)。

转让宝钢特钢韶关有限公司 50%股权完成

2019年公司转让子公司宝特韶关50%股权, JFE钢铁株式会社为唯一受让方。2020年4月26日, 股权转让完成, 宝特韶关变更为公司的合营企业, 不再纳入公司合并报表范围。宝特韶关是公司从事特棒生产的全资子公司, 2019年净利润仅0.01亿元, 平均ROE仅0.08%, 远低于公司同期的22.8%。此次出让完成后, 公司账面ROE有望得到改善。此外, 与JFE钢铁株式会社合资, 或将进一步提升宝特韶关技术水平、管理能力。

对钢价不乐观, 公司或受益于区位优势

2020年4月20日, 财政部称近期拟再提前下达1万亿元地方政府专项债券额度, 后期基建投资向上确定性大, 建筑用钢需求或继续有较好表现。但考虑钢材供给曲线形态的变化, 我们对钢价不乐观, 且在一段时间内库存相对往年同期仍将维持高位, 仍将掣肘钢价。公司为广东省最大的钢铁企业, 据公司公告, 2019年公司建筑用钢、工业线材在广东区域市占率分别达13%、25%。广东为钢材净流入省, 据Wind, 2019年广东省粗钢产量占全国3.2%, 远低于GDP(现价)占比10.9%, 钢价较北方地区有溢价, 公司或受益于区位优势, 业绩或较北方钢企有更好的表现。

公司成本控制能力有望增强, 维持“增持”评级

公司拟与宝武集团、马钢集团等共同出资设立原料采购公司, 公司成本控制能力有望增强。我们预计公司20-22年EPS为0.70/0.81/0.98元, 对应PE为5.23/4.53/3.72倍。可比公司PB(2020E)均值为0.97倍, 考虑公司原材料采购优势有望增强, 给予公司1.02-1.05倍PB(2020E), BPS(2020E)为3.86元, 对应目标价为3.94~4.05元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游需求不及预期; 疫情发展超出预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,420
流通A股(百万股)	2,420
52周内股价区间(元)	3.45-5.17
总市值(百万元)	8,855
总资产(百万元)	12,373
每股净资产(元)	3.46

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	27,112	29,143	26,143	26,631	26,847
+/-%	7.95	7.49	(10.29)	1.87	0.81
归属母公司净利润(百万元)	3,306	1,824	1,692	1,954	2,383
+/-%	28.20	(44.85)	(7.19)	15.43	21.96
EPS(元, 最新摊薄)	1.37	0.75	0.70	0.81	0.98
PE(倍)	2.68	4.86	5.23	4.53	3.72

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值：维持“增持”评级

图表1：公司产品价格最新假设（2020.4.29）

产品（元/吨）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
板材	3,121	3,684	3,594	3,486	3,503	3,510
棒材	3,452	3,740	3,716	3,672	3,727	3,734
线材	3,527	3,785	3,614	3,571	3,642	3,649
平均价	3,447	3,659	3,633	3,553	3,523	3,541

资料来源：公司公告，华泰证券研究所；注：看好建筑用钢需求，小幅上调价格假设

图表2：公司产品价格前期假设（2020.3.30）

产品（元/吨）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
板材	3,121	3,684	3,594	3,486	3,416	3,433
棒材	3,452	3,740	3,716	3,642	3,606	3,624
线材	3,527	3,785	3,614	3,542	3,506	3,524
平均价	3,447	3,659	3,633	3,615	3,666	3,674

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

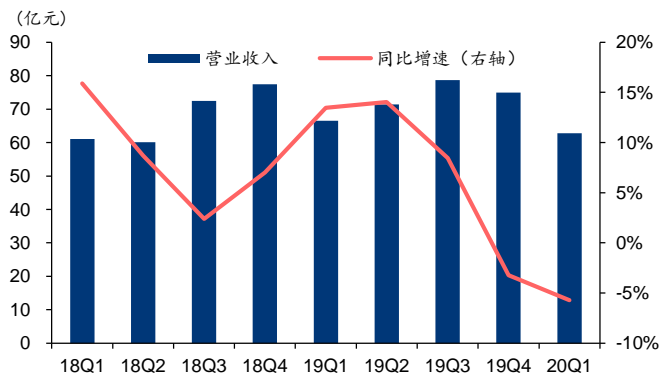
图表3：可比公司估值

证券代码	证券简称	PB（2020E）
600507.SH	方大特钢	1.33
002110.SZ	三钢闽光	0.82
000932.SZ	华菱钢铁	0.76
	可比公司均值	0.97

资料来源：华泰证券研究所；2020年4月29日计；取Wind一致预测

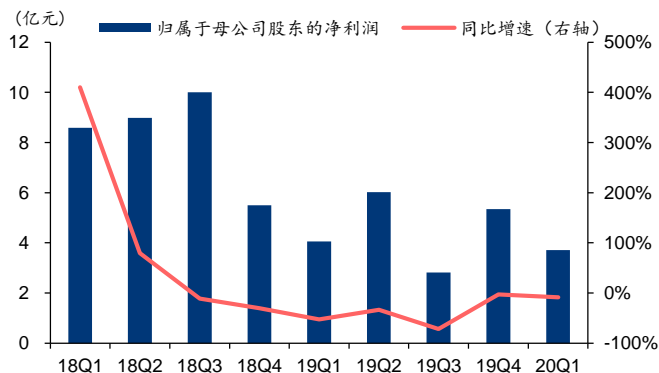
核心盈利指标

图表4：2018年至今单季度营业收入及同比增速



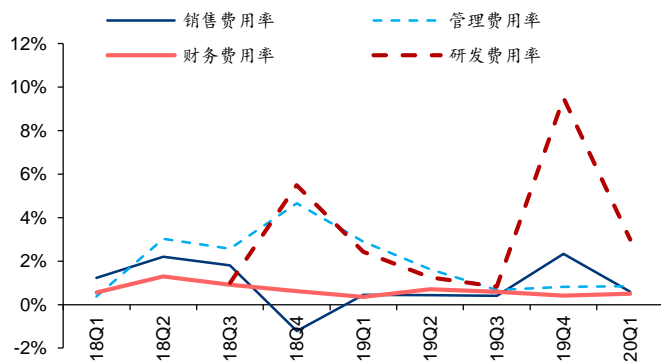
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2018年至今单季度归属于母公司股东的净利润及同比增速



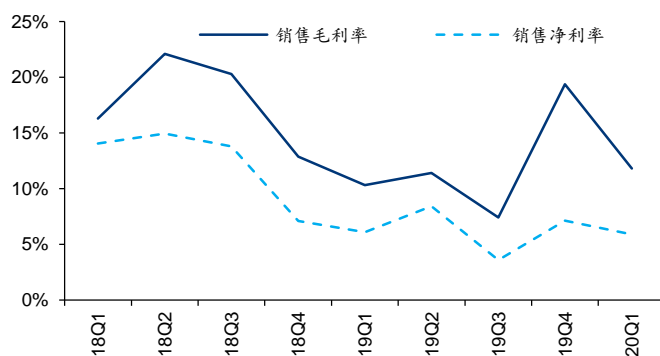
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: 2018年至今单季度期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

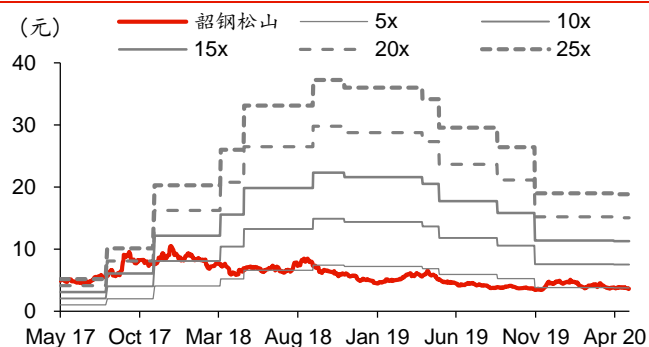
图表7: 2018年至今单季度销售毛利率与销售净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

