

韶钢松山 (000717.SZ)

钢铁行业

评级: 买入 首次评级

公司研究简报

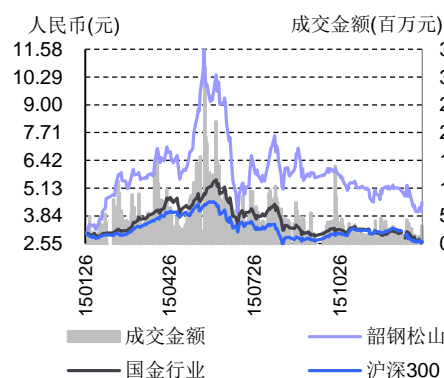
市场价格(人民币): 4.46元

大集团小公司, 转型预期较强

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,669.52
总市值(百万元)	10,791.08
年内股价最高最低(元)	11.58/3.01
沪深300指数	3113.46
深证成指	10111.57



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.042	-0.574	-0.810	0.006	0.021
每股净资产(元)	1.80	1.26	0.45	0.45	0.48
每股经营性现金流(元)	0.66	0.85	-0.59	0.42	0.70
市盈率(倍)	43.40	-5.58	-6.16	726.92	211.29
行业优化市盈率(倍)	20.24	36.17	40.29	37.25	37.25
净利润增长率(%)	105.20%	-1468.16%	-41.12%	100.77%	244.04%
净资产收益率(%)	2.33%	-45.63%	-180.78%	1.38%	4.52%
总股本(百万股)	2,419.52	2,419.52	2,419.52	2,419.52	2,419.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **华南地区重要钢铁生产基地。**公司是宝钢集团钢铁板块旗下重要成员之一,也是广东省重要的钢铁生产基地。公司目前年产能650万吨,主营产品主要有宽中厚板、线材、棒材和特棒四大系列产品。

■ 大集团小公司, 后续改革、转型值得期待

- ✓ 钢铁定位为充分竞争性行业, 企业以盈利为导向, 且15年初宝钢集团已与公司签订扭亏增盈责任书, 公开表态“不会任由韶钢持续亏损”(公司15年前三季度已累计亏损17.8亿元)。从社会影响、企业经营角度, 逻辑上集团未来出台进一步措施助力公司扭亏的可能性较大。
- ✓ 更重要的是, 如我们前期逻辑梳理, 大股东资产实力雄厚, 且地处经济发达地区(转型代价相对较小)的钢铁上市公司, 通过实施资产置换/注入等实现转型的逻辑最为充分, 宝钢集团符合以上条件, 而韶钢是重要潜在对象。
- ✓ 此外, 韶钢是典型的大集团小公司。大股东宝钢集团“一体两翼”的战略已基本成型, 旗下资产包括电商、IT及金融均是发展重点, 而目前集团公司三个上市平台均为钢铁资产, 因此未来进行相关整合或通盘考虑的逻辑充分性是客观存在的。

■ **与宝钢特钢合作成立特钢长材。**公司已公告与宝钢特钢合作成立宝钢特钢长材公司, 我们认为, 一方面, 成立合资公司将实现双方在技术、装备、渠道等方面的优势互补; 另一方面, 也是实现基本面扭亏的重要措施之一。

投资建议

- 预测公司15-17年EPS分别为-0.81元、0.01元、0.02元。基于较强的转型预期, 未来若业绩或战略层面发生改变, 存在较大预期差。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 钢铁主业持续亏损; 转型不达预期。

杨件 分析师 SAC 执业编号: S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130515080001
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

华南地区重要钢铁生产基地

- 公司前身是广东省韶关钢铁集团有限公司，2011年，宝钢集团与广东省国资委签订股权划转协议，韶关钢铁在分离办社会的基础上由宝钢集团直接持股51%，成为宝钢集团钢铁板块旗下重要成员之一。
- 公司目前年产产能650万吨，是广东省重要的钢铁生产基地。主营产品主要有宽中厚板、线材、棒材和特棒四大系列产品，还有高强度凹型螺纹钢线、生铁、钢坯、气体、焦炭及其化工产品等，产品广泛应用于高层建筑、桥梁、船舶、隧道、地铁、公路等工程建设。
 - ✓ 公司是中国重要的船板钢、工程机械和水电站用高强钢板、高层建筑用钢板、桥梁板、锅炉和压力容器用钢板生产基地。
 - ✓ 板材、线材、优特钢棒材等产品，主要销售地区在珠江三角洲、华东地区及广东邻近省销售，其余部分则为出口。

