

韶钢松山 (000717.SZ)

拓展管理产能增强区位优势，高研发投入助产品结构升级

核心观点：

- **2020 年业绩：** 坯材销量同比增 12.5%，助营业收入、归母净利润同比增 8.3%、2.1%。根据 2020 年年报，2020 年公司实现营收 315.6 亿元、同比增 8.3%，归母净利润 18.6 亿元、同比增 2.1%，归母扣非净利润 18.6 亿元、同比增 11.1%，每股收益 0.77 元/股，ROE(摊薄)为 19.6%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元(含税)。(1) 业务拆分：钢铁营收、毛利占比分别为 88.8%、98.3%，其中长材营收、毛利占比分别为 64.3%、79.6%，板材毛利率逆势大升。(2) 盈利能力：吨钢毛利降幅小于行业均值，吨钢期间费用同比降 17.1%。(3) 经营质量：获现能力相对稳定，营运能力有所提升，偿债能力明显上升。
- **2021Q1 业绩：** 营业收入、归母净利润同比分别增长 24.2%、11.9%，控费能力提升。根据 2021 年一季报，2021Q1 毛利率、净利率同环比均下滑，盈利能力走弱。2021Q1 研发费用率下降带动期间费用同环比均下降至 3.6%。获现能力、营运能力和偿债能力均同比提升，环比经营质量相对稳定。
- **2021 年计划：** 粗钢产量减少 4.0%，销售商品坯材(含“基地管理、品牌运营”)增 18.7%，营收同比增 15.7%。
- **公司看点：** 广东最大钢企之一，区域供需格局好，整合省内短流程钢企，提升市场影响力；控本能力持续提升，积极推动产品结构升级，盈利韧性有望增强，分红情况改善，PB_LF 估值处 2011 年来低位。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司 21-23 年 EPS 为 1.50/1.79/2.04 元/股，对应 21 年 5 月 12 日收盘价，21-23 年 PE 为 3.75/3.16/2.76 倍，每股净资产 5.20 元/股。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 6 倍 PE，对应 2021 年合理价值为 9.00 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。** 宏观经济大幅波动；主流矿产量不达预期，铁矿石价格大涨；行业粗钢产量负增长情况低于预期；计划产量完成度低于预期。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	29,143	31,556	37,457	40,521	43,003
增长率(%)	7.5	8.3	18.7	8.2	6.1
EBITDA(百万元)	3,013	3,248	5,231	6,042	6,790
归母净利润(百万元)	1,824	1,861	3,635	4,320	4,939
增长率(%)	-44.8	2.1	95.3	18.8	14.3
EPS(元/股)	0.75	0.77	1.50	1.79	2.04
市盈率(P/E)	6.29	5.55	3.75	3.16	2.76
ROE(%)	22.8	19.6	28.9	27.4	26.0
EV/EBITDA	4.36	3.19	2.39	1.94	1.66

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

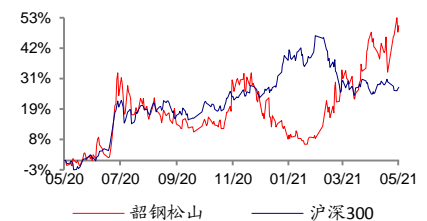
买入

当前价格	5.64 元
合理价值	9.00 元
前次评级	买入
报告日期	2021-05-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2419.5/2419.5
总市值/流通市值(百万元)	13646/13646
一年内最高/最低(元)	5.75/3.68
30 日日均成交量/成交额(百万)	74/396
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	33.33/19.49

相对市场表现



分析师：李莎



SAC 执证号：S0260513080002



SFC CE No. BNV167



020-66335140

lisha@gf.com.cn

相关研究：

韶钢松山 (000717.SZ)：享区位优势，产品结构升级增强盈利韧性 2020-09-18

目录索引

一、2020 年业绩：坯材销量同比增 12.5%，助营业收入、归母净利同比增 8.3%、2.1%	4
（一）业务拆分：钢铁营收、毛利占比分别为 88.8%、98.3%，长材营收、毛利占比分别为 64.3%、79.6%，板材毛利率逆势大增	6
（二）盈利能力：吨钢毛利降幅小于行业均值，吨钢期间费用同比降 17.1%	7
（三）经营质量：获现能力相对稳定，营运能力有所提升，偿债能力明显上升	9
（四）环保治理：积极推进超净排放改造，提升绿色制造水平	11
（五）资产出售：向 JFE 钢铁株式会社出售宝特韶关 50.0% 股权	12
二、2021Q1 业绩：营业收入、归母净利同比分别增长 24.2%、11.9%，控费能力提升	13
三、2021 年计划：粗钢产量减少 4.0%，销售商品坯材增 18.7%，营收同比增 15.7% ..	15
四、公司看点：区位优势明显，拓展管理产能，高研发投入助产品结构升级，控本能力持续提升	16
五、盈利预测与投资建议：拓展管理产能增强区位优势，高研发投入助产品结构升级，维持“买入”评级	19
六、风险提示	22

图表索引

图 1: 2011 年以来韶钢松山营业收入及同比增速	4
图 2: 2011 年以来韶钢松山归母净利润及同比增速	5
图 3: 2011 年以来韶钢松山吨钢净利及同比增速	5
图 4: 2016-2020 年韶钢松山吨钢期间费用情况 (元/吨)	9
图 5: 2020 年韶钢松山获现能力相对稳定	10
图 6: 2011 年以来韶钢松山负债及资产负债率变化	11
图 7: 2011 年以来韶钢松山有息负债及占比变化	11
图 8: 2011 年以来, 韶钢松山单季度的毛利率与净利率情况	13
图 9: 2011 年韶钢松山研发支出与占营收比例	17
图 10: 2020 年中万钢企研发费用率排名前十情况	17
图 11: 2011 年至今韶钢松山 PE_TTM 估值	18
图 12: 2011 年至今韶钢松山 PB_LF 估值	18
图 13: 截至 2021 年 3 月末, 韶钢松山股权结构图	18
表 1: 2020 年韶钢松山分季度利润表拆分	5
表 2: 2020 年韶钢松山主要财务指标变化原因	6
表 3: 2020 年韶钢松山业务分行业和分产品拆分	7
表 4: 2019-2020 年韶钢松山钢材品种盈利与行业情况比较 (单位: 元/吨)	7
表 5: 2020 年韶钢松山吨钢成本控制能力拆解 (单位: 元/吨)	8
表 6: 2020 年韶钢松山吨钢期间费用分季度情况	9
表 7: 2016-2020 年韶钢松山营运能力分析	10
表 8: 2016-2020 年韶钢松山偿债能力分析	11
表 9: 2020 年韶钢松山在建工程中部分重大项目列示 (单位: 万元)	12
表 10: 2021Q1 度韶钢松山期间费用率情况	14
表 11: 2021Q1 韶钢松山经营质量分析	14
表 12: 2016-2020 年韶钢松山年度生产计划与实际表现一览	15
表 13: 2021 年韶钢松山计划基建技改项目 161 项, 投资总额 224416 万元	15
表 14: 韶钢松山的主营业务预测 (单位: 百万元)	20
表 15: 韶钢松山的可比公司 PE 估值表	21
表 16: 韶钢松山的可比公司 PB 估值表	21

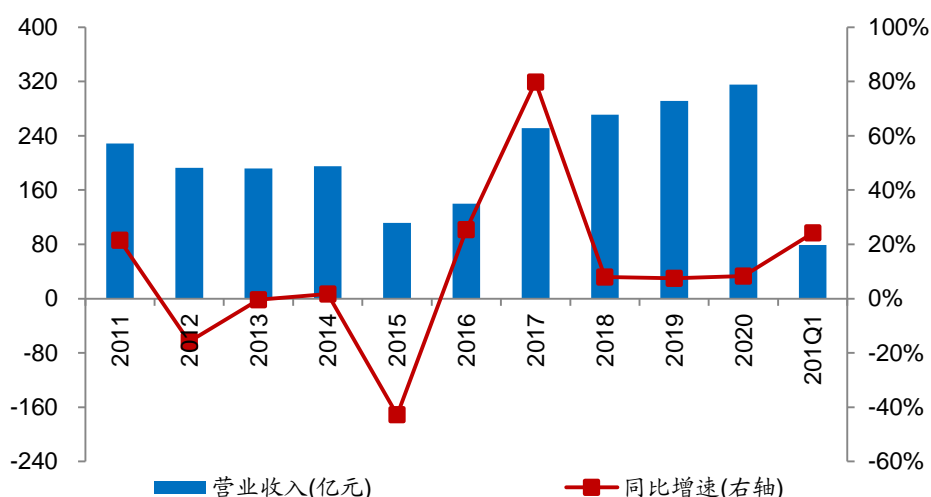
一、2020 年业绩：坯材销量同比增 12.5%，助营业收入、归母净利同比增 8.3%、2.1%

