

金属, 采矿, 制品/原材料

韶钢松山 (000717)

业绩超预期, 资产负债表持续修复

	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@gjjas.com	lipengfei@gjjas.com	weiyudi@gjjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880117090041	S0880117120039

本报告导读:

公司三季度业绩超出预期, 盈利能力进一步上升。公司为广东省龙头钢企, 广东省为钢材净消费省, 地区供需格局良好, 公司将持续受益。

投资要点:

维持“增持”评级。公司 2018 年前三季度实现营收 193.7 亿元, 同比升 8.33%; 归母净利润 27.57 亿元, 同比升 54.02%, 公司业绩超出预期。三季度单季营收 72.49 亿元, 同比升 2.39%; 公司前三季度归母净利润分别为 8.58、8.98、10.0 亿元。受益于华北限产带来的行业供给收缩和华南地区冬季需求的持续, 上调公司 2018/2019 年 EPS 为 1.50/1.53 元 (原 1.09/1.11 元), 新增 2020 年 EPS 预测为 1.57 元。参考同类公司, 给予公司 2018 年 PE 6 倍估值, 下调公司目标价至 9.0 元 (原 13.0 元), 维持“增持”评级。

三季度盈利能力进一步提升。2018 年前三季度, 公司销售毛利率 19.6%, 较 2017 年上升 6.34 个百分点; 销售净利率 14.23%, 较 2017 年升 4.57 个百分点, 公司盈利能力整体提升。公司地处广东, 冬季需求韧性较足, 我们预期公司 4 季度盈利稳定。

经营性现金流大幅上升, 资产负债率进一步降低。2018 年三季度公司资产负债率较 2017 年底大幅下降 14.88 个百分点至 64.5%, 公司资产负债表持续修复。受益于良好的经营情况, 2018 年前三季度经营净现金流 31.05 亿元, 同比上升 100.52%。公司整体经营稳健, 预期公司现金流持续强劲。

地区供需格局良好, 公司优势明显。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, 公司作为广东省龙头钢企, 持续受益于地区良好的供需格局。且公司在广东省有一定的定价权, 其钢材价格高于当地其他钢企 100 元左右, 优势明显。

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)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,973	26,038	26,217	25,872	26,634
(+/-)%	25%	86%	1%	-1%	3%
经营利润 (EBIT)	317	3,039	3,909	3,980	4,071
(+/-)%	117%	859%	29%	2%	2%
净利润 (归母)	101	2,517	3,628	3,698	3,791
(+/-)%	104%	2381%	44%	2%	3%
每股净收益 (元)	0.04	1.04	1.50	1.53	1.57
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	2.3%	11.7%	14.9%	15.4%	15.3%
净资产收益率 (%)	22.1%	84.7%	55.0%	35.9%	26.9%
投入资本回报率 (%)	6.0%	53.6%	54.9%	44.3%	32.6%
EV/EBITDA	16.1	4.5	2.9	2.4	2.3
市盈率	133.6	5.4	3.7	3.7	3.6
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.00**

上次预测: 13.00

当前价格: 5.70

2018.11.14

交易数据

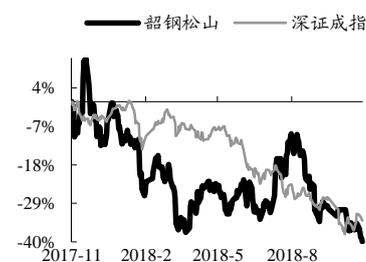
52 周内股价区间 (元)	5.40-10.85
总市值 (百万元)	13,791
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,420/2,420
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	48.41
日均成交值 (百万元)	327.27

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,681
每股净资产	2.35
市净率	2.4
净负债率	60.99%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.07	0.35
Q2	0.21	0.37
Q3	0.46	0.41
Q4	0.30	0.37
全年	1.04	1.50

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-33%	-39%
相对指数			

相关报告

《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: 2018.11.14

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: **9.00**

上次预测: 13.00

当前价格: 5.70

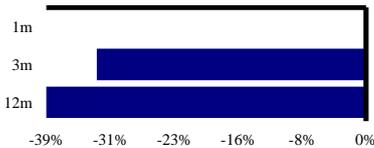
公司网址

www.sgss.com.cn

公司简介

公司是广东省重点企业之一, 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。公司是广东省最大钢铁生产企业, 也是全国率先将循环经济导入公司发展战略的企业, 公司立足广东市场, 辐射华南市场, 定位于为华南地区经济社会发展提供配套材料, 充分利用在广东省拥有的独特市场优势, 由于产品质量好、服务佳、运输快捷, 在华南地区有较强的竞争能力。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 5.40-10.85
市值 (百万) 13,791