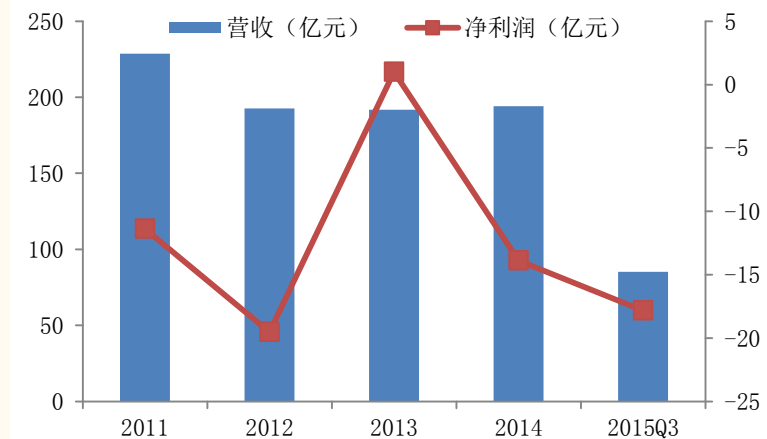
图表 1: 公司主要钢材产品

系列	主要品种
宽厚板产品	碳素结构钢板、低合金结构钢板、船体用结构钢板、汽车大梁板、桥梁钢板、锅炉和压力容器用钢板，系列船板、管线钢板、海工用钢板、高强钢板、低合金高强度结构钢板等
螺纹钢产品	螺纹钢、圆钢、预应力混凝土用钢棒、钢筋等。
线材产品	冷镦钢、硬线、拉丝材、PC棒用钢、帘线钢以及建筑用材
特棒产品	优质碳素结构钢、合金结构钢、齿轮钢、模具钢、轴承钢、弹簧钢、易切削钢、锚链钢、系泊链钢、管坯钢、冷镦钢等

来源：国金证券研究所

- 钢铁主业亏损严重。受到国内经济增速放缓、投资需求下滑等因素的影响，钢材市场持续低迷。公司经营受行业影响较大，连续两年出现亏损，且15年以来亏损持续扩大。
 - ✓ 截止2015年上半年，公司钢材产量同比降23.1%，销量同比降27.4%，营业收入仅完成年度计划的34%；15年前三季度实现净利润分别为-4.31亿元、-4.49亿元、-9.03亿元，亏损持续扩大。

图表 2: 公司经营统计



来源：国金证券研究所

大集团小公司，后续转型预期强

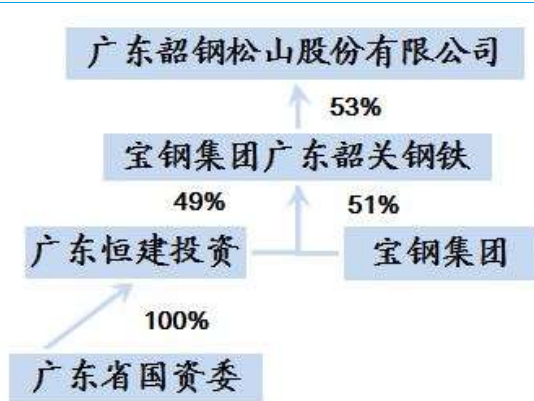
- 我们认为，行业亏损加剧将倒逼转型，钢铁行业的改革与转型仍是未来重要方向。其中，资产注入/置换最值得期待，非钢产业发达的公司尤其值得关注。
 - ✓ 自 15 年二季度以来，钢铁行业亏损严重，且中长期盈利前景尚不明朗，不少钢企仅依靠自身能力难以实现扭亏，这就意味着大股东层面存在干涉必要，预计诸如资产置换、资产注入资本运作手段将是重要备选项。
 - ✓ 就上市公司而言，更存在改革必要：逻辑是本轮国企改革背景下对国资保值、增值的要求，其隐含对于竞争性行业盈利导向的要求，即相关企业的扭亏。
- 考虑到钢铁是重资产，实业层面彻底转型难度较大，资本运作的可行性更高。一方面，大股东实力较强，具备转型的基础；另一方面具备比较优势，如所处地区的资源禀赋、相关渠道优势等。因此，通过资产注入/置换，或者收购等方式实现转型的逻辑较为充分。
- 韶钢是典型的大集团小公司
 - ✓ 公司大股东是宝钢集团，其资产实力雄厚。目前，宝钢“一体两翼”的战略已基本成型，旗下资产包括电商、IT 及金融均是发展重点，而目前集团公司三个上市平台（宝钢股份、八一钢铁、韶钢松山）均为钢铁资产，因此未来进行相关整合或通盘考虑的逻辑充分性是客观存在的。
 - ✓ 此外，15 年初宝钢集团已与公司签订扭亏增盈责任书，结合集团公开表态，从社会影响、企业经营角度，我们判断集团对韶钢等有较强的扭亏动力。其次，也是更为重要的是，钢铁定位为充分竞争性行业，钢企将以盈利为导向，未来如剥离包袱、管理改善、品种结构调整等相关扭亏措施有望陆续出台。

