

**南钢股份(600282.SH) 买入(首次评级)**

公司深度研究

市场价格(人民币): 3.16元

目标价格(人民币): 3.50元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	44.35
已上市流通A股(亿股)	44.35
总市值(亿元)	140.15
年内股价最高最低(元)	3.23/3.10
沪深300指数	3797
上证指数	2809
人民币(元)	成交金额(百万元)
4.17	450
3.99	400
3.81	350
3.63	300
3.45	250
3.27	200
3.09	150
2.91	100
190426	50
190726	0
191026	
200126	
200426	

■ 成交金额 ■ 南钢股份 —— 沪深300

**高分红中厚板龙头，关注多元产业发展****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	43,647	47,970	43,450	45,116	46,426
营业收入增长率	16.08%	9.91%	-9.42%	3.83%	2.90%
归母净利润(百万元)	4,008	2,606	2,215	2,346	2,384
归母净利润增长率	25.24%	-34.98%	-15.02%	5.95%	1.61%
摊薄每股收益(元)	0.906	0.588	0.499	0.529	0.538
每股经营性现金流净额	1.12	0.98	1.06	1.06	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.06%	15.53%	12.21%	12.01%	11.37%
P/E	3.77	5.86	6.29	5.93	5.84
P/B	0.98	0.91	0.77	0.71	0.66

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **民营控股的国内中厚板龙头企业。**公司实际控制人为郭广昌，目前粗钢产能1000万吨左右，其中中厚板480万吨，是中厚板龙头企业。
- **专用板材、优特钢长材对冲行业下行风险。**1) 预计2020年钢铁行业供需端继续双增，供略大于求，产能利用率继续下降；而铁矿石等原料供需宽松，全年均价有望下降10美元/吨。再考虑疫情影响，预计2020年钢铁行业钢价同比下降7.5%、吨毛利下降150元/吨左右，平均降幅30%左右。2) 中厚板经历供需结构改善后，是相对抗跌品种。一方面，严禁新增产能叠加产线投资高，限制了中厚板产能增量；另一方面，中厚板下游集中在高端制造如工程机械、造船、钢结构、高架桥梁建设等行业，有望受益基建发力。3) 公司是全球最大的单体中厚板生产基地之一，居全国第三，且优特钢专用钢厂产品产量逐年增长。
- **民营机制灵活，高分红回馈股东。**1) 公司17年以来进行市场化债转股、定向增发等资本运作，资产负债率由16年的80.2%下降至49.7%、各项财务指标均大幅改善；2) 公司连续三年实施员工股票期权激励计划，充分调动公司团队的积极性；3) 2019年，公司拟向南京钢联发行股份购买南钢发展和金江炉料各38.72%股权，完成后解决少数股权问题，直接增厚公司利润。4) 近三年公司现金分红比例不断提高，分别为6.9%、33.1%、50.7%；2019年公司实施高分红政策回报股东，现金分红13.2亿，分红比例50.7%。按当日股价计算，对应股息率高达9.2%左右。
- **非钢产业持续推进发展。**公司聚焦钢铁新材料的基础上，同时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、现代物流等四大平台，由对内服务走向对外业务；外延方面，围绕能源环保进行产业投资。

**盈利预测&投资建议**

- 预计公司2020-2022年公司实现归母净利润分别为22.15亿元、23.46亿元、23.84亿元，同比增长-15.02%、5.95%、1.61%，对应PE分别为6.3倍、6.0倍、5.9倍。参考产品结构中涵盖中厚板的同类型公司估值，综合考虑给予20年7倍PE，目标价3.5元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示**

- 疫情对下游需求影响；铁矿石价格上涨风险；限售股解禁风险。

倪文祎 分析师SAC执业编号:S1130519110002

niwenyi@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、民营控股的国内中厚板龙头 .....	4
二、专用板材、优特钢长材对冲行业下行风险 .....	5
2.1 2020 年行业盈利降幅收窄 .....	5
2.2 中厚板格局稳定，抗跌品种之一 .....	6
2.3 国内精品中厚板龙头，优特产品产量逐年增长 .....	12
三、民营机制灵活，高分红回馈股东 .....	13
3.1 优质民营企业，运作灵活 .....	13
3.2 2019 年实现高分红 .....	15
四、非钢产业持续推进发展 .....	15
五、盈利预测与投资建议 .....	18
六、风险提示 .....	19

## 图表目录

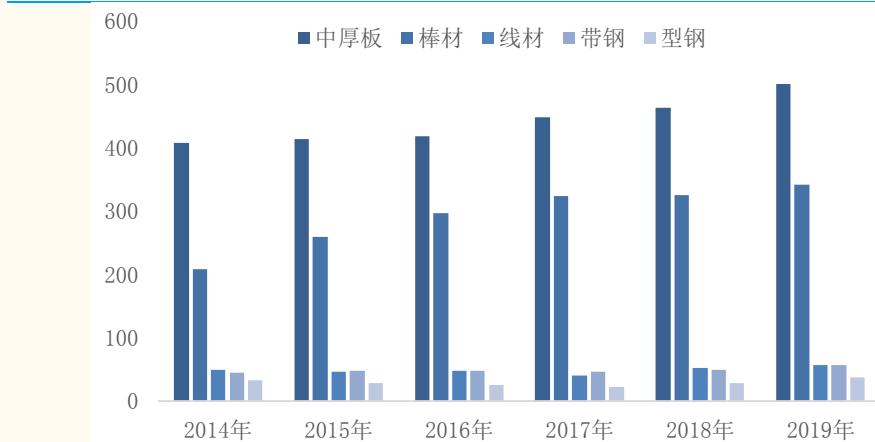
图表 1：公司各品种历年产量（万吨） .....	4
图表 2：公司股权结构 .....	4
图表 3：公司近几年营收持续增长 .....	5
图表 4：2016 年后公司利润持续回升 .....	5
图表 5：钢铁供需平衡表 .....	5
图表 6：全球铁矿石增产情况 .....	6
图表 7：钢价及铁矿石价格（元/吨） .....	6
图表 8：毛利测算（元/吨） .....	6
图表 9：我国中厚板历史发展进程 .....	7
图表 10：中厚板品种及其用途 .....	7
图表 11：中厚板价格走势（元/吨） .....	8
图表 12：中厚板吨毛利走势（元/吨） .....	8
图表 13：中厚板产线开工率及产能利用率持续高位 .....	8
图表 14：我国中厚板产能分布 .....	9
图表 15：各省 2020 年重点项目投资计划 .....	9
图表 16：工程机械各产品产销量累计同比增速（%） .....	10
图表 17：工程机械用钢占比 .....	10
图表 18：民用钢制船舶产量累计同比增速（%） .....	11
图表 19：钢结构行业相关政策文件 .....	11
图表 20：原油表观消费量、产量（万吨） .....	12
图表 21：天然气表观消费量、产量（亿立方） .....	12
图表 22：公司中厚板产量及产能利用率 .....	12
图表 23：公司 2019 年产品销量情况 .....	13
图表 24：公司先进钢铁材料明细 .....	13

图表 25: 2019 年以来公司运作情况.....	14
图表 26: 公司股息率统计.....	15
图表 27: 公司发展架构规划 1 .....	16
图表 28: 公司发展架构规划 2 .....	16
图表 29: 金恒信息主要产品.....	17
图表 30: 柏中环境净利润.....	17
图表 31: 盈利预测.....	18
图表 32: 同类型公司估值对比.....	19

## 一、民营控股的国内中厚板龙头

- 公司是国内领先的全流程大型钢铁联合企业，拥有中厚板和特钢长材两大生产体系以及配套的炼铁和炼钢系统，具备年产 900 万吨生铁、1000 万吨粗钢、940 万吨钢材的综合生产能力。
- ✓ 公司钢材产品包括宽中厚板（卷）、棒材、线材、带钢、型钢五大类，以“双锤”品牌精品中厚板和优特钢长材为主导产品，广泛用于建筑结构、能源、工程机械、船舶海工、风电桥梁、轨道交通、汽车等行业。
- ✓ 其中，中厚板产能 480 万吨，产量连续多年位居全国前列；长材产能 460 万吨。

