

南钢股份

600282

审慎增持 (维持)

聚焦结构优化和成本变革 业绩回落好于行业平均

2020年03月25日

市场数据

市场数据日期	2020-03-24
收盘价(元)	3.11
总股本(百万股)	4429.54
流通股本(百万股)	4429.54
总市值(百万元)	13775.88
流通市值(百万元)	13775.88
净资产(百万元)	16776.79
总资产(百万元)	43620.51
每股净资产	3.79

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47970	47576	48497	48999
同比增长	9.9%	-0.8%	1.9%	1.0%
归母净利润(百万元)	2606	2539	2929	3013
同比增长	-35.0%	-2.6%	15.4%	2.9%
毛利率	13.3%	10.4%	11.0%	10.9%
归母净利润率	5.4%	5.3%	6.0%	6.1%
净资产收益率	15.5%	11.3%	11.9%	11.3%
每股收益(元)	0.59	0.43	0.49	0.51
每股经营现金流(元)	0.73	1.19	0.63	0.61

相关报告

《南钢股份(600282)中报点评:中厚板价格同比逆势增长,且保持较强盈利能力》2019-08-26
《南钢股份(600282)深度报告:置身周期,何以抵御周期波动风险》2019-03-25
《南钢股份(600282)年报点评:中厚板盈利一枝独秀》2019-03-24

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

苏东

sudong@xyzq.com.cn

S0190519090002

投资要点

- **公司发布 2019 年度报告:** 2019 年公司共计实现营收 479.70 亿元,同比 +9.91%, 实现净利润 33.65 亿元, 同比-29.02%。同时公司拟向全体股东 10 派 3 (含税), 分红率达 50.73%, 股息率 9.65%。
- **2019 全年公司产销增长, 但业绩同比下滑。** 一方面是行业大幅增产造成钢铁行业景气度略有下行, 钢价同比回落, 另一方面是原材料铁矿石价格显著上涨压缩利润。2019 年公司实现生铁、粗钢、钢材产量分别为 990.02 万吨、1097.13 万吨、992.06 万吨, 同比分别+8.94%、+9.17%、+8.17%。公司钢材产品综合平均售价为 3923.33 元/吨(不含税), 同比-3.99%。2019 年公司铁矿石采购均价 730.02 元/吨, 同比+26%, 钢材吨盈利下滑。
- **公司 2019 年钢材吨毛利下滑幅度显著好于行业平均水平, 我们认为主要原因有两点:** 1) 板长兼备, 优特钢占比高, 中厚板盈利能力强且稳健; 2) 持续推动成本变革, 降本成果显著。
- **定增收回子公司少数股权, 增厚归母净利润。** 公司拟向控股股东南京钢联发行股份购买南钢发展 38.72% 股权和金江炉料 38.72% 股权, 2019 年南钢发展和金江炉料分别实现净利润 18.40 亿元、0.47 亿元, 盈利能力较强, 发行股份购买其少数股权完成后, 公司归母净利润有望得到进一步增厚。
- **考虑到年初以来钢价进一步下滑, 当前高库存或压制钢价上行空间, 同时考虑定增实施, 小幅下调公司 2020-2021 年盈利预测至 25.4 亿元、29.3 亿元, 同时引入 2022 年归母净利润预测为 30.1 亿元, 2020-2022 年度 EPS 为 0.43 元、0.49 元和 0.51 元, 维持公司“审慎增持”评级。**

风险提示: 公共卫生事件显著影响地产开发商新开工及施工规划; 钢价持续下行; 中厚板下游需求低迷; 原材料价格大幅上涨

报告正文

事件

- **公司发布 2019 年年度报告:** 2019 年公司共计实现营业收入 479.70 亿元, 同比+9.91%, 实现净利润 33.65 亿元, 同比-29.02%, 实现归属于上市公司股东的净利润 26.06 亿元, 同比-34.98%, 扣非后归母净利润 23.49 亿元, 同比-40.48%。
- **分季度来看:** 2019Q4 公司共计实现营业收入 112.40 亿元, 同比+12.34%, 环比-11.05%, 实现归母净利润 2.31 亿元, 同比-59.54%, 环比-56.76%, 实现扣非后归母净利润 2.06 亿元, 同比-64.73%, 环比-54.67%。
- **公司同时公布 2019 年度利润分配及公积金转增股本预案:** 拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.00 元(含税), 不进行资本公积金转增股本。

