

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.75
合理价格区间(元): 3.90~4.22

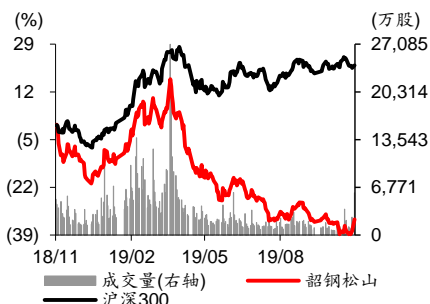
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《韶钢松山(000717 SZ,增持): 拟投资韶关港降低物流成本》2019.08
- 2《韶钢松山(000717 SZ,增持): 区位优势佳, 未来或受益于大湾区》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

JFE 或取得宝特韶关 50%股权

韶钢松山(000717)

JFE 成为子公司宝特韶关 50%股权唯一受让方

11月18日, 公司发布公告称, 截止公告期满, JFE 钢铁株式会社是公司子公司宝特韶关 50%股权的唯一受让方, 成交价格为 6.9 亿元; 宝特韶关是公司从事特棒生产的全资子公司, 19H1 净利润 0.08 亿元, 平均 ROE 仅为 0.6%, 低于公司同期的 15.1%。此次股权出让后, 宝特韶关将不再被并表, 公司平均 ROE 将提升至 18.8% (19H1 口径), 宝特韶关或从技术、管理等方面受益于 JFE 的入股。考虑到 19 年中至今矿价高于中报点评时预期, 因此我们下调业绩预测, 预计 19-21 年 EPS 为 0.69/0.62/0.81 元, 前值为 0.77/0.79/0.85 元, 仍维持“增持”评级。

业务结构调整后, 短期内或 ROE 或可改善

公司 2015 年成立特钢事业部, 并以此成立宝特韶关, 此后与宝武特钢展开合作, 几经周折后于 2018 年收回宝特韶关 100% 股权。我们认为或因产品研发、市场推广存在较大难度, 宝特韶关 19 年以来盈利能力较差, 19Q1 亏损 1450 万元、19H1 仅盈利 800 万元。此次公司出让宝特韶关 50% 股权后, 将不再并表宝特韶关, 公司账面 ROE 将得到改善, 以 19H1 测算公司平均 ROE 将从 15.1% 提升至 18.8%。

JFE 为日本第二大钢铁集团, 未来或可进行深度合作

据世界钢铁协会, JFE 钢铁为全球第八大、日本第二大钢铁集团, 2018 年粗钢产量达 2915 万吨。JFE 钢铁产品覆盖卷板、中厚板、钢管、型钢等诸多类型, 具备全球领先的钢铁研发能力。若此次宝特韶关 50% 股权成功出让, 宝特韶关或将在技术、管理层面受益。

开展股权激励计划, 行权期业绩条件达成或有难度

11月11日, 公司发布《2019年股票期权激励计划(草案)》, 计划向激励对象授予不超过 2394 万份股票期权(占比 0.99%), 等待期、行权期分别为 2、3 年, 共分 3 批行权。授予条件包括授予日上一财年扣非 ROE 不低于 9%、扣非利润总额不低于 30 亿元; 行权条件包括上一财年扣非 ROE 分别不低于 11%、12%、13%, 基于授予日前三年平均值的扣非利润总额增速不低于 3%、4%、5%。假设 19 财年授予, 则授予条件已达成; 考核期 20-22 年扣非利润总额应不低于 20.2、20.4、20.6 亿元, 我们预计 20-21 年利润总额为 15.0、19.7 亿元(非经常损益占比低), 达标或有难度。

短期内 ROE 或可改善, 维持“增持”评级

此次宝特韶关 50% 股权出让若成功, 短期内公司 ROE 或将改善; 但出让时点仍未确定, 盈利预测中暂不考虑。考虑到 19 年中至今铁矿价格高于中报点评时预期, 因此我们下调业绩预测, 预计 19-21 年 EPS 为 0.69/0.62/0.81 元(前值 0.77/0.79/0.85 元), 对应 PE 为 5.05/5.65/4.32 倍。可比公司 PB (2019E) 均值为 1.24, 考虑公司拟投资降低物流成本、且内部仍有降本空间, 给予公司 PB (2019E) 为 1.2-1.3 倍, BPS (2019E) 取为 3.25 元, 对应目标价为 3.90-4.22 元, 仍维持“增持”评级。

风险提示: 转让工作进度不及预期; 铁矿石价格上涨; 下游需求不及预期。

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) | 3.45-6.56 |
| 总市值(百万元) | 9,073 |
| 总资产(百万元) | 16,747 |
| 每股净资产(元) | 3.09 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 25,115 | 27,112 | 27,543 | 27,594 | 27,972 |
| +/-% | 79.74 | 7.95 | 1.59 | 0.18 | 1.37 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 2,579 | 3,306 | 1,680 | 1,503 | 1,967 |
| +/-% | 2,443 | 28.20 | (49.18) | (10.53) | 30.81 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 1.07 | 1.37 | 0.69 | 0.62 | 0.81 |
| PE(倍) | 3.29 | 2.57 | 5.05 | 5.65 | 4.32 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值模型假设

图表1: 公司产品价格最新假设 (2019.11.18)

| 产品 (元/吨) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 板材 | 3121 | 3684 | 3495 | 3547 | 3651 |
| 棒材 | 3452 | 3740 | 3563 | 3500 | 3503 |
| 线材 | 3527 | 3785 | 3648 | 3619 | 3623 |
| 特棒 | 3825 | 2978 | 3068 | 3138 | 3188 |
| 平均价 | 3447 | 3659 | 3506 | 3484 | 3510 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为根据收入和销量计算数据; 由于下游需求景气度仍较低, 因此调低价格预测

图表2: 公司产品价格假设变动表 (2019.11.18)

| 产品 (元/吨) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 板材 | | | -9 | -187 | -126 |
| 棒材 | | | -94 | -147 | -130 |
| 线材 | | | -34 | -55 | -36 |
| 特棒 | | | 40 | 10 | -40 |
| 平均价 | | | -51 | -117 | -101 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 调整原因见图表 1

图表3: 公司产品价格前期假设 (2019.8.20)

| 产品 (元/吨) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 板材 | 3121 | 3684 | 3504 | 3734 | 3777 |
| 棒材 | 3452 | 3740 | 3657 | 3647 | 3633 |
| 线钢 | 3527 | 3785 | 3682 | 3674 | 3659 |
| 型钢 | 3825 | 2978 | 3028 | 3128 | 3228 |
| 平均价 | 3447 | 3659 | 3557 | 3601 | 3611 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 根据收入和销量计算数据; 本假设参照《韶钢松山: 拟投资韶关港降低物流成本》(2019.8.20)

图表4: 公司主要原燃料价格最新假设 (2019.11.18)

| 产品 (元/吨) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 铁矿石 | 530 | 513 | 649 | 685 | 703 |
| 焦炭 | 1412 | 1711 | 1603 | 1549 | 1529 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为市场价格; 由于铁矿价格仍居高位, 因此上调 2019 年预测

图表5: 公司主要原燃料价格假设变动表 (2019.11.18)

| 产品 (元/吨) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 铁矿石 | | | 17 | 0 | -22 |
| 焦炭 | | | 16 | -73 | -81 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 调整原因见图表 4

图表6: 公司主要原燃料价格前期假设 (2019.8.20)

| 产品 (元/吨) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 铁矿石 | 530 | 513 | 632 | 685 | 725 |
| 焦炭 | 1412 | 1711 | 1587 | 1622 | 1610 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为市场价格; 本核心假设参照《韶钢松山: 拟投资韶关港降低物流成本》(2019.8.20)

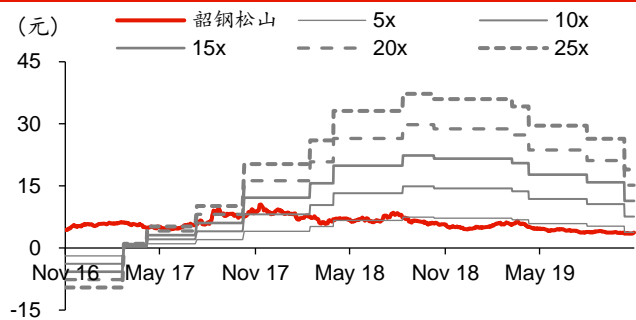
图表7: 可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | PB (2019E) |
|-----------|--------|------------|
| 600507.SH | 方大特钢 | 1.74 |
| 002110.SZ | 三钢闽光 | 1.07 |
| 600231.SH | 凌钢股份 | 0.92 |
| | 可比公司均值 | 1.24 |

