

2009 年 11 月 25 日

市场数据(人民币)

市价(元)	6.57
已上市流通A股(百万股)	1,684.80
总市值(百万元)	11,069.14
年内股价最高最低(元)	8.34/3.21
沪深 300 指数	3629.63
上证指数	3290.17
2007 年股息率	0.58%


相关报告

- 1 《关注重点依旧是关联交易的解决》，2009.3.10

笃慧

 (8621)61038247
 duhui@gjzq.com.cn

周涛

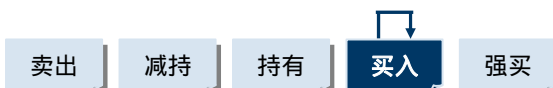
 (8621)61038261
 zhout@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

南钢股份 (600282.SH)

——中厚板龙头：资产收购完善产品结构与成本


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.416	1.101	0.073	0.088	0.114	0.307
净利润增长率	-5.09%	164.77%	-88.05%	19.89%	30.32%	168.82%
先前预期每股收益(元)				0.088	0.114	0.307
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.097	0.289	0.428
市盈率(倍)	9.30	18.83	39.79	71.85	55.13	20.51
行业优化市盈率(倍)	14.23	25.50	10.12	10.12	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	0.11	N/A	3.61	1.82	0.12
已上市流通A股(百万股)	291.33	446.40	887.76	1,684.80	1,684.80	1,684.80
总股本(百万股)	936.00	936.00	1,684.80	1,684.80	1,684.80	1,684.80

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 收购说明：南钢股份定向增发收购资产主要包括：
 - ◆ 冶炼装置：一座 2000m³ 高炉、一座 2550m³ 高炉，一座 150 吨转炉等一整套冶炼系统；
 - ◆ 铁矿资产：主要包括金安矿业，其草楼铁矿铁矿石地质储量 8600 万吨，地质品位 28% 左右，为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低、易于选取。矿石年采选能力已达 200 万吨，后期规划有提升至 300 万吨；
 - ◆ 轧钢产线：主要包括一条年产能 60 万吨棒材生产线，一条 60 万吨高速线材产线以及一条 40 万吨的型钢生产线；
- 公司地位：收购完成后，南钢股份钢铁产品涵盖中厚板、棒材、线材、带钢、型钢等，产品结构继续完善。同时包含铁水在内的关联交易也得以解决，公司在生产成本及产品结构两方面都得到改善。未来公司将进一步保持国内中厚板龙头企业的地位；
- 核心产品：中厚板仍然是公司的核心产品。由于行业供给能力扩张较快，今年产品毛利率出现大幅下降。但我们认为低利润率之下，中厚板新产能建设扩张速度逐渐减缓，同时行业内之前大量存在的中厚板半轧厂又逐步退出市场，预计 2010 年行业供需环境好转，盈利大幅改善；
- 投资建议：经过本次的收购，南钢股份无论是在产能规模及产品结构，还是生产成本方面都得到较大改善，收购对业绩增厚程度预计将超过 100%。综合考虑，我们给予南钢股份“买入”建议。

内容目录

我们对南钢股份增发购买资产的基本看法	4
资产注入改善公司成本结构	4
整体上市方案概况	4
关联交易得到彻底解决	5
注入的铁矿石资产价值不容小觑	6
注入的长材产能将完善公司产品结构	7
公司核心产品供需环境将改善	8
交易完成后公司地位说明	8
中厚板仍是公司核心产品	9
中厚板供给压力开始逐步减缓	10
中厚板需求最困难的时期基本过去	12
中厚板小结	13
公司业绩预测的主要假设条件	13
原产能状态下公司销量及成本的相关假设	13
新产能状态下公司销量及成本的相关假设	14
增发前后对比分析	14
投资建议及估值比较	15
给予买入建议	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：主要产品产能收购前后对比	4
图表 2：公司交易完成后生产线全貌（虚线部分为本次交易资产）	5
图表 3：焦炭、铁水加工费与公司营业利润比较（亿元）	6
图表 4：钢铁行业炼铁业销售利润率逐渐优于轧钢利润率	6
图表 5：铁矿石供给量相对价格呈金字塔型结构	7
图表 6：国内非国营矿铁精粉成本曲线陡峭（美元）	7
图表 7：铁矿石供给缺口下对应的国内最低平均采选成本（元/吨）	7
图表 8：公司棒材生产情况	8
图表 9：棒材产品具有一定的附加值优势	8
图表 10：中板及中厚板卷几乎贡献公司全部利润	9
图表 11：公司分产品销售收入情况比较	9
图表 12：2008 年各主要产品销售收入比重	9
图表 13：南钢股份中厚板产品结构	10
图表 14：南钢中厚板产品种类齐全	10

图表 15：09 年以来中厚板行业大部分时间处于亏损状态	11
图表 16：中厚板月度产量及同比增速（万吨）	11
图表 17：2008-2009 年中厚板产能增速较快（万吨）	11
图表 18：中厚板在建以及规划产能汇总（万吨）	12
图表 19：中厚板消费增速和发电量高度相关（%）	13
图表 20：南钢主要产品产量汇总	13
图表 21：南钢主要原料来源	14
图表 22：南钢主要产品产量汇总	14
图表 23：发行前后公司主要经营数据汇总	15