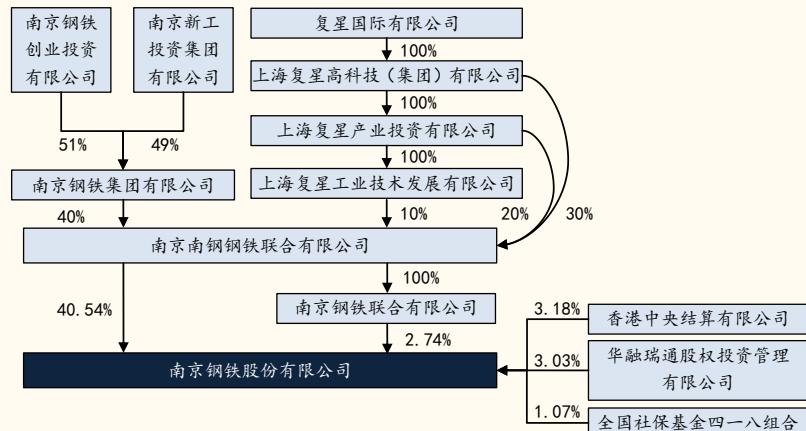
**图表 1：公司各品种历年产量（万吨）**



来源：wind、国金证券研究所

- 公司第一大股东为南京钢联，持股比例 40.54%，实际控制人为郭广昌先生。

**图表 2：公司股权结构**



来源：wind、国金证券研究所

- 2019 年，受原料铁矿价格大幅上涨影响，公司业绩同比下滑。但公司通过效率提升、营销突破等措施，业绩同比降幅要好于行业。

- ✓ 其中，公司 2019 年实现生铁、粗钢、钢材产量分别为 990.02 万吨、1097.13 万吨、992.06 万吨，同比增长 8.94%、9.17%、8.17%。

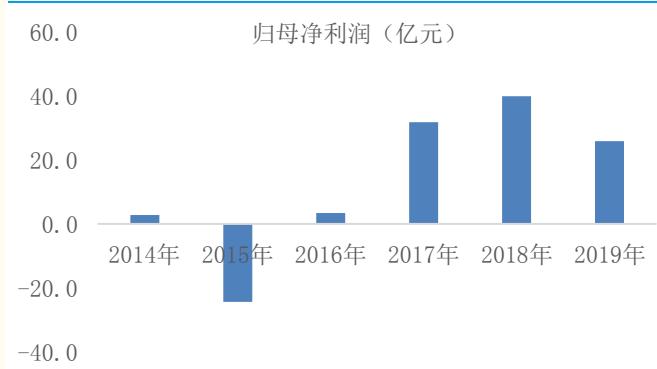
- ✓ 实现营收 479.70 亿元，同比增 9.91%；归属上市公司股东净利润 26.06 亿元，同比降 34.98%；资产负债率为 49.72%，同比降低 2.19 个百分点；加权平均净资产收益率 16.37%。

图表 3：公司近几年营收持续增长



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：2015 年后公司利润回升明显



来源：wind、国金证券研究所

## 二、专用板材、优特钢长材对冲行业下行风险

### 2.1 2020 年行业盈利降幅收窄

- 我们预计 2020 年行业盈利同比下降 20-25% 左右，行业内区位优势显著、管理优异的公司同比或远超过行业平均水平。同时，受到疫情影响，中期看，下游需求有望在二、三、四季度集中释放，一季度钢价低点出现后，后续三个季度价格中枢有望逐级抬升。下半年需求值得期待，全年钢价有望呈现前低后高走势。
- ✓ 根据我们 2020 年度钢铁行业策略报告，预计 2020 年钢铁行业供需端继续双增（未考虑疫情影响），需求增长 1.3%，供给增长 3.2%（产能增长 6.5%，实际产量增长 3.3%），对应产能利用率下降 1.9 个百分点至 90.1%，产能利用率仍旧维持高位。

图表 5：钢铁供需平衡表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E
国内需求（万吨）	77,957	79,455	83,158	85,885	89,251	90,507
YOY	-4.2%	1.9%	4.7%	3.3%	3.9%	1.4%
外部需求（万吨）	9,559	9,416	6,779	6,955	6,538	6,538
YOY	21.1%	-1.5%	-28.0%	2.6%	-6.0%	0.0%
总需求（万吨）	87,516	88,871	89,937	92,840	95,789	97,045
YOY	-2.0%	1.5%	1.2%	3.2%	3.2%	1.3%
库存变化（万吨）	-1,816	-79	-515	-340	100	100
YOY	-686.9%	-95.6%	548.7%	-34.1%	129.4%	0.0%
粗钢总产量（考虑表外）（万吨）	85,700	88,791	89,421	92,500	95,689	96,945
YOY	-4.3%	3.6%	0.7%	3.4%	3.4%	1.3%
粗钢有效产能（亿吨）	11.57	10.83	10.04	9.94	10.41	10.76
产能利用率（考虑表外）	74.1%	82.0%	89.1%	93.1%	91.9%	90.1%

来源：国金钢铁、国金证券研究所

- ✓ 原料方面，预计 2020 年新增矿石供给 8600 万吨以上，包括淡水河谷复产带来的增量 4300 万吨，以及其他四大预计增产的 4300 万吨。而根据世界钢铁协会预测，2020 年全球钢铁需求将继续增长 1.7%，其中全球生铁产量将保持小幅增长 2% 左右，预计增加生铁产量 2500 万

吨，对应增加铁矿石需要 4000 万吨。这也意味着 2020 年矿石供需总体宽松，矿价将整体有所回落，预计 2020 年全年均价下降 10 美元/吨左右，均价 80 美元/吨。因此，20 年原料端特别是铁矿石对利润端有正贡献。

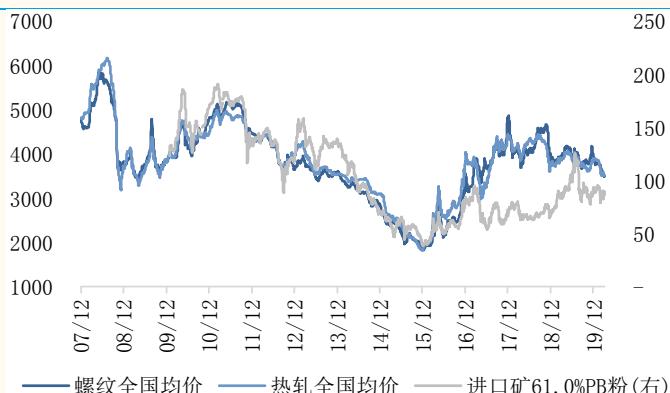
**图表 6：全球铁矿石增产情况**



来源：mysteel、国金证券研究所

- ✓ 预测 2020 年钢铁行业钢价、成本整体小幅下降，对应利润下滑但仍处于历史平均水平以上。具体来看：预计 2020 年五大品种钢价均值为 3717 元/吨，同比下降 7.5%；2020 年铁矿石、焦炭、废钢同比分别 -12.5%、-5.2%、3.2%，对应钢坯完全成本下降 5.9%。2019 年平均吨钢毛利 550 元左右，预计 2020 年五大品种吨钢毛利润为 400-450 元/吨，同比降幅有望收窄。

**图表 7：钢价及铁矿石价格（元/吨）**



来源：wind、国金证券研究所

**图表 8：各品种吨钢毛利测算（元/吨）**



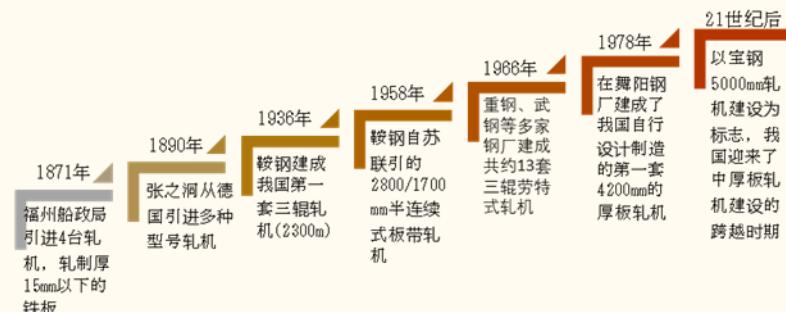
来源：wind、国金证券研究所

## 2.2 中厚板格局稳定，抗跌品种之一

- 板材轧制的历史最早起源于清朝。

- ✓ 1871 年，福州船政局所属拉铁厂为生产造船钢板引进 4 台轧机；1890 年，湖广总督张之洞在兴建汉阳铁厂时，从德国引进轧机。
- ✓ 我国的第一套中厚板轧机于 1936 年在鞍钢建成，品种、规格和产量都十分有限。新中国成立后，在前苏联的援助下，鞍钢、重钢、武钢等相继引进厚板轧机，使我国中厚板的生产装备和工艺技术水平有了很大的提升。21 世纪以来，以宝钢 5000mm 轧机的建设为标志，我国迎来了中厚板轧机建设的跨越时期，并在 10 年内先后建成了二十几套宽厚板轧机，迈入世界领先水平。

图表 9：我国中厚板历史发展进程



来源：mysteel、国金证券研究所

- 中厚板品种繁多。按生产方式划分，可以分为特厚板（60mm以上）、厚板（20-60mm）、中板（4-20mm）、中厚板（4mm以上）；按化学成分划分，可以分为非合金钢、低合金钢、合金钢；按用途划分，可以分为造船板、锅炉板、容器板、桥梁板、集装箱板、管线板、汽车大梁板、工程机械用板、航空军工用板。
- 中厚板具有较高的综合机械性能，主要应用于机械制造业。如：大直径输送管、压入容器、锅炉、桥梁、海洋平台、各类船舰、坦克装甲、车辆、建筑构件、机器结构等，是国家现代化过程中不可缺少的钢材品种。
- 未来，品种开发与技术趋势主要以高性能产品生产为目标，且将更加关注材料的精确设计和先进的生产技术，如：新加速冷却技术（超级-OLAC 技术）、新在线冷却技术（HOP 技术）、Easyfab（零残余应力）等。

图表 10：中厚板品种及其用途

品名	钢种牌号	主要用途
碳素结构钢板	Q235B/C/D	用于钢结构建筑、工程机械等各类工程结构
低合金结构钢板	Q34B/C/D/E	用于对可焊性和韧性要求比较高的工程机械、矿用机械等等工程结构
高强钢	Q590DB、Q785DB、Q880DB	用于高强度工程机械焊接结构件、推土机、钻机及煤炭开采机械
耐候钢	09CuPCrNi、JNS	用于制造各种耐候建筑结构件、钢制烟囱等室外需耐大气腐蚀的钢铁构件
桥梁板	Q34qC/D/E、Q370qC/D/E、Q420qC/D/E	用于制作各种公路桥、铁路桥、立交桥、跨海大桥等桥梁钢结构
汽车大梁板	16MnL、16MnLiL	用于制作各种型号的汽车大梁
高层建筑用钢	Q235GJC/D、Q345GJD	用于高层建筑、超高层建筑、机场、会展中心、大跨度场馆建设
优质碳结构板	20#、45#、50#	用于机械、车辆制造、模具等行业
管线钢	X42、X52、X60、X70、X100	用于制造输送石油、天然气等的管道建设
锅炉压力容器用钢	20g/R、16Mng/R、16MnDR	用于锅炉、石油、化工设备低、中、高压锅炉容器及其受压元件的制造
造船板	A、B、D、E、AH32-FH32、AH36-FH36、FH40、FH69	用于制造远洋、沿海和内核航区船舶船体结构、船坞、采油平台、码头设施等结构件

来源：mysteel、国金证券研究所

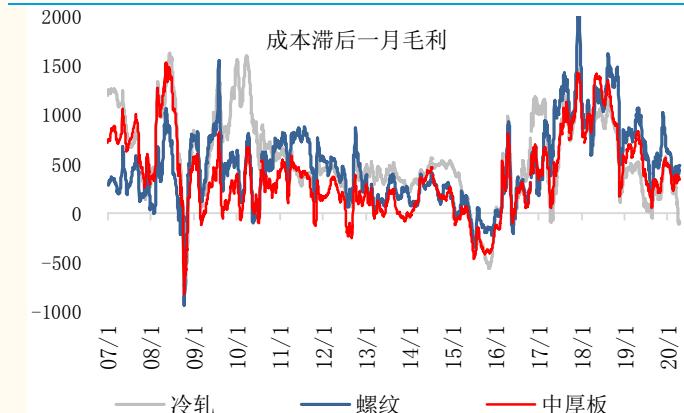
- 中厚板经历供需结构改善，较其他品种抗跌。随着16年开始的供给侧改革带来的行业红利，各品种钢材价格均出现一定幅度上涨。而中厚板由于其下游集中在高端制造如海工、工程机械、造船、高架桥梁建设等行业，需求总体平稳向好，一方面，产能利用率及开工率维持高位；另一方面，价格走势相对螺纹等品种较为平稳，波动较小，且与热轧的价差不断扩大，与冷轧的价差不断缩小。

图表 11：中厚板价格走势（元/吨）



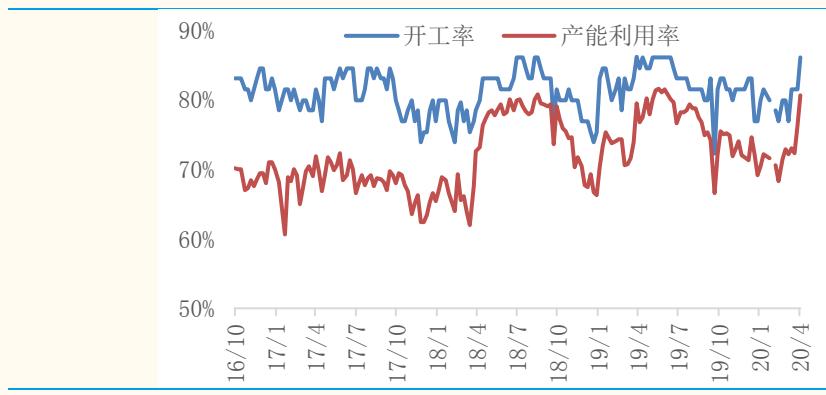
来源：wind、国金证券研究所

图表 12：中厚板吨毛利走势（元/吨）



来源：wind、国金证券研究所

图表 13：中厚板产线开工率及产能利用率持续高位



来源：wind、国金证券研究所

■ 一方面，严禁新增产能叠加产线投资高，限制了中厚板产能增量，工艺、装备处于稳定期。

- ✓ 国内中厚板产能接近 1 亿吨。目前，我国的中厚板产线约 78 条（不包括项目搁浅以及暂未完工的），设计产能合计 9242 万吨 / 年；其中中厚板有效生产线为 68 条，设计产能为 8570 万吨 / 年。就产能区域分布而言，我国中厚板产能绝大部分分布于华东和华北地区（占了约 66%）。
- ✓ 政策严禁新增产能。国家发展改革委、工信部等六部门联合印发《2018 年钢铁化解过剩产能工作要点》（以下简称“《要点》”），《要点》明确提出严禁新增产能，严把钢铁产能置换和项目备案关，防止产能“边减边增”。根据目前统计产能置换情况，未来将淘汰 1.31 亿吨炼钢产能，置换新建 1.12 亿产能，新增产能中几乎没有中厚板生产线。
- ✓ 中厚板产线投资高。以南钢中厚板卷厂为例，2003 年其中厚板卷厂正式挂牌，一期设计产能 100 万吨，设备包括一座转炉、一台连铸机、一座加热炉、一台 3500 可逆式四辊炉卷轧机以及其他配套设备，一整条产线投资约 30 亿元，可见其投资之高，这也限制中厚板的新增产能。

图表 14：我国中厚板产能分布



来源：mysteel、国金证券研究所

#### ■ 另一方面，基建发力，利于中厚板需求。

- ✓ 根据 2019 年 9 月国常会，确定“按规定提前下达 2020 年专项债部分新增额度，确保 2020 年初即可使用见效”；而根据 3 月 27 日中共中央政治局会议，明确指出要增加地方政府专项债券规模，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设工作。同时，各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。
- ✓ 根据国务院联防联控机制举行新闻发布会，2020 年专项债券将重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，增加城镇老旧小区改造、应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等市政设施项目，成为我国基建发展的新支柱。
- ✓ 在国常会明确提前下达的专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域之后，今年新发行专项债重点投向在交通、生态环保、民生服务、市政和产业园区等基础设施建设领域。前两月，投向基建的专项债占比达到 65%，较 2019 年同期的 8% 大幅提升。
- ✓ 根据国金宏观组预测，估算 2020 年政府财政投向基建领域的资金为 7.4 万亿，其中一般财政投向基建 3 万亿，政府性基金 4.4 万亿。传统基建则作为基石，2020 年全年基建投资同比至 9% 左右。
- ✓ 近年来，我国不少中厚板生产企业在水电、核电、工程机械制造、桥梁、模具等方面开发了大量新产品，并得到广泛应用。同时，原油储罐用板、Q390 以上级别高建钢、工程机械用钢、油气储罐用钢、超高强钢、耐磨钢、管线钢、复合板、钛板等高附加值产品显著放量。基建需求提升，有望进一步提振中厚板需求。