资料来源: 华泰证券研究所; 2019年11月18日计; 方大特钢、凌钢股份取 Wind 一致预测, 三钢闽光为华泰预测, 详见《三钢闽光: 期待产能扩张落地》(2019.10.22)

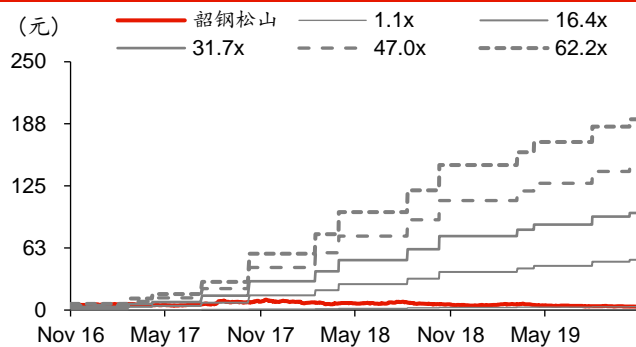
PE/PB - Bands

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) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 4,763 | 5,212 | 7,184 | 6,175 | 6,378 |
| 现金 | 1,106 | 1,490 | 3,407 | 2,315 | 2,520 |
| 应收账款 | 633.22 | 20.76 | 21.08 | 21.12 | 21.41 |
| 其他应收账款 | 27.79 | 18.91 | 22.68 | 21.53 | 22.23 |
| 预付账款 | 145.60 | 419.41 | 337.27 | 367.55 | 362.57 |
| 存货 | 2,240 | 2,187 | 2,453 | 2,461 | 2,460 |
| 其他流动资产 | 609.95 | 1,077 | 942.60 | 989.25 | 990.45 |
| 非流动资产 | 12,392 | 11,214 | 11,223 | 11,081 | 10,819 |
| 长期投资 | 788.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产投资 | 10,943 | 10,551 | 10,136 | 9,666 | 9,142 |
| 无形资产 | 199.15 | 184.39 | 179.46 | 167.74 | 158.29 |
| 其他非流动资产 | 461.56 | 478.91 | 907.53 | 1,246 | 1,519 |
| 资产总计 | 17,155 | 16,427 | 18,406 | 17,256 | 17,197 |
| 流动负债 | 11,823 | 9,900 | 11,587 | 11,145 | 11,263 |
| 短期借款 | 5,140 | 3,736 | 4,626 | 4,415 | 4,373 |
| 应付账款 | 4,621 | 2,779 | 3,571 | 3,328 | 3,458 |
| 其他流动负债 | 2,062 | 3,384 | 3,389 | 3,401 | 3,433 |
| 非流动负债 | 1,709 | 349.55 | (1,040) | (2,413) | (3,807) |
| 长期借款 | 1,513 | 129.67 | (1,254) | (2,638) | (4,021) |
| 其他非流动负债 | 195.48 | 219.88 | 214.39 | 225.18 | 214.73 |
| 负债合计 | 13,532 | 10,249 | 10,547 | 8,732 | 7,457 |
| 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 | 3,929 | 3,209 | 3,209 | 3,209 | 3,209 |
| 留存公积 | (2,726) | 549.03 | 2,229 | 2,893 | 4,107 |
| 归属母公司股东权益 | 3,624 | 6,178 | 7,859 | 8,524 | 9,740 |
| 负债和股东权益 | 17,155 | 16,427 | 18,406 | 17,256 | 17,197 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | 3,752 | 4,161 | 3,575 | 2,390 | 3,328 |
| 净利润 | 2,579 | 3,306 | 1,680 | 1,503 | 1,967 |
| 折旧摊销 | 1,073 | 1,074 | 1,046 | 1,105 | 1,164 |
| 财务费用 | 359.82 | 226.13 | 143.83 | 111.04 | 72.05 |
| 投资损失 | (60.40) | (21.22) | (34.28) | (29.93) | (31.38) |
| 营运资金变动 | (592.87) | (580.22) | 711.63 | (305.23) | 162.96 |
| 其他经营现金 | 393.20 | 155.97 | 26.70 | 5.87 | (6.22) |
| 投资活动现金 | (669.13) | (752.77) | (1,016) | (933.68) | (870.69) |
| 资本支出 | 720.31 | 874.34 | 1,044 | 963.63 | 899.63 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 51.18 | 121.57 | 27.16 | 29.94 | 28.93 |
| 筹资活动现金 | (3,059) | (3,024) | (640.80) | (2,548) | (2,252) |
| 短期借款 | (1,129) | (1,404) | 890.28 | (211.12) | (42.82) |
| 长期借款 | 1,412 | (1,384) | (1,384) | (1,384) | (1,384) |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 700.14 | (719.92) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (4,041) | 483.70 | (147.40) | (953.01) | (825.34) |
| 现金净增加额 | 23.55 | 383.90 | 1,917 | (1,092) | 205.47 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 25,115 | 27,112 | 27,543 | 27,594 | 27,972 |
| 营业成本 | 21,423 | 22,319 | 24,489 | 24,746 | 24,682 |
| 营业税金及附加 | 119.78 | 160.67 | 152.60 | 156.42 | 157.37 |
| 营业费用 | 228.37 | 243.09 | 130.65 | 130.33 | 129.15 |
| 管理费用 | 118.53 | 750.60 | 752.09 | 770.59 | 782.77 |
| 财务费用 | 359.82 | 226.13 | 143.83 | 111.04 | 72.05 |
| 资产减值损失 | 70.47 | 64.56 | 67.51 | 66.04 | 66.78 |
| 公允价值变动收益 | (55.29) | 1.33 | 1.33 | 1.33 | 1.33 |
| 投资净收益 | 60.40 | 21.22 | 34.28 | 29.93 | 31.38 |
| 营业利润 | 2,868 | 3,405 | 1,842 | 1,644 | 2,114 |
| 营业外收入 | 1.71 | 3.61 | 2.98 | 3.19 | 3.12 |
| 营业外支出 | 291.08 | 101.83 | 164.91 | 143.88 | 150.89 |
| 利润总额 | 2,579 | 3,306 | 1,680 | 1,503 | 1,967 |
| 所得税 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 2,579 | 3,306 | 1,680 | 1,503 | 1,967 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 2,579 | 3,306 | 1,680 | 1,503 | 1,967 |
| EBITDA | 4,301 | 4,704 | 3,032 | 2,860 | 3,350 |
| EPS (亿元, 基本) | 1.07 | 1.37 | 0.69 | 0.62 | 0.81 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|-------|---------|---------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 79.74 | 7.95 | 1.59 | 0.18 | 1.37 |
| 营业利润 | 18,810 | 18.70 | (45.89) | (10.76) | 28.60 |
| 归属母公司净利 | 2,443 | 28.20 | (49.18) | (10.53) | 30.81 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 14.70 | 17.68 | 11.09 | 10.32 | 11.76 |
| 净利率 | 10.27 | 12.20 | 6.10 | 5.45 | 7.03 |
| ROE | 71.17 | 53.52 | 21.38 | 17.64 | 20.19 |
| ROIC | 36.15 | 41.97 | 25.04 | 21.68 | 28.50 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 78.88 | 62.39 | 57.30 | 50.60 | 43.36 |
| 净负债比率 (%) | 52.50 | 37.91 | 32.14 | 20.54 | 4.90 |
| 流动比率 | 0.40 | 0.53 | 0.62 | 0.55 | 0.57 |
| 速动比率 | 0.21 | 0.30 | 0.40 | 0.33 | 0.34 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.56 | 1.61 | 1.58 | 1.55 | 1.62 |
| 应收账款周转率 | 36.35 | 46.74 | 1,291 | 1,282 | 1,290 |
| 应付账款周转率 | 5.39 | 6.03 | 7.71 | 7.17 | 7.27 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.07 | 1.37 | 0.69 | 0.62 | 0.81 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.55 | 1.72 | 1.48 | 0.99 | 1.38 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 1.50 | 2.55 | 3.25 | 3.52 | 4.03 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 3.29 | 2.57 | 5.05 | 5.65 | 4.32 |
| PB (倍) | 2.34 | 1.37 | 1.08 | 1.00 | 0.87 |
| EV_EBITDA (倍) | 2.53 | 2.31 | 3.58 | 3.80 | 3.24 |

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“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。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。

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。本公司的资产管理部、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。

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力。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。

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。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

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