

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

立足结构调整，等待板材反弹，期待整体上市

事件描述

近日，我们赴南钢股份进行了实地调研，并与公司董秘进行了较为深入的交流。

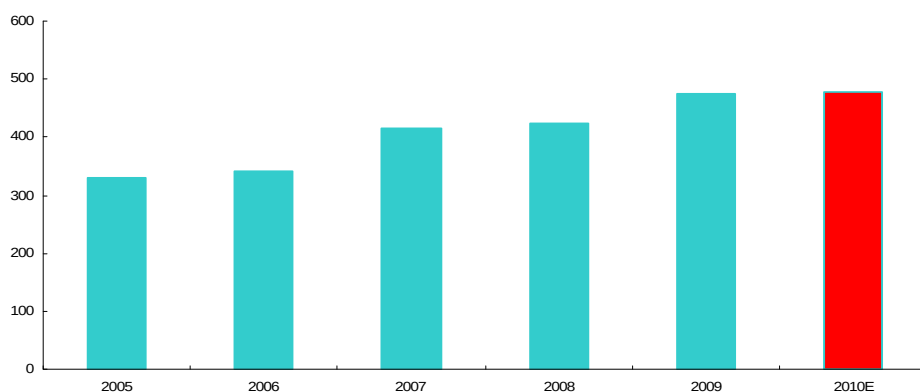
事件评论

第一，订单较为饱满，基本满产，1季度达到全年479万吨计划量的平均水平

目前公司订单饱满，1季度除棒材生产线检修产量略受影响外基本实现满产。1季度公司钢材产量124.7万吨，同比增长17.31%，其中：带钢15.65万吨，同比上涨28%；棒材24.26万吨，受设备检修影响同比下降4.52%；板材合计84.8万吨，同比增长23.49%。

公司2010年计划产量为479万吨，在2009年474万吨的基础上基本维持不变。由于公司并没有新生产线的投产，当前公司战略更多的是立足于品种结构调整，加大高端品种结构钢的比例。

图1：南钢股份产量基本稳定，2010年计划产量479万吨



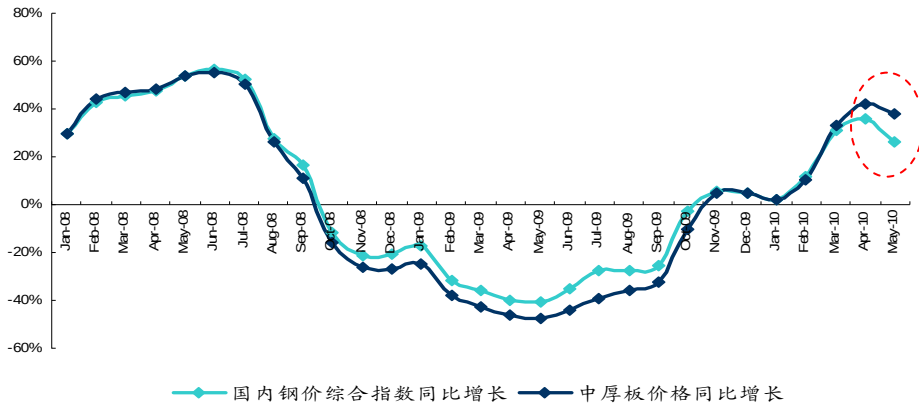
资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，中厚板当前盈利仍旧处于较低水平，等待未来反弹

虽然公司的中厚板价格相对年初有了约300元/吨左右的反弹，不过相对棒线材400-500元以上的涨幅，中厚板当前的盈利水平依然偏低。

➤ 中厚板产品受制于造船等主要下游行业需求放缓的影响，在本轮周期中一直表现不佳。不过近期有了一定的复苏迹象。加上本身处于谷底的盈利水平，我们认为没有必要再对中厚板持太过悲观的态度；

图 2：中厚板的反弹幅度近期要强于 Myspic

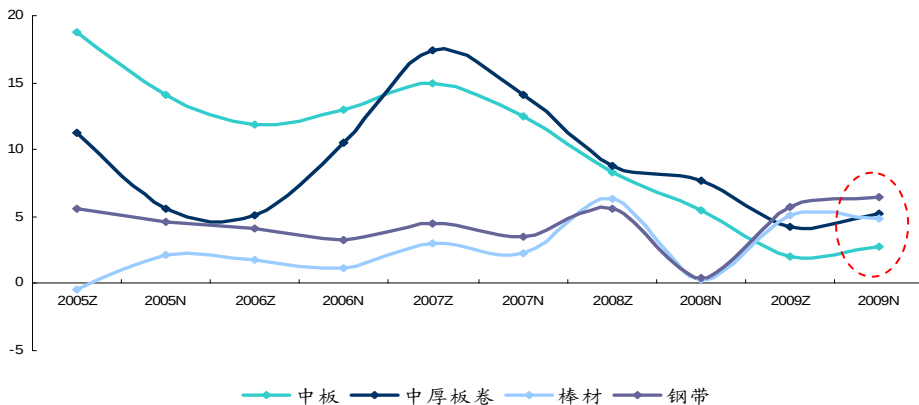


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

- 公司中厚板产品具有生产品种材的能力，因此未来的主要工作也集中于提升产品品质上。从本轮周期的表现来看，能区别于普通产品的品种钢材溢价能力明显强于普通产品。

从分品种盈利能力的历史水平来看，当前盈利能力偏低的中板和中厚板卷在历史上一直都是毛利相对较高的品种。而且考虑到公司 70% 左右的中厚板产能，中厚板盈利能力的彻底恢复是公司业绩复苏的必要条件。

图 3：中厚板产品是公司的主要产品



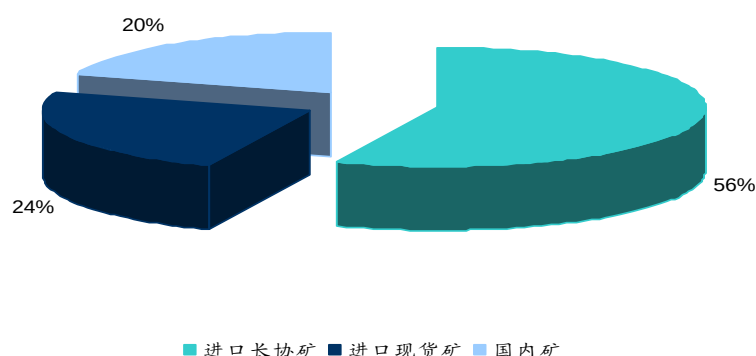
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第三，现货矿价格上涨和长协矿价格调整使得公司成本压力逐步显现

由于公司矿石来源中长协占比达 56%，因此 2 季度难免将受到较大的成本端压力冲击。不过受益于当前接近 2 个月的原材料库存以及 20 天左右的焦煤库存，成本的压力尚未立刻显现，存货升值利润的获得使得公司 4 月份毛利环比 1 季度仍有所上升。只是随着原材料存货的消耗以及高价矿的逐步投入使用，预计成本端压力从 5 月份将逐步显现。

目前公司每年消耗矿石约 900 万吨左右，当前矿石到厂成本约为 1000 元/吨，焦煤到厂价为 1400 元/吨左右。

图 4：公司矿石来源中长协占比达 56%



资料来源：公司资料，长江证券研究部

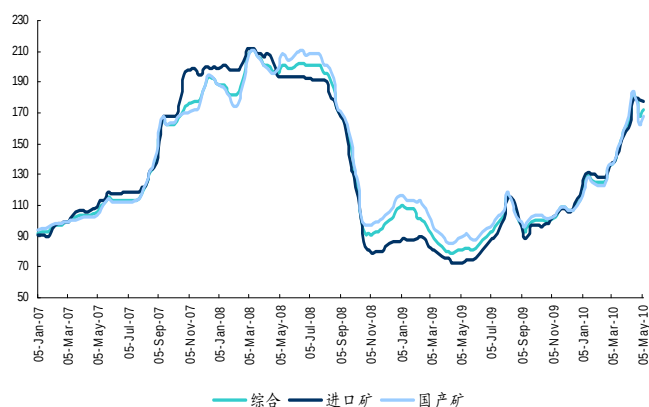
假设长协上涨 100%，那么 56% 的长协占比将使得公司吨钢成本增加 350-400 元/吨。

表 1：长协矿价格变动对吨钢成本影响的测算

长协谈判	长协涨幅	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
	吨矿增加	25.22	31.53	37.83	44.14	50.44	56.75	63.05
钢企长协矿比例	长协价格	88.27	94.58	100.88	107.19	113.49	119.80	126.10
	10%	27.56	34.45	41.34	48.23	55.12	62.01	68.90
	20%	55.12	68.90	82.68	96.46	110.24	124.02	137.80
	30%	82.68	103.35	124.02	144.69	165.36	186.03	206.70
	40%	110.24	137.80	165.36	192.92	220.48	248.04	275.60
	50%	137.80	172.25	206.70	241.15	275.60	310.05	344.51
	60%	165.36	206.70	248.04	289.38	330.72	372.07	413.41
	70%	192.92	241.15	289.38	337.62	385.85	434.08	482.31
	80%	220.48	275.60	330.72	385.85	440.97	496.09	551.21
	90%	248.04	310.05	372.07	434.08	496.09	558.10	620.11
	100%	275.60	344.51	413.41	482.31	551.21	620.11	689.01

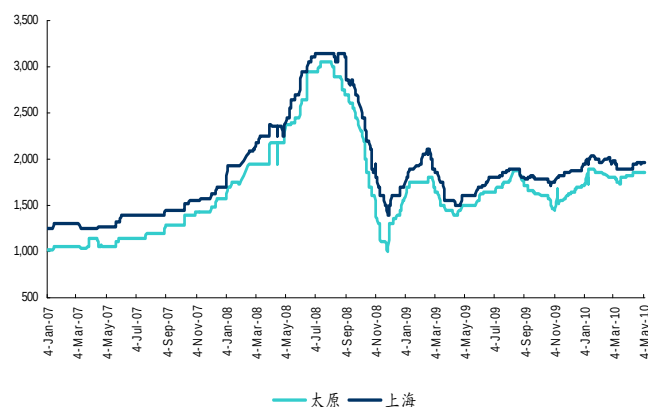
资料来源：Bloomberg，Wind，长江证券研究部

图 5：矿石价格指数不断上升



资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 6：国内二级冶金焦价格也不断上升



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

第四，期待整体上市，分享炼铁环节利润

2010 年公司当前最重要的关注点无疑就是整体上市，整体上市不但将使得公司产量将直接增加约 30%以上，而且困扰公司多年的炼铁环节关联交易还将得到解决。

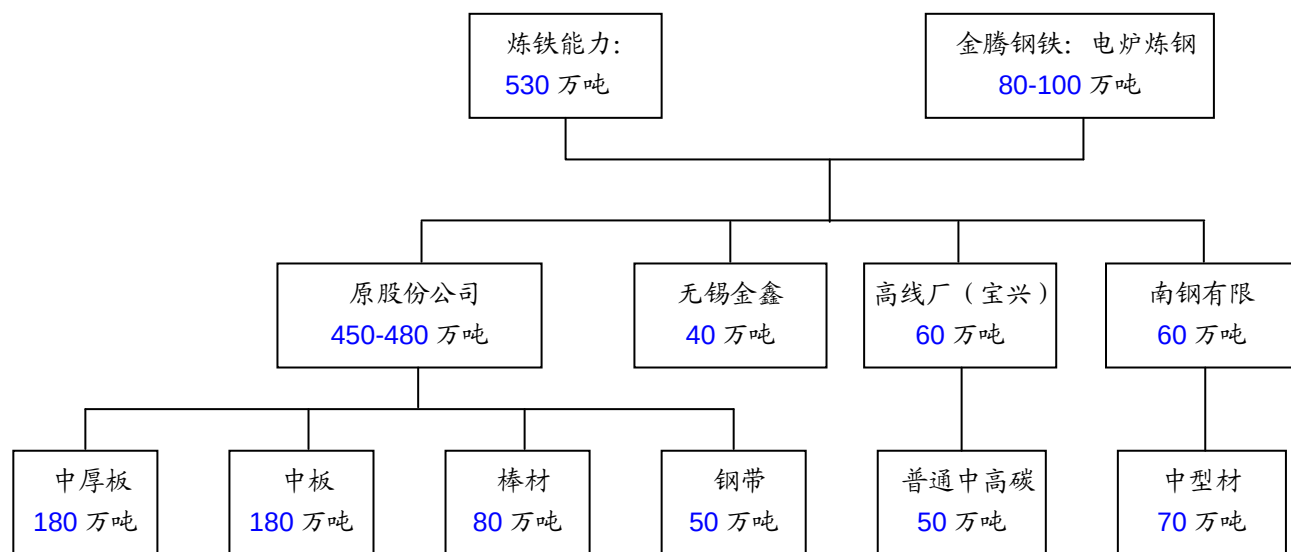
从前几年的数据对比来看，如果公司完全分享炼铁环节利润，那么公司的盈利能力将大幅提升。

表 2：铁水加工费极大的影响公司净利润，整体上市后可分享炼铁环节利润

考虑铁水加工费后公司净利润的变化	2006N	2007N	2008N	2009Z	2009N
南钢股份净利润	3.91	10.31	1.23	0.56	1.38
南钢股份总股本	9.36	9.36	16.85	16.85	16.85
南钢股份 EPS	0.42	1.10	0.07	0.03	0.08
焦炭、铁水加工费	5.70	16.08	14.06	-0.27	5.43
铁水加工费简单加回后净利润	9.61	26.39	15.29	0.29	6.81
铁水加工费简单加回后 EPS	1.03	2.82	0.91	0.02	0.40

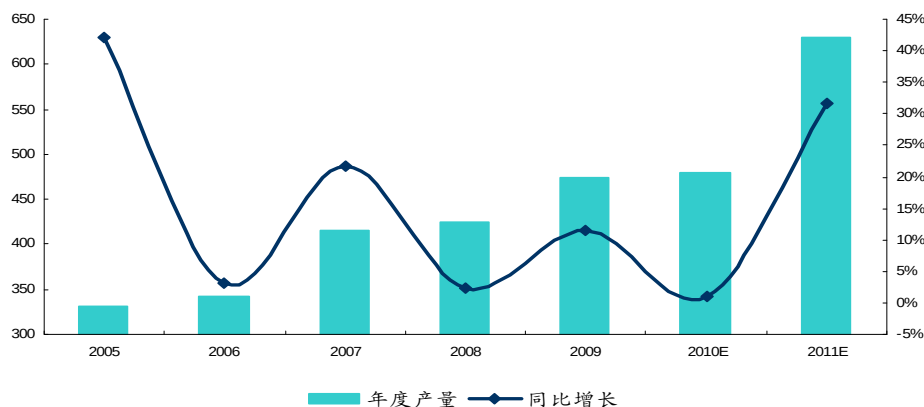
资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 7：资产注入后公司主要的生产线



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 8：整体上市后，公司产量有望实现 30%以上的增长

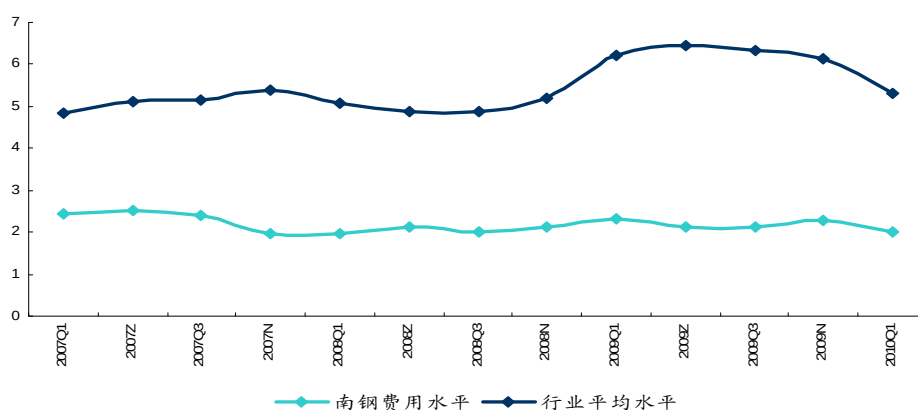


资料来源：公司资料，长江证券研究部

第五，良好的费用控制能力彰显高效的管理和运营能力

作为一家民营资本为背景的企业，南钢具有良好的费用控制能力以及高效的管理运营能力。

图 9：南钢的费用水平一直都远低于行业平均水平



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第六，暂不考虑整体上市对公司的影响，维持“谨慎推荐”评级

虽然公司整体上市正在稳步推进中，不过由于具体日程安排并未确定，因此我们暂不考虑整体上市对公司的影响，维持前期的盈利预测，给予公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.18 元和 0.30 元。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）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	23304	25864	28122	31016	货币资金	1978	2586	2812	3102
营业成本	22505	24771	26643	29009	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	798	1093	1479	2007	应收账款	152	132	143	158
% 营业收入	3.4%	4.2%	5.3%	6.5%	存货	3793	4196	4512	4913
营业税金及附加	64	71	77	85	预付账款	306	346	372	405
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	105	116	126	139
销售费用	128	129	141	155	流动资产合计	8739	9961	10778	11818
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	273	310	337	372	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	长期股权投资	86	86	86	86
财务费用	128	105	111	102	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	固定资产合计	3653	3839	4002	4048
资产减值损失	-401	-1	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	1	0	0	0	递延所得税资产	160	0	0	0
营业利润	607	479	812	1291	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	1.9%	2.9%	4.2%	资产总计	12638	13887	14866	15952
营业外收支	16	0	0	0	短期贷款	2330	2686	2667	2322
利润总额	153	479	812	1291	应付款项	4338	4769	5130	5585
% 营业收入	0.7%	1.9%	2.9%	4.2%	预收账款	1298	1448	1575	1737
所得税费用	15	120	203	323	应付职工薪酬	168	173	186	202
净利润	138	359	609	968	应交税费	-82	-95	-140	-204
归属于母公司所有者					其他流动负债	146	151	162	177
的净利润	138.3	301.6	511.6	813.5	流动负债合计	8198	9133	9579	9819
少数股东损益	0	57	97	155	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.08	0.18	0.30	0.48	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
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	5	5	5	5
经营活动现金流净额	614	1061	1114	1468	负债合计	8203	9137	9584	9824
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	4436	4692	5127	5819
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	57	155	310
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4436	4750	5282	6128
固定资产投资	-206	-659	-681	-610	负债及股东权益	12638	13887	14866	15952
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-206	-659	-681	-610		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.082	0.179	0.304	0.483
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.63	2.78	3.04	3.45
银行贷款增加（减少）	-320	357	-20	-344	PE	51.40	23.58	13.90	8.74
筹资成本	205	-150	-187	-224	PEG	0.64	0.29	0.17	0.11
其他	-411	0	0	0	PB	1.60	1.52	1.39	1.22
筹资活动现金流净额	-525	207	-207	-568	EV/EBITDA	6.30	6.83	4.83	3.24
现金净流量	-118	609	226	289	ROE	3.1%	6.4%	10.0%	14.0%

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 3 年。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。