

韶钢松山 (000717.SZ)

享区位优势，产品结构升级增强盈利韧性

核心观点：

- **20H1 业绩：**钢材量增价跌助营收同比增 5.5%，期间费用、所得税费用大增致归母净利同比降 18.3%。20H1 公司营业总收入 145.5 亿元、同比增 5.5%，归母净利 8.2 亿元、同比减 18.3%，每股收益 0.34 元/股、同比减 18.3%，ROE（摊薄）为 9.7%、同比降 4.3PCT。（1）产量：20H1 生产铁、钢、材分别 326、390、375 万吨，同比增 2.4%、7.0%、8.6%。（2）业务结构：20H1 钢铁贡献九成营收、毛利占比超 98%，其中长材贡献六成营收、八成毛利。（3）盈利能力：20H1 钢铁毛利率同比微降，管理、研发费用率同比微升导致期间费用率小升。（4）经营质量：20H1 获现能力有所下降，营运能力相对稳定，偿债能力明显提升。（5）资产出售：向 JFE 钢铁株式会社出售宝特韶关 50% 股权。
- **2020 年计划：**生产钢材 720.0 万吨，焦炭 268.0 万吨，分别较 2019 年实际产量增 1.0% 和减 0.7%，计划基建技改投资 21.8 亿元。20H1 铁、钢、材产量的计划完成率分别为 50.9%、52.3%、52.1%。
- **公司看点：**广东省钢材供需格局好，公司是广东省最大钢企、产品市占率领先；成本管控能力强，持续提高采购、生产、销售成本控制能力；重视研发，积极推动产品结构升级，盈利韧性有望增强；分红情况改善；当前 PB_LF 估值处 2011 年来 38.9% 分位。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 20-22 年 EPS 为 0.73/0.84/0.88 元，对应 20 年 9 月 18 日收盘价，20-22 年 PE 为 5.89/5.13/4.89 倍，20 年 PB 为 1.06 倍。参照可比公司估值水平，我们预计公司 20 年合理 PB 为 1.3 倍左右，以 20 年预测每股净资产 4.06 元计算，公司合理价值为 5.28 元/股，对应 20 年 PE 约 7 倍，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，铁矿石价格大幅上涨；计划产量完成度低于预期；新冠疫情对需求的影响。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27,112	29,143	27,528	28,608	29,440
增长率（%）	8.0	7.5	-5.5	3.9	2.9
EBITDA（百万元）	4,713	3,013	3,476	3,697	3,868
归母净利润（百万元）	3,306	1,824	1,774	2,036	2,137
增长率（%）	28.2	-44.8	-2.7	14.8	5.0
EPS（元/股）	1.37	0.75	0.73	0.84	0.88
市盈率（P/E）	3.33	6.29	5.89	5.13	4.89
ROE（%）	53.5	22.8	18.1	17.1	15.3
EV/EBITDA	2.84	4.36	3.67	3.37	3.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

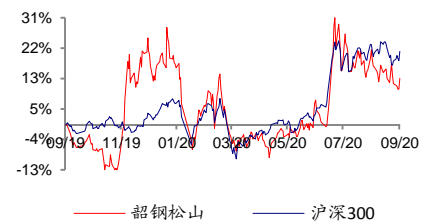
公司评级

当前价格	4.32 元
合理价值	5.28 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-18

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）	10452/10452
一年内最高/最低（元）	5.07/3.45
30 日日均成交量/成交额（百万）	28/121
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	5.88/19.49

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)：区位优势明显，高研发投入助产品结构升级 2020-04-12

目录索引

一、20H1 业绩：钢材量增价跌助营收同比增 5.5%，期间费用、所得税费用大增致归母净利润同比降 18.3%.....	4
（一）业务拆分：20H1 钢铁贡献九成营收、毛利占比超 98%，其中长材贡献六成营收、八成毛利.....	5
（二）盈利能力：20H1 钢铁毛利率同比微降，管理、研发费用率同比微升导致期间费用率小升.....	6
（三）经营质量：20H1 获现能力有所下降，营运能力相对稳定，偿债能力明显提升.....	8
（四）环保治理：积极推进超净排放改造，落实集团“三治四化”方法与“两于一入”目标.....	10
（五）资产出售：向 JFE 钢铁株式会社出售宝特韶关 50%股权.....	11
二、2020 年计划：钢材产量增长 1%，基建技改投资 21.8 亿元.....	12
三、公司看点：区位优势明显，高研发投入助产品结构升级，控本能力持续提高.....	13
四、盈利预测与投资建议：享区位优势，高研发投入助产品结构升级，维持“买入”评级.....	15
五、风险提示.....	18

图表索引

图 1: 2010 年以来韶钢松山营业总收入及同比增速	4
图 2: 2010 年以来韶钢松山归母净利润及同比增速	4
图 3: 2010 年以来韶钢松山的销售现金比率情况	8
图 4: 2010 年以来韶钢松山负债及资产负债率变化	9
图 5: 2010 年以来韶钢松山有息负债及占比变化	9
图 6: 2010-2019 年韶钢松山研发支出与占营收比例	14
图 7: 2019 年申万钢企研发支出占营收比例排名前十	14
图 8: 截至 2020 年 6 月末, 韶钢松山股权结构图	14
图 9: 2011 年至今韶钢松山 PB_LF 估值	17
图 10: 近 1 年韶钢松山 PB_LF 估值	17
表 1: 韶钢松山分季度、半年度利润表拆分 (单位: 亿元)	5
表 2: 20H1 韶钢松山业务分行业和分产品拆分	6
表 3: 韶钢松山钢材品种盈利与行业情况比较 (单位: 元/吨)	7
表 4: 韶钢松山分行业、分产品毛利率比较	7
表 5: 韶钢松山吨钢期间费用、期间费用拆解情况	8
表 6: 2015 年以来韶钢松山营运能力分析	9
表 7: 2015 年以来韶钢松山偿债能力分析	10
表 8: 20H1 韶钢松山在建工程中部分重大项目列示 (单位: 亿元)	10
表 9: 2015-2019 年韶钢松山年度生产计划与实际表现一览	12
表 10: 2020 年韶钢松山计划安排基建技改项目 176 项、投资总额 21.8 亿元 ...	12
表 11: 韶钢松山的主营业务预测 (单位: 百万元)	16
表 12: 韶钢松山的可比公司估值表	17

