

普钢



韶钢松山（000717）

推荐

重组路上

市场数据

报告日期	2010-7-9
收盘价(元)	3.69
总股本(百万股)	1669.52
流通股本(百万股)	1128.00
总市值(百万元)	6160.55
流通市值(百万元)	4162.32
净资产(百万元)	5848.10
总资产(百万元)	19764.33
每股净资产	3.50

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13350	17951	20229	23051
同比增长(%)	-30.1%	34.5%	12.7%	13.9%
净利润(百万元)	93	51	276	476
同比增长(%)	-94.2%	-45.1%	441.8%	72.5%
毛利率(%)	5.7%	5.8%	6.8%	7.6%
净利率(%)	0.7%	0.3%	1.4%	2.1%
净资产收益率(%)	1.6%	0.9%	4.5%	7.2%
每股收益(元)	0.06	0.03	0.17	0.28
每股经营现金流(元)	1.23	0.66	1.27	1.64

相关报告

投资要点

- 公司是广东最大的钢铁企，2009 年粗钢产量 423 万吨，钢材分品种产量为线材 107 万吨、棒材 155 万吨、和中厚板 144 万吨。
- 宝钢实质性重组韶钢顺利推进：一方面宝钢湛江项目“准生”的前提之一是必须对广东钢铁业实质性重组；其次隶属广东省国资委的韶钢集团（公司母公司）对实质性重组积极支持。目前各项工作顺利推进。
- 宝钢对韶钢的实质性重组有望实现较好的协同效应：宝钢具备做强韶钢的技术渠道等综合实力；韶钢目前的装备工艺水平仍有较大的提升空间；广东钢材市场的供给缺口在 3000 万吨左右，未来几年供小于求的局面仍将持续。
- 未来公司的增长体现在外延和内涵增长两方面：公司铁矿石采购体系有望部分纳入宝钢，有助于稳定公司优质原料供应来源，为公司品种材开发提供原料保障；同时宝钢的技术和渠道优势将助推公司对现有线材和板材的产品结构优化；
- 预计三季度公司吨钢消耗铁矿石成本为 975 元/吨钢，环比二季度的吨钢铁矿石成本 923 元上升 52 元/吨，低长协矿比例仍具备一定成本优势。我们测算公司在三季度吨钢毛利为-11 元/吨，而四季度有望随着钢材价格回升回归正常盈利水平。
- 我们预测公司 2010，2011，2010 年 EPS 分别为 0.03，0.17，0.28 元。给予公司“推荐”评级。

分析师

兰杰
021-3856 5960

刘建刚 S0190207100103
021-3856 5930

目 录

投资概要	- 3 -
一. 宝钢韶钢实质性重组有望先行一步	- 4 -
1.1 宝钢湛江项目“准生”的前提之一是完成对广东钢铁行业重组	- 4 -
1.2 广东省政府对宝钢重组韶钢积极支持	- 5 -
二. 重组能给韶钢带来什么?	- 5 -
2.1 韶钢未来主定位在优质长材生产基地	- 5 -
2.2 外延式扩张的可能性	- 6 -
2.3 内生式增长如何实现?	- 7 -
三. 公司业绩预测	- 8 -
3.1 未来产量增量主要在品种棒材, 板线材集中在结构调整	- 8 -
3.2 品种材具备溢价优势	- 8 -
3.3 三季度公司成本压力最大, 长协矿较低的公司仍具备一定优势	- 9 -
四. 投资建议	- 10 -
图 1 广东钢铁集团股权关系	- 4 -
图 2 宝钢入主广东钢铁业进程	- 5 -
图 3 韶钢历年钢材产量和全国对比	- 6 -
图 4 韶钢资产结构图	- 6 -
图 5 品种线材和普通材价格比较	- 8 -
图 6 品种板材具备溢价优势	- 8 -
图 7 韶钢产品出厂价历史	- 9 -
图 8 公司吨钢铁矿石成本变化	- 10 -
图 9 公司季度吨钢毛利预测	- 10 -
表 1 宝钢韶钢广钢 2009 年公司数据	- 4 -
表 2 公司历年分品种产量	- 5 -
表 3 2008 年广东地区钢材供需缺口统计	- 7 -
表 4 广东地区主要板材需求量	错误! 未定义书签。
表 5 公司未来钢材产量预测	- 8 -
表 6 韶钢分品种出厂价 (含税)	- 8 -
表 7 公司盈利预测结果	- 10 -
附表	- 11 -

投资概要

1、估值及投资建议

我们预测公司 2010, 2011, 2012 年 EPS 分别为 0.03, 0.17, 0.28 元。给予公司“推荐”评级，主要理由是：

- 宝钢实质性重组韶钢可望顺利推进：一方面宝钢湛江项目“准生”的前提之一一是必须对广东钢铁业实质性重组；其次隶属广东省国资委的韶钢集团（公司母公司）对实质性重组积极支持。目前各项工作顺利推进。
- 宝钢对韶钢的实质性重组有望实现较好的协同效应：宝钢具备做强韶钢的技术渠道等综合实力；韶钢目前的装备工艺水平仍有较大的提升空间；广东钢材市场的供给缺口在 3000 万吨左右，未来几年供小于求的局面仍将持续。
- 未来公司的增长体现在：公司铁矿石采购体系有望部分纳入宝钢，有助于稳定公司优质原料供应来源，为公司品种材开发提供原料保障；同时宝钢的技术和渠道优势将助推公司对现有线材和板材的产品结构优化；

2、关键假设

重组按计划顺利推进。

3、股价表现催化剂

宝钢实质性重组启动。

4、风险提示

- 重组成本过高：由于本次重组涉及宝钢、韶钢、广钢三方，牵涉落后产能淘汰、人员分流等多重问题，尤其是对广钢的重组，如果不能顺利推进的话，可能影响宝钢对韶钢的重组决心。
- 产业政策不确定性：鉴于当前行业产能过剩，如果湛江项目不能得到批准，可能会影响宝钢重组韶钢的决心和力度。

韶钢的未来发展和宝钢重组关系紧密：宝钢能否实质性重组？重组能给韶钢带来什么？尽管企业间重组本身有很多不确定因素，我们还是力图梳理宝钢重组韶钢广钢的进程，并对韶钢未来发展做出展望。

一、宝钢韶钢实质性重组有望先行一步

1.1 宝钢湛江项目“准生”的前提之一是完成对广东钢铁行业重组

中国钢企的兼并重组从来不是一蹴而就，尤其当重组涉及到不同权属关系、不同区域属地等。宝钢重组广东钢铁集团无疑比重组八一钢铁困难很多：

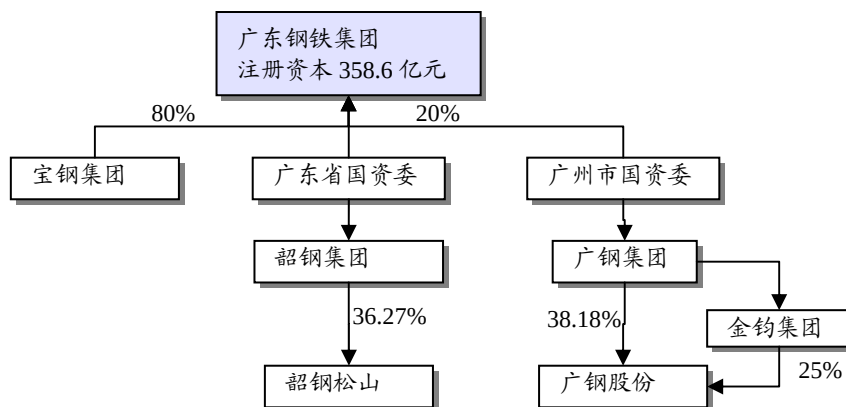
- 一方面重组涉及宝钢、韶钢、广钢的三方且分属不同系统，宝钢属中央国资委系统，韶钢属广东国资委，而广钢属广州国资委，不同系统的利益诉求增大重组的不确定性；
- 其次重组广东钢铁集团的最终目的是推进湛江项目建设，而在当前行业产能严重过剩的背景下，新增产能无疑受到政府严控。
- 发改委核准宝钢项目的前提之一是宝钢必须完成对广东钢铁集团的实质性重组，并以淘汰落后产能以等量置换湛江项目。其它条件包括环境评估、海域使用以及土地预审，这些条件主要由湛江市推进，目前已基本完成。

表 1 宝钢韶钢广钢 2009 年公司数据

分类	宝钢	韶钢	广钢
主营收入(亿元)	1485	134	61
净利润(亿元)	61	0.93	0.36
净资产(亿元)	1012	58	5.9
总资产(亿元)	2011	183	42
股本(亿)	175	16.7	7.6
2009 年 EPS(元)	0.33	0.056	0.049
粗钢产量(万吨)	2243	423	158

数据来源：公司公告；兴业证券整理

图 1 广东钢铁集团股权关系

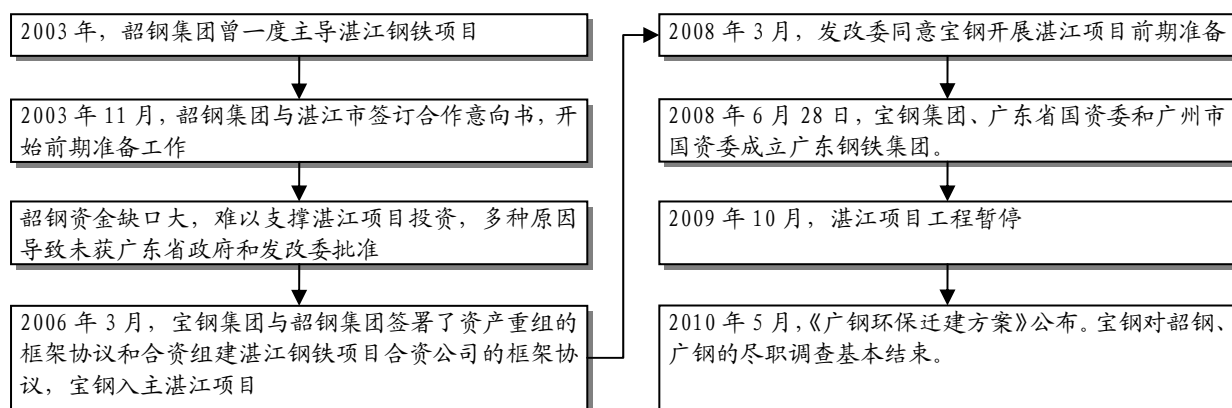


数据来源：公司公告；兴业证券整理

1.2 广东省政府对宝钢重组韶钢积极支持

- 重组对广州钢铁集团的影响无疑最大，其中最主要的部分包括关闭广钢股份在广州白鹤洞生产基地，以及将广钢其他产能搬迁至湛江。
- 而韶钢的重组推进相对容易，一方面广东国资委对推进宝钢湛江项目一直比较积极，其次韶钢本身资产质量尚可，作为广东最大的钢铁企业，公司具备一定的区域优势。因此，尽管重组进程中可能出现一些波折，但对韶钢的重组无论从广东和宝钢方面来说都具备先行一步的可能性。

图 2 宝钢入主广东钢铁业进程



数据来源：公开资料；兴业证券整理

二、重组能给韶钢带来什么？

对被重组方而言，借助重组方的技术、渠道、资金等优势实现重组协同优势无疑是并购的主要目的之一。尽管钢铁行业近期整合在市场看来似乎协同效应并不明显，但我们认为重组的协同效应有望在宝韶重组中得以较好体现：

- 宝钢具备做强韶钢的技术、购销渠道、管理等综合实力；
- 无论是对广钢的示范效应，或是作为宝钢系在南方市场的重要布局，宝钢具备做强作好韶钢的动力；
- 从韶钢目前的装备工艺水平看，韶钢有做得更好的空间；
- 广东市场的钢材需求在未来几年仍将处于供小于求的局面。

2.1 韶钢未来主定位在优质长材生产基地

韶钢目前钢材结构是线材、棒材、和中厚板三分天下。由于湛江项目将定位于精品板材，因此韶钢如划入宝钢体系，今后再上冷热轧机的可能性很小，同时在中厚板方面，由于韶钢内陆运输条件限制，也不适合发展宽厚板。因此宝钢入主后，韶钢未来定位仍然是以优质棒线材为主，但针对市场可能以工业用高端线材为主，辅以部分建筑用钢，并开发附加值较高的中厚板船用板、管线钢等。

表 2 公司历年分品种产量

品种	2005	2006	2007	2008	2009
----	------	------	------	------	------

板材	136	178	204	188	144
线材	104	131	113	106	107
棒材	99	98	88	92	155
总计	339	407	405	386	406

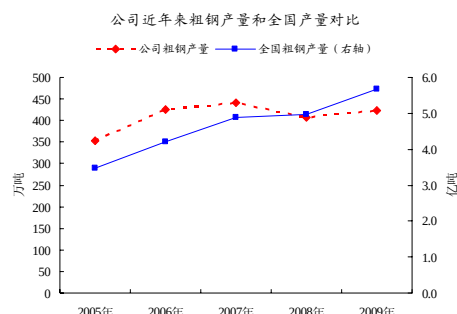
数据来源：公司年报；兴业证券整理

2.2 外延式扩张的可能性

- 2005 年至 2008 年，韶钢粗钢产量从 353 万吨增加到 423 万吨，年均符合增长率为 4.6%；同期全国粗钢产量从 3.48 亿吨上升到 5.68 亿吨，年均复合增长率为 13%。韶钢粗钢增速远低于行业平均。韶钢本身一直具有产能扩张的动力和市场需求，但过去几年产能扩张较慢的主要原因之一就是韶钢曾经主导的湛江项目未能成行。

图 3 韶钢历年钢材产量和全国对比

项目	单位	2005	2006	2007	2008	2009
生铁产量	万吨	323	418	424	392	418
钢产量	万吨	353	426	441	407	423
成品材产量	万吨	339	407	405	387	406
全国粗钢产量	亿吨	3.48	4.21	4.88	4.98	5.68

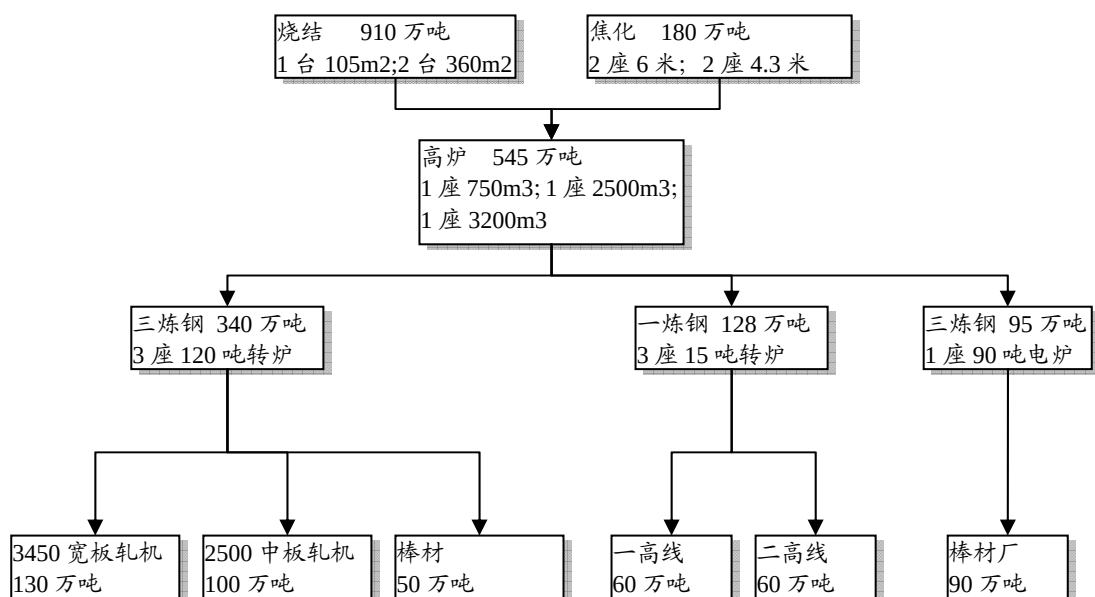


数据来源：公司公告；兴业证券整理

- 从公司目前产线装备看，公司具备产能提升空间。韶钢当前的产线特点：生铁和轧钢能力较高，炼钢能力略有不足。
 - ✓ 目前公司有三座高炉（分别为 750m³，2500m³，3200m³，其它 5 座小高炉属于淘汰之列），简单按照平均 2.5 的利用系数，350 天的生产天数计算，公司的炼铁产能也能达到 560 万吨，远高于 09 年 418 万吨生铁产量。
 - ✓ 轧制方面，目前公司轧线合计生产能力为 490-500 万吨左右：其中中宽板 230 万吨，棒材 140-150 万吨，线材 120 万吨左右。另外韶钢 3450 轧机仍具备一定产能提升空间。
 - ✓ 炼钢方面，公司共有 3 座 120 吨转炉，1 座 90 吨电炉，和 3 座 15 吨转炉，合计炼钢产能约 560 万吨。但如果排除 3 座 15 吨转炉，目前炼钢能力为 435 万吨。

因此，如果公司对炼钢系统和轧制系统进行一定改造，韶钢铁、钢、轧系统完全具备 560 万吨甚至更高的生产能力。

图 4 韶钢资产结构图



数据来源：公司网站；公开资料等

- 从市场需求来看，广东是全国少数几个钢材供小于求的省份。广东是全国极少数钢材供给小于需求的省份。广东省 2008 年钢材总需求量 5100 万吨左右，而本省产量 2000 万吨，总缺口 3100 万吨，几乎所有品种均存在需求缺口：冷轧薄板卷缺口 560 万吨，热轧薄板卷缺口 350 万吨，中厚板缺口 610 万吨，优棒材缺口 250 万吨，线材缺口 270 万吨。

表 3 2008 年广东地区钢材供需缺口统计

	钢材	冷轧薄板	热轧薄板	中厚板	优棒材	线材
供需缺口	3100	560	350	610	250	270
需求	5100					
缺口	2000					

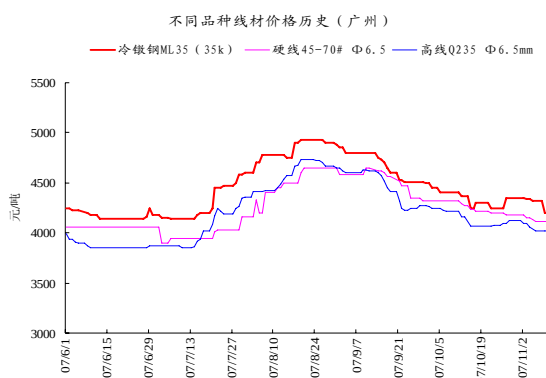
数据来源：Mysteel；兴业证券整理

因此，无论从公司韶钢自身工艺装备水平以及市场需求，韶钢作为宝钢定位南方市场的优质长材生产基地，其生产能力都具备进一步提升空间。

2.3 内生式增长如何实现？

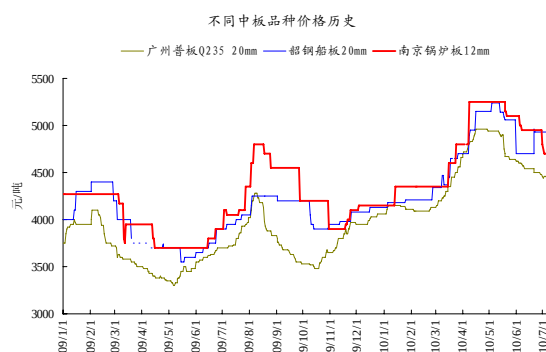
- 在原料系统方面，我们认为公司在长协矿采购方面有望和宝钢进行合作，从而稳定公司原料供应。尽管从目前情况来看，长协矿价格并不具备成本优势，但我们认为不能孤立地看待铁矿石成本问题，对于定位于优质长材的发展战略，稳定优质的原料供应是公司开发高附加值品种、提高成材率等的重要前提。
- 此外，公司在钢材品种优化上仍有很大提升空间。目前公司各品种材占比较小，未来有望借助于宝钢的技术渠道优势实现产品升级。

图 5 品种线材和普通材价格比较



数据来源：兴业证券

图 6 品种板材具备溢价优势



数据来源：兴业证券

三. 公司业绩预测

3.1 未来产量增量主要在品种棒材，板线材集中在结构调整

- 公司 2010 年计划粗钢产量 530 万吨，钢材 500 万吨，但由于三季度全行业面临上下游压力较大，公司也环比降低了计划产量，我们预计三季度月度产量环比 2 季度会下滑 10-15%，因此 2010 年全年我们预计可完成钢材产量 480 万吨左右，低于 2010 年规划。
- 未来两年，我们认为公司板材和线材产品主要集中在调整品种结构方面，而棒材有可能会通过技术改造提升优棒材的生产能力，预计公司未来三年的钢材产量分别为 480, 530, 580 万吨。

表 5 公司未来钢材产量预测

品种	2007	2008	2009	2010 Q1	2010 4-5 月	2010E	2011E	2012E
板材	204	188	144	50	35	200	210	220
线材	113	106	107	26	21	110	115	115
棒材	88	92	155	43	30	170	205	245
总计	405	386	406	119	86	480	530	580

数据来源：Mysteel；公司年报等

3.2 品种材具备溢价优势

从公司 09 年以来的出厂价格可以看出，公司造船板相比普通 Q235 中板有 200 元左右的溢价优势。各钢材价格的判断基本是三季度环比下滑，而四季度在季节性需求和供给相对减少的推动下，钢材价格会有一定反弹。

表 6 韶钢分品种出厂价（含税）

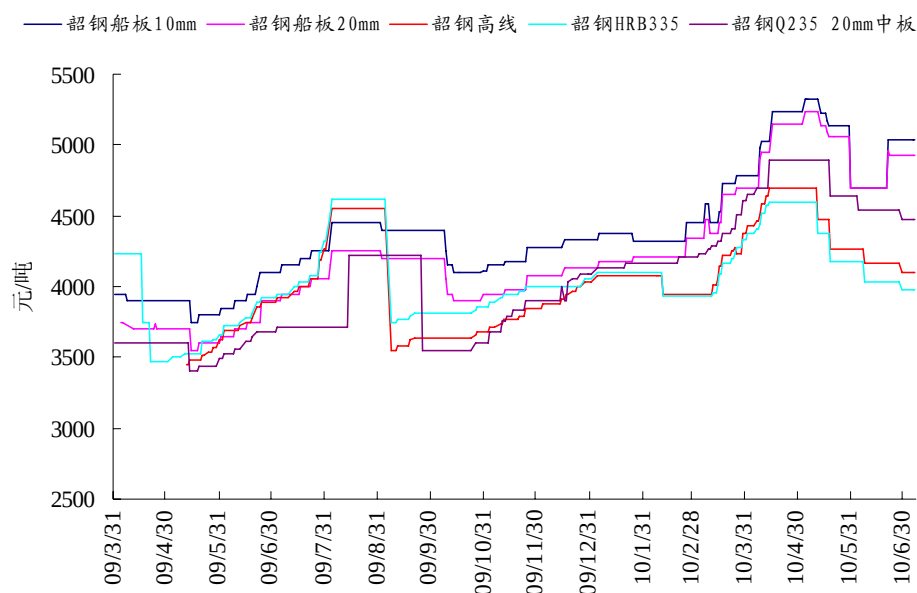
	2009 1Q	2009 2Q	2009 3Q	2009 4Q	2010 1Q	2010 2Q	2010 3Q	2010 4Q
造船板 10mm	4347	3901	4338	4228	4433	5031	4800.00	5000.00

%qoq		-10.3%	11.2%	-2.5%	4.9%	13.5%	-4.6%	4.2%
造船板 20mm	4185	3695	4138	4029	4305	4967	4700.00	4900.00
%qoq		-11.7%	12.0%	-2.6%	6.9%	15.4%	-5.4%	4.3%
Q235 20mm 普板		3567	3926	3776	4233	4711	4500.00	4700.00
%qoq			10.0%	-3.8%	12.1%	11.3%	-4.5%	4.4%
高线		3661	4097	3784	4056	4422	4100.00	4400.00
%qoq			11.9%	-7.6%	7.2%	9.0%	-7.3%	7.3%
螺纹 HRB335	4192	3752	4186	3924	4053	4324	4000.00	4300.00
%qoq		-10.5%	11.6%	-6.2%	3.3%	6.7%	-7.5%	7.5%

数据来源: Mysteel; 兴业证券整理

图 7 韶钢产品出厂价历史

韶钢产品出厂价历史

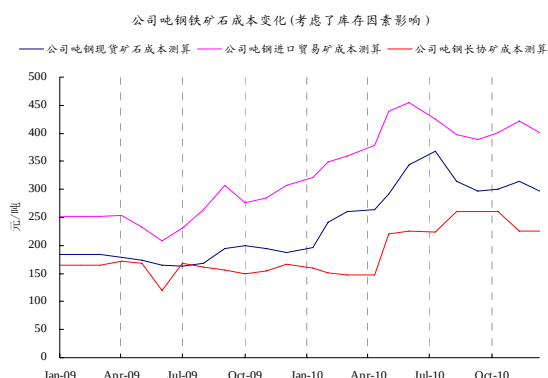


数据来源: Mysteel; 兴业证券整理

3.3 三季度公司成本压力最大，长协矿较低的公司仍具备一定优势

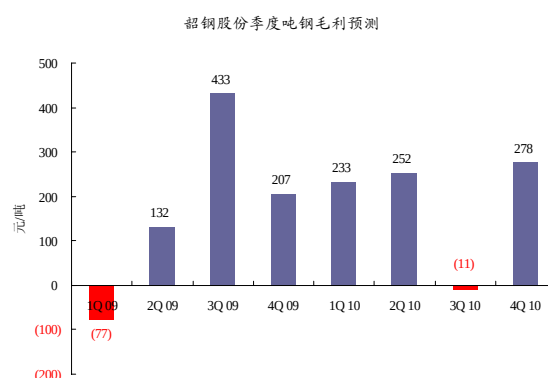
- 我们假设的铁矿采购结构为: 国内现货矿 35%, 进口贸易矿 43%, 长协矿 23% (其中我们假设 80%是澳矿, 20%是巴西矿);
- 公司长协矿占比较低, 在三季度有助于适度缓解长协矿环比上涨 20%左右带来的成本压力。目前国内现货矿降幅相对较大, 进口贸易矿其次。综合测算, 三季度公司吨钢消耗铁矿石成本为 975 元/吨钢(国内现货 327, 进口贸易 403, 国外长协 249 元/吨钢), 环比二季度的吨钢铁矿石成本 923 元上升 52 元/吨。在这里应注意, 尽管现货矿价格高点在 4 月中旬(以河北迁安 66%干基为例), 但工厂现货采购价格的高点往往滞后;
- 根据我们对价格成本的假设, 我们测算公司在三季度吨钢毛利为负, 而四季度有望随着钢材价格回升回归正常盈利水平。

图 8 公司吨钢铁矿石成本变化



数据来源：兴业证券

图 9 公司季度吨钢毛利预测



数据来源：兴业证券

表 7 公司盈利预测结果

盈利预测结果

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13350	17951	20229	23051
增长率	-30.1%	34.5%	12.7%	13.9%
营业利润(百万元)	87	60	324	559
增长率	-95.2%	-30.9%	441.8%	72.5%
净利润(百万元)	93	51	276	476
增长率	-94.2%	-45.1%	441.8%	72.5%
最新摊薄每股收益(元)	0.06	0.03	0.17	0.28
每股净资产(元)	3.47	3.51	3.67	3.96
动态市盈率(倍)	97.6	177.8	32.8	19.0
市净率(倍)	1.6	1.5	1.5	1.4

数据来源：兴业证券

四. 投资建议

基于对钢价和原材料等各中价格，我们预测公司 2010，2011，2012 年 EPS 分别为 0.03，0.17，0.28 元。我们给予公司“推荐”的评级，其主要理由为：

- 宝钢的实质性重组进展有超预期可能；
- 如我们前面阐述，无论是对广钢的示范效应，或是作为宝钢系在南方市场的重要布局，宝钢具备做强作好韶钢的动力；
- 公司作为一个背靠钢材需求大市场，外延内生式增长都有空间的广东最大钢铁企业，借力宝钢在技术、管理、渠道等方面的优势，有望实现较好的重组协同效应。

附表

资产负债表

单位: 百万
元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5287	6542	7070	7886
货币资金	1367	1353	1330	1344
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	42	31	39	48
其他应收款	10	11	13	15
存货	2764	3647	4065	4607
非流动资产	13054	15016	16463	17538
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	11350	12646	13847	14820
在建工程	1012	1690	1845	1923
油气资产	0	0	0	0
无形资产	317	364	410	447
资产总计	18341	21557	23533	25423
流动负债	9109	8474	9876	10994
短期借款	5834	4683	5739	6425
应付票据	855	907	1042	1210
应付账款	774	928	979	1161
其他	1647	1956	2116	2197
非流动负债	3435	7222	7522	7822
长期借款	3422	3722	4022	4322
其他	13	3500	3500	3500
负债合计	12544	15696	17398	18816
股本	1670	1670	1670	1670
资本公积	2483	2483	2483	2483
未分配利润	1033	1080	1338	1778
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5797	5861	6135	6608
负债及权益合计	18341	21557	23533	25423

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	93	51	276	476
折旧和摊销	1152	1359	1651	1953
资产减值准备	-844	118	19	12
无形资产摊销	23	15	17	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	306	472	484	545
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-1507	957	256	258
经营活动产生现金流量	2240	1106	2127	2738
投资活动产生现金流量	-983	-3442	-3078	-3069
融资活动产生现金流量	54	2322	928	346
现金净变动	1311	-14	-23	14
现金的期初余额	1185	1367	1353	1330
现金的期末余额	2496	1353	1330	1344

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	13350	17951	20229	23051
营业成本	12585	16912	18854	21299
营业税金及附加	52	75	82	94
销售费用	34	45	51	58
管理费用	285	386	433	494
财务费用	306	472	484	545
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	87	60	324	559
营业外收入	46	0	0	0
营业外支出	23	0	0	0
利润总额	110	60	324	559
所得税	17	9	49	84
净利润	93	51	276	476
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	93	51	276	476
BPS(元)	0.06	0.03	0.17	0.28

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长性				
营业收入增长率	-30.1%	34.5%	12.7%	13.9%
营业利润增长率	-95.2%	-30.9%	441.8	72.5%
净利润增长率	-94.2%	-45.1%	441.8	72.5%
盈利能力				
毛利率	5.7%	5.8%	6.8%	7.6%
净利率	0.7%	0.3%	1.4%	2.1%
ROE	1.6%	0.9%	4.5%	7.2%

偿债能力

资产负债率	68.4%	72.8%	73.9%	74.0%
流动比率	0.58	0.77	1	1
速动比率	0.28	0.33	0	0

营运能力

资产周转率	75.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款周转率	55056	45631	53308	49171

每股资料(元)

每股收益	0.06	0.03	0.17	0.28
每股经营现金	1.23	0.66	1.27	1.64
每股净资产	3.47	3.51	3.67	3.96

估值比率(倍)

PE	97.6	177.8	32.8	19.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.4

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。