

南钢股份（600282）

推荐

矿业续给力，钢铁待回暖

市场数据

报告日期	2011-9-22
收盘价(元)	3.67
总股本(百万股)	3875.75
流通股本(百万股)	1684.80
总市值(百万元)	14224.01
流通市值(百万元)	6183.22
净资产(百万元)	10724.71
总资产(百万元)	39435.37
每股净资产	2.77

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	30055	36346	39090	41781
同比增长(%)	22.9%	20.9%	7.6%	6.9%
净利润(百万元)	919	1076	1207	1481
同比增长(%)	58.1%	17.1%	12.2%	22.7%
毛利率(%)	9.3%	9.0%	8.9%	9.2%
净利率(%)	3.1%	3.0%	3.1%	3.5%
净资产收益率(%)	9.1%	9.6%	9.7%	10.6%
每股收益(元)	0.24	0.28	0.31	0.38
每股经营现金流(元)	0.11	1.09	0.85	0.96

相关报告

投资要点

- 受益于大股东复星集团的产业链整合，铁矿和钢铁资产共同驱动公司业绩。钢铁/矿业/贸易业务 11 年上半年分别贡献净利润 1.3 亿，3.3 亿，1.08 亿。钢铁资产方面，母公司钢铁资产贡献 0.14 亿，南钢发展下的钢铁资产贡献 1.16 亿。
- **铁矿资产：**金安矿业具备年产原矿 300 万吨，铁精粉产量 100 万吨的水平，目前金安矿业已处于满产状态，预计未来两年内产量都将保持在 100 万吨的水平。金安目前 12.5% 的税收优惠将于 11 年底到期，对业绩有一定负面影响。我们预计金安矿业未来三年的净利润分别为 6.4 亿、5.2 亿和 4.9 亿。另金黄庄煤矿的开发进度低于预期，预计将于 2013 年底投产。
- **钢铁资产：**控总量，调结构为主线。除 4700mm 厚板生产线计划在 2013 年中达产外，公司无产能扩张计划。公司通过收缩船板比例，提升海工板、管线钢等产品调结构，毛利率有望逐步回升。
- **盈利预测和估值：**从公司利润构成来看，新注入南钢发展成为公司净利润的主要来源。金安矿业盈利能力仍较强，但由于产量稳定，税收优惠到期的影响，未来同比可能小幅下滑。未来业绩的增长主要依靠钢铁主业产品结构调整以及行业面的周期改善。我们预计未来三年公司 EPS 分别为 0.28 元，0.31 元，0.38 元。采用铁矿和钢铁资产分开估值，我们认为公司 11 年底对应合理市值为 176 亿元左右，给与公司“推荐”评级。

分析师： 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

SAC: S0190511080002

联系人： 郭毅

021-3856 5540

guoyi@xyzqmail.com.cn

目 录

一. 受益于大股东产业链整合, “矿业”“钢铁”双轮驱动.....	3 -
二. 矿业资产“维稳”: 产量稳定, 但税收优惠到期有一定负面影响	4 -
2.1 预计金安矿业 11 到 13 年分别贡献 6.4 亿、5.2 亿和 4.9 亿净利	4 -
2.2 金黄庄煤矿离收获期尚早	5 -
三. 钢铁资产“求变”: 品种优化, 静待行业回暖.....	6 -
3.1 受益长材行情, 11 年南钢发展盈利情况较好.....	6 -
3.3 船板仍过剩, 未来适度收缩	8 -
四. 机制灵活, 贸易业务盈利能力较强	10 -
五. 盈利预测和投资建议	11 -

图 1 复星国际(0656.HK)11 年上半年分业务营收情况	3 -
图 2 11 年 1H 合并前后各品种毛利率对比.....	6 -
图 3 11 年 1H 合并前后各品种吨钢毛利占比.....	6 -
图 4 南钢股份产能和钢材生产设备情况	7 -
图 5 母公司钢铁资产盈利情况	7 -
图 6 贸易平台兼做部分铁矿石贸易业务	11 -

