

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

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

2 季度业绩基本持平，整体上市将很快实施

事件描述

南钢股份今日公布了 2010 年半年度报告，报告期内公司共实现营业收入 131.36 亿元，同比增长 18.36%；营业成本 126.21 亿元，同比增长 17.11%；净利润为 1.00 亿元，同比增长 79.70%；实现 EPS 为 0.059 元，其中 1 季度公司实现 EPS 为 0.028 元，2 季度公司实现 EPS 为 0.031 元。

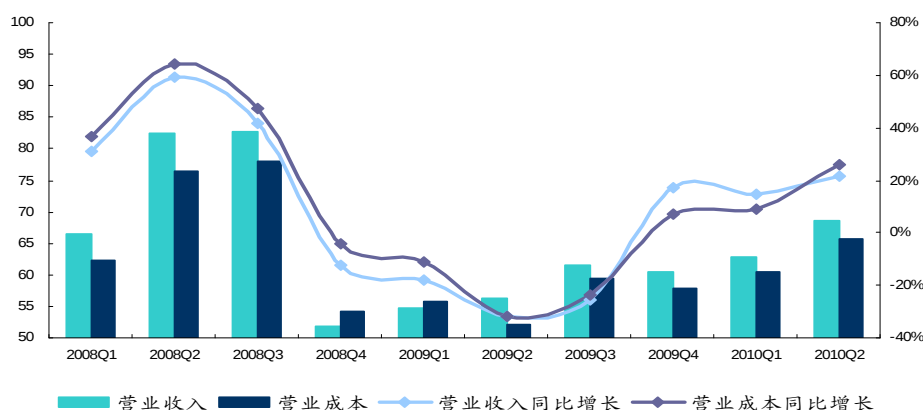
报告期内，铁产量 305.77 万吨，同比增长 4.87%；钢 284.95 万吨，同比增长 7.59%；钢材 246.84 万吨，同比增长 15.61%；其中钢和铁的产量均包含委托加工量，钢委托加工量为 86.24 万吨，铁委托加工量为 181.11 万吨。

事件评论

第一，2 季度营业收入与营业成本同比增速环比 1 季度有所加快

2 季度公司营业收入 68.59 亿元，同比增长 21.73%，高于 1 季度的 14.89%；营业成本 65.63 亿元，同比增长 25.87%，高于 1 季度的 8.89%。

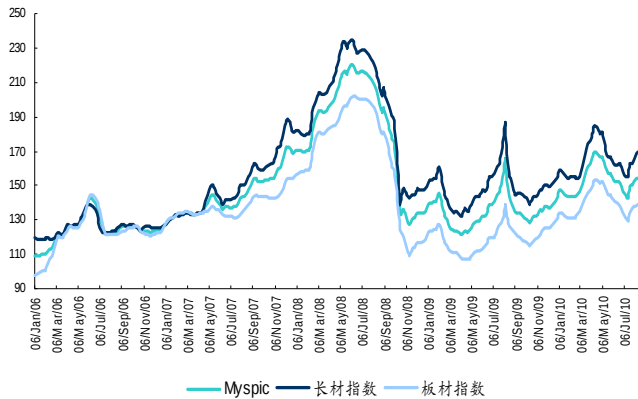
图 1：2 季度营业收入与营业成本同比增速环比 1 季度有所增加



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

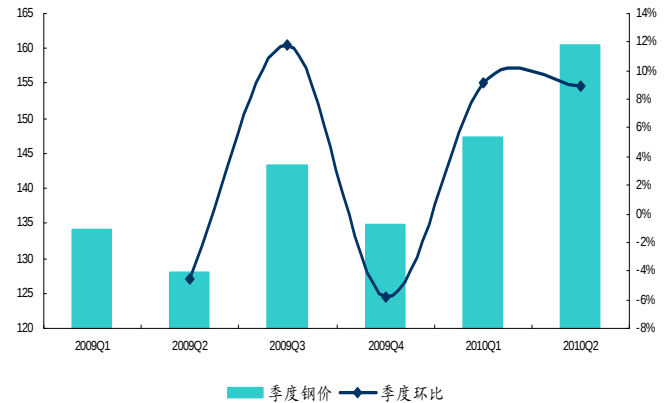
环比来看，营业收入在 2 季度环比上涨 9.28%。而产量方面波动不大，2 季度环比 1 季度基本持平，故公司 2 季度营业收入增加的主要贡献来自于销售均价的改善。

图 2：2 季度国内钢价先涨后跌



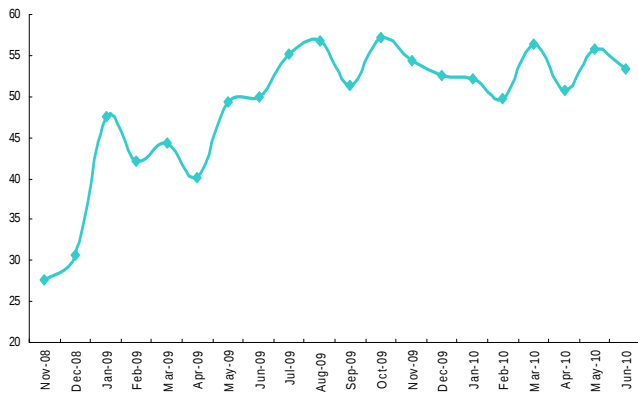
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 3：季度均价来看，2 季度环比 1 季度略有改善



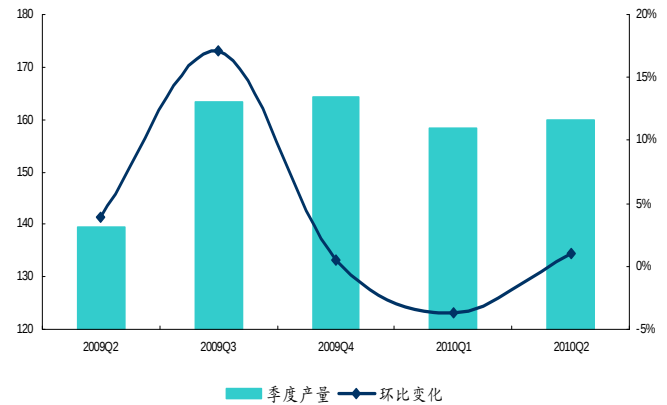
资料来源：Mysteel，长江证券研究部

图 4：公司产量波动不大，月度产量小幅波动



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

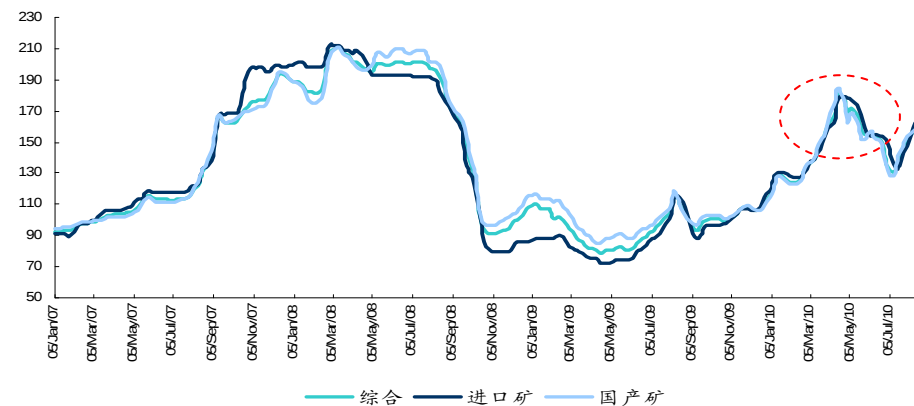
图 5：公司 2 季度产量环比 1 季度基本持平



资料来源：钢之家，公司资料，长江证券研究部

在季度产量波动不大的情况下，2 季度营业成本环比上涨 8.34%主要来自矿石价格的大幅提升。当然 8.34%的涨幅远低于矿石价格涨幅。

图 6：2 季度国内铁矿石价格上涨幅度较大

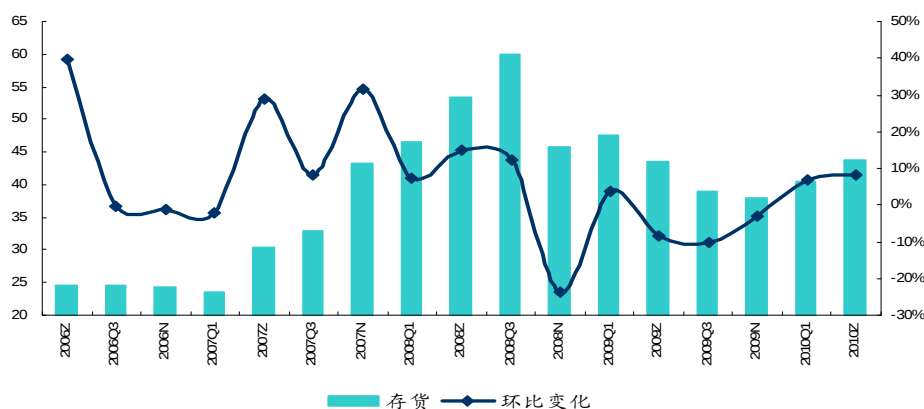


资料来源：Mysteel，长江证券研究部

第二，存货水平有所上涨，原材料、库存商品占比下降，在产品占比小幅增加

报告期末公司存货水平为 43.84 亿元，环比 1 季度末的 40.54 亿元小幅上涨 8.14%。

图 7：2 季度末存货水平环比 1 季度末小幅上涨 8.14%



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 1：分品种存货水平统计

分产品库存统计	期末数			期初数		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	297,882		297,882	262,139		262,139
在产品	75,468	5,495	69,973	51,638	694	50,944
库存商品	78,875	8,279	70,596	72,607	6,410	66,196
合计	452,226	13,774	438,452	386,384	7,105	379,279

资料来源：公司资料，长江证券研究部

分品种来看，原材料、库存商品占比下降，在产品占比小幅增加。同时报告期内，公司还对在产品与库存商品累计计提了 0.67 亿元的跌价准备。

表 2：分品种统计，原材料、库存商品占比下降，在产品占比小幅增加

分产品存货占比	期末账面余额	期末占比	期初账面余额	期初占比
原材料	297,882	65.87%	262,139	67.84%
在产品	75,468	16.69%	51,638	13.36%
库存商品	78,875	17.44%	72,607	18.79%
合计	452,226	100.00%	386,384	100.00%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 3：报告期内公司针对在产品与库存商品计提了 0.67 亿元的存货减值准备

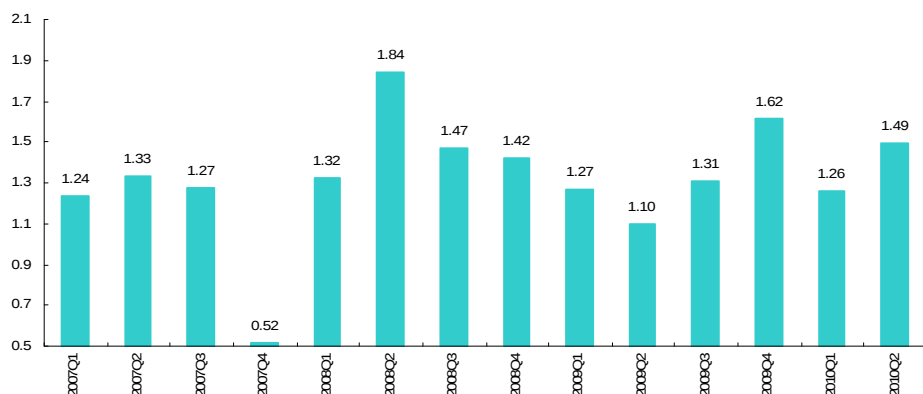
项目	期初账面余额	本期增加	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
在产品	694	4,801	-	-	5,495
库存商品	6,410	1,869	-	-	8,279
合计	7,105	6,669	-	-	13,774

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第三，费用水平维持稳定

从费用水平绝对额来看 2 季度环比 1 季度小幅上涨。

图 8：2 季度公司费用水平绝对水平环比 1 季度小幅上涨



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

不过从三项费用率来看，销售费用率与财务费用率小幅增加，管理费用率小幅下降，但整体上依然基本维持稳定。

表 4：三项费用率也都维持基本稳定

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	南钢股份	行业均值	南钢股份	行业均值	南钢股份	行业均值
2007Q1	0.70%	1.41%	0.75%	2.39%	0.99%	1.03%
2007Q2	0.74%	1.41%	0.78%	2.70%	1.04%	1.01%
2007Q3	0.50%	1.38%	0.88%	2.72%	0.80%	1.07%
2007Q4	0.52%	1.41%	-0.47%	2.88%	0.83%	1.08%
2008Q1	0.66%	1.23%	0.61%	2.63%	0.71%	1.20%
2008Q2	0.67%	1.15%	0.90%	2.62%	0.67%	1.12%
2008Q3	0.34%	1.14%	0.75%	2.53%	0.69%	1.20%
2008Q4	0.88%	1.22%	0.63%	2.65%	1.23%	1.34%
2009Q1	0.60%	1.22%	1.00%	3.33%	0.71%	1.65%
2009Q2	0.68%	1.24%	0.78%	3.58%	0.49%	1.64%
2009Q3	0.48%	1.25%	1.16%	3.52%	0.49%	1.55%
2009Q4	0.44%	1.27%	1.70%	3.44%	0.52%	1.44%
2010Q1	0.47%	1.23%	1.00%	2.78%	0.54%	1.31%
2010Q2	0.63%		0.86%		0.69%	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第四，2 季度毛利率小幅改善

在 2 季度收入涨幅大于成本的基础上，毛利率环比小幅改善。

图 9：2 季度毛利率环比 1 季度小幅上涨



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

分品种来看，带钢毛利率同比下滑，棒材、中板、中厚板卷及钢坯生铁均同比改善。

表 5：分品种盈利能力统计

分行业或分产品	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	营业利润率比上年增减 (%)
分行业						
黑色金属冶炼及压延加工	1,307,427	1,256,025	3.93	24.43	23.24	增加 0.93 个百分点
分产品						
棒材钢材	198,501	183,979	7.32	41.76	40.69	增加 0.71 个百分点
带钢钢材	121,762	112,584	7.54	38.24	41.83	减少 2.34 个百分点
中板钢材	406,140	396,984	2.25	37.66	35.43	增加 1.61 个百分点
中厚板卷钢材	274,261	261,721	4.57	2.49	2.09	增加 0.38 个百分点
钢坯、生铁	210,398	204,834	2.64	11.07	6.32	增加 4.35 个百分点
其他	96,365	95,923	0.46	36.49	43.4	减少 4.80 个百分点

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 6：历年分产品盈利能力统计

分品种	中板钢材		中厚板卷钢材		钢坯、生铁		棒材钢材		带钢钢材	
日期	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成	毛利率	收入构成
2005Z	18.78%	30.62%	11.21%	23.82%	0.86%	18.98%	-0.42%	13.48%	5.57%	11.64%
2005N	14.06%	28.36%	5.64%	24.23%	2.63%	18.68%	2.14%	14.05%	4.58%	11.22%
2006Z	11.83%	24.89%	5.06%	27.78%	2.44%	16.53%	1.80%	15.00%	4.07%	11.58%
2006N	12.96%	22.44%	10.50%	29.15%	2.34%	20.27%	1.16%	11.85%	3.26%	10.74%
2007Z	14.95%	25.82%	17.41%	28.92%	2.53%	19.01%	3.05%	12.85%	4.47%	9.05%
2007N	12.54%	26.42%	14.12%	27.88%	2.26%	16.68%	2.21%	13.53%	3.54%	8.93%
2008Z	8.27%	29.31%	8.80%	27.50%	2.91%	13.35%	6.30%	13.69%	5.62%	8.68%
2008N	5.52%	30.30%	7.63%	30.89%	0.40%	12.73%	0.31%	12.08%	0.36%	7.19%
2009Z	2.00%	26.58%	4.19%	24.11%	1.04%	17.07%	5.14%	12.62%	5.74%	7.94%
2009N	2.71%	28.35%	5.23%	23.01%	1.01%	16.47%	4.83%	14.47%	6.43%	8.21%
2010Z	2.25%	31.06%	4.57%	20.98%	2.64%	16.09%	7.32%	15.18%	7.54%	9.31%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第五，整体上市已获通过，期待铁水加工费关联交易的解决以及扩大产能并完善产品结构提升业绩

公司整体上市方案日前已获审批通过，制约公司多年的铁水加工费关联交易问题有望一次性解决。粗略测算，仅铁水加工费的解决就有可能使得公司业绩得到较大幅度的增厚。

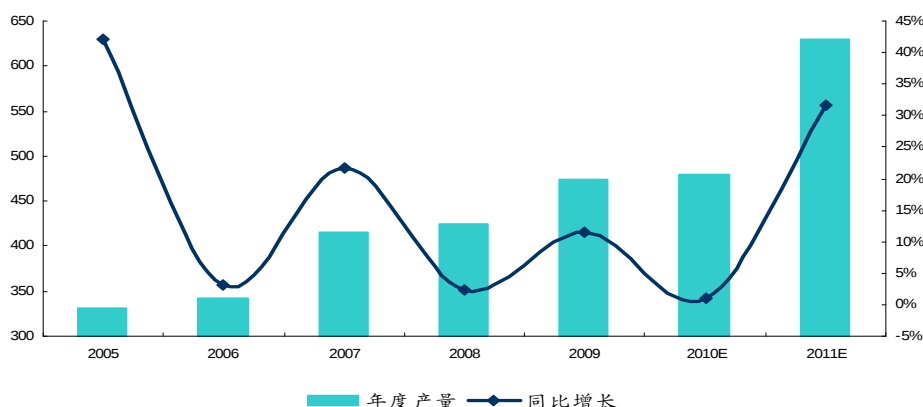
表 7：铁水加工费关联交易解决后，公司盈利能力将大幅提升

考虑铁水加工费后公司净利润的变化	2006N	2007N	2008N	2009Z	2009N	2010Z
南钢股份净利润	3.91	10.31	1.23	0.56	1.38	1.00
南钢股份总股本	9.36	9.36	16.85	16.85	16.85	16.85
南钢股份公告 EPS	0.42	1.10	0.07	0.03	0.08	0.06
焦炭、铁水加工费	5.70	16.08	14.06	-0.27	5.43	2.67
铁水加工费简单加回后净利润	9.61	26.39	15.29	0.29	6.81	3.67
铁水加工费简单加回后 EPS	1.03	2.82	0.91	0.02	0.40	0.22
整体上市将增加股本	21.70	21.70	21.70	21.70	21.70	21.70
整体上市后股本变化的情况	31.06	31.06	38.55	38.55	38.55	38.55
模拟 EPS 变化情况	0.31	0.85	0.40	0.01	0.18	0.10

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

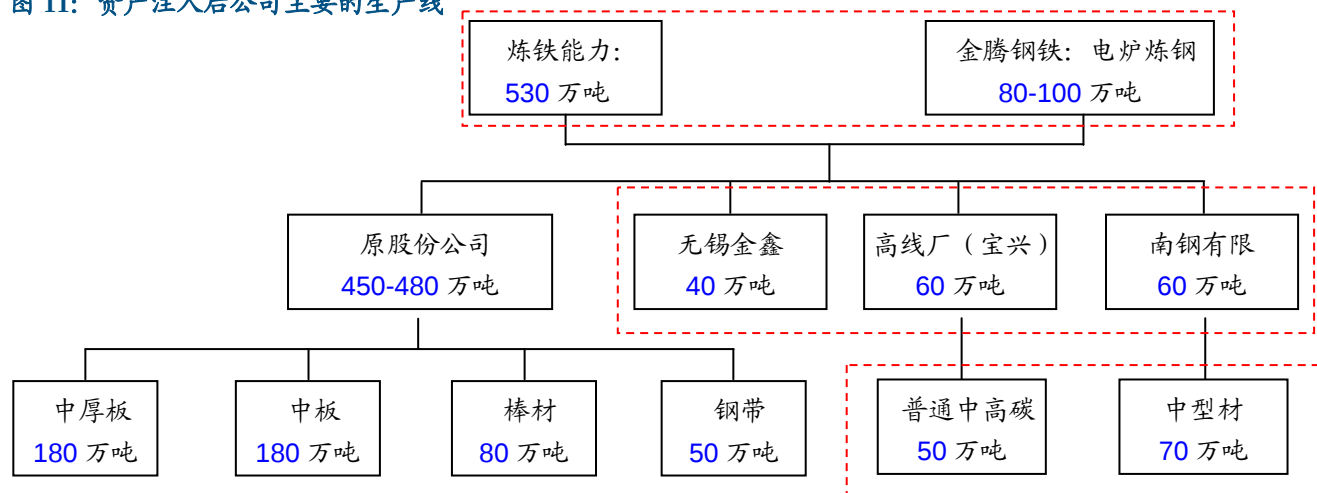
除了铁水加工费关联交易的解决之外，整体上市的实现还将使得公司产能得以扩大。

图 10：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

图 11：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

第六，维持对公司“谨慎推荐”的评级

由于整体上市还在等待具体实施，因此我们暂时维持之前的盈利预测。预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.13 元和 0.30 元，维持对公司“谨慎推荐”的评级。

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	25722	27968	30845	货币资金	1978	2572	2797	3085
营业成本	22505	24771	26497	28850	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	798	951	1471	1996	应收账款	152	131	142	157
% 营业收入	3.4%	3.7%	5.3%	6.5%	存货	3793	4196	4488	4886
营业税金及附加	64	71	77	85	预付账款	306	346	370	403
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	105	115	125	138
销售费用	128	129	140	154	流动资产合计	8739	9932	10718	11753
% 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	309	336	370	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	106	114	105	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	3838	3999	4044
资产减值损失	-401	-2	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	339	804	1280	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	1.3%	2.9%	4.2%	资产总计	12638	13856	14804	15883
营业外收支	16	0	0	0	短期贷款	2330	2737	2739	2398
利润总额	153	339	804	1280	应付款项	4338	4770	5101	5554
% 营业收入	0.7%	1.3%	2.9%	4.2%	预收账款	1298	1440	1566	1727
所得税费用	15	85	201	320	应付职工薪酬	168	173	185	201
净利润	138	254	603	960	应交税费	-82	-78	-139	-203
归属于母公司所有者					其他流动负债	146	151	161	176
的净利润	138.3	213.3	506.6	806.6	流动负债合计	8198	9193	9614	9854
少数股东损益	0	41	97	154	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.08	0.13	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	982	1092	1464	负债合计	8203	9198	9619	9859
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	4436	4617	5048	5733
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	41	137	291
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	4436	4658	5185	6024
固定资产投资	-206	-657	-680	-608	负债及股东权益	12638	13856	14804	15883
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-206	-657	-680	-608		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.082	0.127	0.301	0.479
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.63	2.74	3.00	3.40
银行贷款增加（减少）	-320	408	2	-341	PE	46.89	30.41	12.80	8.04
筹资成本	205	-138	-190	-226	PEG	0.59	0.38	0.16	0.10
其他	-411	0	0	0	PB	1.46	1.40	1.29	1.13
筹资活动现金流净额	-525	270	-188	-567	EV/EBITDA	5.78	7.26	4.48	2.98
现金净流量	-118	594	225	288	ROE	3.1%	4.6%	10.0%	14.1%

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。