

公司研究/季报点评

2019年10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): 3.19  
合理价格区间(元): 3.48~3.87

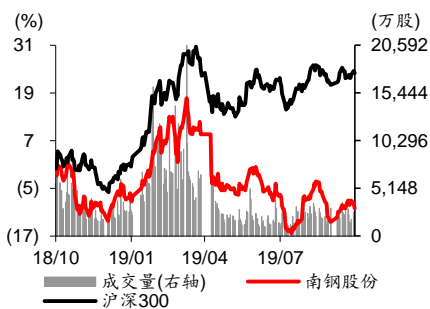
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004  
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

张艺露  
联系人 zhangyilu@htsc.com

相关研究

- 1《南钢股份(600282 SH,增持): 19Q2 扣非业绩同比下行 26%》2019.08
- 2《南钢股份(600282,增持): 解决少数股权问题, 盈利或抬升》2019.05
- 3《南钢股份(600282,增持): Q1 业绩环比正增长, 超市场预期》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 期待控股子公司少数股权并入 南钢股份(600282)

### 19Q3 盈利 5.3 亿元, 同比下滑 53%

2019年10月29日, 公司发布2019年三季报: 19Q3 营业收入 126.4 亿元 (YoY+5.1%、QoQ+2.9%); 归属于母公司股东净利润 5.3 亿元 (YoY-53.5%、QoQ-46.8%), 业绩超出我们业绩前瞻预期, 主要因公司产销量增加、产品售价有刚性。但 Q4 矿价可能超出前期预期, 我们下调业绩预测, 预计 2019-2021 年 EPS 为 0.70/0.77/0.82 元, 前值为 0.78/0.80/0.86 元, 维持“增持”评级。

### 19Q3 产、销量同、环比上升, 盈利能力同、环比下行

19Q3, 公司钢材产、销量分别为 253、251 万吨 (YoY+8.7%、+5.0%, QoQ+1.2%、+1.1%), 同、环比均上升, 增量主要由棒材贡献, 表明公司优化产品结构提升盈利能力; 同期, 公司产品均价为 3933 元/吨 (YoY-8.2%、QoQ-4.0%), 其中板材均价为 4119 元/吨 (YoY-6.1%、QoQ-5.1%), 同期中厚板市价为 3442 元/吨 (YoY-9.4%、QoQ-3.7%), 公司中厚板产品定位高端且有价格韧性。产品价格、成本两端承压, 公司 19Q3 销售毛利率、净利率分别为 10.6%、5.4% (YoY-9.5pct、-5.4pct, QoQ-6.0pct、-4.2pct), 同、环比均下行。

### 19Q3 对上游占款能力减弱

19Q3, 公司销售所得现金占比为 78.6% (YoY-38.6pct、QoQ-11.7pct); 应付、应收款项占比分别为 89.4%、53.6% (YoY-20.4pct、-9.9pct, QoQ-8.6pct、+1.5pct), 公司现金回款、对上游占款能力同环比均减弱。销售、管理、财务、研发费用分别为 1.8、2.4、0.8、1.7 亿元, 销售、管理费用同环比基本持平; 财务费用同比降 36.3%, 主要因公司融资规模下行; 研发费用同比增 116.2%, 主要因公司加大智能制造及技术研发投入。

### 南钢发展、金江炉料少数股权并入在即

2019年4月, 公司公告称拟发行股份向控股股东南京钢联购买控股子公司南钢发展、金江炉料剩余 38.72% 股权。其中, 南钢发展为公司的主要经营主体; 金江炉料于 2018 年新设, 承接原南钢发展烧结、焦化等业务。目前该项工作仍在推进中, 解决少数股权问题后公司业绩有望增厚。

### 南钢发展少数股权并入在即, 维持“增持”评级

控股子公司南钢发展、金江炉料剩余 38.72% 股权并入在即, 公司业绩有望增厚, 但并入时点未定, 盈利预测中暂不考虑。公司钢材产销量提升明显, 且产品售价同比较市场表现较好, 但 Q4 矿价可能超出前期预期。综合考虑我们下调公司业绩预测, 我们预计公司 2019-2021 年业绩为 30.8/34.1/36.1 亿元; EPS 为 0.70/0.77/0.82 元, 前值为 0.78/0.80/0.86 元。以 2019 年 10 月 29 日收盘价计, 可比公司 PB (2019E) 均值为 0.89, 考虑公司多元发展带来业绩韧性, 给予公司 0.9-1.0 倍 PB 估值, BPS (2019E) 为 3.87 元, 对应目标价 3.48-3.87 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 下游行业景气度下行, 宏观经济不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,428
流通 A 股 (百万股)	4,428
52 周内股价区间 (元)	2.97-4.53
总市值 (百万元)	14,127
总资产 (百万元)	44,853
每股净资产 (元)	3.73

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	46,134	46,010	45,897
+/-%	55.54	16.08	5.70	(0.27)	(0.24)
归属母公司净利润 (百万元)	3,200	4,008	3,080	3,411	3,609
+/-%	804.73	25.24	(23.17)	10.77	5.80
EPS (元, 最新摊薄)	0.72	0.91	0.70	0.77	0.82
PE (倍)	4.41	3.52	4.59	4.14	3.91

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: 公司产品价格最新假设 (2019.10.29)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	2438	3556	4213	4275	4323	4337
棒材	2319	3539	3854	3732	3633	3589
线钢	2834	3819	4315	4136	4038	3994
型钢	2589	3522	3903	3827	3840	3858
带钢	2868	4127	4581	4583	4586	4592
<b>平均价</b>	<b>2610</b>	<b>3713</b>	<b>4748</b>	<b>4690</b>	<b>4678</b>	<b>4666</b>

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为根据收入和销量计算数据; 由于下游需求景气度仍较低, 且后期地产建筑工程投资增速或下行, 因此调低价格预测

图表2: 公司产品价格前期假设 (2019.8.26)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	2438	3556	4213	4385	4435	4448
棒材	2319	3539	3854	3832	3792	3748
线钢	2834	3819	4315	4250	4212	4168
型钢	2589	3522	3903	3774	3787	3760
带钢	2868	4127	4581	4612	4574	4530
<b>平均价</b>	<b>2610</b>	<b>3713</b>	<b>4748</b>	<b>4803</b>	<b>4817</b>	<b>4801</b>

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为根据收入和销量计算数据; 本核心假设参照《南钢股份: 19Q2 扣非业绩同比下行 26%》(2019.8.26)

图表3: 公司产品产量最新假设 (2019.10.29)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	425	449	462	494	494	494
棒材	295	318	329	352	352	352
线钢	47	40	51	55	55	55
型钢	47	45	49	53	53	53
带钢	26	23	28	30	30	30
<b>合计</b>	<b>840</b>	<b>873</b>	<b>919</b>	<b>984</b>	<b>984</b>	<b>984</b>

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 由于公司 19Q3 钢材产销量提升明显, 故按照 19 年前三季度增长情况修改 2019 年假设, 2020、2021 年仍与 2019 年保持一致

图表4: 公司产品产量前期假设 (2019.8.26)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
板材	425	449	462	477	477	477
棒材	295	318	329	340	340	340
线钢	47	40	51	53	53	53
型钢	47	45	49	51	51	51
带钢	26	23	28	29	29	29
<b>合计</b>	<b>840</b>	<b>873</b>	<b>919</b>	<b>950</b>	<b>950</b>	<b>950</b>

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 本核心假设参照《南钢股份: 19Q2 扣非业绩同比下行 26%》(2019.8.26)

图表5: 公司主要原燃料价格最新假设 (2019.10.29)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铁矿石	391	530	513	656	673	711
焦炭	743	1412	1711	1607	1551	1531

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为市场价格; 由于铁矿价格仍居高位, 因此上调 2019 年预测

图表6: 公司主要原燃料价格前期假设 (2019.8.26)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铁矿石	391	530	513	632	685	725
焦炭	743	1412	1711	1587	1622	1610

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为市场价格; 本核心假设参照《南钢股份: 19Q2 扣非业绩同比下行 26%》(2019.8.26)

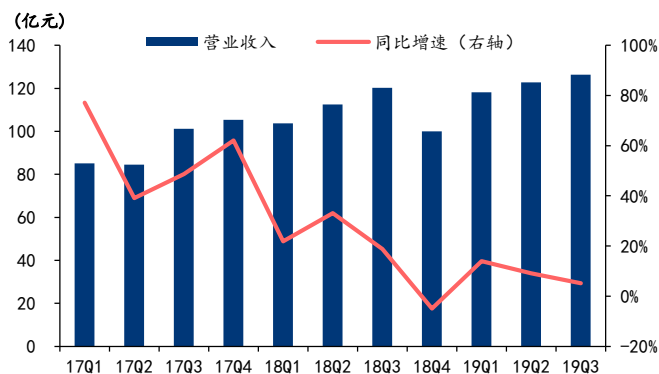
图表7：可比钢铁上市公司 PB (2019E) 比较

证券代码	证券简称	PB (2019E)
000932	华菱钢铁	0.79
600019	宝钢股份	0.73
600507	方大特钢	1.61
600782	新钢股份	0.66
600808	马钢股份	0.67
	可比公司均值	0.89

资料来源：Wind，华泰证券研究所；可比公司 PB (2019E) 取为 2019 年 10 月 29 日 wind 一致预测值，其中宝钢股份为华泰预测，参照《宝钢股份：期待 19Q4 乘用车产销复苏》(2019.8.23)

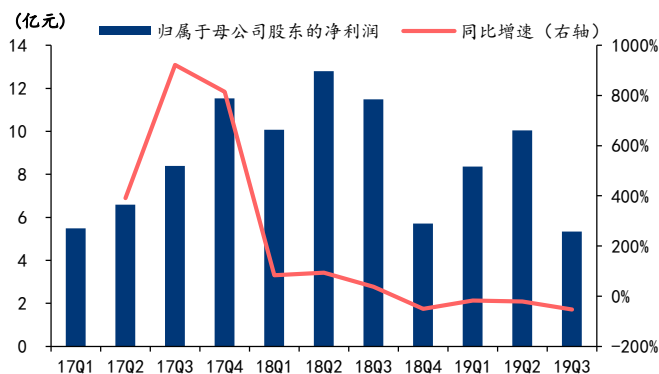
## 核心盈利指标

图表8：2017年至今单季度营业收入及同比增速



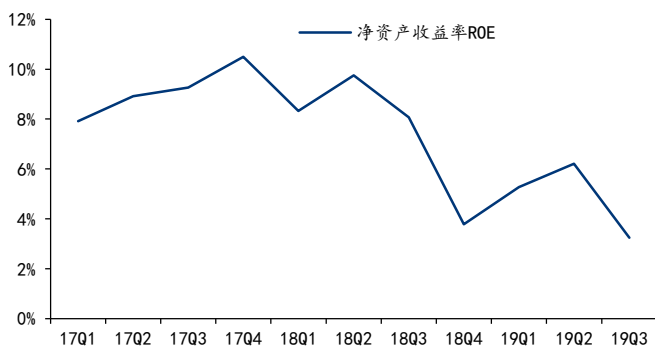
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2017年至今单季度归属于母公司股东的净利润及同比增速



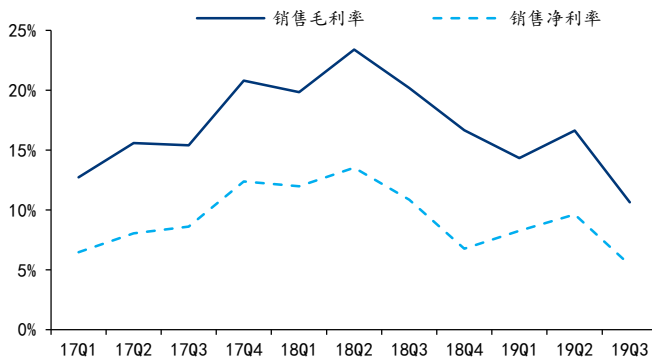
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2017年至今单季度 ROE



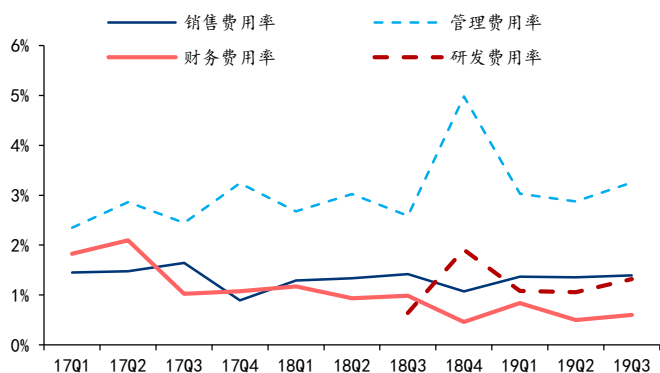
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：2017年至今单季度销售毛利率、销售净利率



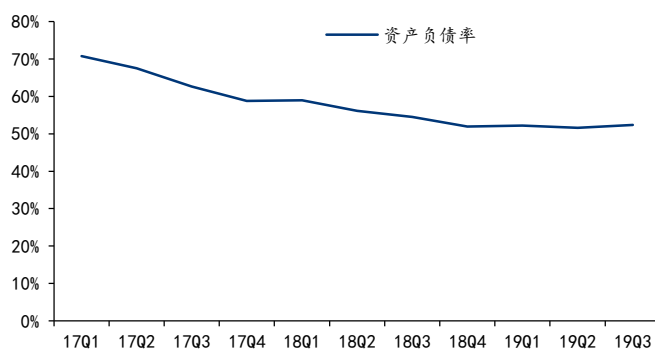
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12: 2017年至今单季度费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 2018Q3 及以后管理费用中加回研发费用保证同比口径

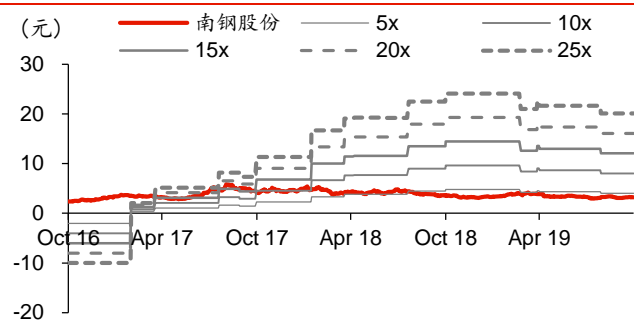
图表13: 2017年至今单季度资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

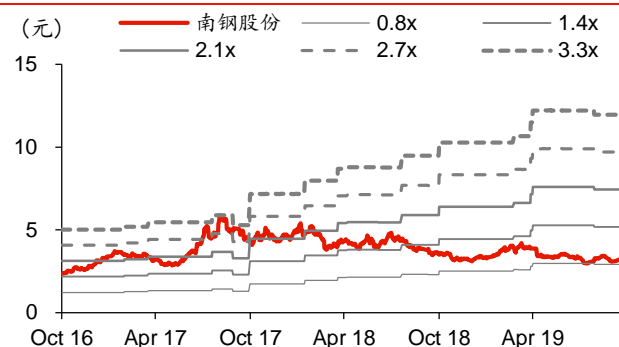
### PE/PB - Bands

图表14: 南钢股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 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	21,515	23,206	26,292
现金	2,748	3,067	5,447	8,568	11,646
应收账款	637.92	732.52	665.40	768.24	744.71
其他应收账款	39.09	72.90	66.60	69.81	68.51
预付账款	234.13	352.94	344.46	353.03	349.01
存货	4,152	4,796	4,639	4,549	4,518
其他流动资产	6,182	7,235	10,352	8,898	8,966
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	45,386	46,911	49,356
流动负债	21,170	21,014	22,857	21,751	21,631
短期借款	3,304	4,897	5,549	5,333	5,195
应付账款	10,155	4,067	7,091	6,226	6,513
其他流动负债	7,710	12,050	10,217	10,192	9,923
非流动负债	1,008	370.54	360.04	368.39	364.68
长期借款	718.76	76.00	76.00	76.00	76.00
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	23,217	22,119	21,996
少数股东权益	3,983	4,431	5,041	5,203	5,215
股本	4,409	4,422	4,427	4,427	4,427
资本公积	1,791	1,849	1,849	1,849	1,849
留存公积	5,295	9,083	10,861	13,348	15,934
归属母公司股东权益	11,575	15,379	17,128	19,589	22,145
负债和股东权益	37,735	41,195	45,386	46,911	49,356

### 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	3,869	6,396	5,217
净利润	3,401	4,741	3,690	3,573	3,621
折旧摊销	1,640	1,717	1,498	1,596	1,681
财务费用	549.03	391.12	244.79	198.36	146.99
投资损失	(68.43)	(350.33)	(218.52)	(237.44)	(249.95)
营运资金变动	(3,612)	(2,581)	(1,516)	1,347	32.30
其他经营现金	451.75	1,021	171.29	(81.32)	(14.22)
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)	(1,056)	(2,154)	(1,323)
短期借款	(4,462)	1,593	651.31	(215.53)	(138.00)
长期借款	674.76	(642.76)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	446.91	13.34	4.82	0.00	0.00
资本公积增加	1,178	57.49	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,157	(3,039)	(1,712)	(1,939)	(1,185)
现金净增加额	561.46	327.54	2,379	3,121	3,079

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	37,601	43,647	46,134	46,010	45,897
营业成本	31,456	34,869	38,254	38,325	38,289
营业税金及附加	276.54	402.91	381.46	378.98	386.14
营业费用	507.64	561.38	605.98	585.97	585.17
管理费用	779.78	1,426	1,495	1,521	1,434
财务费用	549.03	391.12	244.79	198.36	146.99
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	5,033	4,888	4,950
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	4,919	4,764	4,828
所得税	214.92	1,169	1,230	1,191	1,207
净利润	3,401	4,741	3,690	3,573	3,621
少数股东损益	200.34	732.70	609.88	161.87	12.07
归属母公司净利润	3,200	4,008	3,080	3,411	3,609
EBITDA	5,928	8,146	6,776	6,682	6,778
EPS (元, 基本)	0.73	0.91	0.70	0.77	0.82

### 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	5.70	(0.27)	(0.24)
营业利润	1,108	61.52	(16.65)	(2.88)	1.28
归属母公司净利润	804.73	25.24	(23.17)	10.77	5.80
获利能力 (%)					
毛利率	16.34	20.11	17.08	16.70	16.58
净利率	8.51	9.18	6.68	7.41	7.86
ROE	27.65	26.06	17.98	17.41	16.30
ROIC	22.01	26.26	18.52	19.47	20.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.77	51.91	51.16	47.15	44.57
净负债比率 (%)	31.05	27.29	27.94	24.45	23.96
流动比率	0.66	0.77	0.94	1.07	1.22
速动比率	0.46	0.53	0.73	0.85	1.00
营运能力					
总资产周转率	1.04	1.11	1.07	1.00	0.95
应收账款周转率	65.91	59.84	61.86	60.21	56.90
应付账款周转率	4.26	4.90	6.86	5.76	6.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.91	0.70	0.77	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.12	0.87	1.44	1.18
每股净资产(最新摊薄)	2.61	3.47	3.87	4.42	5.00
估值比率					
PE (倍)	4.41	3.52	4.59	4.14	3.91
PB (倍)	1.22	0.92	0.82	0.72	0.64
EV_EBITDA (倍)	3.16	2.30	2.76	2.80	2.76

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