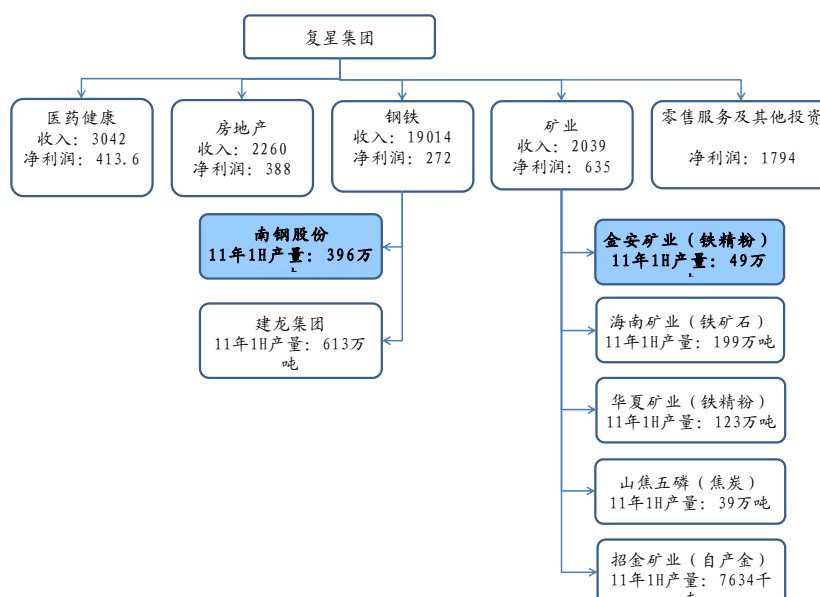
表 1 公司主要贡献利润单元	4 -
表 2 金安矿业业绩预测	5 -
表 3 公司拥有资源情况	5 -
表 4 近三年公司分产品产量情况	7 -
表 5 公司钢铁资产盈利敏感性分析	7 -
表 6 公司钢铁资产盈利预测	8 -
表 7 不同船型单船耗钢量	8 -
表 8 未来两年船用钢材需求预测	8 -
表 9 未来两年船用中厚板需求预测	9 -
表 10 国内中厚板轧机产能统计 (不包括拟建在建)	9 -
表 11 南钢国贸主要业绩指标.....	11 -
表 12 公司业绩预测	11 -
表 13 金岭矿业与金安矿业基本情况对比	12 -
表 14 主要钢铁公司吨钢市值	12 -
附表.....	13 -

一、受益于大股东产业链整合，“矿业”“钢铁”双轮驱动

南钢股份、大冶特钢、方大特钢是 30 家上市钢企中仅有的三家有民营背景的钢铁企业。民企大股东复星集团 2003 年开始介入，目前持有南钢 60% 股权，其余 40% 仍由南钢集团（隶属江苏省国资委）持有。

- **钢铁业务是复星集团五大主业之一，资产包括南钢股份和河北建龙集团，11 年上半年合计钢材产量 1009 万吨（宝钢股份 11 年 1H 产量 1277 万吨）。上半年钢铁业务在集团营收和净利润方面的占比分别为 74.4% 和 8%，和钢铁相关的矿业资产在集团营收和净利润方面的占比分别为 8% 和 18.7%。**尽管钢铁资产近年由于行业性因素盈利偏低，但作为现金流较好的基础性行业，钢铁行业为集团层面的股权投资提供了一定的资金保障。

图 1 复星国际(0656.HK)11 年上半年分业务营收情况



数据来源：公司公告

- **复星的钢铁战略不走建设钢厂的产业式扩张，而主要从资本层面进行快速收购。**2001 年入股建龙集团，2003 年介入南钢股改。钢铁行业的收购整合历来难以推进，但复星集团能在钢铁这一基础性领域跨越式增长，主要得益于公司灵活务实的收购策略：1. 以增资收购模式入股，确保收购现金留在企业；2. 保留原有管理团队，同时管理层参股，实现收购方、被收购方管理层、股东三方共赢；3. 由于复星的民企背景，收购后税收仍留在当地，因此在钢铁并购中地方政府和公司管理层两个障碍得以比较好的解决。
- 此外，**复星在钢铁行业的整合采取一钢厂一矿山的原则，实现产业链上下游整合。**目前旗下建龙钢铁拥有华夏矿业，另一矿业公司海南矿业公司公告正考虑分拆在 A 股上市。而金安矿业在 2010 年下半年由南钢股份收购（包括南钢发展钢铁资产）。上游资产整合在很大程度上对冲了南钢钢铁资产低盈利生态。公司 2011 年上半年的加权净资产收益率，销售毛利率，销售净利润在 30 家上市钢企中分列第 9，第 10，第 9，排名靠前。如果剔除金安矿业上半年对

南钢 3.3 亿的净利润贡献，公司上半年 349 万吨钢材资产盈利 2.38 亿（我们包括了贸易业务贡献的 1.08 亿），单吨钢材净利 68 元/吨，按吨钢 4500 不含税价格计算，公司钢铁资产销售利润率仅 1.4%，盈利低于行业平均（上半年全国大中型钢企销售利润率 3.47%）。

表 1 公司主要贡献利润单元

	合并利润	母公司原有钢铁资产	南钢发展	南钢发展		
				其中：南京钢铁有限公司	其中：金安矿业	其中：国贸公司
2010 年	9.18	0.14	8.06	1.71	4.07	1.9
2011 年 1H	5.86	0.14	5.23	1.16	3.3	1.08

数据来源：公司公告，兴业证券

我们将南钢股份的利润来源分为钢铁资产（包括母公司原有钢铁资产和南钢发展旗下的南京钢铁有限公司）、矿业和贸易业务 3 个部分。其中贸易业务主要为公司钢材国内现货贸易、进出口以及部分铁矿石贸易，其利润主要依附于钢材业务：

