

# 中厚板需求依然不容乐观

## ——南钢股份调研报告

马涛

86-10-5836 2789

horsewave@163.com

### 核心观点:

- 公司产能增长空间有限
- 核心产品受冲击较大
- 民营的效率，市场化的战略
- 估值提升，股价仍有上升空间

### 投资要点:

#### ● 公司产能增长空间有限

公司 08 年钢、铁、材产量分别为 496 万吨、514 万吨、425 万吨，钢、铁的产量同比分别减少 3.39%、4.74%，钢材的产量同比增长 2.27%。

按照公司规划，09 年产量为 431 万吨，相比 08 年的 424 万吨呈略微增长趋势，公司产能的增长空间有限。

#### ● 核心产品受冲击较大

公司拳头产品中（厚）板约占公司收入的 61.4%，毛利的贡献率则达到 74%，因此无论从收入还是从毛率贡献而言，中（厚）板产品均是公司的核心产品。目前中厚板产能严重过剩，造船、机械、锅炉等行业需求的恢复尚需时日。

09 年 1 月份公司带钢产量同比增长幅度达到 45%，而以往的优势产品中（厚）板产量则明显逊色于长材产品，其中中厚板的产量同比下降幅度甚至达到 15%。

#### ● 民营的效率，市场化的战略

公司属于钢铁上市公司中不多的民营企业，运营方面市场化程度较高。在去年下半年的危机中，公司面对锐减的需求以及暴跌的钢价，调整经营战略较为及时。

一方面迅速停止大宗原料的采购，加大高价库存的消耗，另一方面根据市场冷暖及时控制产能的释放。

#### ● 估值提升，股价仍有上升空间

伴随高流动性以及预期向好所引发的 A 股估值的提升，公司股价存在继续上涨的动力及空间。考虑到公司 3/4 的毛利维系于中（厚）板，上述产品需求的复苏尚需时日，同时公司庞大关联交易的存在又增加了公司业绩的不确定性，我们预计公司 08 年、09、10 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.20 元、0.34 元，公司股价跑赢大盘的概率较低，因此给予公司“中性”的评级。

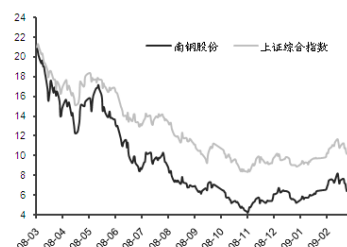
| 财务摘要 (百万元)  | 2006A  | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入        | 15,952 | 22,005 | 27,565 | 26,598 | 27,188 |
| (+/-)%      | 7%     | 38%    | 25%    | -4%    | 2%     |
| 经营利润 (EBIT) | 712    | 1534   | 1047   | 444    | 738    |
| (+/-)%      | -1%    | 115%   | -32%   | -58%   | 66%    |
| 净利润         | 391    | 1031   | 432    | 331    | 568    |
| (+/-)%      | -5%    | 164%   | -58%   | -23%   | 71%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.42   | 1.10   | 0.26   | 0.20   | 0.34   |
| 每股股利 (元)    | 0.2    | 0.1    | 0.05   | 0.04   | 0.06   |
| 利润率和估值指标    | 2006   | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
| 销售毛利率 (%)   | 6.86%  | 8.50%  | 22.00% | 3.50%  | 4.43%  |
| ROE (%)     | 11.19% | 23.79% | 8.34%  | 6.49%  | 10.58% |
| ROIC (%)    | 7.05%  | 15.94% | 5.47%  | 2.34%  | 3.82%  |
| PE          | 8.84   | 3.35   | 14.40  | 18.76  | 10.94  |
| PB          | 0.99   | 0.80   | 1.20   | 1.22   | 1.16   |

评级: 中性

目标价格: ¥4.63

当前价格: ¥3.87

2009.3.5



### 公司简介

南钢属于国内少数民营钢铁上市公司之一，目前粗钢产能超过 500 万吨，70% 的产品为中板和中厚板，为国内最大的造船板和锅炉板生产企业之一。

### 相关报告

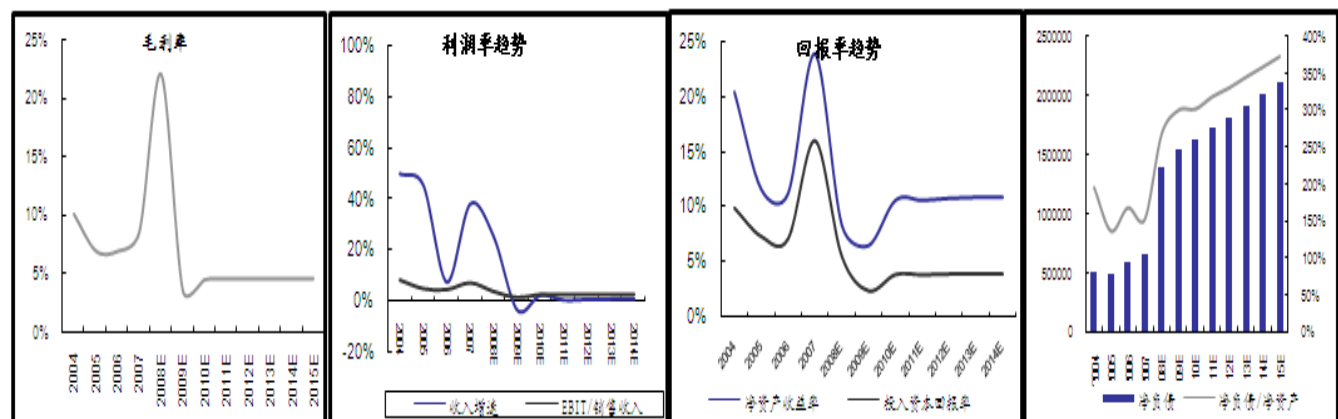
- 《百亿利润，硅钢托起-武钢股份投资价值报告》
- 《冬天里的火种-鞍钢股份投资价值报告》
- 《钢价面临持续调整-钢铁行业四季度策略报告》
- 《在震荡中前行-2009 年钢铁行业策略报告》
- 《在路上-宝钢股份投资价值报告》

| 资产负债表   | 2006 | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E | 利润表 (百万元)  | 2006  | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 货币资金    | 1108 | 1143  | 4135  | 7999  | 9266  | 营业收入       | 15952 | 22005  | 27565  | 26598  | 27188 |
| 应收票据    | 1080 | 722   | 2266  | 2186  | 2235  | 营业成本       | 14858 | 20134  | 25999  | 25668  | 25984 |
| 应收账款    | 472  | 199   | 529   | 364   | 447   | 营业税金及附加    | 73    | 100    | 113    | 117    | 120   |
| 预付款项    | 498  | 397   | 657   | 914   | 1174  | 销售费用       | 107   | 134    | 134    | 130    | 133   |
| 其他应收款   | 11   | 7     | 28    | 21    | 19    | 管理费用       | 201   | 102    | 272    | 240    | 213   |
| 存货      | 2420 | 4333  | 7123  | 4923  | 4627  | 财务费用       | 178   | 200    | 102    | 2      | -19   |
| 其他流动资产  | 7    | 11    | 16    | 15    | 15    | 资产减值损失     | -12   | 6      | 370    | 0      | 0     |
| 长期股权投资  | 86   | 86    | 86    | 86    | 86    | 公允价值变动收益   | 0     | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 固定资产    | 3168 | 3416  | 3552  | 3365  | 3144  | 投资收益       | 0     | 4      | 0      | 0      | 0     |
| 在建工程    | 391  | 513   | 407   | 319   | 310   | 汇兑收益       | 10    | 12     | 0      | 0      | 0     |
| 工程物资    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业利润       | 556   | 1345   | 575    | 442    | 757   |
| 无形资产    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业外收支净额    | 3     | -8     | 0      | 0      | 0     |
| 长期待摊费用  | 1    | 0     | 0     | 0     | 0     | 税前利润       | 559   | 1337   | 575    | 442    | 757   |
| 资产总计    | 9337 | 10903 | 18815 | 20210 | 21341 | 减：所得税      | 168   | 306    | 144    | 110    | 189   |
| 短期借款    | 2145 | 2020  | 75    | 0     | 0     | 净利润        | 391   | 1031   | 432    | 331    | 568   |
| 应付票据    | 139  | 50    | 1068  | 1406  | 1424  | 归属于母公司的净利润 | 391   | 1031   | 432    | 331    | 568   |
| 应付账款    | 968  | 1439  | 1068  | 1266  | 1139  | 少数股东损益     | 0     | 0      | 0      | 0      | 0     |
| 预收款项    | 750  | 1832  | 2421  | 3422  | 4402  | 基本每股收益     | 0.42  | 1.10   | 0.26   | 0.20   | 0.34  |
| 应付职工薪酬  | 307  | 216   | 216   | 216   | 216   | 稀释每股收益     | 0.42  | 1.10   | 0.26   | 0.20   | 0.34  |
| 应交税费    | 16   | -148  | -148  | -148  | -148  | 财务指标       | 2006  | 2007   | 2008E  | 2009E  | 2010E |
| 其他应付款   | 31   | 44    | 44    | 44    | 44    | 成长性        |       |        |        |        |       |
| 其他流动负债  | 56   | 41    | 27    | 29    | 28    | 营收增长率      | 7.4%  | 37.9%  | 25.3%  | -3.5%  | 2.2%  |
| 长期借款    | 1014 | 545   | 545   | 545   | 545   | EBIT增长率    | -1.1% | 115.4% | -31.7% | -57.6% | 66.3% |
| 预计负债    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率     | -4.8% | 163.9% | -58.1% | -23.2% | 71.4% |
| 负债合计    | 5847 | 6570  | 13903 | 15367 | 16236 | 盈利性        |       |        |        |        |       |
| 股东权益合计  | 3490 | 4334  | 5176  | 5107  | 5369  | 销售毛利率      | 6.9%  | 8.5%   | 22.0%  | 3.5%   | 4.4%  |
| 现金流量表   | 2006 | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E | 销售净利率      | 2.4%  | 4.7%   | 1.6%   | 1.2%   | 2.1%  |
| 净利润     | 391  | 1031  | 432   | 331   | 568   | ROE        | 11.2% | 23.8%  | 8.3%   | 6.5%   | 10.6% |
| 折旧与摊销   | 394  | 392   | 480   | 506   | 530   | ROIC       | 7.05% | 15.94% | 5.47%  | 2.34%  | 3.82% |
| 经营活动现金流 | -57  | 1189  | -2653 | 4572  | 1854  | 估值倍数       |       |        |        |        |       |
| 投资活动现金流 | -241 | -180  | -300  | -231  | -300  | PE         | 8.8   | 3.4    | 14.4   | 18.8   | 10.9  |
| 融资活动现金流 | -569 | -870  | 5945  | -477  | -287  | P/S        | 0.2   | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2   |
| 现金净变动   | -868 | 139   | 2992  | 3864  | 1267  | P/B        | 1.0   | 0.8    | 1.2    | 1.2    | 1.2   |
| 期初现金余额  | 1866 | 1108  | 1143  | 4135  | 7999  | 股息收益率      | 0.0%  | 10.9%  | 5.4%   | 6.4%   | 4.9%  |
| 期末现金余额  | 998  | 1248  | 4135  | 7999  | 9266  | EV/EBITDA  | 5.3   | 2.8    | 7.4    | 7.7    | 4.8   |

|        | 2007A  | 2008E   | 2009E   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | 2014E  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT   | 153418 | 104740  | 44371   | 73803  | 73542  | 75030  | 75782  | 75745  | 76538  | 77104  | 77520  |
| 所得税    | 35122  | 26185   | 11093   | 18451  | 18385  | 18757  | 18945  | 18936  | 19134  | 19276  | 19380  |
| NOPLAT | 49801  | 118295  | 78555   | 33278  | 55352  | 55156  | 56272  | 56836  | 56809  | 57403  | 57828  |
| 营运资金变动 | -69456 | 2279    | -372490 | 373350 | 77538  | 81782  | 41132  | 77704  | 61025  | 66911  | 65268  |
| 资本支出   | -36986 | -30000  | -23133  | -30040 | -27724 | -26966 | -28243 | -27644 | -27618 | -27835 | -27699 |
| 自由现金流  | 122816 | -275889 | 434068  | 155876 | 164564 | 128019 | 166111 | 152215 | 160921 | 161688 | 165245 |

|         |           |         |       |
|---------|-----------|---------|-------|
| WACC    | 10.3%     | Ke      | 12.5% |
| 永续增长率   | 0%        | Kd      | 5.8%  |
| 终值      | 69700.5   | t       | 25%   |
| 企业价值    | 2032158.1 | Rf      | 4%    |
| 非核心资产价值 | 536359.6  | E(Rm)   | 0.11  |
| 债务价值    | 919831.55 | Rm - Rf | 7%    |
| 股权价值    | 1112326.6 | D/A     | 59.7% |
| 股本      | 168480.00 | E/A     | 40.3% |
| 每股价值    | 6.60      | Beta    | 1.22  |

| 估值   |        | g     |       |       |       |       |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      |        | 0.00% | 0.50% | 1.00% | 1.50% | 2.00% |
| WACC | 7.98%  | 9.27  | 9.68  | 10.16 | 10.71 | 11.35 |
|      | 8.48%  | 8.56  | 8.91  | 9.31  | 9.77  | 10.30 |
|      | 8.98%  | 7.93  | 8.23  | 8.57  | 8.96  | 9.40  |
|      | 9.48%  | 7.37  | 7.63  | 7.92  | 8.25  | 8.62  |
|      | 9.98%  | 6.87  | 7.09  | 7.34  | 7.62  | 7.93  |
|      | 10.48% | 6.42  | 6.61  | 6.83  | 7.06  | 7.33  |
|      | 10.98% | 6.00  | 6.17  | 6.36  | 6.57  | 6.80  |



## 1. 公司产能增长空间有限

公司08年钢、铁、材产量分别为496万吨、514万吨、425万吨，钢、铁的产量同比分别减少3.39%、4.74%，钢材的产量同比增长2.27%。

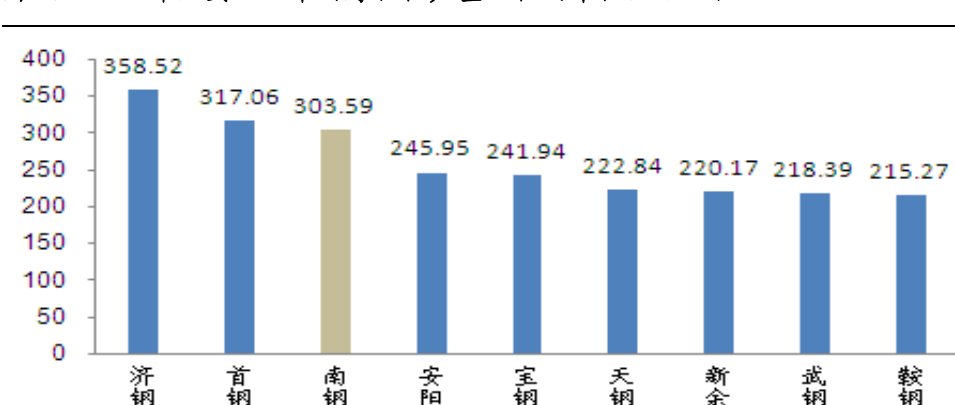
表1：公司近年钢材产量比较（单位：万吨）

|     | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 中厚板 | 110.48 | 126.52 | 142.00 | 145.00 |
| 中板  | 108.46 | 145.14 | 161.00 | 166.00 |
| 棒材  | 67.54  | 86.61  | 76.00  | 71.00  |
| 钢带  | 55.25  | 57.28  | 45.00  | 49.00  |
| 合计  | 341.73 | 415.55 | 424.00 | 431.00 |

数据来源：渤海证券研究所

公司近年来的产能扩张集中于板材项目，棒材和带钢的产量则逐步萎缩。目前公司中厚板、中板产量居国内前三甲，08年公司中（厚）板产量达到303万吨，同比增长11.54%，而同期棒材和带钢的产量却下降约16%。

图 1：2008 年主要企业中（厚）板产量比较（单位：万吨）



数据来源：渤海证券研究所

按照公司规划，09年产量为431万吨，相比08年的424万吨呈略微增长趋势，公司产能的增长空间有限。

## 2. 核心产品受冲击较大

公司拳头产品中（厚）板约占公司收入的61.4%，毛利的贡献率则达到74%，因此无论从收入还是从毛率贡献而言，中（厚）板产品均是公司的核心产品。同时从公司发展战略而言，成为国际一流、国内领先的专用板供应企业是公司的长期目标，因此中（厚）板产品的盈利能力对于公司至关重要。

图 2：公司各产品产量占比（2008）

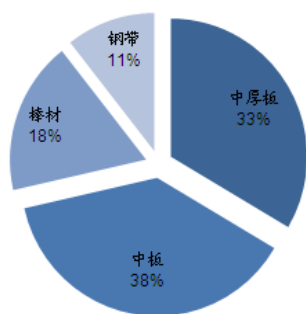
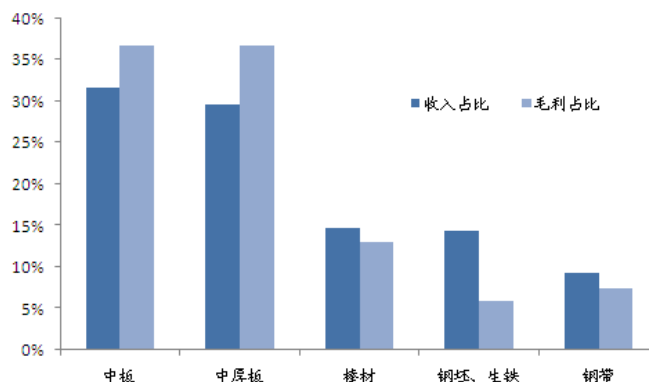


图 3：公司产品收入及毛利贡献率

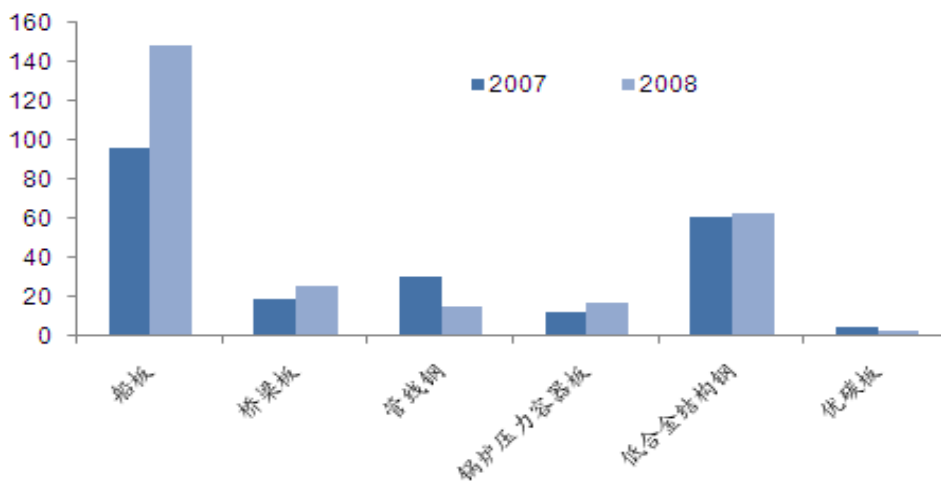


数据来源：渤海证券研究所

随着各地中（厚）板项目的逐步上马，目前国内中（厚）板产能严重过剩。在本轮钢铁行业的调整中，中（厚）板深受冲击，价格的跌幅一度超过30%。

尽管公司专用材比例逐年提高，在造船板、锅炉板、桥梁板、管线钢、风塔用板等领域也取得了较大突破，拥有了包括中石油、三星、GE等大量高端用户群，但面对宏观经济的下行，公司产品依然遇到了较大的困难。从公司反馈的信息来看，造船、风塔、汽车配件等客户的采购量明显下降，部分国际客户所受到的冲击远大于国内。

图 4：公司高端产品产量比较（单位：万吨）

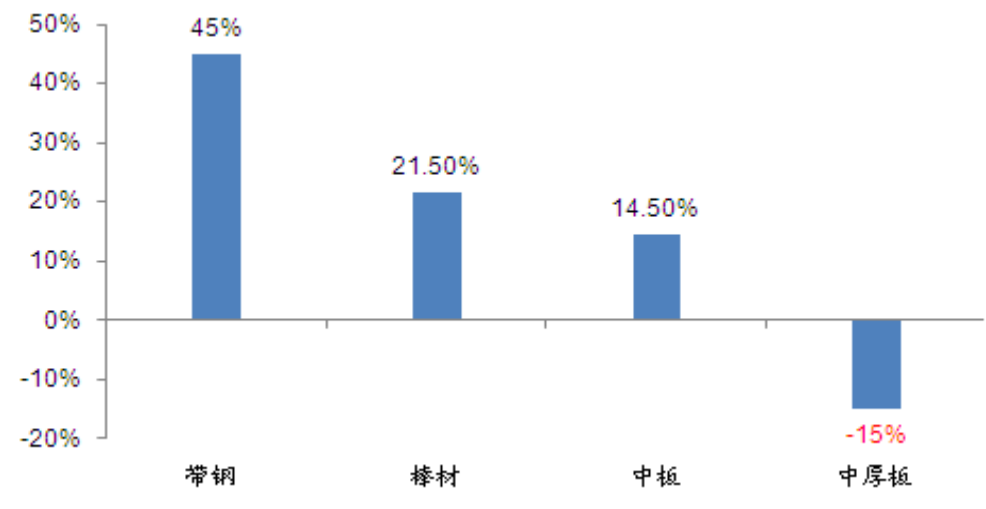


数据来源：渤海证券研究所

在08年最差的时候，公司选择了减产来应对危机，减产幅度甚至达到40%。伴随11月份钢价的企稳回升，公司于12月份迅速复产，09年1月份则满负荷生产。从公司主要产品1月份的产量，我们也可以看出目前板材产品所面临的销售压力。

09年1月份公司带钢产量同比增长幅度达到45%，而以往的优势产品中（厚）板产量则明显逊色于长材产品，其中中厚板的产量同比下降幅度甚至达到15%。

图 5：09 年 1 月份公司主要产品产量同比增长率



数据来源：渤海证券研究所

自08年11月以来，钢价连续三个月的上涨使得贸易商积极性大增，公司1、2月份订单较为理想，尽管市场对于3月份传统旺季报有较高的预期，但公司3月份订单压力再次出现，中厚板所面临的情况尤其严重。因此从订单角度而言，中厚板的需求在3月份并未完全复苏。

### 3. 民营的效率，市场化的战略

公司属于钢铁上市公司中不多的民营企业，运营方面市场化程度较高。在去年下半年的危机中，公司面对锐减的需求以及暴跌的钢价，调整经营战略较为及时。

一方面迅速停止大宗原料的采购，加大高价库存的消耗，同时大力拓展出口业务，在如此低迷的市场环境下，公司08年实现出口58.5万吨，同比增长9.24%，有效的缓解了内贸的压力。

另一方面公司面对亏损的局面，迅速选择减产来应对。08年8月份公司即陷入亏损，11月份亏损最为严重。因此11月份高炉的开功率仅为60%、炼钢的开工率也只有70%。当钢价于11月中旬企稳上涨之后，公司于12月份率先选择恢复生产，从而获取了先发的盈利空间。

虽然公司经营战略较为灵活，但由于前期高价原料的存在以及产品滞销的出现，公司08年三季度末存货高达60.05亿元，较期初上涨38.56%，考虑到公司快速消耗高价原料的战略以及08年底钢价的反弹，我们认为08年末存货的状况有所缓解，据我们测算，公司08年计提资产减值损失将接近4亿元。

公司在08年底，铁矿石库存超过200万吨、产成品库存也超过13万吨，但截至2月底，公司铁矿石库存以及产成品库存有效缓解，已经恢复正常水平。

#### 4. 关联交易依然存在-业绩存在不确定性

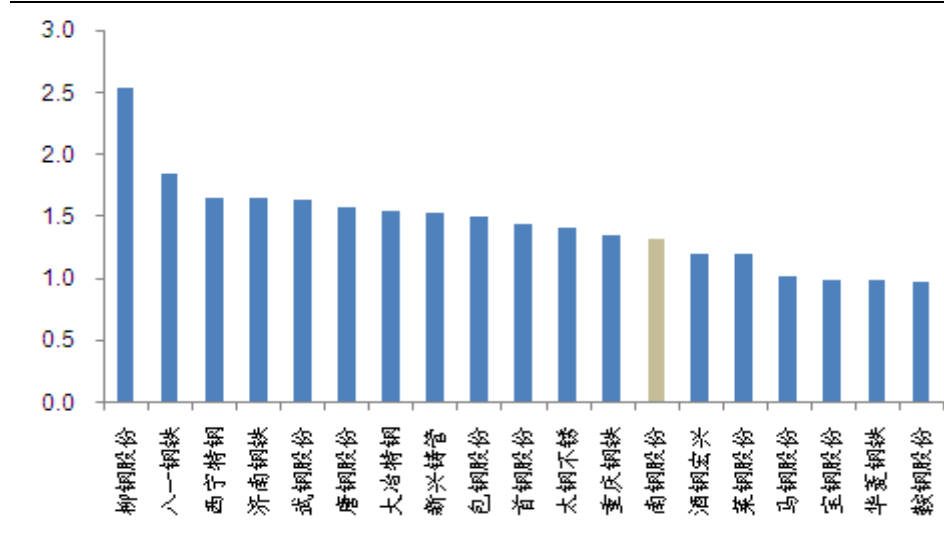
由于目前两座大高炉（2000立、2500立）及一座100吨的转炉仍归属于母公司，因此公司一半以上的铁水、钢坯来自于控股股东的委托加工。由于关联交易的存在，使得公司的盈利能力被削弱，同时业绩确认的不确定性增加。

公司承诺于2010年前，将上述资产收购于上市公司，届时公司的关联交易将基本消除，公司运营方面的优势将获得提升，业绩的透明性将大大增强。

#### 5. 估值提升，股价仍有上升空间

伴随高流动性以及预期向好所引发的A股估值的提升，公司股价存在继续上涨的动力及空间。考虑到公司3/4的毛利维系于中（厚）板，上述产品需求的复苏尚需时日，同时公司庞大关联交易的存在又增加了公司业绩的不确定性，我们预计公司08年、09、10年的EPS分别为0.26元、0.20元、0.34元，公司股价跑赢大盘的概率较低，因此给予公司“中性”的评级。

图 6：主要钢铁公司 PB 比较



数据来源：渤海证券研究所

公司目前股价为 3.87 元，对应 PB 值为 1.33，考虑到估值体系的提升，我们认为 1.6 倍 PB 是合理的，因此短期目标价 4.64 元。

图 7: 南钢股份 PE Band

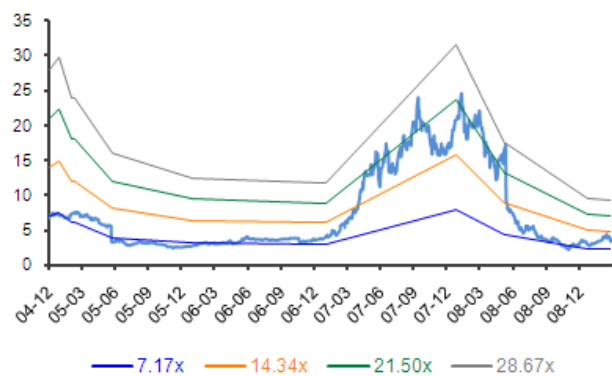
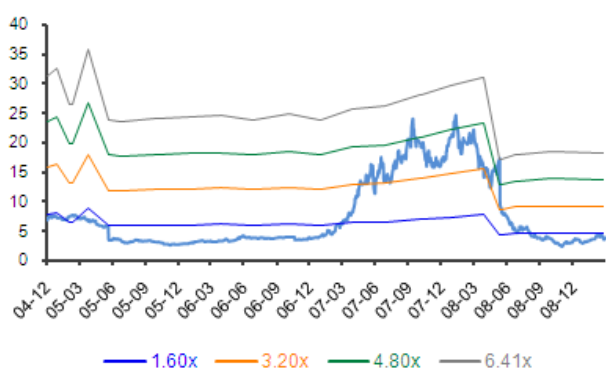


图 8: 南钢股份 PB Band



数据来源: 渤海证券研究所

#### 渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 5、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

#### 渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

|                                               |                                      |                                     |                                     |
|-----------------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 所长·研究策划<br>周华敏<br>+86 22 2845 1869            | 副所长·基金<br>谢富华<br>+86 22 2845 1985    | 副所长·宏观策略<br>马静如<br>+86 22 2845 1665 | 副所长·行业<br>吴鹏飞<br>+86 10 5836 2786   |
| 商业旅游行业研究<br>陈慧<br>+86 22 2845 1135            | 电子信息行业研究<br>崔健<br>+86 22 2845 1618   | 交通运输行业研究<br>齐艳莉<br>+86 22 2845 1132 | 食品饮料行业研究<br>闫亚磊<br>+86 22 2845 1975 |
| 煤炭行业研究<br>张顺<br>+86 22 2845 1625              | 机械行业研究<br>李强<br>+86 10 5836 2766     | 有色行业研究<br>张延明<br>+86 22 2845 1653   | 石油化工行业研究<br>刘威<br>+86 10 5836 2155  |
| 医药行业研究<br>马霏霏<br>+86 22 2845 1945             | 金融行业研究<br>张继袖<br>+86 22 2845 1849    | 房地产行业研究<br>周户<br>+86 10 5836 2768   | 有色行业研究<br>靳海明<br>+86 10 5836 2778   |
| 汽车行业研究<br>张立平<br>+86 10 5836 2780             | 电子信息行业研究<br>张晓亮<br>+86 10 5836 2156  | 机械行业研究<br>李新渠<br>+86 10 5836 2760   | 钢铁行业研究<br>马涛<br>+86 10 5836 2789    |
| 建筑建材行业研究<br>唐笑<br>+86 10 5836 2159            | 金融工程研究<br>章辉<br>+86 22 2845 1977     | 金融工程与权证研究<br>何翔<br>+86 22 2845 1808 | 宏观策略研究员<br>黄锋<br>+86 22 2845 1131   |
| 股指期货与金融工程研究<br>徐莉莉<br>+86 22 2845 1659        | 宏观策略研究<br>周喜<br>+86 22 2845 197      | 债券研究<br>徐华<br>+86 22 2845 1137      |                                     |
| 金融策略与创新、证券理论<br>研究<br>吕玉忠<br>+86 22 2845 1857 | 资产证券化研究<br>刘惠杰博士<br>+86 22 2845 1632 | 营销主管<br>郭靖<br>+86 22 2845 1879      |                                     |
| 博士后工作站:                                       |                                      |                                     |                                     |
| 资本市场制度创新研究<br>张超博士<br>+86 22 8837 0826        |                                      | 私募股权基金研究<br>黄亚玲博士                   |                                     |

## 渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)