根据2020年公司年报，2020年韶钢松山生产铁652.0万吨、钢802.0万吨、材768.0万吨，同比分别增加2.0%、8.3%、9.1%；实现商品坯材销量804.0万吨，同比增长12.5%。

2020年，韶钢松山实现营业收入315.6亿元，同比增长8.3%，归母净利润18.6亿元、同比增长2.1%，归母扣非净利润18.6亿元、同比增长11.1%，每股收益0.77元/股、同比增长2.1%，销售毛利率12.2%、同比上升0.1PCT，销售净利率5.9%、同比下降0.4PCT，ROE（摊薄）为19.6%，实现吨钢净利231.5元/吨、同比下降9.3%，绝对值在2011年以来仅次于2017-2019年水平。

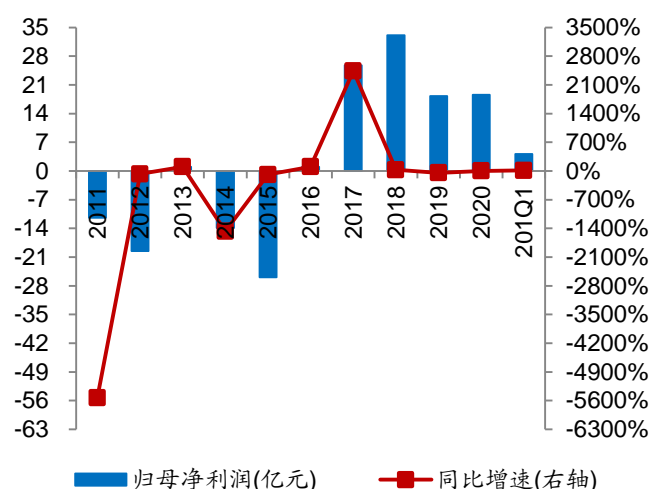
韶钢松山2020年度利润分配预案：公司拟以2,419,524,410股为基数，向全体股东每10股派发现金红利2元（含税），送红股0股（含税），不以公积金转增股本。

图 1：2011 年以来韶钢松山营业收入及同比增速



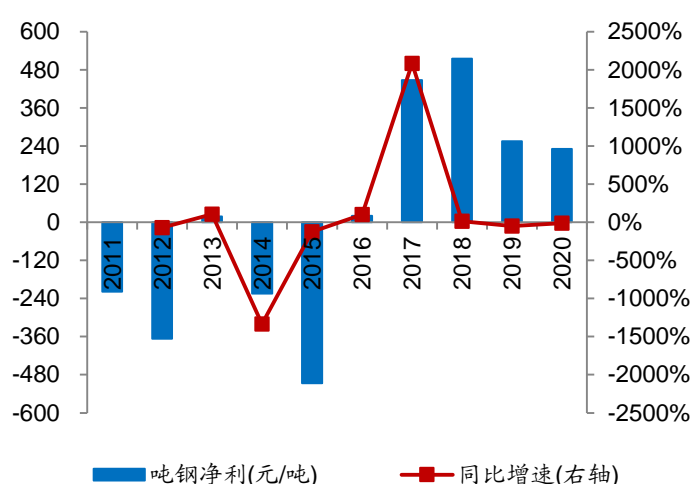
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2011年以来韶钢松山归母净利润及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 3：2011年以来韶钢松山吨钢净利及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 1：2020年韶钢松山分季度利润表拆分

	20Q1	同比	20Q2	同比	20Q3	同比	20Q4	同比	2020A	同比
营业收入(亿元)	62.7	-5.7%	82.8	15.9%	79.4	1.0%	90.7	21.0%	315.6	8.3%
营业成本(亿元)	55.3	-7.2%	74.3	17.5%	69.7	-4.2%	77.7	28.7%	277.1	8.2%
毛利(亿元)	7.4	8.1%	8.5	3.8%	9.7	65.6%	12.9	-10.8%	38.5	8.8%
营业税金及附加(亿元)	0.2	-37.1%	0.4	76.0%	0.3	7.8%	0.5	-35.0%	1.4	-8.0%
销售费用(亿元)	0.4	24.0%	0.4	14.6%	0.3	-0.8%	0.4	-74.6%	1.5	-44.4%
管理费用(亿元)	0.5	75.2%	0.6	103.3%	0.6	7.1%	0.7	20.6%	2.4	39.3%
研发费用(亿元)	1.9	15.6%	1.2	35.3%	3.8	487.0%	3.8	-46.2%	10.7	4.3%
财务费用(亿元)	0.3	34.1%	0.1	-71.8%	0.0	-93.5%	0.0	-95.6%	0.5	-67.0%
资产减值损失(亿元)	0.0	100.0%	0.0	100.0%	0.0	-100.0%	0.0	-100.0%	0.0	100.0%
信用减值损失(亿元)	0.0	-	0.0	-	0.0	-	0.0	22.1%	0.0	-67.4%
其他经营收益(亿元)	0.2	245.7%	0.3	-82.5%	0.0	-113.1%	0.2	-44.6%	0.6	-69.3%
营业利润(亿元)	4.3	6.8%	6.0	-12.9%	4.6	21.2%	7.7	60.4%	22.6	15.8%
营业外收支(亿元)	0.0	-85.6%	-0.1	-6826.3%	0.0	-3621.3%	-0.3	-192.7%	-0.4	-308.6%
利润总额(亿元)	4.3	6.8%	5.9	-14.1%	4.6	21.0%	7.4	57.8%	22.2	14.5%
所得税费用(亿元)	0.6	-	1.4	61.7%	0.7	-28.1%	0.9	242.3%	3.6	206.6%
归母净利润(亿元)	3.7	-8.4%	4.5	-24.9%	3.9	37.8%	6.5	21.5%	18.6	2.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

从全年来看：2020 年韶钢松山营业收入同比增长 8.3%略高于营业成本同比增幅 8.2%，使毛利增长 8.8%至 38.5 亿元。2020 年韶钢松山所得税费用、管理费用大幅上升，销售费用、财务费用、其他经营收益、营业外收支大幅下降。

表 2：2020年韶钢松山主要财务指标变化原因

	2020 年（亿元）	同比	主要变动原因
所得税费用	3.6	206.6%	2019 年度存在未弥补亏损、2020 年利润增加
管理费用	2.4	39.3%	管理人员职工薪酬升高
销售费用	1.5	-44.4%	新收入准则下，与合同履行成本相关的运输费用计入营业成本
财务费用	0.5	-67.0%	净利息支出减少，人民币对美元汇率升值，汇兑收益同比增加
其他经营收益	0.6	-69.3%	与收益相关的政府补助减少
营业外收支	-0.4	-308.6%	营业外支出同比升 287.5%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（一）业务拆分：钢铁营收、毛利占比分别为 88.8%、98.3%，长材营收、毛利占比分别为 64.3%、79.6%，板材毛利率逆势大增

通过拆分2020年韶钢松山主营业务分行业和分产品结构可知：钢铁业务依旧是公司创收、创利的主要来源，占比变化不大。长材营收和毛利占比最高，板材次之。

1.营收：钢铁营收占比88.8%，其中长材占比64.3%，整体营收结构较稳定

分行业看：2020年韶钢松山钢铁业务实现营收280.2亿元、同比增长7.9%，营收占比达88.8%、同比下降0.3PCT，主要原因是商品坯材销量上升12.5%。焦化产品及其他营收达35.3亿元、同比增长11.0%，占比11.2%、同比上升0.3PCT。分产品看：2020年公司长材产品营收达202.9亿元、同比增长7.6%，营收占比64.3%、同比下降0.4PCT；板材产品营收达46.6亿元、同比增长9.7%、营收占比14.8%、同比上升0.2PCT；特钢产品营收达30.7亿元、同比增长7.5%，营收占比9.7%、同比下降0.1PCT。