点评

- **2019 全年公司产销增长, 但业绩同比下滑, 一方面是行业大幅增产造成钢铁行业景气度略有下行, 钢价同比回落, 另一方面是原材料铁矿石价格显著上涨压缩利润。** 行业方面, 2019 年, 在地产高新开工和施工的支撑下, 钢材需求同比保持增长, 但同时供应端钢企生产积极性高, 通过提高废钢添加、工艺技术优化等措施实现增产, 产量端增长高于需求增长, 导致钢价同比回落, 以上海地区螺纹钢(HRB400 20mm)为例, 2019 年均价 3881.84 元/吨, 同比下降 237 元/吨(-5.76%)。此外, 原料铁矿石和废钢价格同比显著上涨, 导致钢材盈利空间收窄, 吨钢利润下滑, 我们测算 2019 年行业螺纹钢吨毛利同比减少 465 元/吨。公司方面, 2019 年公司实现生铁、粗钢、钢材产量分别为 990.02 万吨、1097.13 万吨、992.06 万吨, 同比分别+8.94%、+9.17%、+8.17%。公司钢材产品综合平均售价为 3923.33 元/吨(不含税), 同比-3.99%。2019 年公司铁矿石采购均价 730.02 元/吨, 同比+26%, 钢材吨盈利下滑。
- **公司 2019 年度利润同比降幅好于行业平均水平, 主因在于产品结构优势和持续推动成本变革。** 测算公司 2019 年板材、棒材、线材、带钢、型钢吨毛利分别为 697 元/吨、470 元/吨、530 元/吨、465 元/吨、735 元/吨, 分别同比-374 元/吨、-242 元/吨、-215 元/吨、-272 元/吨、-2 元/吨, 下滑幅度显著好于行业平均水平, 我们认为主要原因有两点:
一方面, 公司板长兼备, 优特钢占比高, 中厚板盈利能力强且稳健。 公司钢材产品销量结构中中厚板和长材占比各半。板材方面, 2019 年中厚板综合平均售价 4094.62 元/吨, 同比-2.90%, 价格下滑幅度小, 毛利率仍达到 17.03% 的较好水平, 盈利水平显著优于其他钢材品种。此外, 公司持续重点聚焦高附加值产品, 2019 年先进钢铁材料销量 137.26 万吨, 销售价格 4977.57 元/吨, 价量齐升, 高端产品增益 4.54 亿元。

另一方面,公司持续推动成本变革,降本成果显著。公司 2019 年共计实现降本 10.16 亿元,其中,工序成本削减 7.08 亿元、采购降本 1.92 亿元、财务费用减少 1.16 亿元。此外,通过持续多措并举降杠杆,2019 年末公司资产负债率同比降 2.19pct.至 49.72%,财务费用同比降 29.56%。

- **2020 产量计划:** 生铁 1,050 万吨,粗钢 1,160 万吨,钢材 1,015 万吨。
- **定增收回子公司少数股权,增厚归母净利润。**公司拟向控股股东南京钢联发行股份购买南钢发展 38.72%股权和金江炉料 38.72%股权,对南钢发展和金江炉料全资控股,实现上市公司钢铁主业资产的集聚。2019 年南钢发展和金江炉料分别实现净利润 18.40 亿元、0.47 亿元,去年同期分别实现净利润 17.10 亿元、1.15 亿元,盈利能力较强,发行股份购买其少数股权完成后,公司归母净利润有望得到进一步增厚。
- **股权激励绑定核心骨干,事业部制运作激发活力。**公司在 2017 年以来实施了三期股权激励,第一期授予了董事及高管 11 人,以及中层管理人员、核心技术(业务)骨干 29 人,第二期股票期权激励计划的激励对象增加至包括中层管理人员、核心技术(业务)骨干共 70 人,第三期授予中层管理人员、核心技术(业务)骨干(71 人),通过绑定核心骨干,将业绩考核与期权行权相挂钩,提升员工积极性和参与度,进一步激发活力,为未来两年良好盈利的持续性做好铺垫。此外,公司持续优化内部管理,对主要业务单元实行业务部制运作,将薪酬激励与降本指标进行高比例挂钩,以实现全方位快速响应市场,提升组织运行效率。
- **多元产品结构叠加高优特钢占比,增强钢铁业务稳健性;积极构建钢铁与新产业“双主业”格局,兼具成长性。**南钢一方面具备产品结构多元化的特质,同时优特钢占比高(中厚板中优特钢销量占比达到 90%以上,长材产品中优特钢销量占比超过 60%),能够较好地分散风险,抵御周期波动,其中公司主导的中厚板产品拥有规模优势和优于同行的盈利能力,有望享受一定的估值溢价。另一方面,过去几年南钢在负债结构、股东回报等方面都有显著的蜕变,资产负债率从 2016 年底 80%以上,到目前已经降至 50%以下,财务负担明显减轻,股东回报方面,分红积极性也显著提高。同时,作为复星旗下的材料及智能装备平台,南钢按照“一体三元五驱动”的转型发展战略,积极构建钢铁与新产业的“双主业”发展格局,兼具成长性,未来发展可期。
- 考虑到年初以来钢价进一步下滑,当前高库存或压制钢价上行空间,同时考虑定增实施,小幅下调公司 2020-2021 年盈利预测至 25.4 亿元、29.3 亿元,同时引入 2022 年归母净利润预测为 30.1 亿元,2020-2022 年度 EPS 为 0.43 元、0.49 元和 0.51 元,维持公司“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 公共卫生事件显著影响地产开发商新开工及施工规划;钢价持续下行;中厚板下游需求低迷;原材料价格大幅上涨

表 1、分产品产销及价格(季度数据)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
板材								
产量(万吨)	117.51	119.24	122.71	104.39	124.79	124.12	125.52	126.61
销量(万吨)	115.40	115.54	128.82	101.87	124.73	122.93	124.99	125.93
平均售价(元/吨)(不含税)	3,937.31	4,079.83	4,389.15	4,471.02	4,107.89	4,339.57	4,119.40	3,817.78
棒材								
产量(万吨)	85.91	84.09	77.27	77.70	91.79	87.71	90.35	72.32
销量(万吨)	87.38	84.85	77.31	79.45	91.07	87.15	89.31	77.42
平均售价(元/吨)(不含税)	3,729.31	3,790.31	4,098.26	3,821.85	3,750.92	3,766.28	3,610.78	3,405.39
线材								
产量(万吨)	13.01	12.43	12.94	12.97	13.59	14.32	14.03	14.37
销量(万吨)	12.35	12.79	13.02	13.13	13.52	14.26	13.84	14.79
平均售价(元/吨)(不含税)	4,522.64	4,163.88	4,467.14	4,115.99	4,128.81	4,060.57	4,065.45	3,825.01
带钢								
产量(万吨)	13.04	13.03	11.74	11.23	14.52	14.23	14.14	13.30
销量(万吨)	13.47	13.00	12.18	10.64	14.15	14.83	14.06	13.18
平均售价(元/吨)(不含税)	3,780.80	3,899.05	4,058.08	3,886.31	3,659.72	3,759.13	3,838.69	3,495.92
型钢								
产量(万吨)	6.58	8.10	8.16	5.09	8.24	9.72	9.02	9.37
销量(万吨)	6.35	8.26	8.03	4.99	8.15	9.46	9.23	9.96
平均售价(元/吨)(不含税)	4,686.66	4,327.15	4,503.45	4,990.36	4,472.59	4,533.50	4,471.18	4,367.79

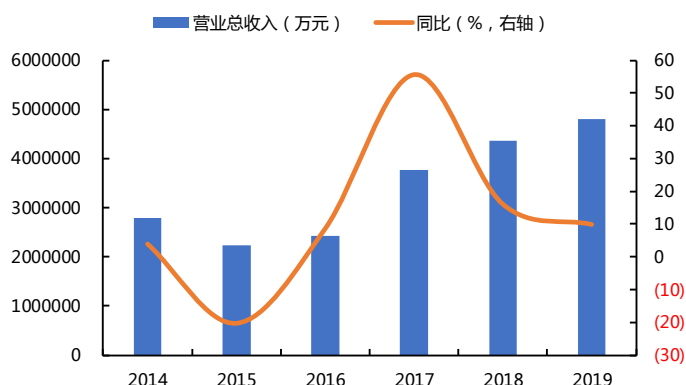
数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司分产品单吨毛利(元/吨)

	2015	2016	2017	2018	2019
板材	96.99	262.16	616.23	1071.39	697.29
棒材	-19.20	234.91	710.04	712.25	470.49
线材	164.28	360.91	519.24	744.56	529.83
带钢	212.04	483.63	558.76	736.50	464.67
型钢	81.77	247.82	586.89	737.07	734.95

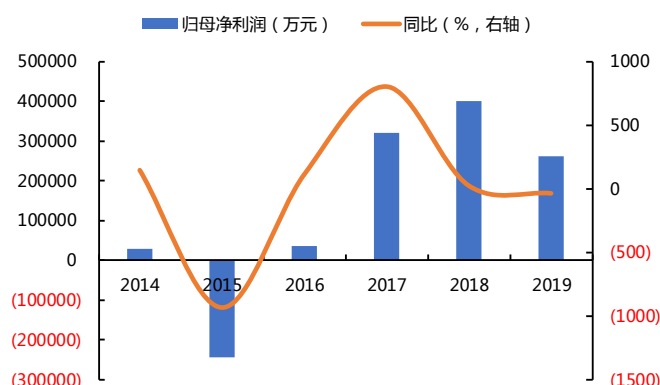
数据来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、公司营业收入及同比变化



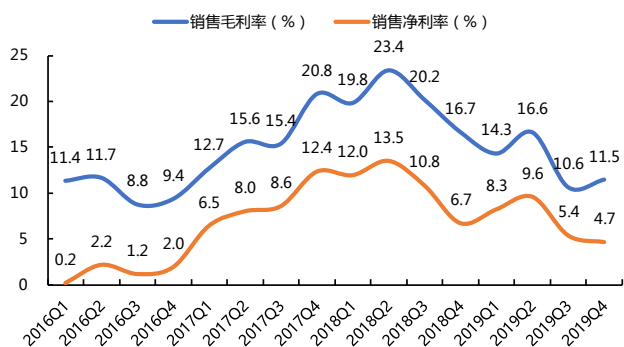
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司归母净利润及同比变化



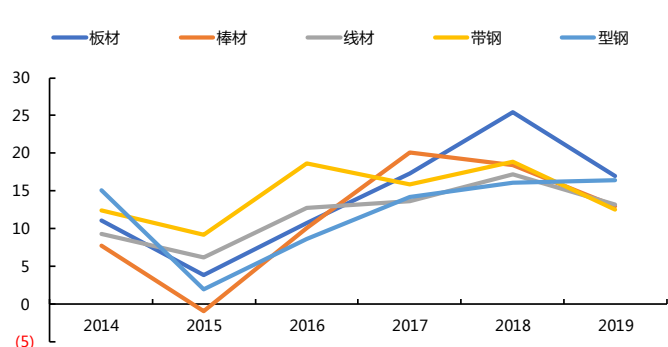
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司分季度毛利率和净利率



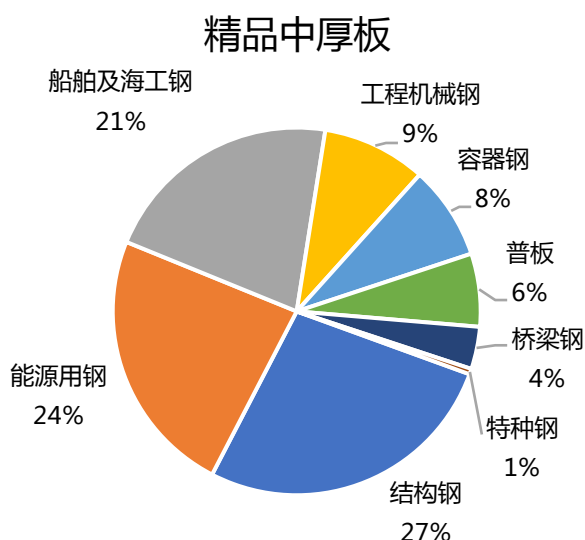
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司分产品毛利率



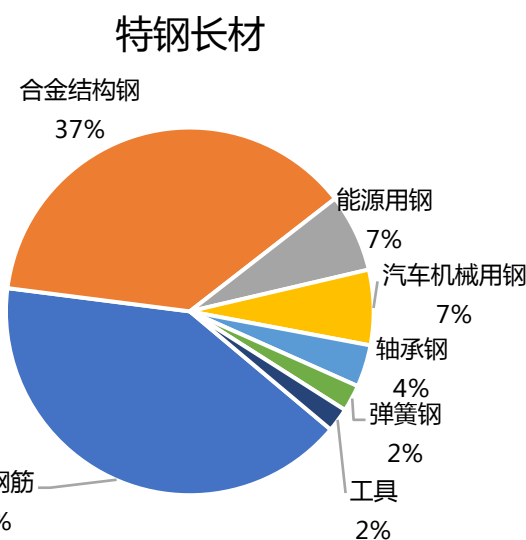
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司板材销量构成



