

研究所

证券分析师：

谢文迪 S0350522110004

xiewd@ghzq.com.cn

## 锚定高端，强化“四元一链”布局

### ——南钢股份（600282）2022 年报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

2023/03/29

| 表现     | 1M    | 3M    | 12M   |
|--------|-------|-------|-------|
| 南钢股份   | -5.7% | 21.3% | 17.7% |
| 沪深 300 | -1.6% | 3.9%  | -3.1% |

#### 市场数据

2023/03/29

|             |            |
|-------------|------------|
| 当前价格（元）     | 3.81       |
| 52 周价格区间（元） | 2.72-4.15  |
| 总市值（百万）     | 23,489.00  |
| 流通市值（百万）    | 17,018.99  |
| 总股本（万股）     | 616,509.10 |
| 流通股本（万股）    | 446,692.72 |
| 日均成交额（百万）   | 198.42     |
| 近一月换手（%）    | 1.10       |

#### 事件：

**南钢股份发布 2022 年年报：**2022 年公司实现营业总收入 706.67 亿元，同比减少 7.69%（可比口径，全文同），实现归母净利润 21.61 亿元，同比减少 48.59%。

#### 投资要点：

- **多方因素干扰，公司 2022 年业绩承压。**2022 年宏观经济较为严峻，整体钢材需求减弱，钢价震荡下行，原料价格高企，叠加公司按计划组织高炉大修和炉役检修导致钢材产量同比减少 5.37%，公司 2022 年业绩整体承压。2022 年实现营业总收入 706.67 亿元，同比减少 7.69%，实现归母净利润 21.61 亿元，同比减少 48.59%。
- **高附加值产品增量增益，公司钢材售价显著优于行业。**公司为百余项“国之重器”及重大/重点工程项目等提供高附加值钢铁材料。2022 年公司先进钢铁材料量价齐升，销量 206.58 万吨（同比+14.06%），平均销售价格 6524.69 元/吨（不含税，同比+10.49%），利润贡献持续增加。同时公司钢材销售价格变动幅度显著优于行业，专用板材竞争力突出。
- **多元产品持续迭代，应用分散，抵抗周期波动能力强。**公司以专用板材、特钢长材为主导产品，聚焦研发与推广多种高性能特钢，产品广泛应用于油气装备、船舶与海工、汽车轴承弹簧、工程机械与轨交、桥梁高建结构、基础设施等行业，受单一行业变动影响较小。此外公司产品竞争力强，率先开发出 1000MPa 级水电钢 N980CF，多种产品首家获得国家认证并率先实现批量应用及供货，宽厚高等级 X80 管线钢等品种均处于行业领先地位；特钢长材方面，高端客户市场占有率明显提升。
- **完善“四元一链”布局，纵横谋划以发展：**公司升级“产业运营×产业投资”战略，产业运营围绕“四元一链”进行精准布局，产业投资推行 CVC 模式，聚焦产业发展和价值增长。公司进一步完善“四元一链”布局：1）布局上游产业链，打造海外焦炭生产基地。公司在印尼合资设立金瑞新能源、金祥新能源，合计建设年产 650 万吨的焦炭项目。目前焦炭项目已获得实质性进展，陆续投产后将稳定公司焦炭供应，增厚未来业绩。2）布局精细化工新赛道，推进钢铁与化工、有色等产业耦合发展。公司 2021 年收购万盛股份，截至

2022年12月31日公司持股29.56%。根据公司2022年年报万盛股份新建的年产31.93万吨功能性新材料一体化生产项目、14.15万吨化工新材料建设项目正稳步推进。

- **盈利预测和投资评级。**公司作为国内中厚板龙头企业，通过科技创新、高精益化推动ASP提升，提高产品竞争力及高端客户市占率；通过加强“四元一链”布局，有望进一步增厚利润。考虑到未来钢铁行业经营依旧承压，我们预计2023-2025年实现营业收入748.2/827.5/926.5亿元，同比增长5.9%/10.6%/12.0%；实现归母净利润27.2/30.8/34.5亿元，同比增长25.9%/13.3%/12.1%，对应2023-2025年PE为8.63/7.62/6.80倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**政策调节力度超预期、宏观经济增速不及预期、公司项目建设进度不及预期、原材料价格波动、下游需求不及预期、产品价格下跌风险。

| 预测指标       | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 70667 | 74821 | 82749 | 92646 |
| 增长率（%）     | -8    | 6     | 11    | 12    |
| 归母净利润（百万元） | 2161  | 2722  | 3082  | 3454  |
| 增长率（%）     | -49   | 26    | 13    | 12    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.35  | 0.44  | 0.50  | 0.56  |
| ROE（%）     | 8     | 9     | 10    | 10    |
| P/E        | 8.97  | 8.63  | 7.62  | 6.80  |
| P/B        | 0.75  | 0.82  | 0.74  | 0.66  |
| P/S        | 0.27  | 0.31  | 0.28  | 0.25  |
| EV/EBITDA  | 5.07  | 4.75  | 4.22  | 3.70  |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

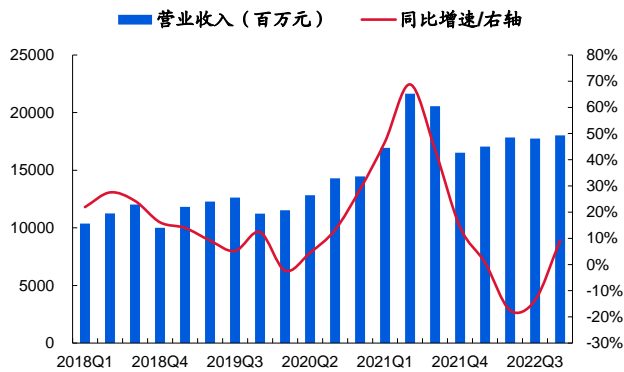
## 事件:

南钢股份发布 2022 年年报: 2022 年公司实现营业总收入 706.67 亿元, 同比减少 7.69%(可比口径, 全文同), 实现归母净利润 21.61 亿元, 同比减少 48.59%。

## 评论:

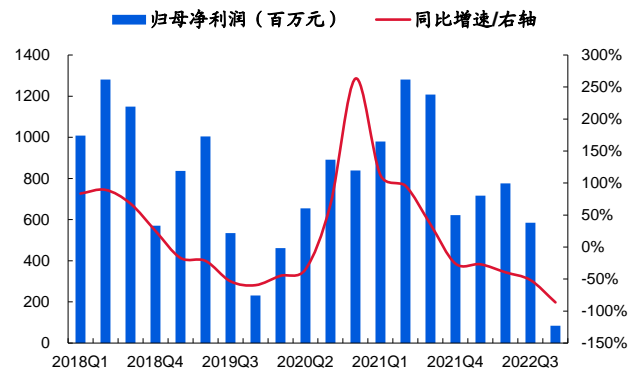
多方因素干扰, 公司 2022 年业绩承压。2022 年宏观经济较为严峻, 整体钢材需求减弱, 钢价震荡下行, 原料价格高企, 叠加公司按计划组织高炉大修和炉役检修导致钢材产量同比减少 5.37%, 公司 2022 年业绩整体承压。2022 年实现营业总收入 706.67 亿元, 同比减少 7.69%, 实现归母净利润 21.61 亿元, 同比减少 48.59%。

图 1: 2018-2022 年公司分季度营业收入情况



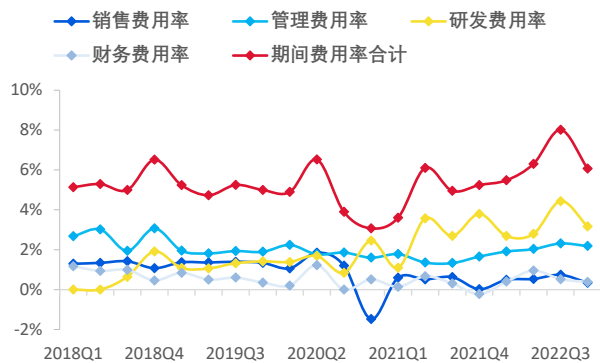
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 2: 2018-2022 年公司分季度归母净利润情况



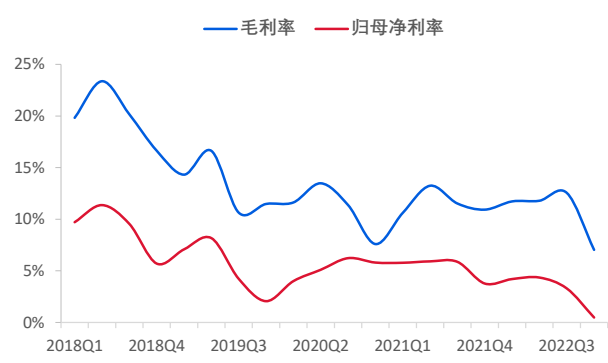
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 3: 南钢股份分季度期间费用率情况 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

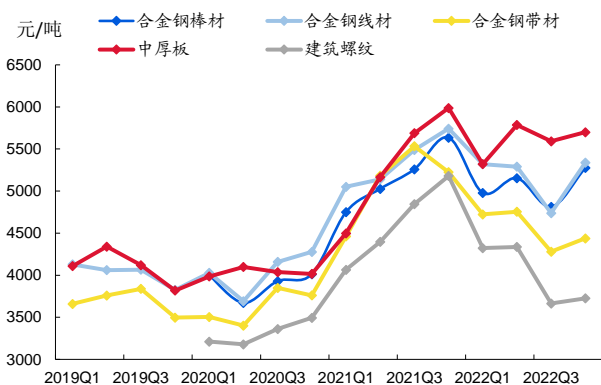
图 4: 南钢股份分季度毛利率与归母净利率情况 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

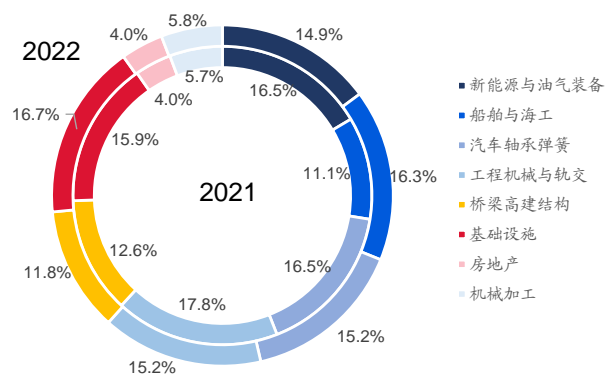
高附加值产品增量增益，钢材售价显著优于行业。公司为百余项“国之重器”及重大/重点工程项目等提供高附加值钢铁材料。2022年公司先进钢铁材料量价齐升，销量206.58万吨（同比+14.06%），占钢材产品总销量21.19%（占比+3.78pcts），利润贡献持续增加。公司钢材销售价格变动幅度显著优于行业，专用板材竞争力突出：钢材综合平均销售价格5104.14元/吨（不含税），同比下降0.87%，同期中钢协CSPi钢材价格指数均值同比下降13.55%。其中，专用板材综合平均销售价格5599.68元/吨（不含税），同比增长4.81%；先进钢铁材料平均销售价格6524.69元/吨（不含税），同比增长10.49%。

图 5：2020-2022 年公司主要产品分季度平均售价



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 6：2021-2022 年公司钢铁产品主要下游应用行业（领域）结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

多元产品持续迭代，应用分散，抵抗周期波动能力强。公司以专用板材、特钢长材为主导产品，聚焦研发与推广高强度、高韧性、高疲劳性、高耐磨性、耐腐蚀、易焊接等特钢，广泛应用于油气装备（2022年钢材销售占比14.9%，下同）、船舶与海工（16.3%）、汽车轴承弹簧（15.2%）、工程机械与轨交（15.2%）、桥梁高建结构（11.8%）、基础设施（16.7%）等行业，受单一行业变动影响较小。此外公司产品竞争力强，率先开发出1000MPa级水电钢N980CF，多种产品首家获得国家认证并率先实现批量应用及供货，宽厚高等级X80管线钢等品种均处于行业领先地位；特钢长材方面，高端客户市场占有率明显提升。

完善“四元一链”布局，纵横谋划以发展：公司升级“产业运营×产业投资”战略，聚焦产业发展和价值增长。产业运营围绕“四元一链”进行精准布局，产业投资推行CVC模式，加强产业价值链的优化与协同，寻求新兴领域的优质投资项目并进行卡位布局。

1)布局上游产业链，打造海外焦炭生产基地。公司在印尼合资设立金瑞新能源、金祥新能源，分别建设年产260万吨、390万吨，合计年产650万吨的焦炭项目。焦炭项目陆续投产后将稳定公司焦炭供应，增厚业绩。目前两个项目已获得实质性进展，截至2022年12月31日，印尼金瑞新能源的1#、2#焦炉已投运，3#焦炉已烘炉，4#焦炉正在砌炉，并实现焦炭销量29.79万吨（对应净利润

2144.57 万元); 印尼金祥新能源的 2#焦炉准备烘炉、1 号焦炉正在砌炉, 其余焦炉及其配套设施进展按部就班。

2) 布局精细化工新赛道, 推进钢铁与化工、有色耦合发展。公司 2021 年收购万盛股份, 截至 2022 年 12 月 31 日公司持股 29.56%。根据公司 2022 年年报万盛股份新建的年产 31.93 万吨功能性新材料一体化生产项目、14.15 万吨化工新材料建设项目正稳步推进。

图 7: 公司产业布局



资料来源: 公司公告

公司作为国内中厚板龙头企业, 通过科技创新、高精益化推动 ASP 提升, 提高产品竞争力及高端客户市占率; 通过加强“四元一链”布局, 有望进一步增厚利润。考虑到未来钢铁行业经营依旧承压, 我们预计 2023-2025 年实现营业收入 748.2/827.5/926.5 亿元, 同比增长 5.9%/10.6%/12.0%; 实现归母净利润 27.2/30.8/34.5 亿元, 同比增长 25.9%/13.3%/12.1%, 对应 2023-2025 年 PE 为 8.63/7.62/6.80 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 风险提示

- 1) 政策调节力度超预期;
- 2) 宏观经济增速不及预期;

- 3) 公司项目建设进度不及预期;
- 4) 原材料价格波动;
- 5) 下游需求不及预期;
- 6) 产品价格下跌风险。

附表：南钢股份盈利预测表

| 证券代码:              | 600282       |              | 股价:          | 3.81         | 投资评级:              | 增持           | 日期:          | 2023/03/29   |              |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 财务指标               | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 每股指标与估值            | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |
| ROE                | 8%           | 9%           | 10%          | 10%          | EPS                | 0.35         | 0.44         | 0.50         | 0.56         |
| 毛利率                | 11%          | 10%          | 10%          | 10%          | BVPS               | 4.23         | 4.67         | 5.17         | 5.73         |
| 期间费率               | 3%           | 2%           | 2%           | 3%           | <b>估值</b>          |              |              |              |              |
| 销售净利率              | 3%           | 4%           | 4%           | 4%           | P/E                | 8.97         | 8.63         | 7.62         | 6.80         |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 0.75         | 0.82         | 0.74         | 0.66         |
| 收入增长率              | -8%          | 6%           | 11%          | 12%          | P/S                | 0.27         | 0.31         | 0.28         | 0.25         |
| 利润增长率              | -49%         | 26%          | 13%          | 12%          |                    |              |              |              |              |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 总资产周转率             | 0.95         | 0.92         | 0.97         | 1.00         | 营业收入               | 70667        | 74821        | 82749        | 92646        |
| 应收账款周转率            | 24.97        | 34.91        | 42.14        | 43.65        | 营业成本               | 63067        | 67349        | 74089        | 83021        |
| 存货周转率              | 10.05        | 8.94         | 9.42         | 9.47         | 营业税金及附加            | 344          | 358          | 430          | 472          |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 369          | 397          | 422          | 482          |
| 资产负债率              | 59%          | 58%          | 57%          | 56%          | 管理费用               | 1494         | 1309         | 1506         | 1816         |
| 流动比                | 0.85         | 0.92         | 0.99         | 1.08         | 财务费用               | 399          | 134          | 123          | 131          |
| 速动比                | 0.58         | 0.64         | 0.70         | 0.78         | 其他费用/(-收入)         | 2311         | 2102         | 2449         | 2779         |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 营业利润               | 2756         | 3494         | 3894         | 4371         |
| 现金及现金等价物           | 13562        | 16875        | 18814        | 22607        | 营业外净收支             | -124         | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项               | 3300         | 2339         | 2136         | 2259         | 利润总额               | 2633         | 3494         | 3894         | 4371         |
| 存货净额               | 7034         | 8367         | 8782         | 9784         | 所得税费用              | 309          | 594          | 662          | 699          |
| 其他流动资产             | 6855         | 8504         | 9777         | 11527        | 净利润                | 2324         | 2900         | 3232         | 3672         |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>30752</b> | <b>36085</b> | <b>39509</b> | <b>46177</b> | 少数股东损益             | 162          | 178          | 150          | 217          |
| 固定资产               | 26452        | 27162        | 27595        | 28049        | 归属于母公司净利润          | 2161         | 2722         | 3082         | 3454         |
| 在建工程               | 6061         | 6085         | 6192         | 6271         | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 无形资产及其他            | 10854        | 11049        | 11093        | 10960        | 经营活动现金流            | 3753         | 4050         | 4413         | 6115         |
| 长期股权投资             | 556          | 659          | 800          | 878          | 净利润                | 2161         | 2722         | 3082         | 3454         |
| <b>资产总计</b>        | <b>74675</b> | <b>81040</b> | <b>85189</b> | <b>92335</b> | 少数股东权益             | 162          | 178          | 150          | 217          |
| 短期借款               | 12749        | 15749        | 17549        | 19549        | 折旧摊销               | 2278         | 3057         | 3469         | 3833         |
| 应付款项               | 14273        | 14163        | 12591        | 12777        | 公允价值变动             | -62          | 0            | 0            | 0            |
| 预收帐款               | 0            | 0            | 0            | 0            | 营运资金变动             | -1746        | -2383        | -2921        | -1925        |
| 其他流动负债             | 9221         | 9295         | 9685         | 10573        | 投资活动现金流            | -4641        | -3810        | -4074        | -4166        |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>36242</b> | <b>39208</b> | <b>39824</b> | <b>42899</b> | 资本支出               | -4359        | -3989        | -4055        | -4218        |
| 长期借款及应付债券          | 5060         | 5560         | 5860         | 6260         | 长期投资               | -992         | -106         | -145         | -83          |
| 其他长期负债             | 2626         | 2626         | 2626         | 2626         | 其他                 | 710          | 285          | 127          | 135          |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>7686</b>  | <b>8186</b>  | <b>8486</b>  | <b>8886</b>  | 筹资活动现金流            | 3185         | 3073         | 1601         | 1844         |
| <b>负债合计</b>        | <b>43928</b> | <b>47394</b> | <b>48311</b> | <b>51785</b> | 债务融资               | 8676         | 3500         | 2100         | 2400         |
| 股本                 | 6167         | 6167         | 6167         | 6167         | 权益融资               | 480          | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益               | 30747        | 33647        | 36879        | 40550        | 其它                 | -5971        | -427         | -499         | -556         |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>74675</b> | <b>81040</b> | <b>85189</b> | <b>92335</b> | 现金净增加额             | 2331         | 3312         | 1940         | 3792         |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【钢铁&大宗商品组小组介绍】

谢文迪：钢铁行业及大宗商品研究团队首席分析师，6年大宗商品投研经验，3年宏观研究经验。布里斯托大学金融投资学硕士，曾先后就职于鸿凯投资，东北证券，方正证券，民生证券，获2020年Wind金牌分析师第四名。

## 【分析师承诺】

谢文迪，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。



若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。