

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.11
合理价格区间(元): 3.40~3.60

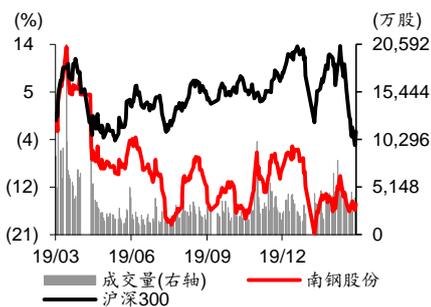
邱瀚萱 执业证书编号: S0570518050004
研究员 qiuhanxuan@htsc.com

龚润华
联系人 gongrunhua@htsc.com

相关研究

- 1《南钢股份(600282 SH,增持): 期待控股子公司少数股权并入》2019.10
- 2《南钢股份(600282 SH,增持): 19Q2 扣非业绩同比下行 26%》2019.08
- 3《南钢股份(600282,增持): 解决少数股权问题, 盈利或抬升》2019.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

19 年分红 52%，期待少数股权注入 南钢股份(600282)

2019 年盈利 26 亿元，维持“增持”评级

2020 年 3 月 24 日，公司发布 2019 年报，年度实现营收 480 亿元 (YoY+9.9%)，归属于上市公司股东的净利润 26 亿元 (YoY-35.0%)；19Q4 实现营收 112 亿元 (YoY+12.3%，QoQ-11.1%)，归属于上市公司股东的净利润 2.3 亿元 (YoY-59.5%，QoQ-56.8%)，业绩低于我们前期预期，主要因 19Q4 计提较多固定资产处置损失和少数股东损益发生较大变动。我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.49/0.62/0.72 元，维持“增持”评级。

19Q4 公司销售毛利率表现环比不差

19Q4，公司实现钢材产、销量 236、241 万吨 (YoY+11.6%、+14.9%，QoQ-6.8%、-4.0%)，钢材售价 (不含税) 为 3691 元/吨 (YoY-11.8%，QoQ-6.2%)，其中中厚板降幅较大 (YoY-14.6%，QoQ-7.3%)，棒材表现较好 (YoY-10.9%，QoQ-5.7%)。19Q4，公司销售毛利率 11.5% (YoY-5.2pct，QoQ+0.8pct)，环比表现不差。公司 19Q4 业绩环比下行较多，一方面或因当期公司营业外支出较多达 1.3 亿，其中主要为固定资产处置损失；另一方面因南钢发展 (公司持股 61.28%) 主要拥有长材资产，19Q4 棒材售价跌幅小于中厚板，致少数股权损益占比提升。

19 年每股现金红利 0.3 元，分红比例达 52%

根据 2019 年利润分配预案，公司计划每 10 股派发现金红利 3 元 (含税)，合计派发 13.2 亿元；另外截至 2019 年底，公司共回购股份金额 3376 万元 (不含交易费用)，故公司 2019 年合计现金分红比例达 52.03%，超出公司《未来三年 (2018-2020 年) 股东回报计划》中 30% 的要求。按 3 月 24 日收盘价计，公司股息率达 9.65%，给予投资者良好回报。

双主业发展，非钢业务业绩增长明显

公司聚焦钢铁、新材料打造相关多元产业链，内生方面，围绕智能制造、电子商务、招标采购、现代物流等，由对内服务走向对外业务；外延方面，重点围绕能源环保进行产业投资。公司旗下控股、参股多家非钢业务公司，2019 年业绩向好，其中金恒科技聚焦工业 ICT，实现净利润 4054 万元 (YoY+27.6%)；钢宝股份是钢铁垂直电商，实现净利润 6576 万元 (YoY+7.0%)，柏中环境进行污水处理，增厚公司业绩 7618 万元。

期待少数股权并入增厚业绩，维持“增持”评级

2019 年 5 月，公司公告称计划收购子公司南钢发展、金江炉料剩余 38.72% 少数股权，目前证监会已受理，少数股权并入后有望增厚业绩；但相关事宜仍未完成，盈利预测中暂不考虑。考虑到新冠疫情影响，我们下调公司盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 0.49/0.62/0.72 元，前期预计 20-21 年 EPS 分别为 0.77/0.82 元。可比公司 PB (2020E) 均值为 0.78 倍，考虑到公司双主业发展可提供一定业绩韧性，给予公司 0.85-0.9 倍 PB 估值，取 BPS (2020E) 为 4.00 元，目标价为 3.40-3.60 元，维持“增持”评级。

风险提示：收购少数股权事宜进度不及预期；疫情发展超出预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,430
流通 A 股 (百万股)	4,430
52 周内股价区间 (元)	2.91-4.53
总市值 (百万元)	13,776
总资产 (百万元)	9,337
每股净资产 (元)	3.79

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	43,647	47,970	47,076	46,890	46,908
+/-%	16.08	9.91	(1.86)	(0.39)	0.04
归属母公司净利润 (百万元)	4,008	2,606	2,161	2,740	3,210
+/-%	25.24	(34.98)	(17.07)	26.78	17.13
EPS (元, 最新摊薄)	0.90	0.59	0.49	0.62	0.72
PE (倍)	3.44	5.29	6.37	5.03	4.29

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 (2020.3.24)

产品 (元/吨)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
板材	3556	4213	4095	3995	3995	3995
棒材	3539	3854	3641	3441	3391	3391
线钢	3819	4315	4017	3867	3817	3817
带钢	3522	3903	3692	3592	3592	3592
型钢	4127	4581	4461	4361	4361	4361
平均价	3713	4748	4831	4638	4620	4621

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; 考虑到新冠疫情影响, 2020年下游需求受到冲击, 钢价下行幅度或超出前期预期, 此后考虑温和下行

图表2: 公司产品价格前期假设 (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
带钢	2589	3522	3903	3827	3840	3858
型钢	2868	4127	4581	4583	4586	4592
平均价	2610	3713	4748	4690	4678	4666

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; 详见《南钢股份: 19Q2 扣非业绩同比下行 26% (2019.10.29)》

图表3: 公司产品产量最新假设 (2020.3.24)

产品 (元/吨)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
板材	449	462	499	510	510	510
棒材	318	329	345	353	353	353
线钢	40	51	56	58	58	58
带钢	45	49	56	57	57	57
型钢	23	28	37	38	38	38
合计	873	919	993	1015	1015	1015

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 2019年年报中披露, 公司计划2020年实现钢材产量1015万吨, 假设不同品种等比例上行; 2021-2022年与2020年持平

图表4: 公司产品产量前期假设 (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
合计	840	873	919	984	984	984

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 详见《南钢股份: 19Q2 扣非业绩同比下行 26% (2019.10.29)》

图表5: 公司主要原燃料价格最新假设 (2020.3.24)

产品 (元/吨)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
铁矿石	524	525	654	656	640	624
焦炭	1428	1759	1577	1543	1482	1422

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所; 此处为市场价格; 由于铁矿价格供给逐渐恢复, 且由于新冠疫情影响, 需求端出现萎缩, 故预计此后铁矿价格呈现小幅下行趋势

图表6: 公司主要原燃料价格前期假设 (2019.10.29)

产品 (元/吨)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
铁矿石	391	524	525	656	673	711
焦炭	743	1428	1759	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; 详见《南钢股份: 19Q2 扣非业绩同比下行 26% (2019.10.29)》

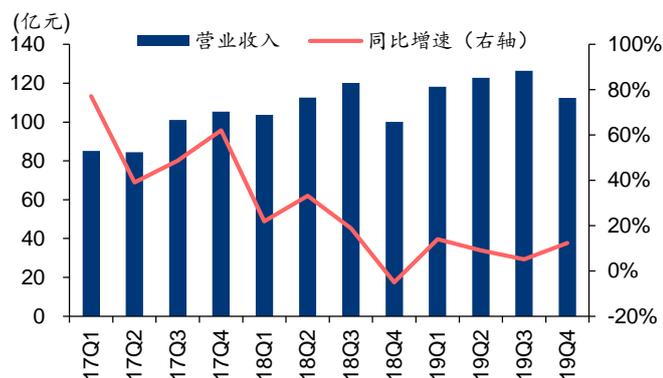
图表7：可比上市公司 PB (2020E) 比较

证券代码	证券简称	PB (2020E)
000932	华菱钢铁	0.77
600019	宝钢股份	0.56
600507	方大特钢	1.38
600782	新钢股份	0.50
600808	马钢股份	0.70
	可比公司均值	0.78

资料来源：Wind，华泰证券研究所；可比公司 PB (2020E) 取为 2020 年 3 月 24 日 Wind 一致预测，其中宝钢股份、马钢股份为华泰预测

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



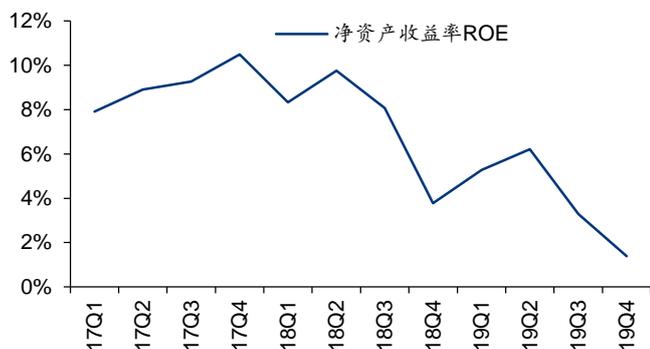
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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



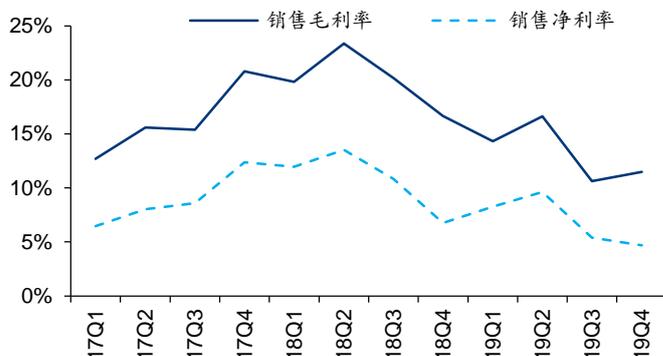
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2017年至今单季度 ROE



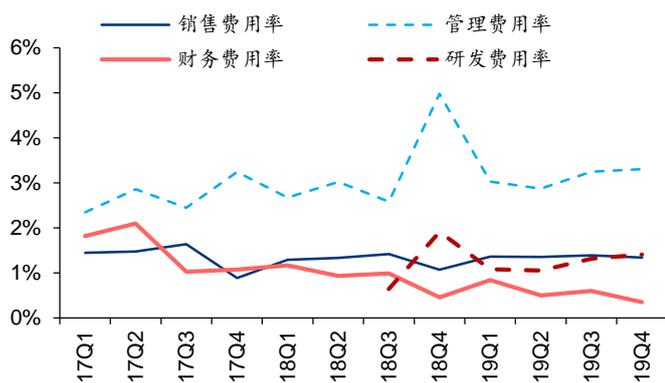
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：2017年至今单季度销售毛利率、销售净利率



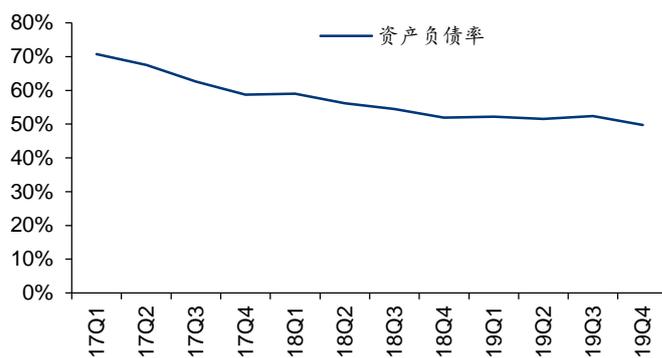
资料来源：Wind，华泰证券研究所

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

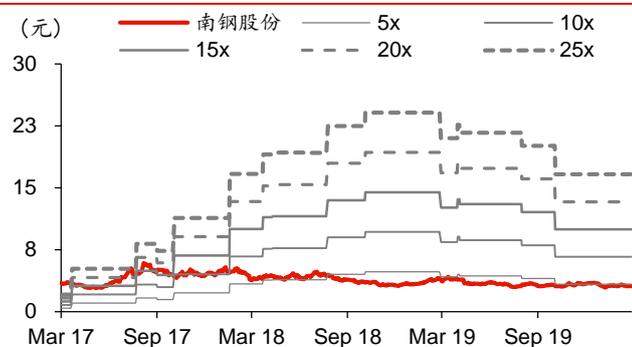
图表13: 2017年至今单季度资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

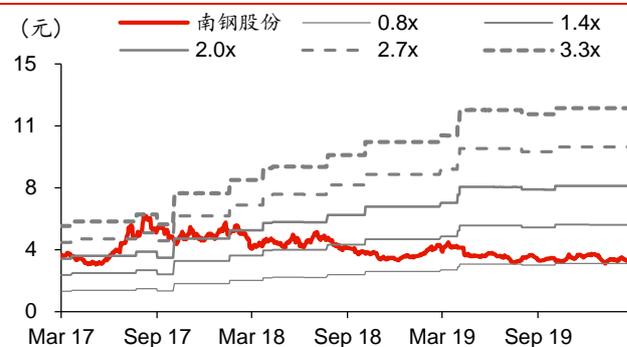
PE/PB - Bands

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	16,257	18,085	19,562	21,957	25,100
现金	3,067	4,265	9,245	11,153	13,864
应收账款	732.52	970.12	678.29	797.46	793.67
其他应收账款	72.90	71.88	84.77	79.71	81.31
预付账款	352.94	284.66	313.13	300.68	304.53
存货	4,796	5,882	4,981	4,936	4,804
其他流动资产	7,235	6,612	4,259	4,690	5,252
非流动资产	24,938	25,535	25,185	25,577	25,652
长期投资	2,019	2,057	1,749	1,897	1,874
固定投资	19,875	19,017	19,696	20,078	20,220
无形资产	845.52	871.64	850.92	833.81	818.09
其他非流动资产	2,199	3,589	2,888	2,768	2,739
资产总计	41,195	43,621	44,747	47,534	50,752
流动负债	21,014	19,333	20,016	19,798	19,550
短期借款	4,897	3,436	3,901	3,912	3,829
应付账款	4,067	3,812	4,186	4,002	3,977
其他流动负债	12,050	12,084	11,929	11,884	11,744
非流动负债	370.54	2,357	1,214	1,231	1,258
长期借款	76.00	845.20	845.20	845.20	845.20
其他非流动负债	294.54	1,512	369.12	385.32	412.52
负债合计	21,385	21,689	21,230	21,029	20,807
少数股东权益	4,431	5,154	5,803	6,617	7,573
股本	4,422	4,429	4,430	4,430	4,430
资本公积	1,849	1,875	1,875	1,875	1,875
留存公积	9,083	10,439	11,339	13,431	15,818
归属母公司股东权益	15,379	16,777	17,713	19,888	22,371
负债和股东权益	41,195	43,621	44,747	47,534	50,752

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	4,938	4,348	8,230	4,087	4,908
净利润	4,741	3,365	2,810	3,554	4,166
折旧摊销	1,717	1,830	1,610	1,783	1,948
财务费用	391.12	275.50	(19.09)	(200.00)	(280.57)
投资损失	(350.33)	(419.22)	(337.79)	(367.03)	(365.98)
营运资金变动	(2,581)	(929.60)	3,947	(737.34)	(584.05)
其他经营现金	1,021	227.13	219.88	54.43	24.87
投资活动现金	(2,613)	(920.71)	(1,307)	(1,742)	(1,573)
资本支出	629.51	1,257	1,950	1,950	1,950
长期投资	(1,582)	(19.68)	(307.76)	147.47	(22.44)
其他投资现金	(3,566)	316.75	335.55	355.19	354.88
筹资活动现金	(2,018)	(2,607)	(1,944)	(436.84)	(624.70)
短期借款	1,593	(1,461)	465.05	11.01	(83.01)
长期借款	(642.76)	769.20	0.00	0.00	0.00
普通股增加	13.34	7.15	0.08	0.00	0.00
资本公积增加	57.49	25.99	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,039)	(1,948)	(2,409)	(447.85)	(541.69)
现金净增加额	327.54	814.71	4,980	1,908	2,711

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43,647	47,970	47,076	46,890	46,908
营业成本	34,869	41,601	41,867	41,173	40,526
营业税金及附加	402.91	303.66	351.56	336.79	334.71
营业费用	561.38	653.92	594.02	596.06	606.79
管理费用	1,426	1,494	1,525	1,416	1,429
财务费用	391.12	275.50	(19.09)	(200.00)	(280.57)
资产减值损失	(310.70)	(327.76)	(322.07)	(323.97)	(323.34)
公允价值变动收益	(82.08)	183.67	70.35	82.72	95.42
投资净收益	350.33	419.22	337.79	367.03	365.98
营业利润	6,038	4,056	3,488	4,342	5,077
营业外收入	6.59	16.16	0.00	0.00	0.00
营业外支出	134.79	170.23	151.88	155.15	156.57
利润总额	5,910	3,902	3,336	4,186	4,920
所得税	1,169	537.12	526.13	632.25	754.05
净利润	4,741	3,365	2,810	3,554	4,166
少数股东损益	732.70	758.63	648.61	813.93	956.63
归属母公司净利润	4,008	2,606	2,161	2,740	3,210
EBITDA	8,146	6,161	5,079	5,924	6,744
EPS (元, 基本)	0.91	0.59	0.49	0.62	0.72

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	16.08	9.91	(1.86)	(0.39)	0.04
营业利润	61.52	(32.83)	(14.01)	24.47	16.94
归属母公司净利润	25.24	(34.98)	(17.07)	26.78	17.13
获利能力 (%)					
毛利率	20.11	13.28	11.06	12.19	13.60
净利率	9.18	5.43	4.59	5.84	6.84
ROE	26.06	15.53	12.20	13.78	14.35
ROIC	26.06	20.34	19.65	22.30	24.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.91	49.72	47.45	44.24	41.00
净负债比率 (%)	27.29	20.20	22.36	22.62	22.46
流动比率	0.77	0.94	0.98	1.11	1.28
速动比率	0.53	0.61	0.71	0.84	1.02
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.13	1.07	1.02	0.95
应收账款周转率	59.84	52.82	53.57	59.59	55.29
应付账款周转率	8.60	10.56	10.47	10.06	10.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.59	0.49	0.62	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.98	1.86	0.92	1.11
每股净资产(最新摊薄)	3.47	3.79	4.00	4.49	5.05
估值比率					
PE (倍)	3.44	5.29	6.37	5.03	4.29
PB (倍)	0.90	0.82	0.78	0.69	0.62
EV_EBITDA (倍)	1.98	2.61	3.17	2.72	2.39

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，邱瀚莹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师邱瀚莹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司