我们对南钢股份增发购买资产的基本看法

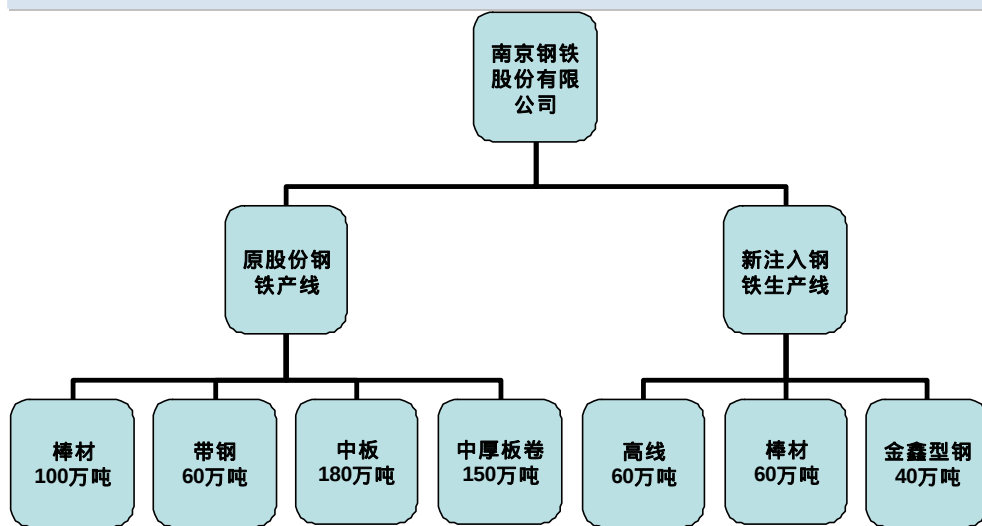
- **资产注入改善成本结构**：南钢发展相关钢铁资产注入之后，南钢股份最大的改善来自炼铁环节关联交易。目前钢铁行业利润分配中，冶炼环节利润普遍高于轧钢利润。在高炉注入之后，企业可以分享炼铁环节利润，进而提高公司整体盈利能力。此外安徽金安矿业注入后，在铁矿石上涨的趋势下，资源的价值不容小觑；
- **预期核心产品供需环境转好**：公司核心产品来自于中厚板业务。由于行业供给能力扩张较快，今年产品毛利率出现大幅下降。但我们认为低利润率之下，中厚板新产能建设扩张速度逐渐减缓，同时行业内之前大量存在的中厚板半轧厂又逐步退出市场的迹象，预计 2010 年行业好转可以预期；
- **成本与结构双变化**：如果南钢股份出现生产成本与产品结构的双改善，我们预计公司的行业地位及盈利能力都将得到极大提升。

资产注入改善公司成本结构

整体上市方案概况

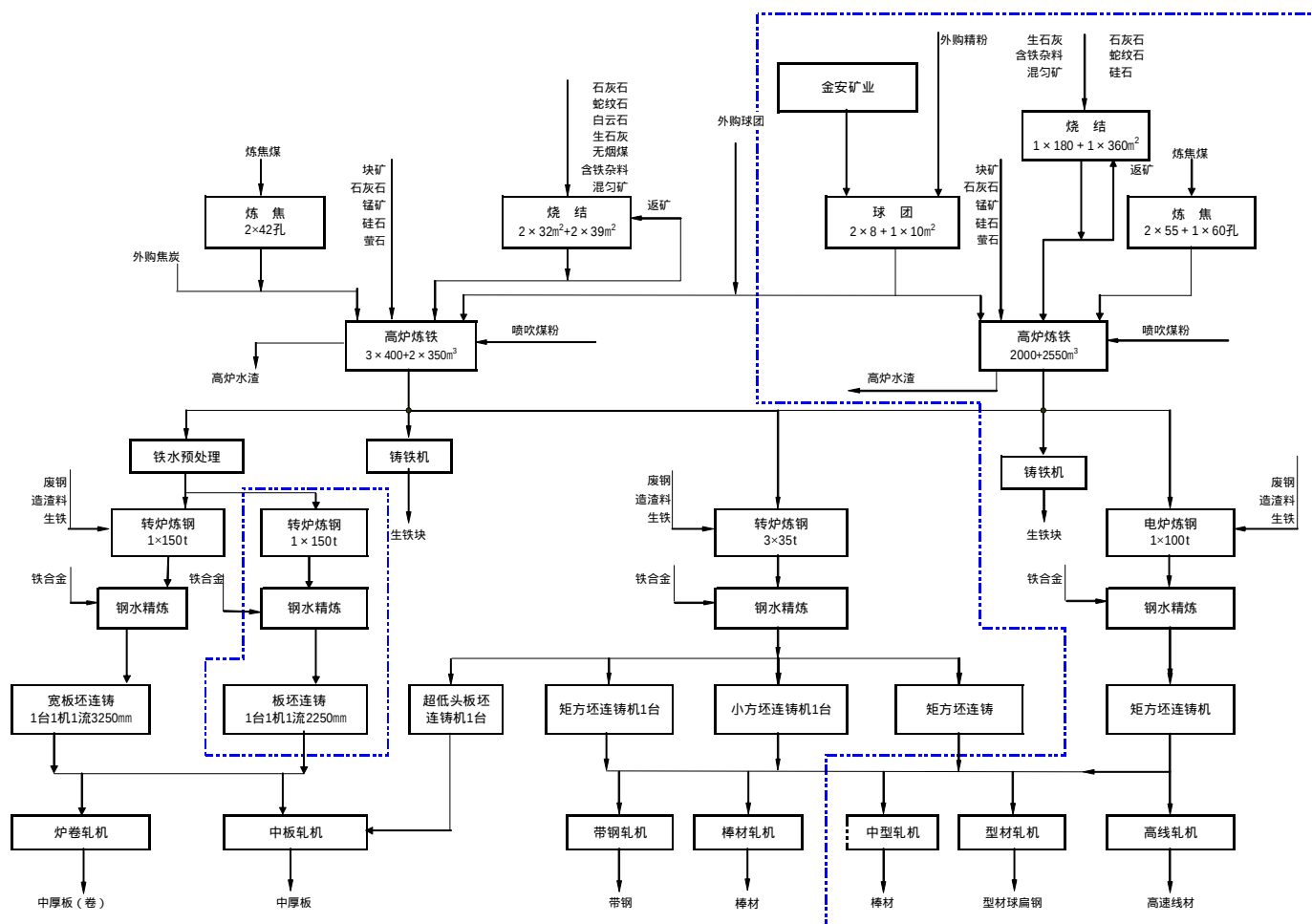
- 根据《增资协议》方案，南钢集团公司、复星集团公司、复星产业投资及复星工业发展拟以其合计持有的南钢联合 100%股权对南京钢联进行增资。该次增资完成后，四家股东的持股比例与增资前保持不变。该次增资完成后，南京钢联将持有南钢联合 100%股权；
- 交易完成后，南钢联合下属从事钢铁生产、钢铁销售、原材料供应以及提供配套服务的钢铁主业资产将进入股份公司，公司将具备年产 650 万吨钢、615 万吨材的综合生产能力，成为一家集炼焦、烧结、炼铁、炼钢及轧钢于一体的现代化特大型企业，形成包括中厚板、棒材、线材及带钢四大门类的钢材产品体系；