2.毛利：钢铁毛利占比98.3%，其中长材占比79.6%，板材毛利同比大升88.5%

分行业看：2020年公司钢铁业实现毛利37.8亿元、同比上升7.5%，占比98.3%、同比下降1.2PCT；焦化产品及其他毛利0.7亿元、同比上升293.6%，占比1.7%、同比上升1.2PCT。分产品看：2020年公司长材实现毛利30.6亿元、同比下降0.4%，占比79.6%、同比下降7.4PCT；板材毛利达6.5亿元、同比上升88.5%，占比16.8%、同比上升7.1PCT；特钢毛利达0.7亿元、同比下降30.2%，占比1.8%、同比下降1.0PCT。

3.毛利率：2020年钢铁毛利率微降，其中板材毛利率逆势大升5.8PCT至13.9%

分行业看：2020年韶钢松山钢铁业毛利率为13.5%、同比下降0.1PCT，焦化产品及其他毛利率为1.9%、同比上升1.3PCT。分产品看：2020年长材毛利率最高，达15.1%，同比降1.2PCT；板材毛利率为13.9%，同比上升5.8PCT；特钢毛利率为2.3%，同比下降1.2PCT。

表 3：2020年韶钢松山业务分行业和分产品拆分

	营收(亿元)	占比	同比(PCT)	毛利(亿元)	占比	同比(PCT)	毛利率	同比(PCT)
长材：螺纹钢	148.4	47.0%	-0.8	23.4	60.9%	-6.6	15.8%	-1.3
长材：线材	54.5	17.3%	0.4	7.2	18.7%	-0.8	13.2%	-0.8
长材合计	202.9	64.3%	-0.4	30.6	79.6%	-7.4	15.1%	-1.2
板材（宽厚板）	46.6	14.8%	0.2	6.5	16.8%	7.1	13.9%	5.8
特钢	30.7	9.7%	-0.1	0.7	1.8%	-1.0	2.3%	-1.2
钢铁产品	280.2	88.8%	-0.3	37.8	98.3%	-1.2	13.5%	-0.1
焦化产品及其他	35.3	11.2%	0.3	0.7	1.7%	1.2	1.9%	1.3
合计	315.6	100.0%	0.0	38.5	100.0%	0.0	12.2%	0.1

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）盈利能力：吨钢毛利降幅小于行业均值，吨钢期间费用同比降 17.1%

1.吨钢盈利能力：2020年吨钢毛利下降4.5%，降幅远好于行业均值

2020年公司吨钢毛利下降4.5%，降幅小于行业均值。分析公司年度盈利与Mysteel测算的仅考虑现金成本的主要钢材品种吨钢毛利，2020年韶钢松山吨钢营收降幅高于吨钢营业成本，使吨钢毛利降4.5%至470.0元/吨，行业螺纹钢吨钢毛利降幅均值为41.8%，韶钢松山的吨钢毛利降幅远好于行业均值，显示良好的盈利韧性。

表 4：2019-2020年韶钢松山钢材品种盈利与行业情况比较（单位：元/吨）

	韶钢松山			行业均值		
	吨钢营收	吨钢营业成本	吨钢毛利	长材吨钢营收	吨钢营业成本	吨螺纹钢毛利
2019 年	3633.2	3141.2	492.0	4063.7	3314.4	749.3
2020 年	3485.2	3015.2	470.0	3918.5	3482.6	435.9
2020 年同比	-4.1%	-4.0%	-4.5%	-3.6%	5.1%	-41.8%

数据来源：公司财报、Mysteel、广发证券发展研究中心

2.成本控制能力：2020年吨钢原料燃料、能源动力成本下行带动吨钢总成本同比下降4.0%

2020年韶钢松山吨钢总成本同比下降4.0%主因是吨钢原料燃料、能源动力成本下降。通过进一步拆解2020年韶钢松山钢材产品成本构成可知：2020年公司吨钢总成本同比降4.0%至3015.2元/吨，其中吨钢原燃材料同比降1.5%、吨钢能源动力同比降8.1%，吨钢人工、折旧、制造费用及其他均全面下降。从成本占比结构来看，2020年韶钢松山吨钢原料燃料成本占比最高，达76.1%。

表 5：2020年韶钢松山吨钢成本控制能力拆解（单位：元/吨）

	吨钢原料燃料	吨钢能源动力	吨钢人工	吨钢折旧	吨钢制造费用及其他	吨钢总成本
2020 年	2296.0	398.9	92.0	114.6	113.6	3015.2
同比绝对值	-35.4	-35.2	-15.8	-21.7	-17.8	-125.9
同比变化幅度	-1.5%	-8.1%	-14.6%	-15.9%	-13.5%	-4.0%
2020 年占比	76.1%	13.2%	3.1%	3.8%	3.8%	100.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

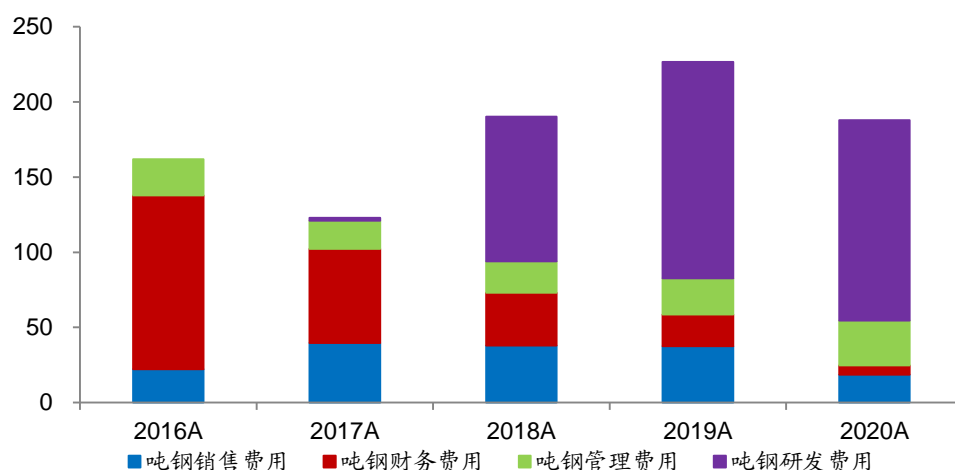
3.费用控制能力：吨钢销售、研发、财务费用全面下行带动吨钢期间费用同比降17.1%

2020年，韶钢松山期间费用合计15.1亿元、同比下降6.7%。其中，销售费用1.5亿元、同比下降44.4%，主因是根据新收入准则，将与合同履行成本相关的运输费用计入营业成本；财务费用0.5亿元，同比下降67.0%，主因是净利息支出同比减少，人民币对美元汇率升值，汇兑收益同比增加；管理费用2.4亿元、同比上升39.3%，主因是管理人员职工薪酬升高；研发费用10.7亿元，同比上升4.3%。

吨钢期间费用：2020年韶钢松山吨钢期间费用187.8元/吨、同比下降17.1%，主要原因是吨钢销售、研发、财务费用下降。其中，吨钢销售费用18.5元/吨，同比下降50.6%；吨钢财务费用6.2元/吨，同比下降70.6%；吨钢管理费用29.7元/吨，同比上升23.8%；吨钢研发费用133.3元/吨，同比下降7.3%。

期间费用率：2020年韶钢松山期间费用率4.8%、同比下降0.8PCT，三季度为全年最高、二季度为全年最低。从全年来看，韶钢松山销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为0.5%、0.2%、0.8%、3.4%，同比分别变化-0.4、-0.4、0.2、-0.1PCT。分季度来看，2020年韶钢松山的销售费用率、管理费用率相对稳定，分别在0.4%-0.6%、0.7%-0.8%区间内波动；财务费用率由一季度0.5%下降至四季度0.0%；研发费用率在1.5%~4.8%区间内波动。

图 4：2016-2020年韶钢松山吨钢期间费用情况（元/吨）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 6：2020年韶钢松山吨钢期间费用分季度情况