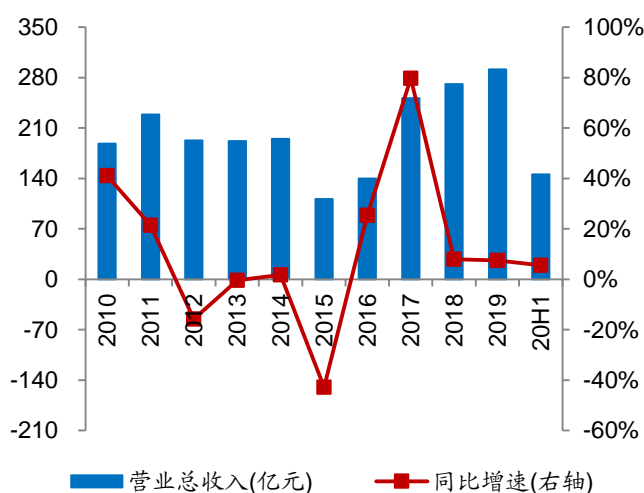
一、20H1 业绩：钢材量增价跌助营收同比增 5.5%，期间费用、所得税费用大增致归母净利同比降 18.3%

2020年上半年，韶钢松山生产铁、钢、材分别为326.0、390.0、375.0万吨，同比增加2.4%、7.0%、8.6%。

2020年上半年，韶钢松山实现营业总收入145.5亿元、同比增长5.5%，归母净利润8.2亿元、同比减少18.3%，归母扣非净利润8.1亿元、同比减少12.5%，每股收益0.34元/股、同比减少18.3%，销售毛利率10.9%、同比持平，销售净利率5.7%、同比下降1.6PCT，ROE（摊薄）为9.7%、同比下降4.3PCT。

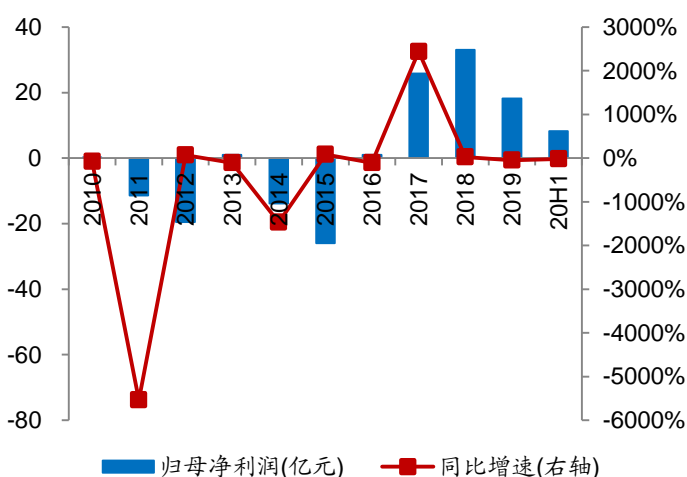
韶钢松山20H1利润分配预案：根据2020年中报，公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。

图 1：2010年以来韶钢松山营业总收入及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2010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

分半年度同比看，20H1韶钢松山营收、毛利均增长，期间费用、所得税费用大幅增加，导致归母净利润同比减少。根据2020年中报，20H1韶钢松山实现营业收入145.5亿元、同比增长5.5%，营业成本129.6亿元、同比增长5.5%，毛利15.9亿元、同比增长5.8%，期间费用5.4亿元、同比增长20.5%，所得税费用2.0亿元、同比增长132.9%，归母净利润8.2亿元、同比减少18.3%。所得税费用同比增加1.1亿元的主要原因是去年同期存在未弥补亏损。

分季度环比看，20Q2新冠肺炎疫情减弱，韶钢松山盈利环比明显增长。根据2020年中报，20Q2韶钢松山实现营收82.8亿元、环比增加31.9%，营业成本74.3亿元、环比增加34.3%，毛利8.5亿元、环比增加14.0%，归母净利润4.5亿元、环比增加21.6%。

表 1：韶钢松山分季度、半年度利润表拆分（单位：亿元）

	20Q1	同比	环比	20Q2	同比	环比	20H1	同比	环比
营业总收入	62.7	-5.7%	-16.3%	82.8	15.9%	31.9%	145.5	5.5%	-5.2%
营业收入	62.7	-5.7%	-16.3%	82.8	15.9%	31.9%	145.5	5.5%	-5.2%
营业成本	55.3	-7.2%	-8.4%	74.3	17.5%	34.3%	129.6	5.5%	-2.7%
毛利	7.4	8.1%	-48.9%	8.5	3.8%	14.0%	15.9	5.8%	-22.0%
销售费用	0.4	24.0%	-78.7%	0.4	14.6%	-3.4%	0.7	19.2%	-64.5%
管理费用	0.5	75.2%	-13.3%	0.6	103.3%	4.9%	1.1	88.5%	-4.6%
研发费用	1.9	15.6%	-73.7%	1.2	35.3%	-35.5%	3.1	22.6%	-60.4%
财务费用	0.3	34.1%	1.0%	0.1	-71.8%	-54.3%	0.5	-38.4%	-40.9%
资产减值损失	0.0	100.0%	-100.0%	0.0	100.0%	-	0.0	100.0%	-100.0%
信用减值损失	0.0	-	-100.0%	0.0	-	-	0.0	-	-189.5%
公允价值变动净收益	0.0	123.1%	141.2%	0.0	-95.4%	-81.5%	0.0	450.8%	2.7%
资产处置收益	0.0	-	-	0.0	-	-	0.0	-	-
投资净收益	0.0	100.0%	100.0%	0.2	-79.8%	-	0.2	-79.4%	151.4%
其他收益	0.1	-	-85.3%	0.0	-94.1%	-91.4%	0.1	-25.5%	-86.0%
营业利润	4.3	6.8%	-9.6%	6.0	-12.9%	38.4%	10.3	-5.6%	20.4%
营业外收入	0.0	-85.6%	-80.5%	0.0	64.5%	388.0%	0.0	-40.7%	3.2%
营业外支出	0.0	-	-100.0%	0.1	-	-	0.1	-	-11.2%
利润总额	4.3	6.8%	-7.8%	5.9	-14.1%	36.5%	10.2	-6.3%	20.7%
所得税	0.6	-	195.1%	1.4	61.7%	126.8%	2.0	132.9%	528.4%
净利润	3.7	-8.4%	-30.4%	4.5	-24.9%	21.6%	8.2	-18.3%	0.8%
归母净利润	3.7	-8.4%	-30.4%	4.5	-24.9%	21.6%	8.2	-18.3%	0.8%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（一）业务拆分：20H1 钢铁贡献九成营收、毛利占比超 98%，其中长材贡献六成营收、八成毛利

通过拆分20H1韶钢松山主营业务结构可知：钢铁业务依旧是公司创收、创利的主要来源，20H1钢铁贡献近九成营收、长材占比六成，营收结构相对稳定；钢铁贡献毛利超98%、长材贡献八成毛利，毛利结构受焦化产品及其他业务同比由亏转盈影响，钢铁毛利占比明显下降。

1. 产能：韶钢松山钢材产能659万吨，长材、板材、特钢占比分别为63.7%、19.1%、17.1%

根据韶钢松山《2019年11月27日投资者关系活动记录表》，韶钢松山拥有660.0万吨粗钢产能，659万吨钢材产能，其中：中厚板126.0万吨、棒材300.0万吨、高线

120.0万吨、特钢113.0万吨，长材、板材、特钢产能占比分别为63.7%、19.1%、17.1%。

2. 营收：20H1钢铁贡献近九成营收、长材占比六成，营收结构相对稳定

根据2020年中报，（1）分行业看，20H1韶钢松山钢铁业营收127.1亿元、同比增加4.1%，营收占比87.4%、同比下降1.2PCT；焦化产品及其他业务营收18.4亿元、同比增加16.5%亿元，营收占比12.6%、同比上升1.2PCT。（2）分产品看，20H1韶钢松山板材营收22.2亿元、同比增加3.7%，营收占比15.3%、同比下降0.3PCT；长材营收90.4亿元、同比增加1.7%，营收占比62.1%、同比下降2.3PCT；特殊钢及钢坯实现营收14.5亿元、同比增加23.1%，营收占比10.0%、同比上升1.4PCT。

3. 毛利：20H1钢铁贡献毛利超98.0%、长材贡献八成毛利，受焦化产品及其他同比由亏转盈影响，钢铁毛利占比明显下降

根据2020年中报，（1）分行业看，20H1韶钢松山的钢铁产品实现毛利15.7亿元、同比增长0.6%，毛利占比98.7%、同比降5.1PCT；焦化产品及其他业务实现毛利0.2亿元、同比由亏转盈增加137.9%，毛利占比1.3%、同比升5.1PCT。（2）分产品看，20H1韶钢松山的板材毛利2.7亿元、同比增加10.5%，毛利占比17.2%、同比上升0.7PCT；长材毛利12.8亿元、同比减少6.7%，毛利占比81.0%、同比下降10.8PCT；特殊钢及钢坯毛利0.1亿元、同比由亏转盈增加113.1%，毛利占比0.5%、同比升5.0PCT。

表 2：20H1韶钢松山业务分行业和分产品拆分

	营收 (亿元)	同比	营收占比	同比(PCT)	毛利(亿元)	同比	毛利占比	同比(PCT)
板材	22.2	3.7%	15.3%	-0.3	2.7	10.5%	17.2%	0.7
长材：棒材	67.3	2.8%	46.2%	-1.2	10.2	-7.3%	64.2%	-9.1
长材：线材	23.1	-1.3%	15.9%	-1.1	2.7	-4.2%	16.8%	-1.7
长材合计	90.4	1.7%	62.1%	-2.3	12.8	-6.7%	81.0%	-10.8
特殊钢及钢坯	14.5	23.1%	10.0%	1.4	0.1	113.1%	0.5%	5.0
钢铁产品	127.1	4.1%	87.4%	-1.2	15.7	0.6%	98.7%	-5.1
焦化产品及其他	18.4	16.5%	12.6%	1.2	0.2	137.9%	1.3%	5.1
合计	145.5	5.5%	100.0%	0.0	15.9	5.8%	100.0%	0.0

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）盈利能力：20H1 钢铁毛利率同比微降，管理、研发费用率同比微升导致期间费用率小升

1. 盈利能力：20H1钢铁毛利率同比微降，板材毛利率小升、长材毛利率小降，吨钢毛利降幅低于行业均值

吨钢毛利：20H1韶钢松山吨钢毛利同比明显下降，但降幅低于行业均值，显示

其盈利韧性。根据2020年中报，（1）纵向看，20H1韶钢松山的吨钢营收、吨钢营业成本同比分别下降4.1%、3.7%，吨钢毛利同比下降7.3%至417.5元/吨。（2）横向看，20H1韶钢松山的吨钢毛利同比降幅小于行业均值，盈利韧性良好。

毛利率：20H1钢铁毛利率同比微降，板材毛利率小升、长材毛利率小降。根据2020年中报，（1）分行业看，20H1韶钢松山的钢铁产品毛利率12.3%、同比下降0.4PCT，焦化产品及其他毛利率1.2%、同比上升4.7PCT。（2）分产品看，20H1韶钢松山的板材毛利率12.3%、同比上升0.8PCT，长材毛利率14.2%、同比下降1.3PCT，特殊钢及钢坯毛利率0.6%、同比上升6.2PCT。

表 3：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	吨螺纹钢毛利	吨热轧毛利	吨冷轧毛利
20H1	3389.6	2972.1	417.5	302.0	137.6	90.2
同比	-4.1%	-3.7%	-7.3%	-46.4%	-61.1%	-48.2%
环比	-9.3%	-7.3%	-21.7%	-22.9%	-22.8%	2485.7%

数据来源：公司财报、Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：Mysteel 测算的螺纹钢、热轧和冷轧毛利均只考虑现金成本、不考虑折旧。

表 4：韶钢松山分行业、分产品毛利率比较

	分行业		钢铁行业分产品					公司销售 毛利率
	钢铁产品	焦化产品及其他	板材	长材：棒材	长材：线材	长材	特殊钢及钢坯	
20H1 毛利率	12.3%	1.2%	12.3%	15.2%	11.5%	14.2%	0.6%	10.9%
同比(PCT)	-0.4	4.7	0.8	-1.6	-0.3	-1.3	6.2	0.0
环比(PCT)	-1.9	-3.4	7.6	-2.2	-4.4	-2.8	-9.4	-2.3

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：20H1管理、研发费用率同比微升导致期间费用率小升

20H1韶钢松山的管理、研发费用同比大升带动期间费用同比大升。根据2020年中报，20H1韶钢松山的期间费用为5.4亿元、同比大升20.5%。其中销售、管理、研发、财务费用分别为0.7、1.1、3.1、0.5亿元，同比分别变化19.2%、88.5%、22.6%、-38.4%。管理费用同比大升的主要原因是职工薪酬同比增长491.0%。研发费用同比大升的主要原因是公司创新提升体系能力，聚焦高等级工业线材，工程机械用钢等重点品种开展新产品研发，加大科研成果转化力度，20H1发明专利申请数同比增长185.0%。财务费用同比大降的主要原因是利息支出减少，汇兑损失降低。

吨钢期间费用：20H1韶钢松山吨钢管理、研发费用同比大幅上升带动吨钢期间费用大幅上升。根据2020年中报，20H1韶钢松山的吨钢期间费用达142.8元/吨，同比上升11.0%。其中吨钢销售、管理、研发、财务费用分别为19.6、29.0、82.1、12.2元/吨，同比分别变化9.8%、73.6%、12.9%、-43.2%。

期间费用率：20H1韶钢松山管理、研发费用率同比微升带动期间费用率小升。

根据2020年中报，20H1韶钢松山的期间费用率为3.7%、同比上升0.5PCT。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.5%、0.7%、2.1%、0.3%，同比变化0.1、0.3、0.3、-0.2PCT。

表 5：韶钢松山吨钢期间费用、期间费用拆解情况

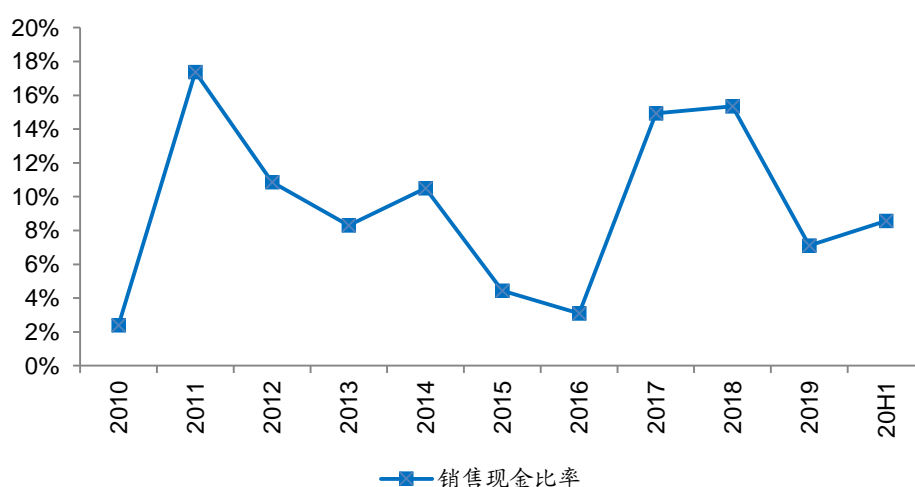
吨钢期间费用绝对值（元/吨）						期间费用率拆解					
	销售	管理	研发	财务	期间		销售	管理	研发	财务	期间
20H1	19.6	29.0	82.1	12.2	142.8	20H1	0.5%	0.7%	2.1%	0.3%	3.7%
同比	9.8%	73.6%	12.9%	-43.2%	11.0%	同比(PCT)	0.1	0.3	0.3	-0.2	0.5

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（三）经营质量：20H1 获现能力有所下降，营运能力相对稳定，偿债能力明显提升

20H1韶钢松山销售现金比率小幅下降，获现能力有所下降。根据2020年中报，20H1韶钢松山的销售现金比率（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）为8.6%、同比下降0.6PCT，较2019年全年上升1.5PCT。

图 3：2010年以来韶钢松山的销售现金比率情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

20H1韶钢松山的存货、固定资产周转率同比上升，总资产周转率持平，应收账款、流动资产周转率下降，整体营运能力相对稳定。根据2020年中报，20H1韶钢松山的存货、应收账款、流动资产、固定资产、总资产周转率分别是6.3、320.1、2.7、1.5、0.8次，同比分别变化0.5、-117.9、-0.1、0.1、0.0次。

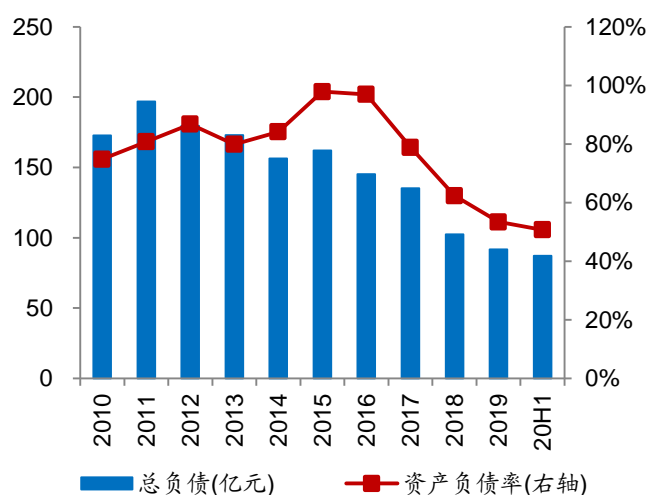
表 6: 2015年以来韶钢松山营运能力分析

	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)
2015A	9.0	113.3	3.2	0.8	0.6
2016A	8.9	112.9	4.0	1.3	0.9
2017A	11.4	70.6	6.0	3.1	1.8
2018A	10.6	103.0	5.6	2.9	1.8
2019A	11.7	1081.2	5.5	2.8	1.7
20H1	6.3	320.1	2.7	1.5	0.8
20H1 同比	0.5	-117.9	-0.1	0.1	0.0

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

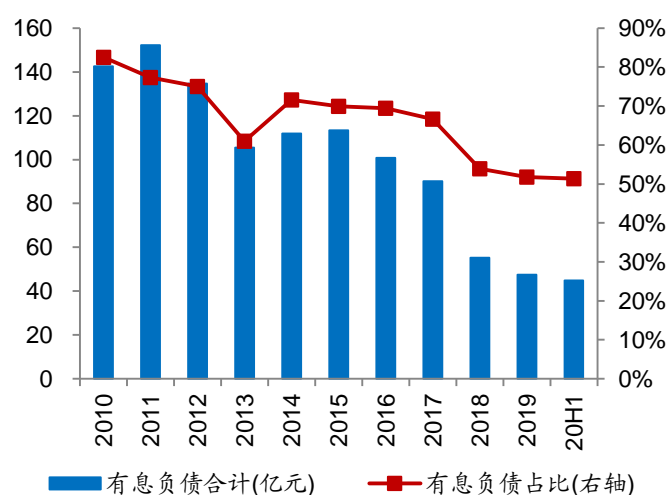
20H1韶钢松山资产负债率降至2010年以来的最低值, 有息负债占比明显上升, 流动比率上升, 偿债能力明显提升。根据2020年中报, 截至2020年6月末, 韶钢松山总负债规模87.2亿元、同比2019年6月末下降0.7%, 资产负债率由2015年的97.9%持续下行至50.7%, 为2010年以来的最低值。从债务内部结构看, 有息负债合计44.8亿元、占总负债的比重为51.4%, 同比2019年6月末上升1.7PCT, 为2010年以来的较低值, 流动比率和速动比率均明显改善。在本报告中, 有息负债是指短期借款、一年内到期的非流动负债、应付短期债券、长期借款、应付债券、长期应付款、应付票据和其他流动负债。

图 4: 2010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 5: 2010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 7：2015年以来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
2015A	97.9%	89.1%	69.9%	19.3%	11.8%
2016A	96.9%	95.0%	69.5%	30.6%	16.6%
2017A	79.4%	97.6%	61.2%	39.4%	21.4%
2018A	62.4%	96.6%	53.9%	52.7%	30.6%
2019A	53.4%	95.2%	51.8%	60.8%	35.9%
20H1	50.7%	95.4%	51.4%	67.4%	43.8%
20H1 同比(PCT)	-4.3	0.0	1.7	9.8	11.0

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，落实集团“三治四化”方法与“两于一入”目标

根据公司2020年中报，韶钢松山20H1在建工程期末余额7.5亿元，较2020年年初减少19.7%，重要在建工程预算17.3亿元（含环保项目预算3.2亿元、技改项目预算12.0亿元），转入固定资产8.6亿元，期末余额7.6亿元，较2020年年初减少19.5%。

未来环保规划：根据公司2019年年报，广东省从2019年1月1日起执行特别排放限值，要求全省长流程钢铁企业在2022年底前基本完成超低排放改造，公司环保的投入和管控压力大幅上升，大气污染防治压力有增无减。在此背景下，公司积极落实中国宝武“三治四化”（三治：废气超低排、废水零排放、固废不出厂，四化：洁化、绿化、美化、文化）的环保工作方法和“两于一入”（两于：高于标准、优于城区，一入：融入城市）的环保工作目标，认真践行绿色发展理念。根据《2020年度基建技改项目投资框架计划的公告》，公司2020年将安排34项环保项目，预计总投资64,182.0万元。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 8：20H1韶钢松山在建工程中部分重大项目列示（单位：亿元）

项目类别	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
环保	3.2	0.9	0.4	0.8	0.0	0.6
技改	12.0	4.7	3.2	7.4	0.0	0.4
其他	2.0	3.9	3.9	0.4	0.7	6.6
合计	17.3	9.4	7.4	8.6	0.7	7.6

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%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”）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。宝钢特钢韶关有限公司拟更名为“宝武杰富意特殊钢有限公司”。**此次股权转让交易对韶钢松山的影响：（1）剥离宝特韶关钢，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、2020 年计划：钢材产量增长 1%，基建技改投资 21.8 亿元

2020年经营计划：根据公司2019年年报，2020年计划生铁产量640.0万吨，粗钢产量745.0万吨，钢材产量720.0万吨，焦炭产量268.0万吨，分别较2019年实际产量增加0.2%、增加0.5%、增加1.0%和减少0.7%。其中，普材产量579.0万吨、工业线材55.0万吨和特棒86.0万吨。根据公司2020年中报，20H1韶钢松山铁、钢、材产量的计划完成率分别为50.9%、52.3%、52.1%，整体产量计划完成情况较好。而从2015-2019年历史数据来看，2017年以来，韶钢松山钢材产量计划完成率均超100.0%、产销率均达到98.0%。

表 9：2015-2019年韶钢松山年度生产计划与实际表现一览

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
上年年报计划钢材产量（万吨）	592.0	560.0	509.0	585.0	675.0
当年实际实现钢材产量（万吨）	504.0	498.0	580.0	635.0	713.0
钢材产量计划完成率	85.1%	88.9%	113.9%	108.5%	105.6%
当年钢材产量（万吨）	504.0	498.0	580.0	635.0	713.0
当年钢材销量（万吨）	511.8	494.2	575.4	621.7	714.5
销量/产量	101.5%	99.2%	99.2%	97.9%	100.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

备注：2018 年钢材产量数据已回溯调整。

2020年资本开支计划：根据2020年2月29日韶钢松山发布的《2020年度基建技改项目投资框架计划的公告》，2020年度全年公司计划安排基建技改项目176项，投资总额21.8亿元。公司将以《2020-2022年战略发展规划》为依据，紧扣战略规划、集中资源、确保重点项目建设 and 战略性业务发展，优先安排节能环保、降本增效、装备措施类项目；坚持以战略规划引领投资，增强企业核心竞争力；坚持加大技术创新投入，增强企业科技创新能力；坚持增加有效投资，坚持“量入为出”原则，合理确定投资规模，并按照效益优先和效益最大化的原则，根据外部市场变化，积极稳妥有序推进项目的实施。

表 10：2020年韶钢松山计划安排基建技改项目176项、投资总额21.8亿元

投资项目	合计	品种调整	降本增效	增加产能	装备措施	环保	节能	安全	信息化	其它
项目数	176	1	21	2	35	34	13	19	24	27
投资额(万元)	217648.0	27975.0	35951.0	15140.0	29272.0	64182.0	9164.0	5897.0	6303.0	23764.0
投资额占比	100.0%	12.9%	16.5%	7.0%	13.4%	29.5%	4.2%	2.7%	2.9%	10.9%

数据来源：2020 年 2 月 29 日韶钢松山发布的《2020 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

三、公司看点：区位优势明显，高研发投入助产品结构升级，控本能力持续提高

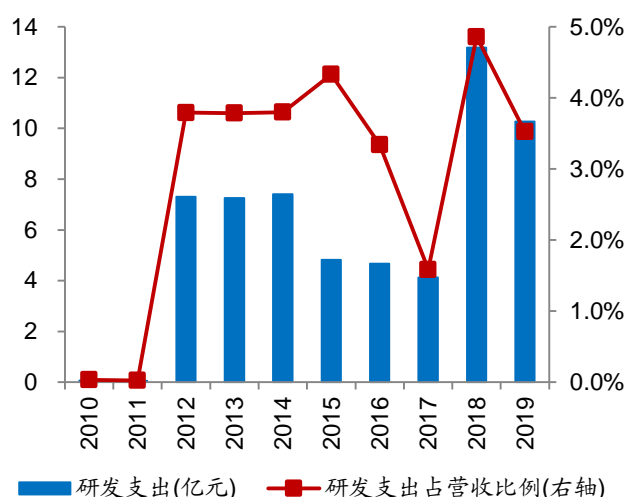
根据韶钢松山《2019年11月27日投资者关系活动记录表》，韶钢松山拥有660.0万吨粗钢产能，659万吨钢材产能，其中：中厚板126.0万吨、棒材300.0万吨、高线120.0万吨、特钢113.0万吨。

广东省钢材供需格局好，韶钢松山是广东省最大钢企、产品市占率领先。根据中钢协与Mysteel数据，广东省钢材消费量超过6000.0万吨/年，2019年钢材产量约4004.3万吨，广东省内钢材供不应求。公司是广东省最大钢铁生产企业之一，2019年钢材产量占广东省17.8%。广东省为公司的主要销售区域，2019年广东省营收占比达91.9%。在粤港澳大湾区建设加速的背景下，钢材需求将加速释放。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%。展望2020年，根据《广东省发展改革委关于下达广东省2020年重点建设项目计划的通知》，2020年广东省共安排省重点项目1230个项目，总投资5.9万亿元，年度计划投资7000亿元，较2019年计划投资增长7.7%。根据2020年中报、《韶钢松山：2020年6月15日投资者关系活动记录表》，20H1韶钢松山在广东市场营收、毛利占比均约为95.0%，下游客户主要为大型基建央企，在广东省重大项目投资增长的情况下，公司长材业务有望获得明显支撑。

韶钢松山成本费用管控能力强，多措施持续提高采购、生产和销售成本控制能力。根据2019年年报，韶钢松山不断提高存货周转效率，坚持低库存运营，降低市场跌价风险；强化采购渠道建设，确保低库存下的优质保供；优化采购模式，充分利用结算优势，持续推进采购降本，整体控本能力强。根据公司2020年中报，韶钢松山全面对标找差，持续推进降本增效，20H1累计实现降本增效5.0亿元。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、宝钢股份、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。

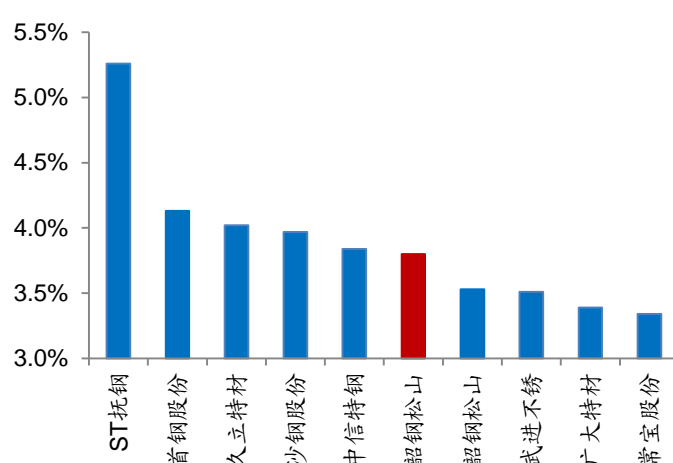
韶钢松山重视研发，积极推动产品结构升级。20H1公司的研发费用率同比提升0.3PCT至2.1%，在中万钢企中排名第十四，在22家中万普钢企业中排名第四。高研发投入有助于公司实现产品结构升级，提升盈利韧性。根据2019年公司年报，公司将聚焦汽车、铁路、工程机械等重点行业，大力推进中高端产品应用认证，实现重点产品销量和市场占有率双提升，形成区域市场品牌引领；充分利用JFE钢铁管理、技术和市场资源稳步提升战略及重要客户份额。

图 6: 2010-2019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 7: 2019年申万钢企研发支出占营收比例排名前十

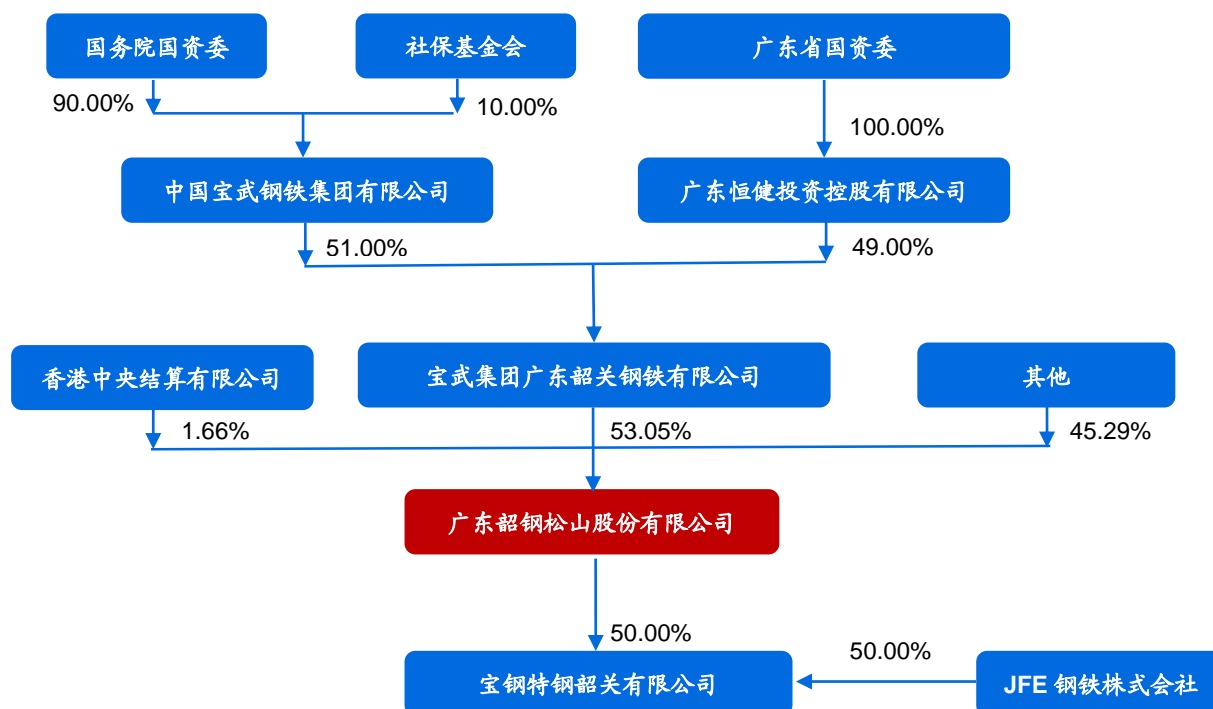


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

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年公司拟每10股派1.5元现金（含税），现金分红占归母净利润比例提升至19.9%。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。

韶钢松山当前PB_LF估值处于2011年以来38.9%分位。截至2020年9月18日，从PB_LF估值指标来观测，韶钢松山PB_LF为1.23倍，处于2011年至今数据的38.9%分位（2011年以来中枢1.53倍）。

图 8: 截至2020年6月末，韶钢松山股权结构图



数据来源: 公司2020年中报、Wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议：享区位优势，高研发投入助力产品结构升级，维持“买入”评级

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：根据2019年年报，2019年韶钢松山实现产铁639.0万吨、钢714.0万吨、材713.0万吨，同比分别增长10.7%、12.1%、12.2%。根据韶钢松山《2019年11月27日投资者关系活动记录表》，韶钢松山拥有660.0万吨粗钢产能，其中：中厚板126.0万吨、棒材300.0万吨、高线120.0万吨、特钢113.0万吨。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稳中向好，公司高研发投入助力产品结构持续升级，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2020年生产计划，我们预计2020年公司钢材产量同比减少1.8%至700万吨，产品销售顺畅。综合分析公司钢材产能和市场定位，预计2021-2022年公司钢材产量小幅增长。焦炭方面，结合公司2016年以来的历史产量区间稳定在250-280万吨区间及2020年生产计划，我们预计公司2020年焦炭产量小幅下降，2021-2022年焦炭产量稳中小幅增长。

（2）价：受累于新冠疫情影响，预计2020年钢材供需弱平衡，预计2020年公司钢材均价下跌3.7%，2021-2022年逐渐回升。焦炭整体供需偏弱，预计2020年焦炭价格明显下跌4.2%，2021-2022年随需求回暖而价格回升。

（3）利：2020-2022年全球铁矿石产能处于扩张期，四大矿山2020年铁矿石计划产量增长0.9%，但是2020年全球粗生铁产量增速将回落，预计2020年下半年铁矿石价格稳中偏弱。预计2020-2022年公司吨钢毛利稳中向好。同时，公司保持研发高投入，产品结构升级将提升产品毛利率；从资本结构来看，2015年以来公司资产负债率持续降低，吨钢财务费用持续下降，抗风险能力整体较强。因此综合来看，预计公司主要钢材品种毛利率将稳中有升为主。考虑产品结构升级和资本结构优化，公司盈利韧性有望增强。

表 11：韶钢松山的主营业务预测（单位：百万元）

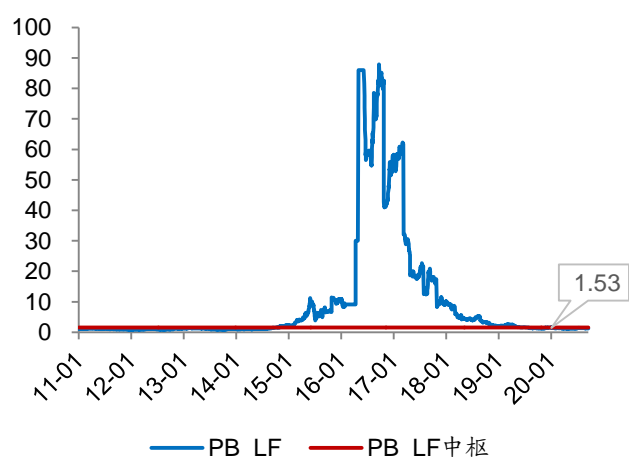
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入合计	25,115	27,112	29,143	27,528	28,608	29,440
其中：板材	4,120	4,007	4,253	4,415	4,607	4,794
棒材	10,997	12,889	13,934	13,693	14,195	14,517
线材	4,446	4,732	4,916	4,619	4,724	4,810
特钢	3,188	2,888	2,855	1,772	1,893	2,016
焦化产品及其他	2,364	2,596	3,185	3,028	3,190	3,304
营业成本合计	21,423	22,319	25,610	24,185	24,905	25,540
其中：板材	3,868	3,351	3,909	3,870	3,994	4,131
棒材	8,572	10,150	11,550	11,529	11,826	12,043
线材	3,622	3,647	4,229	4,104	4,155	4,205
特钢	2,989	2,638	2,753	1,707	1,823	1,941
焦化产品及其他	2,372	2,532	3,168	2,975	3,108	3,220
营业毛利合计	3,692	4,794	3,533	3,344	3,704	3,900
其中：板材	252	656	344	546	613	663
棒材	2,425	2,738	2,384	2,164	2,369	2,473
线材	824	1,085	687	515	569	605
特钢	200	251	102	65	71	75
焦化产品及其他	-8	64	17	54	83	84

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，区域竞争力强，控本能力持续提升，高研发投入助产品结构持续升级，资本结构逐步优化，公司盈利韧性有望增强。预计公司2020-2022年EPS为0.73/0.84/0.88元，对应2020年9月18日收盘价，2020-2022年PE为5.89/5.13/4.89倍，2020年PB为1.06倍。

从公司历史估值来看，2011年至今PB_LF估值中枢为1.53倍、近1年PB_LF估值中枢为1.27倍。可比公司方大特钢、柳钢股份的2020年Wind一致预期PB分别为1.50、0.99倍，考虑韶钢松山的产品结构与方大特钢更接近，综合考虑公司历史PB估值中枢水平、较高的ROE水平，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2020年合理PB为1.3倍左右，以2020年预测每股净资产4.06元计算，公司合理价值为5.28元/股，对应2020年PE约为7倍，维持“买入”评级。

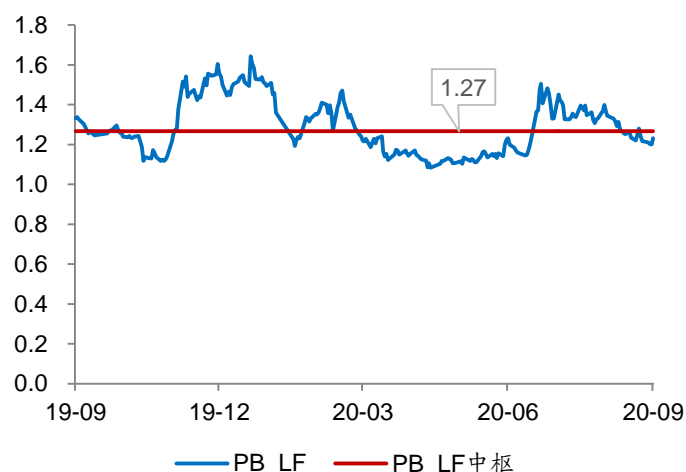
图 9: 2011年至今韶钢松山PB_LF估值



数据来源: 公司财报、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 10: 近1年韶钢松山PB_LF估值



数据来源: 公司财报、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)

表 12: 韶钢松山的可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价(元/股)	EPS (元/股)			PB (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600507.SH	方大特钢	5.69	0.78	0.81	0.86	1.50	1.31	1.15
601003.SH	柳钢股份	4.75	0.71	0.76	0.80	0.99	0.89	0.81

数据来源: Wind、公司财报、广发证券发展研究中心

备注: EPS、PB 估值取自 Wind 一致预期; 最新收盘价为 2020 年 9 月 18 日收盘价。

五、风险提示

1. 宏观经济大幅波动;
2. 主流矿产量不达预期,铁矿石价格大幅上涨;
3. 计划产量完成度低于预期;
4. 新冠疫情对需求的影响。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	5,212	5,314	5,550	6,280	7,648	
货币资金	1,490	1,581	1,500	1,966	2,987	
应收及预付	1,459	265	670	549	613	
存货	2,187	2,180	2,162	2,191	2,259	
其他流动资产	77	1,288	1,217	1,574	1,789	
非流动资产	11,214	11,858	14,092	15,614	17,315	
长期股权投资	0	3	670	670	670	
固定资产	10,551	10,498	11,717	12,777	14,055	
在建工程	449	993	1,365	1,792	2,200	
无形资产	184	214	231	252	272	
其他长期资产	29	150	110	123	119	
资产总计	16,427	17,171	19,641	21,894	24,964	
流动负债	9,900	8,735	9,448	9,598	10,575	
短期借款	3,736	3,028	3,655	3,759	4,537	
应付及预收	5,414	5,198	5,204	5,269	5,443	
其他流动负债	749	509	589	570	595	
非流动负债	350	438	374	422	429	
长期借款	130	146	106	146	156	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	220	291	267	275	273	
负债合计	10,249	9,173	9,821	10,019	11,004	
股本	2,420	2,420	2,420	2,420	2,420	
资本公积	3,209	3,209	3,209	3,209	3,209	
留存收益	549	2,373	4,193	6,248	8,333	
归属母公司股东权益	6,178	7,999	9,820	11,874	13,960	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	16,427	17,171	19,641	21,894	24,964	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	27,112	29,143	27,528	28,608	29,440	
营业成本	22,319	25,610	24,185	24,905	25,540	
营业税金及附加	161	149	148	151	157	
销售费用	243	268	140	178	216	
管理费用	133	171	211	227	251	
研发费用	617	1,027	630	625	613	
财务费用	226	151	91	100	110	
资产减值损失	65	-13	-11	-12	-13	
公允价值变动收益	1	2	2	3	2	
投资净收益	21	71	52	59	59	
营业利润	3,405	1,950	2,256	2,574	2,704	
营业外收支	-98	-9	-39	-29	-32	
利润总额	3,306	1,942	2,217	2,545	2,672	
所得税	0	118	443	509	534	
净利润	3,306	1,824	1,774	2,036	2,137	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	3,306	1,824	1,774	2,036	2,137	
EBITDA	4,713	3,013	3,476	3,697	3,868	
EPS（元）	1.37	0.75	0.73	0.84	0.88	

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	4,161	2,071	2,975	3,123	3,353	
净利润	3,306	1,824	1,774	2,036	2,137	
折旧摊销	1,074	1,096	1,262	1,176	1,204	
营运资金变动	-580	-938	-218	-223	-147	
其它	361	89	156	134	157	
投资活动现金流	-753	-1,177	-3,090	-2,136	-2,230	
资本支出	-866	-1,154	-2,509	-2,187	-2,295	
投资变动	90	-3	-667	0	0	
其他	23	-20	86	51	64	
筹资活动现金流	-3,024	-768	34	-521	-101	
银行借款	7,239	3,506	587	144	788	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-10,263	-4,274	-553	-664	-889	
现金净增加额	384	92	-81	466	1,021	
期初现金余额	1,106	1,490	1,581	1,500	1,966	
期末现金余额	1,490	1,581	1,500	1,966	2,987	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	8.0%	7.5%	-5.5%	3.9%	2.9%
营业利润增长	18.7%	-42.7%	15.7%	14.1%	5.0%
归母净利润增长	28.2%	-44.8%	-2.7%	14.8%	5.0%
获利能力					
毛利率	17.7%	12.1%	12.1%	12.9%	13.2%
净利率	12.2%	6.3%	6.4%	7.1%	7.3%
ROE	53.5%	22.8%	18.1%	17.1%	15.3%
ROIC	36.2%	16.0%	13.0%	12.7%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	53.4%	50.0%	45.8%	44.1%
净负债比率	165.9%	114.7%	100.0%	84.4%	78.8%
流动比率	0.53	0.61	0.59	0.65	0.72
速动比率	0.26	0.33	0.33	0.40	0.48
营运能力					
总资产周转率	1.65	1.70	1.40	1.31	1.18
应收账款周转率	1,306.28	879.02	986.58	947.92	960.47
存货周转率	12.40	13.37	12.73	13.06	13.03
每股指标 (元)					
每股收益	1.37	0.75	0.73	0.84	0.88
每股经营现金流	1.72	0.86	1.23	1.29	1.39
每股净资产	2.55	3.31	4.06	4.91	5.77
估值比率					
P/E	3.33	6.29	5.89	5.13	4.89
P/B	1.78	1.43	1.06	0.88	0.75
EV/EBITDA	2.84	4.36	3.67	3.37	3.16

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	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
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。