财务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	13,973	26,038	26,217	25,872	26,634
营业成本	13,326	22,585	21,317	20,943	21,565
税金及附加	52	115	155	138	146
销售费用	110	125	400	388	408
管理费用	119	105	436	422	444
EBIT	317	3,039	3,909	3,980	4,071
公允价值变动收益	46	-55	19	10	10
投资收益	18	69	22	10	10
财务费用	571	284	246	237	235
营业利润	15	2,806	3,683	3,749	3,842
所得税	0	0	37	37	38
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	101	2,517	3,628	3,698	3,791
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,202	1,089	1,215	1,532	1,838
其他流动资产	270	60	130	130	130
长期投资	1,393	1,391	0	0	0
固定资产合计	9,193	8,404	10,084	9,242	8,341
无形及其他资产	168	215	163	126	91
资产合计	14,976	14,415	14,863	16,171	18,482
流动负债	13,797	11,169	7,986	5,586	4,102
非流动负债	720	274	277	287	292
股东权益	458	2,973	6,600	10,298	14,089
投入资本(IC)	5,236	5,667	7,051	8,893	12,378
现金流量表					
NOPLAT	317	3,039	3,870	3,940	4,031
折旧与摊销	911	846	916	1,035	1,042
流动资金增量	-1,536	-958	40	-2,731	-4,426
资本支出	692	-497	-2,601	-194	-143
自由现金流	384	2,429	2,224	2,050	504
经营现金流	432	3,508	5,100	2,092	434
投资现金流	652	-497	-1,169	-174	-123
融资现金流	-764	-2,978	-3,805	-1,601	-5
现金流净增加额	320	33	126	317	306
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.4%	86.3%	0.7%	-1.3%	2.9%
EBIT 增长率	117.3%	859.4%	28.6%	1.8%	2.3%
净利润增长率	103.9%	2381.1%	44.2%	1.9%	2.5%
利润率					
毛利率	4.6%	13.3%	18.7%	19.0%	19.0%
EBIT 率	2.3%	11.7%	14.9%	15.4%	15.3%
净利润率	0.7%	9.7%	13.8%	14.3%	14.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	22.1%	84.7%	55.0%	35.9%	26.9%
总资产收益率(ROA)	0.7%	17.5%	24.4%	22.9%	20.5%
投入资本回报率(ROIC)	6.0%	53.6%	54.9%	44.3%	32.6%
运营能力					
存货周转天数	41	32	30	40	60
应收账款周转天数	3	5	2	2	2
总资产周转天数	412	206	204	219	237
净利润现金含量	4.26	1.39	1.41	0.57	0.11
资本支出/收入	-5%	2%	10%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	96.9%	79.4%	55.6%	36.3%	23.8%
净负债率	1345.7%	137.5%	6.9%	-13.6%	-12.1%
估值比率					
PE	133.6	5.4	3.7	3.7	3.6
PB	29.6	4.6	2.1	1.3	1.0
EV/EBITDA	16.1	4.5	2.9	2.4	2.3
P/S	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

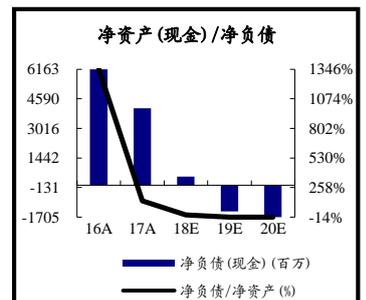
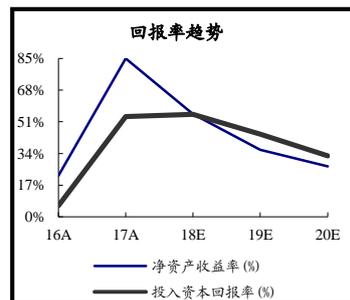
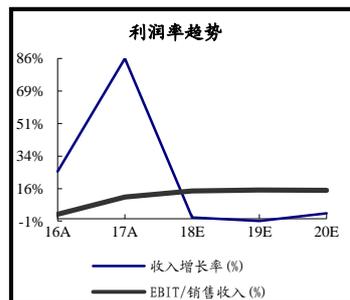


表 1: 公司盈利能力维持上升趋势 (% , 亿元)

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018Q1	1H2018	2018Q3
资产负债率	74.82	80.79	86.67	79.92	84.19	97.86	96.94	79.38	72.43	68.25	64.5
销售毛利率	4.2	1.2	-3.4	3.4	-1.2	-12.4	4.6	13.26	16.3	19.18	19.60
销售净利率	0.11	-4.98	-10.13	0.53	-7.12	-23.29	0.73	9.66	14.06	14.49	14.23
资产周转率	0.91	0.96	0.86	0.91	0.97	0.63	0.89	1.77	0.43	0.83	1.27
ROE(加权)	0.36	-21.7	-52.7	2.86	-38.01	-158.4	24.94	146.69	25	39.32	55.5
销售费用率	0.28	0.27	0.38	0.49	0.76	0.98	0.79	0.48	1.22	1.70	1.74
管理费用率	2.02	1.79	1.78	1.32	1.29	2.32	0.85	0.40	0.37	1.69	1.03
财务费用率	1.52	1.80	3.06	1.40	2.86	6.57	4.09	1.09	0.56	0.92	0.92
期间费用率	3.81	3.87	5.22	3.20	4.92	9.88	5.73	1.97	2.15	4.32	3.69
											0.99
研发费用率											
固定资产	74.82	80.79	86.67	79.92	84.19	97.86	96.94	79.38			
折旧	4.2	1.2	-3.4	3.4	-1.2	-12.4	4.6	13.26			
折旧率	0.11	-4.98	-10.13	0.53	-7.12	-23.29	0.73	9.66			

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

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
1. 投资建议的比较标准 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
2. 投资建议的评级标准 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		