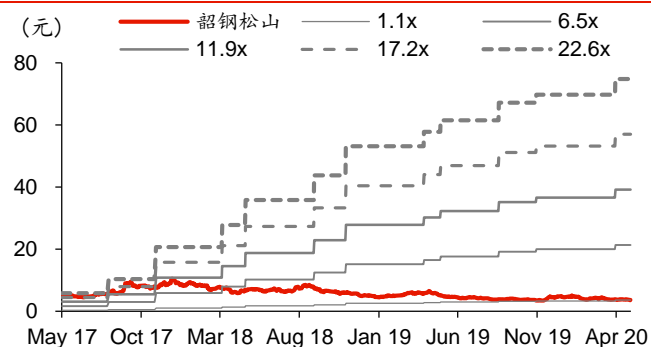
PE/PB - Bands

图表8: 韶钢松山历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 韶钢松山历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,212	5,314	5,860	6,612	8,228
现金	1,490	1,581	2,622	3,382	4,841
应收账款	20.76	33.15	29.74	30.30	30.54
其他应收账款	18.91	1.81	17.29	13.44	15.08
预付账款	419.41	231.89	273.48	256.36	265.90
存货	2,187	2,180	2,022	1,998	1,983
其他流动资产	1,077	1,286	895.78	932.31	1,092
非流动资产	11,214	11,858	12,881	13,772	14,412
长期投资	0.00	3.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	10,551	10,498	10,974	11,575	12,102
无形资产	184.39	214.39	212.87	215.31	216.44
其他非流动资产	478.91	1,143	1,694	1,982	2,093
资产总计	16,427	17,171	18,741	20,384	22,640
流动负债	9,900	8,735	8,975	8,817	8,863
短期借款	3,736	3,028	3,616	3,440	3,430
应付账款	2,779	2,459	2,364	2,354	2,392
其他流动负债	3,384	3,248	2,995	3,022	3,042
非流动负债	349.55	437.61	436.55	451.27	471.70
长期借款	129.67	146.30	162.93	179.56	196.19
其他非流动负债	219.88	291.31	273.62	271.71	275.51
负债合计	10,249	9,173	9,411	9,268	9,335
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	2,420	2,420	2,420	2,420	2,420
资本公积	3,209	3,209	3,209	3,209	3,209
留存公积	549.03	2,373	3,700	5,484	7,671
归属母公司股东权益	6,178	7,999	9,330	11,116	13,305
负债和股东权益	16,427	17,171	18,741	20,384	22,640

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	4,161	2,071	3,069	3,331	3,820
净利润	3,306	1,824	1,692	1,954	2,383
折旧摊销	1,074	1,096	1,125	1,295	1,484
财务费用	226.13	151.21	130.58	123.38	97.04
投资损失	(21.22)	(70.74)	(54.24)	(59.74)	(57.90)
营运资金变动	(580.22)	(937.78)	109.73	47.64	(100.37)
其他经营现金	155.97	8.92	65.39	(29.09)	14.68
投资活动现金	(752.77)	(1,177)	(2,134)	(2,113)	(2,071)
资本支出	874.34	1,150	2,176	2,153	2,110
长期投资	0.00	(3.00)	(3.00)	0.00	0.00
其他投资现金	121.57	(29.53)	39.15	39.68	39.50
筹资活动现金	(3,024)	(767.86)	106.27	(458.09)	(290.73)
短期借款	(1,404)	(708.30)	588.17	(176.03)	(10.01)
长期借款	(1,384)	16.63	16.63	16.63	16.63
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(719.92)	0.08	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	483.70	(76.27)	(498.53)	(298.69)	(297.35)
现金净增加额	383.90	91.79	1,041	759.84	1,459

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	27,112	29,143	26,143	26,631	26,847
营业成本	22,319	25,610	22,584	22,686	22,397
营业税金及附加	160.67	148.92	140.70	140.91	142.86
营业费用	243.09	268.29	254.37	260.42	263.48
管理费用	133.44	171.49	1,098	1,181	1,203
财务费用	226.13	151.21	130.58	123.38	97.04
资产减值损失	(64.56)	(12.70)	(38.63)	(25.66)	(32.15)
公允价值变动收益	1.33	1.66	1.66	1.66	1.66
投资净收益	21.22	70.74	54.24	59.74	57.90
营业利润	3,405	1,950	2,030	2,327	2,835
营业外收入	3.61	0.63	1.63	1.30	1.41
营业外支出	101.83	9.36	40.18	29.91	33.33
利润总额	3,306	1,942	1,991	2,298	2,803
所得税	0.00	118.10	298.66	344.75	420.45
净利润	3,306	1,824	1,692	1,954	2,383
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	3,306	1,824	1,692	1,954	2,383
EBITDA	4,704	3,197	3,285	3,746	4,416
EPS (元, 基本)	1.37	0.75	0.70	0.81	0.98

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.95	7.49	(10.29)	1.87	0.81
营业利润	18.70	(42.71)	4.06	14.65	21.83
归属母公司净利润	28.20	(44.85)	(7.19)	15.43	21.96
获利能力 (%)					
毛利率	17.68	12.12	13.61	14.81	16.57
净利率	12.20	6.26	6.47	7.34	8.87
ROE	53.52	22.80	18.14	17.57	17.91
ROIC	41.98	20.52	17.41	18.29	20.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.39	53.42	50.22	45.47	41.23
净负债比率 (%)	37.91	35.29	40.75	39.60	39.34
流动比率	0.53	0.61	0.65	0.75	0.93
速动比率	0.30	0.36	0.42	0.52	0.70
营运能力					
总资产周转率	1.61	1.73	1.46	1.36	1.25
应收账款周转率	46.74	1,069	825.83	881.29	876.74
应付账款周转率	8.12	9.78	9.36	9.62	9.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	0.75	0.70	0.81	0.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	0.86	1.27	1.38	1.58
每股净资产(最新摊薄)	2.55	3.31	3.86	4.59	5.50
估值比率					
PE (倍)	2.68	4.86	5.23	4.53	3.72
PB (倍)	1.43	1.11	0.95	0.80	0.67
EV_EBITDA (倍)	2.21	3.25	3.16	2.77	2.35

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司