

证券研究报告

钢铁

推荐 (维持)

证券分析师

吴培文

S1060511040001
021-33830357
wupeiwen643@pingan.com.cn

南钢股份 (600282)

向上游资产扩张的预期打开

事项:

近日我们调研了南钢股份, 以下是主要观点:

平安观点:

- **全流程经营提升钢铁业务盈利能力:** 2010年9月公司整体上市后, 炼铁工序得以完善, 实现全流程经营。同时, 公司产品结构更加多样化, 加入了线材、棒材、型材等品种。有利于公司扩大市场范围, 分散经营风险。
- **中厚板主导, 盈利跟随行业:** 公司目前钢材产能约700万吨, 其中板材占比近50%。此外计划新增4700mm板材生产线一条, 产能为150万吨, 2013年投产后板材产能占比将提升至60%左右。今年钢铁行业粗钢产量屡创新高, 去库存化过程仍在持续, 显示出较为旺盛的需求, 但整体盈利情况未有明显改善。
- **已有铁矿资源不足以满足自给率目标, 向上游资源扩张预期打开:** 整体上市后南京钢联共计持有公司84%的股份。预计2011年金安铁矿300万吨原矿采选能力基本能够完全释放, 加上200万吨马来铁精粉后2013年铁矿资源自给率达到28%左右。公司另有金黄庄矿业49%股权, 预计2013年投产后可实现焦煤资源自给率愈19%(图表1~2)。这些尚不足以满足公司未来2~3年内铁矿自给率达到40~50%、焦煤自给率达到三分之一以上的目标, 但打开了公司向上游资源扩张的预期。
- **未计入潜在新增上游资产的情况下, 当前股价基本合理, 维持“推荐”评级:** 小幅上调公司2011、2012年EPS至0.24、0.33元, 对应7月18日4.07元的收盘价, PE分别为16.9、12.3倍。当前股价仅体现了公司现有钢铁业务、铁矿石资产的价值, 未计入潜在新增上游资产(图表3), 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 钢铁行业整体盈利情况下滑导致公司钢铁加工环节盈利下滑。

图表1 南钢股份已掌握的矿产资源预计可实现铁矿资源自给率28%，焦煤资源自给率19%

	2011E	2012E	2013E
生铁产量	700	700	700
铁矿需求量	1100	1100	1100
焦煤需求量	270	270	270
金安铁矿	106	106	106
GW	50	150	200
矿产资源量	156	256	306
焦煤资源量（金黄庄矿）	/	/	50
铁矿资源自给率	14%	23%	28%
焦煤资源自给率	/	/	19%

资料来源：南钢股份公司公告、平安证券研究所

注：按63.5%折算铁精粉产量；假定金安铁矿选矿利用率为95%；假定焦比为0.39。

图表2 南钢股份已掌握的矿产权益预计可实现权益铁矿自给率12%、权益焦煤自给率9%

	项目	权益比例	权益矿产资源量			矿产权益自给率		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
铁矿	金安矿业	100%	106	106	106	11%	11%	12%
	马来权益矿	7%	10.5	17.5	28			
煤矿	金黄庄矿	49%	/	/	25	/	/	9%
	郝庄矿	49%	/	/	/			

资料来源：南钢股份公司公告、昌兴国际公司公告、平安证券研究所

注：按63.5%折算铁精粉产量；假定金安铁矿选矿利用率为95%；假定焦比为0.39。

图表3 南钢当前4.07元的股价仅体现了现有钢铁业务、铁矿石资产的价值

	净利润（2012E，亿）	EPS（2012E）	PE（2012E）	对应股价
金安铁矿	4.5	0.12	16	2.16
钢铁加工环节	8.2	0.21	10	2.10
南钢股份	12.7	0.22	12.7	4.26

资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
流动资产	8739	16978	14099	14922	
现金	1978	6051	3500	3500	
应收账款	141	227	254	256	
其他应收款	11	89	32	37	
预付账款	306	929	762	835	
存货	3793	5922	6407	6538	
其他流动资产	2510	3759	3144	3756	
非流动资产	3899	18236	19691	19197	
长期投资	86	380	380	380	
固定资产	3358	15585	17289	16563	
无形资产	0	842	1113	1474	
其他非流动资产	455	1429	908	780	
资产总计	12638	35215	33790	34119	
流动负债	8198	20281	15220	15064	
短期借款	2040	9687	5172	4907	
应付账款	1374	3327	2632	2694	
其他流动负债	4784	7267	7416	7463	
非流动负债	5	4781	7473	6873	
长期借款	0	2188	988	388	
其他非流动负债	5	2593	6485	6485	
负债合计	8203	25062	22693	21937	
少数股东权益	0	7	7	7	
股本	1685	3876	3876	3876	
资本公积	748	405	405	405	
留存收益	2000	5828	6766	7851	
归属母公司股东权益	4436	10145	11090	12174	
负债和股东权益	12638	35215	33790	34119	

现金流量表		单位:百万			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	元
经营活动现金流	614	443	3747	3412	
净利润	582	918	938	1273	
折旧摊销	448	1412	1988	2289	
财务费用	562	623	649	575	
投资损失	-4	-13	-4	-5	
营运资金变动	273	-2563	206	-717	
其他经营现金流	-1248	66	-29	-4	
投资活动现金流	-206	-1896	-3317	-1784	
资本支出	209	1586	3213	1415	
长期投资	0	-357	0	0	
其他投资现金流	2	-667	-104	-369	
筹资活动现金流	-525	2194	-2981	-1627	
短期借款	-270	7647	-4516	-265	
长期借款	-290	2188	-1200	-600	
普通股增加	0	2191	0	0	
资本公积增加	0	-343	0	0	
其他筹资现金流	35	-9489	2734	-763	
现金净增加额	-118	741	-2551	0	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	
营业收入	24452	30055	36928	36941	
营业成本	22092	27247	33784	33472	
营业税金及附加	111	85	185	185	
营业费用	260	294	355	357	
管理费用	732	768	887	893	
财务费用	562	623	649	575	
资产减值损失	87	75	0	0	
公允价值变动收益	4	-44	0	0	
投资净收益	4	13	4	5	
营业利润	614	1057	1074	1464	
营业外收入	55	64	55	58	
营业外支出	23	40	25	25	
利润总额	646	1081	1104	1497	
所得税	65	163	166	225	
净利润	582	918	938	1273	
少数股东损益	1	-1	0	0	
归属母公司净利润	581	919	938	1273	
EBITDA	1625	3092	3710	4328	
EPS (元)	0.34	0.24	0.24	0.33	

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-13.8%	22.9%	22.9%	0.0%
营业利润	396.9%	72.2%	1.6%	36.3%
归属于母公司净利润	378.0%	58.1%	2.1%	35.6%
获利能力				
毛利率(%)	9.7%	9.3%	8.5%	9.4%
净利率(%)	2.4%	3.1%	2.5%	3.4%
ROE(%)	13.1%	9.1%	8.5%	10.5%
ROIC(%)	23.3%	8.7%	8.3%	9.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.9%	71.2%	67.2%	64.3%
净负债比率(%)	28.40%	51.04%	29.35%	26.42%
流动比率	1.07	0.84	0.93	0.99
速动比率	0.59	0.54	0.50	0.55
营运能力				
总资产周转率	2.05	1.26	1.07	1.09
应收账款周转率	135	152	143	135
应付账款周转率	13.65	11.59	11.34	12.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.24	0.24	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.11	0.97	0.88
每股净资产(最新摊薄)	1.14	2.62	2.86	3.14
估值比率				
P/E	27.34	17.30	16.93	12.49
P/B	3.58	1.57	1.43	1.31
EV/EBITDA	14	7	6	5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257