

分析师：葛军

联系人：刘元瑞

021-68751767 liuyr@cjsc.com.cn

## 下半年主营值得期待，资产注入改变预期

### 事件描述

公司今日公布 2009 年中报，2009 年上半年实现营业收入 110.98 亿元，同比下滑 25.58%；实现净利润 5556.42 万元，同比下滑 89.48%；实现 EPS0.033 元。

上半年公司实现铁产量 291.57 万吨，同比增长 7.93%；钢产量 264.86 万吨，同比下降 1.48%；材产量 213.52 万吨，同比下降 7.55%。

### 事件评论

#### 第一，上半年主营中规中矩，钢带棒材环比回升，中厚板继续回落

上半年公司主营表现中规中矩，虽然铁水产量有小幅增长，但钢和材的产量均出现了小幅下降。这与行业在上半年惨淡的经营情况较为一致。公司原计划在 2009 年有所扩张的中板和中厚板产线升级改造，在上半年也随之放缓。

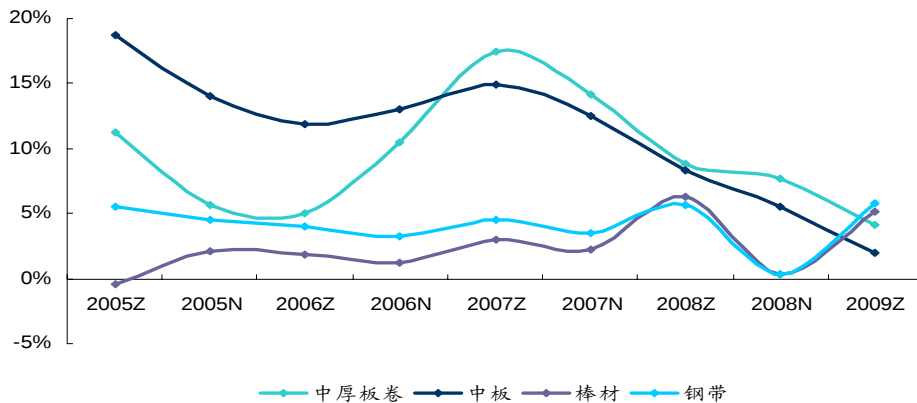
表 1：预计公司 2009 年产量增长有限

|     | 2005A  | 2006A  | 2007A  | 2008A | 2009E |
|-----|--------|--------|--------|-------|-------|
| 合计  | 331.47 | 341.73 | 378.87 | 424   | 431   |
| 中厚板 | 96.92  | 110.48 | 126.52 | 142   | 145   |
| 中板  | 111.91 | 108.46 | 108.46 | 161   | 166   |
| 棒材  | 70.42  | 67.54  | 86.61  | 76    | 71    |
| 钢带  | 52.22  | 55.25  | 57.28  | 45    | 49    |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

分品种上看，钢带棒材毛利率环比出现回升，而中板及中厚板则继续回落。主要原因在于上半年受益于政府支出，钢带棒材等建筑类钢材的表现要明显好于下游需求受到严重冲击的中厚板等板材产品。

图 1：钢带棒材环比回升，中厚板继续回落



资料来源：公司公告，长江证券研究部

除此之外，公司毛利率整体来说好于市场平均的一个重要原因还在于铁水加工费关联交易特殊的订价模式。在公司铁水委托加工关联交易的定价中，公司将采购矿石给集团，以实际采购价格计价；而集团将铁水提供给公司，以实际市场价格计价。公司每年全部 950 万吨铁矿石需求的 50% 左右是进口协议长单，因此铁矿石有部分成本相对固定；但铁水关联交易价格是完全随着市场波动的。因此，在铁矿石上涨周期内，股份公司将会无法享受协议长单带来的成本优势；而在铁矿石下降周期内，股份公司将开始通过关联交易受益。在今年上半年钢材价格出现大幅下跌的情况下，股份公司还是享受到了成本下降带来的毛利改善。

**表 2: 公司焦炭铁水加工费变化情况**

| 单位: 亿元   | 2006N | 2007N | 2008N | 2009Z |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 焦炭、铁水加工费 | 5.70  | 16.08 | 14.06 | -0.27 |
| 南钢股份营业利润 | 5.56  | 13.45 | 1.25  | 0.56  |