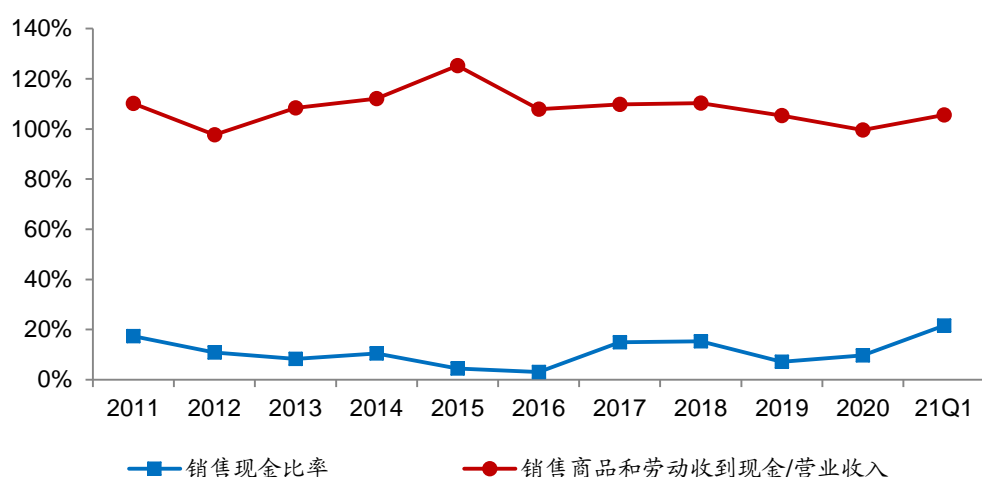
	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
2020Q1	4.9%	0.6%	0.5%	0.8%	3.0%
2020Q2	2.7%	0.4%	0.2%	0.7%	1.5%
2020Q3	5.9%	0.4%	0.0%	0.7%	4.8%
2020Q4	5.5%	0.5%	0.0%	0.8%	4.2%
2020A	4.8%	0.5%	0.2%	0.8%	3.4%
同比	-0.8PCT	-0.4PCT	-0.4PCT	0.2PCT	-0.1PCT

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）经营质量：获现能力相对稳定，营运能力有所提升，偿债能力明显上升

2020年，韶钢松山销售现金比率上升、销售商品和劳动收到现金占营收比例下降，获现能力相对稳定。2020年，韶钢松山销售现金比率（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）为9.7%、同比上升2.6PCT；销售商品和劳动收到现金占营收比例为99.6%，同比下降5.7PCT，整体获现能力相对稳定。

图 5：2020年韶钢松山获现能力相对稳定



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2020年，韶钢松山的应收账款周转率下降，存货、流动资产、固定资产、总资产周转率均上升，整体营运能力有所提升。2020年，韶钢松山的存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率分别为13.4、858.3、6.1、3.0、1.8次，同比分别变化1.6、-222.9、0.5、0.2、0.1次。

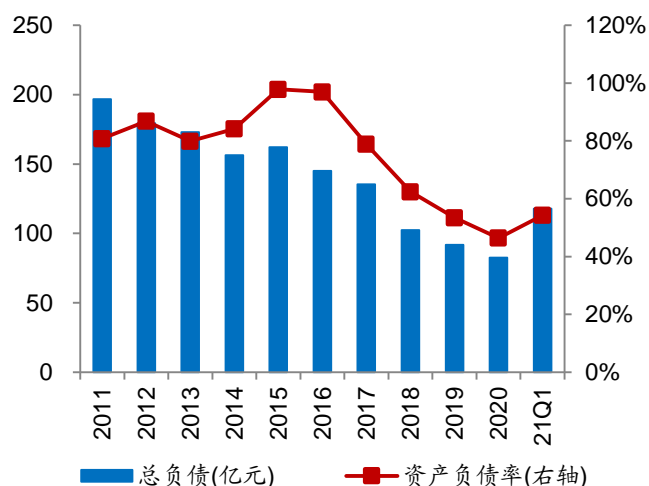
表 7：2016-2020年韶钢松山营运能力分析

	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	流动资产周转率（次）	固定资产周转率（次）	总资产周转率（次）
2016A	8.9	112.9	4.0	1.3	0.9
2017A	10.3	58.1	5.6	2.5	1.6
2018A	10.1	82.9	5.4	2.5	1.6
2019A	11.7	1081.2	5.5	2.8	1.7
2020A	13.4	858.3	6.1	3.0	1.8
同比	1.6	-222.9	0.5	0.2	0.1

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

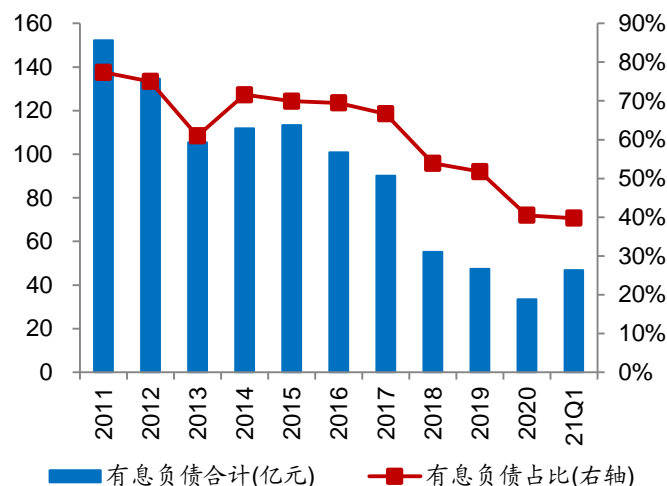
2020年，韶钢松山资产负债率和有息负债占比均下降至2011年以来的最低值，偿债能力明显提升。2020年，韶钢松山总负债规模82.5亿元、同比下降10.1%，资产负债率同比下降7.0PCT至2011年以来的最低值46.4%。从债务内部结构看，有息负债合计33.4亿元、同比下降29.7%，有息负债占总负债的比重为40.5%，同比下降11.3PCT，为2011年以来的最低值，流动比率和速动比率均明显改善。在本报告中，有息负债是指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

图 6：2011年以来韶钢松山负债及资产负债率变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 7：2011年以来韶钢松山有息负债及占比变化



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 8：2016-2020年韶钢松山偿债能力分析

	资产负债率	流动负债占比	有息负债占比	流动比率	速动比率
2016A	96.9%	95.0%	69.5%	30.6%	16.6%
2017A	78.9%	87.4%	66.7%	40.3%	21.3%
2018A	62.4%	96.6%	53.9%	52.7%	30.6%
2019A	53.4%	95.2%	51.8%	60.8%	35.9%
2020A	46.4%	94.5%	40.5%	65.2%	39.9%
同比 (PCT)	-7.0	-0.8	-11.3	4.3	4.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（四）环保治理：积极推进超净排放改造，提升绿色制造水平

根据公司2020年年报，截至2020年末，韶钢松山重要在建工程中技改、环保项目期末余额分别为3937.6、59995.4万元，较期初分别变化-92.0%、56.5%。

未来环保规划：根据公司2020年年报，公司将通过探索低碳冶金创新，提升绿色制造水平。根据2021年4月2日《韶钢松山:2021年度基建技改项目投资框架计划的公告》，公司2021年计划环保投资达65354.0万元，较2020年计划额增长1.8%。根据《2019年11月27日投资者关系活动记录表》，公司预期未来三年投入20-30个亿环保投入以达到超低排放标准。

表 9：2020年韶钢松山在建工程中部分重大项目列示（单位：万元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加	转入固定资产	其他减少金额	期末数
技改	13.4	48,930.9	69,864.0	114,857.4	0.0	3,937.6
环保	6.9	38,341.7	136,079.5	103,922.0	10,503.9	59,995.4

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（五）资产出售：向 JFE 钢铁株式会社出售宝特韶关 50.0%股权