图表 15：各省 2020 年重点项目投资计划

省份	计划投资
福建省	《关于印发 2020 年度省重点项目名单的通知》，重点项目 1567 个，总投资 3.84 万亿元。
云南省	525 个重点项目，总投资约 5 万亿元，2020 年计划完成投资 4400 多亿元
河南省	980 个 2020 年重点建设项目，总投资 3.3 万亿元，2020 年计划完成投资 8372 亿元，涵盖产业转型发展、创新驱动、基础设施、新型城镇化、生态环保、民生和社会事业六大领域
四川省	重点项目 700 个，计划总投资约 4.4 万亿元，年度预计投资 6000 亿元以上
重庆市	重大项目 1136 个，总投资 2.6 万亿元，年度计划完成投资 3476 亿元
陕西省	重点项目 600 个，总投资 3.38 万亿元，年度投资 5014 亿元
河北省	重点项目 536 个，总投资 1.88 万亿元，年计划投资 2402 亿元
浙江省	重点推进 200 多个重大项目建设，总投资超 2 万亿元，2020 年计划投资约

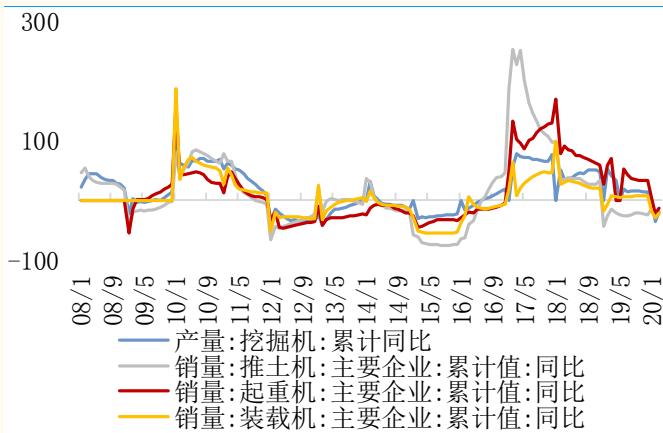
省份	计划投资
3000 亿元	

来源: mysteel、国金证券研究所

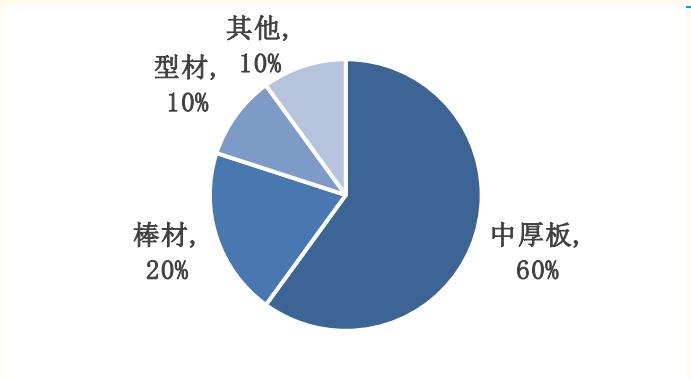
#### ■ 四大下游工程机械、钢结构、造船、油气运输。

- ✓ 工程机械用钢中厚板占比超 60%，量的增长将带动中厚板的消费。工程机械所使用的钢材主以中厚板、优质棒材和型材为主，其中又以中厚板的消费量最大，占比超过 60%，其次为优质棒材占比 20%。
- ✓ 其中，2019 年全年挖掘机销量 235693 台，累计同比增长 15.9%；装载机累计同比增长 7.3%，压路机累计同比 -7.6%，推土机累计同比 -23.6%，起重机累计同比增长 32.9%。虽然受到疫情影响，2020 年 1-2 月工程机械数据均出现较大幅度同比下降，但 3 月份，我国挖掘机行业合计销量 49408 台，同比增加 5130 台，同比增长 11.59%，单月再创新高。挖掘机械销量是基建项目投资建设的先导指标，其数据明显回暖，显示基建投资的进一步加快。

图表 16: 工程机械各产品产销量累计同比增速 (%)



图表 17: 工程机械用钢占比



- ✓ 造船需求底部企稳回暖拉动造船板消费。钢材是造船及海洋工程结构建造的主要原材料，占据了船体及海洋工程建造成本的 20%-30%，涉及钢材品种主要为钢板、型钢（船用球扁钢、H 型钢、角钢等）、铸锻钢及配套焊接材料等。船体建造耗用钢材量约占全船体重量的 60% 左右，其中板材又占了 88% 左右，因此新船钢材约 50% 来自于板材。
- ✓ 2019 年，全国造船完工 4268 万载重吨，同比增长 6.19%；承接新船订单 3373 万载重吨，同比下降 20.73%。2018 年，全国出口船舶完工量 2102 万载重吨，同比下降 5.50%；承接出口船订单 2177 万载重吨，同比增长 36.72%；出口地多达 181 个国家和地区。

图表 18：民用钢制船舶产量累计同比增速 (%)



来源: wind、国金证券研究所

- ✓ 钢结构行业产业化发展，贡献中厚板未来需求增量。中厚板及型钢为钢结构主要用材。钢结构分为建筑钢结构、桥梁结构等，与目前建筑行业普遍采用的钢筋混凝土结构相比，具有强度高、工程造价低、自重轻、施工周期短和可工厂化制作等优点。目前，我国钢结构建筑水平位于世界前列，但相较于发达国家而言占比仍较低。2016 年《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提出，我国要力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%，装配式钢结构住宅建筑的占比从目前不足 1%，提高到 10%；“十三五”规划提到 2020 年钢结构用钢量由 5000 万吨增加到 1 亿吨以上，占建筑用钢比重超过 25%。
- ✓ 钢结构建筑占比与发达国家存在较大差距，未来将形成产业化发展。根据中国建筑金属结构协会数据，2016 年已竣工有一定规模的钢结构工程项目中住宅仅占 4.1%，而日本等发达国家接近 50%；桥梁、交通枢纽等基础设施建设占 18.2%；而商业地产、场馆、以及厂房合计占 74.5%。随着钢结构体系逐渐成熟，围护材料逐步改善、装配工艺不断优化，住宅整体性能将大幅提升，工程造价也更具有市场竞争优势，因此将向着产业化的方向发展。

图表 19：钢结构行业相关政策文件

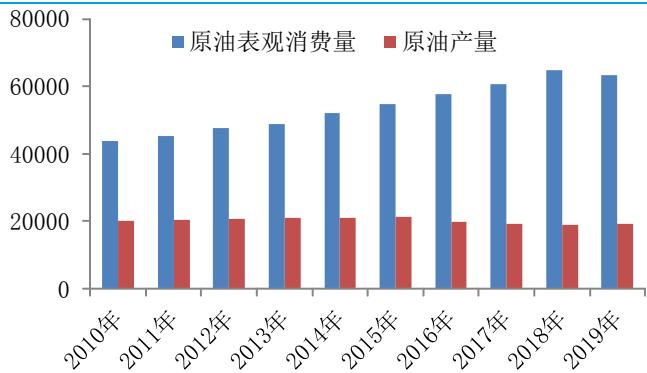
文件	内容要求
《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	推广钢结构在建设领域的应用，在地震等自然灾害高发地区推广轻钢结构集成房屋等抗震型建筑；稳步扩大钢材、铝型材等市场需求等
钢结构行业“十三五”规划	2020 年全国钢结构用：量比 2014 年翻一番，达到 8000 万吨~1 亿吨，占粗钢产量的比例超过 10%；
《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	钢结构出口量比 2014 年翻两番，达到 1000 万吨，占钢结构总量的 10%以上； 行业规模：钢结构和钢—混凝土组合结构占比达到 20%~30%； 制造业效能：关键工序数控化率超过 50%，全行业全员人均劳动生产率平均超过 100 吨/年； 技术水平：技术标准与国际标准全面接轨，争取主导 ISO 钢结构骨干技术标准制定； 市场竞争力：我国钢结构产品在全球钢结构市场上的份额要超过 50%，形成 10 个以上具有国际竞争力和以钢结构工程为特色的国际工程总承包跨国集团公司，培育 10 个以上国家级钢结构产业集群园区。
“钢结构 2025”	

来源: mysteel、国金证券研究所

- ✓ 石油、天然气带动管输需求，进而带动管道板需求。油气能源需求旺盛，加大管道设施投资力度。石油及天然气作为主要的一次能源，其需求呈持续增长态势，2006 年-2017 年我国石油和天然气消费量持续保持增长势头（2017 年我国原油表观消费量为 6.06 亿吨，同比 4.93%，天然气表观消费量为 2393.94 亿立方米，同比为 14.71%），尤其是天然气作为清洁能源，消费量增长迅速，其在能源消费结构中的重要地位日益显著。管道运输是大运量液态和气态能源的最佳运输

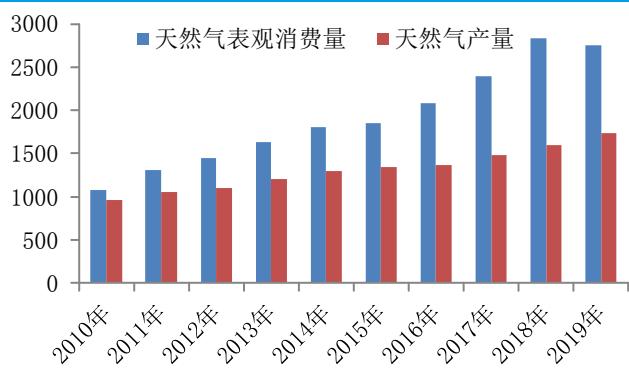
方式。近年来，我国对油气管道设施的建设力度逐渐加大，油气输送领域的管线板也将随之得到快速发展，市场需求旺盛。

图表 20：原油表观消费量、产量（万吨）



来源：wind、国金证券研究所

图表 21：天然气表观消费量、产量（亿立方）

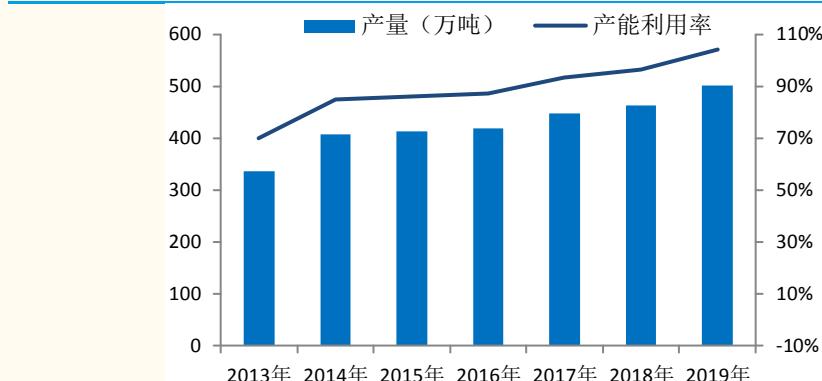


来源：wind、国金证券研究所

### 2.3 国内精品中厚板龙头，优特产品产量逐年增长

- **2019 年产销两旺。**公司是全球最大的单体中厚板生产基地之一，产能 480 万吨，中厚板材生产体系包括 5000mm 宽厚板、3500mm 中厚板（卷）、2800mm 中板 3 条生产线，占钢材产能 51%。
- **2019 年公司生产的精品中厚板产量 501 万吨，居全国第三，全年产能利用率达到 104%。**

图表 22：公司中厚板产量及产能利用率



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司深入推进精品中厚板基地建设，产品高科技属性优势明显。**

- ✓ 公司是国内首家通过沙特阿美抗酸管线产品认证并批量供货的企业，低温储罐用钢 13MnNi6-3 系国内唯一有批量业绩的钢厂；国内首家节镍型 LNG 储罐用 7Ni 钢通过容标委技术评审；城市单轨交通系统道岔用钢、960MPa 级以上超高强度板、高等级耐磨钢、豪华邮轮用钢、镍系钢、轧制桥梁复合板、原油储罐用钢等市场占有率国内领先；在国内率先开发出超级奥氏体不锈钢复合板、不锈钢与耐候桥梁钢复合板。
- ✓ 公司汽车后桥横梁用热轧特种带钢、高铁轨道扣件弹簧钢、300 公里以下高铁刹车盘用钢、低温螺纹钢、14.9 级高强紧固件用钢，汽车高端零部件用易切削钢等产品填补了国内空白；石油钻具钢、风电螺栓用钢、传动轴用钢、耐候桥梁专用螺栓用钢、工程机械链轨节用钢、商用车发动机用钢、特种用途带钢等产品市场占有率国内领先。
- ✓ 公司目前已与中石油、中石化、中海油、招商局、中远海、徐工机械、中联重科、三一重工、中船重工、中船集团等下游客户建立稳定的合

作伙伴关系，并成为壳牌、Saipem、Total、卡特彼勒、西门子、道达尔、马来西亚石油公司、上海电气、中广核、久益环球、NSK、蒂森克虏伯、沃尔沃、德西福格、铁姆肯等国际知名企业的合格供应商。同时，公司与国际知名八大轴承制造商建立合作关系，公司战略及高级（重点）客户占比超过30%，直销客户占比超过60%。

**图表 23：公司 2019 年产品销量情况**

品种	用途	2019年销售量（万吨）	占板块比重	占总量比重
板材	结构钢 高层建筑，机械制造	134.90	27.06%	13.59%
	能源用钢 石油、天然气储存及输送管道、水电站、核电站、风电站	117.44	23.55%	11.83%
	船舶及海工钢 船舶、海洋平台及近海设施	106.35	21.33%	10.71%
	工程机械钢 工程、矿山、电力、农业机械，煤炭采运、建筑、铁路运输	45.66	9.16%	4.60%
	容器钢 石油、化工压力容器、天然气储存	41.20	8.26%	4.15%
	普板 工程结构	32.05	6.43%	3.23%
	桥梁钢 铁路、公路、跨海桥梁	18.58	3.73%	1.87%
	特种材料 航空、航天等高科技领域、复合板	2.41	0.48%	0.24%
<b>小计</b>		<b>498.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>50.21%</b>
长材	建筑钢筋 建筑	202.25	40.91%	20.37%
	合金结构钢 机械零件和各种工程构件	185.23	37.47%	18.65%
	能源用钢 石油、天然气储存及输送管道、水电站、核电站、风电站	33.91	6.86%	3.41%
	汽车机械用钢 各类齿轮、杆类、轴类件	32.72	6.62%	3.30%
	轴承钢 滚珠、滚柱和轴承套圈	18.31	3.70%	1.84%
	弹簧钢 弹簧、弹簧环、减振器	11.60	2.35%	1.17%
	工具 切削刀具、量具、模具和耐磨工具	10.36	2.10%	1.04%
	<b>小计</b>		<b>494.38</b>	<b>100.00%</b>
<b>合计</b>		<b>992.97</b>	/	<b>100.00%</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司生产的先进能源用钢、高技术船舶及海工钢、高端工程及矿山机械用钢、高标轴承等特钢品种属于国家《战略性新兴产业分类（2018）》中“新材料产业”的先进钢铁材料，2019 年销售量为 137.26 万吨，未来公司产品结构调整有望进一步推动专用特材的产量提升。

**图表 24：公司先进钢铁材料明细**

《战略性新兴产业分类（2018）》科目	公司产品明细
3.1.1先进制造基础零部件用钢制造	高标轴承、风电螺栓、传动轴、齿轮钢、非调质钢、汽车专用钢带、汽车弹簧、冷镦钢、易切削钢
3.1.2高技术船舶及海洋工程用钢加工	窄公差系列钢、超强强海工钢、止裂钢、碳锰低温钢、大线能量焊接用钢板、低温型钢、球扁钢、锚链钢
3.1.3先进轨道交通用钢加工	铁路车厢、转向架、道岔等用钢板，铁路弹簧、钩尾框
3.1.5能源用钢加工	核电钢、风电用钢板、水电钢、钻具钻杆用钢
3.1.6能源油气钻采集储用钢加工	管线钢
3.1.7石化压力容器用钢加工	Ni系钢、超低温螺纹钢、石油储罐、特殊容器
3.1.8新一代功能复合化建筑用钢加工	高等级桥梁钢板、耐候桥梁钢、合金焊丝、大线能量焊丝、耐候螺栓、抗延迟断裂螺栓
3.1.9高性能工程、矿山及农业机械用钢加工	高强钢板、耐磨钢板
3.5.3高性能复合材料制造	特种复合板

来源：公司公告、国金证券研究所

### 三、民营机制灵活，高分红回馈股东

#### 3.1 优质民营企业，运作灵活

- 公司融合了国有企业与民营企业的特点，兼具组织和机制优势，管理不错且机制灵活高效。
  - ✓ 实行事业部制，不断优化组织管理，提升运行效率，划小经营单元，鼓励全员区域承包、替代外委承包。2016 年，公司推行“机关做精、事业部做实、生产厂做强”，调整内部机构设置，机关缩编 18%，减少管理人员 96 人；对 28 名敏感岗位中层管理人员进行了跨部门轮岗。
  - ✓ 建立了以事业部为主体，以研究院、科技质量部两个技术研发平台为支撑的“产销研”一体化研发创新体系，拥有国家级检测中心、省级