- 钢铁/矿业/贸易三个业务 11 年上半年分别贡献净利润 1.3 亿，3.3 亿，1.08 亿。钢铁资产方面，母公司钢铁资产仅贡献 0.14 亿，而南钢发展下的钢铁资产贡献 1.16 亿元。
- 将原南钢股份和 10 年下半年注入的南钢发展分开来看，南钢发展为公司利润的主要来源。2010 年南钢发展净利润为 8.06 亿元为公司合并利润的 87.8%，而母公司原有的钢铁资产净利润仅为 0.14 亿元。2011 年上半年南钢发展净利润 5.86 亿元为合并利润的 89.2%，母公司原有钢铁资产净利润 0.14 亿元。

二、矿业资产“维稳”：产量稳定，但税收优惠到期有一定负面影响

目前公司约 70% 的铁矿石为进口矿，其中协议矿占进口矿的 70% 左右，国内矿主要从周边韦岗铁矿、梅山铁矿等购买，同时自有金安矿供给近 100 万吨（自给率约 10%），公司计划在为来 2-3 年内铁矿石自给率达到 40%-50%。2010 年底公司成立对外投资部，主要负责铁矿石、煤矿资源的投资以及下游延伸方面的投资。公司目前锁定的铁矿石供应包括自有金安矿业 100 万吨以及 AWC 公司按优惠价供应的 100-200 万吨铁矿。

2.1 预计金安矿业 11 到 13 年分别贡献 6.4 亿、5.2 亿和 4.9 亿净利

- **金安矿业基本情况：**金安矿业位于安徽省霍邱县范桥乡，矿区面积 4.679 平方公里，铁矿石地质储量约 8600 万吨，原矿品位 28.83%，为单一磁铁矿，硫、磷等有害元素含量低、易于选取。
 - ✓ **产量：**公司具备年产原矿 300 万吨，铁精粉产量 100 万吨的水平。目前金安矿业已经处于满产状态，预计未来 2-3 年内产量都将保持在 100 万吨的水平。
 - ✓ **售价：**公司产品主要按供给南钢使用，按市场价结算。上半年公司铁精

粉吨平均售价为 1365 元/吨（根据金安矿业盈利数据推算），我们预计公司 2011 年不含税销售均价在 1300 元/吨左右。我们判断 2012 年和 2013 年铁矿石价格将呈现高位运行缓慢回落的格局，预计 2012 年和 2013 年公司吨精粉销售价格为 1270 元和 1220 元。

✓ **成本：**公司的吨钢完全成本较为稳定，2009 年与 2010 年测算的完全成本均为 560 元/吨。11 年上半年公司铁精粉吨平均成本 663 元/吨（根据金安矿业盈利数据推算），我们预计公司 11 年全年吨成本 将保持在 660 元/吨左右的水平。我们认为，未来两年成本小幅上升。

- 金安矿业由香港金腾控股 51%（另 49% 为南钢发展直接持有），因此金安从 2007 年开始享受外资“两免三减半”的税收优惠，但优惠到 2011 年底结束，优惠到期将对公司未来净利润造成一定影响。综合考虑，我们预计金安矿业未来三年的净利润分别为 6.4 亿、5.2 亿和 4.9 亿，对应 EPS 贡献为 0.16 元、0.13 元、0.12 元。

表 2 金安矿业业绩预测

安徽金安矿业	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
铁精粉产量（万吨）	63.00	82.33	90.00	100.00	100.00	100.00
营业收入（百万元）	835.61	592.22	911.82	1,300.00	1,270.00	1,220.00
净利润（百万元）	503.44	130.82	407.42	640.00	520.00	490.00
吨精粉售价（元/吨）	1,326.36	719.33	1,013.14	1,300.00	1,270.00	1,220.00
吨精粉净利润（元/吨）	799.12	158.90	452.69	640.00	600.00	545.00
吨钢完全成本（元/吨）	527.24	560.43	560.45	660.00	670.00	675.00

数据来源：公司公告，兴业证券

2.2 金黄庄煤矿离收获期尚早

- 11 年上半年，公司出资 5000 万美元收购了 AWC 公司 10% 的股权，并签订为期 10 年的铁矿石长期供应合同，前五年的价格为在马来西亚铁矿市场价基础上每吨优惠 3 美元；后五年的价格届时另行商定。AWC 公司目前拥有马来西亚 6 个铁矿山的采矿经营权及 3 个选矿厂，铁矿品位约为 40%，预计成品铁矿产量 2011 年为 250 万吨，2012 年为 400 万吨，之后每年为 570 万吨。按照协议 AWC 公司将在 2011 年 6 月 31 日-2012 年 5 月 31 日向公司供应 100 万吨铁矿石，此后每年供量增加到 200 万吨。通过对 AWC 的投资，公司可锁定了 200 万吨的铁矿石供应，同时也可通过投资收益获得每年约 40-57 万吨权益矿产生的利润。
- 金黄庄矿业开发进度低于预期。公司持股 49% 的金黄庄矿业拥有金黄庄矿和郝庄矿两座矿山。其中，郝庄矿目前尚处于探矿阶段，而金黄庄矿已处于建设期，但进度较原计划的 2012 年底投产有所推迟，按目前进度预计将于 2013 年底投产，产量预计为 45 万吨。

表 3 公司拥有资源情况

	股权比例	储量（万吨）	品味	产能	备注
铁矿					
金安矿业-草楼矿	100%	8624.42	29.74%	300 万吨原矿，100 万吨铁精粉	目前已基本达产

AWC-马来西亚矿山	10%	2011 年 6 月 31 日-2012 年 5 月 31 日供应 100 万吨，此后每年 200 万吨， 价格已马来西亚铁矿石市场价为基准优惠 3 美元/吨。			
煤矿					
金黄庄矿业-金黄庄矿	49%	9522		45 万吨	计划 2013 年底投 产，投资预计较原 计划增加 20%
金黄庄矿业-郝庄矿	49%			45 万吨	探矿阶段

数据来源：公司公告，兴业证券

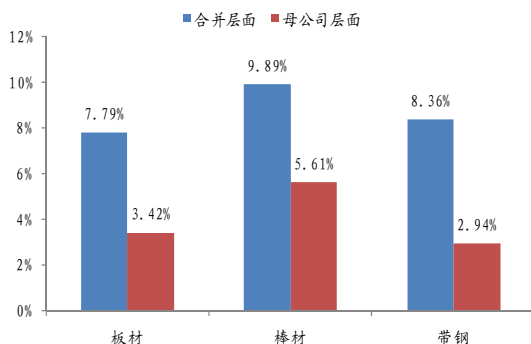
三、钢铁资产“求变”：品种优化，静待行业回暖

公司目前的钢铁资产主要分为两部分，其一为原股份公司钢铁资产，主要产品为板材、棒材和带钢，其二为南钢发展旗下的南京钢铁有限公司，主要产品为棒材、线材和型材。两块资产合计刚转产产能720万吨。2011年上半年生产钢材349.03万吨，其中板材180.26万吨，棒材95.8万吨，带钢29.59万吨，线材28.67万吨，型钢14.71万吨。

3.1 受益长材行情，11年南钢发展盈利情况较好

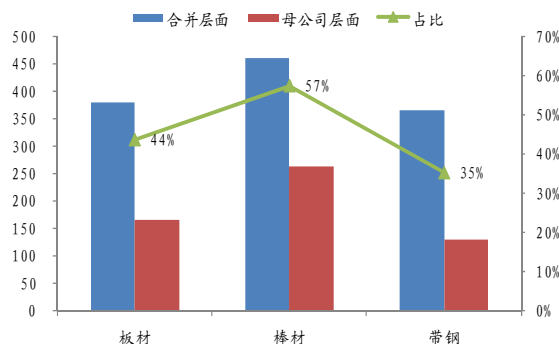
- 母公司钢铁资产盈利情况：2011年公司钢铁综合毛利率为8.46%（考虑了金安矿业利润），母公司所有钢铁资产毛利率仅为3.81%。考虑到母公司从金安矿业购买铁矿石时是按市场价结算，所以我们认为母公司钢铁资产的盈利情况实际反映公司钢铁资产的盈利能力。
- ✓ 分品种看：母公司各品种毛利率情况来看，11年1H各品种毛利水平在3%-5.6%之间。从吨钢毛利分布来看，板材、棒材和带钢分别贡献吨钢毛利的44%、57%和35%，其余部分由铁矿石业务贡献。综合来看，铁矿石业务和钢铁业务约各贡献50%的毛利。
- ✓ 从历史盈利情况来看，母公司钢铁资产在2007年以前仍能保持8%-10%的毛利水平，但2008年后母公司钢铁资产毛利率出现明显下滑，到2010年达到最低的2.43%。但2011年上半年钢铁的毛利率已经开始有所回升，达到3.81%，按照我们的测算，钢铁资产毛利率改善1.5个百分点将增厚EPS 0.10元。在钢铁主业上公司并不打算继续大幅扩张产能，而把中心放在产品结构的改善上，预计公司钢铁资产毛利率有望逐步改善。

图2 11年1H合并前后各品种毛利率对比



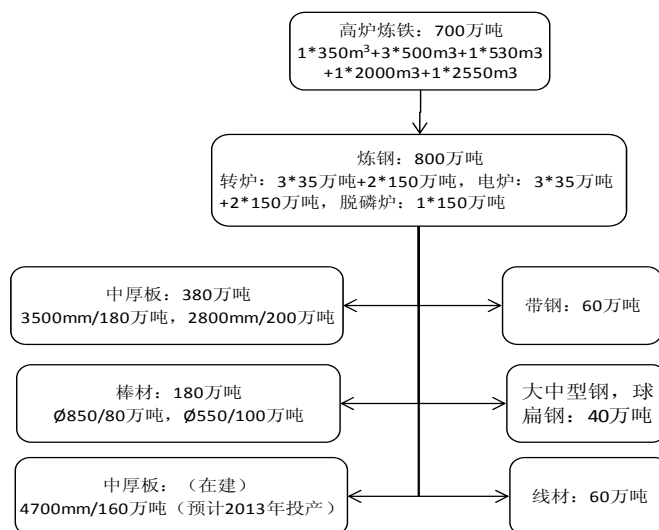
数据来源：兴业证券，公司公告

图3 11年1H合并前后各品种吨钢毛利占比



数据来源：兴业证券，公司公告

图 4 南钢股份产能和钢材生产设备情况



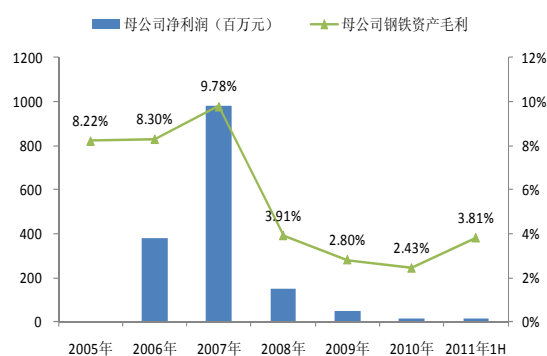
数据来源：公司公告，兴业证券

表 4 近三年公司分产品产量情况

产量	2008	2009	2010	2011年1H
板材	303.59	313.58	318.16	180.26
棒材	109.83	167.06	183.51	95.8
线材	47.87	53.98	49.64	28.67
带钢	45.14	58	60.07	29.59
型钢	12.72	8.38	19.68	14.71
合计	519.15	601	631.06	349.03

数据来源：兴业证券，公司公告

图 5 母公司钢铁资产盈利情况



数据来源：兴业证券，公司公告

表 5 公司钢铁资产盈利敏感性分析

钢材平均销售价格 (元/吨)	4800	4800	4800	4800	4800	4800
毛利改善比率	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
钢材单吨毛利增长 (元/吨)	48	72	96	120	144	168
毛利总增量 (百万元)	336	504	672	840	1008	1176
净利润增量 (百万元)	252	378	504	630	756	882
总股本	3876	3876	3876	3876	3876	3876
贡献 EPS	0.07	0.10	0.13	0.16	0.20	0.23

数据来源：公司公告，兴业证券

- 除母公司钢铁资产外，公司钢铁资产还包括南钢发展旗下的南京钢铁有限公司（主要产品为棒材、线材，钢材产能 140 万吨）和宿迁南钢金鑫轧钢有限公司（主要产品为型材和球扁钢，钢材产能 40 万吨）。南京钢铁有限公司受

益于近两年长材价格较为强势，盈利情况好于公司板材业务。2010 年和 2011 年上半年净利润分别达到 1.77 亿和 1.16 亿，吨钢净利润分别为 137 元/吨和 162 元/吨。预计南京钢铁有限公司全年的净利润 11 年全年有望达到 2 亿元。

表 6 公司钢铁资产盈利预测

南京钢铁有限公司	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产量（万吨）	81.33	118.75	129.15	140	150	160
吨钢净利润（元/吨）	-549.96	69.9	136.74	145	140	160
净利润（百万元）	-447.28	83.01	176.6	203	210	256
母公司钢铁资产						
产量（万吨）	425.1	473.86	482.23	520	520	600
吨钢净利润（元/吨）	35.62	10.78	2.85	6	50	90
净利润（百万元）	151.41	51.07	13.77	31.2	260	540

数据来源：公司公告，兴业证券

3.3 船板仍过剩，未来适度收缩

公司目前板材主要以船板为主，约占板材产量的 60%。我们对国内船板供需关系进行了分析，总体来看，虽然造船手持订单量能保证一定需求，但产能过剩的情况仍然较为明显。

● 国内船用中厚板需求预测：

- ✓ 2010 年我国造船完工量为 6560 万载重吨，同比增长 54.6%；新接船舶订单 7523 万载重吨，同比增长 190%；手持船舶订单 19590 万载重吨，同比增长 4.1%。虽然，2011 年上半年三大指标增速均出现明显下滑，但截至到 7 月份，我国手持船舶订单仍然有 17608 万载重吨，仍能一定保证对船板的需求。
- ✓ **单船耗钢材：**造船钢板规格：6-70mm，最大厚度 120mm；宽度：1000-4500mm；长度 4000-22500mm。造船用钢主要有 20mm 中厚板（船体，主要用板类型）、8mm 中厚板（舱室及甲板用船板）、型钢及焊管等，20mm 中厚板是主要耗钢。
- ✓ **2011-2012 年船用钢材需求预测：**假定 2011 年和 2012 年造船完工量分别为 6900 和 7200 万载重吨，分别增长 5.2%和 4.4%，由此得出 11,12 年造船用钢量预测分别为 1911 万吨和 1994 万吨，造船板的需求将达到 1529 万吨和 1595 万吨，造船中厚板的需求为 1070 万吨和 1117 万吨。

