

金属, 采矿, 制品/原材料

韶钢松山 (000717)

## 期间费用持续优化, 业绩有望逐渐回暖

### ——韶钢松山 2019 年一季报点评

 鲍雁辛 (分析师)	 李鹏飞 (研究助理)	 魏雨迪 (研究助理)
0755-23976830	010-59312799	021-38674763
baoyanxin@gjas.com	lipengfei@gjas.com	weiyudi@gjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880117090041	S0880117120039

#### 本报告导读:

公司 2019Q1 业绩略低于预期, 期间费用持续优化, 资产负债率稳步下降。地产新开工短期偏强, 基建投资逐渐回暖, 公司作为广东钢企龙头, 2019 年盈利将逐季回暖。  
**投资要点:**

**维持“增持”评级。**公司 2019Q1 实现营业收入 66.50 亿元, 同比上升 13.47%; 归母净利润 4.05 亿元, 同比下降 52.27%, 公司业绩略低于预期。由于行业供给偏强, 且铁矿价格强势, 公司 Q1 业绩略低于预期, 下调公司 2019-2021 年 EPS 至 0.99/1.10/1.18 元 (原 1.24/1.40/1.51 元), 公司盈利情况优于行业平均水平, 给予公司 2019 年 7 倍进行估值, 下调公司目标价至 6.93 元 (原 9 元), 维持“增持”评级。

**公司盈利能力短期承压。**2019 年一季度公司销售毛利率为 10.31%, 同比下降 5.99 个百分点; 销售净利率为 6.10%, 同比下降 7.96 个百分点, 主要原因是下游铁矿价格强势导致成本的抬升, 公司盈利能力短期承压。预期 2019 年钢铁需求将伴随基建回暖继续攀升, 公司业绩有望逐季回暖。

**期间费用持续优化, 资产负债率稳步下行。**2019Q1 公司期间费用率为 1.26% (不包括研发费用), 较 2018 全年下降 0.96 个百分点, 其中销售及财务费用率分别为 0.45%、0.35%, 较 2018 全年分别下降 0.45、0.48 个百分点。2019Q1 公司资产负债率降低至 59.02%, 保持下降趋势。

**地区供需格局良好叠加“粤港澳”大湾区建设加速, 公司业绩有望逐渐回暖。**广东省为钢材净流入省, 地区的钢材消费长期高于钢材供给, 供需结构良好。2019 年地产新开工短期偏强, 基建逐渐回暖, 预期钢铁需求前低后高, 公司作为广东省龙头钢企, 在“粤港澳”大湾区建设加速的背景下, 直接受益于地区不断优化的供需结构, 竞争优势明显, 公司业绩有望逐渐回暖。

**风险提示:** 宏观经济加速下行; 供给端上升超预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	25,115	27,112	26,299	26,931	27,576
(+/-)%	80%	8%	-3%	2%	2%
经营利润 (EBIT)	3,225	3,639	2,632	2,912	3,154
(+/-)%	784%	13%	-28%	11%	8%
净利润 (归母)	2,579	3,306	2,390	2,656	2,857
(+/-)%	2443%	28%	-28%	11%	8%
每股净收益 (元)	1.07	1.37	0.99	1.10	1.18
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.8%	13.4%	10.0%	10.8%	11.4%
净资产收益率 (%)	71.2%	53.5%	27.9%	23.7%	20.3%
投入资本回报率 (%)	33.5%	42.4%	29.1%	23.1%	20.6%
EV/EBITDA	6.38	2.84	3.15	3.01	2.57
市盈率	4.45	3.47	4.80	4.32	4.01
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 6.93**

上次预测: 9.00

当前价格: 4.68

2019.05.11

#### 交易数据

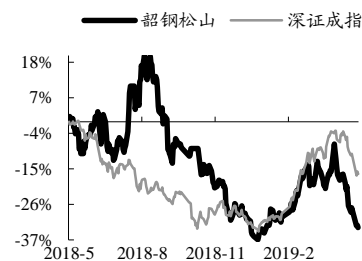
52 周内股价区间 (元)	4.43-8.70
总市值 (百万元)	11,323
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,420/2,420
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	66.16
日均成交值 (百万元)	384.77

#### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,582
每股净资产	2.72
市净率	1.7
净负债率	32.49%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.35	0.17
Q2	0.37	0.25
Q3	0.41	0.30
Q4	0.23	0.27
全年	1.37	0.99

#### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-27%	-6%	-34%
相对指数	-12%	-21%	-16%

#### 相关报告

《业绩符合预期, 资产负债表持续修复》  
2019.04.03

《业绩超预期, 资产负债表持续修复》  
2018.11.14

《地区供需格局良好, 3 季度业绩符合预期》  
2017.10.27

《广东省龙头钢企, 受益地区供需格局优化》  
2017.09.25

《广东省最大钢企, 受益地区供需格局优化》  
2017.09.02

模型更新时间: 2019.05.10

**股票研究**

原材料  
金属, 采矿, 制品

韶钢松山 (000717)

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **6.93**

上次预测: 9.00

**当前价格:** 4.68

公司网址

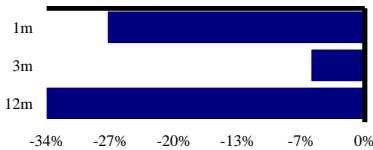
www.sgss.com.cn

**公司简介**

公司是广东省最大钢铁生产企业之一,也是全国率先将循环经济导入公司发展战略的企业。

公司属于钢铁行业,主营黑色金属冶炼加工,金属制品、焦炭及煤化工产品的生产、销售等,主导产品为板材、线材、棒材三大系列。

绝对价格回报 (%)

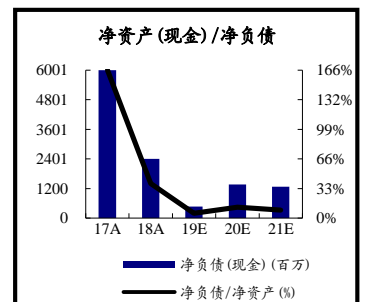
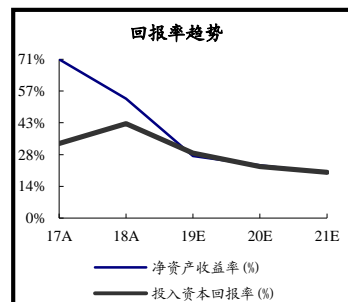
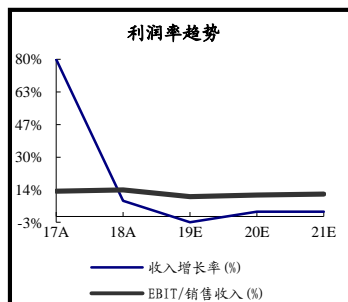
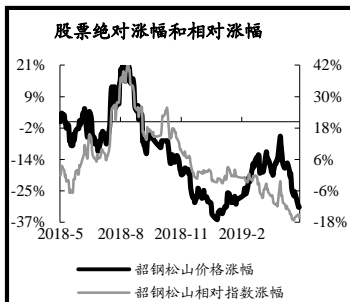


52 周价格范围 4.43-8.70

市值 (百万) 11,323

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	25,115	27,112	26,299	26,931	27,576
营业成本	21,423	22,319	22,558	22,866	23,213
税金及附加	120	161	140	148	155
销售费用	228	243	229	236	245
管理费用	108	133	129	135	141
<b>EBIT</b>	<b>3,225</b>	<b>3,639</b>	<b>2,632</b>	<b>2,912</b>	<b>3,154</b>
公允价值变动收益	-55	1	0	0	0
投资收益	60	21	20	20	21
财务费用	360	226	179	194	234
<b>营业利润</b>	<b>2,868</b>	<b>3,405</b>	<b>2,488</b>	<b>2,754</b>	<b>2,955</b>
所得税	0	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>2,579</b>	<b>3,306</b>	<b>2,390</b>	<b>2,656</b>	<b>2,857</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,106	1,490	2,000	2,137	2,285
其他流动资产	3,656	3,723	4,185	6,080	7,338
长期投资	788	0	0	0	0
固定资产合计	10,943	10,551	10,253	10,868	11,774
无形及其他资产	661	663	759	1,081	1,384
<b>资产合计</b>	<b>17,155</b>	<b>16,427</b>	<b>17,196</b>	<b>20,167</b>	<b>22,782</b>
流动负债	11,823	9,900	8,279	8,594	8,352
非流动负债	1,709	350	350	350	350
股东权益	3,624	6,178	8,568	11,223	14,080
<b>投入资本(IC)</b>	<b>9,624</b>	<b>8,575</b>	<b>9,032</b>	<b>12,593</b>	<b>15,342</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	3225	3639	2632	2912	3154
折旧与摊销	1,073	1,074	1,156	1,355	1,803
流动资金增量	1,163	133	660	2,622	1,540
资本支出	-669	-866	-1,069	-2,409	-3,129
<b>自由现金流</b>	<b>4,792</b>	<b>3,980</b>	<b>3,379</b>	<b>4,481</b>	<b>3,368</b>
经营现金流	3,752	4,161	3,171	1,661	3,427
投资现金流	-669	-753	-1,049	-2,388	-3,108
融资现金流	-3,059	-3,024	-1,612	865	-170
<b>现金流净增加额</b>	<b>24</b>	<b>384</b>	<b>510</b>	<b>138</b>	<b>148</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	79.7%	8.0%	-3.0%	2.4%	2.4%
EBIT 增长率	783.6%	12.8%	-27.7%	10.6%	8.3%
净利润增长率	2442.7%	28.2%	-27.7%	11.1%	7.6%
利润率					
毛利率	14.7%	17.7%	14.2%	15.1%	15.8%
EBIT 率	12.8%	13.4%	10.0%	10.8%	11.4%
归母净利润率	10.3%	12.2%	9.1%	9.9%	10.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	71.2%	53.5%	27.9%	23.7%	20.3%
总资产收益率(ROA)	15.0%	20.1%	13.9%	13.2%	12.5%
投入资本回报率(ROIC)	33.5%	42.4%	29.1%	23.1%	20.6%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	35	36	40	48	58
应收账款周转天数	14	15	14	29	35
总资产周转天数	233	226	233	253	284
净利润现金含量	145.5%	125.8%	132.7%	62.6%	119.9%
资本支出/收入	2.7%	3.2%	4.1%	8.9%	11.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.9%	62.4%	50.2%	44.3%	38.2%
净负债率	165.6%	38.8%	5.4%	12.2%	9.0%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	4.45	3.47	4.80	4.32	4.01
PB	5.92	1.78	1.34	1.02	0.81
EV/EBITDA	6.38	2.84	3.15	3.01	2.57
P/S	0.46	0.42	0.44	0.43	0.42
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		