企业技术中心、江苏省企业院士工作站、江苏省船舶用钢工程技术研究中心、江苏省高端钢铁材料重点实验室等技术中心。

- ✓ 推动绩效考核模式由一维向多维转变，建立了运营、营销、研发等团队多种绩效模式；持续关注人才梯队建设，干部年轻化提档加速。2018年，公司储备后备管理骨干104人，13人被提拔到中层岗位，28人被提拔到基层管理岗位。
- ✓ 2014年开始研究推进船板配送服务模式创新，以船厂需求为驱动，运用互联网和信息技术对传统的生产组织、营销模式、管理模式进行变革创新，实施船板分段配送，实现生产的精益化、柔性化、智能化，以及交付的敏捷化、准时化，并由船板逐步推广到结构钢、风塔用钢、桥梁钢等品种，形成了全新的产业形态。

#### ■ 连续三年实施员工股票期权激励计划。

- ✓ 2017年至2019年，公司连续三年实施股票期权激励计划。
- ✓ 2017年，首批授予的激励对象为董事长在内的董事、高级管理团队、中层管理团队共40人，授予期权数量4035万份，行权价格3.40元。2018年，激励对象范围扩大，对71名中层管理人员及核心技术骨干授予期权3178万份，行权价格3.87元。
- ✓ 两个行权期的业绩考核目标分别为：2019年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于15%、营业收入不低于420亿元，2020年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于20%。行权价格彰显了公司对股票未来价格的信心，同时有利于充分调动激励对象的积极性，对公司经营业绩及发展战略产生正向影响。

#### ■ 同时，公司作为优质民营企业，运作高效。

- ✓ **解决少数股权问题。**2019年，公司拟向南京钢联发行股份购买南钢发展和金江炉料各38.72%股权，交易对价45.85亿元，以3元/股的价格发行15.28亿股。1)在此之前，公司对子公司增资扩股、业务及资产内部整合等决策，都须经外部股东同意，整个周期较长；通过本次交易，可根据公司自身利益独立作出决策，有利于加强对子公司控制、提高经营决策效率、实现上市公司体系内优化资源配置。2)标的公司最近两年一期归属于母公司股东净利润分别为9.56、17.73、8.80亿元，上市公司少数股东损益分别为2.00、7.33、3.55亿元，主要由标的公司形成，本次交易完成后将直接增厚公司利润。
- ✓ **多途径去杠杆，资产结构持续优化。**2017年以来，公司债转股37.5亿元（首单民企债转股）、非公开发行17.88亿元，通过过多种方式募资降低杠杆，资产负债率已由2015年82.61%的高点下降至目前的51-52%，降幅约30个百分点。未来还有资产年证券化不超过2.5亿元，及非公开发行不超过20亿元的公司债募集资金到账，财务费用降低、资产结构持续优化。

**图表 25：2019年以来公司运作情况**

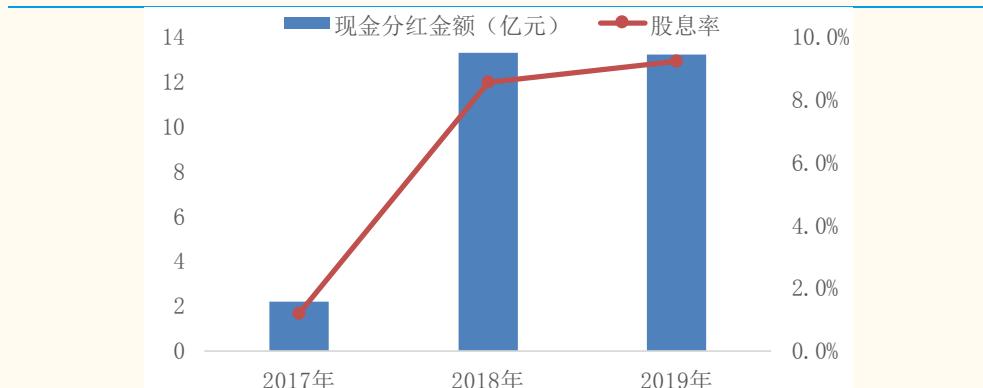
时间	事件	详情
2019.12	公司股票回购	通过集中竞价交易方式回购股票2198万股，占公司总股本的0.50%；回购最高价3.51、最低价3.30、均价3.41元/股，支付总金额7499万元，已按披露的方案完成回购。
2019.11	员工股票期权激励计划	向中层管理人员、核心技术（业务）骨干共计71人授予2198万份南钢股份期权（代码0000000427、0000000428，分两次行权），占2019年末股本总额的比例0.5%，已完成登记。
2019.5	重大资产重组	拟向南京钢联发行股份购买控股子公司南钢发展、金江炉料各38.72%股权，交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司。
2019.1	对下属子公司增资	对全资子公司南钢有限增资10亿元人民币，使其注册资本增至22.97亿元，控股关系不变。 对海外贸易平台暨重孙公司新加坡金腾增资4000万美元，使其注册资本增加至5000万美元，控股比例不变。

来源：公司公告、国金证券研究所

### 3.2 2019 年实现高分红

- 根据《未来三年（2018-2020 年度）股东回报规划》，公司年度拟分配的现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）应不低于该年度归属于上市公司股东的净利润的 30%。
- 2017 年，母公司实现净利润 26.99 亿元，弥补前期累积亏损 23.69 亿元并提取 10%法定盈余公积金后，剩余可分配利润实际为 2.97 亿元。向全体股东每 10 股派现金红利 0.50 元（含税），共计 2.20 亿元（含税），占年度实际可供分配利润的 74.27%，分红比例 6.9%。
- 2018 年，南钢股份母公司实现净利润 33.52 亿元，提取 5.56 亿元盈余公积后，剩余可分配利润实际为 25.38 亿元。以总股本 4,422,316,657 股为基数，每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税），共计分配利润 13.27 元，占年度实际可供分配利润的 52.28%。分红比例 33.1%。
- 2019 年年报，公司实施高分红政策回报股东，拟每 10 股派发现金红利 3.0 元（含税），共计 13.2 亿，分红比例 50.7%。按当日股价计算，对应股息率高达 9.2% 左右。

图表 26：公司股息率统计

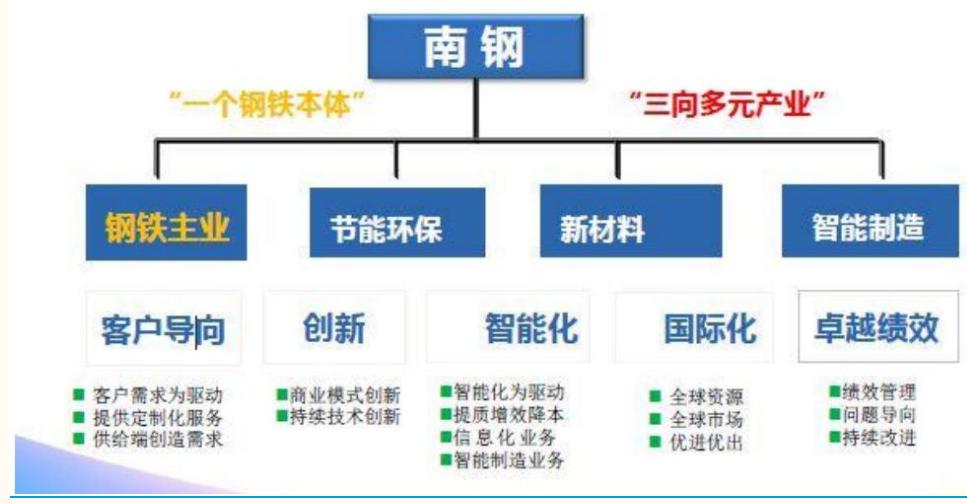


来源：公司公告、国金证券研究所

## 四、非钢产业持续推进发展

- 公司聚焦钢铁新材料的基础上，同时打造相关多元产业链。根据《南钢“十三五”转型升级发展规划》，公司将实施多轮驱动战略，一是走绿色制造、高端制造、智能制造之路，推动主要产线向高端新材料设计研发制造平台全面转型；二是以钢铁主业成功转型为基础和依托，全力打造以智能信息化为支撑、以高端产业链为纽带、以现代制造服务业为载体、以节能环保产业为龙头的高科技转型升级智慧产业园；三是积极对接南京江北新区发展规划，在产业、装备、资金、技术、人才、海外机构等各种资源乃至文化上高度融合、协调发展，成为钢铁行业“产城融合”发展的样板和典范。
- ✓ 内生方面，围绕智能制造、电子商务、招标采购、现代物流等四大平台，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；
- ✓ 公司构建“共创、共生、共发展”的生态圈，提升金融服务能力，赋能上下游企业。

图表 27：公司发展架构规划 1



来源：公司公告、国金证券研究所

- 目前，公司正按照“钢铁优强、多元并举”的发展思路，做强做精钢铁主业，并不断拓展节能环保、新材料等多元产业板块。各领域方向转型均稳步推进中。

图表 28：公司发展架构规划 2



来源：公司公告、国金证券研究所

#### ■ 金恒科技聚焦工业 ICT 产业

- ✓ 金恒信息科技是公司重要子公司之一，主要提供信息化、自动化、IT 规划设计与两化融合咨询、工业机器人、智能化产品及系统集成等技术服务与整体解决方案，产品和服务适用于钢铁及其产业链，以及有色、化工、医药、物流、公共服务等多个行业。目前已成功为德国舍弗勒、中天科技、马钢股份、天工国际、恩华药业、兰州石化、埃斯顿等百余家企业提供服务。
- ✓ 2019 年，金恒实现营业收入 2.65 亿元，同比增长 35.3%；净利润 4053 万元，同比增长 27.6%。（合并口径）。

图表 29：金恒信息主要产品

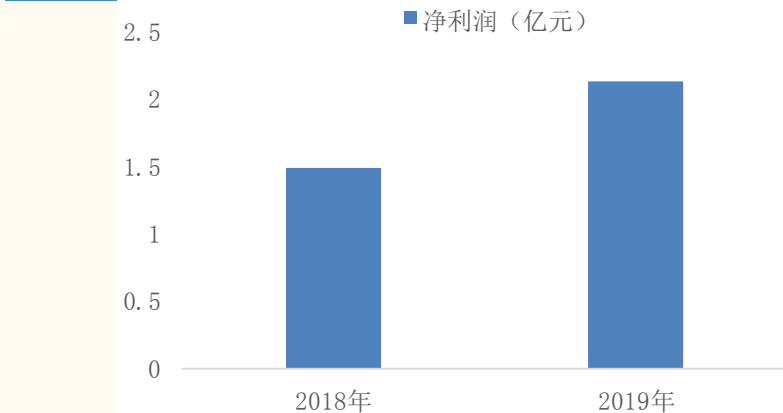


来源：公司公告、国金证券研究所

#### ■ 柏中环境聚焦污水处理

- ✓ 公司前期投资成立金凯节能环保投资控股有限公司，并将公司内部现有的节能环保业务整合纳入到金凯节能环保平台，实现专业化运营，为公司节能环保产业发展提供了组织基础。此举显示公司对涉足环保行业的力度与决心，环保有望成为未来非钢产业的重要组成部分，并增强企业盈利能力，利好中长期发展。2017年，金凯节能环保与上海复星高科技共同投资云南菲尔特环保科技股份有限公司。
- ✓ 2018年，公司以自有资金12.71亿元、公司控股子公司南钢发展以其全资子公司金珂水务100%股权，对柏中环境科技进行增资。柏中环境是专业从事污水处理、供水、海水淡化、污泥处置、流域治理、海绵城市以及土壤修复等领域的建设和运营服务的综合性环保企业，资产优质、技术先进，符合公司环保转型发展方向。
- ✓ 增资完成后，公司将持有柏中环境33.5090%股权、南钢发展持有柏中环境8.4910%的股权，合计持有柏中环境42%的股权。2019年，按权益法核算投资收益，柏中环境相应增加公司2019年归属于上市公司股东的净利润7617万元。（合并口径）

图表 30：柏中环境净利润



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 此外，钢宝股份作为钢铁垂直电商企业。2019 年，实现营业收入 56.2 亿元，同比增长 0.22%；净利润 6576.万元，同比增长 6.98%（合并口径）。鑫智链基于 S2b2c 供应链综合服务，2019 年实现营业收入 8565.5 万元，同比增长 11.52%；净利润 5235 万元，同比增长 10.36%（单体口径）。鑫洋供应链主要基于物流、仓储、加工、贸易、金融等一体化服务，2019 年实现营业收入 10.37 亿元，同比增长 1649.72%，净利润 925.11 万元，同比增长 216.71%（单体口径）。

## 五、盈利预测与投资建议

■ 我们对公司盈利做出以下假设：

- ✓ 产量方面，预计 20 年受到疫情影响同比有所下滑，幅度在 3-5%之间；21、22 年各品种产量恢复至满产状态，维持平稳。
- ✓ 钢价方面，预计 20 年各品种钢价均价同比下降 100-200 元/吨，对应幅度 2-5%之间；21、22 年预计供需格局略有改善，各品种钢价小幅上涨 2-3%，对应 100 元左右。
- ✓ 毛利率方面，考虑公司所在区域优势，预计 20 年各品种吨毛利同比下降 100 元/吨左右，对应降幅 10-15%左右；21、22 年各品种吨毛利预计基本平稳，变化不大。
- ✓ 基于以上，20 年公司收入下滑 9-10%，主要受产量和钢价下降影响，净利润则同比下降 15%左右；21、22 年预计维持平稳。

图表 31：盈利预测

	单位	2020 年	2021 年	2022 年
总计	产量	万吨	920.00	935.00
	产能	万吨	940.00	940.00
	产能利用率		97.9%	99.5%
	总收入	亿元	434.50	451.16
	总成本	亿元	385.03	398.67
	毛利率		11.38%	11.64%
中板	销量	万吨	470	480
	产能	万吨	480	480
	售价	万元/吨	0.4	0.41
	毛利率		14%	14%
	收入	亿元	188.00	197.76
	成本	亿元	161.68	170.07
棒线材	销量	万吨	450	455
	产能	万吨	460	460
	售价	万元/吨	0.37	0.38
	毛利率		12%	12%
	收入	亿元	166.50	173.40
	成本	亿元	147.35	152.59
其他（贸易等）	毛利率		5%	5%
	收入	亿元	80.00	80.00
	成本	亿元	76.00	76.00

来源：国金钢铁、国金证券研究所

■ 预计公司 2020-2022 年公司实现营业收入分别为 435.50 亿元、451.16 亿元、464.26 亿元，同比增长-9.42%、3.83%、2.90%；实现归母净利润分别为 22.15 亿元、23.46 亿元、23.84 亿元，同比增长-15.02%、5.95%、1.61%，对应 PE 分别为 6.3 倍、6.0 倍、5.9 倍。参考产品结构中涵盖中

厚板的同类型公司估值，综合考虑给予 20 年 7 倍 PE，目标价 3.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32：同类型公司估值对比

序号	股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
1	000898	鞍钢股份	2.63	0.20	0.25	0.22	13.25	10.72	11.74
2	600782	新钢股份	4.01	0.97	1.09	1.06	4.13	3.69	3.79
3	000932	华菱钢铁	3.92	0.76	0.82	0.84	5.15	4.80	4.67
4	600019	宝钢股份	4.82	0.58	0.62	-	8.33	7.72	
5	600808	马钢股份	2.49	0.21	0.24	0.23	11.59	10.34	10.69
中位数							8.33	7.72	7.68
平均数							8.49	7.46	7.72
	600282	南钢股份	3.16	0.50	0.53	0.54	6.32	5.96	5.84