图表1：主要产品产能收购前后对比



来源：国金证券研究所

图表2：公司交易完成后生产线全貌（虚线部分为本次交易资产）



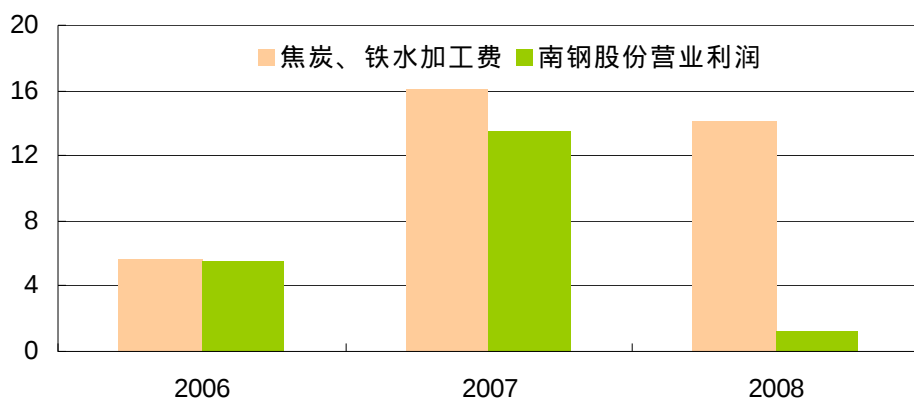
来源：国金证券研究所

关联交易得到彻底解决

- 由于南钢股份系部分改制设立的上市公司。公司设立时，控股股东将钢铁生产的部分资产投入本公司，但仍然保留了一部分钢铁生产资产及为本公司主营业务提供配套服务的相关资产。由于长期形成的业务关系、钢铁行业生产的连续性以及与辅助配套设施联系的紧密性，公司与控股股东及其下属企业存在原料委托加工、产品配套销售、土地租赁和综合服务等方面的持续性关联交易。2008 年南钢股份向关联方采购产品、接受劳务及租赁资产形成的关联交易占营业成本的比例为 43.43%；
- 在此前涉及的关联交易主要包含三方面：
 - ◆ 铁水委托加工：依据此前的委托加工协议，股份公司提供主要原料，委托炼铁新厂加工铁水、焦炭，生产的焦炭、铁水全部按照市场价格供给南钢股份。而产成品与原材料成本之间的差额即为向南钢联支付的委托加工费；
 - ◆ 部分板坯委托加工：新区中厚板卷厂内南钢联和南钢股份各有一座 150 吨转炉，南钢联转炉委托加工板坯提供给南钢股份；
 - ◆ 球团矿加工：南钢股份提供原料，委托南钢联加工成球团矿供给老区 5 座中型高炉，委托加工费为原料成本和市场价格的差额；
- 我们认为关联交易中最为重要的是铁水加工费用。从钢铁行业纵向流程来看，行业利润分配有逐渐向前端倾斜的迹象。通过公司营业利润与加工费比

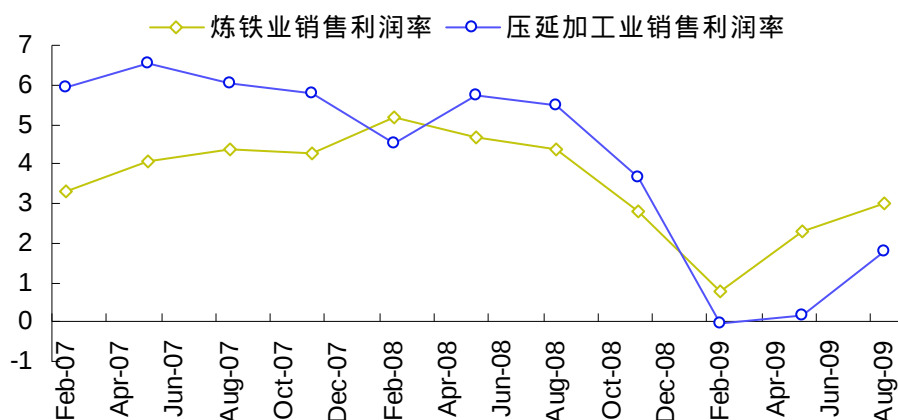
较，06~08 年焦炭、铁水加工费用已经超出股份公司营业利润。而本次铁水加工费用的取消，将极大改善公司的生产成本；

图表3：焦炭、铁水加工费与公司营业利润比较（亿元）



来源：国金证券研究所

图表4：钢铁行业炼铁业销售利润率逐渐优于轧钢利润率



来源：国金证券研究所

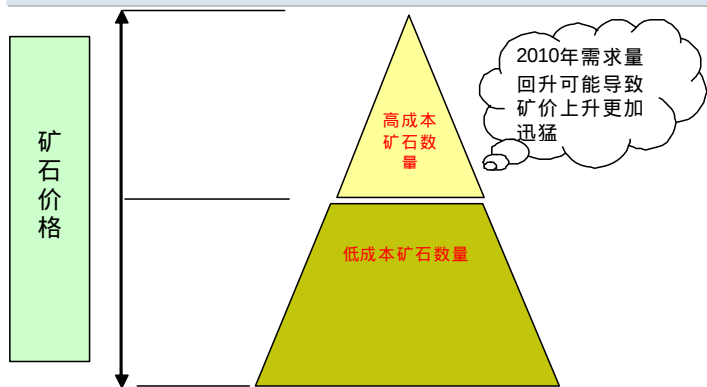
- **对此我们进行简单测算：**假设公司原有 5 座中型高炉生铁产量 210 万吨，依照公司生铁产量 514 万吨进行计算，公司需要从南钢联购买生铁 300 万吨左右。如果按照保守测算，所有原材料均按照现货价格进行购买，2009 年至今年均生铁成本约在 2089 元左右（不含税），现货市场生铁平均价格约为 2232 元/吨（不含税），吨生铁利润约为 143 元/吨，即使不考虑未来冶炼环节利润继续扩大，关联交易的取消至少给公司节约成本在 $143 \times 300 = 42900$ 万元。

注入的铁矿石资产价值不容小觑

- **基本情况：**安徽金安矿业经营范围为：霍邱县草楼铁矿采矿、选矿及铁精粉的生产、销售。目前，南钢发展持有公司 49% 股权，香港金腾持有公司 51% 股权。金安矿业铁矿石地质储量 8600 万吨，地质品位 28% 左右，为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低、易于选取。矿石年采选能力已达 200 万吨，2008 年、2009 年 1-9 月精矿粉（精矿粉品位 67%）产量分别为 63 万吨、60 万吨。目前该矿正着手进行扩产改造工作，将形成年采选 300 万吨的能力；

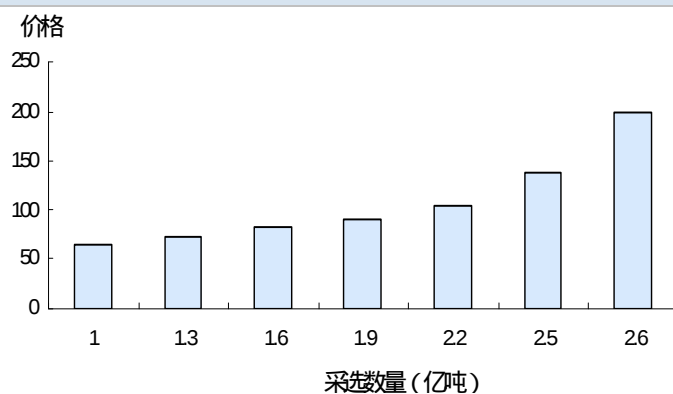
- **储量资源值得关注：**草楼铁矿主要供给南钢自用，整体产量偏小，公司目前矿石自给率只有 8-10%。但 8600 万吨储量的资源优势不容小视。正如我们 2010 年年度策略报告中所提出的观点：明年铁矿石供给偏紧，很大比例需求的增长需要依赖国内小型矿山，而非国营矿山采选成本曲线随产量增长越来越陡峭，意味着单位需求的增长将引起铁矿石价格更快上涨。我们测算为满足国内矿石需求缺口，小型矿山需要增产 35% 以上，对应采选成本在 800 元左右，考虑到利润，现货矿价至少将提升至 900 元以上的可能性较大。因此我们认为矿山的资源储量价值更值得关注；

图表5：铁矿石供给量相对价格呈金字塔型结构



来源：国金证券研究所

图表6：国内非国营矿铁精粉成本曲线陡峭（美元）



图表7：铁矿石供给缺口下对应的国内最低平均采选成本（元/吨）

单位(百万吨)	2008	2009	2010E
生铁产量	471	532	596
Y-O-Y	0.3%	13.0%	12.0%
去杂后铁含量（96%）	452	511	572
铁元素冶炼需求	461	521	584
进口铁矿石	444	608	657
Y-O-Y	15.9%	37.0%	8.0%
铁含量	275	377	407
国营矿精粉	72	65	68
Y-O-Y	5.0%	-10.0%	5.0%
铁含量	45	42	44
差值	131	91	120
对应精矿	208	145	191
对应价格(含税)	791	636	798

来源：国金证券研究所

注入的长材产能将完善公司产品结构

- 此次交易目标资产主要产品为线材、棒材（> 50mm）和型钢三大类产品，核心产品包括普碳线材、优碳线材、合金焊丝钢、钢帘线钢、轴承钢、弹簧钢、易切削钢、齿轮钢、锚链钢、管坯钢、船用球扁钢、船用角钢等。主要用于建筑、机械、船舶、汽车以及五金工具等行业。以下是三条生产线的简要说明：
 - ◆ **中型轧钢厂：**2008 年 7 月完成了大规模技术改造，现有 $\Phi 850$ 轧机生产线一条，定位于生产 $\Phi 50$ - $\Phi 180$ mm 规格的特殊钢棒材产品，主要应用于汽车用钢，电站锅炉用超临界锅炉管坯钢，石油开采行业用油井管坯、石油钻杆、钻铤管坯、海上石油钻井平台用系泊链用钢及机械加工

行业用轴承钢、弹簧钢等合金钢系列产品，年产能力 60 万吨。2008 年、2009 年 1-9 月，中型轧钢厂分别产材 33.46 万吨、41.67 万吨；

图表8：公司棒材生产情况



来源：国金证券研究所

图表9：棒材产品具有一定的附加值优势

圆钢产品（Ø14-180mm）						方坯（150×150mm）		
轴承钢	弹簧钢	齿轮钢	锚链钢	管坯钢	合结钢	轴承钢	帘线钢	易切削钢
GCr15 GCr15SiMn	60Si2Mn 60Si2CrV 55Si3 38Si7	20CrMnTiH 30CrMnTi 18CrMnBH ZF7B 16MnCr5 42CrMo4 SAE8622H	CCSAM2 CCSAM3 RQ3 RQ3S RQ4	12Cr1MoVG 15CrMoG 37CrMnMo SA-213T91 30Mn2-Y 20G、 37Mn5 SA210C、33Mn2V	50CrV 42CrMo 25MnCrNiMo 38CrMoAl AISI4145 B7	GCr15	L09D080 L09D070	NG1215 NG12L14 08CrMnS NG1144

来源：国金证券研究所

- ◆ **高速线材厂**：拥有一条从意大利达涅利公司引进，采用无扭轧制、生产过程计算机控制、控温轧制和控制冷却、在线检测等先进技术的高速线材生产线，可生产低碳钢、中碳钢、高碳钢、合金结构钢、弹簧钢、冷镦钢、焊条钢、钢纤维钢、钢帘线钢、易切削钢等 14 个系列 50 多个牌号 200 多个品种的光面线材和螺纹钢线材。2008 年、2009 年 1-9 月，高速线厂分别产材 47.87 万吨、44.02 万吨；
- ◆ **宿迁鑫鑫**：主要终端产品为船用球扁钢、角钢和 L 型钢等船用型钢产品以及军品型材。2008 年生产钢材 12.9 万吨，其中高附加值产品占总产量 96.5%。该公司已完成易地改造。并于 2009 年 6 月搬迁至宿迁市宿豫经济开发区，目前尚未达产。
- 本次注入的钢铁生产线，多用于专用领域，前期已经完成技术改造，在所在下游行业具有一定的竞争优势。

公司核心产品供需环境将改善

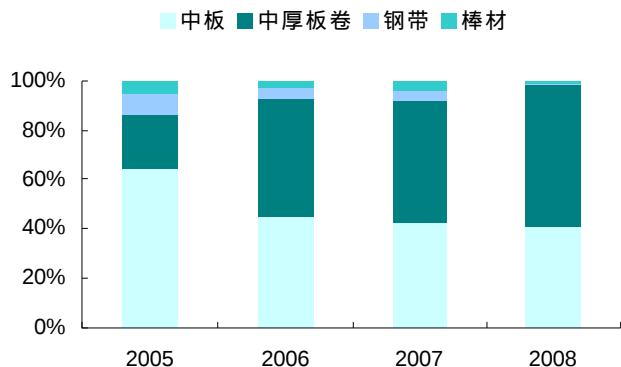
交易完成后公司地位说明

- 公司整体上市之前，主要产品以中厚板为核心，辅之以小比例的带钢棒材产品。交易完成后公司产品门类扩展至中厚板、棒材、线材、带钢、型钢 5 种产品，成为综合性的钢铁企业。在中厚板基础上增加其他钢种配置，有利于降低公司运营的风险，提高业绩的稳定性。

中厚板仍是公司核心产品

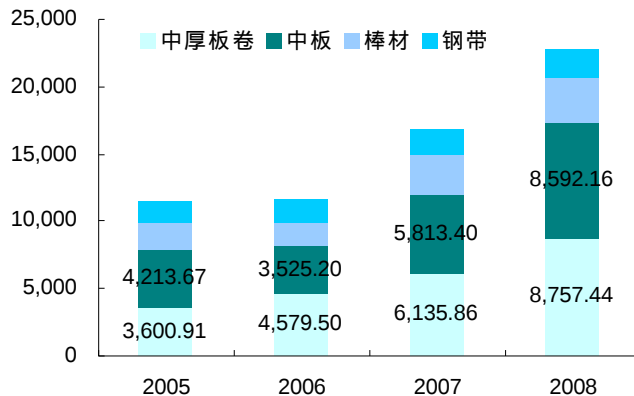
- 2003~2008 年，中厚板产品毛利占钢材销售比重逐年上升，且这一涨幅超过了中厚板的产量增幅。2003~2008 年间，这两项产品占总产量比重从 63.09% 上升为 71.28%，而同期两项产品的毛利占全部钢材销售毛利的比重却由 78.66% 大幅上升为 98.43%，公司业绩增长几乎全部由中厚板卷贡献；

图表10：中板及中厚板卷几乎贡献公司全部利润



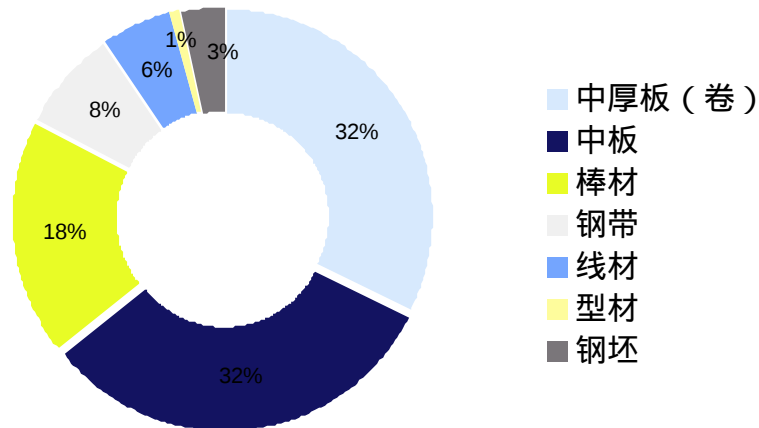
来源：国金证券研究所

图表11：公司分产品销售收入情况比较



- 新产能框架之下中厚板收入比重仍然较大：此次钢铁产能注入之后，如果按照 08 年分产品销售收入计算，中厚板仍然占到总收入的 64% 左右。因此我们对整体上市后关注的重点继续在中厚板领域；

图表12：2008 年各主要产品销售收入比重



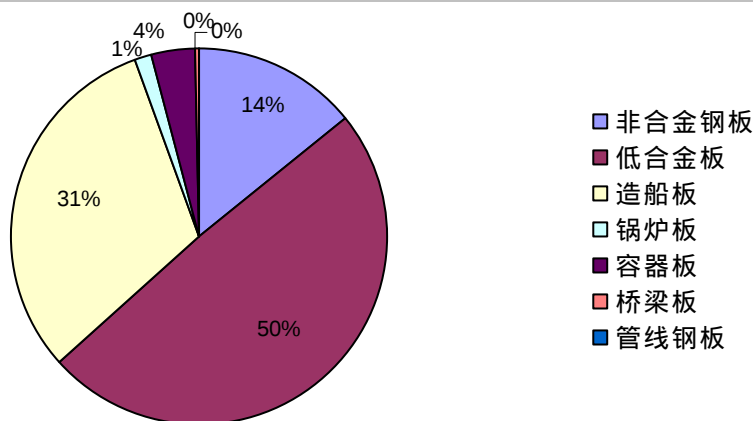
来源：国金证券研究所

- 产品市场占有率高：公司中厚板产品结构以桥梁板、低合金高强度板、管线钢和船板为主。对应下游主要在机械、造船、管道安装等工业生产领域。我们将主要产品情况概述如下：
 - ◆ 桥梁板：在全国同类企业中排名第二，市场占有率达到 26% 以上。公司为用户定做了 SM570、美标 A709 系列桥梁板，中标了美国新海湾大桥、韩国仁川钢桥、杭州湾跨海大桥、广州珠江黄埔大桥、舟山连岛大桥、长江二桥、三桥、润扬大桥、上海崇明岛大桥、武汉扬罗大桥等重大工程项目，使公司产品在这一领域立于主导地位。
 - ◆ 船板：在全国同类轧机中，销量全国排前五名。公司积极开发 E36、E40 等超高强度船板，市场占有率在全国同类企业中达到 9% 以上。

公司产品广泛用于海洋工程船舶、大型液化石油气船、集装箱船、散货船、储油船以及豪华游轮等船型；

- ◆ **管线钢**：在全国同类轧机中排名第二，销量 14 万吨/年，市场占有率达到 16%。公司主要瞄准能源输送行业，开发出 X42~X100、L360MB、L480MB 等一系列管线钢，成功打入西气东输福建 LNG 站线项目输气管线、陕京二线榆林压气站、西气东输淮武支线、中石化川气出川、杭州--宁波天然气、无锡—张家港天然气、宁波城市天然气、西部原油成品油、长沙城市天然气、乐东气田输气项目、哈萨克斯坦第三气体处理厂项目；

图表13：南钢股份中厚板产品结构



来源：国金证券研究所

- **装备技术先进**：南钢现有 3250mm 炉卷轧机和 2800mm 四辊可逆式轧机各 1 套，中板及中厚板产量达到 330 万吨/年，在同类轧机中位居全国前三名。其中南钢炉卷轧机是世界第一条从转炉——卷轧的紧凑式生产线，板坯单重可达 67 吨。能够生产出市场上紧缺的超宽超薄型“楼子板”、20 米超长船板、高强度、厚规格、宽幅型等高技术含量的特殊中板。生产线主要技术参数如下：

- ◆ 钢板厚度：4.5--50mm；宽度：1600--3200mm；长度：6000--24000mm；
- ◆ 钢卷（最大卷重：45t）厚度：2.5--20mm；宽度：1600--2500mm；

图表14：南钢中厚板产品种类齐全

管线钢	船板	容器板	高层建筑用钢	风塔用钢板	桥梁板
X42 ~ X100	A ~ E A32 ~ F40	Q245R、Q345R、 Q370R、16MnDR 09MnNiDR	Q345GJB(Z15、Z25) Q345GJD(Z15、Z25) Q390GJB(Z15、Z25)	S355JR、 S355JO S355J2、 S355J0 S355J2+N	Q345q、Q420q A709-50T A709-50F

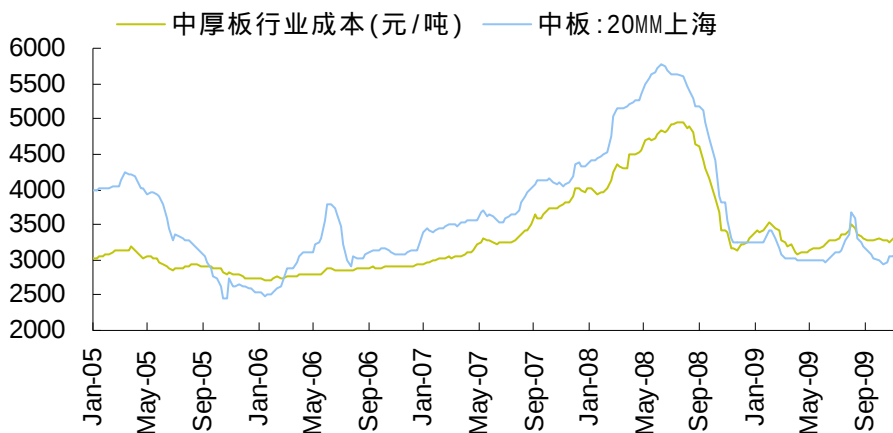
来源：国金证券研究所

中厚板供给压力开始逐步减缓

- 我们预计近两年内国内新增中厚板轧机产能 2960 万吨，远超其他钢种的产能增速是造成其行业供需环境转变的主要原因，此外今年中厚板下游需求增速放缓甚至萎缩也是行业全年低迷的重要原因。不过随着行业利润迅速下降，新产能投放速度开始逐步放缓，后期规划产能只有 1200 万吨左右，而

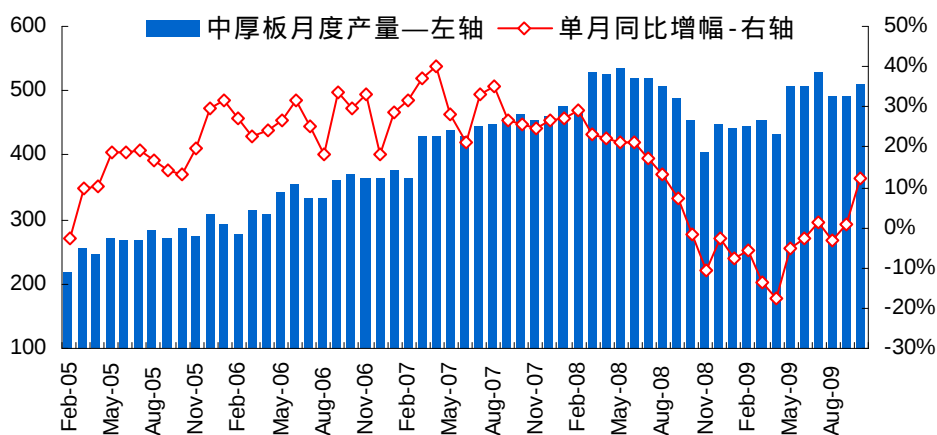
部分调坯轧材的小型中厚板生产企业则因为今年经营困难出现退出市场的迹象；

图表15：09年以来中厚板行业大部分时间处于亏损状态



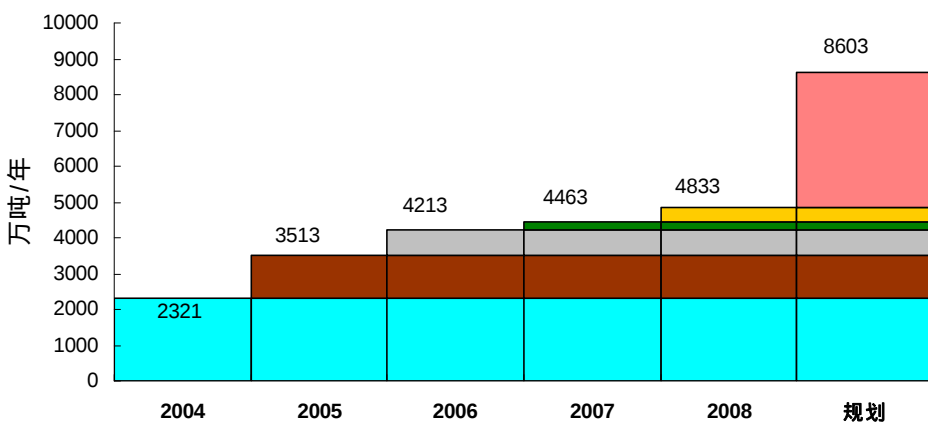
来源：国金证券研究所

图表16：中厚板月度产量及同比增速（万吨）



来源：国金证券研究所

图表17：2008-2009年中厚板产能增速较快（万吨）



来源：国金证券研究所

图表18：中厚板在建以及规划产能汇总（万吨）

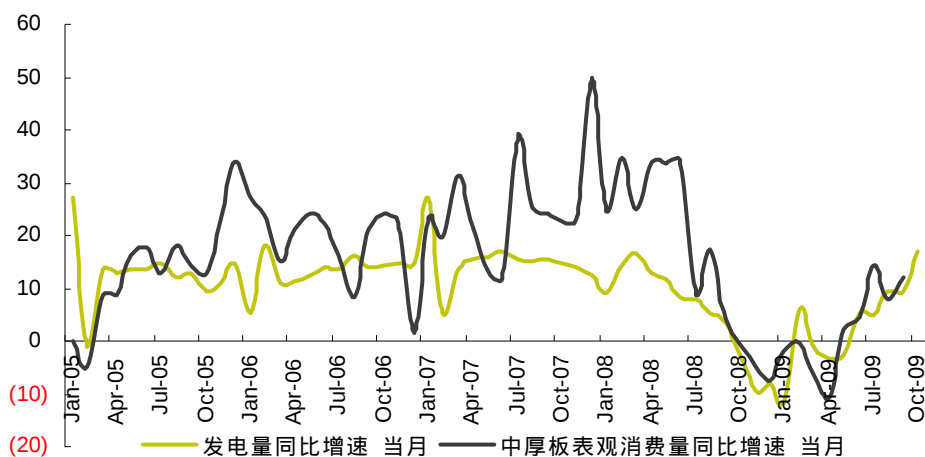
单位	投产日期	轧机组成	产品规格（厚*宽*长）	在建产能
				09~10年
浦钢罗泾	2008.3	4200mm四辊粗轧,4200mm四辊精轧	6-100mm*1200-4100mm	160
江苏南通海门	2008.4	2350mm三辊/2350mm四辊	6-30mm*1500-2000mm	100
飞达二线	2008.5	2800mm四辊双机架		120
普阳二期	2008.6	3200四辊双机架		140
唐山中厚板	2008.7	3500mm炉卷		150
南阳汉冶二线	2008.8	3800四辊/3800四辊	8-120mm*1600-3200mm	180
鞍钢鲅鱼圈	2008.8	5500mm宽厚板		200
元宝山二线	2008.9	2600四辊双机架		140
莱钢	2008.9	4300mm	6~100mm*1500~4100	180
八钢	2008.10	4200mm四辊粗轧,3500mm四辊精轧	6-100mm*1600-3200	140
安阳永兴	2008.10	3500mm		80
武钢鄂钢	2008底	4300mm轧机		160
湘钢2线	2009.5	3800mm单机架		100
沙钢二线	2009.7	5000mm宽厚板		200
重钢宽中板	2009.9	4100mm轧机	6-80mm*1600-3800	130
青钢	2009底	4800/4800双机架		200
五矿营口	2009底	4300mm轧机		200
兴澄特钢	2009底	3500mm轧机		120
兴澄特钢	2009底	4300mm轧机		120
水钢	2010	3500mm		140
合计				2960
单位	投产日期	轧机组成		规划产能
				2011年~2012年
浦钢罗泾	规划	5000mm轧机		180
济钢	规划	4300/4300mm轧机		180
德胜钢铁	规划	3800mm		150
湘钢三线	规划	5000mm轧机		150
宁波钢铁	规划	4300mm轧机		140
唐山二期	规划	4200mm轧机		180
唐山二期	规划	5000mm轧机		200
合计				1180

来源：国金证券研究所

中厚板需求最困难的时期基本过去

- 从历史数据来看，中厚板表观消费和发电量密切相关，发电量提升的背后意味着工业类企业的经营的好转。我们认为明年经济持续好转是大概率事件，工业对中厚板需求的改善是可以期待的；

图表19：中厚板消费增速和发电量高度相关（%）



来源：国金证券研究所

中厚板小结

- 从供需情况来看，产能释放的逐步减缓和工业企业需求的回升是明年中厚板行业回暖的基础条件。此外公司在中厚板领域较强的技术优势保证了公司产品具备较高的市场溢价水平。因此我们认为公司未来业绩改善空间较大。

公司业绩预测的主要假设条件

原产能状态下公司销量及成本的相关假设

- 销量：南钢的生产模式特点为订单“拉动式”生产、全流程跟踪。根据需求进行订单整合，制定炼钢、轧钢计划。因此我们假设公司销量与产量持平，产销率为100%。09年钢材产量476万吨，较08年上升9.4%；

图表20：南钢主要产品产量汇总

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E
棒材	71.4	78.4	70.4	67.5	86.6	76.4	100.0
钢带	40.4	47.2	52.2	55.3	57.3	45.1	60.0
中板	92.6	102.9	111.9	108.5	145.2	161.4	170.0
中厚板	0.0	6.9	96.9	110.5	126.5	142.2	135.0
合计	204.4	235.4	331.5	341.7	415.6	425.1	465.0

来源：国金证券研究所

- 价格：参考今年钢材现货市场价格，我们假设09年各产品平均价格较08年下降15-25%不等；
- 成本：公司采购的铁矿石中约65%来自国际市场，35%来自国内市场。国际市场中约70%存在长期供货协议，30%来自现货市场。我们假设09年各主要成本变化如下：
 - ◆ 协议铁矿石价格：澳洲下降33%，巴西下降28%；
 - ◆ 印度现货矿：较08年年度均价下降50%；
 - ◆ 国内铁精粉：较08年年度均价下降45%；
 - ◆ 焦煤：较08年年度均价下降35%；
 - ◆ 焦炭：较08年年度均价下降35%；

图表21：南钢主要原料来源

原料名称	主要供应商名称	战略采购实现方式
铁矿石	国际：澳大利亚力拓、必和必拓、巴西淡水河谷、南非库博	长期供货协议
	国内：韦岗铁矿、梅山铁矿、冶山铁矿	
	国内：金安矿业	南钢发展直间接合计持有100%股权
煤	枣庄矿业、山西焦煤集团、河南神火煤电、淮北矿业、重庆南桐矿业	长期供货协议
焦炭	临涣焦化股份有限公司	南钢股份直接持有14%股权

来源：国金证券研究所

- 综合考虑原产能系统下公司各方面情况，我们对公司业绩预测结果如下：
 - ◆ 2009~2011 年实现销售收入 238.28、244.37、261.29 亿元，同比增速为-16.0%、2.6%、6.9%；
 - ◆ 2009~2011 年实现净利润 1.48、1.92、5.18 亿元，同比增长 19.9%、30.3%、168.8%；
 - ◆ EPS 为 0.088、0.157、0.308 元，同比增速为 19.9%、30.3%、168.8%；

新产能状态下公司销量及成本的相关假设

- 销量：同样我们假设公司销量与产量持平，产销率为 100%。增加棒材、线材和型钢产能后。09 年钢材产量 595 万吨，较 08 年上升 40.0%；

图表22：南钢主要产品产量汇总

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E
棒材	71.4	78.4	70.4	67.5	86.6	76.4	160.0
钢带	40.4	47.2	52.2	55.3	57.3	45.1	60.0
中板	92.6	102.9	111.9	108.5	145.2	161.4	170.0
中厚板	0.0	6.9	96.9	110.5	126.5	142.2	135.0
线材							60.0
型钢							10.0
合计	204.4	235.4	331.5	341.7	415.6	425.1	595.0

- 价格与成本各要素的假设与发行前保持一致，预测结果如下：
 - ◆ 2009~2011 年实现销售收入 284.55、298.72、304.70 亿元，同比增速为 0.4%、5.0%、2.0%；
 - ◆ 2009~2011 年实现净利润 5.27、9.33、16.71 亿元，同比增长 351.7%、67.6%、78.9%；
 - ◆ 2009~2010 年的 EPS 分别为 0.137、0.242、0.433 元。

增发前后对比分析

- 我们将发行前后公司业绩进行对比汇总如下：

图表23：发行前后公司主要经营数据汇总

	股 本	净 利 润	E P S
单 位	亿 股	亿 元	元
发 行 前	1 6 . 8 4	1 . 9 2	0 . 1 1 4
发 行 后	3 8 . 5 5	9 . 3 3	0 . 2 4 2
增 厚 率	1 2 8 . 9 2 %	3 8 5 . 9 4 %	1 1 2 . 2 7 %

来源：国金证券研究所

- 本次增发将增厚南钢股份的业绩。

投资建议及估值比较

给予买入建议

- 经过本次收购，南钢股份在成本方面存在的关联交易将得到彻底解决，作为一个中厚板的龙头企业，在产品结构及成本方面都做好了充分准备，一旦行业趋势好转，公司盈利的大幅提升可以预期。我们给予南钢股份买入建议。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	15,708	22,005	28,354	23,828	24,437	26,129
增长率		40.1%	28.9%	-16.0%	2.6%	6.9%
主营业务成本	-14,616	-20,134	-27,105	-22,977	-23,497	-24,677
% 销售收入	93.1%	91.5%	95.6%	96.4%	96.2%	94.4%
毛利	1,092	1,871	1,249	850	940	1,452
% 销售收入	6.9%	8.5%	4.4%	3.6%	3.8%	5.6%
营业税金及附加	-73	-100	-93	-119	-122	-131
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-107	-134	-173	-145	-149	-159
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-196	-102	-210	-143	-147	-157
% 销售收入	1.2%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	715	1,534	774	443	522	1,005
% 销售收入	4.6%	7.0%	2.7%	1.9%	2.1%	3.8%
财务费用	-169	-200	-223	-241	-264	-314
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%
资产减值损失	0	-6	-434	-4	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	17	9	2	2	2
% 税前利润	n.a	1.2%	6.1%	1.0%	0.8%	0.3%
营业利润	546	1,345	125	200	260	693
营业利润率	3.5%	6.1%	0.4%	0.8%	1.1%	2.7%
营业外收支	12	-8	20	-3	-3	-3
税前利润	558	1,337	145	197	257	690
利润率	3.6%	6.1%	0.5%	0.8%	1.1%	2.6%
所得税	-168	-306	-22	-49	-64	-173
所得税率	30.1%	22.9%	15.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	390	1,031	123	148	193	518
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	391	1,031	123	148	193	518
净利率	2.5%	4.7%	0.4%	0.6%	0.8%	2.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	389	1,031	123	148	193	518
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	382	399	854	472	512	548
非经营收益	217	220	104	449	290	339
营运资金变动	-1,047	-460	-586	-691	-56	-125
经营活动现金净流	-58	1,189	495	378	939	1,281
资本开支	-156	-185	-113	-799	-712	-713
投资	-85	4	0	-1	0	0
其他	0	0	0	2	2	2
投资活动现金净流	-241	-180	-113	-798	-710	-711
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	83	-470	-428	669	229	-63
其他	-653	-400	-320	-266	-457	-507
筹资活动现金净流	-569	-870	-749	404	-229	-570
现金净流量	-868	139	-367	-16	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1,108	1,143	1,216	1,200	1,200	1,200
应收款项	1,557	928	1,129	1,096	1,124	1,202
存货	2,420	4,333	4,591	3,903	3,991	4,192
其他流动资产	511	409	227	462	472	496
流动资产	5,596	6,813	7,163	6,661	6,787	7,089
% 总资产	60.5%	62.5%	64.1%	61.5%	60.9%	61.0%
长期投资	91	86	86	87	86	86
固定资产	3,559	3,929	3,734	4,067	4,258	4,413
% 总资产	38.5%	36.0%	33.4%	37.6%	38.2%	38.0%
无形资产	1	0	0	9	17	23
非流动资产	3,651	4,091	4,020	4,165	4,362	4,524
% 总资产	39.5%	37.5%	35.9%	38.5%	39.1%	39.0%
资产总计	9,247	10,903	11,183	10,826	11,150	11,614
短期借款	2,558	2,543	2,360	3,034	3,262	3,199
应付款项	1,888	3,365	3,998	2,692	2,756	2,918
其他流动负债	293	113	168	468	475	491
流动负债	4,739	6,021	6,525	6,193	6,493	6,607
长期贷款	1,016	545	290	290	290	291
其他长期负债	2	3	4	0	0	0
负债	5,757	6,570	6,820	6,483	6,783	6,898
普通股股东权益	3,490	4,334	4,363	4,342	4,367	4,716
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,247	10,903	11,183	10,826	11,150	11,614

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.417	1.101	0.073	0.088	0.114	0.307
每股净资产	3.729	4.630	2.590	2.577	2.592	2.799
每股经营现金净流	-0.061	1.271	0.294	0.225	0.557	0.760
每股股利	0.200	0.200	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	11.16%	23.79%	2.82%	3.40%	4.41%	10.98%
总资产收益率	4.21%	9.45%	1.10%	1.36%	1.73%	4.46%
投入资本收益率	7.09%	15.94%	9.35%	4.33%	4.94%	9.19%
增长率						
主营业务收入增长率	5.71%	40.09%	28.86%	-15.97%	2.56%	6.92%
EBIT增长率	-0.36%	113.90%	-49.57%	-42.79%	17.92%	92.55%
净利润增长率	-5.09%	164.77%	-88.05%	19.89%	30.32%	168.82%
总资产增长率	10.67%	17.91%	2.56%	-3.19%	2.99%	4.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.3	5.6	2.6	5.8	5.8	5.8
存货周转天数	53.3	61.2	60.1	62.0	62.0	62.0
应付账款周转天数	23.8	21.8	22.2	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	73.6	56.7	46.5	58.9	57.3	53.0
偿债能力						
净负债/股东权益	70.64%	44.88%	32.87%	48.90%	53.87%	48.55%
EBIT利息保障倍数	4.3	7.7	3.5	1.8	2.0	3.2
资产负债率	62.25%	60.25%	60.98%	59.89%	60.84%	59.40%

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
强买	0	1	1	1	13
买入	0	1	1	2	37
持有	0	2	2	2	41
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.25	2.25	2.23	2.30

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。