

韶钢松山(000717.sz)

宝钢入主后公司有望脱胎换骨

谢军 研究员 电话: 020-87555888-663 eMail: xj@gf.com.cn
冯刚勇 研究助理 电话: 020-87555888-804 fgy@gf.com.cn
马涛 研究助理 电话: 010-68083328-1820 mt@gf.com.cn

我们认为韶钢松山主要的投资看点有:

1、期待宝钢入主后公司脱胎换骨

纳入宝钢采购体系, 原材料供应更有保障: 原材料供应将更加稳定, 价格也将更为实惠。理想情况下, 长协矿占比可提升至80%以上。

成本控制能力提升: 通过实施优化烧结配矿和高炉配料、降低焦比、强化节能减排等技术手段, 公司成本很可能明显降低。

纳入宝钢销售体系, 产品享有一定溢价: 公司纳入宝钢体系后, 可借助宝钢品牌优势, 产品可享有100~200元/吨的溢价。

融资能力提升: 宝钢入主后, 公司在银行贷款、资本市场融资方面将更为便利, 今后的定向增发继续推进也将提上议事日程。

2、定向增发有望继续推进

虽然2009年7月的定向增发预案已经搁置, 但公司仍有较多资金需求, 宝钢正式入主后, 可能修改原有方案, 继续上报待批。可能对宝钢集团等特定投资者进行定向增发。

3、有产能扩张的潜力

虽然短期公司没有扩张产能的举措, 但广东省钢材消费量大, 又属于钢材净流入省份, 因此我们大胆地预测, 在未来三五年内, 公司有可能逐步扩张产能升至700~800万吨。

短期面临经营压力

4月份公司钢材销售顺畅, 日均销售量在1.5万吨左右。我们测算, 公司4月份线棒材毛利在400元/吨左右, 中厚板毛利接近500元/吨, 吨钢净利在150~160元/吨, 对应单月EPS为0.04~0.05元。

进入5月份, 钢价出现一定幅度调整, 下游采购意愿明显减弱。5月中旬以后, 日均销售量仅为0.8~1万吨, 环比下滑近40%。产品库存从13~14万吨升至19~20万吨。目前公司已有减产计划。为了应对销售受阻的困境, 公司相继下调了5月中旬、下旬出厂价, 预计5月份总体维持微利状态, EPS为0.01~0.02元。

投资建议

我们预测 2010~2012 年每股收益为: 0.35 元、0.50 元、0.60 元。公司将明显受益于广东钢铁的重组, 未来发展前景良好, 有一定的中长期投资价值。目前公司股价 4.31 元, 我们认为公司合理价值在 6.0 元左右, 对应 2011 年 PE 为 12 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示

- 1、房地产调控可能对建材需求产生一定影响;
- 2、宝钢入主后的运作模式仍有不确定性。

公司评级

买入

当前价格(元)	4.31
目标价格(元)	6.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
韶钢松山	-18.95%	-25.23%	1.72%
沪深 300	-13.52%	-14.37%	1.03%

股票数据

总股本(万股)	166,952.4
	4
流通 A 股(万股)	112,799.8
	9

主要股东:

广东省韶钢钢铁集团有限公司	
主要股东持股比例	36.27%
流通 A 股比例	67.56%

财务比率

ROE	1.60%
ROA	2.34%
资产负债率	68.39%
每股净资产(元)	3.47

2009 年报数据.

公司主要投资看点

我们认为韶钢松山的主要投资看点有：

1、期待宝钢入主后公司脱胎换骨：纳入宝钢采购体系，原材料供应更有保障；成本控制能力提升；纳入宝钢销售体系，产品享有一定溢价；融资能力提升。

2、定向增发有望继续推进：虽然2009年7月的预案已经搁置，但公司仍有较多资金需求，宝钢正式入主后，可能修改原有方案，继续上报待批。可能对宝钢集团等特定投资者进行定向增发。

3、有产能扩张的潜力：虽然短期公司没有扩张产能的举措，但广东省钢材消费量大，又属于钢材净流入省份，因此我们大胆地预测，在未来三五年内，公司有可能逐步扩张产能升至700~800万吨。

期待宝钢入主后公司脱胎换骨

宁波钢铁在宝钢入主后已脱胎换骨

在并购重组过程中，并购方一般都会植入先进的技术、管理模式，最先受益的是被并购企业，但从长远来看，最大的赢家还是主导的并购方。以宁波钢铁为例，2009年4月宝钢入主后，公司已经脱胎换骨，在钢铁弱市中取得不错的成绩：

- 1、技术——热轧板技术水平业内领先，接近宝钢。
- 2、管理——人均劳效一流，吨钢费用从250元降至200元。
- 3、产品质量——产品合格率从95%升至99.9%；
- 4、库存降低——宝钢稳定供应原材料，铁矿石库存从120万吨降至30万吨左右；坯材库存从最高30多万吨降至1万多吨。
- 5、品牌效应——产品溢价100-200元/吨。
- 6、盈利能力——宝钢入主后实现净利4.5亿，吨钢净利150元。

公司将显著受益于宝钢并购重组

目前宝钢已完成对韶钢集团的尽职调查和资产评估，主要障碍基本消除，签署正式并购重组协议只是时间，预计年内可能完成后续事宜。届时，公司将显著受益于宝钢并购重组。

1、纳入宝钢采购体系，原材料供应更有保障：宝钢入主后，公司的原材料供应将更加稳定，价格也将更为实惠。理想情况下，长协矿总体供应比例可提升至80%以上，虽然长协矿、现货矿价差缩小，但长协矿仍有成本优势。

2、成本控制能力提升：宝钢在大高炉操作方面有明显技术优势，通过实施优化烧结配矿和高炉配料、降低焦比、强化节能减排等技术手段，公司成本很可能明显降低；此外，通过提高工作效率和人均劳效，费用率也有一定下浮空间。

3、纳入宝钢销售体系，产品享有一定溢价：公司纳入宝钢体系后，可借助宝钢品牌优势，产品可享受100~200元/吨的溢价。

4、融资能力提升：宝钢入主后，公司在银行贷款、资本市场融资方面将更为便利，今后的定向增发继续推进也将提上议事日程。

定向增发有望继续推进

公司于2009年7月公告董事会预案，拟向恒健投资等10名特定投资者定向增发不超过57000万股，增发价格不低于4.39元。后来因宝钢并购重组推进，该预案不得不暂时搁置。

由于公司仍有较多资金需求，定向增发方案可能继续推进。具体操作方法可能是：宝钢正式入主后，修改原有方案，继续上报待批。不排除对宝钢集团等特定投资者进行定向增发的可能，一方面在宝钢的帮助下可以加快进程，另一方面可以加大宝钢对韶钢的控制力。

有产能扩张的潜力

虽然短期公司没有扩张产能的举措，但广东省钢材消费量大，又属于钢材净流入省份，因此我们大胆地预测，在未来三五年内，公司有可能逐步扩张产能，在现有的基础上重点发展优质建筑钢、工业线材、机械、汽车用板材等。最终的产能可能提升至700~800万吨。

短期面临经营压力

四月份业绩良好

4月份钢材销售旺盛，量价齐升，虽然长协矿价格有90%左右涨幅，但通过原材料库存调节，行业和公司4月份赢利能力较为可观。

4月份公司钢材销售顺畅，日均销售量在1.5万吨左右。我们测算，公司4月份线棒材毛利在400元/吨左右，中厚板毛利接近500元/吨，吨钢净利在150~160元/吨，对应单月EPS为0.04~0.05元。

短期内产品销售面临挑战

进入5月份，钢价出现一定幅度调整，下游采购意愿明显减弱。5月中旬以后，日均销售量仅为0.8~1万吨，环比下滑近40%。产品库存从13~14万吨升至19~20万吨。目前公司已有减产计划。

为了应对销售受阻的困境，公司下调了5月中旬长材的出厂价：普碳高线出厂价格下调220元/吨，现Q235Φ6.5mm高线执行价为4470元/吨，Q235Φ8-10mm高线执行价为4450元/吨；圆钢、螺纹钢、盘螺出厂价格下调220元/吨，现HRB335Φ18-25mm螺纹钢执行价为4380元/吨。5月下旬，公司全面下调产品出厂价：普碳高线出厂价格下调200元/吨，现Q235Φ6.5mm高线执行价为4270元/吨，Q235Φ8-10mm高线执行价为4250元/吨；圆钢、螺纹钢出厂价格下调200元/吨，HRB335Φ18-25mm螺纹钢执行价为4180元/吨；所有板材（除船板外）下调250元/吨，调整后20mmQ235中板广州执行价格4640元/吨。

我们测算5月上旬公司主要产品毛利仍在400元/吨左右；中旬长材毛利降至200元/吨，板材毛利维持400元/吨；下旬长材基本维持盈亏平衡，板材毛利降至200元/吨。5月份总体维持微利状态，EPS为0.01~0.02元。

盈利预测

基本假设:

- 1、2010~2012年期间，公司钢产量分别为530、550、570万吨；
- 2、往年公司毛利率在5%~12%之间，预计2010~2012年毛利率分别为6.9%、7.5%、8.0%；
- 3、各种税费均参考历史数据，并结合当前实际情况有所调整，其中2010~2012年所得税税率均按15%计；
- 4、总股本未考虑随后可能出现的变化。

表1: 盈利预测

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	19108	13350	19474	22330	24540
营业成本	19209	12585	18105	20628	22547
营业税金及附加	76	52	62	76	86
销售费用	46	34	47	56	64
管理费用	409	285	292	313	368
财务费用	339	306	294	296	306
资产减值损失	834	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1804	87	674	962	1169
营业外收入	6	46	11	15	14
营业外支出	18	23	0	0	0
利润总额	-1816	110	685	978	1183
所得税	-204	17	103	147	177
净利润	-1611	93	582	831	1006
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1611	93	582	831	1006
EBITDA	421	1545	2436	1527	1710
EPS (元)	-0.97	0.06	0.35	0.50	0.60

数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议

我们初步预测企业2010~2012年每股收益分别为：0.35元、0.50元、0.60元。公司将明显受益于广东钢铁的重组，未来发展前景良好，有一定的中长期投资价值。目前公司股价4.31元，PB为1.23倍。我们认为公司合理价值在6.0元左右，对应2011年PE为12倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

公司主要风险在于:

- 1、房地产调控政策可能对建材需求产生一定影响；
- 2、宝钢入主后的运作模式仍有不确定性。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1367	1132	1280	1456	
应收账款	42	33	38	41	
预付款项	420	453	495	519	
应收利息	4	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	10	10	12	14	
存货	2764	3326	3676	3833	
流动资产合计	5287	5680	6288	6752	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	11350	11484	12978	14681	
在建工程	1012	889	570	197	
无形资产	317	380	456	548	
长期待摊费用	1	0	0	0	
递延所得税资产	361	368	387	391	
非流动资产合计	13054	13135	14406	15832	
资产总计	18341	18815	20694	22584	
短期借款	5834	5403	5973	6491	
应付票据	855	905	1073	1172	
应付账款	774	794	876	988	
预收款项	814	974	1117	1227	
应付职工薪酬	187	181	227	248	
应交税费	-75	19	22	25	
应付利息	16	0	0	0	
应付股利	372	404	427	405	
其他应付款	9109	9001	10049	10934	
流动负债合计	3422	3422	3422	3422	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	0	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	3435	3435	3435	3435	
非流动负债合计	12544	12436	13484	14369	
负债合计	1670	1670	1670	1670	
股本	2483	2483	2483	2483	
资本公积	1658	2240	3071	4077	
盈余公积	0	0	0	0	
未分配利润	18341	18815	20694	22584	
少数股东权益	5834	5403	5973	6491	
负债股东权益总计	855	905	1073	1172	
每股净资产(元)	3.47	3.82	4.32	3.82	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	13350	19474	22330	24540	
营业成本	12585	18105	20628	22547	
营业税金及附加	52	62	76	86	
销售费用	34	47	56	64	
管理费用	285	292	313	368	
财务费用	306	294	296	306	
资产减值损失	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	87	674	962	1169	
营业外收入	25	11	15	14	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	110	685	978	1183	
所得税费用	17	103	147	177	
净利润	93	582	831	1006	
归属于母公司净利润	93	582	831	1006	
少数股东损益	13350	19474	22330	24540	
EPS(元)	0.06	0.35	0.50	0.60	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	2061	2021	1380	1608	
投资活动现金流量	(1782)	(1531)	(1506)	(1644)	
筹资活动现金流量	(320)	(725)	274	212	
现金及现金等价物净增加额	(41)	(235)	148	176	
期末现金余额	1144	1132	1280	1456	
每股经营活动现金流(元)	1.23	1.21	0.83	0.96	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-30.14%	45.88%	14.67%	9.90%	
营业利润增长率	104.80%	678.17%	42.81%	21.49%	
毛利率	5.73%	7.03%	7.62%	8.12%	
营业利润率	0.65%	3.46%	4.31%	4.76%	
净利率	0.69%	2.99%	3.72%	4.10%	
净资产收益率	1.60%	9.13%	11.52%	12.24%	
总资产收益率	0.51%	3.10%	4.02%	4.45%	
流动比率	58.04%	63.10%	62.58%	61.75%	
资产负债率	68.39%	66.09%	65.16%	63.62%	
所得税税率	15.36%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	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 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

韶钢松山(000717)行情走势



相关研究报告

韶钢松山(000717.sz)	冯刚勇	2009-02-09
-----------------	-----	------------

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。