

南钢股份(代码 600282.Sh)

中厚板龙头未来空间更广阔

——南钢股份深度报告

刘勇

86-10-5836 2789

liuyong@bhq.com

核心观点:

- 专注于高附加值中厚板卷的钢铁企业
- 中厚板(卷)产品未来两年无忧
- 整体上市解决关联交易和提升盈利能力

投资要点:

● 专注于高附加值中厚板卷的钢铁企业。

公司是我国最大的民营控股上市钢企,相对灵活的经营体制使得公司管理能力、生产效率远高于行业平均水平。具有 330 万吨的中厚板卷产能,中厚板产量 08 年排名第二。公司的战略定位非常清晰,将一如既往地专注于高附加值专用板生产供应商,专注于高端板材的进口替代。未来如果有新增产能,仍然是以高附加值宽幅厚板为主,并且 09 年公司在产品开发上取得四大突破,石油储罐用钢、高抗压高等级管线用钢等新产品未来市场空间广阔。

● 中厚板卷产品未来两年无忧。

第一、中厚板产能的冲击被人为的夸大了。经过我们对相关统计数据的核对和草根调研情况了解到,大部分拟开工项目进展停滞和已投产项目的达产时间推后,使得实际可利用产能被大大高估了,未来两年中厚板的产能扩张速度可能只有 5%左右的水平。第二、尽管船板占中厚板的比例较高,但市场不能就此将两者划上等号,通过担忧造船行业的不景气而理所当然的认为中厚板的需求不旺盛,因为我们不能忽视中厚板中的其它品种钢的技术水平提升带来的产量增长(进口替代),以及相对应下游需求的爆发式增长。第三、造船行业景气度与钢材消费量的关系,我们不能用该行业研究的视角看,而应用下游行业的观点看,通过跟踪不同的指标——手持订单(当然更准确的应该是造船新开工量,只是我们在造船行业的数据统计中并没有找到该指标),我们得出不同的结论,造船用钢材消费未来两年完全无须担忧。

● 整体上市解决关联交易和提升盈利能力

公司对南钢发展 100%股权的收购,使得钢铁主业资产完全进入上市公司,一劳永逸的解决了关联交易,将较大幅度的提升盈利能力。同时公司产品结构更趋完善,120 万吨线棒材进入上市公司后毛利率有望进一步提升,40 万吨船用型钢产品和部分军品型材的毛利率一直就较高。

● 投资建议

综合公司绝对估值和相对估值状况,我们认为公司的合理股价应为 6.8-7.9 元,如果整体上市后毛利率提升,那么其估值还有向上拓展空间。而当前的股价是 5.85 元,建议买入,目标价 7.3 元。

(百万元,元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	22005	28354	24291	28186	30249
EBITDA(百万元)	1926	1193	870	1324	1523
净利润	1031	123	174	567	738
摊薄EPS(元)	1.10	0.07	0.10	0.34	0.44
PE(X)	5.3	80.0	56.5	17.4	13.4
EV/EBITDA(X)	3.9	9.5	11.9	6.8	4.7
PB(X)	1.26	2.26	2.35	2.08	1.82
ROIC	15.94%	9.35%	4.30%	10.92%	12.03%
总资产周转率	2.17	2.57	2.00	2.09	2.07

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价

¥7.30

格:

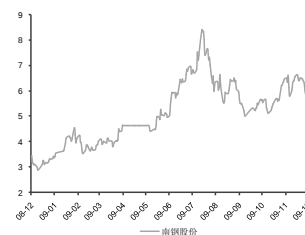
上次预测:

¥0.00

当前价格:

¥5.85

2009.12.18



公司简介

南钢股份是我国实力居前的中厚板卷生产企业,中厚板产量位居行业第二,技术实力非常雄厚,也是我国最大的民营控股上市钢铁企业。

相关报告

《数涨涨跌,还看需求》
——钢铁行业深度研究报告

2009.8.30

《探寻钢价奥秘》

——钢铁行业四季度投资策略
报告

2009.9.20

《稳健经营,坚实迈步》

——武钢股份深度研究报告

2009.11.11

《一年河东,一年河西》

——2010 年钢铁行业年度策略
报告

2009.11.25

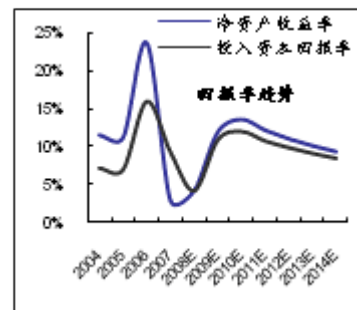
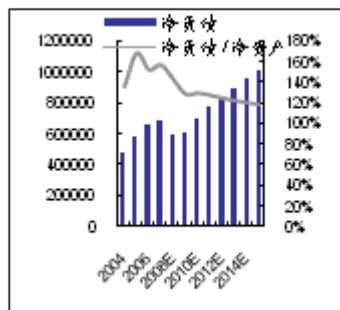
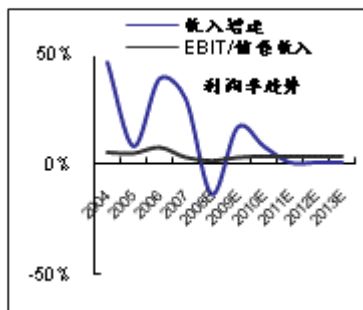
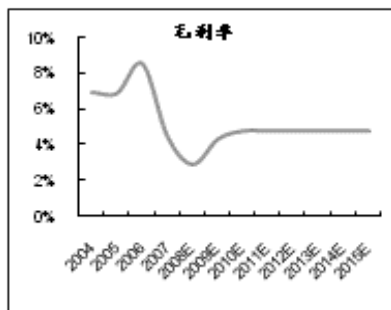
公司深度研究

资产负债表						利润表 (百)					
	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1143	1216	1152	1694	3580	营业收入	22005	28354	24291	28186	30249
应收票据	722	923	794	921	988	营业成本	20134	27105	23592	26978	28815
应收账款	199	197	200	232	249	营业税金及附加	100	93	80	93	100
预付款项	397	144	-77	-330	-600	销售费用	134	173	134	155	166
其他应收款	7	9	8	9	10	管理费用	102	210	170	197	212
存货	4333	4591	4537	5188	5541	财务费用	200	223	102	60	39
其他流动资产	11	83	83	83	83	资产减值损失	6	434	15	0	0
长期股权投资	86	86	86	86	86	投资收益	4	0	0	0	0
固定资产	3416	3613	6181	5750	5299	汇兑收益	12	9	5	5	5
在建工程	513	121	160	130	115	营业利润	1345	125	203	708	922
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支	-8	20	15	0	0
无形资产	0	0	2	4	5	税前利润	1337	145	218	708	922
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	306	22	44	142	184
资产总计	10903	11183	13143	13783	15373	净利润	1031	123	174	567	738
短期借款	2020	2310	1027	0	0	归属于母公司	1031	123	174	567	738
应付票据	50	1110	646	739	789	少数股东损	0	0	0	0	0
应付账款	1439	1862	1588	1820	1967	基本每股收	1.10	0.07	0.10	0.34	0.44
预收款项	1832	983	1469	2033	2638	稀释每股收	1.10	0.07	0.10	0.34	0.44
应付职工薪酬	216	198	198	198	198	财务指标					
应交税费	-148	-130	300	300	300	成长性					
其他应付款	44	43	43	43	43	营收增长率	37.9%	28.9%	-14.3%	16.0%	7.3%
其他流动负债	41	91	59	90	106	EBIT增长率	115.4%	-49.6%	-59.3%	142.1%	25.3%
长期借款	545	290	590	790	890	净利润增长	163.9%	-88.0%	41.5%	225.1%	30.2%
负债合计	6570	6820	7942	8037	8957	盈利性					
股东权益合计	4334	4363	5201	5746	6416	销售毛利率	8.5%	4.4%	2.9%	4.3%	4.7%
现金流量表						销售净利率	4.7%	0.4%	0.7%	2.0%	2.4%
净利润	1031	123	174	567	738	ROE	23.8%	2.8%	4.1%	11.9%	13.6%
折旧与摊销	392	420	555	561	567	ROIC	15.94%	9.35%	4.30%	10.92%	12.03%
经营活动现金流	1189	495	1560	1551	1996	估值倍数					
投资活动现金流	-180	-113	-202	-102	-102	PE	5.3	80.0	56.5	17.4	13.4
融资活动现金流	-870	-749	-1422	-907	-7	P/S	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
现金净变动	139	-367	-64	542	1887	P/B	1.26	2.26	2.35	2.08	1.82
期初现金余额	1108	1143	1216	1152	1694	股息收益率	6.8%	3.8%	3.4%	0.2%	0.7%
期末现金余额	1248	776	1152	1694	3580	EV/EBITDA	3.9	9.5	11.9	6.8	4.7

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	77367.9	31503.9	76285.3	95593.4	95593.4	95593.4	95593.4	95593.4	95593.4	95593.4	95593.4
所得税	15.21%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
NOPLAT	65602.3	25203.1	61028.2	76474.7	76474.7	76474.7	76474.7	76474.7	76474.7	76474.7	76474.7
营运资金净变动	40966.4	54957.1	36001.4	64999.9	85866.2	87421.7	87739.8	87701.2	87182.2	87511.2	87533.6
资本支出	19542	-20200	-10200	-10200	-150500	-150300	-150300	-150300	-100300	-100300	-100300
自由现金流	168080.3	115422.4	142955.8	187989.5	72636.7	80184.4	87160.2	94212.2	149750.2	155619.3	160913.4

WACC	10.54%	Ke	18.6%
永续增长率	0.00%	Kd	4.9%
终值	65088.0	t	20%
企业价值	1499908.1	Rf	3%
非核心资产价值	123747.5	E(Rm)	0.15
债务价值	166816.02	Rm - Rf	12%
股权价值	1333092.1	D/A	14.5%
股本	168480.00	E/A	85.5%
每股价值	7.91	Beta	1.30

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
$\frac{W}{E}$	7.62%	12.09	12.70	13.41	14.27	15.31
	8.12%	11.21	11.71	12.29	12.98	13.80
	8.62%	10.45	10.87	11.35	11.90	12.56
	9.12%	9.79	10.14	10.54	11.00	11.53
	9.62%	9.20	9.50	9.83	10.22	10.66
	10.12%	8.68	8.94	9.22	9.55	9.91
	10.62%	8.22	8.44	8.68	8.96	9.27



目录

1. 南钢股份——专注于高附加值中厚板卷的钢铁企业	6
1.1. 南钢股份基本情况	6
1.2. 朝更宽、更专的中厚板前进的发展战略	8
1.3. 灵活的民营机制，卓越的管理能力	9
1.4. 技术攻坚取得丰硕成果	10
2. 中厚板(卷)产品未来两年无忧	10
2.1. 中厚板的供需形势分析	10
2.2. 造船板和管线钢的需求分析	11
3. 整体上市，解决关联交易，提升盈利能力	17
3.1. 关联交易走下舞台	17
3.2. 更趋完善的产品结构	17
3.3. 铁矿石收购缓解资源压力	18
4. 关键假设与盈利预测	19
4.1. 产品销量的假设	19
4.2. 产品价格的假设	19
4.3. 主要成本的假设	19
5. 估值和投资建议	20
5.1. 绝对估值法	20
5.2. 相对估值法	20
5.3. 投资建议	21
5.4. 风险提示	21

图表目录

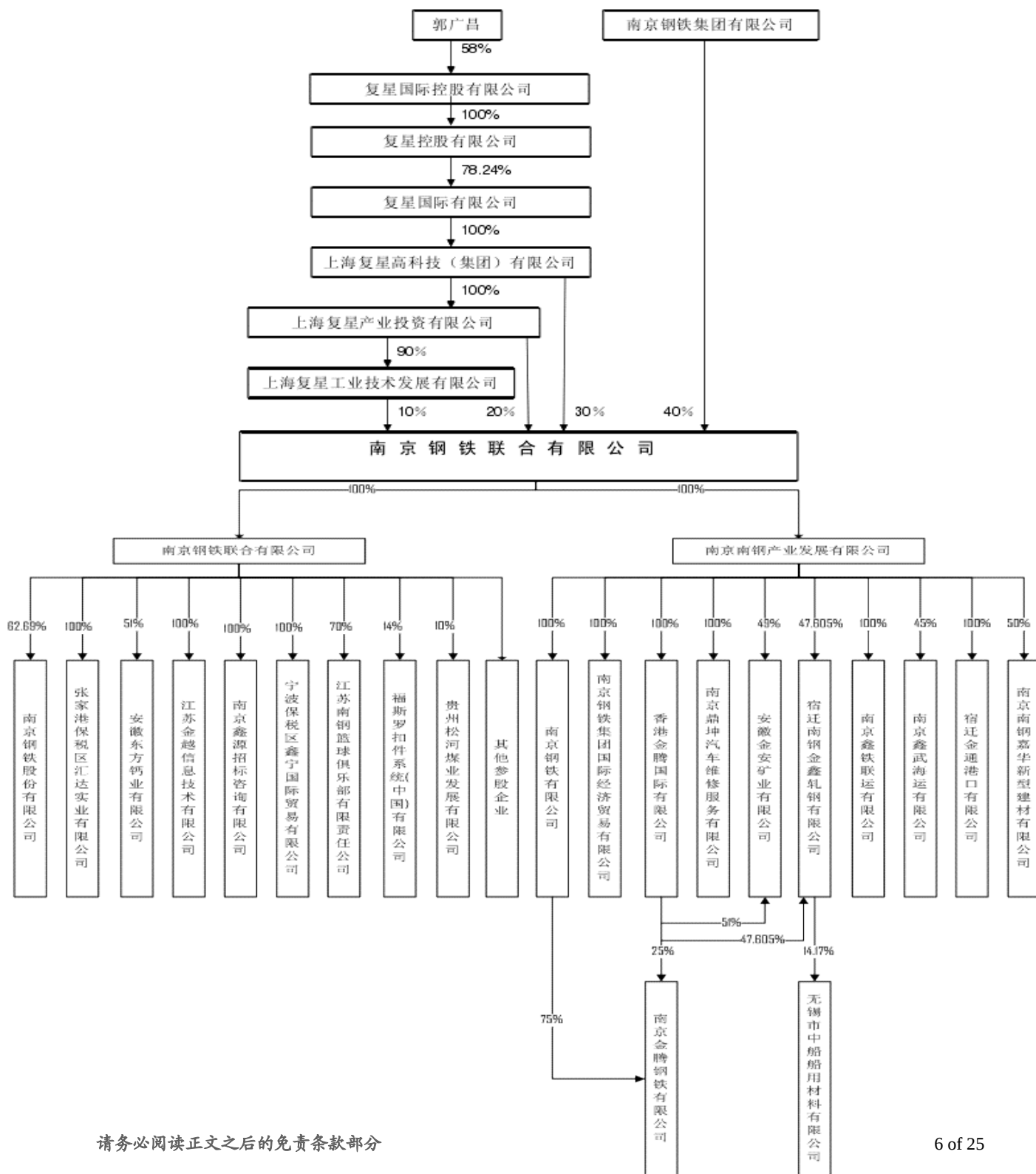
图 1: 南钢股份公司股权结构	6
图 2: 公司产能及生产线图	7
图 3: 公司 2008 年经营收入分产品饼图	8
图 4: 公司各钢材品种年毛利率趋势	8
图 5: 南钢股份中厚板（卷）厂产能利用率与中厚板子行业产能利用率比较	9
图 6: 主要钢铁公司人均产钢对比	9
图 7: 中厚板产能增长统计（不包括特厚板产能）	10
图 8: 中厚板表观消费量及增速	11
图 9: 公司中厚板卷品种钢产量	11
图 10: 公司热轧中厚板卷品种钢详细规格	11
图 11: 公司中板厂品种钢详细规格	12
图 12: 中厚板市场状况与作为市场领导者公司的量价关系:	12
图 13: 全球造船产能地区变化趋势	13
图 14: 船舶制造链条示意图	14
图 15: 09/10/11 年新订单、在手订单和造船完工量的数据。	15
图 16: 油轮、散货船、集装箱船的新船价格已有较大跌幅	15
图 17: 1978-2010 年全国输油（气）管道总里程	16
图 18: 资产收购后的产品结构图	17
图 19: 南钢股份相对钢铁板块走势	21
表 1: 公司各钢材品种历年产量变化	7
表 2: 股份公司主要关联交易金额	17
表 3: 南钢发展资产收购前后盈利能力对比	18
表 4: 公司主要原材料来源汇总	19
表 5: 绝对估值法估算南钢每股价值	21
表 6: 全球主要钢铁公司估值比较	21

1. 南钢股份——专注于高附加值中厚板（卷）专用板的钢铁企业

1.1. 南钢股份基本情况

南钢股份是我国实力居前的中厚板生产企业，中厚板产量和技术实力在所有钢铁企业中排名第二。2003 年复星集团入股南钢，变身成民营控股的钢铁上市公司。

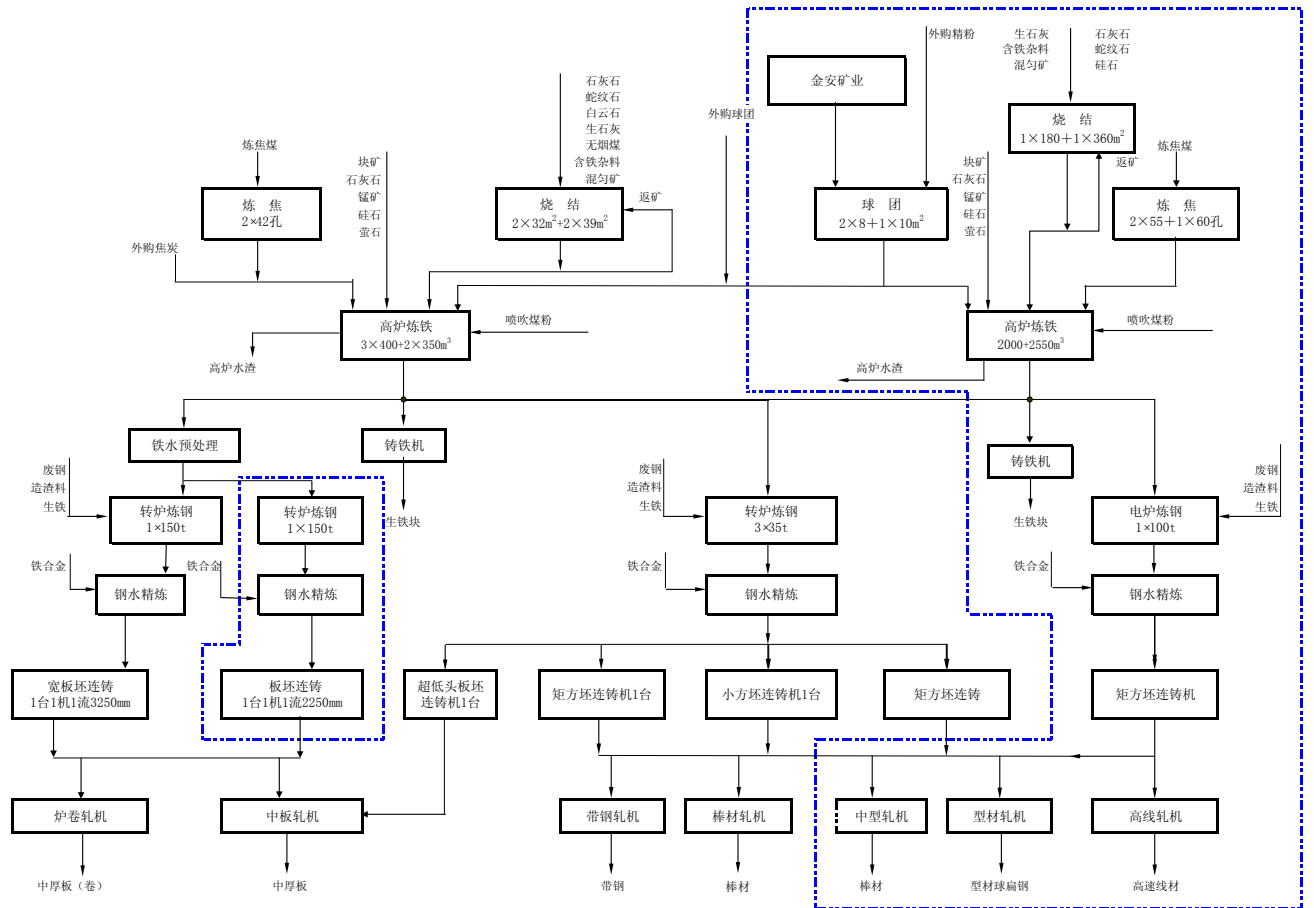
图 1：南钢股份公司股权结构



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

整体上市之后，公司钢铁主业资产将全部进入上市公司，形成具备年产 600 万吨铁、650 万吨钢、650 万吨材的综合生产能力。其中中厚板（卷）产能 330 万吨、棒材 160 万吨、高线材 60 万吨、带钢 60 万吨、型材 40 万吨，其中中厚板卷产能仍然占据半壁江山。

图 2：公司产能及生产线图



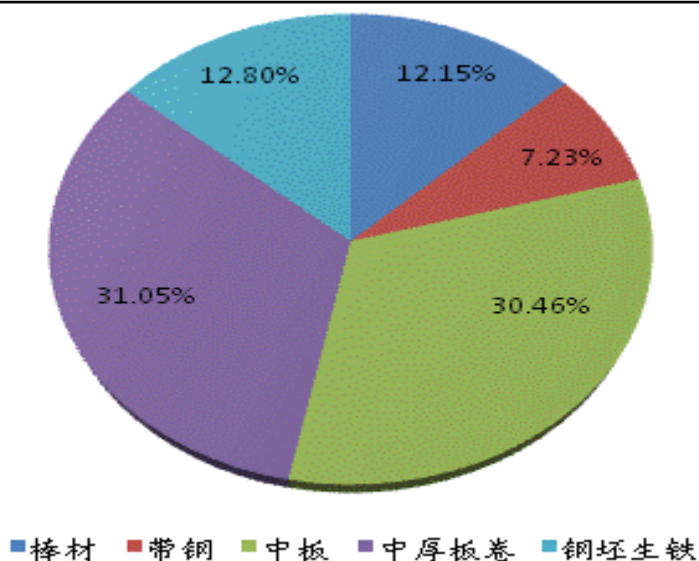
资料来源：公司公告 渤海证券研究所

表 1：公司各钢材品种历年产量变化

年度	棒材产量 (万吨)	钢带产量 (万吨)	中板产量 (万吨)	宽中厚板 (卷) 产 量 (万吨)	高线 (万吨)	型材 (万吨)	总产量 (万吨)
2000年	22	24	64	----	----	----	110
2001年	40	24	73	----	----	----	137
2002年	48	37	82	----	----	----	167
2003年	71	40	93	----	----	----	204
2004年	78	47	103	7	----	----	235
2005年	70	52	112	97	----	----	331
2006年	68	55	108	110	----	----	341
2007年	87	57	145	127	----	----	416
2008年	76	45	161	142	----	----	425
2009年	101	58	172	145	----	----	476
2010年	160	65	180	155	60	35	655
2011年	160	65	180	155	60	40	660

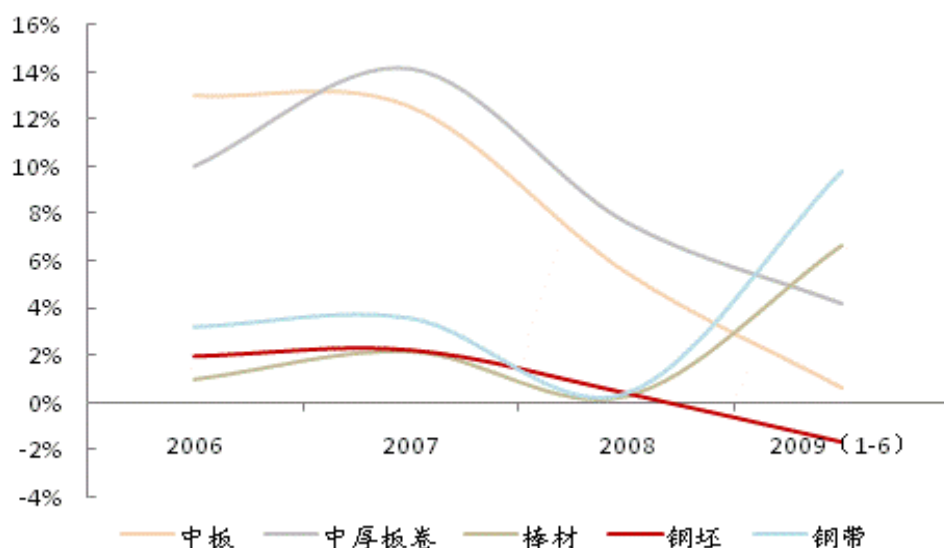
资料来源：公司资料 渤海证券研究所

图 3: 公司 2008 年经营收入分产品饼图



资料来源: 公司年报 渤海证券研究所

图 4: 公司各钢材品种年毛利率趋势



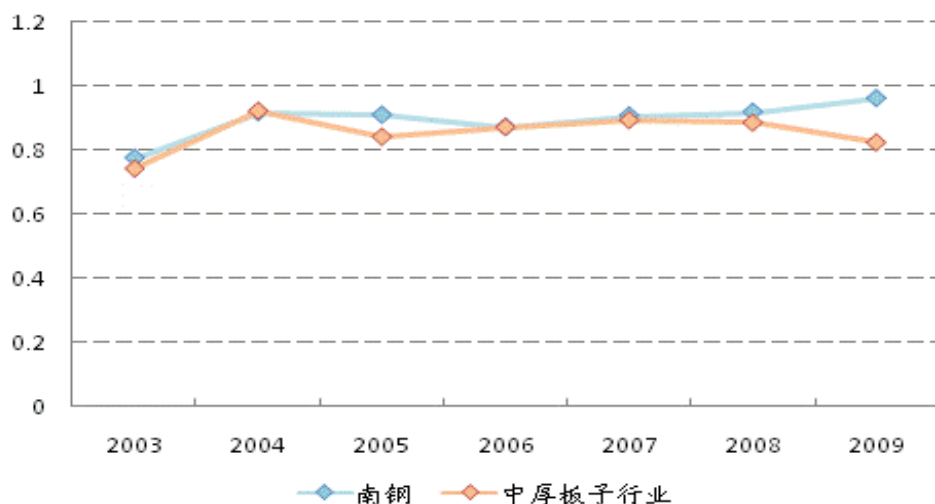
资料来源: 公司公告 渤海证券研究所

1.2. 朝更宽、更专的中厚板前进的发展战略

公司的战略定位非常清晰，将一如既往地专注于高附加值专用板生产供应商，专注于高端板材的进口替代。未来如果有新增产能，仍然是以高附加值宽幅厚板为主，即朝着宽度 4.7 米、5.5 米的方向前进，高精尖品种钢的比例会越来越高，这种将优势产品做大做强的集中化、差异化战略，虽然存在单一品种占比过高风险敞口过大的担忧，但我们认为这并不构成担忧的主要因素，其因，一是工业用钢和建筑用钢的景气趋势并不可能偏离太大，工业化和城市化本就是相伴而生的，这从各品种用钢的价格走势能发现。二是公司的产品布局和发展方向是品种板和专用板，普板的比例将会逐渐变小，而品种板和专用版的周期波动性要小于普板。同时，专注于中厚板（卷）品种钢将可能使得该产品拥有更高的市场占有率

率和品牌认知度以及技术开发能力，即使遇到该产品不景气，公司的产能利用率也会高于子行业平均产能利用率，据我们计算，公司今年的总产能利用率是 97%，而中厚板子行业的产能利用率只有 85%。

图 5：南钢股份中厚板（卷）厂产能利用率与中厚板子行业产能利用率比较

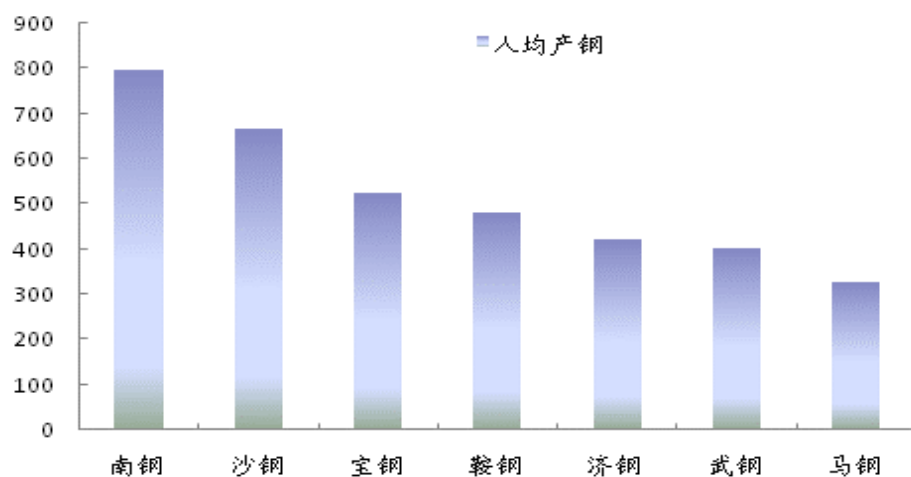


资料来源：渤海证券研究所

1.3. 灵活的民营机制，卓越的管理能力

公司具有比较完善的管理激励机制。且权责明确，具体表现为公司各个层面的责任意识浓厚和责任范围明确，政策执行力强，如果我们从一条生产线的开工到投产，从投产到达产的时间，经了解，明显要短于其它钢铁公司。公司的生产效率非常高，我们考察各项人均产出指标，发现均居于钢铁行业首位，截止 08 年年底，股份公司员工 5338 人，其人均产钢 797 吨，而宝钢人均产钢只有 526 吨、最大的民营钢铁公司沙钢集团人均产钢 665 吨。在中钢协公布的 1-9 月份全国 500 万吨钢以上规模钢铁企业主要经济指标排名中，经济效益综合指数、全员劳动生产率、资本产出率 3 项指标名列第一，可见公司的管理能力是处于同行业领先水平

图 6：主要钢铁公司人均产钢对比



1.4. 技术攻坚取得丰硕成果

公司中厚板生产历史悠久，发展很快，2004 年投产的中厚板卷厂，布局紧凑，装备一流，除轧制生产线所有设备均也业内第一，而且拥有国内最大规格的炉卷机。新产品研发和质量控制屡有收获，09 年就实现了四大技术突破，前三季度生产的钢板，探伤合格率达到 99.24%，相比 08 年提高了 3.75 个百分点；为大连造船厂开发的 6mm*3150mm 规格的造船楼子板，国内唯一；十二锰镍钒容（12MnNiVR）石油储罐钢，国内有资质的钢铁企业只有 6 家，今年市场占有率排名第一，且性能合格率和综合合格率高出国内同类钢板 10 个百分点左右。成功试生产九镍钢一炉，国内只有南钢和太钢两家能生产。我们认为高、专、新产品的市场空间很大，从研发成功到批量生产的时间将会越来越短。

从公司研发新产品来看，长期来看，我们认为高端板材类企业应该享受高估值，尽管板材供需暂时不好。而且管线钢、高速铁路用钢等也是国家钢铁产业振兴规划中鼓励的品种

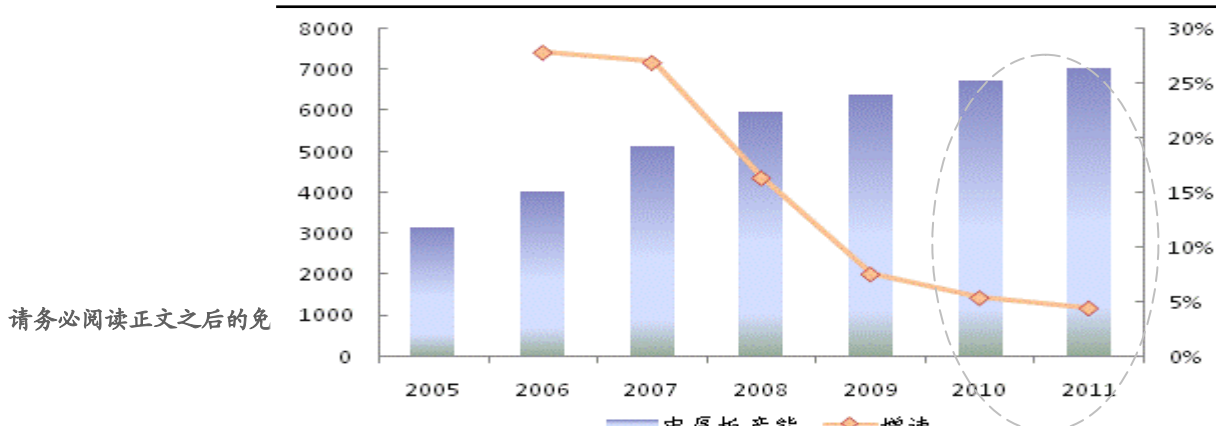
2. 中厚板(卷)产品未来两年无忧

公司的核心产品是热轧中厚板卷品种钢。中厚板是指厚度 4.5-25.0mm 的钢板，厚度 25.0-100.0mm 的称为厚板，厚度超过 100.0mm 的为特厚板。中厚板的下游包括建筑工程、机械制造、容器制造、造船、桥梁等。

2.1. 中厚板的供需形势分析

2009 年国内中厚板总产能（不包括 100mm 以上的特厚板）达到 6405.6 万吨，全年产量只有 5359 万吨，产出缺口明显。但根据相关机构统计的中厚板在建、新建和拟建项目汇总，以及我们对某些上市公司做的草根调研情况了解到，2010、2011 年的新增产能能量很少，并且认为新增产能中大部分量将来自于已投产项目的达产产能。而对于总额为 1100 万吨的中厚板规划产能，我们了解到，基本上大都已停止，并没有往上报，即使上报审批下来也困难。我们认为中厚板的供给冲击力量较弱主要源于以下三方面的原因：一、投产时间可能推迟，二、项目难以投产、三、项目短期内难以达产（一般新上中厚板生产线从投产到完全达产的时间差不多是 3-6 个月时间，甚至更长），所以实际上未来两年的中厚板供应端情况没有想象中的那么严重，市场应该以更加乐观的态度看待中厚板的供给。

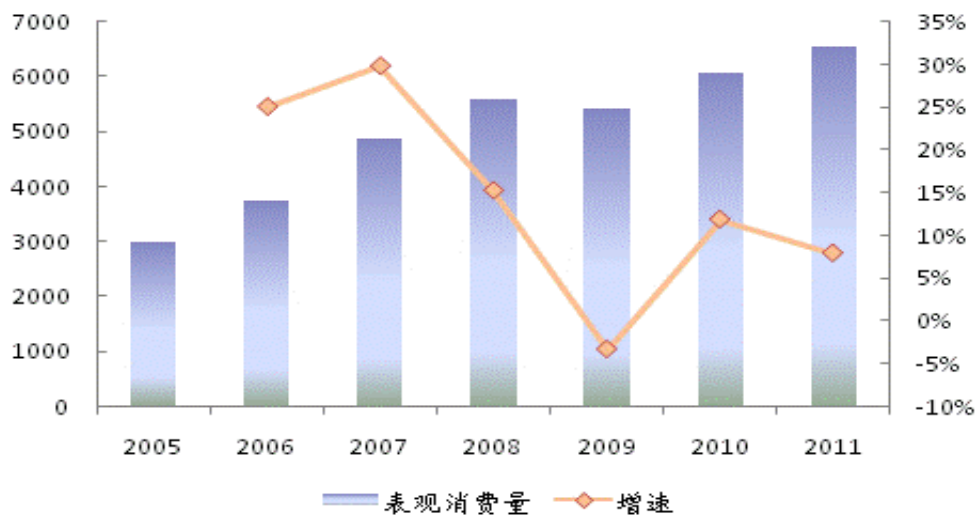
图 7：中厚板产能增长统计（不包括特厚板产能）



资料来源：渤海证券研究所

同时，中厚板的消费，我们认为也是呈上升的趋势，预计 2010、2011 年表观消费增速将达到 12%、8%。

图 8：中厚板表观消费量及增速

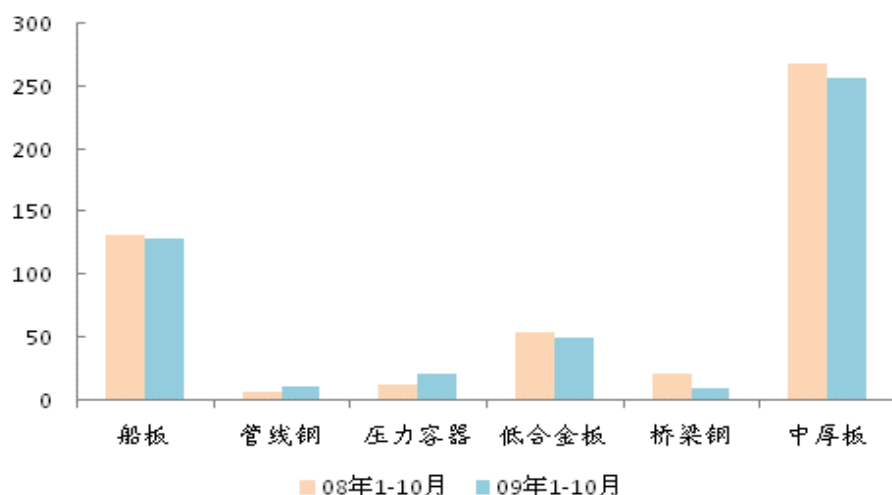


资料来源：渤海证券研究所

2.2. 造船板和管线钢的需求分析

由于品种钢种类繁多，每一种产品对应一个下游行业，因此本报告中，将主要分析占比大的船板和面临大机会的管线钢分别对应的造船行业和油气管道行业，最后简要分析公司的几种优势产品。

图 9：公司中厚板卷品种钢产量



资料来源：公司公告 渤海证券研究所

图 10：公司热轧中厚板卷品种钢详细规格

序号 No.	钢种名称 Quality	代表牌号 Grade No.	执行标准 Standard	规格范围 Size
1	造船钢板 Plate for ship building	A, B, D, E, A32, D32, E32, A36, D36, E36	ABS, CCS, DNV, GL, LR, etc	5~50×1600~3200 ×6000~24000
2	管线钢板 Pipe line steel	X 42~X80	API 5L, EU	6~30×1600~3200 ×6000~18300
3	低合金高强度结构钢板 Low alloy high strength structural steel	Q390, Q345, Q420 A572, A573	GB/T1591, ASTM	5~50×1600~3200 ×6000~24000
4	优质碳素钢板 High quality carbon steel	08, 15, 20, 45等	GB/T711	4.5~50×160 ~3200×6000~24000
5	碳素结构钢板 Carbon structural steel	Q195, Q235, SS400, SS490	GB/T700, JIS	
6	锅炉钢板 Boiler plate	20g, 16Mng, 19Mng SB410, SB450	GB713, JIS, DIN	6~50×1600~3200 ×6000~12000
7	压力容器钢板 Pressure vessel steel	16MnR, 20R, SPV315, A202, A515, A537	GB6654, JIS, ASTM	
8	桥梁钢板 Bridge plate	Q345q, Q370q, Q420q, SM400, SM490 GB/T714, JIS, ASTM	GB/T714, JIS, ASTM	8~50×1600~3200 ×6000~18000
9	工程机械用钢板 Steel for engineering and machinery building	A633A, StE460	ASTM, DIN	
10	汽车大梁钢板 Auto beam plate	09SiVL	GB3273	4.5~12×1600~ 3000×6000~18000

资料来源：公司资料 渤海证券研究所

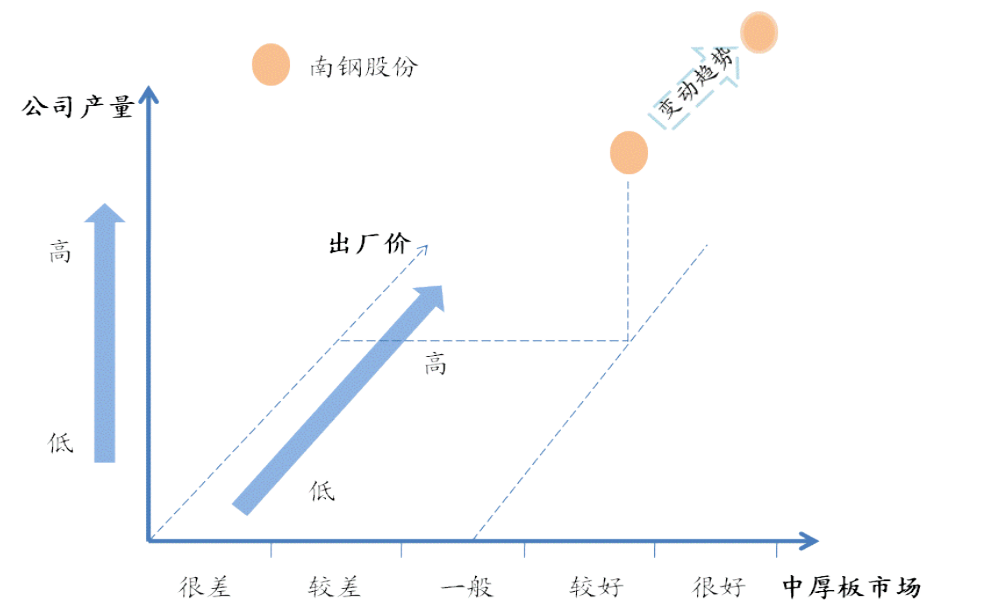
图 11：公司中板厂品种钢详细规格

序号 No.	钢种名称 Quality	代表牌号 Grade No.	执行标准 Standard	规格范围 Size
1	船板 Ship building plate	A, B, A32, A36	ABS, CCS, NV, GL, LR, etc.	6~30×1600 ~2200
2	普板 Normal plate	Q195, Q235, etc.	GB/T700	
3	低合金板 Low alloy plate	Q390, Q345, etc.	GB/T1591	
4	碳板 Carbon plate	40~50#, etc.	GB/T711	
5	桥梁板 Bridge plate	Q345q, etc.	GB/T714	
6	锅炉板 Boiler plate	20g, 16Mng, etc.	GB713	6~25×1600 ~2200
7	容器板 Pressure vessel plate	16MnR, 20R, etc.	GB6654	2200

资料来源：公司资料 渤海证券研究所

我们把中厚板的市场分成以下集中情形：市场很差，较差、一般、较好、很好。可能出现的情况是，由于技术实力和品牌效应的存在，除非是在非常差的市场境况下，则公司产量所受影响不会很大。再看价格，由于产业格局因素，钢材产品不同于其它消费品，只有绝对垄断溢价，而相对溢价程度却较小。综合考虑公司目前所处阶段即是“以量补价阶段”。

图 12：中厚板市场状况与作为市场领导者公司的量价关系：



资料来源：渤海证券研究所

➤ 造船板——向上修正市场空间

公司目前基本上是以高强度高等级的 D\E\F 船板为主，A 级和 B 级的船板占比已经很小，公司的船板比例是 50.2%。

市场上的观点认为造船行业的景气度比较差，而且认为造船行业周期比较长（有说 30 年），投资者对中厚板需求比较担忧的也主要是船板，我们觉得有必要再解读和思考目前市场上对造船行业不景气的指标观察和逻辑判断是否适用于造船板？实际上，存在三方面的因素，使得我们看好国内的船板市场，尤其是华东区域船板市场。

（1）、中国造船业的区域分布。由于运输半径的影响，我们发现造船板的布局非常具有地域特征，集中于环渤海湾、华东、华南三大造船基地。其中江苏省尤甚，2008 年全省造船完工量 889.5 万吨，占国内份额的 30.9%，我们认为目前的造船业布局是很难改变的，该区域造船业历史悠久，中国第一家船厂就是江南造船厂，目前产业集聚效应已经显现。因此我们在此客观基础上做出如下判断：南钢公司的船板将借助于造船业地域集中的有利地势，能一定程度上保证较高的开工率，产能不会出现大面积的闲置。

（2）、全球造船业的产业转移将不可避免

近 100 年来，世界上造船产业转移的主要趋势是，从以英国为主的欧洲转移至日本、然后到韩国，今后将有可能到中国，而导致产业转移发生的主要因素概括起来大概是国际贸易的大发展、国家产业政策的支持、各投入要素具有明显的比较优势。根据全球航运业研究鼻祖克拉克松的研究显示，2012 年中国造船产能所占世界份额，将从 2006 年的 18.3% 上升到 28.6%，成为造船业第一大国。那么中国的船板市场空间还是具有较大的空间

图 13：全球造船产能地区变化趋势

	2006		2012E		增长率 (%)	增长量
	百万总吨	(%)	百万总吨	(%)		
中国	7.1	18.3	14.3	28.6	101.4	7.2
韩国	11.1	28.5	13.3	26.6	19.8	2.2
日本	10.6	27.2	12.4	24.8	17.0	1.8
欧洲	7.0	18.0	6.6	13.2	(5.7)	(0.4)
其他	3.1	8.0	3.4	6.8	9.7	0.3
总计	38.9	100.0	50.0	100.0	28.5	11.1

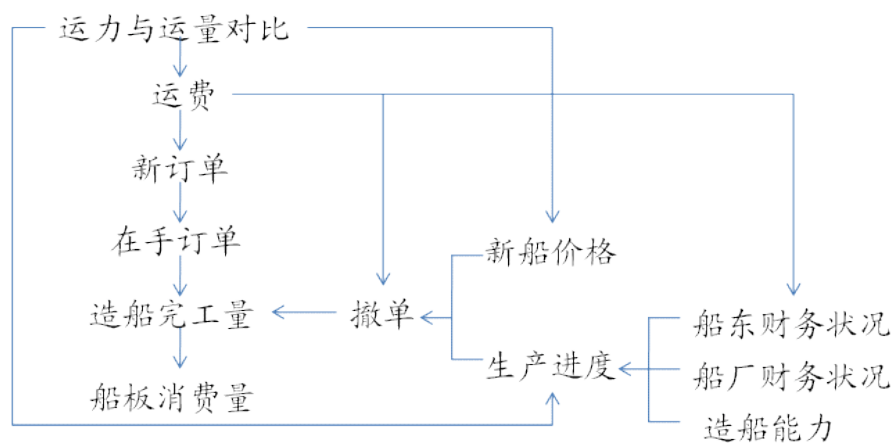
资料来源：克拉克松 渤海证券研究所

此外，我们从公司调研了解到的情况，尽管全球船板新订单数同比萎缩的很厉害，但船板的出口市场依然存在，只要想出口就能出口，也就是说，公司船板不仅能沾造船业向中国转移的光，目前阶段也能沾国际市场的光，虽然出口市场的毛利率并不高，但却是一道保证较高开工率的金钥匙。

（3）、造船行业运行逻辑的再认识

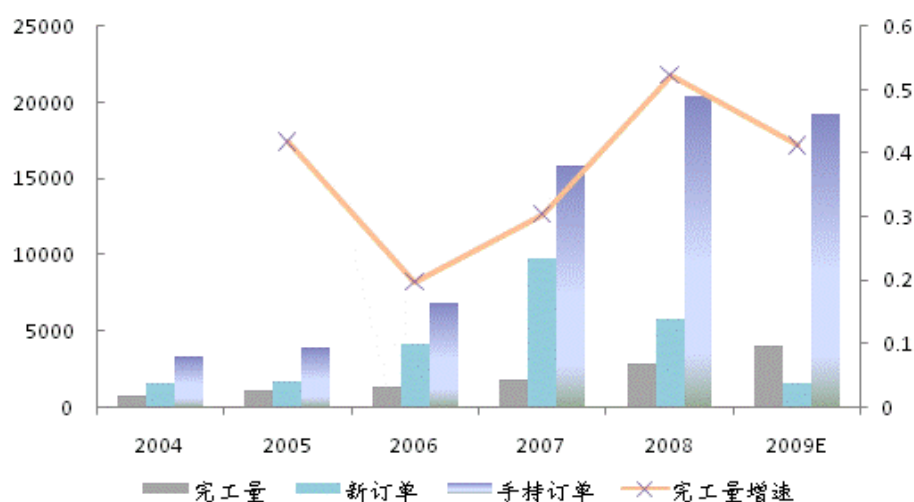
我们打算从一个钢铁行业研究员的视角来粗略分析造船行业的运行轨迹，因为，产业链的不同位置对行业的理解是不同的，关注视角不一样。众所周知，反应造船行业景气度的相关指标是运费、新船价格、新订单、在手订单、撤单和完工量，这几个指标中，跟钢材消费相关的同步指标应是完工量，前瞻指标是手持订单和撤单，再往前一步是新订单。也即是说，钢铁企业的眼睛盯着手持订单和撤单（毕竟撤单和违约都是有成本的，如非特殊情况，这种几率相对来说较小），造船企业的眼睛盯着新订单和撤单。如2009年新订单增速和完工量的增速就发生了很大的背离，也就出现了造船行业不景气，但钢铁企业却反映船板订单很好的现象。基本上这里面的逻辑关系是，运力与运量的供需对比影响运费和船价，运费和船价又影响新订单和撤单，关于撤单和交货期推迟的违约现象，尽管撤单和违约发生的随机性较大，无法准确预测，但其影响因素无非是新船价格、还有财务状况等。总之就是航运市场的景气与否决定了造船行业的景气与否。

图 14：船舶制造链条示意图



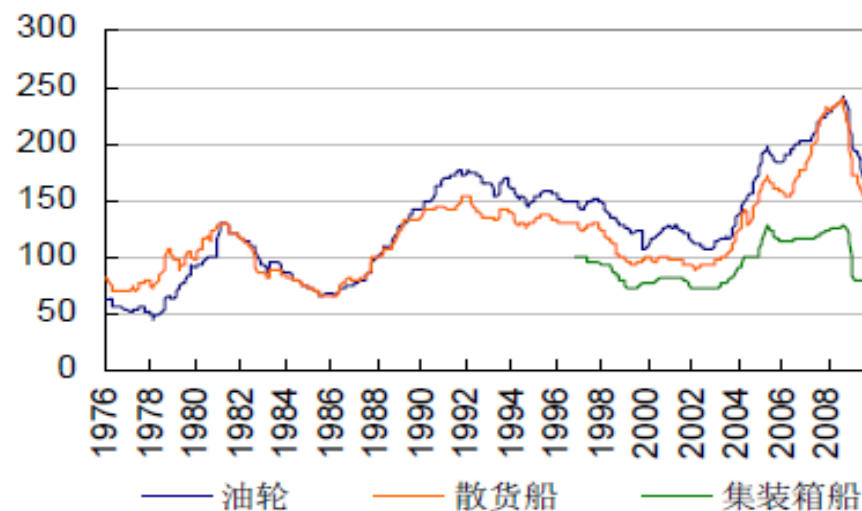
资料来源：渤海证券研究所

图 15: 09/10/11 年新订单、在手订单和造船完工量的数据。



资料来源: 中国船舶工业协会 渤海证券研究所

图 16: 油轮、散货船、集装箱船的新船价格已有较大跌幅



资料来源: 克拉克松 渤海证券研究所

结论: 从目前情况看, 2009 年手持订单仍然维持高位, 撤单现象已比较少发生, 华东民营造船企业的崛起等因素同时估计造船完工量今年能达到 4068 万载重吨, 同比增长达到 40.6%, 同时, 鉴于我们上面对造船制造链条的分析, 仍然比较看好 10/11 年的船板市场。

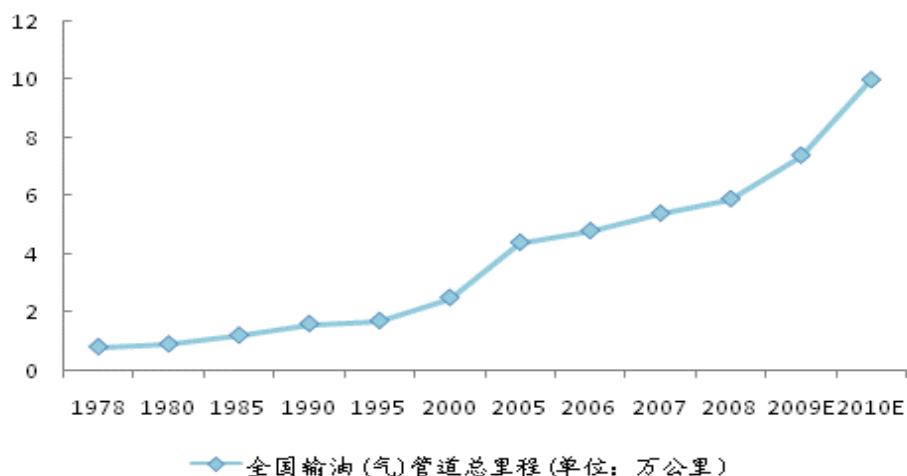
➤ 管线钢板——分基建一杯羹

管线钢板一般是指用于输送石油、天然气等的大口径焊接钢管用热轧中厚卷板或宽厚板。除要求具有较高的耐压强度外, 还要求具有较高的低温韧性和优良的焊接性能。目前管线钢的主流品种是 X70 和 x80 开发, 目前正在研制开发 X110 和 X120 的更高抗压产品。

油气管道可以分为以下几类, 天然气 (包括液化天然气即 LNG、进口天然气、海洋天然气)、原油和成品油管道。到 2010 年, 我国拥有油气管道总里程将超过 10 万公里。同时近年来国内发现多个油气田, 全国性的油气管网将作为未来油气运输的

重要保障，这意味着油气管道这一国家级的公共基础设施建设会大大提速，管线钢特别是高级别管线钢具有更加广阔的市场需求。未来两年油气管道建设将会大幅度提速。我们从国家发改委能源局公布的关于油气管道建设里程规划的要求，初步可判断“十一五规划”的最后两年对管线钢需求将不可避免呈现爆发性增长。

图 17：1978-2010 年全国输油（气）管道总里程



资料来源：渤海证券研究所

南钢的管线钢产品从研制到批量生产也就是两年左右时间，今年 1-10 月生产了 15 万吨，此外四季度还新接了 12 万吨的订单，但受生产能力限制，并不能完全生产。因为管线钢生产对正常的热轧生产节奏有较大影响，如轧制一块 X80 相当于轧制普通板三块的时间，而且每轧制完一次，就得对关键设备进行检查和紧固，消耗较多时间。这种生产节奏好处在于也能调节周期性波动，作为公司中厚板卷产能控制的调节阀。

➤ 其它产品

公司所生产的其它板材产品还包括容器板（包括压力容器板和石油储罐板）、高强度合金板等其它中板普板和中厚板卷，这一部分跟工业生产息息相关，我们认为随着工业增加值等工业生产指标的逐渐好转，其需求也会以高于产能增速的速度上升，亦不值得过分担忧。而建筑用钢线材的下游需求，其需求强度和方向仍然如我们在钢铁行业策略中所分析的那样，明后年保持不错的增长。

结论：第一、中厚板产能的冲击被人为的夸大了。经过我们对相关统计数据的核对和草根调研情况了解到，大部分拟开工项目进展停滞和已投产项目的达产时间推后，使得实际可利用产能被大大高估了，未来两年中厚板的产能扩张速度可能只有 5%左右的水平。第二、尽管船板占中厚板的比例较高，但市场不能就此将两者划上等号，通过担忧造船行业的不景气而理所当然的认为中厚板的需求不旺盛，因为我们不能忽视中厚板中的其它品种钢的技术水平提升带来的产量增长（进口替代），以及相对应下游需求的爆发式增长。第三、造船行业景气度与钢材消费量的关系，我们不

能用该行业研究的视角看，而应用下游行业的观点看，通过跟踪不同的指标——手持订单（当然更准确的应该是造船新开工量，只是我们在造船行业的数据统计中并没有找到该指标），我们得出不同的结论，造船用钢材消费未来两年完全无须担忧。

3. 整体上市，解决关联交易，提升盈利能力

2009 年 12 月 10 日，公司临时股东大会通过了《关于向特定对象发行股份购买资产暨关联交易报告书》议案，只待中国证监会批准，公司的钢铁主业资产整体上市为期不远。

我们认为，整体上市将给公司经营带来积极影响，一是有效解决了长久以来困扰投资者的关联交易问题，二是更趋完善的产品结构，三是铁矿石收购缓解资源压力。正因如此，公司竞争能力、抗风险能力和盈利能力的提升是值得期待的。

3.1. 关联交易走下舞台

从草案公布的相关数据看，2009 年前三季度，收购前与收购后的销售与购买商品和劳务的关联交易规模将从 833278 万下降到 74252 万，且收购后的关联交易主要集中在非钢铁主业资产方面。

表 2：股份公司主要关联交易金额

	2009 年 1-9 月	2008 年度	2007 年度
委托加工	116,723.06	223,966.19	249,904.81
能源供应	39,071.10	58,592.82	65,496.36
矿石采选	40,955.69	83,434.98	29,718.20

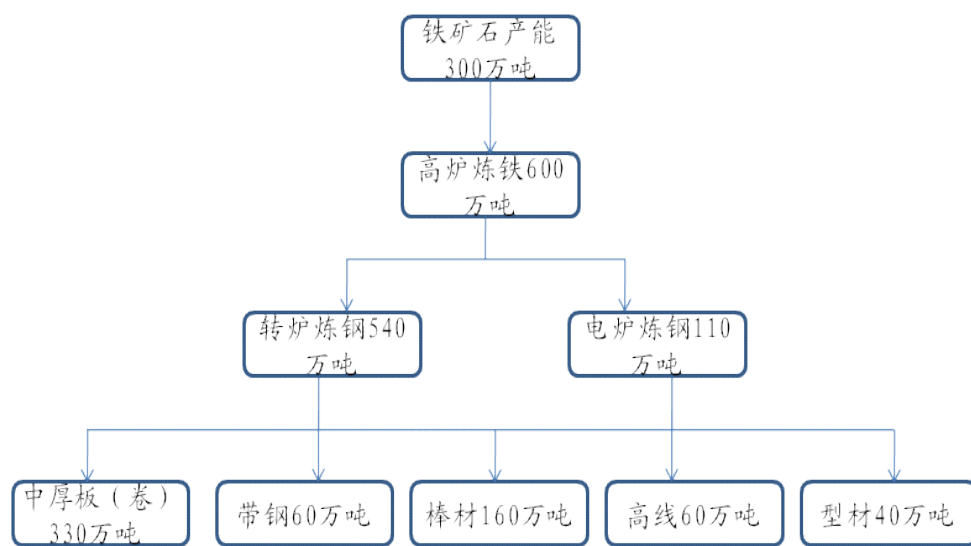
资料来源：公司公告 渤海证券研究所

委托加工中，除混匀料、板坯、煤气加工按成本加成方式定价外，包括铁水、焦炭、球团矿在内的委托加工费均按市场原则定价。委托加工费用占公司销售成本的比例是非常高的，故关联交易的消除将大幅提升公司的盈利能力，这从后面公司提供的数据也可看出。

3.2. 更趋完善的产品结构

本次收购资产还包括一条 60 万吨的特殊钢棒材生产线，主要产品是汽车用钢、石油开采用钢和轴承、弹簧用合金钢。一条 60 万吨的高速线材生产线，主要产品是 14 个系列的光面线材和螺纹钢线材。一条 40 万吨的型材生产线，主要产品是球扁钢、角钢和 L 型钢等船用型钢和军用型钢。

图 18：资产收购后的产品结构图



资料来源：公司公告 渤海正研究所

3.3. 铁矿石收购缓解资源压力

通过本次收购，公司将间接持有金安矿业 100%的股权，加强了公司对上游原材料供应的控制，有利于应对原材料价格上涨带来的风险。金安矿业矿石年采选能力已达 200 万吨，扩产改造后年采选能力将能达到 300 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。此外，金安矿业所在霍邱县，地下储存铁矿拥有 16.5 亿吨，位居全国第三，华东第一，具有规模集中，矿体厚大，有害元素含量少等特点。且草楼铁矿周围的其它矿，由于管理能力差异等多方面问题，获利能力远远低于金安矿业，因此我们认为公司将有可能在合适的时机趁机兼并其它铁矿。

最后，我们关注此次收购对公司股权结构和盈利能力的影响。收购前，南京钢联持有南钢股份的股权从 62.69%，收购后，南京钢联持有公司 56.29%的股权，通过南钢联合持有公司 27.40%的股权，合计持有 83.69%，控股比例进一步提升。

通过本次交易，本公司将拥有原南钢联合下属全部钢铁主业资产，在基本解决委托加工、原燃料供应等方面的持续性关联交易的基础上，公司的盈利能力将获得显著提升。

表 3：资产收购前后盈利能力对比

财务指标	2009 年 1-9 月		2008 年度	
	交易前	交易后	交易前	交易后
营业收入（万元）	1,724,995.34	1,801,602.99	2,835,436.65	3,079,236.21
营业利润（万元）	10,272.81	42,424.17	12,517.90	80,306.52
利润总额（万元）	11,909.18	44,955.39	14,529.96	117,654.51
净利润（万元）	11,436.88	43,307.77	12,320.35	106,582.19
归属于母公司所有者的净利润（万元）	11,436.88	43,281.07	12,320.35	105,877.13
销售净利率（%）	0.66	2.40	0.43	3.46
销售毛利率（%）	3.14	9.26	4.41	11.72

每股收益（元/股）	0.07	0.11	0.07	0.27
全面摊薄净资产收益率（%）	2.59	4.73	2.82	12.15

资料来源：公司公告 渤海证券研究所

4. 关键假设与盈利预测

我们假设公司的整体上市方案在 2010 年顺利进行。无论具体实施月份最终落在哪月，在预测 2010 年业绩时，将拟收购资产的收益全年并表。

4.1. 产品销量的假设

各产品的产量和销量预测，是依据历史产销量趋势、产能容量以及行业背景下做出的。需要说明的是，鉴于公司收购南钢发展资产的事宜股东大会已批准，正报证监会审批，在我们的盈利预测模型中，我们已经加上这块新增产能情况。因此我们预计 09\10\11 年的产量分别是 476\655\660 万吨。

4.2. 产品价格的假设

钢厂出厂价格的假设，主要还是依据市场价格变化趋势，我们认为 2010-2011 年，中国经济主要靠投资拉动的本质不会改变，因此在钢铁国内过剩产能将在明年基本上能被消化掉，且我们认为较高的产能利用率条件下的需求冲击对钢材价格上涨是有力支撑。预计长、板材的平均价格将上涨 15%、5% 左右。

4.3. 主要成本的假设

钢材的制造成本，主要是铁矿石、焦炭和废钢。公司的铁矿石来源中，国际\国内\自产的比例分别是 70%\20%\10%，焦炭来源中，自产和外购的比例是 90%\10%。

表 4：公司主要原材料来源汇总

原料名称	主要供应商名称	占比	采购方式
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	70%	长期供货协议
	国内：韦岗铁矿、梅山铁矿、冶山铁矿	20%	
	国内：金安矿业	10%	公司自有矿山
煤	枣庄矿业、山西焦煤、神火煤电、淮北矿业、重庆南桐矿业	90%	长期供货协议
焦炭	临涣焦化股份有限公司	10%	公司持有 14% 股权
废钢	江阴市海江废金属加工有限公司、江苏启益物资回收有限公司	100%	长期供货协议
合金	中钢吉铁、西保冶材、栾川洛钼	100%	长期供货协议

我们预计：

铁矿石，2010、2011 年价格变化为 18%、8%

焦炭，2010、2011 年价格变化为 12%、8%

废钢，2010、2011 年价格变化为 12%、8%

4.4 关键业绩预测摘要

根据前面的假设，我们对公司 2009-2011 年营业收入的预测分别为 242.91 亿元、281.86 亿元和 307.56 亿元，年增长率分别为 -14.33%、16.04% 和 9.12%。

2009-2011 年的净利润，我们预测分别为 1.74 亿元、5.67 亿元和 7.38 亿元，同比

分别增长 41.5%、225.10%和 30.2%。对应的每股收益分别为 0.103、0.336 和 0.438 元。

如果考虑 2010 年的整体上市，根据我们的计算，公司 2009-2011 年营业收入分别为 242.91 亿元、354.25 亿元、386.18 亿元。对应的每股收益分别为 0.103、0.394 和 0.482 元。

5. 估值和投资建议

5.1. 绝对估值法

我们用 DCF 方法对公司进行绝对估值，在假设无风险利率为 3.00%，行业 Beta 值为 1.30，永续增长率为 0 的基础上，估算出武钢股份的理论价值为每股 7.91 元。

表 5：绝对估值法估算南钢每股价值

WACC	10.54%	Ke	18.60%
永续增长率	0.00%	Kd	4.90%
终值	65088.00	t	20.00%
企业价值	1499908.10	Rf	3.00%
非核心资产价值	123747.50	E(Rm)	15.00%
债务价值	166816.02	Rm - Rf	12.00%
股权价值	1333092.10	D/A	14.50%
股本	168480.00	E/A	85.50%
每股价值	7.91	Beta	1.3

资料来源：渤海证券研究所

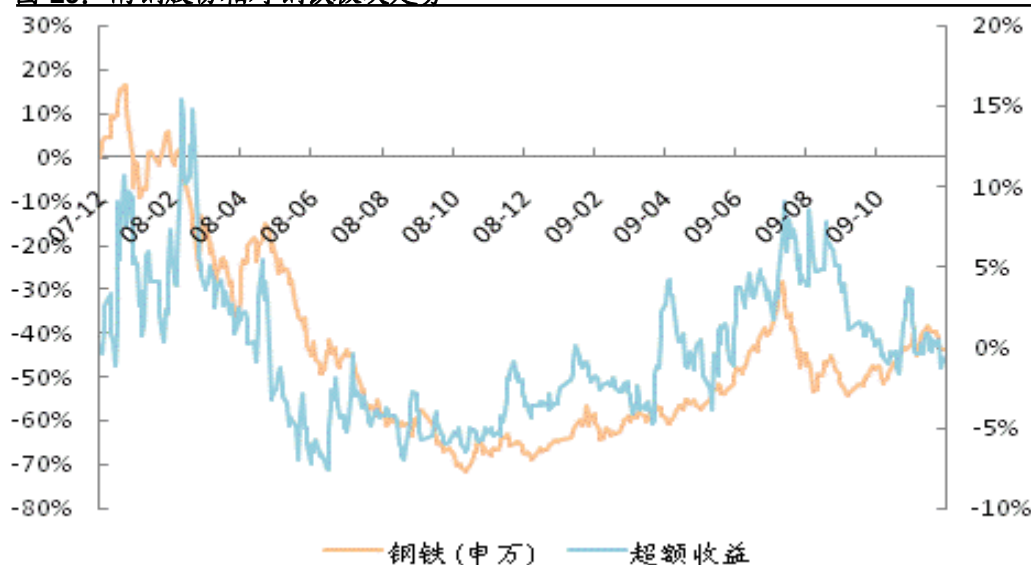
5.2. 相对估值法

然后，我们再用 PE/PB 方法对公司进行相对估值。纵向来看，公司 09\10\11 年的市盈率（以 2009 年 12 月 21 日的价格为基准）分别是 56.4\17.4\13.4，市净率分别是 2.04\1.91\1.82。从横向的国际可比较钢铁公司来看，全球除中国外的钢铁公司平均 PE09-11 年分别是 73.1、15.6、8.8 倍，PB 分别是 1.3、1.2、1.1 倍。考虑到中国钢铁行业运营形势和成长性要好于世界其它地区，因此可给予中国钢铁公司更高估值，明年 PE10-15 倍，而南钢作为中厚板龙头，管理能力和技术实力水平高于行业平均水平。此外由于 10 年的整体上市将增厚公司业绩，我们认为公司能享受相对较高估值。

表 6: 全球主要钢铁公司估值对比

	股价	市盈率				EV/EBITDA				市净率			
	2009-12-18	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
Nucor	43.0	7.3	n.a.	10.3	9.6	3.5	42.0	6.7	4.8	1.7	1.7	1.6	1.4
US Steel	48.7	2.1	n.a.	30.4	7.9	2.2	n.a.	6.9	3.9	1.1	1.2	1.2	0.9
Nippon Steel	363.0	14.2	224.6	18.0	10.3	6.7	14.0	7.5	6.6	1.3	1.3	1.2	1.1
JFE	3520.0	8.9	53.4	15.3	8.6	5.2	10.0	6.3	5.7	1.2	1.2	1.1	1.0
Mittal	24.4	5.8	n.a.	14.8	8.5	5.0	21.3	10.6	8.3	1.0	0.9	0.9	0.9
ThyssenKrupp	23.3	5.3	n.a.	20.1	10.1	3.2	23.4	5.0	3.7	1.2	1.2	1.2	1.1
Posco	586000.0	9.6	n.a.	n.a.	n.a.	5.6	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	n.a.
China Steel	31.3	15.9	40.2	13.4	10.5	10.1	25.2	9.7	n.a.	1.6	1.6	1.4	n.a.
Tata Steel	564.2	8.5	22.6	8.1	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.7	1.8	1.6	1.3
Dongkuk Steel	3.5	n.a.	24.7	10.3	8.5	14.9	8.9	5.2	4.5	1.0	1.0	0.9	0.9
均值		8.6	73.1	15.6	8.8	6.3	20.7	7.2	5.4	1.3	1.3	1.2	1.1
宝钢股份	8.51	26.9	27.0	16.2	13.4	6.8	6.4	4.8	5.3	1.4	1.4	1.3	1.2
武钢股份	8.09	28.4	53.2	18.6	12.0	6.8	14.2	9.1	7.8	2.2	2.2	2.0	1.7
鞍钢股份	14.58	34.6	70.5	19.6	14.3	15.5	16.8	8.9	8.2	1.9	1.8	1.7	1.6
南钢股份	5.85	83.5	56.2	17.2	13.3	7.6	11.6	7.6	6.6	2.2	2.0	1.9	1.8
均值		43.4	51.7	17.9	13.3	9.2	12.2	7.6	7.0	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源：渤海证券研究所

图 19: 南钢股份相对钢铁板块走势


资料来源：WIND 渤海证券研究所

5.3. 投资建议

综合公司绝对估值和相对估值状况，我们认为公司的合理股价应为 6.8-7.9 元，如果整体上市后毛利率提升，那么其估值还有向上拓展空间。而当前的股价是 5.85 元，建议买入，目标价 7.3 元。

5.4. 风险提示

核心风险：宏观刺激政策的退出、私人部门的投资未及预期、以及出口部门的复苏疲弱导致的需求下滑将使得产能过剩症结仍然得不到解决，由此而来的钢材价格再度向下调整将使得公司业绩出现大幅波动。

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 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：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、 减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作

渤海证券股份有限公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

非银行金融行业研究
江艳
+86 10 5836 2783

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

钢铁行业研究
刘勇
+86 10 5836 2789

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

原料药/生物药/医疗器械行业研究
吴洋
+86 10 5836 2785

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

宏观产业研究
张雷
+86 22 2845 1705

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 603

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