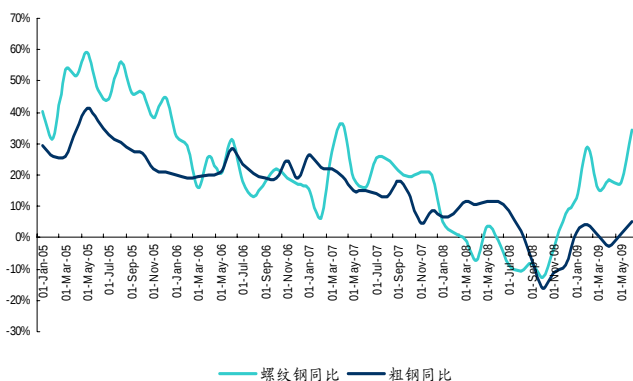
资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第二，中厚板产品在下半年表现值得期待

我们已经在过去的报告中多次强调后市板材好于建筑钢材的逻辑，总结起来主要是两个方面：

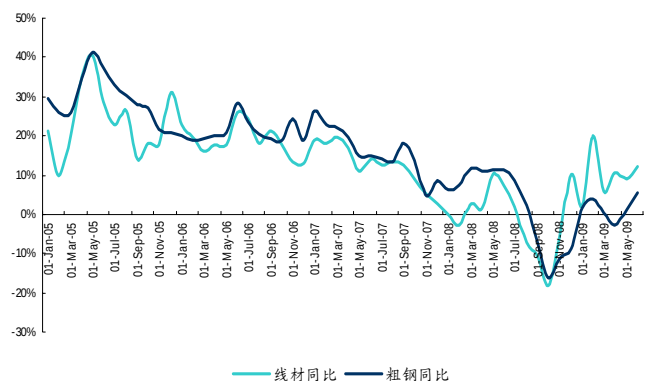
1、建筑钢材与板材之间的转换难度可能被我们高估了，因为，过去几年我们一直认为没有什么产能扩张的建筑钢材产量在上半年增速惊人，并远超整体粗钢的产量增速。这种现象的出现只能说明一部分原来被用于轧制板材的钢坯被转换至生产长材，而且长材的绝对产能可能也在我们的预期之外；

**图 2: 螺纹钢产量相对粗钢水平恢复更快**



资料来源：Wind，长江证券研究部

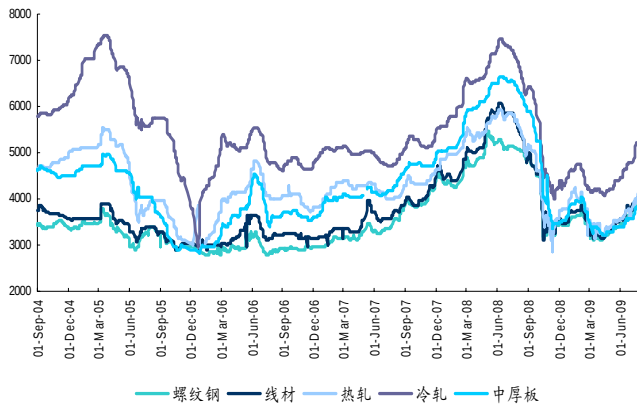
**图 3: 线材产量恢复速度也超越粗钢水平**



资料来源：Wind，长江证券研究部

2、作为强周期行业的代表，看涨钢价往往意味着看好宏观经济。本轮宏观经济如果的确能持续复苏并繁荣，那么复苏的中坚力量一定是占据宏观经济比重较大的制造业，而不仅仅单纯依靠基建投资。因此，在建筑钢材出现显著上涨之后，看好板材在接下来一段时间的表现是理所当然的。

图 4：各产品价格走势没有发生明显背离



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 5：中厚板价格相对于 myspic 有一定滞后性

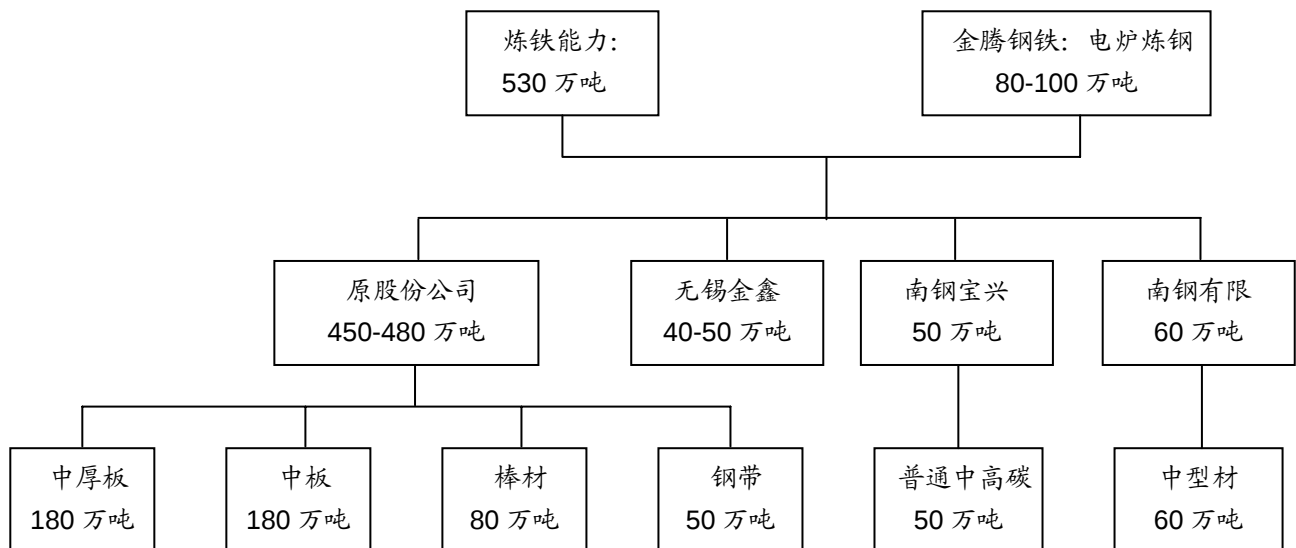


资料来源：Wind，长江证券研究部

### 第三，资产注入改变预期

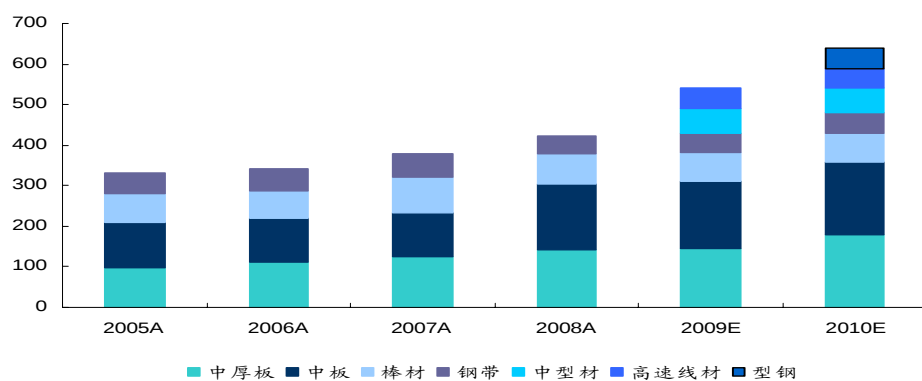
公司已经公告了其整体上市的预案，预计该项工作正在有序进行。资产注入方案完成后，不仅解决了一直困扰公司的铁水加工费关联交易问题，还使得公司拥有了一座年产 100 万吨左右铁精矿的矿山。这将使得公司产品毛利率不高的现象得到彻底的扭转。同时，总产量还有一定的增长。

图 6：资产注入后公司主要生产线



资料来源：长江证券研究部

图 7：资产注入后公司年度产量有 30% 左右的增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

#### 第四，维持盈利预测和投资评级

在不考虑资产注入的情况下，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.11 元和 0.19 元。我们重申看好未来不再存在大量关联交易的南钢股份在周期低迷时期的抗风险能力以及在行业景气时期放大景气的能力，因此维持“谨慎推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)   |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 营业收入        | 28354 | 23046 | 25049 | 28074 | 货币资金        | 1216  | 2305  | 2505  | 2807  |
| 营业成本        | 27105 | 22334 | 24124 | 26937 | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利          | 1249  | 712   | 924   | 1137  | 应收账款        | 206   | 178   | 194   | 217   |
| % 营业收入      | 4.4%  | 3.1%  | 3.7%  | 4.0%  | 存货          | 4591  | 3659  | 3952  | 4413  |
| 营业税金及附加     | 93    | 76    | 82    | 92    | 预付账款        | 144   | 111   | 120   | 134   |
| % 营业收入      | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.3%  | 其他流动资产      | 83    | 55    | 60    | 67    |
| 销售费用        | 173   | 115   | 125   | 140   | 流动资产合计      | 7163  | 7069  | 7657  | 8565  |
| % 营业收入      | 0.6%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%  | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用        | 210   | 161   | 175   | 197   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  | 长期股权投资      | 86    | 86    | 86    | 86    |
| 财务费用        | 223   | 128   | 142   | 150   | 投资性房地产      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 0.8%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.5%  | 固定资产合计      | 3734  | 3903  | 4052  | 4089  |
| 资产减值损失      | 434   | -3    | 1     | 1     | 无形资产        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 0     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 183   | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润        | 116   | 235   | 398   | 557   | 其他非流动资产     | 17    | 17    | 17    | 17    |
| % 营业收入      | 0.4%  | 1.0%  | 1.6%  | 2.0%  | 资产总计        | 11183 | 11074 | 11813 | 12758 |
| 营业外收支       | 20    | 0     | 0     | 0     | 短期贷款        | 2360  | 2893  | 3108  | 3264  |
| 利润总额        | 145   | 235   | 398   | 557   | 应付款项        | 2972  | 2415  | 2608  | 2913  |
| % 营业收入      | 0.5%  | 1.0%  | 1.6%  | 2.0%  | 预收账款        | 983   | 807   | 877   | 983   |
| 所得税费用       | 22    | 42    | 72    | 100   | 应付职工薪酬      | 198   | 156   | 168   | 188   |
| 净利润         | 123   | 193   | 327   | 457   | 应交税费        | -130  | -130  | -169  | -212  |
| 归属于母公司所有者   |       |       |       |       | 其他流动负债      | 143   | 113   | 122   | 136   |
| 的净利润        | 123.2 | 192.5 | 326.5 | 456.5 | 流动负债合计      | 6525  | 6253  | 6714  | 7271  |
| 少数股东损益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 长期借款        | 290   | 290   | 290   | 290   |
| EPS (元/股)   | 0.07  | 0.11  | 0.19  | 0.27  | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 递延所得税负债     | 0     | 0     | 0     | 0     |
|             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 其他非流动负债     | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 经营活动现金流净额   | 495   | 1343  | 827   | 946   | 负债合计        | 6820  | 6547  | 7008  | 7565  |
| 取得投资收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司      | 4363  | 4527  | 4804  | 5192  |
| 收回现金        |       |       |       |       | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 股东权益        | 4363  | 4527  | 4804  | 5192  |
| 固定资产投资      | -113  | -630  | -650  | -581  | 负债及股东权益     | 11183 | 11074 | 11813 | 12758 |
| 其他          | 0     | 0     | 0     | 0     | 基本指标        |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额   | -113  | -630  | -650  | -581  |             | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 债券融资        | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS         | 0.073 | 0.114 | 0.194 | 0.271 |
| 股权融资        | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS        | 2.59  | 2.69  | 2.85  | 3.08  |
| 银行贷款增加 (减少) | -428  | 533   | 215   | 156   | PE          | 63.59 | 40.69 | 23.99 | 17.16 |
| 筹资成本        | 320   | -157  | -191  | -218  | PEG         | 1.16  | 0.74  | 0.44  | 0.31  |
| 其他          | -641  | 0     | 0     | 0     | PB          | 1.80  | 1.73  | 1.63  | 1.51  |
| 筹资活动现金流净额   | -749  | 376   | 24    | -62   | EV/EBITDA   | 12.21 | 10.57 | 8.38  | 6.87  |
| 现金净流量       | -367  | 1089  | 200   | 303   | ROE         | 2.8%  | 4.3%  | 6.8%  | 8.8%  |

## 分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                             |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。