根据2020年4月30日韶钢松山发布的《关于公开挂牌转让宝钢特钢韶关有限公司50%股权完毕的公告》，宝钢特钢韶关有限公司（简称“宝特韶关”，现更名为“宝武杰富意特殊钢有限公司”）原为韶钢松山全资子公司，韶钢松山以68,914万元出售宝钢特钢韶关有限公司50.00%的股权给JFE钢铁株式会社。2020年4月26日，宝特韶关股权转让的工商变更登记手续已办理完毕。此次股权转让交易对韶钢松山的影响：**（1）剥离宝特韶关，不再纳入公司合并报表范围。**此次交易后，韶钢松山与JFE钢铁株式会社各持有宝特韶关50.00%股权，公司不再拥有宝特韶关的控制权，宝特韶关转变为公司的合营企业，不再纳入公司合并报表范围。**（2）借助JFE钢铁株式会社合作促进公司特钢发展。**韶钢松山与JFE钢铁株式会社合资，将有利于发挥其先进技术、质量管控和精益管理等优势，进一步提升特钢的产品质量，优化产品结构、拓展市场渠道，提升市场品牌含金量和产品附加值，对韶钢松山特钢产业的经营发展起到积极作用。根据《韶钢松山：2020年6月15日投资者关系活动记录表》，韶钢松山与JFE钢铁株式会社在日系车的销售上协同推进；在特钢的产品结构上，也将会有所优化。

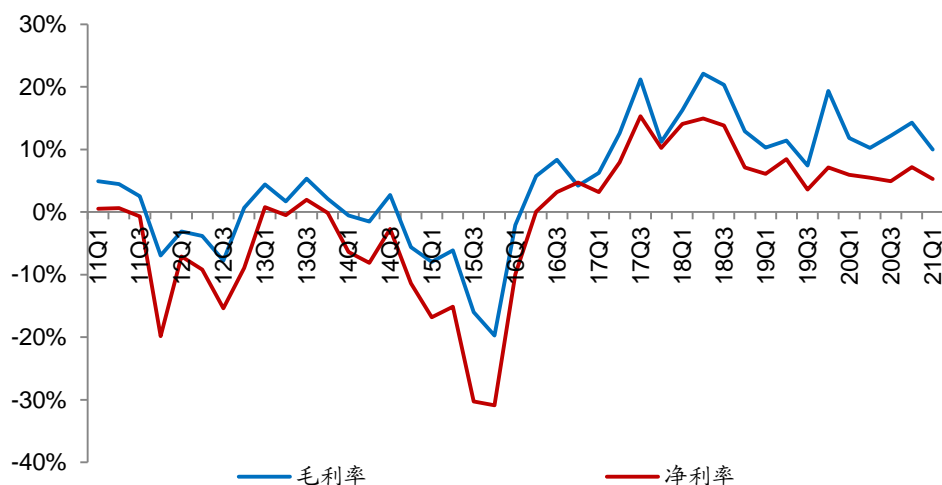
二、2021Q1 业绩：营业收入、归母净利润同比分别增长 24.2%、11.9%，控费能力提升

根据公司 2021 年一季报，2021Q1 韶钢松山实现营业收入 78.8 亿元，同比增加 24.2%，归母净利润 4.2 亿元、同比增加 11.9%，归母扣非净利润 4.1 亿元、同比增加 14.2%，每股收益 0.17 元/股、同比增加 11.9%，销售毛利率 10.0%、同比下降 1.8PCT，销售净利率 5.3%、同比下降 0.6PCT，ROE（摊薄）为 4.2%。

1.盈利能力：2021Q1 韶钢松山毛利率、净利率同环比均下滑，盈利能力走弱

2021Q1 韶钢松山受累于建材季节性需求走弱、高炉中修，毛利率、净利率同环比均下滑，盈利能力同环比均走弱。根据公司 2021 年一季报，2021Q1 韶钢松山的毛利率达 10.0%，同比下降 1.8PCT，环比下降 4.3PCT；净利率 5.3%，同比下降 0.6PCT，环比下降 1.9PCT。2021Q1 公司的毛利率、净利率均处 2017 年以来较低水平。根据 2021 年 4 月 30 日公司在互动易平台的回答，21Q1 公司对 8 号高炉进行中修，铁水产量同比减少约 25.0 万吨。

图 8：2011 年以来，韶钢松山单季度的毛利率与净利率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

2.费用控制能力：2021Q1 研发费用率下降带动期间费用同环比均下降至 3.6%

根据公司 2021 年一季报，2021Q1 韶钢松山期间费用合计 2.9 亿元，同比下降 7.6%，环比下降 43.2%。其中，销售费用 0.4 亿元，同比下降 2.4%，环比下降 18.1%；财务费用 0.08 亿元，同比下降 74.6%，环比上升 489.3%；管理费用 0.6 亿元、同比上升 16.8%，环比下降 16.1%；研发费用 1.8 亿元，同比下降 4.3%，环比下降 53.2%。

期间费用率：根据公司 2021 年一季报，2021Q1 韶钢松山期间费用率 3.6%，受益于研发费用率下降，期间费用率同比下降 1.3PCT，环比下降 1.9PCT。韶钢松山销

售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率分别为 0.5%、0.1%、0.8%、2.3%，同比分别变化-0.1、-0.4、-0.1、-0.7PCT，环比分别变化 0.0、0.1、0.0、-1.9PCT。

表 10: 2021Q1度韶钢松山期间费用率情况

	期间费用率	销售费用率	财务费用率	管理费用率	研发费用率
21Q1	3.6%	0.5%	0.1%	0.8%	2.3%
同比(PCT)	-1.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.7
环比(PCT)	-1.9	0.0	0.1	0.0	-1.9

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

3.经营质量：获现、营运、偿债能力均同比提升，环比经营质量相对稳定

根据公司 2021 年一季报,2021Q1 韶钢松山销售商品和劳动收到的现金占营收比例、总资产周转率、资产负债率、流动比率较 2020 年分别上升、下降、上升、上升，2021Q1 较 2020 年全年公司获现能力上升、营运能力下降、偿债能力稳定，整体经营质量相对稳定。从同比看，2021Q1 韶钢松山销售商品和劳动收到的现金占营收比例、总资产周转率、资产负债率、流动比率同比均上升，公司获现、营运、偿债能力均同比提升。

表 11: 2021Q1韶钢松山经营质量分析

	销售商品和劳动收到现金/营业收入	总资产周转率(次)	资产负债率	流动比率
21Q1	105.5%	0.7	54.3%	78.5%
同比(PCT)	6.2	0.4	1.2	15.3
较 2020 年变化(PCT)	5.9	-1.1	7.8	13.4

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、2021 年计划：粗钢产量减少 4.0%，销售商品坯材增 18.7%，营收同比增 15.7%

2021年经营计划：根据公司2020年年报，2021年计划生产铁、钢、材分别为600.0、770.0、754.0万吨，同比变化-8.0%、-4.0%、-1.8%，计划销售商品坯材954.0万吨（含“基地管理、品牌运营”的销量），同比增长18.7%。从历史数据来看，2017年以来，韶钢松山钢材产量计划完成率均超100.0%、商品坯材产销率均达到90.0%。计划2021全年实现营业收入365.0亿元、同比增长15.7%。根据2021年4月2日《韶钢松山:2021年度基建技改项目投资框架计划的公告》，2021年度全年公司计划安排基建技改投资总额22.4亿元、较2020年计划额增长3.1%。

表 12：2016-2020年韶钢松山年度生产计划与实际表现一览

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
上年年报计划钢材产量（万吨）	560.0	509.0	585.0	675.0	720.0
当年实际实现钢材产量（万吨）	498.0	580.0	635.0	713.0	768.0
钢材产量计划完成率	88.9%	113.9%	108.5%	105.6%	106.7%
当年商品坯材产量（万吨）	497.6	633.4	635.5	740.7	802.4
当年商品坯材销量（万吨）	494.2	575.4	641.3	714.5	804.0
销量/产量	99.3%	90.9%	100.9%	96.5%	100.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

表 13：2021年韶钢松山计划基建技改项目161项，投资总额224416万元

投资项目	合计	降本增效	增加产能	装备措施	环保	节能	消防安全	信息化	其它（含零固）
项目数	161	12	1	38	38	7	9	22	34
投资额(万元)	224,416	19,607	10,000	107,258	65,354	4,784	6,921	2,353	8,139

数据来源：2021年4月2日《韶钢松山:2021年度基建技改项目投资框架计划的公告》、广发证券发展研究中心

四、公司看点：区位优势明显，拓展管理产能，高研发投入助产品结构升级，控本能力持续提升

广东省建筑钢材供不应求，韶钢松山是广东省最大钢企之一、产品市占率领先。韶钢松山拥有**660.0万吨粗钢产能**。钢材产能方面，韶钢松山拥有长材产能合计**420.0万吨**，板材产能**126.0万吨**，特钢产能**113.0万吨**。根据Mysteel 2020年12月30日《广东建材2020年市场回顾及2021年展望》，2020年广东地区建筑钢材年需求量约为3800.0-4000.0万吨，供应量2300.0-2400.0万吨，供应缺口在1500.0-1600.0万吨。根据公司2020年年报，广东省为公司的主要销售区域，2020年广东省营收占比达95.8%。根据公司2019年年报，公司特钢、线材、中厚板、建筑用材产品在广东市场的占有率分别达50.0%、25.0%、22.0%和13.0%，应用领域广泛。根据2021年1月24日《2021广东省政府工作报告》、2021年1月25日广东省发改委《今年广东将干哪些重大项目？》，广东省计划2021年固定资产投资同比增长8.0%左右，重点项目年度投资8000.0亿元、较2020年计划额增长14.3%，较2020年实际投资额减少13.7%。我们预计2021年在粤港澳大湾区建设加速的背景下，广东地区的建筑用钢需求韧性较强，韶钢松山作为广东最大钢企，省内市占率较高，充分整合省内电炉钢产能，实行基地管理、品牌运营，有望充分受益。

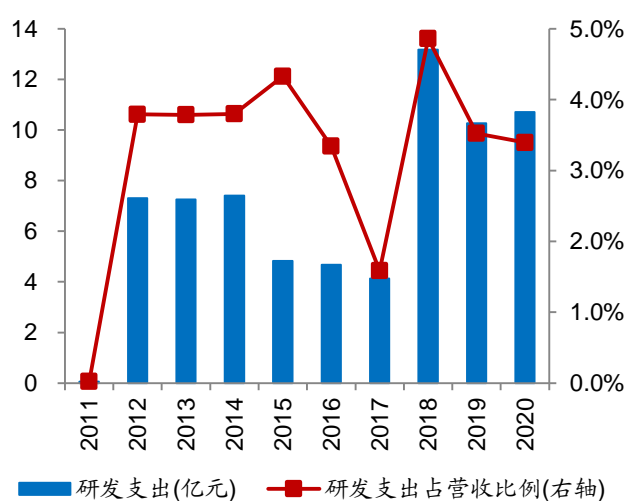
整合广东省存量短流程钢企，提升市场影响力。根据公司2020年年报，积极探索“基地管理、品牌运营”的商业模式，整合广东省内存量短流程钢铁企业，提升规范存量钢铁企业的质量，提高钢铁产业集中度，增强公司品牌的市场竞争力。2021年，围绕“深化基地管理、品牌运营，促区域钢铁高质量发展”的目标，公司将继续深化基地间协同，深入推动公司生产制造和物流管理体系在基地的有效覆盖。强化区域市场维护与协同，不断拓宽渠道，完善基地销售体系，实现各基地之间的优势互补，在提高效率、提升品牌影响力上取得更大成效。进一步优化布局、强化管理移植，引领区域钢铁企业走安全、环保、低碳、智慧的绿色发展之路。根据2021年3月6日《韶钢松山:关于与广东粤北联合钢铁有限公司签署框架协议的公告》、《韶钢松山:关于与惠东县华业铸造厂签署框架协议的公告》，粤北钢铁、华业铸造将承揽公司“韶钢牌”热轧建筑钢材轧制业务，新商业模式对于韶钢松山现有产品的产销具有一定的协同效应，也将进一步提升公司在区域市场的产品占有率。根据2021年4月20日兰格钢铁网《中国宝武一年内已签7家民营钢企！韶钢：2021年确保拓展管理产能360万吨、挑战500万吨》，**2021年韶钢松山拓展管理产能瞄准确保360万吨、挑战500万吨的年度目标。**

韶钢松山的成本费用管控能力持续提升，多措施持续提高采购、生产和销售成本控制能力。根据2020年公司年报，韶钢松山深化全面对标找差，2020全年实现项目降本28.3亿元，效益体现9.6亿元。2021年，公司将继续通过对标挖潜、体系降本，打造具有成本优势的核心竞争力。此外，根据2020年3月31日韶钢松山发布的《关于对外投资设立合资公司暨关联交易的公告》，韶钢松山拟以自有资金4000万元出资，与宝武集团、马钢集团、鄂城钢铁、重庆钢铁共同成立合资公司宝武原料采购服务有限公司，韶钢松山占其注册资本的8%。韶钢松山出资参与组建宝武原料采购服务

有限公司，此举通过构建统一运作的原料资源共享平台，可以解决分散采购导致的资源平衡、谈判签约、金融服务、风险管理、物流配送、智慧供应链等六大痛点，提升公司的资源保障能力，提高公司进口矿等大宗料采购成本竞争力。

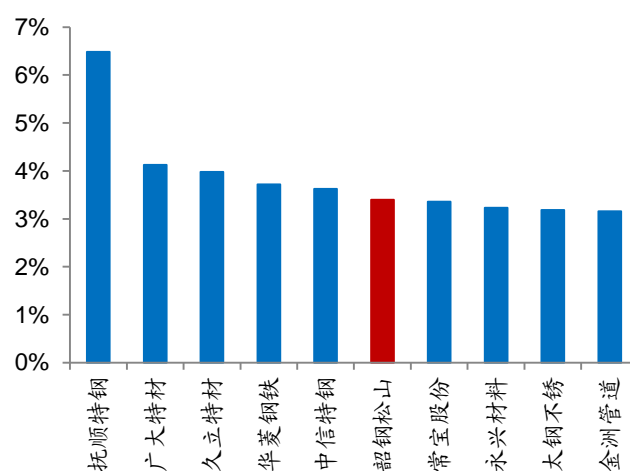
韶钢松山重视研发，积极推动产品结构升级。公司在立足特钢新产品研发基础上，打造公司优特钢战略品牌，实现产品“普转优”、“优转特”，促进公司产品结构转型升级，增强产品竞争力。而高研发投入有助于公司实现产品结构升级，提升盈利韧性。2020年公司研发支出占营收比例达3.4%，新产品销售率达5.3%，全年共开发新产品牌号74个，其中普材新产品牌号24个，特钢新产品牌号50个，共销售新产品4.4万吨，其中普材新产品0.7万吨，特钢新产品3.7万吨。2020年公司研发费用率3.4%，在36家申万钢企中排名第6。

图 9：2011年韶钢松山研发支出与占营收比例



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 10：2020年申万钢企研发费用率排名前十情况

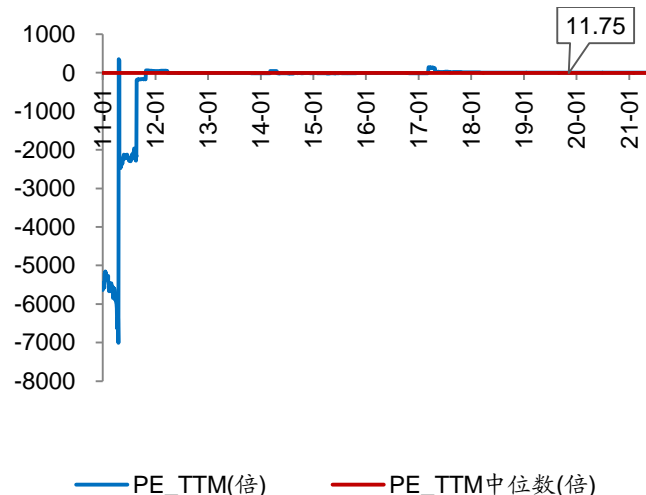


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

分红情况改善。根据公司年报，韶钢松山2010-2018年均未进行现金分红，2019-2020年公司现金分红占归母净利润比例分别为19.9%、26.0%。根据《韶钢松山:股东分红回报规划(2020-2022年)》，公司2020-2022年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的30.0%。未来随着韶钢松山盈利韧性增强，可供股东分配利润累积，公司分红情况有望改善。

PB估值处2011以来相对低位。韶钢松山PE_TTM、PB_LF估值分别处于2011年以来84.2%、48.6%分位。截至2021年5月12日，从PE_TTM估值指标来观测，韶钢松山PE_TTM为7.16倍，处于2011年至今数据的84.2%分位（2011年以来中位数11.75倍）。从PB_LF估值指标来观测，韶钢松山PB_LF为1.37倍，处于2011年至今数据的48.6%分位（2011年以来中位数0.83倍）。

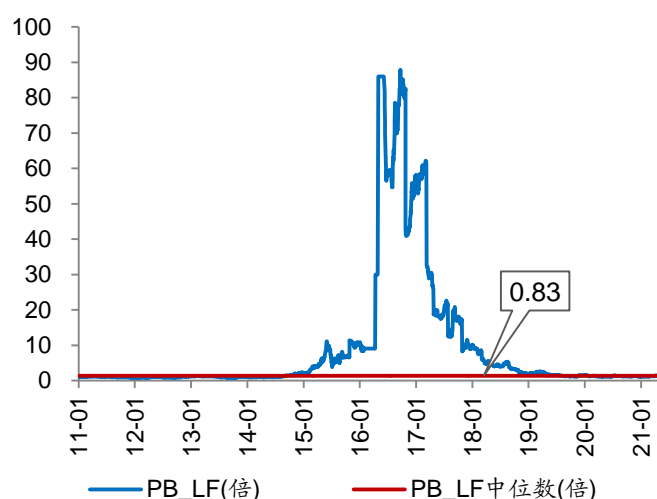
图 11: 2011年至今韶钢松山PE_TTM估值



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: PE 规则为 TTM, 即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度归属母公司股东净利润和。

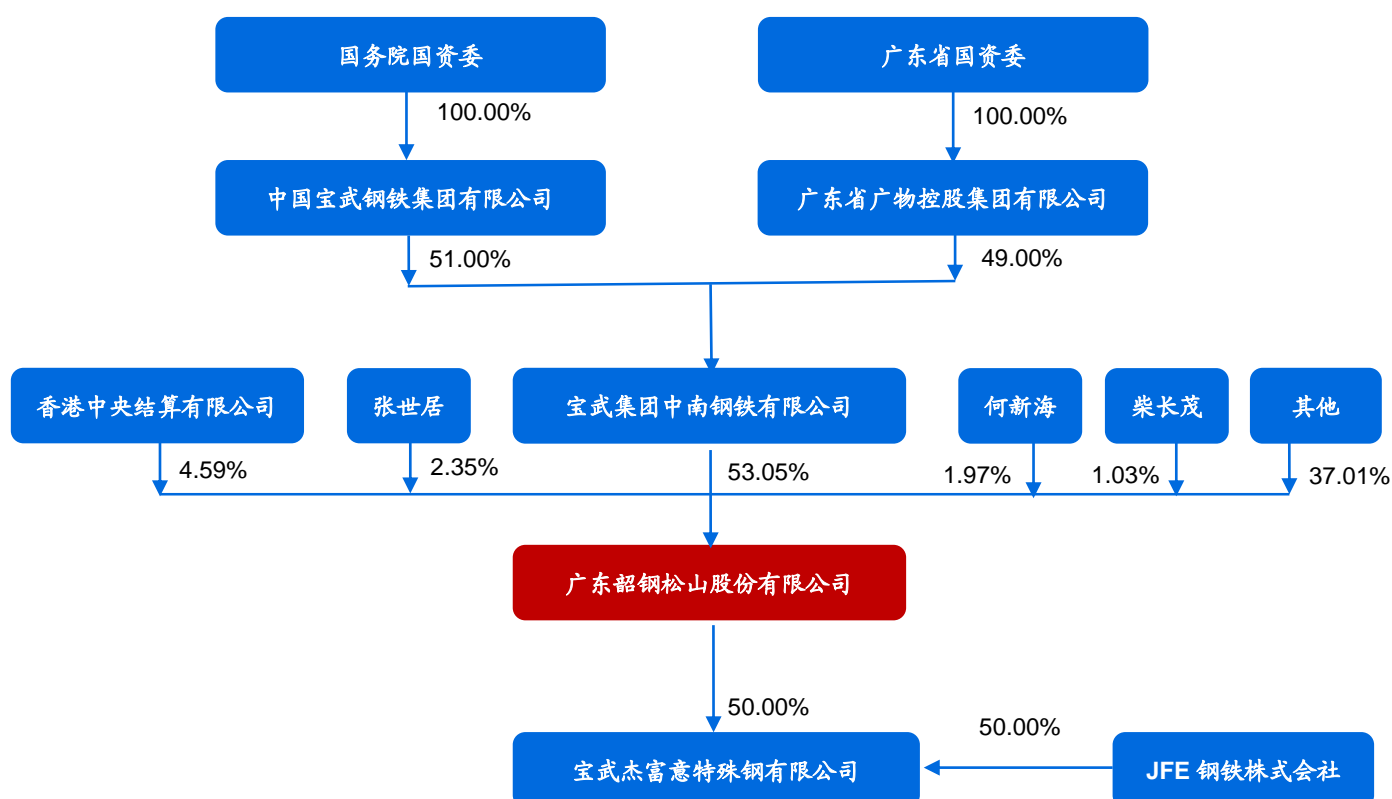
图 12: 2011年至今韶钢松山PB_LF估值



数据来源: 公司财报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: PB_LF 估值为即数据点当天总市值/截至该数据点前最新一个季度已披露财报股东权益(不含少数股东权益)

图 13: 截至2021年3月末, 韶钢松山股权结构图



数据来源: 公司2021年一季报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: 宝武杰富意特殊钢有限公司的持股比例信息截至2020年12月31日。

五、盈利预测与投资建议：拓展管理产能增强区位优势，高研发投入助产品结构升级，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：根据公司2020年年报，2021年计划生产铁、钢、材分别为600.0、770.0、754.0万吨，同比变化-8.0%、-4.0%、-1.8%，计划销售商品坯材954.0万吨（含“基地管理、品牌运营”的销量），同比增长18.7%。从历史数据来看，2017年以来，韶钢松山钢材产量计划完成率均超100.0%、商品坯材产销率均达到90.0%。公司主要产品为棒材、线材等长材，广泛应用于建筑业相关领域，在广东地区市场占有率领先。基于广东建筑业需求韧性较强，公司高研发投入助力产品结构持续升级，推动区域钢铁产能整合，竞争力有望进一步提升。结合广东省钢材市场需求趋势、公司产品区域市占率以及公司2021年生产计划，我们预计2021年公司钢材产量同比增长1.6%至780万吨，钢材销量同比增长7.0%至860万吨。综合分析公司钢材产能和市场定位，预计2022-2023年公司钢材产量小幅增长、钢材销量明显增长，整体产销顺畅。

（2）价：受益于经济复苏、需求提升，碳中和促进钢铁减产，预计2021年钢铁行业供需明显改善，钢价大幅上涨，考虑所在广东地区钢材供需格局较好，韶钢松山加快区域整合、产品结构升级，因此我们预计2021年公司钢材均价上涨12.0%左右。预计2022-2023年经济继续修复、碳中和继续促进钢铁供给收缩，钢铁供需格局将边际改善，主要钢材品种价格较2021年明显上涨。

（3）毛利：四大矿山2021年铁矿石计划产量增长中枢2.0%，国内铁矿石需求增速下降，海外经济修复，预计2021年全球生铁产量增速将提升，供需格局相对偏强，全球流动性宽松，预计铁矿石价格涨幅较钢价偏弱，预计2021年钢材品种毛利将上升。基于2022-2023年全球铁矿石产能扩张、产量提升，预计2022-2023年铁矿石价格涨幅收窄，预计主要钢材品种毛利将继续上升。

表 14：韶钢松山的主营业务预测（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入合计	27,112	29,143	31,556	37,457	40,521	43,003
其中：板材	4,007	4,253	4,663	5,781	6,493	7,053
棒材（螺纹钢）	12,889	13,934	14,836	17,923	19,424	20,702
线材	4,732	4,916	5,454	6,651	7,253	7,773
特钢	2,888	2,855	3,068	3,214	3,307	3,309
焦化产品及其他	2,596	3,185	3,535	3,888	4,044	4,165
营业成本合计	22,319	25,610	27,711	31,578	33,785	35,497
其中：板材	3,351	3,909	4,015	4,796	5,280	5,683
棒材（螺纹钢）	10,150	11,550	12,493	14,523	15,551	16,419
线材	3,647	4,229	4,737	5,549	6,092	6,474
特钢	2,638	2,753	2,997	3,136	3,217	3,204
焦化产品及其他	2,532	3,168	3,469	3,573	3,644	3,717
营业毛利合计	4,794	3,533	3,845	5,880	6,736	7,506
其中：板材	656	344	648	985	1,213	1,370
棒材（螺纹钢）	2,738	2,384	2,343	3,400	3,873	4,283
线材	1,085	687	717	1,102	1,161	1,299
特钢	251	102	71	78	89	106
焦化产品及其他	64	17	66	316	400	448

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

韶钢松山为广东省最大的钢企之一，区域竞争力强，控本能力持续提升，高研发投入助力产品结构持续升级，公司盈利韧性有望增强。预计公司2021-2023年EPS为1.50/1.79/2.04元，对应2021年5月12日收盘价，2021-2023年PE为3.75/3.16/2.76倍，2021年PB为1.09倍。

PE估值法：2011年至今PE_TTM估值中枢为7.05倍，可比公司方大特钢、柳钢股份、三钢闽光2021年Wind一致预期市值加权PE估值为6.26倍，我们预计公司归母净利润2021年大幅上升，2022/2023年盈利继续上升，公司重视研发、积极推动产品结构升级，盈利韧性有望增强，我们预计公司2021年合理PE为6倍左右，以2021年预测EPS为1.50元计算，公司合理价值为9.00元/股，对应2021年PB为1.73倍。

表 15: 韶钢松山的可比公司PE估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600507.SH	方大特钢	9.26	1.27	1.32	1.39	7.29	7.02	6.66
601003.SH	柳钢股份	7.83	1.61	1.68	1.77	4.86	4.66	4.42
002110.SZ	三钢闽光	8.80	1.33	1.37	1.41	6.62	6.42	6.24

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 方大特钢、柳钢股份和三钢闽光 2021-2023 年 EPS 估值取自 Wind 一致预期, 最新收盘价为 2021 年 5 月 12 日收盘价。

PB估值法: 2011年至今PB_LF估值中枢为1.37倍, 可比公司方大特钢、柳钢股份、三钢闽光2021年Wind一致预期市值加权PB估值为1.39倍, 我们预计公司2021年合理PB为1.5倍左右, 以2021年预测每股净资产为5.20元计算, 公司合理价值为7.80元/股, 对应2021年PE为5.20倍。

表 16: 韶钢松山的可比公司PB估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价 (元/股)	每股净资产 (元/股)			PB (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600507.SH	方大特钢	9.26	4.66	5.14	5.61	1.99	1.80	1.65
601003.SH	柳钢股份	7.83	6.21	7.89	9.66	1.26	0.99	0.81
002110.SZ	三钢闽光	8.80	9.23	10.19	11.18	0.95	0.86	0.79

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 方大特钢、柳钢股份和三钢闽光 2021-2023 年每股净资产估值取自 Wind 一致预期, 最新收盘价为 2021 年 5 月 12 日收盘价。

综合考虑PB、PE估值, 我们认为2021年随着钢铁行业在碳中和背景下供给收缩, 驱动长期供需改善, 行业盈利改善助推估值修复。韶钢松山作为广东最大钢企之一, 区域产品市占率高, 积极拓展管理产能增强区位优势, 推动产品结构升级, 依托宝武集团持续提升控本能力, 因此我们认为PE估值法下公司合理价值9.00元/股更能体现公司未来发展, 维持“买入”评级。

六、风险提示

- 1.宏观经济大幅波动;
- 2.主流矿产量不达预期,铁矿石价格大涨;
- 3.行业粗钢产量负增长情况低于预期;
- 4.计划产量完成度低于预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,314	5,075	7,216	10,575	13,337	经营活动现金流	2,071	3,065	4,821	5,917	6,298
货币资金	1,581	1,653	1,937	3,244	3,790	净利润	1,824	1,861	3,635	4,320	4,939
应收及预付	265	313	349	377	396	折旧摊销	1,096	999	1,039	1,050	1,087
存货	2,180	1,970	2,393	2,507	2,653	营运资金变动	-938	14	133	539	256
其他流动资产	1,288	1,138	2,538	4,446	6,498	其它	89	191	14	8	16
非流动资产	11,858	12,682	13,669	14,580	15,596	投资活动现金流	-1,177	-1,117	-2,543	-3,331	-3,367
长期股权投资	3	1,006	1,006	1,006	1,006	资本支出	-1,154	-1,420	-944	-844	-865
固定资产	10,498	10,464	10,572	10,711	10,933	投资变动	-3	341	-70	-18	-15
在建工程	993	785	1,025	1,225	1,425	其他	-20	-38	-1,530	-2,469	-2,487
无形资产	214	283	340	400	459	筹资活动现金流	-768	-2,018	-1,998	-1,281	-2,386
其他长期资产	150	144	727	1,238	1,773	银行借款	3,506	3,612	-869	478	124
资产总计	17,171	17,756	20,885	25,155	28,933	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	8,735	7,789	7,806	8,826	9,376	其他	-4,274	-5,630	-1,130	-1,758	-2,510
短期借款	3,028	1,410	500	932	1,012	现金净增加额	92	-59	285	1,307	546
应付及预收	5,198	5,144	6,068	6,423	6,780	期初现金余额	1,490	1,581	1,653	1,937	3,244
其他流动负债	509	1,235	1,238	1,471	1,584	期末现金余额	1,581	1,522	1,937	3,244	3,790
非流动负债	438	457	507	550	595	主要财务比率					
长期借款	146	200	242	287	332	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	291	256	265	262	263	营业收入增长	7.5%	8.3%	18.7%	8.2%	6.1%
负债合计	9,173	8,246	8,313	9,376	9,971	营业利润增长	-42.7%	15.8%	91.0%	18.6%	14.3%
股本	2,420	2,420	2,420	2,420	2,420	归母净利润增长	-44.8%	2.1%	95.3%	18.8%	14.3%
资本公积	3,209	3,168	3,168	3,168	3,168	获利能力					
留存收益	2,373	3,926	6,988	10,194	13,377	毛利率	12.1%	12.2%	15.7%	16.6%	17.5%
归属母公司股东权益	7,999	9,510	12,572	15,778	18,961	净利率	6.3%	5.9%	9.7%	10.7%	11.5%
少数股东权益	0	0	0	0	0	ROE	22.8%	19.6%	28.9%	27.4%	26.0%
负债和股东权益	17,171	17,756	20,885	25,155	28,933	ROIC	16.0%	16.8%	26.6%	24.8%	23.8%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	53.4%	46.4%	39.8%	37.3%	34.5%
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	净负债比率	114.7%	86.7%	66.1%	59.4%	52.6%
营业收入	29,143	31,556	37,457	40,521	43,003	流动比率	0.61	0.65	0.92	1.20	1.42
营业成本	25,610	27,711	31,578	33,785	35,497	速动比率	0.33	0.36	0.58	0.88	1.10
营业税金及附加	149	137	182	192	202	营运能力					
销售费用	268	149	140	138	136	总资产周转率	1.70	1.78	1.79	1.61	1.49
管理费用	171	239	234	229	224	应收账款周转率	879.02	781.58	811.57	801.32	804.71
研发费用	1,027	1,072	1,131	1,185	1,240	存货周转率	13.37	16.01	15.65	16.16	16.21
财务费用	151	50	47	40	32	每股指标 (元)					
资产减值损失	-13	0	-4	-3	-3	每股收益	0.75	0.77	1.50	1.79	2.04
公允价值变动收益	2	-19	26	25	23	每股经营现金流	0.86	1.27	1.99	2.45	2.60
投资净收益	71	25	50	47	52	每股净资产	3.31	3.93	5.20	6.52	7.84
营业利润	1,950	2,259	4,314	5,114	5,845	估值比率					
营业外收支	-9	-36	-37	-32	-34	P/E	6.29	5.55	3.75	3.16	2.76
利润总额	1,942	2,223	4,276	5,082	5,811	P/B	1.43	1.09	1.09	0.86	0.72
所得税	118	362	641	762	872	EV/EBITDA	4.36	3.19	2.39	1.94	1.66
净利润	1,824	1,861	3,635	4,320	4,939						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
归属母公司净利润	1,824	1,861	3,635	4,320	4,939						
EBITDA	3,013	3,248	5,231	6,042	6,790						
EPS (元)	0.75	0.77	1.50	1.79	2.04						

广发钢铁行业研究小组

李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。