表 7 不同船型单船耗钢量

耗钢量	DWT	利用率	实际耗钢量(吨)
17.7 万吨散货船	177000	90%	23000
5.7 万吨散货船	57000	90%	9200
28 万吨油轮	280000	85%	36000
10.5 万吨油轮	105000	85%	20000

数据来源：中国船舶工业协会

表 8 未来两年船用钢材需求预测

年份	单位	造船	修船改装	海洋工程改装	船舶分段制造	合计
2008	万吨	931	110	40	120	1201

	%	77.5%	9.2%	3.3%	10%	100%
2009	万吨	1080	80	50	120	1330
	%	81.2%	6%	3.8%	9%	100%
2010	万吨	1400	150	100	150	1800
	%	78%	8%	6%	8%	100%
2011	万吨	1486	159	106	159	1911
	%	78%	8%	6%	8%	100%
2012	万吨	1551	166	111	166	1994
	%	78%	8%	5.56%	8.33%	100%

数据来源：船舶工业协会；兴业证券预测

表 9 未来两年船用中厚板需求预测

	板材	型材	管材	合计
	80%	18%	2%	100%
2010	1440	324	36	1800
2011 船板需求	1529	344	38	1911
2012 船板需求	1595	359	40	1994
2011 年船用中厚板需	1070			
2012 年船用中厚板	1117			

* 数据来源：中国钢铁工业协会；兴业证券预测

** 在造船用钢材中，约 80% 钢材为板材，包括船上层的一些热轧板，而中厚板用量通常占板材约 70% 左右。

● 国内船板供给统计

- ✓ 目前船板基本都采用中厚板专用轧机生产(少量也用热轧和炉卷热轧)，因此统计中厚板产能就可以比较客观地反映出船板供给情况。
- ✓ 同时，由于中厚板用途广泛，常用于船舶、机械、建筑三个行业。因此在测算船板产能的需要考虑船板占中厚板产能的比例。我们以 2008 年的统计情况计算（在需求最旺盛的时候能释放的产量我们假设为实际可释放产能）：2008 年我国 56 套中厚板轧机生产中、厚、特厚板，合计产量 5971 万吨，其中造船板产量为 1841 万吨。那么造船板占中厚板比例为 1841 万吨/5971 万吨=30.8%。
- ✓ 从我们统计结果看，不考虑拟建和在建轧机，我国 3000mm 以下的中厚板轧机目前共有 36 套，供给生产能力 2615 万吨。3000mm 以上的轧机共 43 套，合计产能 5210 万吨。国内船板产能目前在 2200 万吨左右，同我们对 2011-2012 年 1070, 1117 万吨船板需求对比，产能过剩情况较为严重。

表 10 国内中厚板轧机产能统计（不包括拟建在建）

钢厂	产能合计（万吨/年）	轧机 mm	投产时间
2009 年后新投产轧线			
福建三钢	120	3000	2010
江阴兴澄特钢	100	3500	2010
江阴兴澄特钢	165	4300	2011
沙钢沙景宽厚板有限公司	175	5000	2009
江西萍钢	130	3500	2010
济钢	140	4300	2010
莱钢	180	4300	2009
重钢	180	4100	2009
重钢	200	4800	2012
沙钢集团永兴钢铁	80	3500	2009

舞钢	100	4100	2009
广西钢铁集团	250	5500	2012
鄂钢	120	4300	2009
湘潭钢铁	200	5000	2010
鲅鱼圈钢铁分公司	200	5500	2009
营口中板	200	5000	2009
秦皇岛首钢板材	120	4300	2010
河北文丰钢铁	120	4300	2010
八钢	100	4200	2009
2009年后新增合计	2880		
全部产能合计（包括 <3000mm 轧机）	7140		
船板产能		7140 万吨×30.8%=2200 万吨	

数据来源：Mysteel；公开资料；兴业证券整理

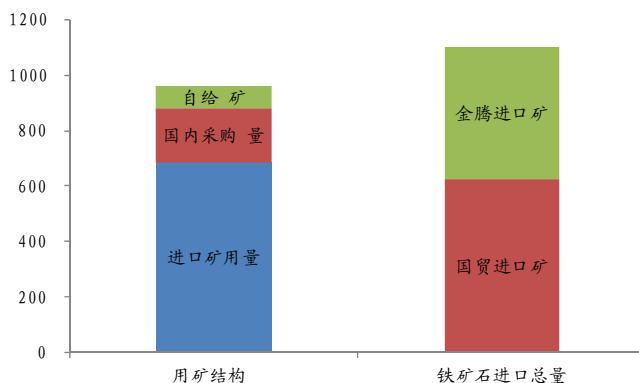
- 在产能扩张上，公司采取相对稳健的战略。目前公司正在建设 1 条 4700mm 的中厚板生产线，计划于 2013 年 6 月投产，设计产能 150 万吨。届时，公司钢材产能接近 900 万吨，为满足新产线对前端能力的需求，公司计划将逐步对目前的小高炉和小转炉进行淘汰和改造升级。公司目前已经拥有 2800mm 和 3500mm 两条中厚板生产线，产能 380 万吨，此次建设 4700mm 生产线主要目的是围绕公司建成一流中厚板生产基地的战略目标，为建成产品规格完整的系列产品。
- 除 4700mm 中厚板产线建设外，公司产品发展重点精力将集中在产品结构的优化上。公司计划将这一比例逐步调整到 40%，并增加海工板、管线钢等钢材的占比。目前，9%Ni 钢、薄规格高强板 Q960 实现批量生产，成为国内少数具备批量生产该等高端产品的企业；石油储罐板实现了品种规格的全覆盖，市场占有率保持国内第一；超（超）临界高压锅炉管用钢 T91 市场占有率国内第一。2010 年公司通过自主研发攻克了 9%Ni 钢冶炼和探伤等技术难关，并成功取得中石油大连 LNG 项目订单，实现批量供货，该产品 2010 年上半年产量超过 2000 吨。

四、 机制灵活，贸易业务盈利能力较强

- 公司目前拥有三个贸易平台，除传统的江苏南钢钢材贸易有限公司在国内进行钢材现货贸易，国际贸易有限公司为公司铁矿石进口和钢材出口的平台外，公司在香港设立金腾国际有限公司，其作用主要为：1. 从事铁矿石和钢材贸易，和传统的南钢国贸相互补充；2. 作为公司融资平台和对外投资平台，美元融资在香港资金成本更低，同时由金腾控股金安以及南京金腾等也可获得较好的税收优惠。
- 国际贸易公司和香港金腾进口的铁矿石一方面自用，另有部分也进行贸易。香港金腾 2007 年、2008 年、2009 年分别销售铁矿石约 389.24 万吨、360 万吨、476 万吨；南钢国贸同期分别进口铁矿石 654 万吨、690 万吨、623 万吨，09 年全年公司就合计进口 1099 万吨铁矿石，包括公司国内自购的近 30%

铁矿石，合计超过公司自用量 200-300 万吨水平。

图 6 贸易平台兼做部分铁矿石贸易业务



数据来源：公司公告、兴业证券

*以上数据按 2009 年情况测算

表 11 南钢国贸主要业绩指标

指标	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1H
营业收入	10,509.14	4,191.59	7,823.30	5,699.51
净利润	28.15	70.71	190.08	108.21

数据来源：公司公告，兴业证券

五. 盈利预测和投资建议

- 盈利预测：从公司利润构成来看，新注入南钢发展成为公司净利润的主要来源。其中金安矿业 11 年贡献净利润 50% 以上，基于我们对未来两年铁矿石价格小幅下跌的判断，我们认为金安矿业盈利能力仍较强，但由于产量稳定，税收优惠到期的影响，盈利能力未来同比可能小幅下滑。公司未来业绩的增长需要依靠钢铁主业产品结构调整以及行业面的周期改善。我们预计未来三年公司 EPS 分别为 0.28 元，0.31 元，0.38 元。

表 12 公司业绩预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
南京钢铁有限公司						
产量 (万吨)	81.33	118.75	129.15	140	150	160
吨钢净利润 (元/吨)	-549.96	69.9	136.74	145	140	160
净利润 (百万元)	-447.28	83.01	176.6	203	210	256
母公司钢铁资产						
产量 (万吨)	425.1	473.86	482.23	520	520	600
吨钢净利润 (元/吨)	35.62	10.78	2.85	6	50	90
净利润 (百万元)	151.41	51.07	13.77	31.2	260	540
安徽金安矿业						
铁精粉产量 (万吨)	63	82.33	90	100	100	100
营业收入 (百万元)	835.61	592.22	911.82	1,300.00	1,270.00	1,220.00
净利润 (百万元)	503.44	130.82	407.42	640	520	490

吨精粉售价（元/吨）	1,326.36	719.33	1,013.14	1,300.00	1,270.00	1,220.00
吨精粉净利润（元/吨）	799.12	158.9	452.69	640	600	545
吨钢完全成本（元/吨）	527.24	560.43	560.45	660	670	675
贸易业务（百万元）				210	200	200
净利润（百万元）				1084.2	1190	1486
EPS				0.280	0.307	0.383

数据来源：兴业证券

● 估值方面，我们将矿业和钢铁资产分开估值：

- ✓ 金安矿业估值：取金岭矿业为估值参照。金岭 11 年上半年铁精粉产量 68 万吨，净利润 3.3 亿，EPS0.56 元，我们预测的 2011 年 EPS 为 1.15 元对应当前股价（取 9 月 16 日股价，18.42 元）PE 为 16 倍。基于金安未来产量增长空间有限，我们给予公司矿业资产 12 倍 PE，以 11-13 年矿业资产对应为 76.8，62.4，58.8 亿。

表 13 金岭矿业与金安矿业基本情况对比

	金岭矿业	金安矿业	备注
储量	6338.05	8600	包括金鼎矿业 40%权益
2011 年产量 E	130	100	两公司均以满产
原矿品味	50%以上	0.2873	金钢矿业品味为 38.2%
2011 年上半年净利润	3.33	3.3	
吨铁精粉完全成本	550	540	

数据来源：公司公告，兴业证券

- ✓ 钢铁资产估值：我们采用吨钢市值法，尽管目前上市钢企吨钢市值差异较大，但结合南钢中厚板资产质量、灵活的民营机制、积极推进的品种调整，我们认为公司当前钢铁资产吨市值在 1500 元左右，对应 660 万吨钢材产量其市值应在 99 亿，而随着二级市场估值修复/行业周期景气回升/产业资本收购价值等因素，我们认为行业吨钢市值至少在 2000 元/吨，对应市值 132 亿左右。
- ✓ 综合矿业和钢铁资产市值，我们认为公司 11 年综合市值合理值在 176 亿，给与公司“推荐”评级。

表 14 主要钢铁公司吨钢市值

钢铁资产估值	鞍钢	新钢	武钢	济钢	马钢	南钢 E
总市值（亿元）	390	82	342	113	224	990
2011 年产量 E（万吨）	2005	914	1776	878	1616	660
吨钢市值	1945	903	1927	1286	1387	1500

数据来源：兴业证券，wind，公司公告

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	16978	23984	26266	28774
货币资金	6051	12220	13190	14772
交易性金融资产	158	600	600	600
应收账款	227	249	270	293
其他应收款	89	62	75	84
存货	5922	6501	7102	7645
非流动资产	18236	17993	18026	17579
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	380	821	821	821
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	15585	15038	14855	14540
在建工程	1153	976	1238	1119
油气资产	0	0	0	0
无形资产	842	817	798	778
资产总计	35215	41977	44292	46353
流动负债	20281	21203	22309	22890
短期借款	9687	9154	9332	9272
应付票据	3908	4642	5035	5353
应付账款	3327	3378	3874	4045
其他	3359	4030	4068	4220
非流动负债	4781	9540	9542	9541
长期借款	2188	2994	2994	2994
其他	2593	6546	6548	6547
负债合计	25062	30743	31851	32431
股本	3876	3876	3876	3876
资本公积	405	405	405	405
未分配利润	5169	6245	7452	8933
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	10152	11234	12441	13922
负债及权益合计	35215	41977	44292	46353

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	918	1076	1207	1481
折旧和摊销	1394	1863	2041	2254
资产减值准备	-16	18	8	12
无形资产摊销	18	20	20	20
公允价值变动损失	44	0	0	0
财务费用	648	513	379	330
投资损失	-13	-32	-32	-32
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	-2563	-854	327	319
经营活动产生现金流量	443	4226	3303	3719
投资活动产生现金流量	-1896	-1969	-2067	-1768
融资活动产生现金流量	2194	3912	-265	-368
现金净变动	741	6169	970	1582
现金的期初余额	1286	6051	12220	13190
现金的期末余额	2027	12220	13190	14772

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	30055	36346	39090	41781
营业成本	27247	33071	35612	37954
营业税金及附加	85	95	94	93
销售费用	294	344	381	404
管理费用	768	982	1037	1115
财务费用	623	513	379	330
资产减值损失	75	79	78	78
公允价值变动	-44	0	0	0
投资收益	13	32	32	32
营业利润	1057	1294	1540	1838
营业外收入	64	0	0	0
营业外支出	40	29	32	32
利润总额	1081	1265	1509	1806
所得税	163	190	302	325
净利润	918	1076	1207	1481
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利	919	1076	1207	1481
EPS (元)	0.24	0.28	0.31	0.38

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.9%	20.9%	7.6%	6.9%
营业利润增长率	72.2%	22.4%	19.0%	19.4%
净利润增长率	58.1%	17.1%	12.2%	22.7%
盈利能力(%)				
毛利率	9.3%	9.0%	8.9%	9.2%
净利率	3.1%	3.0%	3.1%	3.5%
ROE	9.1%	9.6%	9.7%	10.6%

偿债能力(%)

资产负债率	71.2%	73.2%	71.9%	70.0%
流动比率	0.84	1.13	1.18	1.26
速动比率	0.54	0.82	0.85	0.92

营运能力(次)

资产周转率	125.6%	94.2%	90.6%	92.2%
应收帐款周转率	15185.3	14216.8	14018.4	13831.7

每股资料(元)

每股收益	0.24	0.28	0.31	0.38
每股经营现金	0.11	1.09	0.85	0.96
每股净资产	2.62	2.90	3.21	3.59

估值比率(倍)

PE	16.1	13.8	12.3	10.0
PB	1.5	1.3	1.2	1.1

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。