

产销两旺助业绩相对稳健，具备低估值优势

——南钢股份(600282.SH) 2019年中报点评

公司简报

◆公司发布2019年中报，2019H1净利同比下降19.6%，业绩相对稳健。公司2019H1实现营业收入240.95亿元，同比增长11.4%；实现归母净利润18.41亿元，同比下降19.6%，主要因为2019年钢铁行业景气度整体下行。相比钢铁行业平均水平，2019H1公司盈利表现更稳健，目前已披露中报的20家上市钢价2019H1合计净利润同比下降34%。

◆钢铁主业产销两旺，支撑盈利优于行业。公司2019H1盈利水平之所以优于行业，主要是由于钢铁主业产销两旺：(1)钢铁产量：2019H1公司粗钢、钢材产量均创历史最佳，生产钢材503.02万吨，同比增加30.08万吨；钢材出口量同比增长44.6%。(2)销售价格：在市场钢价下行的背景下，公司优化品种结构，钢材产品综合平均售价4030元/吨，同比上升90元/吨；主导产品中厚板平均售价4223元/吨，同比增长5.35%。

◆降本增效持续推进，财务费用下降。公司2019H1深挖降本潜力，完善成本控制体系，实现成本削减4.51亿元；2019H1期间费用率为4.98%，同比下降0.23pct，其中财务费用下降0.66亿元。此外公司2019H1营业税税金同比下降0.62亿元，主要因为增值税与环保税的减少。

◆2019Q2单季度净利润环比增长20%。公司2019Q2单季度实现营业收入122.79亿元，环比增长3.9%；实现归母净利润10.04亿元，环比增长20%。二季度钢铁行业景气度短暂复苏，公司短期业绩有所改善。公司2019Q2板材平均售价为4339.57元/吨，环比增长5.63%。

◆具备低估值优势，维持“增持”评级。我们预计未来钢铁行业景气度下行，因此调低公司2019-2021年预期归母净利润为34.55亿元、28.49亿元、27.02亿元，对应EPS分别为0.78元、0.64元、0.61元。公司PE(2019E)为4倍，估值偏低，公司明确2019-2021年分红比例不低于当前归母净利润30%，预期股息率较高，维持“增持”评级。

◆风险提示：钢铁供给过多或需求偏弱导致钢价下跌；南京市对钢铁行业管控政策趋严可能会影响公司生产；生产安全风险等。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 37,601 | 43,647 | 45,730 | 45,710 | 45,680 |
| 营业收入增长率 | 55.54% | 16.08% | 4.77% | -0.04% | -0.07% |
| 净利润(百万元) | 3,200 | 4,008 | 3,455 | 2,849 | 2,702 |
| 净利润增长率 | 804.73% | 25.24% | -13.79% | -17.55% | -5.15% |
| EPS(元) | 0.72 | 0.91 | 0.78 | 0.64 | 0.61 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 27.65% | 26.06% | 19.74% | 14.78% | 12.81% |
| P/E | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| P/B | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月27日

增持(维持)

分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：44.27
总市值(亿元)：142.55
一年最低/最高(元)：2.92/4.36
近3月换手率：28.50%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -2.53 | -10.12 | -39.85 |
| 绝对 | -3.61 | -3.91 | -25.07 |

资料来源：Wind

相关研报

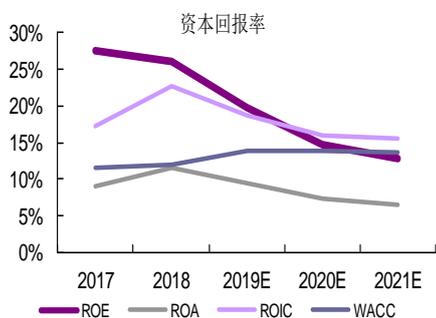
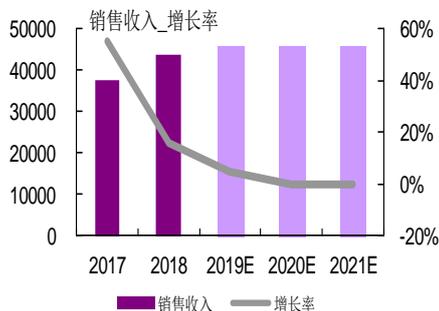
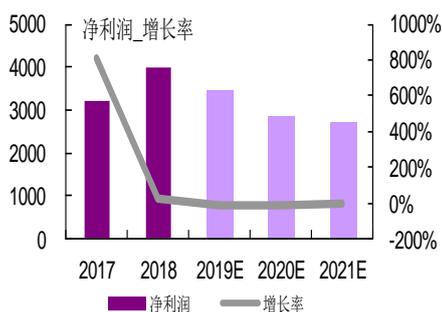
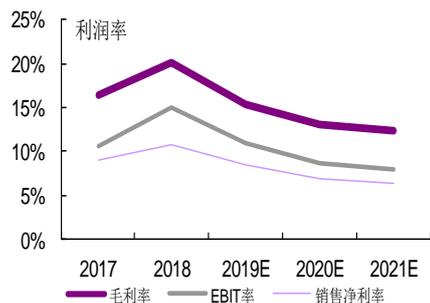
盈利再创历史最佳，具备持续高分红预期——南钢股份(600282.SH) 2018年年报点评

.....2019-03-25

表 1：南钢股份年度财务数据

| | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019H1 | 2018H1 |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 粗钢产量(万吨) | 859 | 901 | 985 | 1005 | 540 | 522 |
| 营业收入(亿元) | 222.52 | 241.74 | 376.01 | 436.47 | 240.95 | 216.22 |
| 吨钢营收(元/吨) | 2590 | 2683 | 3818 | 4343 | 4466 | 4142 |
| 营业成本(亿元) | 216 | 217 | 315 | 349 | 204 | 169 |
| 毛利(亿元) | 6.49 | 24.60 | 61.45 | 87.78 | 37.34 | 46.88 |
| 毛利率 | 2.92% | 10.18% | 16.34% | 20.11% | 15.50% | 21.68% |
| 销售费用(亿元) | 5.14 | 4.25 | 5.08 | 5.61 | 3.28 | 2.84 |
| 财务费用(亿元) | 7.09 | 6.90 | 5.49 | 3.91 | 1.60 | 2.26 |
| 管理费用(亿元) | 10.02 | 8.73 | 7.80 | 9.80 | 4.54 | 4.39 |
| 研发费用(亿元) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 4.46 | 2.57 | 1.78 |
| 期间费用率 | 10.00% | 8.22% | 4.88% | 5.45% | 4.98% | 5.21% |
| 吨钢期间费用(元/吨) | 259 | 221 | 186 | 237 | 222 | 216 |
| 利润总额(亿元) | -20.89 | 4.52 | 36.16 | 59.10 | 26.56 | 33.27 |
| 归母净利润(亿元) | -24.32 | 3.54 | 32.00 | 40.08 | 18.41 | 22.88 |
| 净利率 | -10.93% | 1.46% | 8.51% | 9.18% | 7.64% | 10.58% |
| 吨钢净利(元/吨) | -283 | 39 | 325 | 399 | 341 | 438 |
| 经营净现金流(亿元) | 10.41 | 32.44 | 23.61 | 49.38 | 13.04 | 16.27 |
| 资本开支(亿元) | 16.73 | 7.43 | 4.06 | 6.30 | 2.08 | 3.48 |
| 自由现金流(亿元) | -6.32 | 25.01 | 19.55 | 43.09 | 10.96 | 12.79 |
| ROE | -32.73% | 5.41% | 34.90% | 29.74% | 11.73% | 18.14% |
| ROIC | -7.71% | 4.36% | 19.06% | 20.90% | 8.48% | 12.26% |
| 折旧(亿元) | 15.11 | 15.97 | 16.15 | 16.92 | 8.95 | 8.27 |
| 吨钢折旧(元/吨) | 176 | 177 | 164 | 168 | 166 | 158 |
| 存货(亿元) | 26.68 | 37.26 | 41.52 | 47.96 | 51.44 | 42.98 |
| 存货/销售收入 | 11.99% | 15.41% | 11.04% | 10.99% | 21.35% | 19.88% |
| 员工总数(人) | 11400 | 10758 | 10717 | 10572 | 10572 | 10717 |
| 人均钢产量(吨) | 754 | 837 | 919 | 951 | 510 | 487 |
| 总资产(亿元) | 363.43 | 343.02 | 377.35 | 411.95 | 428.82 | 408.40 |
| 净资产(亿元) | 63.20 | 67.96 | 155.58 | 198.10 | 207.72 | 179.14 |
| 资产负债率 | 82.61% | 80.19% | 58.77% | 51.91% | 51.56% | 56.14% |
| 流动比率 | 0.41 | 0.39 | 0.66 | 0.77 | 0.84 | 0.81 |
| 流动资产周转率 | 1.94 | 2.46 | 3.21 | 2.89 | 1.42 | 1.36 |
| 存货周转次数 | 6.55 | 6.79 | 7.99 | 7.79 | 4.10 | 4.01 |

资料来源：公司财报、光大证券研究所



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 37,601 | 43,647 | 45,730 | 45,710 | 45,680 |
| 营业成本 | 31,456 | 34,869 | 38,691 | 39,702 | 40,018 |
| 折旧和摊销 | 1,640 | 1,717 | 1,841 | 1,874 | 1,905 |
| 营业税费 | 277 | 403 | 422 | 422 | 422 |
| 销售费用 | 508 | 561 | 588 | 588 | 588 |
| 管理费用 | 1,031 | 980 | 1,027 | 1,026 | 1,026 |
| 财务费用 | 549 | 391 | 405 | 211 | 67 |
| 公允价值变动损益 | 35 | -82 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 68 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 营业利润 | 3,738 | 6,038 | 4,944 | 4,111 | 3,910 |
| 利润总额 | 3,616 | 5,910 | 4,819 | 3,986 | 3,785 |
| 少数股东损益 | 200 | 733 | 400 | 300 | 250 |
| 归属母公司净利润 | 3,200 | 4,008 | 3,455 | 2,849 | 2,702 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 37,735 | 41,195 | 40,861 | 43,329 | 45,897 |
| 流动资产 | 13,993 | 16,257 | 17,364 | 21,306 | 25,379 |
| 货币资金 | 2,748 | 3,067 | 3,214 | 7,004 | 11,033 |
| 交易型金融资产 | 236 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| 应收帐款 | 638 | 733 | 767 | 767 | 767 |
| 应收票据 | 4,668 | 5,595 | 5,862 | 5,860 | 5,856 |
| 其他应收款 | 39 | 73 | 76 | 76 | 76 |
| 存货 | 4,152 | 4,796 | 5,347 | 5,492 | 5,538 |
| 可供出售投资 | 243 | 445 | 445 | 445 | 445 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 287 | 2,019 | 2,019 | 2,019 | 2,019 |
| 固定资产 | 20,634 | 19,875 | 18,697 | 17,424 | 16,073 |
| 无形资产 | 859 | 846 | 803 | 763 | 725 |
| 总负债 | 22,178 | 21,385 | 18,522 | 18,920 | 19,417 |
| 无息负债 | 15,293 | 15,549 | 16,868 | 17,182 | 17,279 |
| 有息负债 | 6,885 | 5,835 | 1,654 | 1,738 | 2,138 |
| 股东权益 | 15,558 | 19,810 | 22,339 | 24,409 | 26,480 |
| 股本 | 4,409 | 4,422 | 4,422 | 4,422 | 4,422 |
| 公积金 | 2,483 | 2,875 | 3,221 | 3,506 | 3,776 |
| 未分配利润 | 4,603 | 8,056 | 9,839 | 11,324 | 12,875 |
| 少数股东权益 | 3,983 | 4,431 | 4,831 | 5,131 | 5,381 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 2,361 | 4,938 | 6,135 | 5,046 | 4,627 |
| 净利润 | 3,200 | 4,008 | 3,455 | 2,849 | 2,702 |
| 折旧摊销 | 1,640 | 1,717 | 1,841 | 1,874 | 1,905 |
| 净营运资金增加 | 7,315 | 2,197 | -238 | -164 | -55 |
| 其他 | -9,794 | -2,983 | 1,076 | 487 | 75 |
| 投资活动产生现金流 | -749 | -2,613 | -72 | -50 | -50 |
| 净资本支出 | -405 | -603 | -400 | -400 | -400 |
| 长期投资变化 | 287 | 2,019 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -632 | -4,029 | 328 | 350 | 350 |
| 融资活动现金流 | -1,005 | -2,018 | -5,917 | -1,206 | -548 |
| 股本变化 | 447 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -4,644 | -1,050 | -4,181 | 84 | 400 |
| 无息负债变化 | -684 | 257 | 1,318 | 314 | 97 |
| 净现金流 | 561 | 328 | 146 | 3,790 | 4,029 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 55.54% | 16.08% | 4.77% | -0.04% | -0.07% |
| 净利润增长率 | 804.73% | 25.24% | -13.79% | -17.55% | -5.15% |
| EBITDA 增长率 | 127.33% | 47.12% | -16.98% | -14.53% | -5.39% |
| EBIT 增长率 | 369.08% | 64.70% | -23.36% | -20.55% | -8.69% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 |
| PB | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 4 | 3 | 3 | 3 | 2 |
| EV/EBIT | 6 | 3 | 4 | 4 | 3 |
| EV/NOPLAT | 6 | 4 | 5 | 5 | 4 |
| EV/Sales | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| EV/IC | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 16.34% | 20.11% | 15.39% | 13.14% | 12.39% |
| EBITDA 率 | 14.90% | 18.88% | 14.96% | 12.79% | 12.11% |
| EBIT 率 | 10.53% | 14.95% | 10.93% | 8.69% | 7.94% |
| 税前净利润率 | 9.62% | 13.54% | 10.54% | 8.72% | 8.29% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 8.51% | 9.18% | 7.56% | 6.23% | 5.92% |
| ROA | 9.01% | 11.51% | 9.44% | 7.27% | 6.43% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 27.65% | 26.06% | 19.74% | 14.78% | 12.81% |
| 经营性 ROIC | 17.26% | 22.72% | 18.73% | 15.91% | 15.58% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 0.66 | 0.77 | 0.98 | 1.20 | 1.42 |
| 速动比率 | 0.46 | 0.55 | 0.68 | 0.89 | 1.11 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 1.68 | 2.64 | 10.58 | 11.09 | 9.87 |
| 有形资产/有息债务 | 5.21 | 6.82 | 23.88 | 24.18 | 20.87 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.72 | 0.91 | 0.78 | 0.64 | 0.61 |
| 每股红利 | 0.05 | 0.30 | 0.24 | 0.20 | 0.19 |
| 每股经营现金流 | 0.53 | 1.12 | 1.39 | 1.14 | 1.05 |
| 每股自由现金流(FCFF) | -0.45 | 1.01 | 1.28 | 1.08 | 0.99 |
| 每股净资产 | 2.62 | 3.48 | 3.96 | 4.36 | 4.77 |
| 每股销售收入 | 8.50 | 9.87 | 10.34 | 10.34 | 10.33 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因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, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |