

南钢股份 (600282.SH) 半年报点评

增持 (维持)

收入小幅下降、吨净利收窄，先进钢材占比持续提升

- 双减政策下产销同降，先进钢材势头初现。** 上半年钢材累计产量 489.24 万吨，同比减少 8.55%，主要系按照 22 年计划对 2#高炉大修和炼钢炉役检修所致。其中，特钢长材中，累计产量 152.65 万吨，同比减少 3.34%；专用板材累计产量 235.96 万吨，同比减少 12.83%；建筑用材累计产量 100.63 万吨，同比减少 5.41%。上半年产销率 97.38%，除传统钢材外，上半年公司先进钢铁材料销量为 88.75 万吨，同比增长 2.27%，占钢材产品总销量 18.63%，占比增加 2.19 个百分点，公司近年来持续研发先进钢铁材料，国内率先开发出 1000MPa 级高强韧水电钢板；超低温用 9%Ni 钢获得国家制造业单项冠军等产品，上升势头良好。
- 专用板材售价增幅最大，先进钢铁单价逆势上升。** 上半年实现营业收入 348.87 亿元，同比下降 9.59%，主要系疫情反复、建筑市场需求较弱所致；二季度单季公司吨钢平均售价 5273.81 元，环比增加 264.46 元，同比增加 124.62 元，其中，专用板材售价增幅最大，为 5786.02 元，环比增加 465.41 元，同比增加 620.05 元，主要系部分板材为先进钢铁材料和景气度较高的制造业使用；受地产政策影响建筑用材同期减幅最大，为 4336.60 元，同比减少 829.37 元，环比增加 14.22 元；此外，公司先进钢铁材料平均销售价格 6234.94 元，同比增长 9.04%。上半年母公司毛利率 6.43%，同比减少 0.18 个百分点；上半年吨钢毛利 861.21 元，同比减少 18.82 元；二季度单季吨钢毛利 925.61 元，同比下降较多，主要系原材料价格高位侵蚀毛利率。
- 费用率增加较多，净利润降幅较多。** 上半年公司期间费用率 5.90%，同增 0.9 个百分点；其中财务费用率 0.68%，同增 0.24 个百分点；管理费用率 1.97%，同增 0.43 个百分点。投资收益 5960.32 万元，同比减少 1.48 亿元，主要系联营公司本期投资损益减少及处置部分交易性金融资产损失所致。上半年实现归属于上市公司股东的净利润 14.92 亿元，同比下降 34.01%，较一季度-26.9%增速有所扩大；二季度单季吨钢利润 404.73 元，同比减少 128.10 元，环比增加 1.29 元。
- 海外焦炭基地生产进展符合预期。** 上半年公司经营产生的现金流净额 18.86 亿元，同比减少 6.26 亿元，主要系报告期利润同比减少所致；投资活动产生的现金流净额为 28.62 亿元，同比减少 10.67 亿元；上半年资产负债率 55.33%，较上年同期增加 3.89 个百分点；公司上半年对万盛股份完成收购后，自 2022 年 4 月起将其纳入公司合并报表范围；海外印尼焦炭生产基地获得实质性进展，合计将具备年产 650 万吨焦炭规模，所有焦炉及其配套设施均施工进行中。
- 投资建议：** 公司营收、利润受宏观环境影响有所下降，我们调降 2022-24 年公司 EPS 至 0.58、0.67、0.75 元/股，对应 PE5.2、4.5、4.0 倍，但我们依然看好公司在先进钢材的研发投入和上下游多元投资的进展，暂维持“增持”投资评级。
- 风险提示：** 宏观经济下行风险、原材料价格上升侵蚀毛利、需求持续下行

财务数据与估值

| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 53123 | 75674 | 78645 | 87883 | 97844 |
| 同比增长 | 11% | 42% | 4% | 12% | 11% |
| 营业利润(百万元) | 3861 | 5028 | 4898 | 5716 | 6751 |
| 同比增长 | -5% | 30% | -3% | 17% | 18% |
| 归母净利润(百万元) | 2846 | 4091 | 3598 | 4134 | 4598 |
| 同比增长 | 9% | 44% | -12% | 15% | 11% |
| 每股收益(元) | 0.46 | 0.66 | 0.58 | 0.67 | 0.75 |
| PE | 6.5 | 4.5 | 5.2 | 4.5 | 4.0 |
| PB | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/建筑钢铁
当前股价：3.01 元

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 总股本(万股) | 616330 |
| 已上市流通股(万股) | 446513 |
| 总市值(亿元) | 186 |
| 流通市值(亿元) | 134 |
| 每股净资产(MRQ) | 4.2 |
| ROE(TTM) | 12.8 |
| 资产负债率 | 55.3% |
| 主要股东 | 南京南钢钢铁联合有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 57.15% |

股价表现



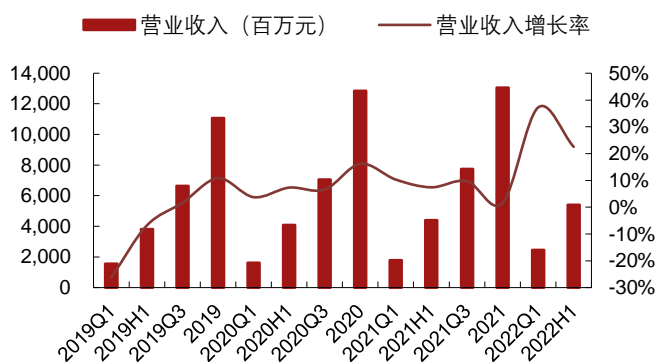
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《南钢股份 (600282) —业绩同比大增，先进钢材占比提升》
2022-03-23
- 《南钢股份 (600282) —产业链纵向延伸，分红力度持续加大》
2022-03-07

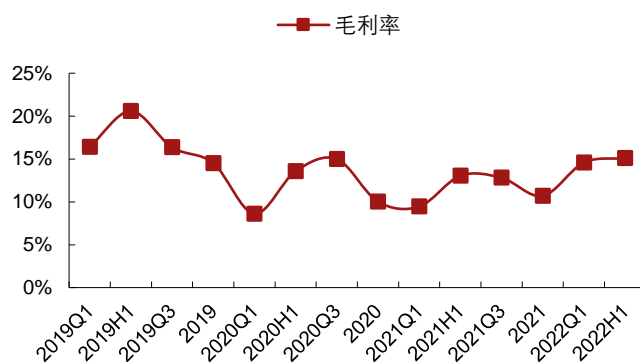
岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
贾宏坤 研究助理
jjahongkun@cmschina.com.cn

图 1 公司收入（左轴）及收入增速（右轴）



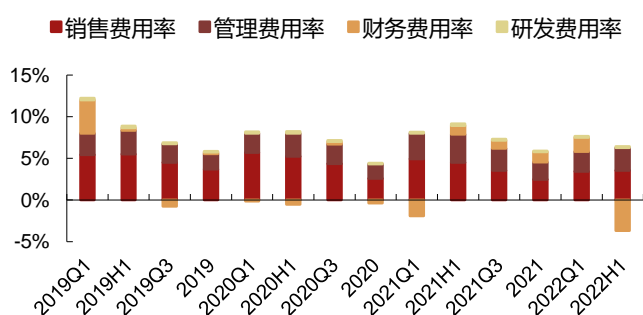
资料来源：iFind、招商证券

图 2 公司毛利率情况



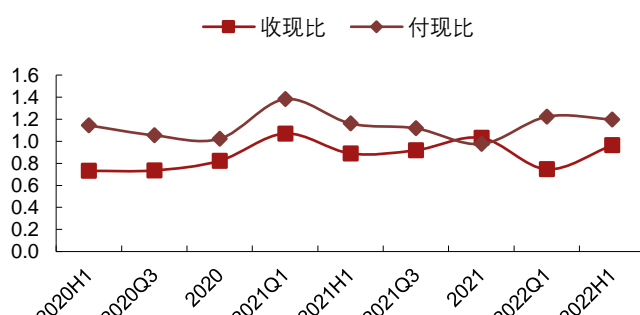
资料来源：iFind、招商证券

图 3 公司四项费用率



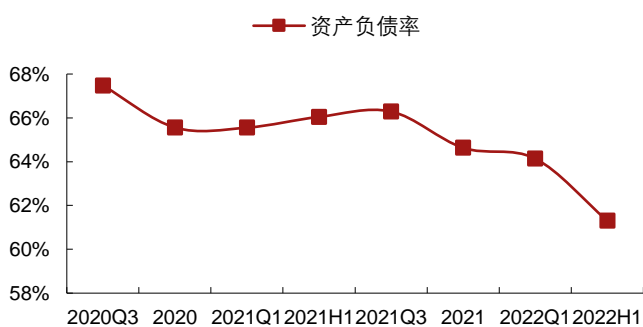
资料来源：iFind、招商证券

图 4 公司收付现比



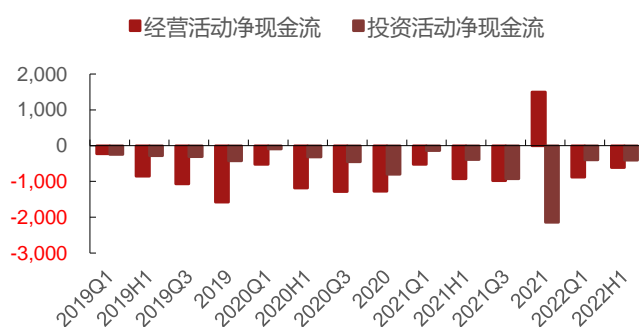
资料来源：iFind、招商证券

图 5 公司资产负债率



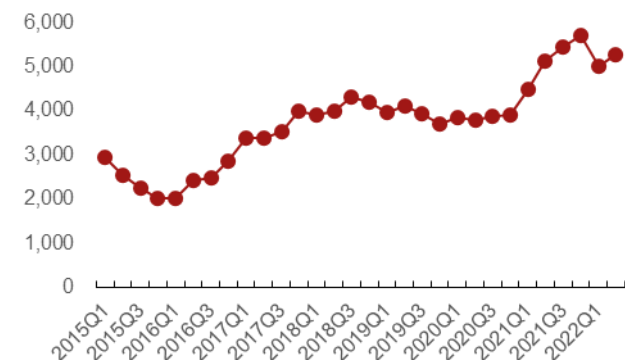
资料来源：iFind、招商证券

图 6 公司经营活动和投资活动净现金流（百万元）



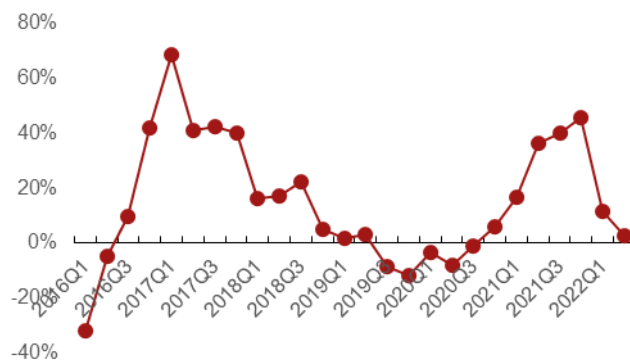
资料来源：iFind、招商证券

图 7 吨钢当季售价（元）



资料来源：公司公告、招商证券

图 8 吨钢当季价格同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 21940 | 25264 | 27687 | 32446 | 37266 |
| 现金 | 5687 | 6314 | 5500 | 6106 | 6212 |
| 交易性投资 | 1384 | 1396 | 1390 | 1393 | 1391 |
| 应收票据 | 0 | 405 | 421 | 470 | 523 |
| 应收款项 | 829 | 1214 | 1313 | 1467 | 1633 |
| 其它应收款 | 241 | 112 | 117 | 130 | 145 |
| 存货 | 6892 | 8170 | 9805 | 10912 | 12087 |
| 其他 | 6908 | 7654 | 9142 | 11968 | 15273 |
| 非流动资产 | 25966 | 32437 | 33208 | 33873 | 34176 |
| 长期股权投资 | 1817 | 2040 | 2244 | 2311 | 2380 |
| 固定资产 | 19140 | 19271 | 19925 | 20639 | 20810 |
| 无形资产商誉 | 1298 | 1255 | 1129 | 1016 | 915 |
| 其他 | 3711 | 9871 | 9909 | 9907 | 10071 |
| 资产总计 | 47906 | 57701 | 60895 | 66320 | 71442 |
| 流动负债 | 20335 | 27281 | 28588 | 30644 | 31708 |
| 短期借款 | 4499 | 6537 | 7603 | 8259 | 7533 |
| 应付账款 | 9244 | 12973 | 14021 | 14824 | 15988 |
| 预收账款 | 4002 | 3865 | 4054 | 4512 | 4998 |
| 其他 | 2590 | 3906 | 2910 | 3048 | 3188 |
| 长期负债 | 3424 | 3275 | 2952 | 2841 | 2750 |
| 长期借款 | 1246 | 1618 | 1456 | 1310 | 1179 |
| 其他 | 2178 | 1657 | 1496 | 1531 | 1570 |
| 负债合计 | 23758 | 30556 | 31541 | 33485 | 34458 |
| 股本 | 6146 | 6159 | 6163 | 6163 | 6163 |
| 资本公积金 | 5444 | 5504 | 5559 | 5615 | 5671 |
| 留存收益 | 12140 | 14724 | 16475 | 19170 | 22114 |
| 少数股东权益 | 418 | 758 | 1157 | 1887 | 3036 |
| 归属于母公司所有者权益 | 23730 | 26387 | 28197 | 30947 | 33948 |
| 负债及权益合计 | 47906 | 57701 | 60895 | 66320 | 71442 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 2565 | 4520 | 3155 | 3278 | 3973 |
| 净利润 | 3188 | 4095 | 3998 | 4864 | 5747 |
| 折旧摊销 | 1888 | 1696 | 1770 | 1813 | 1863 |
| 财务费用 | 438 | 412 | 193 | 227 | 213 |
| 投资收益 | (565) | (234) | (821) | (888) | (936) |
| 营运资金变动 | (2631) | (1582) | (1950) | (2739) | (2914) |
| 其它 | 247 | 134 | (35) | 1 | 1 |
| 投资活动现金流 | (1512) | (5391) | (1656) | (1588) | (1220) |
| 资本支出 | (2770) | (2587) | (2299) | (2414) | (1931) |
| 其他投资 | 1258 | (2804) | 643 | 826 | 711 |
| 筹资活动现金流 | 259 | 439 | (2314) | (1085) | (2647) |
| 借款变动 | (4075) | 2673 | (154) | 495 | (872) |
| 普通股增加 | 1717 | 13 | 4 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3603 | 60 | 55 | 56 | 56 |
| 股利分配 | (1329) | (1537) | (1848) | (1439) | (1654) |
| 其他 | 342 | (770) | (371) | (196) | (178) |
| 现金净增加额 | 1312 | (431) | (814) | 606 | 107 |

利润表

| 单位：百万元 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 53123 | 75674 | 78645 | 87883 | 97844 |
| 营业成本 | 47327 | 66833 | 70105 | 78021 | 86423 |
| 营业税金及附加 | 271 | 316 | 236 | 264 | 294 |
| 营业费用 | 316 | 342 | 331 | 344 | 354 |
| 管理费用 | 983 | 1144 | 1022 | 1055 | 1076 |
| 研发费用 | 849 | 2135 | 2281 | 2724 | 3229 |
| 财务费用 | 253 | 194 | 193 | 227 | 213 |
| 资产减值损失 | (226) | (434) | (400) | (420) | (441) |
| 公允价值变动收益 | (66) | 218 | 197 | 200 | 180 |
| 其他收益 | 341 | 281 | 323 | 355 | 391 |
| 投资收益 | 688 | 252 | 302 | 332 | 365 |
| 营业利润 | 3861 | 5028 | 4898 | 5716 | 6751 |
| 营业外收入 | 44 | 44 | 45 | 46 | 48 |
| 营业外支出 | 26 | 93 | 96 | 99 | 102 |
| 利润总额 | 3879 | 4978 | 4847 | 5663 | 6697 |
| 所得税 | 691 | 883 | 849 | 800 | 950 |
| 少数股东损益 | 342 | 4 | 400 | 730 | 1149 |
| 归属于母公司净利润 | 2846 | 4091 | 3598 | 4134 | 4598 |

主要财务比率

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 11% | 42% | 4% | 12% | 11% |
| 营业利润 | -5% | 30% | -3% | 17% | 18% |
| 归母净利润 | 9% | 44% | -12% | 15% | 11% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 10.9% | 11.7% | 10.9% | 11.2% | 11.7% |
| 净利率 | 5.4% | 5.4% | 4.6% | 4.7% | 4.7% |
| ROE | 14.1% | 16.3% | 13.2% | 14.0% | 14.2% |
| ROIC | 11.4% | 12.8% | 11.0% | 12.5% | 13.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 49.6% | 53.0% | 51.8% | 50.5% | 48.2% |
| 净负债比率 | 12.4% | 16.2% | 15.1% | 14.6% | 12.4% |
| 流动比率 | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.4 |
| 存货周转率 | 7.4 | 8.9 | 7.8 | 7.5 | 7.5 |
| 应收账款周转率 | 59.1 | 61.9 | 46.9 | 47.9 | 47.8 |
| 应付账款周转率 | 4.9 | 6.0 | 5.2 | 5.4 | 5.6 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 0.46 | 0.66 | 0.58 | 0.67 | 0.75 |
| 每股经营净现金 | 0.42 | 0.73 | 0.51 | 0.53 | 0.64 |
| 每股净资产 | 3.85 | 4.28 | 4.58 | 5.02 | 5.51 |
| 每股股利 | 0.25 | 0.30 | 0.23 | 0.27 | 0.30 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 6.5 | 4.5 | 5.2 | 4.5 | 4.0 |
| PB | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 7.8 | 6.7 | 6.7 | 6.0 | 5.2 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。