来源：wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

- 疫情对生产及下游需求的影响。疫情期间导致整个宏观经济活动影响较大，目前下游行业陆续复工，但仍一定程度的导致了部分需求的推后，且导致了近期钢厂库存普遍偏高，高库存下不排除有降价压力；同时，疫情期间导致了部分原辅料采购问题，也会影响钢厂正常开工节奏。
- 铁矿石价格上涨风险。钢铁行业主要原料成本包括铁矿石、焦炭、废钢，其中，铁矿石在成本占比中超过 50%，是利润主要影响因素之一。2019 年在巴西淡水河谷矿难影响下，铁矿石价格出现大幅上涨，使得去年钢铁利润超预期下滑。若 2020 年矿石供给端出现不确定事件或相关矿山复产不达预期，影响铁矿石行业供给，不排除矿石价格出现超预期上涨，从而影响钢铁利润。
- 股票期权激励计划进入行权期。公司 2017 年、2019 年股票期权激励计划在今年分别进入行权期。其中，2017 年股票期权激励计划第二个行权期为 2019 年 4 月 15 日至 2020 年 4 月 13 日；2018 年股票期权激励计划第一个行权期为 2019 年 11 月 23 日至 2020 年 11 月 22 日，合计可行权 553 万股。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>37,601</b>	<b>43,647</b>	<b>47,970</b>	<b>43,450</b>	<b>45,116</b>	<b>46,426</b>
增长率	16.1%	9.9%	-9.4%	3.8%	2.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-31,456</b>	<b>-34,869</b>	<b>-41,601</b>	<b>-38,262</b>	<b>-39,640</b>	<b>-40,798</b>
%销售收入	83.7%	79.9%	86.7%	88.1%	87.9%	87.9%
<b>毛利</b>	<b>6,145</b>	<b>8,778</b>	<b>6,370</b>	<b>5,188</b>	<b>5,476</b>	<b>5,628</b>
%销售收入	16.3%	20.1%	13.3%	11.9%	12.1%	12.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-277</b>	<b>-403</b>	<b>-304</b>	<b>-269</b>	<b>-280</b>	<b>-288</b>
%销售收入	0.7%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>销售费用</b>	<b>-508</b>	<b>-561</b>	<b>-654</b>	<b>-587</b>	<b>-609</b>	<b>-627</b>
%销售收入	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>管理费用</b>	<b>-1,031</b>	<b>-980</b>	<b>-912</b>	<b>-869</b>	<b>-902</b>	<b>-929</b>
%销售收入	2.7%	2.2%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-446</b>	<b>-582</b>	<b>-521</b>	<b>-541</b>	<b>-557</b>
%销售收入	0.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>4,330</b>	<b>6,388</b>	<b>3,918</b>	<b>2,942</b>	<b>3,143</b>	<b>3,228</b>
%销售收入	11.5%	14.6%	8.2%	6.8%	7.0%	7.0%
<b>财务费用</b>	<b>-549</b>	<b>-391</b>	<b>-276</b>	<b>-298</b>	<b>-402</b>	<b>-443</b>
%销售收入	1.5%	0.9%	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-369</b>	<b>-311</b>	<b>-328</b>	<b>-310</b>	<b>-252</b>	<b>-252</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>35</b>	<b>-82</b>	<b>184</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>68</b>	<b>350</b>	<b>419</b>	<b>400</b>	<b>400</b>	<b>400</b>
%税前利润	1.9%	5.9%	10.7%	14.2%	13.5%	13.3%
<b>营业利润</b>	<b>3,738</b>	<b>6,038</b>	<b>4,056</b>	<b>2,917</b>	<b>3,072</b>	<b>3,117</b>
<b>营业利润率</b>	<b>9.9%</b>	<b>13.8%</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.7%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-123</b>	<b>-128</b>	<b>-154</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
<b>税前利润</b>	<b>3,616</b>	<b>5,910</b>	<b>3,902</b>	<b>2,817</b>	<b>2,972</b>	<b>3,017</b>
<b>利润率</b>	<b>9.6%</b>	<b>13.5%</b>	<b>8.1%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.5%</b>
<b>所得税</b>	<b>-215</b>	<b>-1,169</b>	<b>-537</b>	<b>-423</b>	<b>-446</b>	<b>-453</b>
<b>所得税率</b>	<b>5.9%</b>	<b>19.8%</b>	<b>13.8%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>15.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>3,401</b>	<b>4,741</b>	<b>3,365</b>	<b>2,395</b>	<b>2,526</b>	<b>2,564</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>200</b>	<b>733</b>	<b>759</b>	<b>180</b>	<b>180</b>	<b>180</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,200</b>	<b>4,008</b>	<b>2,606</b>	<b>2,215</b>	<b>2,346</b>	<b>2,384</b>
<b>净利率</b>	<b>8.5%</b>	<b>9.2%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.1%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>2,748</b>	<b>3,067</b>	<b>4,265</b>	<b>5,497</b>	<b>6,916</b>	<b>8,369</b>
<b>应收账款</b>	<b>5,345</b>	<b>6,401</b>	<b>5,345</b>	<b>5,500</b>	<b>5,711</b>	<b>5,876</b>
<b>存货</b>	<b>4,152</b>	<b>4,796</b>	<b>5,882</b>	<b>5,915</b>	<b>6,128</b>	<b>6,307</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,748</b>	<b>1,993</b>	<b>2,594</b>	<b>3,128</b>	<b>3,139</b>	<b>3,148</b>
<b>流动资产</b>	<b>13,993</b>	<b>16,257</b>	<b>18,085</b>	<b>20,040</b>	<b>21,894</b>	<b>23,701</b>
%总资产	37.1%	39.5%	41.5%	44.4%	46.4%	48.3%
<b>长期投资</b>	<b>530</b>	<b>2,466</b>	<b>2,637</b>	<b>2,737</b>	<b>2,837</b>	<b>2,937</b>
<b>固定资产</b>	<b>21,353</b>	<b>21,079</b>	<b>21,374</b>	<b>21,424</b>	<b>21,405</b>	<b>21,319</b>
%总资产	56.6%	51.2%	49.0%	47.4%	45.4%	43.4%
<b>无形资产</b>	<b>862</b>	<b>857</b>	<b>886</b>	<b>973</b>	<b>1,058</b>	<b>1,142</b>
<b>非流动资产</b>	<b>23,743</b>	<b>24,938</b>	<b>25,535</b>	<b>25,133</b>	<b>25,300</b>	<b>25,397</b>
%总资产	62.9%	60.5%	58.5%	55.6%	53.6%	51.7%
<b>资产总计</b>	<b>37,735</b>	<b>41,195</b>	<b>43,621</b>	<b>45,173</b>	<b>47,194</b>	<b>49,098</b>
<b>短期借款</b>	<b>6,166</b>	<b>5,759</b>	<b>3,537</b>	<b>3,388</b>	<b>3,238</b>	<b>3,062</b>
<b>应付款项</b>	<b>13,249</b>	<b>12,834</b>	<b>13,883</b>	<b>14,503</b>	<b>15,034</b>	<b>15,472</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,755</b>	<b>2,421</b>	<b>1,913</b>	<b>1,879</b>	<b>1,929</b>	<b>1,959</b>
<b>流动负债</b>	<b>21,170</b>	<b>21,014</b>	<b>19,333</b>	<b>19,771</b>	<b>20,201</b>	<b>20,493</b>
<b>长期贷款</b>	<b>719</b>	<b>76</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>845</b>	<b>845</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>289</b>	<b>295</b>	<b>1,512</b>	<b>1,092</b>	<b>1,094</b>	<b>1,096</b>
<b>负债</b>	<b>22,178</b>	<b>21,385</b>	<b>21,689</b>	<b>21,708</b>	<b>22,141</b>	<b>22,435</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>11,575</b>	<b>15,379</b>	<b>16,777</b>	<b>18,131</b>	<b>19,539</b>	<b>20,969</b>
其中：股本	4,409	4,422	4,429	4,429	4,429	4,429
未分配利润	4,603	8,056	9,274	10,603	12,011	13,441
少数股东权益	3,983	4,431	5,154	5,334	5,514	5,694
<b>负债股东权益合计</b>	<b>37,735</b>	<b>41,195</b>	<b>43,621</b>	<b>45,173</b>	<b>47,194</b>	<b>49,098</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.726	0.906	0.588	0.499	0.529	0.538
每股净资产	2.625	3.478	3.788	4.088	4.406	4.728
每股经营现金净流	0.536	1.117	0.978	1.062	1.056	1.071
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.212	0.215
<b>回报率</b>						
净资产收益率	27.65%	26.06%	15.53%	12.21%	12.01%	11.37%
总资产收益率	8.48%	9.73%	5.97%	4.90%	4.97%	4.86%
投入资本收益率	18.14%	19.97%	12.34%	8.71%	8.86%	8.68%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	55.54%	16.08%	9.91%	-9.42%	3.83%	2.90%
EBIT增长率	338.28%	47.54%	-38.66%	-24.92%	6.85%	2.69%
净利润增长率	804.73%	25.24%	-34.98%	-15.02%	5.95%	1.61%
总资产增长率	10.01%	9.17%	5.89%	3.56%	4.47%	4.04%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	5.2	5.7	6.5	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	45.7	46.8	46.8	57.0	57.0	57.0
应付账款周转天数	50.3	42.5	34.6	38.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	200.3	166.2	144.7	152.6	139.5	127.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	25.07%	13.10%	-3.09%	-8.77%	-14.48%	-19.71%
EBIT利息保障倍数	7.9	16.3	14.2	9.9	7.8	7.3
资产负债率	58.77%	51.91%	49.72%	48.05%	46.91%	45.69%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.78</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH