

公司研究/季报点评

2019年04月30日

黑色金属/钢铁 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.88  
合理价格区间(元): 4.45~4.64

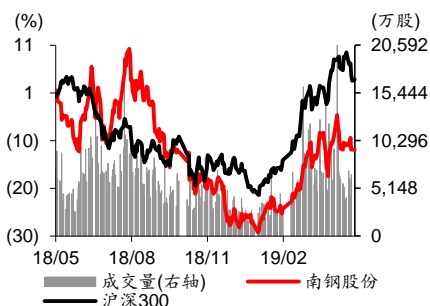
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露 联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《南钢股份(600282,增持): 短期钢铁业下行或拖累公司业绩》2019.03
- 2《南钢股份(600282,增持): 明确分红规则,股息率或提至 8.8%》2018.12
- 3《南钢股份(600282,增持): 短期业绩稳定,双主业格局是亮点》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# Q1 业绩环比正增长, 超市场预期

## 南钢股份(600282)

### 2019Q1 盈利 8.37 亿元, 业绩高于预期

2019年4月30日, 南钢股份(以下简称“公司”)发布2019年一季度报: 公司实现营业收入118.16亿元(YoY+14.0%, QoQ+18.1%); 归属于上市公司股东净利润8.37亿元(YoY-17.0%, QoQ+46.6%); EPS为0.19元(YoY-0.04元, QoQ+0.06元)。2019Q1公司产品均价3966元/吨(不含税), 同比上涨1.65%, 产品价格、产销量、盈利能力均高于我们预期, 因此上调公司业绩预测, 预计公司2019-2021年EPS分别为0.69、0.74、0.75元, 前值为0.58、0.60、0.63元, 参考可比公司估值, 维持增持评级。

### 2019Q1 产销同比增长, 增强盈利能力

2019Q1公司主要产品板材、棒材、线材产量分别为125、92、14万吨, 分别同比增长7.3、5.9、0.6万吨, 环比增长2.1、14.5、0.7万吨; 对应销量分别125、91、14万吨, 分别同比增长9.3、3.7、1.5万吨, 环比变动分别为-4.1、13.8、1.5万吨。

### 公司拟解决南钢发展少数股东权益问题

2017年2月, 公司公告, 称引进建设银行作为战略投资人开展市场化债转股, 并与建设银行、公司控股股东南钢联、公司全资子公司南钢发展共同签署《投资意向书》。建设银行通过其子公司建信投资与南钢联分别对南钢发展增资30、7.5亿元, 增资完成后, 分别持股30.97%、7.75%。公告称增资1年后, 公司将择机发行股份收购投资人持有的南钢发展全部股权, 若未能实现, 则增资后3年内, 由南钢联收购相应股权。2019年4月25日, 公司公告称拟通过发行股份购买公司控股子公司南钢发展38.72%股权, 若收购完成, 将解决南钢发展少数股东权益问题。

### 期待业绩季环比继续增长, 维持“增持”评级

2019年4月19日政治局会议重提房住不炒, 降低市场对地产预期。我们认为在房贷低利率等背景下, 地产销售、新开工或有望持续超预期, 对后期需求乐观, 公司业绩有望环比继续增长。预计公司2019-2021年EPS分别为0.69、0.74、0.75元, 对应PE为5.61、5.26、5.17。可比公司2019年预测PB平均值为1.25, 目前公司PB(LF)为1.22, 考虑公司“双主业”经营致一定折价, 给予公司2019年1.15-1.20倍PB估值, 取2019年预测BPS为3.87元, 对应目标价4.45~4.64元, 维持“增持”评级。

风险提示: 固定资产投资增速不及预期; 宏观经济不及预期; 环保等政策风险等。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	4,425
流通A股(百万股)	4,425
52周内股价区间(元)	3.34-5.20
总市值(百万元)	18,496
总资产(百万元)	43,788
每股净资产(元)	3.70

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	37,601	43,647	44,326	44,146	44,079
+/-%	55.54	16.08	1.56	(0.41)	(0.15)
归属母公司净利润(百万元)	3,200	4,008	3,060	3,262	3,322
+/-%	804.73	25.24	(23.65)	6.58	1.85
EPS(元, 最新摊薄)	0.72	0.91	0.69	0.74	0.75
PE(倍)	5.36	4.28	5.61	5.26	5.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 估值模型假设

图表1: 公司钢材产量及销量

	2014		2015		2016		2017		2018		2019E	2020E	2021E	
	产能	产量	销量	产量	销量	产量	产量	产量	销量	产量	销量	产销量	产销量	产销量
板材	480	407	404	413	412	418	425	449	449	464	462	471	471	471
棒材	295	208	202	258	262	296	295	323	318	325	329	336	336	336
线材	65	48	48	46	46	47	47	40	40	51	51	52	52	52
带钢	60	44	44	47	47	47	47	45	45	49	49	50	50	50
型钢	40	32	31	28	27	24	25	22	23	28	28	28	28	28
合计	940	740	728	792	794	833	840	878	873	917	919	938	938	938

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 单位: 万吨; 与前期报告《南钢股份: 短期钢铁业下行或拖累公司业绩》中假设数据一致

图表2: 2016-2021E 公司产品价格

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	2438	3556	4213	4250	4268	4287
棒材	2319	3539	3854	3809	3747	3713
线钢	2834	3819	4315	4279	4217	4182
型钢	2589	3522	3903	3852	3798	3782
带钢	2868	4127	4581	4621	4559	4525
平均价	2610	3713	4748	4727	4708	4701

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2016-2021E 公司产品价格 (前期预测假设)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	2438	3556	4213	4164	4185	4198
棒材	2319	3539	3854	3722	3661	3618
线钢	2834	3819	4315	4187	4126	4083
型钢	2589	3522	3903	3719	3667	3641
带钢	2868	4127	4581	4532	4471	4428
平均价	2610	3713	4748	4628	4611	4596

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 本核心假设表格为前期预测用, 具体见前期公司相关报告《南钢股份: 短期钢铁业下行或拖累公司业绩》

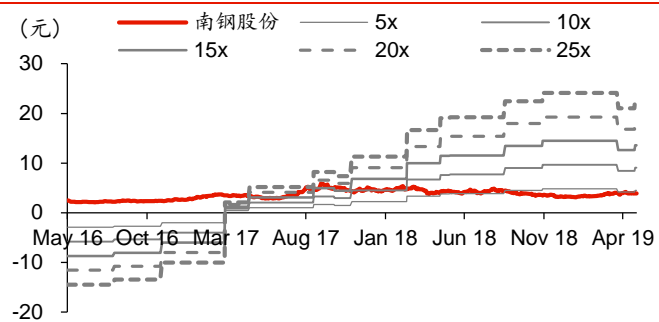
图表4: 可比钢铁上市公司 PB (2019E) 比较

证券代码	证券简称	PB (2019E)
000932	华菱钢铁	1.01
600019	宝钢股份	0.85
600507	方大特钢	2.72
600782	新钢股份	0.83
600808	马钢股份	0.82
	可比公司均值	1.25

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 可比公司 PB (2019E) 取为 2019 年 4 月 29 日 wind 一致预测值

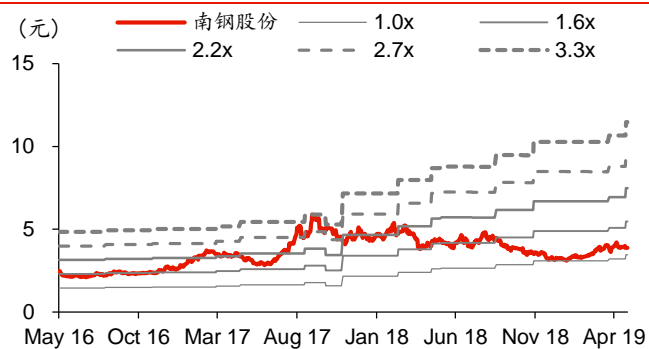
**PE/PB - Bands**

**图表5: 南钢股份历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表6: 南钢股份历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	13,993	16,257	20,695	25,795	28,496
现金	2,748	3,067	5,223	11,675	14,341
应收账款	637.92	732.52	639.32	737.12	715.22
其他应收账款	39.09	72.90	63.99	66.99	65.79
预付账款	234.13	352.94	330.96	338.74	335.19
存货	4,152	4,796	4,442	4,385	4,373
其他流动资产	6,182	7,235	9,996	8,593	8,666
非流动资产	23,743	24,938	23,871	23,705	23,064
长期投资	287.34	2,019	1,145	1,293	1,365
固定投资	20,634	19,875	19,906	19,601	19,051
无形资产	858.75	845.52	806.28	766.69	727.58
其他非流动资产	1,963	2,199	2,014	2,044	1,921
资产总计	37,735	41,195	44,566	49,500	51,560
流动负债	21,170	21,014	22,257	21,230	21,159
短期借款	3,304	4,897	5,549	5,333	5,195
应付账款	10,155	10,147	11,047	11,011	11,093
其他流动负债	7,710	5,970	5,662	4,886	4,871
非流动负债	1,008	370.54	168.47	2.09	(191.49)
长期借款	718.76	76.00	(115.56)	(290.30)	(480.17)
其他非流动负债	289.27	294.54	284.04	292.39	288.68
负债合计	22,178	21,385	22,426	21,232	20,968
少数股东权益	3,983	4,431	5,037	5,192	5,203
股本	4,409	4,422	4,422	4,422	4,422
资本公积	1,791	1,849	1,849	5,599	5,599
留存公积	5,295	9,083	10,841	13,090	15,434
归属母公司股东权益	11,575	15,379	17,103	23,076	25,390
负债和股东权益	37,735	41,195	44,566	49,500	51,560

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	2,361	4,938	3,838	6,191	4,856
净利润	3,401	4,741	3,666	3,416	3,333
折旧摊销	1,640	1,717	1,498	1,596	1,681
财务费用	549.03	391.12	240.64	148.66	53.81
投资损失	(68.43)	(350.33)	(218.52)	(237.44)	(249.95)
营运资金变动	(3,612)	(2,581)	(1,508)	1,347	51.64
其他经营现金	451.75	1,021	159.92	(80.59)	(13.11)
投资活动现金	(749.49)	(2,613)	(434.35)	(1,121)	(815.80)
资本支出	405.90	629.51	1,661	1,200	1,000
长期投资	680.52	(1,582)	(984.39)	169.91	79.11
其他投资现金	336.93	(3,566)	242.26	249.21	263.32
筹资活动现金	(1,005)	(2,018)	(1,248)	1,382	(1,374)
短期借款	(4,462)	1,593	651.31	(215.53)	(138.00)
长期借款	674.76	(642.76)	(191.56)	(174.74)	(189.87)
普通股增加	446.91	13.34	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,178	57.49	0.00	3,750	0.00
其他筹资现金	1,157	(3,039)	(1,708)	(1,978)	(1,046)
现金净增加额	561.46	327.54	2,156	6,452	2,666

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	37,601	43,647	44,326	44,146	44,079
营业成本	31,456	34,869	36,624	36,940	37,067
营业税金及附加	276.54	402.91	366.50	363.63	370.85
营业费用	507.64	561.38	585.83	566.76	566.13
管理费用	779.78	979.96	1,386	1,336	1,350
财务费用	549.03	391.12	240.64	148.66	53.81
资产减值损失	369.04	310.70	330.15	323.66	325.82
公允价值变动收益	35.26	(82.08)	(9.05)	(26.01)	(29.70)
投资净收益	68.43	350.33	218.52	237.44	249.95
营业利润	3,738	6,038	5,002	4,679	4,566
营业外收入	8.36	6.59	0.00	0.00	0.00
营业外支出	131.00	134.79	113.65	123.59	122.14
利润总额	3,616	5,910	4,888	4,555	4,444
所得税	214.92	1,169	1,222	1,139	1,111
净利润	3,401	4,741	3,666	3,416	3,333
少数股东损益	200.34	732.70	606.02	154.77	11.11
归属母公司净利润	3,200	4,008	3,060	3,262	3,322
EBITDA	5,928	8,146	6,740	6,424	6,301
EPS (元, 基本)	0.73	0.91	0.69	0.74	0.75

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	55.54	16.08	1.56	(0.41)	(0.15)
营业利润	1,108	61.52	(17.16)	(6.46)	(2.41)
归属母公司净利润	804.73	25.24	(23.65)	6.58	1.85
获利能力 (%)					
毛利率	16.34	20.11	17.37	16.32	15.91
净利率	8.51	9.18	6.90	7.39	7.54
ROE	27.65	26.06	17.89	14.13	13.08
ROIC	22.01	26.26	18.39	18.48	18.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.77	51.91	50.32	42.89	40.67
净负债比率 (%)	31.05	27.29	28.07	23.75	22.49
流动比率	0.66	0.77	0.93	1.22	1.35
速动比率	0.46	0.53	0.72	1.00	1.13
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.11	1.03	0.94	0.87
应收账款周转率	65.91	59.84	60.57	60.17	56.93
应付账款周转率	4.26	3.43	3.46	3.35	3.35
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.91	0.69	0.74	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.12	0.87	1.40	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.62	3.48	3.87	5.22	5.74
估值比率					
PE (倍)	5.36	4.28	5.61	5.26	5.17
PB (倍)	1.48	1.12	1.00	0.74	0.68
EV_EBITDA (倍)	3.67	2.67	3.23	3.39	3.45

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com