

南钢股份

600282

审慎增持 (维持)

置身周期，何以抵御周期波动风险

2019年03月25日

市场数据

市场数据日期	2019-03-22
收盘价(元)	4.35
总股本(百万股)	4422.32
流通股本(百万股)	4422.32
总市值(百万元)	19237.08
流通市值(百万元)	19237.08
净资产(百万元)	15378.95
总资产(百万元)	41194.59
每股净资产	3.48

相关报告

《南钢股份：持续分红与股权激励并举，价值进一步彰显》
2018-12-03

《南钢股份三季报点评：长材价升利增，部分对冲中厚板盈利下滑》
2018-10-29

《南钢股份(600282)年报点评：价升利增，双主业均可期待》
2018-02-13

分析师：

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理：

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

团队成员：

邱祖学、何静、苏东
王丽佳、殷雯卿

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	43647	43221	44029	44661
同比增长	16.1%	-1.0%	1.9%	1.4%
归母净利润(百万元)	4008	3562	3727	3843
同比增长	25.2%	-11.1%	4.6%	3.1%
毛利率	20.1%	15.4%	15.3%	15.4%
归母净利率	9.2%	8.2%	8.5%	8.6%
净资产收益率	26.1%	20.2%	18.3%	16.6%
每股收益(元)	0.91	0.81	0.84	0.87
每股经营现金流(元)	1.12	1.26	1.16	1.20

投资要点

- **单体最大中厚板企业，优特钢长材竞争力显著。**公司具备年产 1,000 万吨钢、900 万吨铁和 940 万吨钢材的综合生产能力，其中中厚板产能 480 万吨，长材产能 460 万吨。
- **置身周期，何以抵御周期波动风险？**1) 公司产品下游多元，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%，大部分子领域供需格局良好，多元的下游结构有助于分散风险抵御周期波动。2) 公司是全国单体最大中厚板生产企业，在成本控制方面的持续修炼打磨，盈利能力总体领先于可比企业，有望享受估值溢价。
- **从负债、激励、分红，再看南钢新面貌。**1) 近两年公司通过市场化债转股、定增用于还贷等方式降杠杆，目前杠杆率仅 51.91%，财务负累大大减轻。2) 公司 2017、2018 年实施两次股权激励，绑定核心骨干利益，进一步激发活力。3) 公司明确分红方案，分红积极性显著提高，2018 年拟 10 派 3，股利支付率达 33.10%，股息率为 6.90%。
- 我们认为，南钢一方面具备产品结构多元化的特质，能够较好地分散风险，抵御周期波动，其中厚板拥有规模优势和优于同行的盈利能力，有望享受一定估值溢价。另一方面，过去两年南钢在负债结构、股东回报等方面都有显著的蜕变。同时，南钢实施“钢铁+新产业”双主业发展战略，兼具成长性。预计 2019-2021 年归母净利润为 35.62 亿元、37.27 亿元和 38.43 亿元，EPS 为 0.81 元、0.84 元和 0.87 元，对应目前股价（3 月 22 日）的 PE 分别为 5.4 倍、5.2 倍和 5.0 倍，维持公司“审慎增持”评级。

风险提示：中厚板主要下游需求大幅下滑；地产用钢需求断崖式下滑；原材料价格大幅上涨。

目 录

前言:	- 4 -
1、中厚板行业翘楚	- 4 -
1.1、单体最大中厚板企业，优特钢长材竞争力显著	- 4 -
1.2、地处长三角，坐享区位优势	- 5 -
1.3、背靠复星集团，管理先进	- 7 -
1.4、2018 交出历史最佳财务答卷	- 7 -
2、置身周期，何以抵御周期波动风险？	- 9 -
2.1、下游结构多元化，分散风险抵御周期波动	- 9 -
2.1.1、基建	- 10 -
2.1.2、工程机械	- 11 -
2.1.3、石油天然气	- 12 -
2.1.4、风电	- 13 -
2.1.5、地产	- 14 -
2.2、规模优势和优于同行的盈利能力，有望享受估值溢价	- 14 -
3、从负债、激励、分红，再看南钢新面貌	- 17 -
3.1、抢抓市场化债转股良机，多措并举降负债	- 17 -
3.2、股权激励绑定核心骨干，进一步激发活力	- 18 -
3.3、明确分红方案，积极性大大提高	- 19 -
4、三向多元产业协同发展，兼具成长潜力	- 20 -
4.1、节能环保：持续布局，做绿色发展领航者	- 21 -
4.2、智能制造&互联网+：智慧发展提升综合竞争力	- 22 -
5、盈利预测与估值	- 24 -
6、风险提示	- 25 -
图 1、公司分产品生产量（万吨）	- 5 -
图 2、公司具备良好的区位优势	- 6 -
图 3、公司产品主要面向华东市场	- 6 -
图 4、公司股权结构（截至 2018.12.31）	- 7 -
图 5、公司营业收入及同比变化	- 8 -
图 6、公司归母净利润及同比变化	- 8 -
图 7、公司分季度毛利率和净利率	- 8 -
图 8、公司分产品毛利率	- 8 -
图 9、公司营业收入构成	- 8 -
图 10、公司毛利构成	- 8 -
图 11、公司精品中厚板产品结构（2018 年）	- 10 -
图 12、公司特钢长材产品结构（2018 年）	- 10 -
图 13、全国基建投资增速回升	- 10 -
图 14、江苏省铁路规划建设示意图	- 10 -
图 15、江苏省过江通道规划建设示意图	- 11 -
图 16、挖掘机销量（台，月度）	- 11 -
图 17、挖掘机销量（台，年度）	- 11 -
图 18、石油价格中枢上移	- 12 -
图 19、我国天然气产量	- 12 -
图 20、风电装机增速回暖	- 13 -

图 21、2014 年起我国海上风电快速增长	13 -
图 22、江浙沪地区房屋新开工面积同比增速高于全国平均水平 (%)	14 -
图 23、主要钢企中厚板吨材成本比较 (2017 年)	16 -
图 24、资产负债率显著下降	17 -
图 25、财务费用及财务费用占营业收入比例显著下降	17 -
图 26、公司“一体三元五驱动”发展规划	20 -
图 27、南钢转型发展布局	21 -
图 28、南钢 JIT+C2M 创新模式	22 -
图 29、南钢 JIT+C2M 模式定制配送量	23 -
表 1、公司铁、钢、材产能及主要轧钢生产线	5 -
表 2、公司钢材产品结构 (产量, 万吨)	5 -
表 3、公司钢材产品品种情况 (2018 年)	9 -
表 4、中石油各板块资本性支出计划	12 -
表 5、国家“十三五”海上风电规划情况	13 -
表 6、2017 年主要中厚板企业产量排名	15 -
表 7、主要钢企 2017 年板材吨材成本比较	16 -
表 8、主要钢企近年中厚板毛利率比较	17 -
表 9、公司 2017、2018 两期股权激励概况	18 -
表 10、2017、2018 年度股权激励成本摊销情况	19 -
表 11、南钢股份 2018-2020 年度股东回报规划	20 -
表 12、公司盈利预测假设	24 -
表 13、盈利预测结果	25 -
附表	26 -

报告正文

前言:

- 当前绝大部分钢铁股估值很低，不论 PE，还是 PB，钢铁板块都是仅次于银行板块估值最低的，主要原因在于市场对钢铁行业 1) 供给端环保限产的边际弱化；2) 主要下游地产领域用钢需求可能面临下滑风险存在较大的担忧，因此不愿意给予钢铁股更高的估值。
- 但我们认为，虽然身处周期性行业，但其中仍有部分优秀的公司，他们自身拥有一定的特质，盈利的稳定性更强，具备一定的抵御周期波动的能力，或者是在近两年实现了某些成长和蜕变，从而抗周期能力得到提升，而这在 2016-2018 年期间供给侧改革所带来的行业性盈利大丰收之下是被忽略了的。我们认为，南钢一方面具备产品结构多元化的特质，能够较好地分散风险，抵御周期波动，其中厚板拥有规模优势和优于同行的盈利能力，有望享受一定估值溢价。另一方面，过去两年南钢在负债结构、股东回报等方面都有显著的蜕变。同时，南钢实施“钢铁+新产业”双主业发展战略，兼具成长性。

1、中厚板行业翘楚

1.1、单体最大中厚板企业，优特钢长材竞争力显著

- **产能及生产体系：**公司具备年产 1,000 万吨钢、900 万吨铁和 940 万吨钢材的综合生产能力。公司本部目前已形成板材和长材两大生产体系以及与其配套的炼铁和炼钢系统。其中，**板材生产体系**主要装备有一条 5m 宽厚板生产线、一条 3.5m 宽中厚板（卷）生产线和一条 2.8m 中板生产线；**长材生产体系**主要装备有一条高速线材、一条带钢和 4 条棒材生产线。此外，公司子公司宿迁鑫鑫轧钢还拥有两条年生产能力达 40 万吨的**异型钢生产线**。
- 公司深刻践行“高效率生产，低成本智造”的理念，2018 年实现生铁产量 908.81 万吨，粗钢产量 1,005.01 万吨，钢材产量 917.15 万吨，**2019 年计划生产铁 965 万吨，钢 1,060 万吨，材 950 万吨。**
 - ✓ **中厚板材**——公司中厚板产能 480 万吨，产量连续多年位居全国前列，产品聚焦高强、高韧、耐磨、耐腐蚀等性能领域，专业生产特殊用途管线钢、低温储罐用 Ni 系钢、高等级耐磨钢、超高强工程机械钢、低温结构钢、止裂钢、超高强海工钢、水电钢、核电钢、复合板等高技术含量、高附加值产品。
 - ✓ **优特钢长材**——公司长材产能合计 460 万吨，特钢重点聚焦汽车钢、高标轴承钢、弹簧钢、石油钻具钢、工程机械钢等产品。

表 1、公司铁、钢、材产能及主要轧钢生产线

生铁 900 万吨、粗钢 1000 万吨、钢材 940 万吨		
轧机类型	数量（台）	年产能（万吨）
板材	3	480
棒材	4	295
高速线材	1	65
特殊带钢	1	60
异型钢	2	40

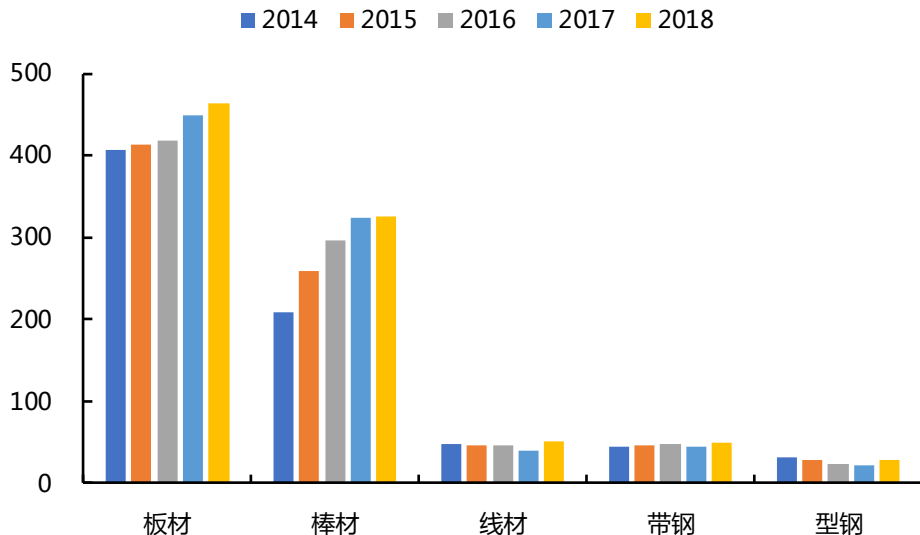
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司钢材产品结构（产量，万吨）

	板材	棒材	线材	带钢	型钢
2014	407.20	208.18	48.25	44.36	32.04
2015	413.19	258.41	45.58	46.92	27.96
2016	418.47	296.21	46.73	47.23	24.14
2017	448.64	323.13	39.57	45.05	21.83
2018	463.86	324.96	51.35	49.04	27.93

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、公司分产品生产量（万吨）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、地处长三角，坐享区位优势

- **地处长三角，坐享便利交通&贴近消费区域优势。**从地理位置上看，公司地处长三角，紧临宁通、宁洛、宁连、宁淮、宁合等多条高速公路，西与南京都市圈相通，南临长江黄金水道，铁路、公路及水路交通运输都十分便捷。此外，长三角地区人口稠密，经济发达，聚集了大批装备制造企业，是国内

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

最主要的钢材消费区域。公司的产品主要面向华东市场，2018年华东地区收入占比达85%，其中，江浙沪地区收入占比又占华东区域的90%。

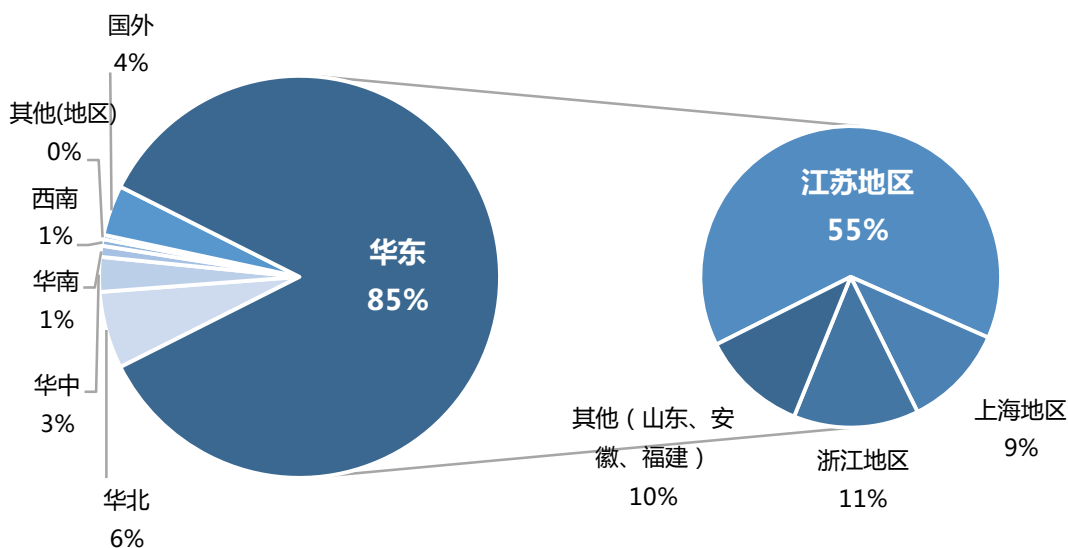
- 同时，公司所处的南京江北新区为国家级新区，确立了智能制造、生命健康、新材料、高端装备和现代物流、科技服务“4+2”的现代产业体系，与公司“钢铁+新产业”双主业的发展战略相契合，为公司的转型发展提供机遇。

图 2、公司具备良好的区位优势



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司产品主要面向华东市场

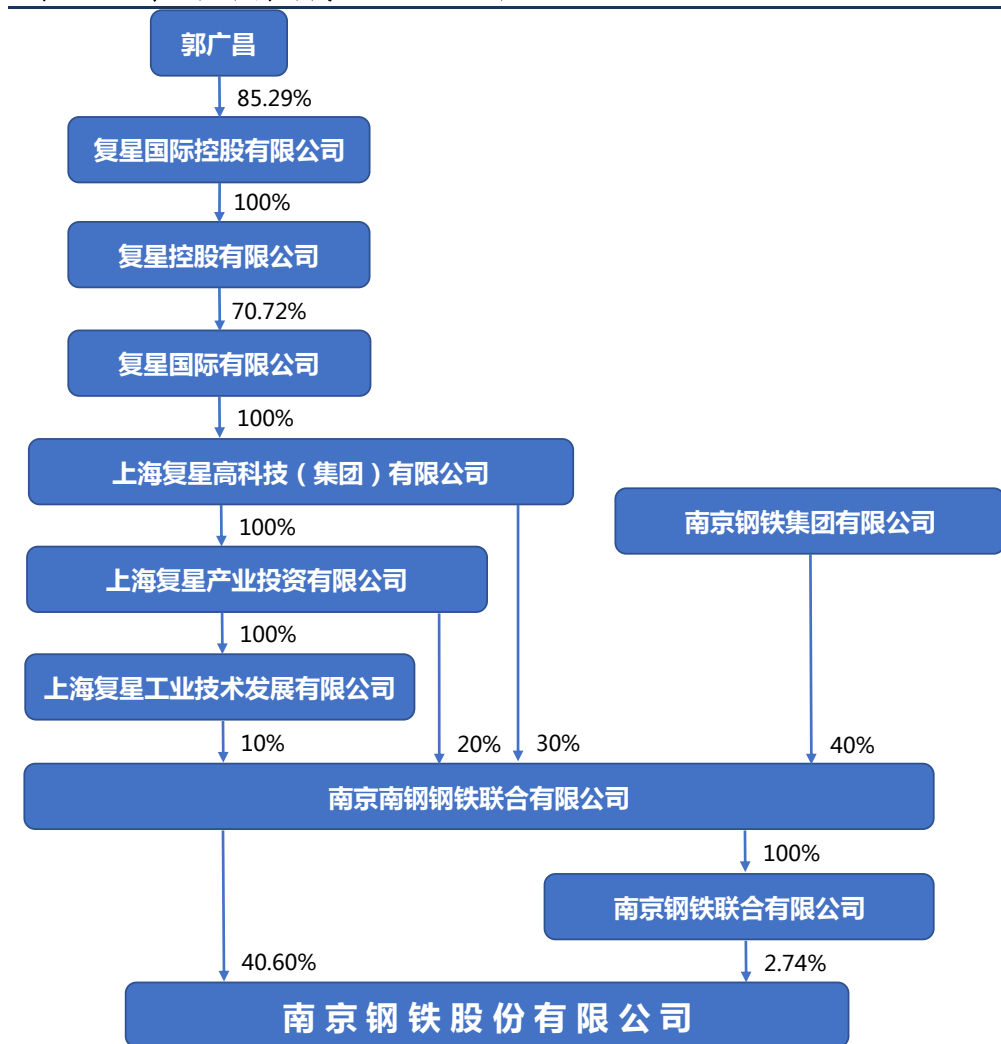


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、背靠复星集团，管理先进

- 公司背靠复星集团，实力雄厚，管理先进，实际控制人为郭广昌先生。公司控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司，直接持有公司 40.60%的股份，并通过南京钢铁联合有限公司间接持有公司 2.74%的股份。

图 4、公司股权结构（截至 2018.12.31）

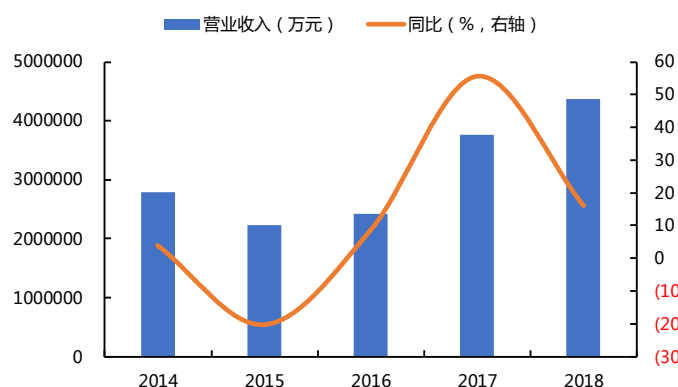


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、2018 交出历史最佳财务答卷

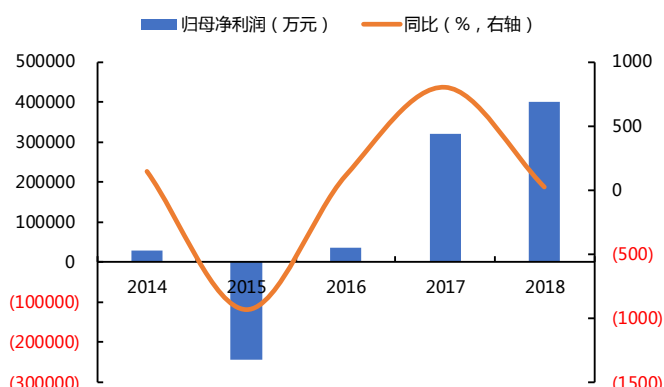
- **2018 年业绩创上市以来最优。**2018 年，公司实现营业收入 436.47 亿元，同比增长 16.08%，实现利润总额 59.09 亿元，同比增长 63.46%，实现归属于上市公司股东的净利润 40.08 亿元，同比增长 25.24%。公司 2018 年销售毛利率和销售净利率分别为 20.11%和 10.86%，均创上市以来最优，交出了一份历史最佳的财务答卷。

图 5、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

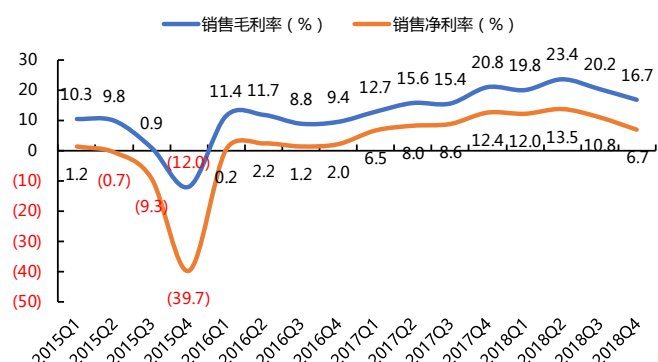
图 6、公司归母净利润及同比变化



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

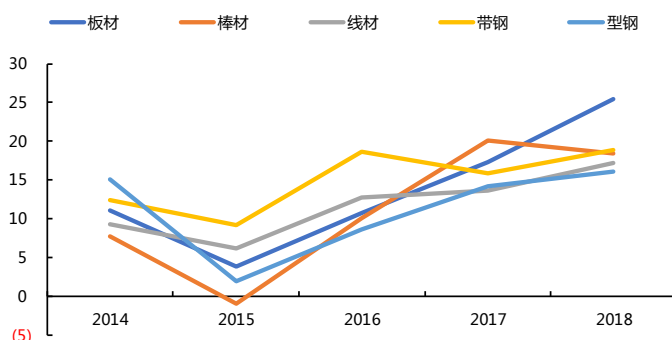
- **业绩增长来自于中厚板与长材齐放利润。**一方面，公司重点关注中厚板下游高度景气行业，板材产品量、价、利齐增，以 45% 的收入占比，贡献了 56% 的毛利，公司全年板材吨毛利超过 1000 元/吨，盈利水平显著优于其他钢材品种。另一方面，对长材而言，主要下游地产领域用钢需求保持良好的韧性，在高周转的模式之下，全年新开工面积增速高达 17.2%，同时环保限产对供应端形成制约，建筑钢材总体保持良好的供需格局，长材维持高水平盈利。

图 7、公司分季度毛利率和净利率



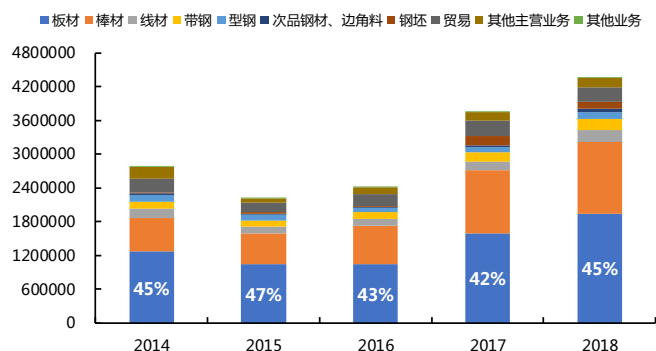
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司分产品毛利率(%)



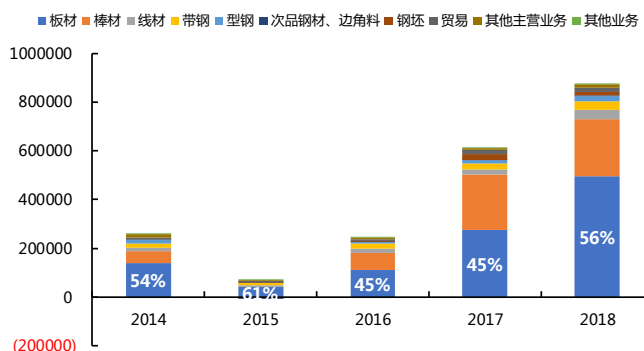
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司营业收入构成（万元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司毛利构成（万元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、置身周期，何以抵御周期波动风险？

2.1、下游结构多元化，分散风险抵御周期波动

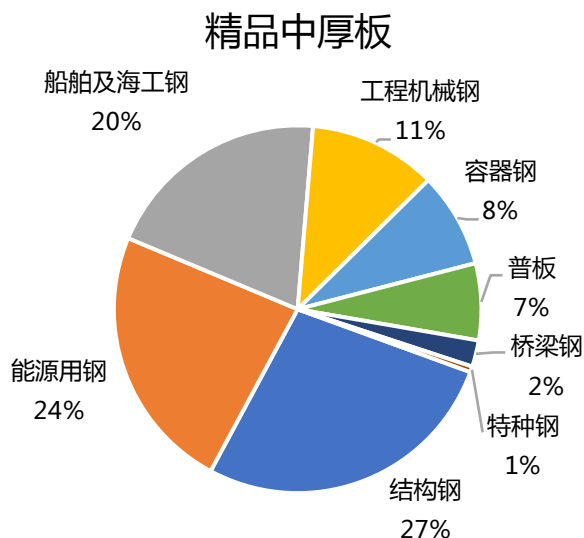
- 置身钢铁这样的强周期行业，何以抵御周期波动风险，保持盈利的相对稳定性？我们认为，通过多元化的下游需求结构，分散风险，是能够实现抵御周期波动的重要方式之一。
- 公司产品下游多元，优特钢占比高，大部分子领域供需格局良好。从 2018 年公司的产品品种销量构成来看，中厚板和长材占比各半。**中厚板方面，优特钢销量占比达到 90% 以上**，包括结构钢、能源用钢、船舶及海工钢、工程机械钢等等，广泛用于工程机械、能源、高层建筑、船舶海洋等领域。**长材产品中，优特钢销量占比达到 60% 以上**，包括建筑钢筋、合金结构钢等等，广泛应用于建筑、工程机械、能源等领域。2018 年，公司管线钢、容器钢、核电钢、水电钢、超高强海工钢、工程机械钢、高标轴承钢、弹簧钢、石油钻具用钢等高附加值产品销量同比均有增加。

表 3、公司钢材产品品种情况（2018 年）

板块	品种	用途	2018 年销量 (万吨)	占板块比重 (%)	占总量比重 (%)
精品中厚板	结构钢	高层建筑、机械制造	1,260,195	27.30%	13.71%
	能源用钢	石油、天然气输送管道、水电站、核电站	1,083,042	23.46%	11.79%
	船舶及海工钢	船舶、海洋平台及近海设施	924,485	20.03%	10.06%
	工程机械钢	工程、矿山、电力、农业机械、煤炭采运、建筑、铁路运输	519,398	11.25%	5.65%
	容器钢	石油、化工压力容器	386,462	8.37%	4.21%
	普板	工程结构	312,131	6.76%	3.40%
	桥梁钢	铁路、公路、跨海桥梁	107,417	2.33%	1.17%
	特种钢	航空、航天等高科技领域	23,123	0.50%	0.25%
小计			4,616,253	100.00%	50.24%
特钢长材	建筑钢筋	建筑	1,800,609	39.38%	19.60%
	合金结构钢	机械零件和各种工程构件	1,609,598	35.20%	17.52%
	能源用钢	石油钻杆、石油钻铤、各类结构管与输送管管坯	344,985	7.55%	3.75%
	汽车机械用钢	各类齿轮、杆类、轴类件	344,096	7.53%	3.74%
	轴承钢	滚珠、滚柱和轴承套圈	209,793	4.59%	2.28%
	弹簧钢	弹簧、弹簧环、减振器	132,849	2.91%	1.45%
	工具	切削工具、量具、模具和耐磨工具	130,351	2.85%	1.42%
	小计		4,572,281	100.00%	49.76%
合计			9,188,534		100.00%

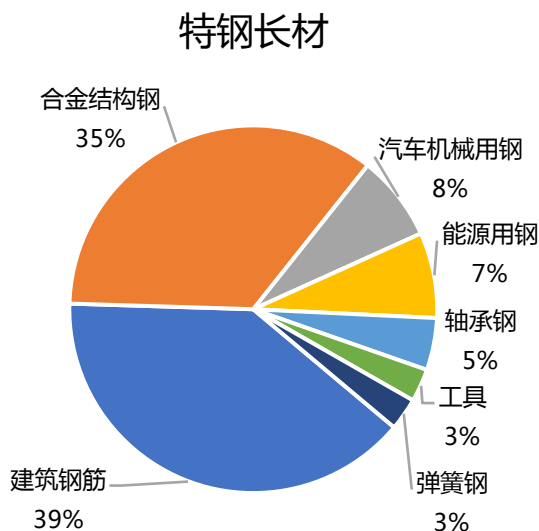
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、公司精品中厚板产品结构（2018 年）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司特钢长材产品结构（2018 年）

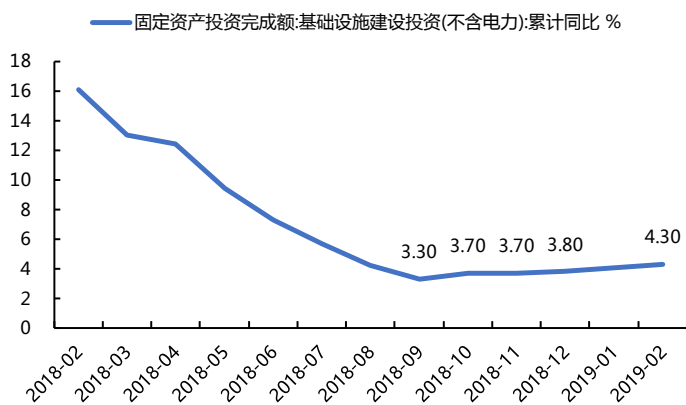


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.1、基建

- **政策逆周期调节，基建发力明确，带动钢材需求。**2019 年面临经济增长中枢下移压力，基建发力的方向明确。从江苏省来看，2018 年 9 月，江苏省人民政府发布《江苏省长江经济带综合立体交通运输走廊规划（2018-2035）》，对江苏省接下来的铁路、过江通道等项目建设做了整体谋划，要求到 2020 年取得阶段性成果。2018 年底，《江苏省沿江城市群城际铁路建设规划（2019-2025 年）》获得国家发展改革委正式批复，规划形成区域城际铁路主骨架，以及南京都市圈和苏锡常都市圈城际铁路网，规划建设 8 个城际铁路项目，其中江苏省内总里程约 980 公里，总投资 2180 亿元。

图 13、全国基建投资增速回升



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、江苏省铁路规划建设示意图



数据来源：江苏省长江经济带综合立体交通运输走廊规划（2018-2035），江苏省政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、江苏省过江通道规划建设示意图



数据来源：江苏省长江经济带综合立体交通运输走廊规划（2018-2035），江苏省政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2、工程机械

- **工程机械方面，基建发力+更新换代驱动，2019 年有望保持良好发展态势。**
从主要产品挖掘机的销量数据来看，2018 年实现销量 20.34 万台，同比增长 45.0%，2019 年开局向好，1-2 月份实现销量 30501 台，同比涨幅达到 39.9%。随着基础设施建设投资踩下油门加速回暖，有望持续拉动对挖掘机、推土机等工程机械产品的需求。此外，从历年挖掘机销量数据来看，2010-2011 年为其销售高峰，考虑到挖掘机的更新周期一般为 8-10 年左右，近两年其更新换代的需求也同样可以期待。因此，2019 年工程机械产销也有望维持较高增速，工程机械领域用钢需求有望保持良好发展态势。

图 16、挖掘机销量（台，月度）

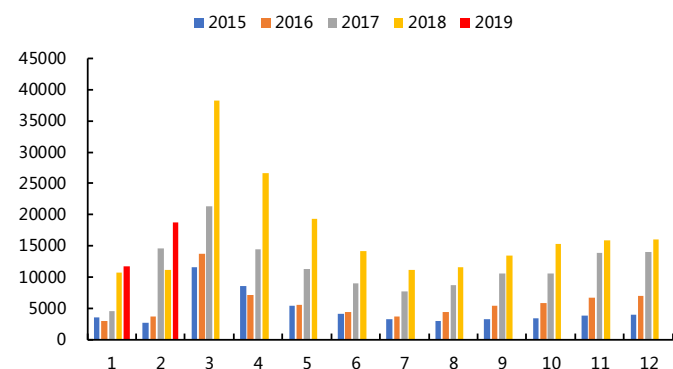
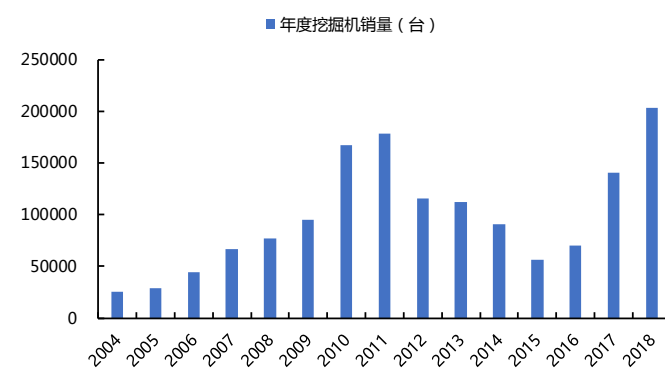


图 17、挖掘机销量（台，年度）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.3、石油天然气

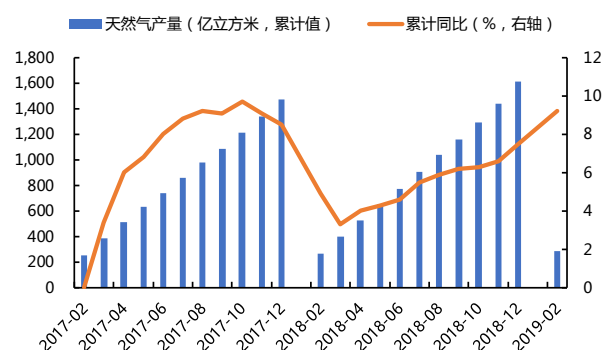
- **“三桶油”油气勘探开发支出有望持续增长。**从“三桶油”2019年的资本开支计划来看，中石油2019年计划勘探与生产支出2282亿元，较2018年1961亿元的支出同比增长16%以上。中石化计划2019年勘探及开发板块资本支出596亿元，2018年实际支出422亿元，同比大幅增长。中海油2019年计划资本支出预算总额700-800亿元。综合“三桶油”的资本开支计划，今年全年油气勘探开发投资有望持续增长，油气领域用钢材需求可以期待。
- **天然气勘探开发以及与之配套的管网建设有望持续加速。**2018年9月初，国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，提出要加大国内勘探开发力度，力争到2020年底国内天然气产量达到2000亿立方米以上。2018年我国天然气产量1610.20亿立方米，同比增长7.50%，到2020年要达到2000亿立方米的水平，年均复合增速需要达到11.45%。今年1-2月份产量同比增长9.20%，接下来天然气领域勘探开发力度预计仍将继续加速。
- **油气管网运营机制改革推进，油气管网建设迎机遇。**3月19日，深改委会议正式审议通过《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，将组建石油天然气管网公司。这有利于打破过去行业的一体化垄断局面，带来更为充分的市场化竞争，有望吸引更多社会资本进入天然气基础设施领域，加快管网建设。

图 18、石油价格中枢上移



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、我国天然气产量



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、中石油各板块资本性支出计划

	2017		2018		2019E	
	百万元	占比	百万元	占比	百万元	占比
勘探与生产	161,997	74.92%	196,109	76.61%	228,200	75.91%
炼油与化工	17,705	8.19%	15,287	5.97%	38,800	12.91%
销售	10,982	5.08%	17,010	6.65%	14,600	4.86%
天然气与管道	24,529	11.34%	26,502	10.35%	17,800	5.92%
总部及其他	1,014	0.47%	1,066	0.42%	1,200	0.40%
合计	216,227	100.00%	255,974	100.00%	300,600	100.00%

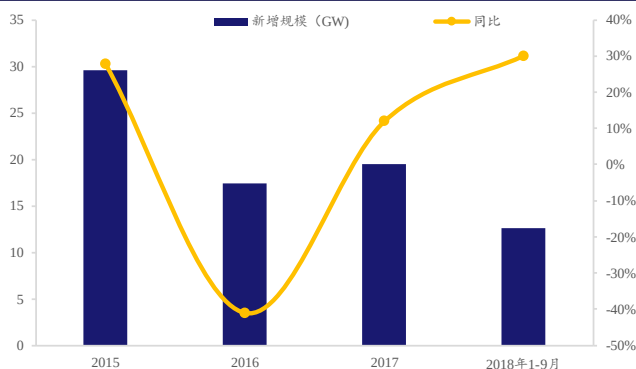
数据来源：中石油年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2.1.4、风电

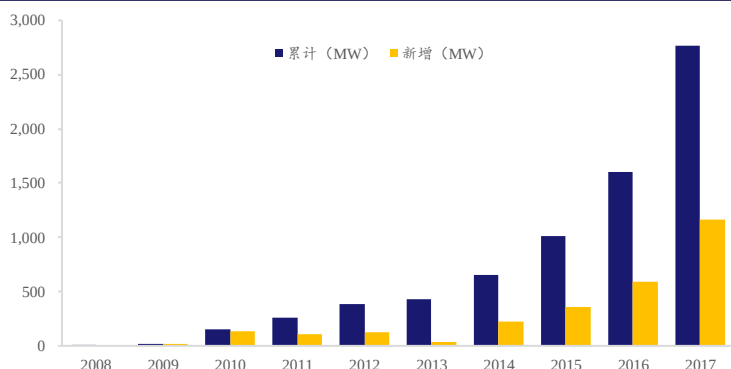
- **补贴调整+补贴退出在即，2019 年行业有望迎来抢装。**一方面，17 年年底前核准+19 年年底前开工项目，可执行调整前标杆电价，据统计截至 2017 年底我国核准未建规模达到 68GW，将集中于 19 年年底前开工。另一方面，政策明确 2020 年风火同价，补贴退出在即。风电系统成本下降是线性的，面对非线性退出的补贴政策时，2020 年前预计将迎来持续性的装机增长。
- **海上风电快速增长。**自 2013 年起，我国的海上风电装机呈稳步上升趋势。2017 年累计并网装机 2.76GW，为 2013 年的六倍多。2018 年仅上半年就新增并网装机 6.8GW，高于 2017 年全年的新增并网装机数。同时，海上风电招标量大幅增长，2017 年国内海上风电项目招标 3.4GW，较 2016 年同期增长了 81%，占全国招标量的 12.5%。2016 年 12 月国家发改委引发的《可再生能源发展“十三五”规划》中指出，2020 年我国海上风电规划开工规模达到 1000 万 kW，其中并网容量将达到 500 万 kW，重点建设地区就包括江苏和浙江。

图 20、风电装机增速回暖



数据来源：CWEA，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、2014 年起我国海上风电快速增长



数据来源：CWEA，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、国家“十三五”海上风电规划情况

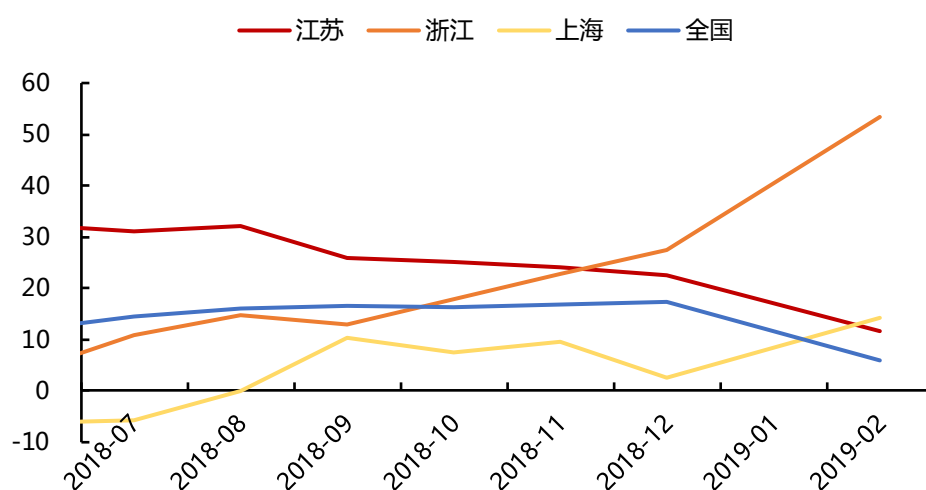
地区	规划并网容量(万 kW)	规划开工规模(万 kW)	备注
天津	10	20	
辽宁		10	
河北		50	
江苏	300	450	重点建设
浙江	30	100	重点建设
上海	30	40	
福建	90	200	重点建设
广东	30	100	重点建设
海南	10	35	
合计	500	1005	

数据来源：电规总院，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.5、地产

- **长三角是地产开发商重点关注区域，拿地、开工依旧可以期待。**长三角作为全国经济发展的命脉，以上海为核心，以杭州和南京为两翼，经济水平领先，交通网络发达，配套设施完善，是大量优秀人才的聚集地，也持续吸引着人才的流入，因此长三角区域特别是江浙沪三地也成为地产开发商的重点关注区域，接下来的拿地和新开工持续可以期待。从新开工面积同比增速来看，江苏地区虽然自去年8月份以来增速持续回落，但始终高于全国平均水平，浙江省新开工面积同比增速持续走高，上海地区新开工面积增速也在今年1-2月份出现回升。
- **江苏地区 2019 年棚改计划量同比仍有小幅增长。**根据住建部数据，2018 年全国各类棚户区改造开工 626 万套，超额完成了年度 580 万套的目标，经过分解后 2019 年全国棚改计划开工目标仅 460 万套，同比大幅减少。但从江苏地区来看，2019 年目标为 22 万套，相比 2018 年计划开工量 21.5 万套，同比还有 2% 的增长。

图 22、江浙沪地区房屋新开工面积同比增速高于全国平均水平（%）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、规模优势和优于同行的盈利能力，有望享受估值溢价

- **公司作为全国单体最大中厚板生产企业，具备规模优势。**根据 2017 年度全国主要中厚板企业的产量排名情况，南钢以 448.64 万吨的产量（22.65 万吨特厚板+230.24 万吨中板+195.75 万吨厚板，中钢协统计口径），稳坐全国单体最大中厚板企业宝座，小幅领先华菱湘钢。若未来周期下行，具备规模优势的企业，其在行业内的话语权有望进一步凸显。

表 6、2017 年主要中厚板企业产量排名

类别	生产企业	2017 产量 (万吨)	备注
特厚板	唐山文丰山川	126.46	该公司唯一产品
	河北钢铁	128.42	舞阳钢铁 86.73 万吨、唐山钢铁 39.10 万吨
	沙钢集团	114.42	-
	宝武集团	74.78	鄂钢 31.15 万吨、韶钢 24.64 万吨
	南阳汉冶	52.99	-
	兴澄特钢	48.42	-
	鞍钢集团	46.33	其中鞍钢 45.07 万吨
	华菱湘钢	41.20	-
	首钢集团	33.64	-
	三明钢铁	30.64	-
	新钢股份	25.16	-
	南钢集团	22.65	-
	全国合计	819.04	
中板	新武安钢铁	554.87	普阳钢铁 321.74 万吨、烘熔钢铁 233.13 万吨
	宝武集团	384.38	武钢股份 78.71 万吨、鄂钢 78.75 万吨、八钢 57.24 万吨、韶钢 41.09 万吨
	冀南集团	255.03	文丰钢铁 188.73 万吨、金鼎钢铁 66.30 万吨
	华菱集团	242.80	湘钢 208.58 万吨、涟钢 34.22 万吨
	南钢集团	230.24	-
	鞍钢集团	201.60	其中鞍钢 194.64 万吨
	敬业钢铁	196.46	-
	河北钢铁	181.13	唐山钢铁 100.92 万吨、邯钢钢铁 50.82 万吨、舞阳钢铁 29.38 万吨
	山东钢铁	136.46	其中莱芜钢铁 51.89 万吨
	营口中板	122.98	-
	新钢集团	122.67	-
	全国合计	3487.60	
厚板	宝武集团	278.06	韶钢 67.57 万吨、鄂钢 50.01 万吨、八钢 22.30 万吨
	河北钢铁	275.46	唐山钢铁 140.60 万吨、舞阳钢铁 75.28 万吨、邯钢钢铁 59.58 万吨
	营口中板	218.30	-
	南钢集团	195.75	-
	华菱集团	193.86	其中湘钢 191.84 万吨
	鞍钢集团	133.95	其中鞍钢 131.55 万吨
	山东钢铁	131.43	其中莱芜钢铁 70.87 万吨
	南阳汉冶	123.43	-
	江西萍钢	114.26	-
	全国合计	2608.59	

注：中厚板按厚度分三类：3mm≤厚度<20mm 为中板、20mm≤厚度<60mm 为厚板、厚度≥60mm 为特厚板

数据来源：《中国冶金报》，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 在成本控制方面的持续修炼打磨，铸就公司稳健且领先同行的盈利能力。在享受供给侧改革带来的全行业性红利的同时，公司不忘打磨自身，注重成本控制方面的修炼。公司建立了系统的成本控制体系，加强成本对标管理，对钢铁行业主要的 114 项技经指标与行业中成本领先的公司进行全面对标，重点在采购、工艺、制造、消耗等方面寻求突破。同时，通过优化资源配置、事业部协同，提升企业运行效率，进一步控制成本。公司 2018 年全年实现成本削减 11 亿元。若未来周期下行，公司过去在成本控制方面的努力将助力公司平抑行业的周期波动。从主要钢企 2017 年中厚板的吨材成本来看，南钢在成本上具备一定的领先优势，2010 年以来，不论周期如何波动，南钢中厚板的毛利率也基本都领先于其他可比上市钢企，盈利稳定性强。

表 7、主要钢企 2017 年板材吨材成本比较（元/吨）

	南钢股份	华菱钢铁	新钢股份	鞍钢股份	山东钢铁	韶钢松山
中厚板占比	51.35%	26.26%	23.74%	14.60%	9.85%	21.01%
原材料	1,610.14	2,810.80	1,695.02	3,030.11	2,747.54	1,781.49
燃料及动力	853.12		1,110.31		960.41	1,124.08
人工	131.36	174.47	141.35		148.82	75.54
折旧	215.61	263.51	112.29	721.42	346.49	147.53
制造费用及其他	217.17		90.40			71.71
合计	3,027.40	3,248.78	3,149.38	3,751.53	4,203.26	3,200.35

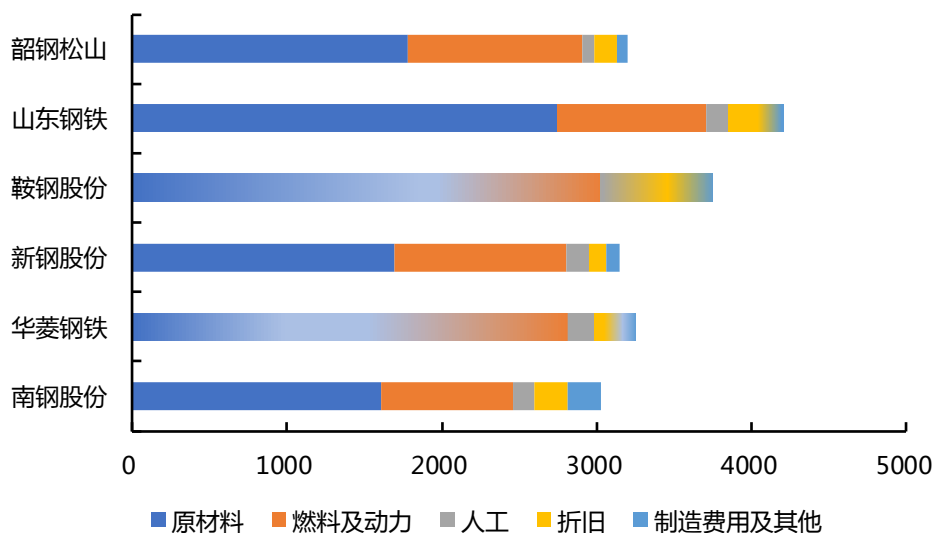
注 1：华菱钢铁披露的成本构成为全体板材，包括中厚板和冷热轧，其中中厚板的生产主体为华菱湘钢

注 2：新钢股份、鞍钢股份、山东钢铁中厚板成本构成采用钢材板块整体的成本结构计算

注 3：鞍钢股份、韶钢松山中厚板占比采用收入占比计算，韶钢中厚板在广东市场占有率 20.48%

数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、主要钢企中厚板吨材成本比较（2017 年，元/吨）



数据来源：各公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 8、主要钢企近年中厚板毛利率比较

	南钢股份	华菱钢铁	新钢股份	鞍钢股份	山东钢铁	韶钢松山
2010	8.13%	2.17%	7.47%	1.01%	7.67%	-
2011	5.14%	-0.10%	5.54%	0.36%	8.71%	-0.57%
2012	4.57%	-	0.54%	4.44%	-4.44%	-8.23%
2013	5.20%	4.13%	2.95%	10.01%	4.92%	2.02%
2014	11.12%	8.92%	6.82%	11.28%	7.33%	1.62%
2015	3.82%	3.43%	2.37%	7.62%	2.51%	-13.88%
2016	10.75%	7.21%	2.88%	7.71%	1.39%	0.52%
2017	17.33%	13.98%	7.02%	7.20%	3.66%	6.11%
2018	25.41%	尚未披露	尚未披露	13.45%	尚未披露	尚未披露

注 1: 华菱钢铁披露的毛利率为全体板材, 包括中厚板和冷热轧, 其中中厚板的生产主体为华菱湘钢
数据来源: 各公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

3、从负债、激励、分红, 再看南钢新面貌

3.1、抢抓市场化债转股良机, 多措并举降负债

- **抢抓市场化债转股良机, 多措并举降杠杆减轻财务负累。**2016 年底, 公司资产负债率还在 80%以上。2017 年 2 月, 建信投资和南京钢联共同对公司的全资子公司南钢发展进行增资, 增资额分别为 30 亿、7.5 亿元。其中的 30 亿元主要用于偿还债务, 预计减少利息费用超过 1 亿元, 降低资产负债率 10 个百分点左右, 显著减轻公司的财务负累。
- 公司于 2017 年 9 月完成非公开发行, 募集资金中的 5.36 亿元用于偿还银行贷款, 优化资本结构, 节约利息支出。
- 此外, 良好的经营业绩也助力公司偿还部分债务, 增厚所有者权益, 实现负债率的下降。截至 2018 年底, 公司资产负债率已经降至 51.91%, 单季度财务费用和财务费用率也有非常显著下降。

图 24、资产负债率显著下降

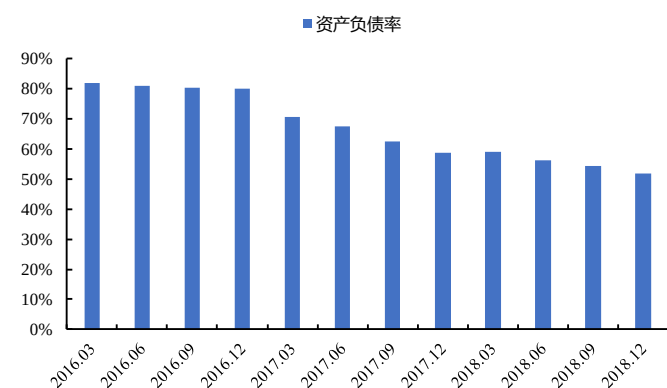
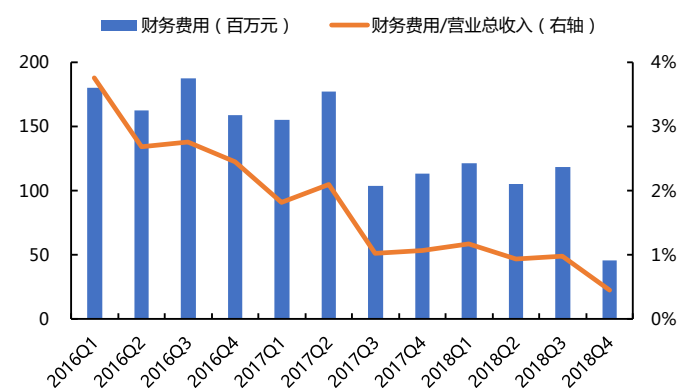


图 25、财务费用及财务费用占营业收入比例显著下降



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **未来南钢发展少数股权大概率收回，有望为归母净利润带来增量。**根据 2017 年 2 月建设银行、南京钢联、公司与南京发展四方共同签署的《投资意向书》，关于投资人本次增资后的退出安排：
 - ✓ 在投资人完成本次增资的 1 年后，南钢股份将根据自身的经营情况和市场情况择机通过发行股份的方式收购投资人持有的南钢发展全部股权。
 - ✓ 在投资人本次增资后的 3 年内，如果南钢股份未能通过发行股份的方式收购投资人持有的南钢发展全部股权，则由南京钢联收购投资人持有的南钢发展全部股权。
- **目前公司持有南钢发展 61.28% 的股权，今年公司大概率将择机通过发行股份方式收购全部少数股权。**2018 年，南钢发展实现净利润 17.10 亿元（2018 年初实施存续分立，原南钢发展存续，新设南京金江炉料，2018 年实现净利润 1.15 亿元），归属少数股东损益 6.62 亿元，占南钢股份归母净利润的 16.52%，若今年南钢发展少数股权能够得以收回，有望为南钢股份的归母净利润带来不小的增量。

3.2、股权激励绑定核心骨干，进一步激发活力

- **股权激励绑定核心骨干，提升员工积极性。**公司在 2017、2018 年分别实施了两期股权激励，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从一期的 40 人增加至包括中层管理人员、核心技术（业务）骨干共 70 人，将业绩考核与期权行权相挂钩，提升员工积极性，进一步激发活力，为未来两年良好盈利的持续性做好铺垫。

表 9、公司 2017、2018 两期股权激励概况

	2017 年	2018 年
方案进度	实施	实施
激励标的物	期权	期权
激励方式	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票	授予期权,行权股票来源为上市公司定向发行股票
激励总数(万股/万份)	4011	3178
激励总数占当时总股本比例(%)	0.9099	0.7188
期权初始行权价格(股票转让价格)	3.35	3.87
有效期(年)	4	4
预案公告日	2017-03-29	2018-11-06
首次实施公告日	2017-04-15	2018-11-23

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

授予人员情况	董事及高管 11 人+中层管理人员、核心技术(业务)骨干 29 人	中层管理人员、核心技术（业务）骨干（70 人）
价格说明	本激励计划授予的股票期权的行权价格为 3.40 元/份，20180508 调整为 3.35 元/股	本激励计划授予的股票期权的行权价格为 3.87 元/份
期权行权特别条件	第一个行权期：公司 2017 年利润总额不低于人民币 5 亿元	第一个行权期：以 2016 年、2017 年归属于上市公司股东的净利润平均值为基数，2018 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 10%，且 2018 年营业收入不低于 415 亿元
	第二个行权期：公司 2018 年利润总额不低于人民币 5.5 亿元	第二个行权期：以 2016 年、2017 年归属于上市公司股东的净利润平均值为基数，2019 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 15%
	第三个行权期：公司 2019 年利润总额不低于人民币 6 亿元	第三个行权期：以 2016 年、2017 年归属于上市公司股东的净利润平均值为基数，2020 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 20%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、2017、2018 年度股权激励成本摊销情况

	合计	2017 年度	2018 年度
授予股票期权数量（万份）	7,213	4,035	3,178
需摊销的总费用（万元）	5,510.27	4,483.78	1,026.49
2017 年（万元）	1,751.10	1,751.10	-
2018 年（万元）	1,768.02	1,719.56	48.46
2019 年（万元）	1,394.76	837.55	557.21
2020 年（万元）	453.65	175.57	278.08
2021 年（万元）	142.75	-	142.75

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、明确分红方案，积极性大大提高

- **分红积极性提高，持续且稳定的现金分红预期进一步提升公司价值。**2011 年以前，公司每年基本都保持着持续且稳定的现金分红，但受 2012、2013 和 2015 年亏损影响，2012 年至今，公司仅在 2017 年实施现金分红，股利支付率 6.89%。根据新的股东回报计划，公司 2018-2020 三年期间，每一年度拟分配的现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）应不低于该年度归属于上市公司股东的净利润的 30%。从 2018 年度分红方案来看，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.00 元（含税），股利支付率达 33.10%，对应 3 月 22 日收盘价的股息率为 6.90%。
- 分红计划的制定，一方面体现出随着业绩的持续改善向好，公司分红积极性有显著提高，另一方面也彰显了公司对于未来良好盈利可持续性的信心。

表 11、南钢股份 2018-2020 年度股东回报规划

- ✓ 现金（优先）or 股票 or 现金+股票。
- ✓ 若以现金为对价，采用要约方式、集中竞价方式回购股份的，将纳入现金分红的相关比例进行计算。
- ✓ 每一年度拟分配的现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）应不低于该年度归属于上市公司股东的净利润的 30%。

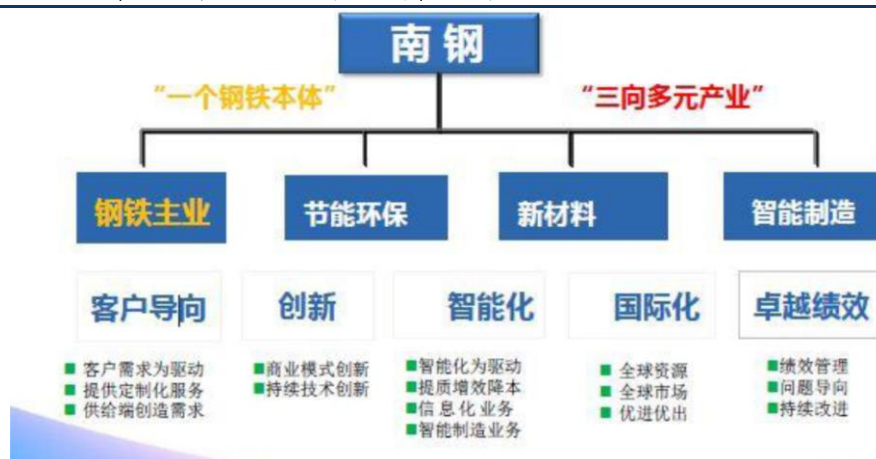
	发展阶段	有无重大资金支出安排	现金分红在利润分配中最低占比
差异化现金分红方案	成熟期	无	80%
	成熟期	有	40%
	成长期 (或发展阶段不易区分)	有	20%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4、三向多元产业协同发展，兼具成长潜力

- 公司按照“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。
 - ✓ “一体”——做强钢铁材料本体；
 - ✓ “三元”——能源环保、智能产业、“互联网+”三向多元发展的新产业；
 - ✓ “五驱动”——以客户导向、模式和技术创新、智能化、国际化、卓越绩效。
- 公司追求通过持续的科技创新驱动，做强钢铁产业本体，兼顾高质量绿色发展，同时加快推进能源环保、新材料、智能制造等新兴产业的发展，致力于成为以“钢铁领域先进材料智造平台”和“能源环保、智能制造等新产业”为有机整体的综合服务提供商，朝着具有全球竞争力钢企的目标迈进。

图 26、公司“一体三元五驱动”发展规划



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、南钢转型发展布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

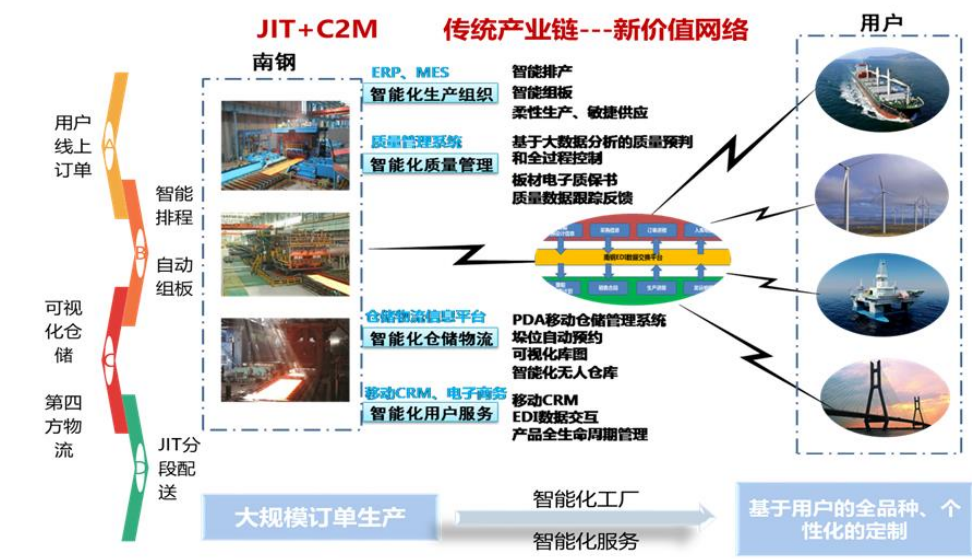
4.1、节能环保：持续布局，做绿色发展领航者

- 公司很早就定下了环保转型的重要方向，近年来也在持续布局。公司以金瀚环保为主要的环保运营平台（承担南钢集中污水处理和脱硫系统等环保设施的专业化运营和节能环保设施的技术改造业务），定位为“发挥自身深耕南钢节能环保产业管理和技术优势，发展钢铁节能环保技术应用和专业化运营。以研发和集成新技术、新工艺为创新驱动，扩大南钢内部业务，扩展南钢外部业务，成为南钢转型发展的主力军，在节能环保产业占有一席之地”。2015年3月，公司设立江苏金凯节能环保投资控股有限公司，作为南钢与节能环保相关的实业投资、资产管理平台，2017年，金凯节能环保与复星高科技共同投资思普润、天创环境、菲尔特；2018年，增资入股柏中环境，在环保转型领域持续布局。
- 高效利用煤气发电项目，促进节能环保和绿色发展。2017年，公司定增用于实施高效利用煤气发电项目，项目预计总投资额132,617万元，建设期2年，新建一台煤气消耗量约35万Nm³/h、机组容量为150MW级的燃气蒸汽联合循环发电机组，建成后不但可以减少煤气放散对环境造成的污染，促进节能环保、绿色发展，还能够最大限度地实现资源的综合利用，提高经济效益。

4.2、智能制造&互联网+：智慧发展提升综合竞争力

- **JIT+C2M 模式打造南钢船板定制配送特色，有望成为引领行业智能制造的风向标。**在船板配送服务模式方面，公司率先创新性地推出了 JIT（Just in Time，准时）+C2M（Customer to Manufactory，顾客对工厂）的模式，运用互联网技术，将销售订单分解导入内部的生产过程，再进行精益化设计和生产，最终实现分段准时配送。JIT+C2M 模式将个性化定制步骤放在线上完成，完美解决了钢厂生产个性化的零散订单所造成的产能浪费和效率低下问题，实现了个性化定制与规模化生产合二为一，能够提升钢材利用率，缩短采购周期，实现效率最高和成本最优。目前，JIT+C2M 模式已经成为了南钢特色，并在结构、风塔、桥梁等领域都得到推广应用。子公司金恒科技作为公司的智能制造平台，通过信息化、自动化、智能化的融合创新，重点发展以软件为核心的信息化和智能制造技术，为“JIT+C2M”模式的发展提供专业化支持。2018 年，公司以“JIT+C2M”模式配送的钢材产品达到 98.73 万吨，同比增长 50.73%。
- **入围发改委 2017 年“互联网+”重大工程拟支持项目，有望成为引领钢铁业智能制造的风向标。**2017 年 2 月，公司的“JIT+C2M 平台建设”项目入围国家发改委 2017 年“互联网+”重大工程拟支持项目。一方面，在国家发改委的重点支持下，公司的 JIT+C2M 平台有望更加完善，竞争实力进一步增强。另一方面，该项目将成为互联网与制造业融合创新的典范，在行业内逐步实现推广应用，有望成为引领钢铁业智能制造的风向标，带动整个钢铁行业的生产和服务模式革新。

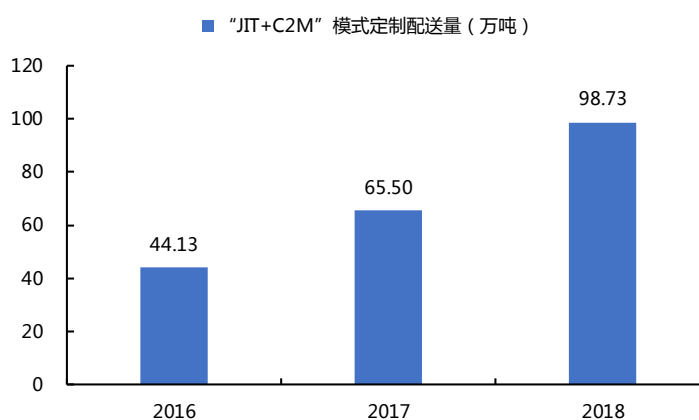
图 28、南钢 JIT+C2M 创新模式





数据来源：南京南钢钢铁联合有限公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、南钢 JIT+C2M 模式定制配送量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **金恒科技：南钢信息化平台，信息化、智能化、物联网、云数据服务四大业务板块初步形成。**金恒科技作为南钢的信息化平台，拥有钢铁全流程制造执行系统、智能计量系统、智能物流管理系统、移动仓储管理系统、无人抓渣行车、连铸加保护渣、冲击实验机器人、焊标牌机器人、高炉雷达料位系统等产品，全面提供信息化、自动化、IT 规划设计与两化融合咨询、工业机器人、智能化产品及系统集成等技术服务与整体解决方案。2018 年，金恒科技实现营业收入 1.96 亿元，同比大增 74.04%，实现归属于挂牌公司股东的净利润 3176.31 万元，同比增长 22.45%。
- **金陵钢宝网：聚焦钢材尾材，差异化竞争优势明显。**公司拥有钢宝股份电子商务平台，针对尾材市场的供求信息不对称问题，定位于在线钢材尾材销售业务，并配套专业化仓储和延伸加工配送服务，打开了中厚板尾材细分市场的蓝海，目前以钢材尾材 B2B 销售为核心，接下来 3-5 年计划成为集尾材销售、库存调剂（闲置）物资销售、标准化全流程仓储服务和加工配送的综合性服务平台，力争成为“钢铁奥特莱斯”。2015 年 12 月，钢宝股份在全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让。2018 年，钢宝股份实现营业收入 56.08 亿元，同比增长 37.55%，实现归属于挂牌公司股东的净利润 6147.24 万元，同比增长 41.85%。

5、盈利预测与估值

- 公司盈利预测假设如下:

表 12、公司盈利预测假设

年份		2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	销量 (万吨)	448.5	461.6	477.0	478.0	478.0
	价格 (元/吨)	3556	4217	4031	4092	4141
	主营业务收入 (百万元)	10354	19466	19229	19558	19793
	主营业务收入同比增长率	54.05%	22.04%	-1.22%	1.71%	1.20%
	单吨成本 (元/吨)	2940	3145	3238	3291	3331
	毛利率	17.33%	25.41%	19.68%	19.58%	19.57%
棒材	销量 (万吨)	317.9	329.0	325.0	325.0	325.0
	价格 (元/吨)	3539	3854	3661	3705	3750
	主营业务收入 (百万元)	11248	12680	11899	12042	12187
	主营业务收入同比增长率	64.28%	12.72%	-6.15%	1.20%	1.20%
	单吨成本 (元/吨)	2829	3142	3181	3225	3263
	毛利率	20.06%	18.48%	13.11%	12.97%	12.98%
线材	销量 (万吨)	39.7	51.3	62.0	63.0	63.0
	价格 (元/吨)	3819	4315	4129	4179	4229
	主营业务收入 (百万元)	1515	2213	2560	2633	2664
	主营业务收入同比增长率	13.91%	46.05%	15.66%	2.83%	1.20%
	单吨成本 (元/吨)	3300	3570	3621	3662	3701
	毛利率	13.60%	17.26%	12.32%	12.37%	12.47%
带钢	销量 (万吨)	44.9	49.3	54.0	56.0	57.0
	价格 (元/吨)	3522	3903	3716	3809	3855
	主营业务收入 (百万元)	1580	1924	2007	2133	2197
	主营业务收入同比增长率	29.54%	21.79%	4.28%	6.30%	3.01%
	单吨成本 (元/吨)	2963	3167	3219	3291	3328
	毛利率	15.87%	18.87%	13.39%	13.61%	13.65%
型钢	销量 (万吨)	22.6	27.6	32.0	34.0	35.0
	价格 (元/吨)	4127	4581	4430	4474	4519
	主营业务收入 (百万元)	931	1266	1418	1521	1582
	主营业务收入同比增长率	25.25%	36.04%	11.95%	7.31%	3.97%
	单吨成本 (元/吨)	3541	3844	3826	3858	3886
	毛利率	14.22%	16.09%	13.64%	13.76%	14.01%

数据来源: 兴业证券经济与金融研究院

- 公司盈利预测结果如下：

表 13、盈利预测结果

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	43647	43221	44029	44661
增长率	16.1%	-1.0%	1.9%	1.4%
营业利润(百万元)	6038	4629	4849	5005
增长率	61.5%	-23.3%	4.8%	3.2%
净利润(百万元)	4008	3562	3727	3843
增长率	25.2%	-11.1%	4.6%	3.1%
最新摊薄每股收益(元)	0.91	0.81	0.84	0.87
每股净资产(元)	3.48	3.99	4.60	5.23
动态市盈率(倍)	4.8	5.4	5.2	5.0
市净率 (倍)	1.3	1.1	0.9	0.8

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

- 我们认为，南钢一方面具备产品结构多元化的特质，能够较好地分散风险，抵御周期波动，其中厚板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，过去两年南钢在负债结构、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 51.91%，财务负累明显减轻，股东回报方面，分红积极性也显著提高。同时，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。
- 预计 2019-2021 年归母净利润为 35.62 亿元、37.27 亿元和 38.43 亿元，EPS 为 0.81 元、0.84 元和 0.87 元，对应目前股价（3 月 22 日）的 PE 分别为 5.4 倍、5.2 倍和 5.0 倍，维持公司“审慎增持”评级。

6、风险提示

- 中厚板主要下游需求大幅下滑；
- 地产用钢需求断崖式下滑；
- 原材料价格大幅上涨。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	16257	20228	24940	29489
货币资金	3067	7009	11450	15849
交易性金融资产	172	193	186	189
应收账款	733	728	742	753
其他应收款	73	74	72	73
存货	4796	4966	5082	5146
非流动资产	24938	23337	21829	20315
可供出售金融资产	445	310	325	336
长期股权投资	2019	2019	2019	2019
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	19875	19038	17868	16532
在建工程	1205	602	301	151
油气资产	0	0	0	0
无形资产	846	805	764	724
资产总计	41195	43564	46770	49804
流动负债	21014	21234	21500	21689
短期借款	4897	4366	4543	4484
应付票据	6080	6622	6665	6787
应付账款	4067	4413	4447	4526
其他	5970	5833	5845	5892
非流动负债	371	165	306	280
长期借款	76	76	76	76
其他	295	89	230	204
负债合计	21385	21399	21806	21969
股本	4422	4422	4422	4422
资本公积	1849	1849	1849	1849
未分配利润	8056	10106	12514	14990
少数股东权益	4431	4519	4612	4710
股东权益合计	19810	22166	24964	27835
负债及权益合计	41195	43564	46770	49804

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4008	3562	3727	3843
折旧和摊销	1717	1463	1495	1511
资产减值准备	311	-21	14	1
无形资产摊销	25	24	24	24
公允价值变动损失	82	32	47	48
财务费用	434	172	101	38
投资损失	-350	-283	-305	-298
少数股东损益	733	88	93	98
营运资金的变动	-2581	772	-203	101
经营活动产生现金流量	4938	5566	5119	5314
投资活动产生现金流量	-2613	413	314	300
融资活动产生现金流量	-2018	-2037	-993	-1215
现金净变动	328	3942	4441	4399
现金的期初余额	1028	3067	7009	11450
现金的期末余额	1355	7009	11450	15849

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	43647	43221	44029	44661
营业成本	34869	36586	37277	37802
营业税金及附加	403	389	396	402
销售费用	561	545	537	536
管理费用	980	929	925	929
财务费用	391	172	101	38
资产减值损失	311	287	296	296
公允价值变动	-82	32	47	48
投资收益	350	283	305	298
营业利润	6038	4629	4849	5005
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	135	86	94	100
利润总额	5910	4550	4762	4912
所得税	1169	900	942	972
净利润	4741	3650	3820	3941
少数股东损益	733	88	93	98
归属母公司净利润	4008	3562	3727	3843
EPS (元)	0.91	0.81	0.84	0.87

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性 (%)				
营业收入增长率	16.1%	-1.0%	1.9%	1.4%
营业利润增长率	61.5%	-23.3%	4.8%	3.2%
净利润增长率	25.2%	-11.1%	4.6%	3.1%
盈利能力 (%)				
毛利率	20.1%	15.4%	15.3%	15.4%
净利率	9.2%	8.2%	8.5%	8.6%
ROE	26.1%	20.2%	18.3%	16.6%

偿债能力 (%)

资产负债率	51.9%	49.1%	46.6%	44.1%
流动比率	0.77	0.95	1.16	1.36
速动比率	0.53	0.71	0.91	1.11

营运能力 (次)

资产周转率	110.6%	102.0%	97.5%	92.5%
应收帐款周转率	5983.7%	5550.8%	5629.8%	5617.9%

每股资料 (元)

每股收益	0.91	0.81	0.84	0.87
每股经营现金	1.12	1.26	1.16	1.20
每股净资产	3.48	3.99	4.60	5.23

估值比率 (倍)

PE	4.8	5.4	5.2	5.0
PB	1.3	1.1	0.9	0.8

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发送、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：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
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