图表 3：宝钢业务版块



来源：宝钢集团官网、国金证券研究所

图表 4：韶钢股权架构



来源：公司网站、国金证券研究所

联手宝特，打造优特钢长材基地

- 根据集团制定的 2016-2021 年新一轮发展规划，明确将韶钢未来的发展定位为打造华南地区最具竞争力的钢铁企业和宝钢高端棒线生产基地。而根据广东省提出的韶关未来发展定位，即主动融入珠三角，在韶关市未来规划的八大支柱产业中，做优做强优特钢产品排在首位。
- 与宝特合作打造特钢长材公司
 - ✓ 15 年 8 月，韶钢成立了特钢事业部。同时于 11 月公告《拟以特钢事业部构筑物 11.81 亿元人民币，以及使用自有资金 1.91 亿元人民币，总计 13.72 亿元人民币投资设立全资子公司宝钢特钢韶关有限公司；

此外，拟以宝钢特钢韶关 100%股权和自有资金共 13.72 亿元出资，宝钢特钢以构筑物 and 自有资金共 14.28 亿元出资，共同成立合资公司宝钢特钢长材有限公司，公司持股 49%，宝钢特钢持股 51%。

- ✓ 公司特钢成功携手宝钢特钢后，宝钢特钢派出技术、管理专家组全流程嵌入式指导公司。新公司融合了宝特的生产、技术、管理、市场、品牌优势，以及韶钢方面的生产装备、低成本、高素质产业工人、广东市场的区域优势。
- 我们认为，成立合资公司，是双方进行资源整合，实现优势互补重要一步。一方面，通过宝钢特钢的技术等优势与公司的装备成本优势结合，提升特钢产品档次和产能规模；另一方面，公司将凭借其在华南市场所积累的渠道优势，加快合资子公司特钢产品市场开拓。预计 16 年公司特钢产量将由 15 年的 32 万吨提升至 60 万吨，同时产品有望进入中高端汽车用钢市场。
- 其次，此次成立特钢长材公司是集团对韶钢实现扭亏的重要措施之一。公司前三季度累计亏损 17.8 亿元，而根据集团层面的公开表态“不会任由韶钢持续亏损”。基于我们对钢铁国企改革逻辑的梳理，不排除集团公司未来出台进一步措施实现盈利的可能性。

投资建议

- 预测公司 15-17 年 EPS 分别为-0.81 元、0.01 元、0.02 元。基于较强的转型预期，未来若业绩或战略层面发生改变，存在较大预期差。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 钢铁主业持续亏损；转型不达预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	19,260	19,171	19,497	11,056	11,156	11,256	货币资金	2,018	601	697	700	800	900
增长率		-0.5%	1.7%	-43.3%	0.9%	0.9%	应收款项	1,353	1,874	1,343	814	821	828
主营业务成本	-19,922	-18,523	-19,734	-12,852	-10,229	-10,310	存货	2,502	3,726	1,705	1,796	1,429	1,441
%销售收入	103.4%	96.6%	101.2%	116.2%	91.7%	91.6%	其他流动资产	174	565	477	131	104	105
毛利	-662	648	-238	-1,795	927	947	流动资产	6,047	6,766	4,223	3,440	3,155	3,274
%销售收入	n.a	3.4%	n.a	n.a	8.3%	8.4%	%总资产	29.5%	31.3%	22.7%	20.2%	19.8%	21.6%
营业税金及附加	-54	-51	-51	-33	-33	-34	长期投资	0	156	0	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	14,018	14,342	13,954	13,300	12,520	11,683
营业费用	-73	-94	-148	-88	-89	-90	%总资产	68.4%	66.3%	75.1%	78.3%	78.8%	77.1%
%销售收入	0.4%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	无形资产	298	292	286	249	219	193
管理费用	-343	-252	-252	-149	-151	-152	非流动资产	14,441	14,881	14,348	13,553	12,740	11,878
%销售收入	1.8%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	70.5%	68.7%	77.3%	79.8%	80.2%	78.4%
息税前利润 (EBIT)	-1,132	251	-690	-2,066	654	671	资产总计	20,488	21,647	18,570	16,992	15,895	15,151
%销售收入	n.a	1.3%	n.a	n.a	5.9%	6.0%	短期借款	10,196	7,929	6,932	9,218	9,135	8,304
财务费用	-589	-268	-558	-585	-674	-642	应付款项	6,455	8,463	7,223	5,396	4,374	4,408
%销售收入	3.1%	1.4%	2.9%	5.3%	6.0%	5.7%	其他流动负债	52	180	116	50	42	42
资产减值损失	-76	14	-166	-1	0	0	流动负债	16,703	16,571	14,271	14,664	13,551	12,755
公允价值变动收益	-8	8	0	0	0	0	长期贷款	1,015	692	1,245	1,245	1,245	1,246
投资收益	0	-5	41	20	20	20	其他长期负债	39	37	11	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	-3.0%	-0.8%	99.3%	28.9%	负债	17,758	17,300	15,528	15,909	14,796	14,001
营业利润	-1,806	1	-1,372	-2,632	0	49	普通股股东权益	2,730	4,347	3,043	1,084	1,099	1,151
营业利润率	n.a	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-10	136	-13	20	20	20	负债股东权益合计	20,488	21,647	18,570	16,992	15,895	15,151
税前利润	-1,816	136	-1,385	-2,612	20	69	比率分析						
利润率	n.a	0.7%	n.a	n.a	0.2%	0.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-136	-35	-4	653	-5	-17	每股指标						
所得税率	n.a	25.5%	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股收益	-1.169	0.042	-0.574	-0.810	0.006	0.021
净利润	-1,952	101	-1,388	-1,959	15	52	每股净资产	1.635	1.797	1.258	0.448	0.454	0.476
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.253	0.657	0.846	-0.588	0.422	0.698
归属于母公司的净利润	-1,952	101	-1,388	-1,959	15	52	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	0.5%	n.a	n.a	0.1%	0.5%	回报率						
							净资产收益率	-71.48%	2.33%	-45.63%	-180.78%	1.38%	4.52%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	-9.53%	0.47%	-7.48%	-11.53%	0.10%	0.34%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	-8.73%	1.44%	-6.16%	-13.42%	4.27%	4.70%
净利润	-1,952	101	-1,388	-1,959	15	52	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-15.80%	-0.46%	1.70%	-43.29%	0.90%	0.90%
非现金支出	1,356	1,082	1,373	998	1,001	1,003	EBIT 增长率	345.67%	-122.21%	-374.31%	199.54%	-131.64%	2.62%
非经营收益	882	428	550	646	649	619	净利润增长率	71.46%	105.20%	1468.16%	-41.12%	100.77%	244.04%
营运资金变动	1,805	-21	1,513	-1,108	-645	16	总资产增长率	-15.90%	5.66%	-14.21%	-8.50%	-6.46%	-4.68%
经营活动现金净流	2,091	1,590	2,047	-1,423	1,021	1,690	资产管理能力						
资本开支	-1,707	-1,343	-1,174	-269	-169	-120	应收账款周转天数	2.9	3.5	3.7	4.0	4.0	4.0
投资	0	-128	167	-1	0	0	存货周转天数	52.0	61.4	50.2	51.0	51.0	51.0
其他	0	0	3	20	20	20	应付账款周转天数	57.0	82.1	79.2	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	-1,707	-1,471	-1,004	-250	-149	-100	固定资产周转天数	233.2	251.6	252.2	420.0	388.1	355.9
股权募资	0	1,494	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	347	-1,515	-345	2,274	-82	-830	净负债/股东权益	336.67%	184.49%	245.82%	900.88%	871.89%	751.65%
其他	-797	-539	-517	-599	-689	-659	EBIT 利息保障倍数	-1.9	0.9	-1.2	-3.5	1.0	1.0
筹资活动现金净流	-450	-561	-862	1,675	-772	-1,490	资产负债率	86.67%	79.92%	83.61%	93.62%	93.09%	92.40%
现金净流量	-66	-442	181	3	100	100							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD