

投资评级

推荐

维持

## 广东钢铁龙头，业绩优秀估值安全

### 股票数据

3月13日收盘价(元)	5.67
52周股价波动(元)	4.43-8.70
总股本/流通A股(亿)	24.20/11.36
总市值/流通市值(亿)	137/137

### 投资要点:

- **广东钢铁龙头，区位优势带来产品溢价：**韶钢松山为广东省内钢铁龙头企业，产量约占全省的20%。国内钢铁产能集中在华北和华东地区，华南地区产量不足，近半的消费量需要从外省补充，形成省内市场溢价。
- **管理水平和财务表现双提升，各项生产指标领先行业：**公司在管理上复制了宝武集团的管理体系，管理水平和财务表现得到了较大的提升。吨钢折旧为124元/吨，人均粗钢产量为1068元/吨，生产效率在行业中排名前列。吨钢综合能耗从619千克标煤/吨下降至558千克标煤/吨，铁钢比从972千克/吨下降至870千克/吨，成本节约效果显著。公司盈利能力持续向好，2018年实现营收266.4亿元，归母净利润32.6亿元，同比增长近30%。现金流质量和资产负债率明显改善，经营活动现金流量净额达47亿元，资产负债率已控制在50%以下。
- **2019年钢铁行业限产放松，盈利向合理回归：**2018年冬季以来行业限产政策放松，采暖季开工率并没有明显下降，春节前后的生产状态也是过去几年中较强水平。2019年行业还将净增约3000万吨的产能，供给侧的逻辑弱化。另一方面需求恢复良好，终端成交量持续放大，带动库存越过拐点下行。下游需求中房地产投资增速可能下滑，但基建投资加速形成托底，重大项目密集开工，上半年钢材价格仍有向上动力，下半年有所回落，综合来看行业盈利很难再达到2018年的高度。即使行业利润回落至2017年水平，行业平均ROE仍在10%以上，平均PB1.1倍、PE10倍，在A股所有行业中仍享有估值性价比优势。
- **盈利预测：**假设公司2019年钢材产销量为600万吨，包括板材125万吨，棒材350万吨，线材125万吨，假设板材、棒材、线材不含税价格分别为3210元/吨、3650元/吨、3800元/吨，假设各项原材料成本不变，则预计公司2019年净利润约为19亿元，对应PE约为7倍。
- **风险提示：**钢材价格下滑；铁矿石、焦煤原材料价格上升

分析师:麦浩明

Tel:18998532338

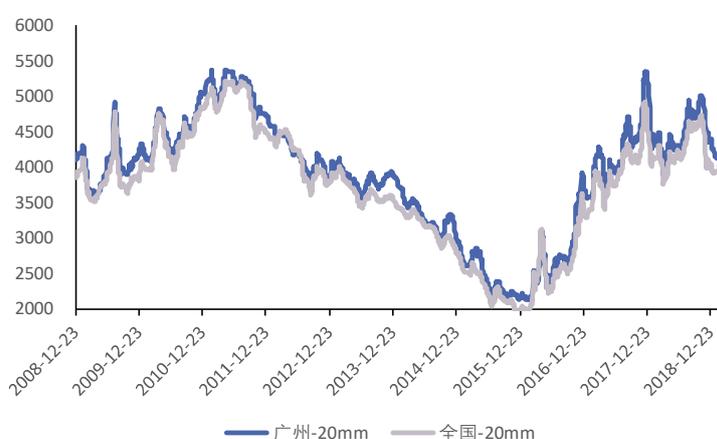
Email:maihm3@foxmail.com

## 一、广东钢铁龙头，区位优势带来产品溢价

韶钢松山为广东省内重点钢材生产企业之一，粗钢产量占全省的 20%。公司具备炼钢产能 650 万吨，主要产品以普钢建筑钢材为主，包括 320 万吨螺纹钢、125 万吨线材，133 万吨板材，113 万吨特棒，其中长材是主要的盈利来源。

我国钢材产能集中在华北及华东区域，两个区域占全国钢材产量的 70% 左右，而华南地区需求量高，产能相对不足，钢材产量仅占全国产量的 7%。另一方面，广东省固定资产投资增速显著高于全国平均水平，2017 年广东固定资产投资同比增速为 13.5%，高出全国水平 6.3 个百分点。广东省内年均钢材消费量在 6000 万吨左右，而省内产能只有 3000 万吨，不足产能需要从外省补充，省内钢材长期供不应求的局面决定了广东钢材价格高于全国市场平均值。2019 年 3 月上旬全国螺纹钢平均价为 4030 元/吨，而广州市场螺纹钢平均价为 4220 元/吨，较全国均价高出 200 元/吨，未来广东省内不存在新增钢铁产能，市场溢价仍将维持。

图 1：广州与全国螺纹钢存在约 200 元的差价



## 二、管理水平和财务表现双提升，各项生产指标领先行业

韶钢松山在 2013 年划归宝武集团，在管理上复制了宝武集团的体系，实现了管理效率的提升和成本的压降，目前各项经营生产指标均位于行业前列。

近 3 年来公司淘汰了一批落后设备，停产处理了部分盈利不佳的产线，包括淘汰高炉 2 座，淘汰电炉 1 座，停产封存了 4 号烧结机、2500mm 中板轧机以及棒二产线，将部分板材设备改造成线材设备，聚焦优质资产。吨钢折旧和人均产量指标能够充分反映公司目前的资产质量：瘦身之后公司吨钢折旧从 2015 年的 216 元/吨下降至 2017 年的 124 元/吨，显著低于全行业 189 元/吨的平均水平，在大型钢铁行业中排名前五。2013 年至今在产量维持不变的情况下，人员从 9862 人缩减至 5611 人，人均粗钢产量达 1068 吨，在普钢行业中排名前三。

公司实现了原料和成本的节约，焦煤、铁矿石均采购自宝钢资源，自备焦炭产能实现 100% 自给，综合能耗持续下降，2012-2017 年吨钢综合能耗从 619.44 千克标煤/吨下降至 558.17 千克标煤/吨，已达到国内一流水平。炼钢效率有所提升，铁钢比从 2017 年初的 972 千克/吨，下降至 2018 年年末的 870 千克/吨，主要通过加入废钢来实现。

自 2016 年供给侧改革以来，行业落后产能逐渐出清，韶钢松山作为区域龙头，保证满产满销，实现降本增效，充分享受地区溢价。2017 年公司实现营收 260 亿元，净利润 25.17 亿元；2018 年再上台阶，实现营收 266.4 亿元，同比+2.5%，净利润 32.6 亿元，同比+29.5%。盈利的提升带来现金流的改善和负债率的下降，2018 年公司经营活动现金流量净额高达 47 亿元，通过偿还短期借款、处理低效资产等手段将资产负债率从 2015 年的 98% 压降至目前的 50%，财务费用率从

6.6%下降至 0.6%，债务负担大大减轻。

### 三、行业限产放松，盈利水平向合理回归

供给侧改革以来钢铁行业出清，清理了 1.2 亿吨的地条钢产能，占全行业产能约 10%。螺纹钢价格从 2015 年最低点的 2000 元/吨最高攀升至 5000 元/吨，行业盈利大幅改善，行业毛利率从-10%提升至 30%以上。2018 年全国生铁、粗钢、钢材产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，分别同比增长 3.0%、6.6%、和 8.5%，全年钢铁行业实现利润 4704 亿元，较 2017 年增长 39.3%，行业资产负债率从 2017 年年初的 66%下降至 2018Q3 的 59%，行业整体呈现量利齐升的局面。

**2018 年冬季以来钢铁行业限产放松，产量小幅增加，供给侧逻辑开始减弱。**2017-2018 年年初环保限产严格是刺激钢铁价格上涨的重要因素，限产时间从年初的取暖季延伸至非采暖季，限产范围由京津冀地区扩展至汾渭平原。但 2018 年取暖季环保限产出现了一定程度的放松，限产方式从前期的一刀切转为将主动权下放至地方，取消了对限产比例的明确要求。钢铁重镇唐山市 2017 年采暖季错峰产能和比例分别为 1821 万吨和 44%，而 2018 年采暖季错峰产能和比例分别仅为 1230 万吨和 19.8%，限产不及预期，政策转向的意味很浓。2018 年冬季至 2019 年春季钢厂生产状态是供给侧改革以来最强的一年，2019 年春节前后钢材的产量均高于去年同期水平，节前一周钢材产量为 964 万吨，而去年同期仅为 915 万吨，节后一周钢材生产量为 952 万吨，而去年同期仅为 904 万吨，增产幅度都在 5%以上。

图 2：2018 年冬季唐山限产放松

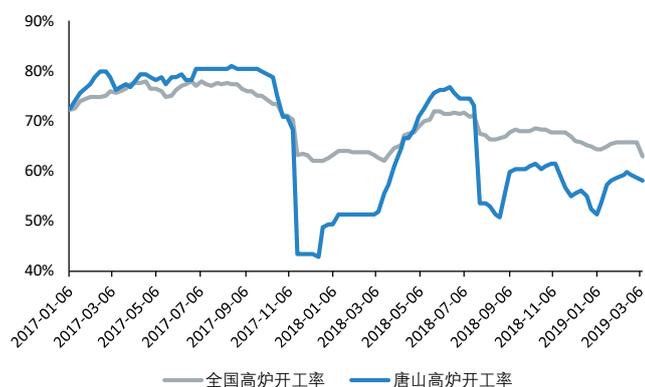


图 3：2019 年钢材产量高于往年



**2019 年钢铁行业将出现 3000 万吨的供给增量。**根据 Mysteel 数据统计，2019 年将新增高炉产能约 852 万吨，新增电炉产能 1420 万吨，两者合计贡献新增产能 2272 万吨，另外限产政策的放松将带来供给增量 1500-1900 万吨左右，再考虑产能置换退出产能 1200 万吨，年内将有 3000 万吨的产能增量。

图 4：2019 年钢铁行业新增产能（数据来源：我的钢铁网）

类型	区域	炼铁产能 (万吨)	生产状态
高炉	华北	185	投产准备
	华东	410	在建
	西南	122	在建
	华北	135	在建
电炉	华东	600	投复产
	华南	432	投复产
	西北	208	投复产
	华中	116	投复产
	西南	64	投复产
合计		2272	

**电弧炉产能利用率的提升会形成钢材价格的天花板。**电弧炉产能目前处于盈亏平衡状态，华东独立电弧炉生产成本在 3700-3800 元/吨，根据小厂产品价格低于大厂价格 100 元/吨来看率，目前 3800 元/吨的螺纹价格水平上基本没有利润，春节复工后电弧炉产能利用率恢复较快，目前已上升至 50%，与 2018 年同期水平相当。电弧炉产量占螺纹钢产量的 15%-20%，生产成本较高，生产节奏灵活，是当前行业的边际产能，当螺纹钢价格上升至 4000 元/吨以上时，电弧炉的产能利用率将迅速提升对价格形成压制。

图 5：电弧炉产能成本较高



图 6：春节后电弧炉产能快速提升



**需求端将取代供给端成为钢铁行业的主要看点。**钢铁下游的需求主要集中在房地产、基建、机械行业，其中地产占比 38%，基建占比 17%，合计占用钢需求的 55%，机械、重卡等需求实际上由建筑拉动，因此投资增速是关键的需求变量。全国固定资产投资从 2016 年开始进入下行周期，固定资产投资完成额累计增速从 2016 年年初的 10.20% 下降至 2018 年 8 月的 5.30%，直至 2018 年四季度宽信用政策出台之后才出现企稳回升迹象。2018 年全国房地产开发投资保持高速增长态势，全年增速 9.5%，较 2017 年提高 2.5 个百分点。但销售情况有所放缓，销售面积增速为 1.3%，同比回落 6.4 个百分点；销售额增长 12.2%，增速同比回落 1.5 个百分点。

广东省内区域市场需求好于全国平均水平，2017 年广东固定资产投资增速为 13.50%，2018 年回落至 10.70%；2017 年广东房地产投资增速为 17.20%，2018 年增速为 19.30%，均远高于全国的平均水平。**2019 年广东固定资产投资增速目标为 9%，可以预见省内钢铁需求仍将表现强势。**

从中国建筑的新签订单增速同样可以发现，2017 年新签订单一直维持 20% 以上增速，2018 年开始快速下滑，但 2018 年四季度以来已经开始企稳并回升。2018 年下半年开始宏观经济转向，经济增长压力加大，为避免经济失速风险，财政货币政策逐渐转向宽松，基建补短板确认为基本方向。2019 年政府工作报告进一步明确合理扩大有效投资，加大交通为主的基础设施重点项目建设力度，计划完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元；预算内投资安排 5776 亿元，较 2018 年增加 400 亿元；安排地方政府专项债 2.15 万亿元，较 2018 年增加 8000 亿元。**2019 年春节后各地重大项目集中开工，据 Mysteel 不完全统计，截至 2 月 27 日已有共 15 省份近 5000 个项目于 2 月份开工，总金额超过 2.7 万亿元，3、4 月都是传统的开工旺季，近期钢材的需求和价格仍有上升空间。**

图 7：投资增速企稳，广东优于全国

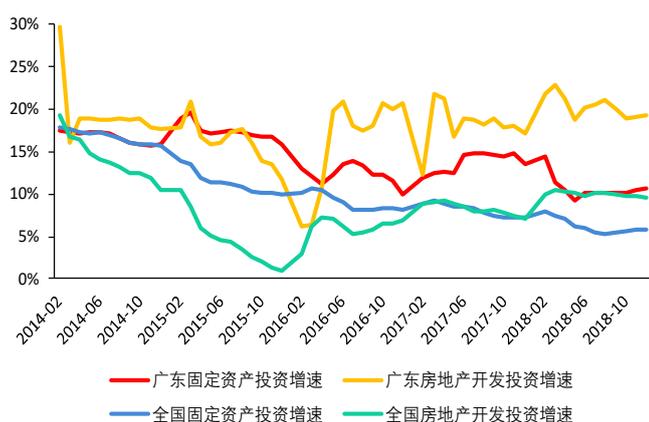
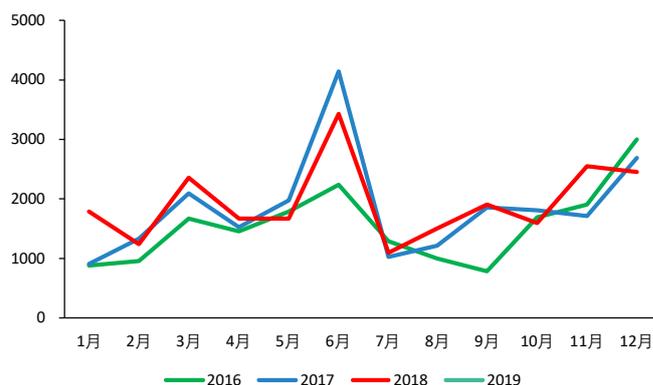


图 8：中国建筑订单增速从 2018 年下半年开始回升



**钢材库存下降拐点出现，交易量快速上升。**从需求观测指标来看，节后第五周社会库存总量已降至 1850 万吨，低于去年同期的 1877 万吨，螺纹钢社会库存 1011 万吨，低于去年同期的 1037 万吨，库存的拐点已经出现。2018 年春季贸易商对于行业形势乐观累积了大量库存，结果因需求开启时间太晚，钢材价格大跌而造成亏损，受此影响，2019 年钢贸商情绪谨慎，冬储意愿较低，开启冬储的时间点较往年农历同期推迟了 2 周。春节过后钢材需求迅速回升是库存回落的主要原因，上海终端螺纹钢采购量从 1860 吨的低位开始恢复，最近一周已经达到 38463 吨，远高于去年同期 27300 吨的水平。

图 9：螺纹钢库存下降

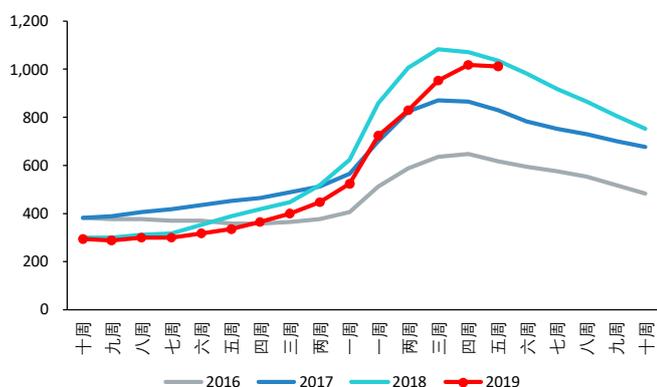
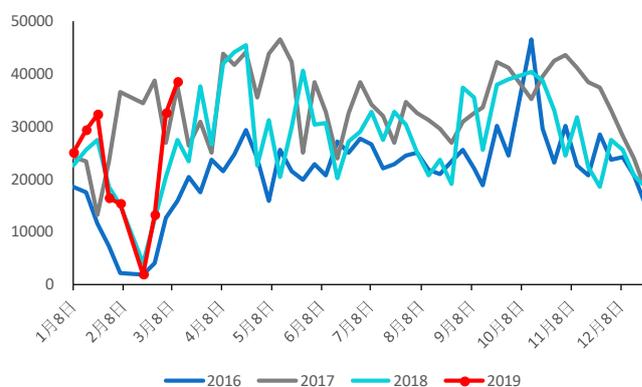


图 10：上海终端螺纹钢采购量快速增加



**原料成本上升，产业链利润重新分配，利润向合理水平回归。**焦煤价格自 2015 年年底以来持续上涨，从最低点 600 元/吨上涨至 2019 年 3 月的 2000 元/吨，2016-2018 三年均价逐级抬高。铁矿石价格近期由于淡水河谷铁矿事故而出现了一定程度的上涨，2019 年至今价格已较 2018 年均价上涨了 10%。当前两种上游原材料的供给弹性较差，攫取了钢铁行业的部分利润，根据模型计算 3 月上旬螺纹钢吨毛利为 520 元左右，毛利率为 16%，较 2018 年 Q4 的 780 元吨毛利和 21% 毛利率均出现大幅下滑。由于韶钢松山拥有区域市场溢价，模拟计算吨毛利略高于行业平均水平，约为 580 元左右。

图 11: 原材料铁矿石及焦煤价格上涨

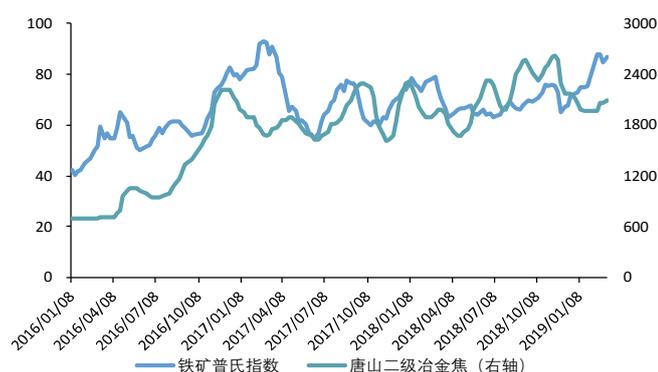
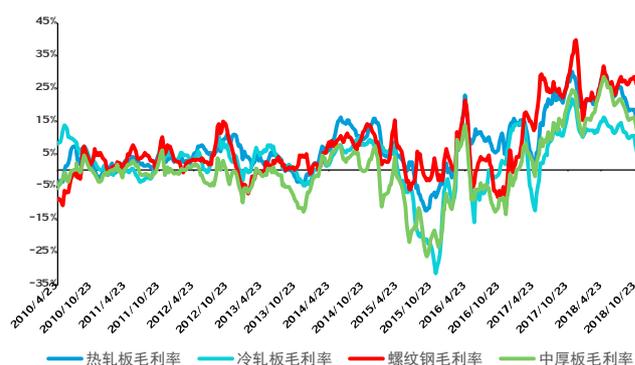


图 12: 模拟利润水平较 2018 年高点回落



申万钢铁行业指数 2018 年整体盈利预测达到 1080 亿元, 较 2017 年增长 47%。截至 2018Q3 全行业平均毛利率为 15.90%, 净利率 7.77%, 年化 ROE 达到 16%, 均为 2014 年以来的最高水平。当前全行业平均估值仅为 PB1.14 倍, PE(ttm)7.01 倍。在盈利向合理水平回归的背景下, 即使盈利下滑 1/3 回落至 2017 年水平, 行业 ROE 为 10%, 对应 PB1.1 倍, PE10 倍, 仍然享有较强的估值优势。

## 四、盈利预测

韶钢松山于 2018 年三季度末给出全年的产量指引, 即板材 125 万吨, 棒材 350 万吨, 线材 125 万吨, 钢材合计 600 万吨。假设 2019 年产量持平, 一季度因春节影响销量占比略小, 按全年 20% 的产量占比计算。按照 2019Q1 价格水平假设板材、棒材、线材不含税价格分别为 3210 元/吨、3650 元/吨、3800 元/吨, 较 2018H1 价格水平下降 3%-5% 不等, 预测 2019Q1 实现净利润 4.96 亿元。另外考虑到税盾在可能二季度消耗完, 预计 2019 年全年实现税后净利润约为 19 亿元左右, 对应目前 140 亿元的市值 PE 约为 7 倍。

公司盈利对于产品价格的变动十分敏感, 2018 年 EPS 为 1.35, 2019 预测 EPS 为 0.79。如果产品价格整体上涨 5%, 则 EPS 将上升为 1.12; 如果产品价格整体下降 5%, 则 EPS 将快速下跌至 0.44。

	2016	2017	2018H1	2019Q1
<b>板材</b>				
产量	113	133		25
销量	112	133	54	25
收入	25.1	41.2	18.39	8.03
成本	24.97	38.68	14.86	7.68
毛利	0.13	2.52	3.53	0.35
价格	2251	3101	3401	3210
吨成本	2239	2912	2748	3071
吨毛利	12	190	653	139
毛利率	1%	6%	19%	4%
<b>棒材</b>				
产量	275	319		70
销量	274	315	152	70
收入	60.74	110.48	57.15	27.42
成本	55.53	86.54	44.68	20.32
毛利	5.21	23.94	12.47	7.10
价格	2219	3509	3770	3650
吨成本	2029	2749	2948	2903

吨毛利	190	760	823	747
毛利率	9%	22%	22%	20%
<b>线材</b>				
产量	110	128		25
销量	109	125	54	25
收入	25.18	44.46	21.12	9.86
成本	23.28	36.22	15.88	7.65
毛利	1.9	8.24	5.24	2.21
价格	2319	3559	3905	3800
吨成本	2144	2899	2936	3059
吨毛利	175	660	969	741
毛利率	8%	19%	25%	20%
<b>钢材合计-不含特棒</b>				
销量	494	573	260	120
收入	111.02	196.14	96.66	43.08
成本	103.78	161.44	75.42	35.65
毛利	7.24	34.7	21.24	7.4
价格	2248	3425	3721	3590
吨成本	2102	2819	2904	2971
吨毛利	147	606	818	619
毛利率	7%	18%	22%	17%
<b>期间费用</b>				
销售费用	1.1	1.25	2.07	0.96
吨钢销售费用	22.28	21.83	79.70	79.70
管理费用	1.19	1.05	2.05	0.95
吨钢管理费用	24.10	18.34	78.93	78.93
财务费用	5.71	2.84	1.12	0.26
营业税金				0.3
<b>利润总额</b>	1.01	25.17	17.65	4.96
税盾		37.8		5.2
所得税费用	0	0	0.08	0
<b>净利润</b>	1.01	25.17	17.57	4.96

#### 主要产品价格变动

	-10%	-5%	0	5%	10%
2019EPS	0.1	0.44	0.79	1.12	1.46