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司长材销量构成



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	18085	27030	31042	34809	营业收入	47970	47576	48497	48999
现金	4265	16971	20359	23399	营业成本	41601	42619	43184	43664
应收账款	970	886	893	907	营业税金及附加	304	301	307	310
其他应收款	72	71	73	73	营业费用	654	636	653	658
预付账款	285	292	295	299	管理费用	912	904	922	931
存货	5882	6025	6105	6173	财务费用	276	59	-31	-81
其他流动资产	6612	2785	3316	3957	资产减值损失	-328	-74	-116	-141
非流动资产	25535	23572	22004	20418	公允价值变动收益	184	61	66	66
长期投资	2057	2044	2048	2047	投资净收益	419	260	286	300
固定资产	19017	18655	17633	16283	营业利润	4056	3134	3596	3697
无形资产	872	844	819	794	营业外收入	16	12	12	13
其他非流动资产	3589	2029	1504	1293	营业外支出	170	152	155	157
资产总计	43621	50602	53046	55226	利润总额	3902	2994	3453	3553
流动负债	19333	20031	20092	20296	所得税	537	449	518	533
短期借款	3436	3923	3761	3815	净利润	3365	2545	2935	3020
应付账款	3812	3906	3958	4001	少数股东损益	759	6	7	7
其他流动负债	12084	12202	12373	12480	归属母公司净利润	2606	2539	2929	3013
非流动负债	2357	3044	3261	3087	EBITDA	6161	4760	5202	5287
长期借款	845	1645	1845	1645	EPS (元)	0.59	0.43	0.49	0.51
其他非流动负债	1512	1399	1416	1442	主要财务比率				
负债合计	21689	23075	23353	23383	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	5154	5160	5167	5174	成长能力				
股本	4429	5958	5958	5958	营业收入	9.9%	-0.8%	1.9%	1.0%
资本公积	1875	4702	4702	4702	营业利润	-32.8%	-22.7%	14.8%	2.8%
留存收益	10439	11649	13816	15951	归属于母公司净利润	-35.0%	-2.6%	15.4%	2.9%
归属母公司股东权益	16777	22366	24526	26669	获利能力				
负债和股东权益	43621	50602	53046	55226	毛利率(%)	13.3%	10.4%	11.0%	10.9%
					净利率(%)		5.4%	5.3%	6.0%
					ROE(%)	15.5%	11.3%	11.9%	11.3%
					ROIC(%)	20.3%	19.6%	24.1%	26.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.7%	45.6%	44.0%	42.3%
					净负债比率(%)	20.20%	24.57%	24.44%	23.78%
					流动比率	0.94	1.35	1.54	1.72
					速动比率	0.61	1.03	1.22	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.01	0.94	0.91
					应收账款周转率	53	48	51	51
					应付账款周转率	10.56	11.04	10.98	10.97
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.43	0.49	0.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.19	0.63	0.61
					每股净资产(最新摊薄)	2.82	3.75	4.12	4.48
					估值比率				
					P/E	7.11	7.30	6.33	6.15
					P/B	1.10	0.83	0.76	0.69
					EV/EBITDA	3	3	3	3

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4348	7072	3772	3641
净利润	3365	2545	2935	3020
折旧摊销	1830	1567	1636	1671
财务费用	276	59	-31	-81
投资损失	-419	-260	-286	-300
营运资金变动	-930	2951	-372	-547
其他经营现金流	227	209	-111	-123
投资活动现金流	-921	1355	317	334
资本支出	1257	0	0	0
长期投资	20	-13	4	-1
其他投资现金流	356	1342	321	333
筹资活动现金流	-2607	4279	-701	-935
短期借款	-1461	487	-162	54
长期借款	769	800	200	-200
普通股增加	7	1528	0	0
资本公积增加	26	2827	0	0
其他筹资现金流	-1948	-1364	-738	-789
现金净增加额	815	12706	3388	3040

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn