

南钢股份 (600282.SH)

区位和环保优势明显,“新材料+能源环保”双核驱动

一、南钢股份: 板材、长材平分秋色,“新材料+能源环保”双核驱动

南钢股份具备年产 1000 万吨钢、900 万吨铁和 940 万吨钢材的综合生产能力,业务结构呈现长材、板材平分秋色,2016 年钢材产量达到 833 万吨,营收和毛利分别达 242、24.6 亿元,其中板材产量、营收、毛利占比分别达 50%、43%、45%,长材产量、营收、毛利占比分别达 50%、42%、47%。公司钢材产品销售以国内销售为主,国外营收占比在 4%-8% 之间。而国内市场以华东地区为主,江、沪和浙分别达到 57%、15% 和 14%。

二、钢铁+新材料: 区域钢材供需格局向好、降本增效增厚盈利,转型升级先进材料

长材产品主要用于制造业及建筑业。江浙沪区域钢材供需格局良好,边际上,江苏省为“地条钢”产能较为集中的区域,“地条钢”的出清使建筑用材供给端收缩明显,在需求稳中趋缓的格局下,边际改善向好。公司高品质享受品牌溢价;而成本控制上,2012-2017H1 吨钢综合能耗累计下降 7% 至 520 千克标煤/吨,2015-2017H1 期间费用率累计下滑 4 个百分点至 6%。

板材年生产能力 480 万吨,主要应用领域为造船、专用装备制造。而江浙沪专用装备制造需求占全国比重远高于供给比重,江浙沪地区造船完工量占全国的比重持续超六成,区域供需格局良好。其主要品种为中厚板,产能合计超过 400 万吨,排全国第三。山东钢铁集团近 500 万吨中厚板产线已于 2017 年 7 月关停,主要竞争对手暂时退出市场。

新材料: 钢材材料方面,提高高附加值产品占比、提供满足客户个性化需求的规模定制产品;非钢金属材料方面战略投资天公股份,其主营钛加工材料的生产、加工、研发与销售,拓展新材料产业;复合材料方面,不断进行新产品创新。在国内率先开发不锈钢复合板、钛钢复合板等品种,并实现量产;携手日本冶金工业株式会社,联合开发新型不锈钢、特殊钢。

三、能源环保: 投资环保新兴产业,定增促绿色发展、实现降本增效

能源环保: (1) 成立金瀚环保科技、金凯节能环保和金荟再生资源,承担污水处理及环境监测、环保项目投资、危险废物处置业务; (2) 投资能源环保高新技术企业天创环境 (持股 9.75%)、菲尔特 (持股 25.97%)。

钢铁生产环保优势显著: 主要污染物及特征污染物排污总量均显著低于政府许可排污量,排放浓度符合国家、省市相关排放标准。

定增助力转型发展: 公司拟发行不超过 55345 万股募集不超过 17.88 亿元用于投资高效利用煤气发电项目及偿还银行贷款。高效利用煤气发电项目将有效降本、将减少外购电费 5.43 亿元、提高自发电比率; 本次发行完成后公司合并报表资产负债率将下降 3.76 个百分点至 63.76%。

四、盈利预测与投资建议: 公司长材、板材平分秋色,区位和环保优势助力钢铁主业盈利稳中向好; 盈利改善、债转股及增发促进债务结构不断优化,降本增效等推进持续增强盈利能力; 新材料及能源环保领域的拓展将为公司盈利带来新动力,看好公司中长期的发展。不考虑定增的前提下,预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.77 元、0.81 元和 0.83 元,对应 2017 年 9 月 12 日收盘价 6.02 元/股, PE 分别为 7.84X、7.45X 和 7.26X, 给予“买入”评级。

五、风险提示: 定增进度低于市场预期; 宏观经济持续下滑; 新区建设进度不及预期; 钢价回调存在压力。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	22,251.89	24,173.86	37,085.31	38,498.89	39,255.76
增长率(%)	-20.20%	8.64%	53.41%	3.81%	1.97%
EBITDA(百万元)	432.79	2,517.65	6,029.50	6,142.69	6,192.00
净利润(百万元)	-2,432.43	353.74	3,041.15	3,201.72	3,283.30
增长率(%)	-933.23%	114.54%	759.73%	5.28%	2.55%
EPS (元/股)	-0.614	0.089	0.768	0.808	0.829
市盈率 (P/E)		34.72	7.84	7.45	7.26
市净率 (P/B)	1.99	1.82	2.43	1.83	1.46
EV/EBITDA	37.54	7.87	5.21	4.55	3.89

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	6.02 元
报告日期	2017-09-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,962/3,876
流通 A 股市值(百万元)	23,852
每股净资产(元)	1.71
资产负债率(%)	80.19
一年内最高/最低(元)	6.41/2.50

相对市场表现



分析师: 李莎 S0260513080002



020-87574792



lisha@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

目录索引

南钢股份：板材与长材各平分秋色，“新材料+能源环保”双核驱动	5
(一) 发展历程及股权结构：第一大股东为南京南钢钢铁联合有限公司，实际控制人为郭广昌	5
(二) 业务结构：板材与长材产能平分秋色，产量、营收和毛利占比均接近	6
(三) 发展战略：定位“先进材料制造平台”和“绿色+智能产业”为有机整体的综合服务提供商	9
一、钢铁+新材料：区域钢材供需格局向好、降本增效增厚盈利，转型升级先进材料	10
(一) 长材：江浙沪地区供不应求，区域龙头享溢价，降本增效打造优质长材制造商	11
(二) 板材：江浙沪装备制造业需求旺盛、供给偏紧，定制配送降低成本，竞争对手东迁日照	16
(三) 新材料：打造“钢铁细分领域的先进材料制造平台”	21
二、能源环保：投资环保新兴产业，定增促绿色发展、实现降本增效	24
(一) 涉足能源环保：建立节能环保平台、将现有节能环保业务纳入金凯节能，投资能源环保行业高新技术企业天创环境、菲尔特	24
(二) 环保优势明显：大力投资环保设施、污染物排放达标，环保高压下将受益	26
(三) 定增助力转型发展：高效利用煤气发电将有效降本，偿债将优化资本结构、降低财务费用	27
三、乘时乘势：去产能、建新区改善区域供需，去杠杆释负担、降费用，智能化转型助力打造智慧生命体	29
(一) 去产能：表内产能压减、“地条钢”彻底出清，供给端实质性收缩	29
(二) 江北新区建设提振需求：2016-2020年固投累计增长112%至13000亿元，2021-2025年固投累计增长62%至21000亿元	30
(三) 债转股去杠杆：引进建设银行作为战略投资者对南钢发展开展市场化债转股，增量资金进入大幅降低资产负债率	31
(四) 智能转型：大规模个性化定制、打造南钢智慧生命体，由生产型向服务型企业转变	32
四、财务分析：2017H1 净利创历史同期最优，偿债压力或将缓解，盈利能力改善可期	35
(一) 盈利能力：2017H1 净利创历史同期最优，业绩水平大幅改善可期	35
(二) 营运能力：供需改善叠加公司完善智能配送有望提升营运能力	36
(三) 偿债能力：短期债务压力较大，非公开发行助资产负债率、财务费用走低	37
(四) 现金流量：2016年经营性现金流显著改善，票据结算致2017年上半年现金流大幅回落	39
五、盈利预测与投资建议：区位和环保优势明显，“新材料+能源环保”双核驱动，给予“买入”评级	41
六、风险提示	42

图表索引

图 1: 南钢股份与实际控制人之间的产权及控制关系.....	6
图 2: 2012-2016 年公司营收规模震荡走低, 2016 年总营收同比增 8.64%达到 241.74 亿元.....	8
图 3: 2012-2016 年公司营收结构较为稳定, 2016 年板材、长材营收占比分别达到 42.83%、41.95%.....	8
图 4: 2012-2016 年公司毛利波动较大, 2016 年总毛利同比增 8.64%达到 241.74 亿元.....	8
图 5: 2012-2016 年公司营收结构较为稳定, 2016 年板材、长材营收占比分别达到 42.83%、41.95%.....	8
图 6: 南钢股份发展战略: “新材料+能源环保” 双核驱动.....	9
图 7: 2012-2016 年南钢股份钢材销售以国内市场为主, 2016 年国外营收占比仅为 6%.....	11
图 8: 2016 年南钢股份国内销售收入以华东为主、占比达 92%, 其中江浙沪占比分别为 57%、14%和 15%.....	11
图 9: 2012 年至今江浙沪第二产业 GDP 占比远超粗钢产量占比.....	12
图 10: 2012 年至今江浙沪房地产投资完成额占比远超粗钢产量占比.....	12
图 11: 2012-2015 年江浙沪汽车、运输设备及器材制造业投资完成额占比远超粗钢产量占比.....	12
图 12: 2012-2016 年, 南钢股份长材产量震荡增长、钢筋占比逐年提高.....	14
图 13: 2017 年以来南钢股份螺纹钢出厂价均价较江浙沪均价高 426.10 元/吨.....	14
图 14: 2017 年以来南钢股份高线出厂价均价较江浙沪均价高 558.45 元/吨.....	14
图 15: 南钢股份吨钢综合能耗低于重点钢企均值, 自 2012 年以来震荡走低, 2017 年上半年吨钢综合能耗为 520.27 千克标煤/吨, 累计下降 7.42%.....	15
图 16: 2015 年以来南钢股份销售期间费用率逐步下降, 2017H1 降至 6.08%.....	16
图 17: 2012-2016 年南钢股份财务费用率震荡下行, 2017H1 降至 1.96%.....	16
图 18: 2012-2015 年江浙沪专用装备制造业投资完成额占比远超其粗钢产量占比.....	18
图 19: 2012-2015 年江浙沪造船完工量占全国的比重持续超六成.....	18
图 20: 2012-2016 年南钢股份中厚板产量由 337.04 万吨增至 418.47 万吨.....	19
图 21: 南钢股份板材个性化定制配送流程.....	20
图 22: 南钢股份研发投入占营收比由 2012 年的 1.73%升至 2017 年中的 2.89%.....	21
图 23: 2014-2016 年南钢股份研发投入占比高于行业平均.....	21
图 24: 南钢股份资产负债率高于华东地区其他上市钢企.....	32
图 25: 2016 年南钢股份基本 EPS 上升至 0.09 元.....	35
图 26: 2017 年上半年南钢股份 ROE 和 ROA 同比升幅明显.....	35
图 27: 2017 年上半年南钢股份管理费用率同比降幅明显, 销售费用率和财务费用率同比小幅下降.....	36
图 28: 2017 年上半年南钢股份销售毛利率、销售净利率和营业利润率同比大幅上.....	

升	36
图 29: 2016 年南钢股份存货周转率同比上升至 6.79 次	36
图 30: 2016 年南钢股份应收账款周转率大幅上升至 49.14 次	36
图 31: 2016 年南钢股份流动资产、固定资产和总资产周转率均有所上升	37
图 32: 2017 年上半年南钢股份资产负债率下降至 67.52%	38
图 33: 2017 年上半年南钢股份流动比率和速动比率同比增至 0.48 和 0.32	38
图 34: 2016 年南钢股份每股经营活动产生现金流量净额同比上升	39
表 1: 南钢股份 2016 年板材、长材产量分别 418.47 和 414.31 万吨, 占比分别为 50.25%和 49.75%	7
表 2: 从产量、销量、营收和毛利四个角度来解析 2016 年南钢股份业务格局 ...	10
表 3: 南钢股份长材生产成本逐年下降, 2016 年同比下降 5.71%	16
表 4: 南钢股份板材主要应用于造船、装备制造业等行业	17
表 5: 南钢股份与山东钢铁中厚板产品对比	21
表 6: 2011-2017 南钢股份产品研发情况和部分成果	22
表 7: 南钢股份涉足能源环保领域	25
表 8: 2013-2016 年南钢股份在环保改造与升级领域的主要投资	26
表 9: 2016-2017H1 南钢股份主要污染物及特征污染物排放总量及超标排放情况	27
表 10: 南钢股份的非公开发行募集资金拟投资项目介绍	27
表 11: 2016-2017 年江苏省去产能名单, 其中并未包括南钢股份的粗钢产能 (单位: 万吨)	30
表 12: 江苏省的江北新区发展规划目标	30
表 13: 江北新区总体规划中关于完善现代基础设施体系的内容	31
表 14: 国家出台的推动智能制造相关文件	33
表 15: 南钢股份在智能制造领域的主要行动	34
表 16: 2016 年和 2017 年上半年南钢股份短期债务占比分别为 88.73%和 98.74%	37
表 17: 根据 Wind 一致预期, 南钢股份与可比公司估值分析 (2017 年 9 月 12 日)	42

南钢股份：板材与长材各平分秋色，“新材料+能源环保”双核驱动

南钢股份是江苏省最大的上市钢企，具备年产1000万吨钢、900万吨铁和940万吨钢材的综合生产能力，主导产品是中厚板和优特钢长材，广泛用于石油石化、工程机械、造船、轨道交通、高层建筑、汽车、桥梁、海洋工程、风电、核电、水电等领域。

目前南钢股份在做强钢铁，同时积极推进转型升级公司实施“新材料+能源环保”双核驱动战略，加快推进能源环保等新兴产业的发展，努力打造成为以“先进材料制造平台”和“绿色环保、智能产业”为有机整体的综合服务提供商。

（一）发展历程及股权结构：第一大股东为南京南钢钢铁联合有限公司，实际控制人为郭广昌

南钢股份前身是南京钢铁厂，由南钢集团公司1999年3月以部分钢铁主业资产投入发起设立。2000年9月19日，公司在上海证券交易所上市，证券代码为600282.SH，控股股东为南钢集团公司。

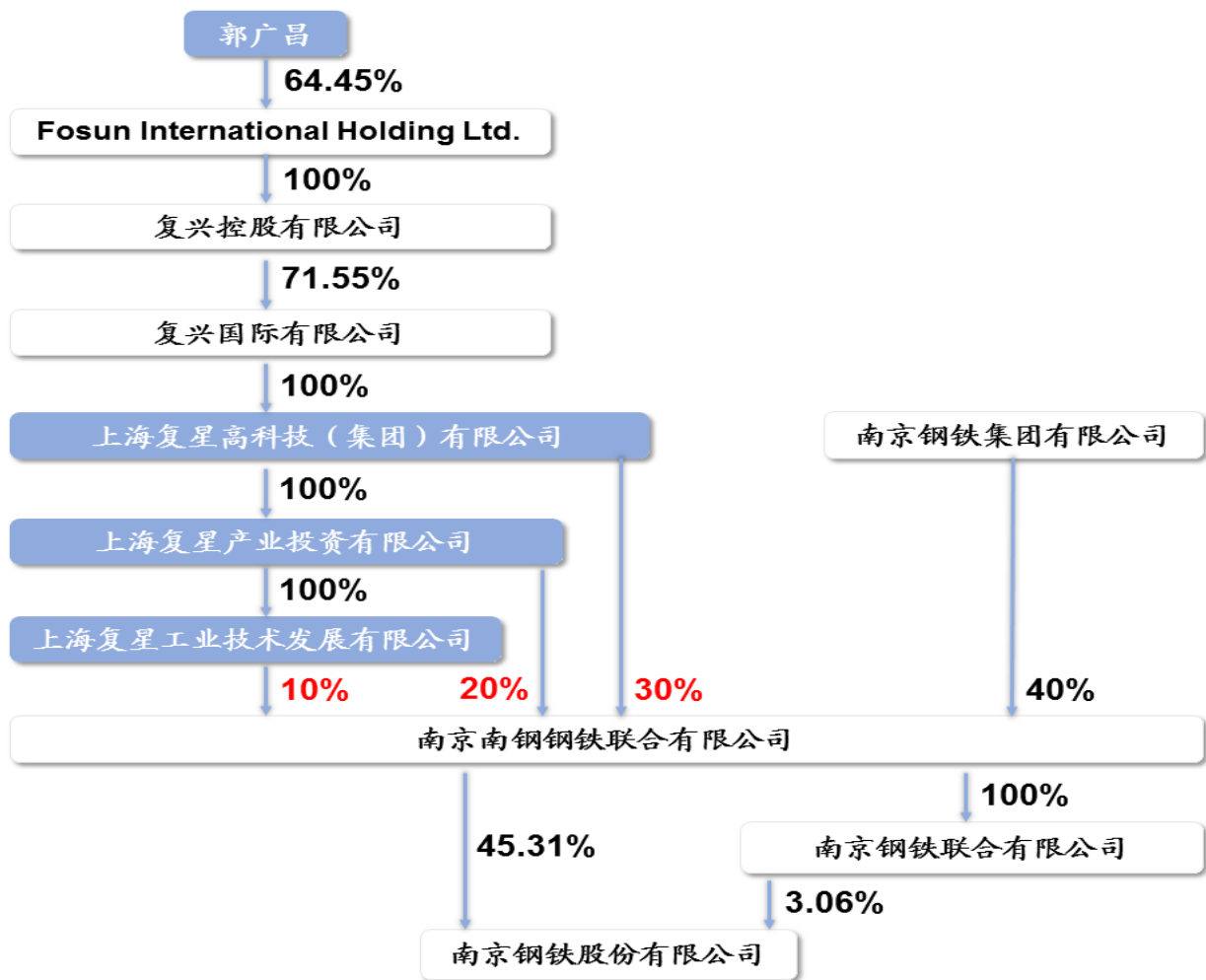
2003年4月，南钢集团公司以资产出资与上海复星科技（集团）有限公司（简称“复星集团”）、上海复星产业投资有限公司（简称“复星产业投资”）、上海广信科技发展有限公司（简称“广信科技”）合资成立南京钢铁联合有限公司，公司控股股东变更为南京钢铁联合有限公司，来自“复兴系”的三家公司复星集团、复星产业投资、广信科技分别直接持有南京钢铁联合公司30%、20%、10%的股权，合计60%，复星集团成为南钢股份控股股东南京钢铁联合有限公司的实际控制人，并成功入主南钢股份。

2005年6月，广信科技将所持南京钢铁联合有限公司10%股权转让予上海复星工业发展有限公司。2010年10月，经中国证监会批准，公司完成重大资产重组，收购持有南京钢铁联合有限公司100%股权的南京南钢钢铁联合有限公司旗下的南钢发展100%的股权，从而使得原南钢联合下属从事钢铁生产、钢铁销售、原材料供应以及提供配套服务的钢铁主业资产将进入公司，南钢钢铁主业实现整体上市，控股股东变更为南京南钢钢铁联合有限公司。

2015年12月31日，复星工业发展将其所持有的10%南京钢联合公司投票权委托南京钢铁集团进行管理，南京南钢将不再被视作复星集团的子公司，其资产及负债将不再合并于复星集团资产负债表，而视为合营企业进行会计核算。

根据2017年中报，南钢股份第一大股东为南京南钢钢铁联合有限公司，其持股数量为17.95亿股，持股比例为45.31%，第二大股东南京钢铁联合有限公司持股比例升至3.06%。复星集团董事长郭广昌通过其控制的三家复星集团、复星产业投资和复星工业发展持有南京南钢钢铁联合有限公司60%的股份，间接持有南钢股份29.02%的股权，是南钢股份的实际控制人。

图1: 南钢股份与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源: 2017年公司中报、广发证券发展研究中心

(二) 业务结构: 板材与长材产能平分秋色, 产量、营收和毛利占比均接近

根据2016年年报, 南钢股份拥有铁矿石采选、焦化、烧结、球团、炼铁、炼钢(含精炼)、轧钢(含热处理)的完整生产线, 并配套相应的节能减排设施, 主要装备已实现大型化、现代化和信息化, 具备年产1000万吨钢、900万吨铁和940万吨钢材的综合生产能力。

根据南钢股份官网 (<http://www.600282.net/aboutus/index>), 公司本部目前已形成板材和长材两大生产体系以及与其配套的炼铁和炼钢系统。其中, 板材生产体系主要装备有一条5000mm宽厚板生产线、一条3500mm宽中厚板(卷)生产线和一条2800mm中板生产线; 长材生产体系主要装备有一条高速线材、一条带钢和4条棒材生产线。此外, 公司下属子公司——安徽金安矿业目前具备100万吨精矿粉的年生产能力; 另一下属子公司--宿迁金鑫轧钢还拥有两条年生产能力达40万吨的异型钢生产线。

南钢股份是以中厚板和优特钢长材为主导产品的大型钢铁联合企业，拥有宽中厚板（卷）、棒材、线材、带钢、型钢等五大类产品体系，广泛用于石油石化、工程机械、造船、轨道交通、高层建筑、汽车、桥梁、海洋工程、风电、核电、水电等领域。接下来，我们将从产量、营收和毛利等角度来分析南钢股份的钢铁产品。

备注：根据南钢股份官网的分类，公司的钢材产品可分为板材（宽厚板、宽中厚板和中板）和长材（高速线材、带钢、棒材和型材）两大类；根据2014年上海期货交易所以发布的《钢材基础知识与市场概况》，型钢属于长材。因此在后续分析中，长材指带年报中披露的带钢、棒材、线材和型材，板材指代板材。

1、产量：2016年钢材产量达到833万吨，板材、长材各占近50%

根据南钢股份2013-2016年年报，公司钢材产量逐年提升，2016年钢材产量达到832.78万吨。从结构上来看，公司长材占比持续走高，从2013年的43.05%持续走高至49.75%。截至2016年，公司钢材产量达到832.78万吨，其中板材、长材占比分别为50.25%和49.75%。2017年上半年，公司钢材产量420.28万吨，板材、长材占比分别为49.00%和51.00%。

表 1：南钢股份 2016 年板材、长材产量分别 418.47 和 414.31 万吨，占比分别为 50.25% 和 49.75%

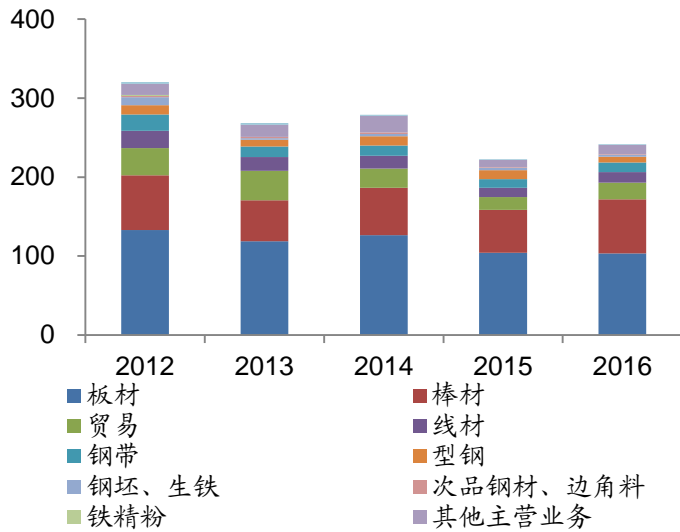
主要产品	2016	2015	2014	2013
带钢	47.23	46.92	44.36	38.01
棒材	296.21	258.41	208.18	146.44
线材	46.73	45.58	48.25	48.93
型钢	24.14	27.96	32.04	20.81
长材合计	414.31	378.87	332.83	254.19
板材合计	418.47	413.19	407.2	336.12
合计	832.78	792.06	740.03	590.31

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2、营业收入：2016年营收为242亿，板材、长材占比分别达42.83%、41.95%

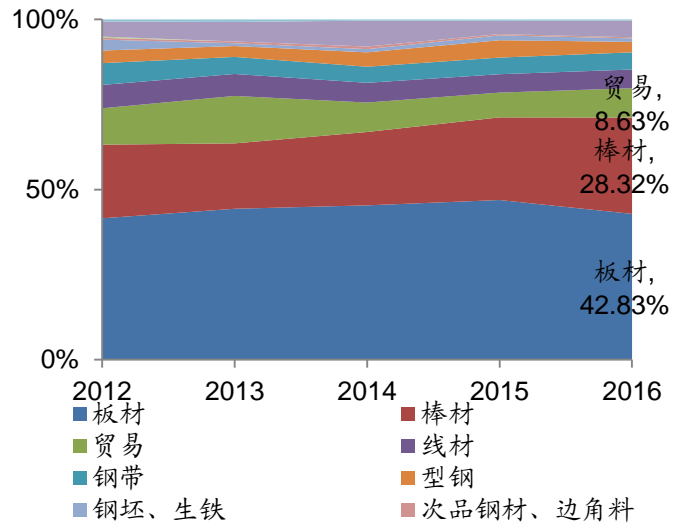
南钢股份的营收与钢铁行业相关度较高，2016年行业整体呈现量升价增的发展趋势，公司营收同比增加8.63%至241.74亿元。从结构上看：（1）将营收分为钢材产品和其他业务来看，2012-2016年钢材产品营收占比持续走高，2016年占比为86.13%，五年累计提升2.23%。（2）将钢材产品拆分为板材、长材和其他（钢坯、生铁和次品钢材、边角料），板材营收占比2012-2015年由41.54%提升至46.91%，2016年营收占比下滑至42.83%；长材营收占比震荡走高，2016年营收占比为41.95%、较2012年累计提升3.32%。截至2016年，板材营收103.54亿元、占比为42.83%；棒材、线材、带钢和型钢的营收分别为68.47、13.30、12.20和7.43亿元，占比为28.32%、5.50%、5.05%和3.07%；贸易营收为20.85亿元、占比为8.63%。

图2: 2012-2016年公司营收规模震荡走低, 2016年总营收同比增8.64%达到241.74亿元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图3: 2012-2016年公司营收结构较为稳定, 2016年板材、长材营收占比分别达到42.83%、41.95%

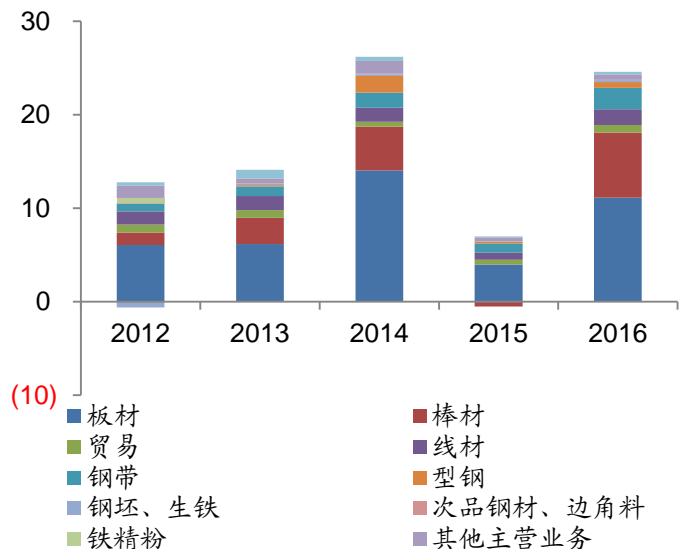


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3、营业毛利: 2016年毛利规模24.6亿元, 板材、长材占比分别45.26%、46.95%

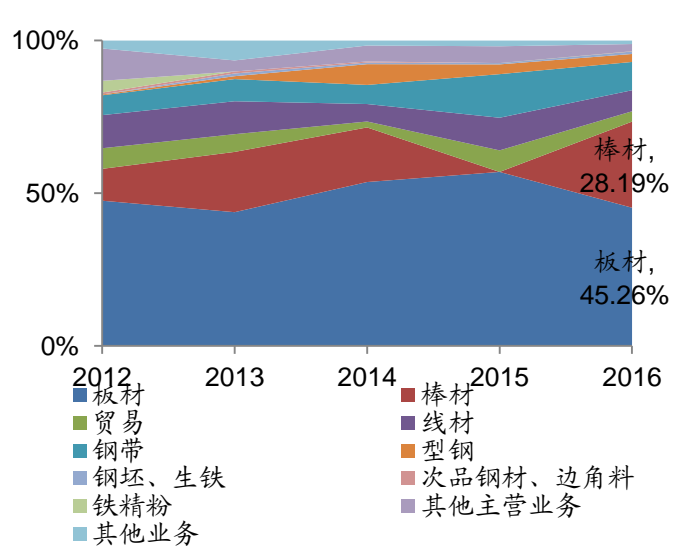
从结构上来考量: (1) 将毛利分为钢材产品和其他业务来看, 2012-2016年钢材产品毛利占比持续走高, 2016年占比为93.11%, 累计提升13.04%。(2) 将钢材产品拆分为板材、长材和其他(钢坯、生铁和次品钢材、边角料), 板材毛利占比震荡走低, 2016年毛利占比为45.26%、较2012年下滑4.71%; 长材毛利占比震荡走高, 2016年毛利占比为46.95%、较2012年提升17.51%。具体而言, 截至2016年, 板材毛利为11.13亿元, 占比为45.26%; 棒材、线材、型钢和带钢的毛利分别为6.94、1.69、0.64和2.28亿元, 占比分别为28.19%、6.89%、2.61%和9.26%; 贸易毛利为0.83亿元, 占比为3.99%。

图4: 2012-2016年公司毛利波动较大, 2016年总毛利同比增8.64%达到24.174亿元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图5: 2012-2016年公司毛利结构较为稳定, 2016年板材、长材毛利占比分别达到45.26%、46.95%

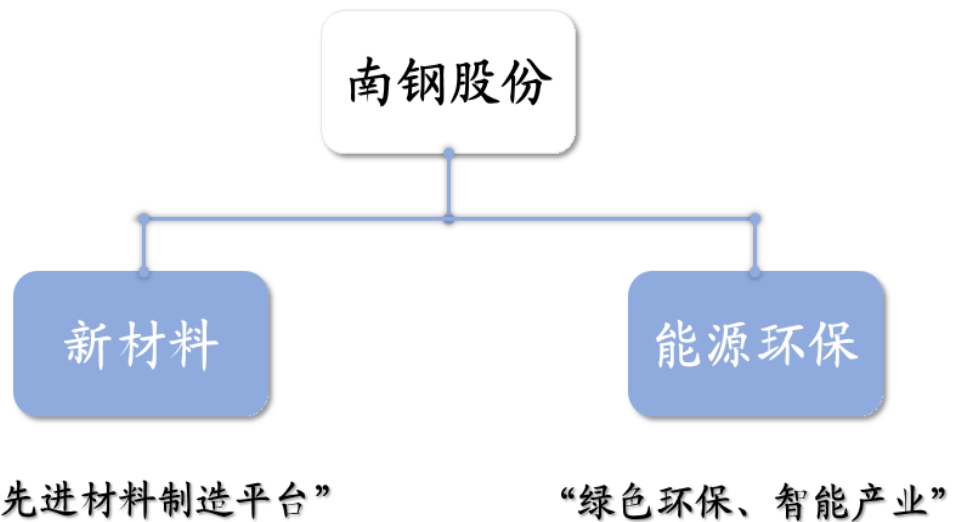


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 发展战略: 定位“先进材料制造平台”和“绿色+智能产业”为有机整体的综合服务提供商

根据2017年中报, 南钢股份坚持打造用户导向、品质引领的“高效率生产、低成本智造”精品特钢体系, 注重推动智能制造的应用。公司主导推进的“JIT+C2M”平台, 围绕产品质量和生产效率的提升, 利用“互联网+智能制造”技术, 实现生产柔性化、产品定制化和工厂智能化。公司实施“新材料+能源环保”双核驱动战略, 加快推进能源环保等新兴产业的发展, 努力打造成为以“先进材料制造平台”和“绿色环保、智能产业”为有机整体的综合服务提供商。

图6: 南钢股份发展战略: “新材料+能源环保”双核驱动



数据来源: 2017年公司中报、广发证券发展研究中心

一、钢铁+新材料：区域钢材供需格局向好、降本增效增厚盈利，转型升级先进材料

我们在前言部分分别从产量、营业收入和营业毛利等多角度来分析南钢股份的主营业务格局，在此我们总结如下：截至2016年，南钢股份板材产、销量占比分别达到**50.25%**、**50.56%**，营收和毛利占比分别达到**42.83%**和**45.26%**；长材产、销量占比分别达到**49.75%**、**49.44%**，营收和毛利占比分别达到**41.95%**和**46.95%**。

表 2：从产量、销量、营收和毛利四个角度来解析 2016 年南钢股份业务格局

主要产品	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营收 (亿元)	毛利 (亿元)
带钢	47.23	47.12	12.20	2.28
棒材	296.21	295.25	68.47	6.94
线材	46.73	46.95	13.30	1.69
型钢	24.14	25.91	7.43	0.64
长材合计	414.31	415.23	101.40	11.55
占比	49.75%	49.44%	41.95%	46.95%
板材合计	418.47	424.70	103.54	11.13
占比	50.25%	50.56%	42.83%	45.26%
(长材+板材)合计	832.78	839.93	241.74	24.60

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

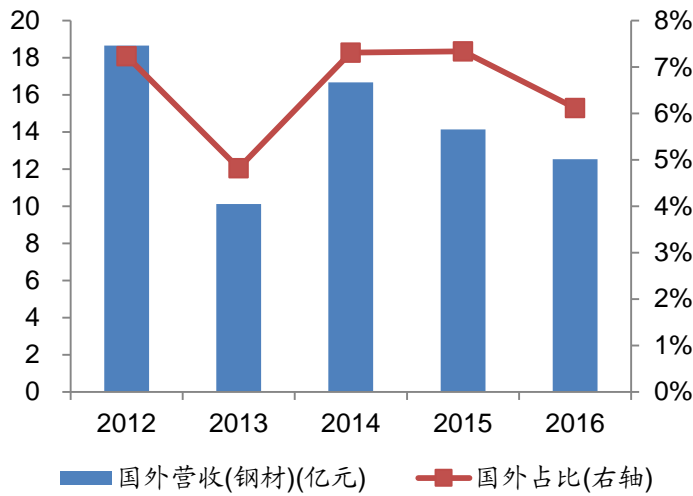
接着我们再来分析南钢股份的区位及销售范围。公司地处江苏南京的江北化工园区和高新开发区，企业积聚、经济发达；西由南京长江大桥、长江三桥、纬七路长江隧道，东由南京长江二桥、长江四桥与南京都市圈相通，紧临宁通、宁洛、宁连、宁淮、宁合等多条高速公路，南临长江黄金水道，拥有包括2个万吨级在内的数个自备货运码头，厂区内设铁路专用线与京沪铁路相连，交通运输十分便捷，区位优势明显。

受益于南钢股份优质的区位和交通运输条件，公司钢材产品销售以国内销售为主，主要集中于华东地区的江苏、上海和浙江。

(1) 国内外市场：通过分析2012-2016年公司钢材销售区域结构可知，公司的钢材销售以国内市场为主，国外销售钢材的营收占比在4%-8%之间。根据2016年年报数据进行计算，公司海外钢材销售收入为**12.54亿元**，占钢材销售总收入的**6.12%**。

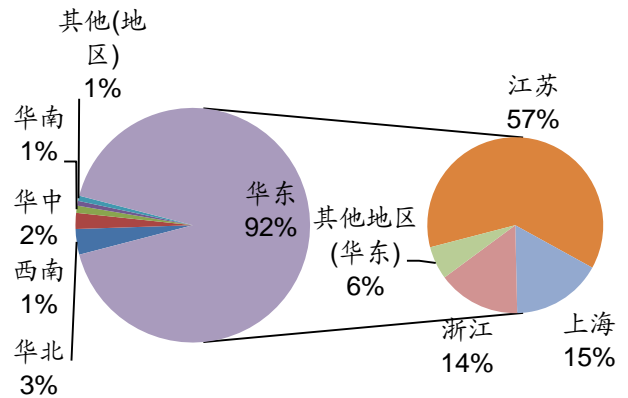
(2) 国内市场格局：通过分析2012-2016年公司钢材国内销售区域结构可知，公司国内市场以华东地区为主，占比高达**92%**，其中江苏、上海和浙江分别达到**57%**、**15%**和**14%**；华北、华中、华南和西南的钢材销售收入占比仅为**3%**、**2%**、**1%**和**1%**。

图7: 2012-2016年南钢股份钢材销售以国内市场为主, 2016年国外营收占比仅为6%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图8: 2016年南钢股份国内销售收入以华东为主, 占比达92%, 其中江浙沪占比分别为57%、14%和15%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

南钢股份2014-2016年的粗钢产量分别达到804.09、859.04和900.86万吨, 占江浙沪三省市粗钢产量总和的比重持续提升, 2014-2016年分别达到5.86%、5.98%和6.39%。在本章中我们将针对普钢细分领域的区域需求、供给以及公司在行业中的竞争力进行深度分析。

(一) 长材: 江浙沪地区供不应求, 区域龙头享溢价, 降本增效打造优质长材制造商

南钢股份的长材产品主要有棒材、线材、型材和带钢四大类, 根据我们对其用途的整理和分析可知, 公司长材产品主要用于制造业及建筑业, 在制造业中的应用又主要集中在汽车、运输设备及器材制造。

1、供需: 江浙沪需求占比远高于供给比重, “地条钢”彻底出清利好区域内合规建筑钢材产能

根据上述南钢股份销售结构的分析, 我们可知公司的钢材产品销售国内以华东为主, 占比达92%, 其中江浙沪占比分别为57%、14%和15%。因此对于需求端的分析, 我们将重点分析江苏、上海和浙江。

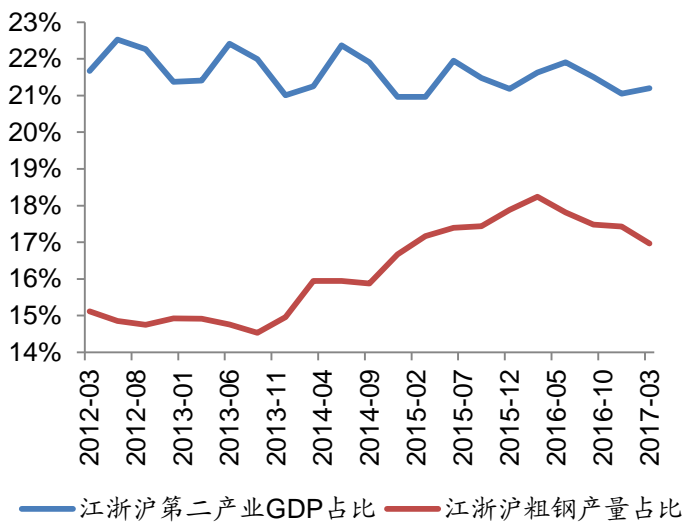
根据冶金工业规划院对2016年钢铁下游的统计, 建筑、机械和汽车下游需求占比分别为59.48%、21.15%和8.92%。由于分省份粗钢需求数据不可得, 考虑到普钢长材主要用于建筑领域, 我们将使用江浙沪的第二产业的GDP、房地产投资完成额、制造业投资完成额等来作为需求的代理变量, 钢材供给则直接使用江浙沪的粗钢产量来进行度量。

(1) 江浙沪地区的第二产业GDP占比远超其粗钢产量占比。2012年-2016年,

两者的差值分别达到6.45%、6.05%、4.29%、3.30%、3.62%，过去五年的均值为4.74%；2017年上半年，江浙沪地区的第二产业GDP占比和粗钢产量占比分别为21.62%和16.60%，需求代理变量占比较供给变量占比高5.02%。

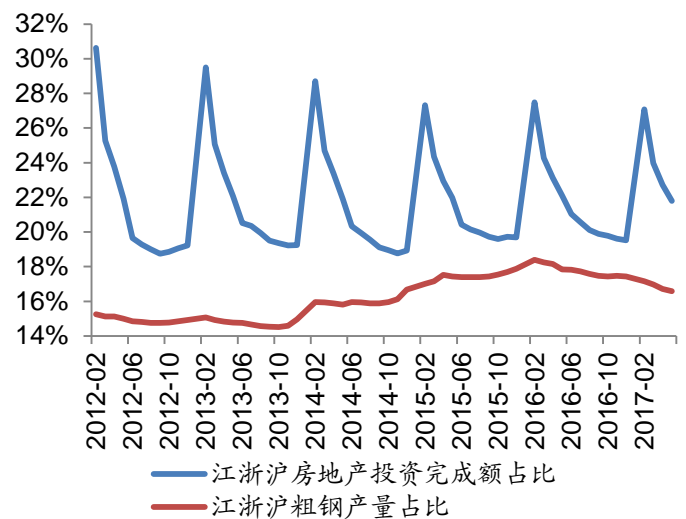
(2) 江浙沪地区的房地产投资完成额占比远超其粗钢产量占比。2012年-2016年，两者的差值分别达到4.29%、4.28%、2.25%、1.80%、2.09%，过去五年的均值为2.09%；2017年1-6月，江浙沪地区的房地产投资完成额占比和粗钢产量占比分别为20.78%和16.60%，需求代理变量占比较供给变量占比高4.17%。

图9：2012年至今江浙沪第二产业GDP占比远超粗钢产量占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

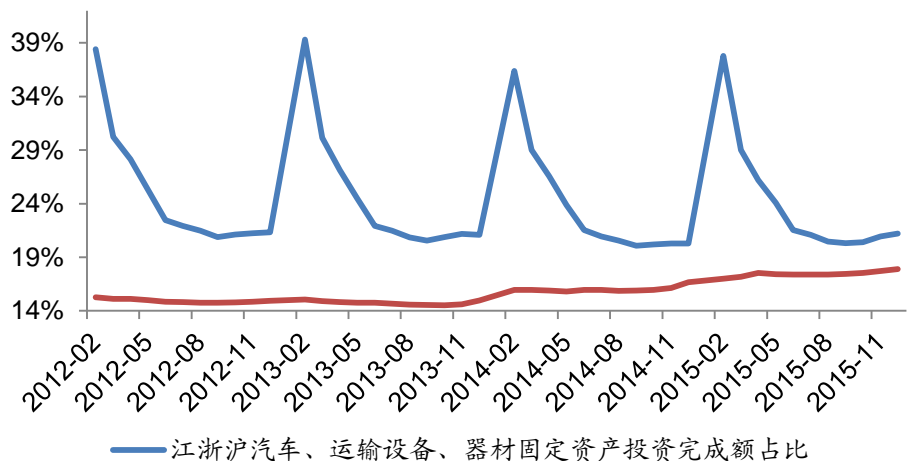
图10：2012年至今江浙沪房地产投资完成额占比远超粗钢产量占比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(3) 江浙沪地区的汽车、运输设备、器材制造业投资完成额占比远超其粗钢产量占比。截止到国统局最新公布的数据，2012-2015年汽车、运输设备及器材制造业投资完成额占比与粗钢产量占比差值分别达到6.40%、6.12%、3.62%、3.32%，四年的均值为4.86%，需求代理变量占比明显高于供给变量占比。

图11：2012-2015年江浙沪汽车、运输设备及器材制造业投资完成额占比远超粗钢产量占比



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》要求：全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能。2017年1月11日，新华网发布《我国明确取缔“地条钢”时间表》：2017年我国将彻底出清“地条钢”等落后产能，并要求在6月30日前全部取缔。根据2017年4月26日中国钢铁工业协会副会长迟京东在北京表示：“到目前为止，全国各省区市自行清查出生产“地条钢”企业500多家，涉及产能1.19亿吨”。

江苏省作为“地条钢”产能较为集中的区域，“地条钢”的彻底出清将导致区域内建筑钢材供给的强收缩、进而改善区域内供需格局，利好区域内合规的建筑钢材产能。根据我的钢铁网2016年11月28日发布的新闻《江苏政府下令限期拆除苏北中频炉》(<http://gc.mysteel.com/16/1128/12/7C38C95241FA3A08.html>)，据Mysteel统计：(目前)整个江苏省的粗钢产能接近1.5亿吨，其中中频炉的产能4000万吨左右，占江苏省整个粗钢产能的27%，而且相关产能都集中在建筑钢材。从实际产量来看目前江苏省全部中频炉日均建筑钢材产量约占江苏省建筑钢材日均产量的25%-30%的水平。

2、竞争优势：长材产量震荡增长，区域龙头享溢价，成本管控卓有成效

南钢股份的长材产品具有较强的竞争优势，优势主要在于成本控制、部分高端产品的研发及区域竞争公司有限。接下来我们将基于产量、成本、区位等因素进行具体分析。

2.1 产量：2012-2016年南钢股份的长材产量震荡增长，高端钢筋占比提升

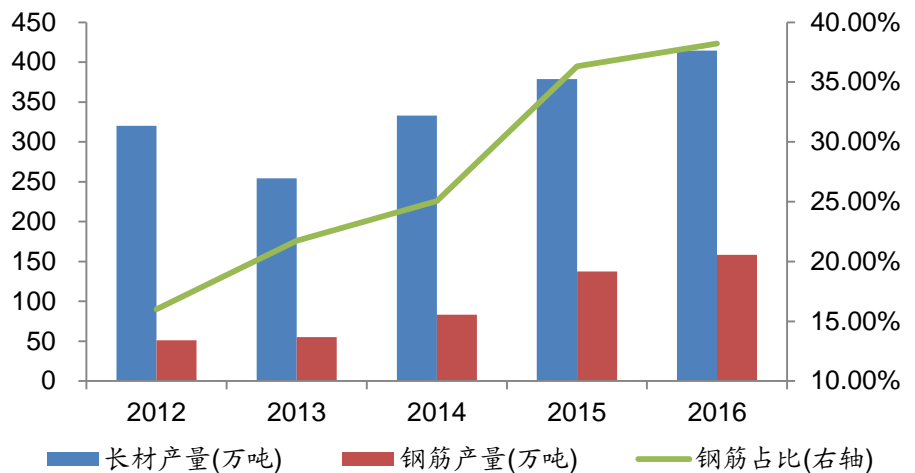
根据南钢股份2016年年报披露，公司长材生产体系主要装备有一条高速线材、一条带钢和4条棒材生产线，以及宿迁金鑫2条异型钢生产线。

(1) 长材总量：2012-2016年，公司长材产量震荡走高，截至2016年，公司长材产量达414.31万吨，累计增长94.07万吨，增幅29.37%。销量与产量呈现同样的趋势，截至2016年公司长材销量达415.23万吨，累计增长94.99万吨，增幅29.66%；自2013年起产销率始终超过100%，2016年达100.22%，库存仅余10.66万吨。

(2) 长材结构：公司的长材产品可分为棒材、带钢、线材、型钢。2016年棒材产量为296.21万吨，占钢材产量比为35.57%，其中钢筋158.36万吨、圆钢137.84万吨，占比分别为19.02%、16.55%；带钢47.23万吨，占比为5.67%；线材46.73万吨，占比为5.61%；型钢24.14万吨，占比为2.90%。

南钢股份的长材产品从细分品种来看，(1) 钢筋：根据钢联数据的统计，近5年来南钢股份的钢筋产量逐渐提升，2016年达158.36万吨，相较于2012年增长了209%。(一般来说钢筋是螺纹钢的别称，但是在统计的过程中可能由于细分品种有些许的偏差，因此基于准确性，描述产量时我们保留钢联数据的原始表述，将其称为钢筋)。钢筋为公司优势产品，公司“双锤”牌螺纹钢是上期所螺纹钢期货实物交割品牌。根据2017年1月19日中国冶金报发布的《南钢再造螺纹钢价值链》，公司螺纹钢为南京市场第一品牌。(2) 圆钢：2012-2014年圆钢产量下滑30.08%至89.67万吨，此后逐年上升至2016年的137.84万吨，5年增幅为7.48%。(3) 带钢：2012-2013年产量大幅下降30.65%至37.89万吨，此后逐年回升但仍低于2012年水平，2012-2016年降幅为13.57%。(4) 线材：2012-2016年间线材产量震荡趋低，5年降幅为12.72%。(5) 型钢：型钢产量呈波动态势。2012-2016年产量降幅为12.27%。

图12: 2012-2016年, 南钢股份长材产量震荡增长、钢筋占比逐年提高



数据来源: 钢联数据、广发证券发展研究中心

2.2 价格: 区域龙头品质保障, 南钢股份享长材溢价优势

受益于高品质及品牌溢价, 南钢股份长材出厂价高于江浙沪地区均价。我们选取两种具有代表性的长材产品: 螺纹钢及线材进行价格分析。选择上海、南京、杭州三个城市的行情均价作为江浙沪对应产品均价代表。

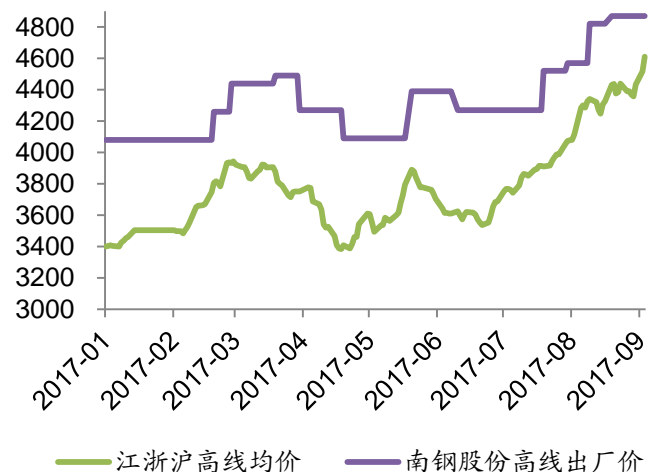
南钢股份的长材产品享有明显溢价优势。(1) 螺纹钢: 2017年以来南钢股份的螺纹钢出厂价均价为4083.35元/吨, 高于江浙沪地区均价3657.25元/吨, 差值为426.10元/吨。(2) 高线: 2017年以来南钢股份的高线出厂价均价为4334.41元/吨, 高于江浙沪地区均价3775.96元/吨, 差值为558.45元/吨。

图13: 2017年以来南钢股份螺纹钢出厂价均价较江浙沪均价高426.10元/吨



数据来源: 中钢协、Wind、广发证券发展研究中心

图14: 2017年以来南钢股份高线出厂价均价较江浙沪均价高558.45元/吨



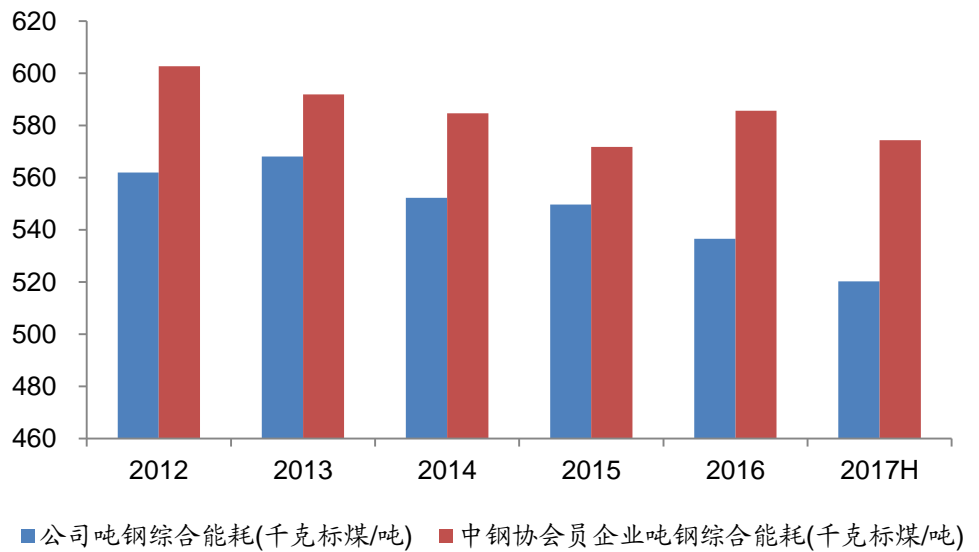
数据来源: 中钢协、Wind、广发证券发展研究中心

2.2 成本: 2012-2017H1吨钢综合能耗累计下降7%至520千克标煤/吨, 2014-2016年长材吨钢完全成本累计下滑21%至2169元/吨; 2015-2017H1公司期间费用率累计下滑4个百分点至6%, 成本管控卓有成效

南钢股份致力于成本管控，提升效益。（1）**管理结构方面**：为进一步降低产品成本，南钢全程体现价值思维、效益导向，变革体制机制和管理方式，缩短管理链条，清理撤销冗余机构，推行事业部制，提升资产配置效率，提升运营效益；（2）**工艺创新方面**：通过高性价比合金替代、工艺难题攻关、大钢种整合等措施，原燃料和钢铁料消耗有效降低，实现工艺降本；（3）**设备管理方面**：分层次制定各级设备精度管理标准，推行区域管理加专业管理模式，对检维修、备件修理集中整合招标，降低设备故障时间和设备维修费用；（4）**商业模式方面**：开创螺纹钢外加工模式和委托电商平台销售的方式，打通制约加工链、销售链、价值链生成和延长的瓶颈。与多家企业合作开展螺纹钢外加工业务。按“市场定价、收益定额”的原则在电商平台销售，可实现毛利约1740万元。

在钢铁生产方面，南钢股份注重节能减排、增效降本。2012-2016年间，公司的吨钢综合能耗始终低于中钢协会会员企业平均值；公司吨钢综合能耗自2012年震荡走低，2017年上半年吨钢综合能耗较2012年的水平减少41.71千克标煤/吨；同期中钢协会会员企业较2012年的水平减少28.27千克标煤/吨。2017H1，公司吨钢综合能耗520.27千克标煤/吨，远低于中钢协会会员企业平均574.44千克标煤/吨，节能优势明显。

图15：南钢股份吨钢综合能耗低于重点钢企均值，自2012年以来震荡走低，2017年上半年吨钢综合能耗为520.27千克标煤/吨，累计下降7.42%



数据来源：中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

南钢股份的降本措施卓有成效，体现为长材生产成本的逐年降低。具体来看，我们利用近三年公司年报中披露的成本数据进行计算：2014-2016年长材（棒材、线材、型钢和带钢）的单吨生产成本分别为2754.28、2292.62和2168.77元/吨，2014-2016年累计下滑585.51元/吨、27.00%，其中2015年同比下滑20.14%、2016年同比下滑5.71%。分项来看，原燃料部分及人工、折旧、制造费用均大幅下降。2014-2016年，长材单吨原燃料成本合计分别为2340.99、1812.92和1703.34元/吨，三年累计降幅为27.24%，其中2015年降幅22.56%，2016年降幅6.04%；长材单吨人工、折旧和制造费用合计分别为408.26、373.58和333.40元/吨，近三年累计下滑22.46%，其中2015年同比下滑9.28%、2016年同比下滑12.05%。

表 3: 南钢股份长材生产成本逐年下降, 2016 年同比下降 5.71%

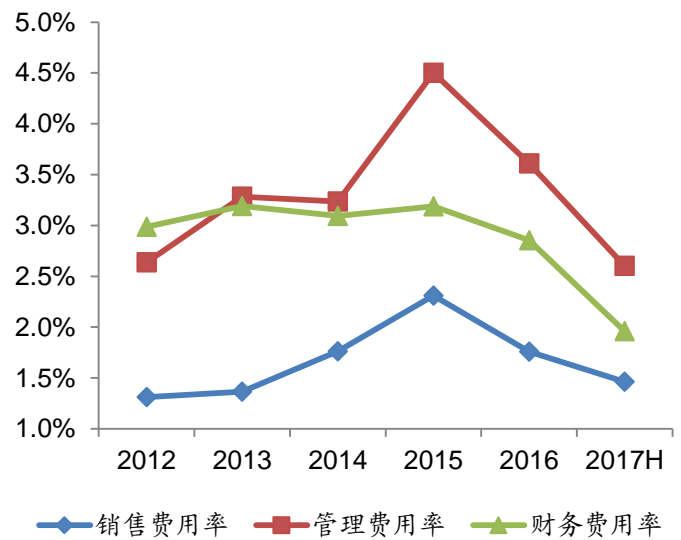
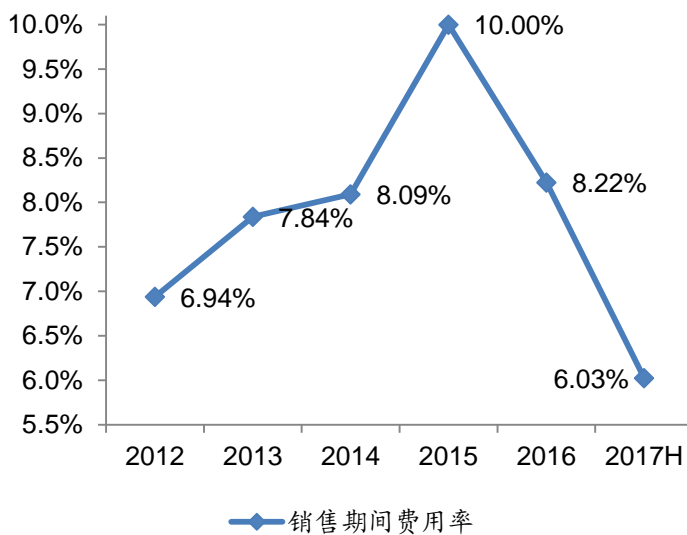
单吨生产成本	2016 年	2015 年	2014 年
原材料 (元/吨)	1101.14	1224.11	1628.65
燃料动力 (元/吨)	602.20	588.81	712.34
人工 (元/吨)	102.76	108.45	131.48
折旧 (元/吨)	102.01	111.05	115.44
制造费用 (元/吨)	128.62	154.08	161.34
合计 (元/吨)	2036.74	2186.50	2749.26

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

在费用控制上, 2015 年以来公司销售期间费用率逐年下降。2016 年公司期间费用率下降 1.78 个百分点至 8.22%; 2017 年上半年, 公司期间费用率下降 2.20 个百分点至 6.03%。通过三项费用的拆分, 我们可知 2015 年来, 南钢销售、管理、财务费用均逐年下降。特别的, 财务费用由 2012 年的 2.99% 降至 2017 年上半年的 1.96%。公司盈利持续改善, 叠加“债转股”落地, 公司的资产负债率显著降低, 进而降低财务费用。

图 16: 2015 年以来南钢股份销售期间费用率逐步下降, 2017H1 降至 6.08%

图 17: 2012-2016 年南钢股份财务费用率震荡下行, 2017H1 降至 1.96%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 板材: 江浙沪装备制造业需求旺盛、供给偏紧, 定制配送降低成本, 竞争对手东迁日照

根据南钢股份官网 (<http://www.600282.net/AboutUs/Index/1f657a83-a174->

424f-a7eb-9b512753c777?genresId=1f657a83-a174-424f-a7eb-9b512753c777)
 主要产品介绍及2016年年报, 南钢股份主要板材的轧钢生产线有: 5m宽厚板、3.5m中厚板(卷)、2.8m中板等3台板材轧机, 年生产能力480万吨。根据我们对南钢股份官网的产品整理, 南钢股份板材主要应用领域为造船、专用装备制造业。

表 4: 南钢股份板材主要应用于造船、装备制造业等行业

产品	用途	特点
船板及海洋工程用钢板	船舶、海洋工程	获九国船级社认证证书
模具钢	模具、塑料模具、模座等	典型牌号: NSM30、NSM300、P20 系列、718 系列、2311 和 NSM-HPM
容器钢板	石油、化工、气体分离和贮运等的容器或其他类似设备	良好的冷弯和焊接性能, 良好的塑性和韧性, 有高温短时强度或长期强度性能
管线钢	制造输送原油、成品油、天然气等各种流体或气体的钢管	获钢铁企业管线钢生产许可证, 中国质量协会冶金产品实物质量金杯奖荣誉称号。X65、X70、X80 先后获得江苏省高新技术产品称号
桥梁用结构钢	制造桥梁结构件	用专用钢种桥梁建筑用碳素钢和低合金钢制造
高强度钢板	煤矿机械、工程机械、港口机械设备制造	相继开发了屈服强度 550、690、890、960、1100MPa 级高强板
结构用钢板	机械制造、钢结构建设、风电塔筒制造、桥梁辅助用材	主要牌号有 Q235、Q345、Q345GJ 等
耐磨钢板	矿山机械、工程机械、水泥和冶金行业装备制造	通过了国际知名工程机械行业 CATERPILLAR 的工艺性能评定
耐腐蚀结构钢板	管道、排气设备等	耐久性好

数据来源: 南钢股份有限公司官网产品与服务、广发证券发展研究中心

1、供需: 江浙沪专用装备制造业需求占比远高于供给比重, 区域供需格局良好

考虑到南钢股份板材主要应用于工程机械、造船等领域。我们使用江浙沪的专用装备制造业投资完成额占比、造船完工量占比等来作为需求的代理变量, 钢材供给则直接使用江浙沪的粗钢产量来进行度量。

(1) 江浙沪地区专用装备制造业投资完成额占比远超其粗钢产量占比。截止到国统局最新公布的数据, 2012年-2015年, 江浙沪地区制造业投资完成额占比与粗钢产量占比差值分别为6.07%、5.86%、3.34%、2.06%, 四年均值为4.33%。需求变量占比明显高于供给变量占比。

(2) 江浙沪地区造船完工量占全国的比重持续超六成, 远超其粗钢产量占比。江浙沪地处长江与东海交界处, 海运发达, 据交通部公布的数据, 上海港、苏州港分别为国内第二、三大港口, 2016年货物吞吐量分别为7.00亿吨、5.74亿吨, 分别为全国总量的5.92%、4.85%, 便利的海运条件为船舶制造业提供了广阔的发展空间。截止到国统局最新公布的数据, 2012年-2015年, 江浙沪地区造船完工量占比分别为

72.81%、61.86%、70.15%、71.64%，四年均值为69.12%。与粗钢产量占比差值分别为57.88%、46.90%、53.47%、53.76%，四年均值为53.00%。需求变量占比明显高于供给变量占比。

图18: 2012-2015年江浙沪专用装备制造业投资完成额占比远超其粗钢产量占比

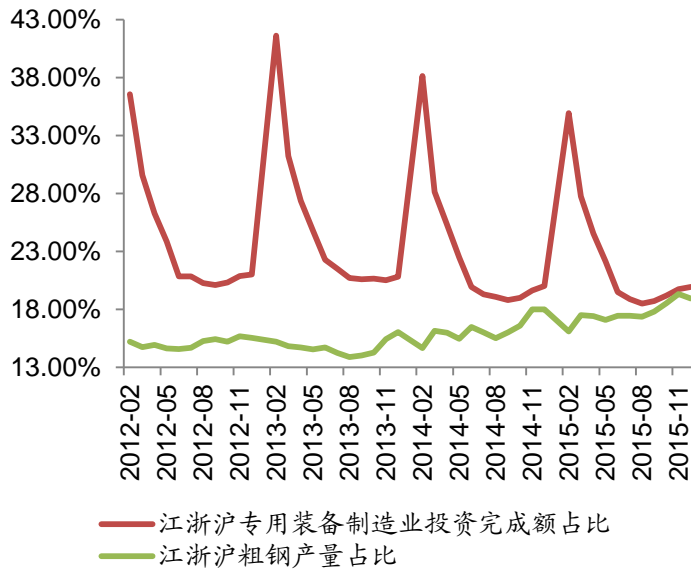
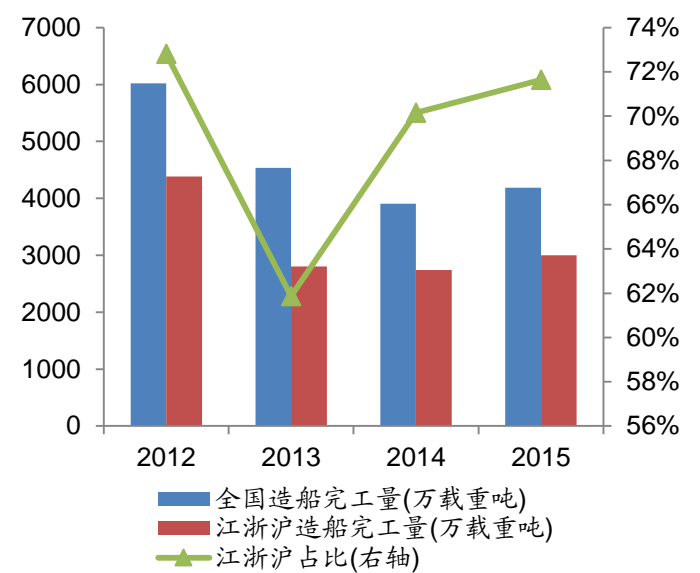


图19: 2012-2015年江浙沪造船完工量占全国的比重持续超六成



数据来源: 工业与信息化部、《中国船舶工业年鉴》、广发证券发展研究中心

数据来源: 国家统计局、中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

2、竞争优势: 中厚板产量全国排名第三、国内船板主要供应商; 定制配送模式优化供应链

2.1 产能和产量: 中厚板产能超400万吨、产量全国第三, 国内船板主要供应商

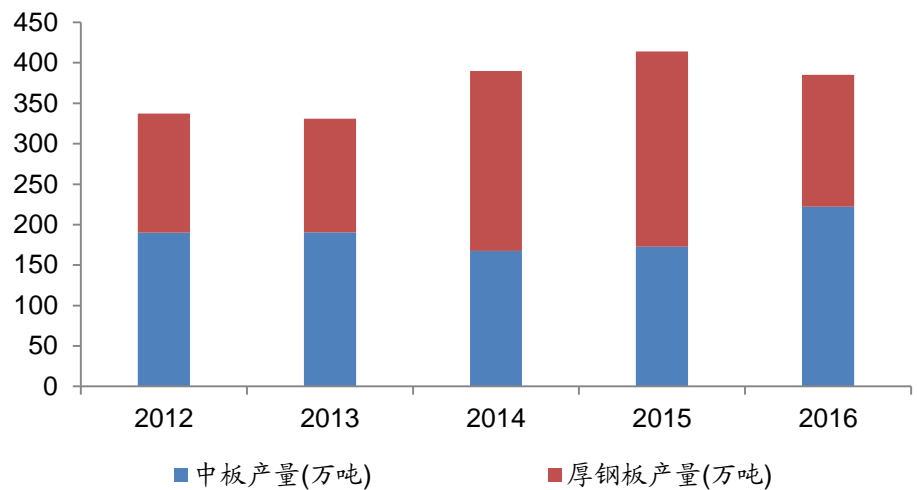
南钢股份的板材以中厚板为主, 产能合计超400万吨。南钢股份是中国重要的中厚板生产基地, 根据公司官网的介绍, 中厚板生产体系主要装备有一条5000mm宽厚板生产线、一条3500mm宽中厚板(卷)生产线和一条2800mm中板生产线。

(1) **产能:** 根据世界金属导报2017年1月发布的《南钢宽薄板供给能力国际领先》, 三条中厚板生产线产能合计超过400万吨。

(2) **产量:** 中国钢铁工业协会的统计中将公司的中厚板划分为中板和厚钢板来统计, 因此我们将其加总得到中厚板的产量, 2013-2016年公司中厚板产量逐年增加, 四年累计增幅24.50%。**根据中国钢铁协会的统计, 南钢股份的中厚板产量位居全国第三。中厚板产量排名前五的钢企分别为河钢集团、山东钢铁、南京钢铁、华菱钢铁、鞍钢集团, 分别位于河北、山东、江苏、湖南以及辽宁。**

作为中厚板材重要生产基地, 南钢股份是国内船板主要供应商之一。据中国钢铁工业协会统计, 2015年南钢船板产量位居国内第三位。南钢船板质量领先, 在国内率先通过11个国家船社级认证; 南钢在国内首获LNG船用9Ni钢板批量生产许可。据江苏冶金工业协会2017年6月发布的《南钢海工钢助力我国“可燃冰”开采》, 目前南钢船用5Ni钢国内市场占用率80%, 船用9Ni钢国内市场占用率约98.7%。

图20: 2012-2016年南钢股份中厚板产量由337.04万吨增至418.47万吨



数据来源: 中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

2.2 成本: 定制配送优化供应链, 有效降低船板生产成本

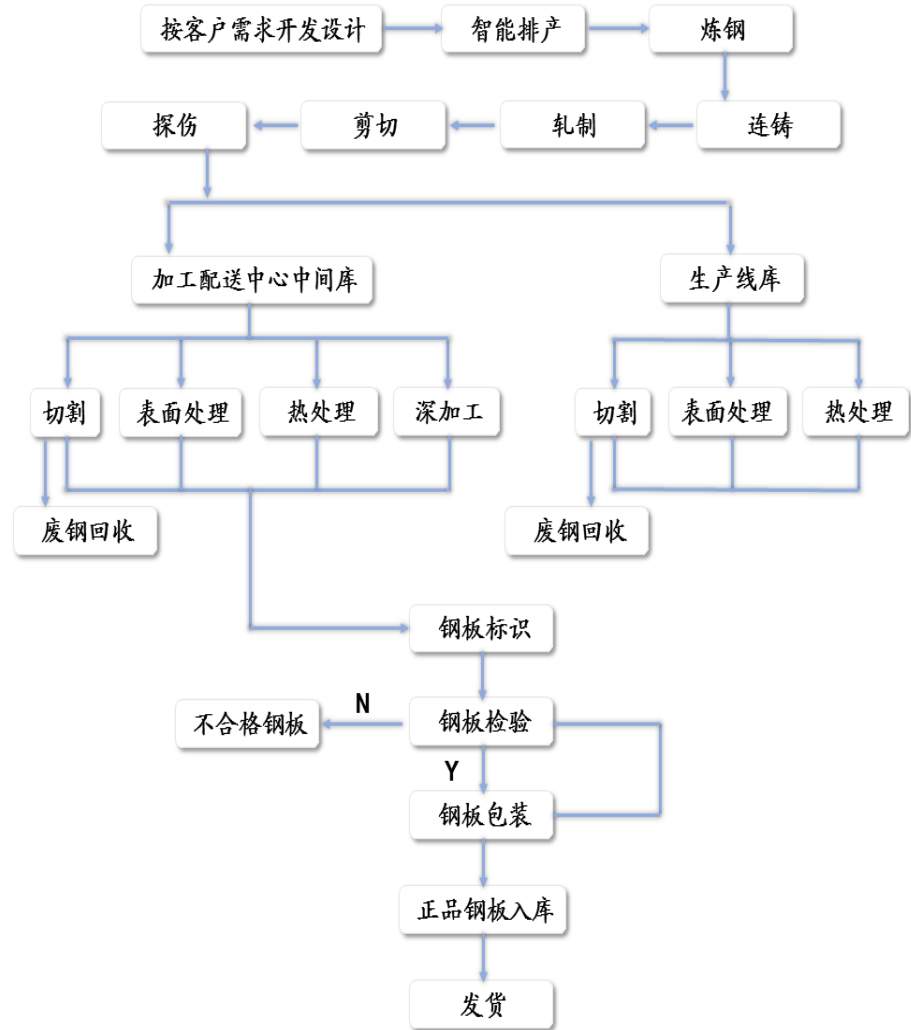
定制配送提高生产效率, 实现整个产业链的成本优化和价值增值。南钢股份打造了一套“C2M(客户对工厂)”体系, 在钢铁行业率先推行了基于“互联网思维”的船板个性化定制配送新模式。具体来说, 船厂以精益造船模式进行设计, 提前2-3个月将设计规格交给南钢股份, 公司按JIT方式组织精益生产, 采用组板技术等进行定制轧制, 在船厂计划使用前一周, 完成生产并按船号、批次号、分段号堆垛集批, 并严格按顺序送达船厂。船板分段配送以100%的合同兑现和100%的质量合格率让用户实现“零库存”, 通过减少供应链上的不增值环节, 双方都把各个环节做到极致, 实现整个供应链的高效、集约和增值。

稳定订单渠道和获得长期订单, 提高客户粘性, 形成钢铁和造船行业的协同效应。钢厂能提早了解船厂三个月及以上的钢板需求情况, 原材料采购计划更有序; 配送长期订单使得生产计划提前谋划, 生产组织计划更合理; 形成产业链协调效应, 和下游用户建立紧密、长期、稳定的上下游供应链关系, 取得竞争的先发优势。

定制配送效益比常规销售规模毛利平均高60~150元/吨。根据南钢股份年报, 公司船板分段定制准时配送2014年实现订单17万吨, 2015年47.7万吨, 2016年44.13万吨, 根据2015年发布的《南京钢铁股份有限公司实施基于互联网和JIT模式的船板配送商业模式创新经验》披露, 配送效益比常规销售规模毛利平均高93元/吨。根据2016年12月31日中国冶金报社发布的《看一看2016年钢企转型方向》, 定制化模式毛利高于常规模式60元/吨~150元/吨, 开工率保持在90%以上。

综合来看, 船板分段定制配送能够满足现代造船企业的材料供应需求, 是造船企业急需的服务模式。南钢股份的船板定制配送成为2015年度“全国质量标杆”, 也作为个性化、柔性化产品定制新模式的典型被列入《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》中。(1) **中短期而言:** 公司的定制配送效益比常规销售规模毛利平均高60~150元/吨。(2) **从长期来看:** 定制化的配送模式, 为船企降低了库存, 减少了成本, 使得公司能够和船企建立更加紧密的上下游合作机制, 形成更为长期的战略合作关系。

图21：南钢股份板材个性化定制配送流程



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2.3 竞争格局：山东钢铁集团中厚板产线搬迁日照，主要竞争对手暂时退出市场

山东钢铁是南钢股份最主要的竞争对手之一。从产量来看：山东钢铁集团是国内最大的中厚板生产企业之一，2016年中厚板产量为487.14万吨，仅次于河钢集团。其中山东钢铁股份有限公司板材产量为134.40万吨、销量376.12万吨（2016年股份公司板材产量大幅减少系向集团转让300万吨板材产能所致）。而山东钢铁立足齐鲁，辐射华东，2016年华东地区营收占比高达96.04%；该公司造船、锅炉容器、高强结构三大支柱产品，在国内具有很强的品牌优势，是南钢股份主要的竞争对手。

济钢钢铁产线退出济南，日照板材产线预计2018年投产。山东钢铁济南分公司2015年向山钢济钢集团出售300万吨板材产能，2016年底拟将剩余180万吨板材产能出售集团济钢板材有限公司。2017年3月16日，济钢4300mm宽厚板生产线关停；根据《济钢钢铁主体工序总体停产方案》要求；6月29日，济钢3200cm³高炉正式停炉；7月8日，随3号高炉停炉，济钢在济南的钢铁产线全线停产。此后，济钢钢铁主业将陆续迁往日照。日照轧钢4300毫米宽厚板生产线（设计产能360万吨）计划于2018年投产，在此期间，公司最大的竞争对手山东钢铁暂时退出竞争舞台。

表 5: 南钢股份与山东钢铁中厚板产品对比

中厚板产品	南钢股份 (万吨)	山东钢铁 (万吨)
产量 (万吨)	206.70	13.45 (集团 215.89 万吨)
销售区域	国内华东为主, 占比高达 92%, 其中江苏占比达到 57%	96% 售往华东地区, 其中山东 73%
市场地位	国内船板主要供应商之一, 船用 5Ni 钢国内市场占用率 80%, 船用 9Ni 钢国内市场占用率约 98.7%	公司造船、锅炉容器、高强结构三大支柱产品, 在国内具有很强的品牌优势。4300mm 宽厚板生产线达国内领先水平。

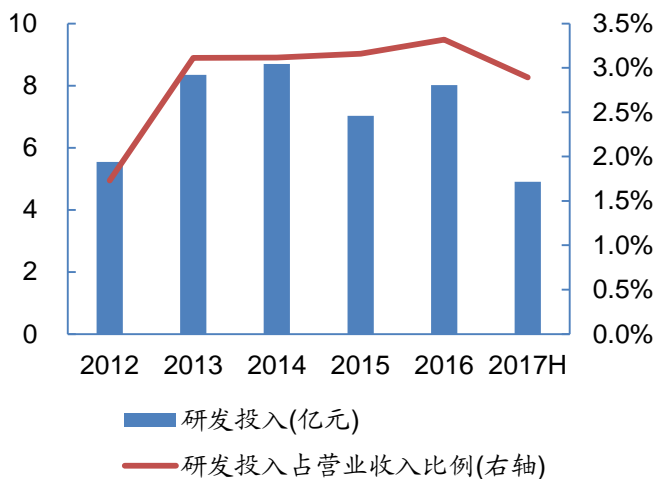
数据来源: 公司 2017 年中报、2016 年年报、广发证券发展研究中心

(三) 新材料: 打造“钢铁细分领域的先进材料制造平台”

1、研发投入: 研发投入占比稳中有升、高于行业平均水平, 储备前沿优势项目

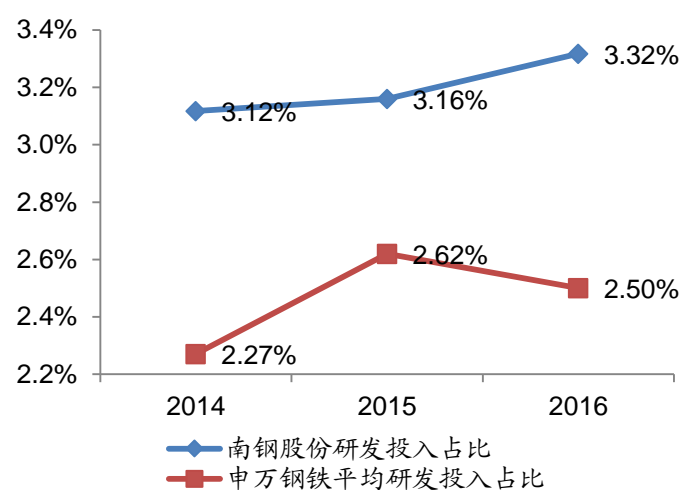
南钢股份研发投入占比稳中有升、高于行业平均水平, 研发投入提升带动新产品投产。2013-2016 年间公司研发费用占比稳中有升, 2016 年研发投入 8.02 亿元, 占比升至 3.32%。2017 年上半年, 研发投入占比微幅回落至 2.89%。2014-2016 年, 南钢股份研发投入占比均值为 3.20%, 同期申万钢铁的平均水平为 2.46%, 南钢股份高于行业平均 0.74 个百分点。南钢股份开发了镍系低温 LNG 船用 9%Ni 钢板, LEG 用 3.5%Ni、5%Ni 钢板; NM550 高级别耐磨钢板, 轿车稳定杆用弹簧钢 SUP9D 热轧圆钢, 高性能桥梁结构钢 Q500qE 等新产品, 先后获多项权威认证, 受到市场认可。

图 22: 南钢股份研发投入占营收比由 2012 年的 1.73% 升至 2017 年中的 2.89%



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 23: 2014-2016 年南钢股份研发投入占比高于行业平均



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2、成效: 钢铁、非钢、复合材料三花齐放, 打造“钢铁细分领域的先进材料制造平台”

钢铁材料方面: 向产品价值链上游延伸。(1)“产销研用+服务”研发体系: 持续

优化产品结构，提高高附加值产品占比；（2）“JIT+C2M”智造：运用互联网+信息技术，实现生产的精益化、柔性化、智能化，交付的敏捷化、准时化、配送化，提供满足客户个性化需求的规模定制产品。

非钢金属材料方面：拓展新材料产业。战略投资天公股份，其主营钛加工材料的生产、加工、研发与销售，与公司在新材料产业链上产生良好的协同效应。

复合材料方面：不断进行新产品创新。在国内率先开发不锈钢复合板、钛钢复合板等品种，并实现量产；携手日本冶金工业株式会社，联合开发新型不锈钢、特殊钢。

南钢股份的产品开发逐步向系列化、高端化发展，有助于打造“钢铁细分领域的先进材料制造平台”。公司高端产品比例提升能够摆脱传统制造业的同质化竞争，增强公司的核心竞争力，使之长期立于行业有利的竞争地位。

表 6：2011-2017 南钢股份产品研发情况和部分成果

年份	产品优化成果
2011	成功开发出国内第一深度深海管线（水下 1500 米），成为国内第一家生产该钢种的企业。
2012	完成抗大变形管线钢 X80HD、成本节约型高钢级 X90 钢板开发，制管验证合格，具备接单能力；成功开发出大规格钻铤钢（Φ190、Φ210、Φ213）并批量生产。
2013	开发了镍系低温 LNG 船用 9%Ni 钢板，LEG 用 3.5%Ni、5%Ni 钢板；NM550 高级别耐磨钢板，轿车稳定杆用弹簧钢 SUP9D 热轧圆钢，高性能桥梁结构钢 Q500qE 等新产品。NM500 耐磨钢获国家重点新产品并获江苏省优秀新产品奖。3.5%Ni、5%Ni、9%Ni 等镍系低温钢通过国家容标委技术评审；船用 9%Ni 钢通过美国（ABS）、法国（BV）、中国（CCS）、挪威（DNV）、德国（GL）五国船级社扩大认证。
2014	成功开发软钢 N225LY、钛钢复合板、超高强海工板 EQ63、高耐候桥梁板 A709、热锻用钒氮微合金钢 NFT960 等新品。6 个新产品通过省经信委组织的新产品鉴定。
2015	公司全年开展产品认证 43 项，涉及 215 个钢种，极限规格 60x4500mm 船用 5Ni、9Ni 钢通过 6 国船级社认证；完成 EH47 大型集装箱船板 A514GrQ 齿条钢板、F690 超高强海工板等 7 个系列高等级特厚板开发及 10 国船级社认证；低温碳锰钢通过 5 国船级社认证；250mmS355 系列、100mm12Ni14 等高档品种及极限规格通过 CE/PED 扩证；欧标结构钢完成德国 AD2000W1 认证。宿迁金鑫球扁钢、角钢等船用型材 E、E36 为国内首家通过十国船级社认证的企业。公司及子公司宿迁金鑫获得国家“高新技术企业”认定。
2016	先成功开发桥梁不锈钢复合板、钛钢复合板、超薄 X70 管线钢、80 公斤级水电钢、低温结构钢、低温钢筋等多个品种，大厚度耐磨钢 NM450 成功替代进口。公司及下属子公司宿迁南钢金鑫轧钢有限公司获得江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局联合颁发的《高新技术企业证书》。
2017	“矿山装备用高级别耐磨钢板 NM600”、“石油储罐及压力容器用 SA-537CL2 钢板”、“桥梁用 370MPa 级高性能不锈钢复合板”和“大型起重机吊臂用超高强度结构用钢 Q1300”等四大产品全部通过省经信委主持的新产品鉴定，其中 NM600、Q1300 达到国际领先水平，370MPa 级不锈钢复合板达到国际先进水平，SA-537CL2 钢板达到国内领先水平。公司子公司宿迁金鑫成功研发人防专用型钢；由公司等单位承担的“LNG 储罐用国产 9 镍钢研制及工程技术应用”项目通过由工程院院士等专家组成的鉴定委员会“整体技术达到国际先进水平”的鉴定。

数据来源：公司年报、公司中报、公司官网、江苏省金属协会、广发证券发展研究中心

本章总结:

南钢股份的长材产品主要有棒材、线材、型材和带钢四大类，主要用于制造业及建筑业。江浙沪区域钢材供需格局良好，江浙沪地区的第二产业GDP占比、房地产投资完成额占比及汽车、运输设备、器材制造业投资完成额占比均远超其粗钢产量占比；从边际上来看，江苏省作为“地条钢”产能较为集中的区域，全部中频炉日均建筑钢材产量约占江苏省建筑钢材日均产量的25%-30%的水平，“地条钢”的出清将使得建筑用材供给端收缩明显，在需求稳中趋缓的格局下，供需边际改善明显。受益于高品质及品牌溢价，南钢股份长材出厂价高于江浙沪地区均价，2017年以来南钢股份螺纹钢和高线的出厂价均价较江浙沪均价分别高426、558元/吨。而从成本控制上，2012-2017H1吨钢综合能耗累计下降7%至520千克标煤/吨，2015-2017H1公司期间费用率累计下滑4个百分点至6%，成本管控卓有成效。

南钢股份的板材年生产能力480万吨，主要应用领域为造船、专用装备制造业。而江浙沪专用装备制造业需求占全国比重远高于供给比重，江浙沪地区造船完工量占全国的比重持续超六成，区域供需格局良好。其主要品种为中厚板，三条中厚板生产线产能合计超过400万吨，排名全国第三。公司打造了一套“C2M（客户对工厂）”体系，在钢铁行业率先推行了基于“互联网思维”的船板个性化定制配送新模式，提高客户黏性、增强销售效益。就竞争格局而言，中厚板产量排名前五的钢企分别为河钢集团、山东钢铁、南京钢铁、华菱钢铁、鞍钢集团，而山东钢铁集团近500万吨中厚板产线已于2017年7月关停，后续将搬迁至日照，主要竞争对手暂时退出市场显著改善供需格局。

新材料：钢材材料方面，提高高附加值产品占比、提供满足客户个性化需求的规模定制产品；非钢金属材料方面战略投资天公股份，其主营钛加工材料的生产、加工、研发与销售，拓展新材料产业；复合材料方面，不断进行新产品创新。在国内率先开发不锈钢复合板、钛钢复合板等品种，并实现量产；携手日本冶金工业株式会社，联合开发新型不锈钢、特殊钢。

二、能源环保：投资环保新兴产业，定增促绿色发展、实现降本增效

（一）涉足能源环保：建立节能环保平台、将现有节能环保业务纳入金凯节能，投资能源环保行业高新技术企业天创环境、菲尔特

1、建立节能环保平台：将现有节能环保业务纳入金凯节能，聚焦水废、固废、气废、危废

2015年3月，公司发布《关于设立节能环保投资控股公司进展的公告》，设立全资子公司江苏金凯节能环保投资控股有限公司（简称“金凯节能环保”），注册资本为；经营范围为：与节能环保相关的实业投资、资产管理、技术开发、技术咨询、技术服务。

2015年8月，公司审议通过《关于转让南京新奥南钢清洁能源有限公司股权的议案》，公司拟将其持有的南京新奥南钢清洁能源有限公司（简称“新奥南钢”）25%股权以评估价201.79万元转让给金凯节能环保；本次股权转让完成后，公司现有节能环保业务均整合进入金凯节能环保，实现统一平台专业化运营。

公司投资设立全资节能环保子公司，并将公司内部现有的节能环保业务整合纳入到金凯节能环保平台，实现专业化运营，为公司节能环保产业发展提供了组织基础。

根据环保产业发展规划，公司拟在废气处理、废水处理、固废处理（特别是危险废物）三个细分领域形成产业群。2016年1月，公司发布《关于设立再生资源公司进展的公告》，设立江苏金荟再生资源有限公司（简称“金荟再生资源”），注册资本为，经营范围为：危险废物的处置；水污染治理；空气污染治理、城市垃圾处理；城市排泄物物处理；危险废物治理；环保设备设计、制造与销售、技术咨询、技术服务。

此外，2013年公司投资成立南京金瀚环保科技有限公司（简称“金瀚环保科技”），注册资本为；经营范围为环保科技研发、污水处理、环境监测、软件开发、技术咨询。

截至目前，公司已投资成立三家主营为环保节能业务的子公司，金瀚环保科技、金凯节能环保和金荟再生资源，分别承担污水处理及环境监测、环保项目投资、危险废物处置的业务，公司能源环保产业业务范围逐步拓展。根据2017年中报，金瀚环保科技总承包的首个厂外项目——山东泰山钢铁集团有限公司炼钢60吨转炉烟气净化项目完工。

2、投资能源环保新兴产业：投资能源环保行业高新技术企业天创环境、菲尔特，拓宽环保业务版图

2017年6月14日，公司发布《关于控股子公司江苏金凯节能环保投资控股有限公司与关联人共同认购杭州天创环境科技股份有限公司定向发行股票的关联交易公告》，公司控股子公司金凯节能环保拟以自有资金与复兴集团公司和唐斌共同认购杭州天创环境科技股份有限公司（简称“天创环境”）定向发行的股票合计1300万股，每股6.50元；而金凯节能环保拟认购638.55万股，占天创环境本次定向发行完成后股份总数的9.75%。天创环境的主营业务为提供工业、医疗水处理设备及整体解决方案，膜产品的研发、生产和销售。2017年8月30日，天创环境本次定向发行的1300万股股份在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，金凯节能环保持有天创环境638.55万股，占比为9.75%。

2017年6月30日，公司发布《关于控股子公司江苏金凯节能环保投资控股有限公司与关联人共同投资云南菲尔特环保科技股份有限公司的关联交易公告》，公司控股子公司金凯节能环保拟与复星集团公司共同投资云南菲尔特环保科技股份有限公司（简称“菲尔特”），其中金凯节能环保出资3000万元对菲尔特进行增资、出资2000万元收购菲尔特实际控制人李一持有的菲尔特548.57万股股份；投资完成后，金凯节能环保持有菲尔特25.97%股份，金凯节能环保、复星集团公司合计持有50.97%菲尔特的股份。菲尔特的主营业务为陶瓷和高分子新材料研究，尾气治理用蜂窝陶瓷载体、微粒捕集器、柴油内燃机尾气净化装置和净化系统生产。

表 7：南钢股份涉足能源环保领域

年份	持股比例	子公司	注册资本	2017H1 净利润	业务
2013年	100%	南京金瀚环保科技有限公司	3000 万元	金凯节能环保的子公司	主要承担南钢集中污水处理和脱硫系统等环保设施的专业化运营和节能环保设施的技术改造业务。
2015年	100%	江苏金凯节能环保投资控股有限公司	5.91 亿元	841.64 万元	公司完成内部现有节能环保业务整合纳入到金凯节能环保，实现专业化运营。根据环保产业发展规划，拟在废气处理、废水处理、固废处理（特别是危险废弃物）三个细分领域形成产业集群。
2016年	100%	江苏金荃再生资源有限公司	1.00 亿元	金凯节能环保的子公司	预计以该公司为主体在省内建立南京、苏南、苏中、苏北等四个危险废弃物处置中心，形成优势互补，协同处置的网格化布局。
2017年	9.75%	杭州天创环境科技股份有限公司	6550 万元	246.20 万元	天创环境的主营业务为提供工业、医疗水处理设备及整体解决方案，膜产品的研发、生产和销售，符合公司节能环保转型发展方向。
	25.97%	云南菲尔特环保科技股份有限公司	5000 万元		主营陶瓷和高分子新材料研究，尾气治理用蜂窝陶瓷载体、微粒捕集器、柴油内燃机尾气净化装置和净化系统生产。

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（二）环保优势明显：大力投资环保设施、污染物排放达标，环保高压下将受益

我们曾在2017年8月8日发布的《环保高压下的钢铁专题一：钢材产量-环保限产带来中短期供需缺口支撑钢价、吨钢盈利走强，重视环保限产带来的投资机会》提出：环保持续高压，致使盈利高位时高炉开工率低于同期可比数据，非重点企业日均产量震荡走低。环保高压常态化将成为限制钢铁产能释放的重要因素，也将促进不符合环保标准和政策的钢厂退出：（1）部分钢企由于环保不达标将直接被取缔或限制生产；（2）环保成本加大、行业门槛提高将倒逼竞争力较差的企业退出市场。

南钢股份自2013年以来就投资大量人力物力改造、新增节能减排设施，2016年公司完成焦炉机侧炉头烟地面除尘站、炼钢厂转炉一次除尘等环保项目，专门收集机焦两侧无组织烟尘排放，该项目是全国6米焦炉第二套，领先于全国水平；使用清洁能源和原料，部分工序天然气替代大幅提高，全年使用量107万立方米，较上年增幅282%。

表 8：2013-2016 年南钢股份在环保改造与升级领域的主要投资

年份	主要投入资金和项目
2013 年	投入 8.5 亿元资金用于配套建设主体设备的环保设施，引进国际领先的干法除尘、半干法除尘、钢渣第三代处理技术，余热发电、余压发电、烧结脱硫、高效除尘等先进的环保技术。
2014 年	公司投资 1.66 亿用于环保技改投入，实施了 40 余项环保技改项目，提升清洁生产水平。投资 4,000 万元建设了球团竖炉脱硫项目，在行业中率先实现了烧结、球团全脱硫；投资 1,200 万元建设 1.37 公里长的煤场抑尘网，相关生产厂实施了皮带通廊和转运站的密封改造，为厂区扬尘治理创造了良好的条件；采用全球领先的西门子公司环保技术，实施 360 烧结机机尾电除尘器改为布袋除尘“超低排放”项目，出口粉尘浓度可控制在 5mg/Nm ³ 以下，达到欧洲排放标准，为国内烧结机第一台实现“超低排放、近零排放”的除尘改造项目。
2015 年	2015 年，公司投资近 3 亿实施 65 项污染治理项目。其中投资 1.8 亿元用于焦化综合治理工程，完成 2 套储焦槽及 5#焦炉装煤出焦布袋除尘器改造，实施焦炉煤气深度脱硫和化产尾气治理，建设焦炉机侧炉头烟地面站除尘器；投资 670 万元完成板卷厂 1#转炉 OG 除尘改造，实现颗粒物超低排放，达到国内先进水平；快速建成二铁厂高炉煤气喷碱项目，有效改善高炉煤气质量；完成皮带通廊密封，加强料场抑尘管理，新增汽车轮胎冲洗设施；投资 1,200 万元治理厂界噪音，建设大型隔声屏，改善界声环境质量。
2016 年	2016 年，公司实施污染治理项目 25 余项。投资约 1,600 万元建成机侧炉头烟地面除尘站，专门收集机焦两侧无组织烟尘排放，该项目是全国 6 米焦炉第二套；投资 8,000 万元的焦炉煤气深度脱硫项目完成施工，投用后大幅降低焦炉煤气中 H ₂ S 含量；实施各工序除尘设施提效改造；不断改进，包括 360 脱硫区域工艺水沟全密封改造、脱硫塔改造、煤车加煤吸罩改造等，减少污染物外溢；采用国际先进的普瑞特技术改造一炼钢厂转炉一次除尘，指标优于国家标准；使用清洁能源和原料，部分工序天然气替代大幅提高，全年使用量 107 万立方米，较上年增幅 282%

数据来源：社会责任报告书、《非公开发行股票预案》、广发证券发展研究中心

从量化指标上我们可以看到：公司严格遵守相关环保法律法规，主要污染物及特征污染物排污总量均显著低于政府许可排污量，排放浓度符合国家、省市相关排放标准。

表 9: 2016-2017H1 南钢股份主要污染物及特征污染物排放总量及超标排放情况

污染物	2017H1		2016	
	排放量	排放量/许可量	排放量	排放量/许可量
废水排放量 (万吨)	437.44	39.77%	884.55	80.41%
化学需氧量 (吨)	76.09	28.18%	153.58	56.88%
氨氮 (吨)	2.35	21.35%	5.31	48.29%
二氧化硫 (吨)	1480.12	20.85%	3602.51	50.74%
氮氧化物 (吨)	4230.41	43.15%	9213.40	93.97%
有组织烟粉尘 (吨)	2204.65	23.10%	4401.77	46.13%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(三) 定增助力转型发展: 高效利用煤气发电将有效降本, 偿债将优化资本结构、降低财务费用

根据2017年2月11日公司发布的《非公开发行A股股票预案(二次修订稿)》, 公司拟发行不超过55345万股募集不超过178762万元用于投资高效利用煤气发电项目及偿还银行贷款。2017年8月7日, 公司收到证监会《关于核准南京钢铁股份有限公司非公开发行股票的批复》, 核准公司非公开发行不超过55345万股新股。

表 10: 南钢股份的非公开发行募集资金拟投资项目介绍

序号	项目名称	项目预计总投资额 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
1	高效利用煤气发电项目	132,617	125,162
2	偿还银行贷款	53,600	53,600
	合计	186,217	178,762

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

高效利用煤气发电项目具体为公司全资子公司南钢发展拟新建一台150MW级的燃气蒸汽联合循环发电机组用于发电, 具体为将钢铁冶炼过程中产生的富余高炉煤气、转炉煤气预先混合, 经湿式电除尘器净化后, 由煤压机压缩送入燃烧器, 与压机加压的空气在燃烧室内扩散燃烧, 产生高温高压烟气推动燃机发电; 燃机排出的烟气在余热锅炉中产生蒸汽, 再输送给汽轮发电机组发电。根据《非公开发行A股股票预案(二次修订稿)》, 项目建设周期约为24个月。根据新建机组年发电量、公司购电价格、相关成本等测算, 项目建成达产后年均可实现营业收入54279万元, 年均净利润20063万元。项目预计年化税后内部收益率为17.86%, 投资回收期为6.61年(含建设期24个月), 项目具有良好的经济效益。

高效利用煤气发电项目将以最大限度地实现资源的综合利用、减少煤气放散对

环境造成的污染、为企业提供用电保证并提高经济效益。(1) **高效利用富余煤气，促进节能环保、绿色发展**；(2) **提高自发电量占比**，2015年公司总耗电量约42.2亿kWh，其中自发电量约21.37亿kWh，占公司总耗电量的50.6%，离80%的行业先进水平尚有差距，此次燃气蒸汽联合循环发电机组的建设将大幅提升南钢发展富余煤气的发电效率，提高自发电量所占比例；(3) **降本增效**，南钢发展现有的2台12MW中温中压发电机组发电效率只有约23%，而本次拟建设的新机组发电效率最高可达45%以上，项目建成达产后，年新增供电量可达9.87亿kWh，按照平均外购电0.55元/kWh价格估算，公司将减少外购电费5.43亿元，能够有效降低生产成本，节能效益显著。

偿还债务进一步优化资产结构。(1) **改善公司财务结构、降低资产负债率**，截止2017年6月30日，公司资产和负债总计分别为355.28亿元和239.88亿元，资产负债率为67.52%；本次发行完成后公司合并报表资产负债率将下降3.76个百分点至63.76%。(2) **降低财务费用、缓解资金压力**，为公司长期经营提供保障。定增完成后，公司的资本实力将有所提升。

本章总结：

能源环保：截至目前，南钢股份主要通过两种方式拓展环保业务版图，(1) 南投资成立三家主营为环保节能业务的子公司，金瀚环保科技、金凯节能环保和金荟再生资源，分别承担污水处理及环境监测、环保项目投资、危险废物处置的业务，公司能源环保产业业务范围逐步拓展。(2) 公司还投资能源环保行业高新技术企业天创环境、菲尔特，分别持有9.75%和25.97%天创环境、菲尔特的股份，拓宽环保业务版图。

公司钢铁生产环保优势显著：2013年以来就投资大量人力物力改造、新增节能减排设施，主要污染物及特征污染物排污总量均显著低于政府许可排污量，排放浓度符合国家、省市相关排放标准。

定增助力转型发展：公司拟发行不超过55345万股募集不超过178762万元用于投资高效利用煤气发电项目及偿还银行贷款。高效利用煤气发电项目将有效降本、将减少外购电费5.43亿元、提高自发电比率；偿债将优化资本结构、降低财务费用，截止2017年6月30日，公司资产和负债总计分别为355.28亿元和239.88亿元，资产负债率为67.52%；本次发行完成后公司合并报表资产负债率将下降3.76个百分点至63.76%。

三、乘时乘势：去产能、建新区改善区域供需，去杠杆释负担、降费用，智能化转型助力打造智慧生命体

（一）去产能：表内产能压减、“地条钢”彻底出清，供给端实质性收缩

1、全国：表内产能3-5年内压减1.4亿吨，16年已压减超6500万吨产能、17年5月已完成5000万吨任务的85%；化解1.19万吨表外“地条钢”产能

表内产能：（1）2016年是化解钢铁过剩产能工作的开局之年，根据2017年3月1日工信部原材料司发布的《2016年钢铁行业运行情况和2017年展望》<http://www.miit.gov.cn/n1146285/n1146352/n3054355/n3057569/n3057572/c5505058/content.html>，2016年钢铁行业共化解粗钢产能超过6500万吨，超额完成2016年化解4500万吨粗钢产能的目标任务。（2）2017年政府工作报告提出：钢铁行业扎实有效去产能，2017年再压减钢铁产能5000万吨左右。根据人民网2017年发布《27省份已取缔地条钢鼓励钢企跨地区跨所有制重组》<http://finance.people.com.cn/n1/2017/0908/c1004-29523045.html>，截至2017年5月，钢铁行业的去产能任务完成85%左右。（3）李克强总理于2017年年初在《彭博商业周刊》发表英文署名文章：钢铁行业计划在三至五年内压减产能1.4亿吨。若2017年按要求完成任务，则2018-2020年仍将4500（2500）万吨违规产能出清任务。

表外“地条钢”产能：（1）《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》要求：全面取缔生产“地条钢”的中频炉、工频炉产能。（2）2017年1月11日，新华网发布《我国明确取缔“地条钢”时间表》：2017年我国将彻底出清“地条钢”等落后产能，并要求在6月30日前全部取缔。（3）根据2017年4月26日中国钢铁工业协会副会长迟京东在北京表示：“到目前为止，全国各省区市自行清查出生产“地条钢”企业500多家，涉及产能1.19亿吨”。

2、江苏省：2016年表内产能压减580万吨、17-18年需压减1170万吨，“地条钢”产能已于2016年年底彻底出清

表内产能：（1）2016年11月江苏省发布《江苏省2016年完成化解过剩产能任务企业名单公告》，2016年江苏省化解产能580万吨，但不包括南钢股份。（2）2017年1月江苏省发布《省政府关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的实施意见》明确指出从2017年开始，用2年时间压减钢铁（粗钢）产能1170万吨。到“十三五”末，全省钢铁产能利用率达到合理水平，“僵尸企业”基本退出，资源利用效率明显提高。（3）2017年4月7日，江苏省政府召开全省化解过剩产能工作会议指出2017年化解过剩产能任务为634万吨，截止2017年7月30日，已化解过剩产能374万吨。

表外“地条钢”产能：（1）2016年11月28日，江苏省政府召开会议，紧急部署“地条钢”生产企业整治和钢铁违法违规产能清理工作。（2）据江苏省发改委通报，截止2016年12月，江苏省13个地级市中有10个曾出产“地条钢”，共查处“地条钢”企业63家，合计产能1233万吨，江苏省“地条钢”已经全面退出。

表 11: 2016-2017 年江苏省去产能名单, 其中并未包括南钢股份的粗钢产能 (单位: 万吨)

2016 年去产能企业名称	化解产能	2017 年去产能企业名称	化解产能
沙钢集团鑫瑞特钢有限公司	100	睢宁宁峰钢铁有限公司	83
南通东日钢铁有限公司	80	徐州兴达钢铁集团有限公司	80
江苏华菱锡钢特钢有限公司	100	新三洲特钢有限公司	50
常州星宇德立重工有限公司	100	兴澄特种钢铁有限公司	40
江阴西城三联控股集团	200	江苏沙钢集团有限公司	83
合计	580	江苏如皋钢铁有限公司	80
		江苏胜丰钢铁集团有限公司	65
		扬州恒润海洋重工	88
		江苏鸿泰钢铁有限公司	65
		合计	634

数据来源: 政府网站、广发证券发展研究中心

(二)江北新区建设提振需求: 2016-2020 年固投累计增长 112%至 13000 亿元, 2021-2025 年固投累计增长 62%至 21000 亿元

2017年8月25日江苏省印发《南京江北新区发展总体规划》, 江北新区作为江苏省首个国家级新区, 位于长江经济带与东部沿海经济带重要交汇节点, 是江苏省“承东接西”“联南接北”的重要枢纽。江苏省将努力将江北新区建设成人才高地、创新高地、产业高地, 成为全省未来的创新策源地、引领区和重要增长极。

表 12: 江苏省的江北新区发展规划目标

目标	2020 年	2025 年
五年累计全社会固定资产投资额 (亿元)	13000	21000
地区生产总值增速	明显高于南京市水平 (规划约 8%)	明显高于南京市水平
常住人口 (万人)	180 左右	230 左右
建设用地产出率 (亿元/平方公里)	11	19
全社会研发经费支出占地区生产总值比重	3.3%	4%
战略性新兴产业产值年均增速	20%	30%
港口货物吞吐量 (万吨)	>9000	>11000
基础设施	重大基础设施框架基本完成, 努力把江北新区建成南京发展新的重要增长极, 在全省跨江发展、扬子江城市群建设中发挥更大作用	城市枢纽功能得到优化、公共服务水平明显提升、区域辐射带动作用不断增强, 初步建成具有较强国际影响力的现代化新区

资料来源: 《南京江北新区发展总体规划》、广发证券发展研究中心

江北新区建设的目标之一是完善现代基础设施体系，建设新型城镇化示范区。具体而言，到2020年，实现五年累计社会固定资产投资额增长111.59%至13000亿元，研发经费支出占比3.3%；到2025年，实现五年累计社会固定资产投资额增长61.54%至21000亿元，研发经费支出占比4%。基础设施建设不断推进，有助拉动江苏地区钢材需求。

表 13：江北新区总体规划中关于完善现代基础设施体系的内容

主要内容	具体措施
加密加快过江通道建设	在现有“四桥”、“两隧”、“两铁路”、“两轨道”的基础上，加快推进长江五桥、宁和城际轨道交通建设和长江大桥封闭维修改造，尽快启动浦仪、和燕路、地铁 4 号线二期、上元门隧道等过江通道建设，切实做好建宁西路、仙新路、等过江通道的前期储备工作
优化交通基础设施空间布局	积极推进南京北站综合客运枢纽及北沿江高铁、宁淮城际、宁合客专规划建设；加快推进宁和、宁扬、宁天城际轨道建设；加快推进宁合高速公路改扩建工程，做好宁盐高速公路等项目前期工作，推进 104 国道、328 国道、002 省道、356 省道、501 省道等干线公路建设；加强城市街区的精致规划和精细建设，按照“窄马路、密路网”的道路布局理念，进一步优化城市路网；积极拓展六合马鞍机场民用功能；加快江北、七坝海港枢纽经济区建设，发挥交通枢纽、港航服务、产业集聚、港产联动四大功能；大力发展多式联运，努力实现客运“零距离换乘”和货运“无缝化衔接”
优化城市交通	坚持公交优先发展战略；加快 4 号线二期、11 号线一期和 S8 线南延等轨道交通工程建设；推动轨道公交两网融合，完善中运量公交系统，强化重点地区与节点的公交配套服务，整合公交线路资源，有针对性地发展特色公交线路。建成公共自行车系统
推进智慧新区建设	全力建设以“数字化、智能化、网络化、融合化”为主要特征的智慧新区。建设新一代无线传输网络，推动公共基础设施智能化，推行智能综合交通运输管理系统，大力实施“企企通”工程。建立完善的信息安全保障体系，建设新区统一的政务信息管理系统。通过数据共享开放和融合创新应用引导大数据产业发展。建设智慧社区和智慧安居工程，推行“互联网+”的健康医疗、养老和教育等服务。建立智慧城市产业联盟
加快地下空间开发利用	中心区内含中央商务区、浦口火车站历史文化街区和国际健康城三大服务功能区，规划开发 480 万平方米地下城市空间。逐步完善新区市政综合管廊网络，以中心区为重点分步实施，规划总长度 241 公里。加快制定地下综合管廊建设标准和技术导则，建立管廊有偿使用的合理收费机制，鼓励社会资本投资和运营地下综合管廊
推进水利设施建设	以建设海绵城市为目标，建立排水防涝系统，建立完善的雨水排水系统。健全防洪工程体系，加强区域防洪与流域防洪相衔接，加快完成长江、滁河干流堤防治理、长江崩岸应急治理及长江八卦洲汉道河道整治等建设，统筹开展通江、通滁骨干河道综合治理，对八卦洲洲堤防洪能力提升开展研究，形成综合防洪体系。完善农村水利设施，实施农田水利连片治理，加快旱涝保收田建设。积极开展水土保持、小流域治理和农村河道、河塘疏浚整治，改善现代农业生产条件和农村水环境

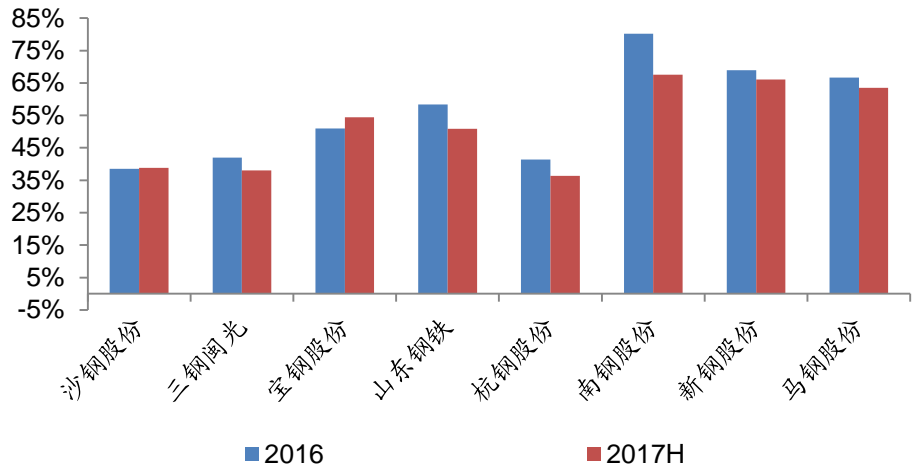
数据来源：《南京江北新区发展总体规划》、广发证券发展研究中心

（三）债转股去杠杆：引进建设银行作为战略投资者对南钢发展开展市场化债转股，增量资金进入大幅降低资产负债率

2016年10月，国务院引发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，指导意见指出，为有效落实供给侧结构性改革决策部署，支持有较好发展前景但遇到暂时困难的优质企业渡过难关，有必要

采取市场化债转股等综合措施提升企业持续健康发展能力。截止到2016年底，南钢股份资产负债率达80.19%，高于申万普钢资产负债率（整体法）65.92%，在华东地区上市钢企中处于高位。

图24：南钢股份资产负债率高于华东地区其他上市钢企



数据来源：公司2016年年报、公司2017年中报、广发证券发展研究中心

公司发展前景受到投资人认可，通过签署债转股协议，公司资产负债结构得到优化。2017年3月，公司2016年年度股东大会审议通过《关于南京南钢产业发展有限公司增资的议案》，同意南京钢联、建设银行及其相关机构分别对南钢发展增资7.50亿元、30.00亿元。上述增资完成后，南钢股份、投资人、南京钢联分别持有南钢发展的股权比例为61.28%、30.97%、7.75%，南钢发展将由公司的全资子公司变为控股子公司。在投资人完成本次增资的1年后，南钢股份将根据自身的经营情况和市场情况择机通过发行股份的方式收购投资人持有的南钢发展全部股权。截至2017年3月29日，南钢发展分别收到建信投资和南京钢联支付的增资款30亿元、7.5亿元，合计37.5亿元，增资金额全部到位。根据《投资意向书》，本次增资额中30亿元用于偿还存量债务，剩余款项用于补充流动资金。增资到位后，南钢股份资产负债率由2016年底的80.44%下降至2017年年中的67.52%，财务指标明显改善，企业杠杆率有效降低。

（四）智能转型：大规模个性化定制、打造南钢智慧生命体，由生产型向服务型企业转变

1、我国大力推进制造业向智能化方向发展，钢铁行业是重要领域之一

制造业智能化有其必要性及重要意义。参照国外来看，发达国家的制造业也正在智能化的方向发展。德国政府的《德国2020高技术战略》中提出工业4.0，旨在提升制造业的智能化水平，建立具有适应性、资源效率及基因工程学的智慧工厂，在商业流程及价值流程中整合客户及商业伙伴；日本2016年12月8日正式发布工业价值链参考框架IVRA（Industrial Value Chain Reference Architecture），标志着日本智能制造策略的落地。

从国内来看：随着我国经济发展进入新常态，经济增速换挡、结构调整阵痛、增长动能转换等相互交织，长期以来主要依靠资源要素投入、规模扩张的粗放型发展模式难以为继。加快发展智能制造，对于推进我国制造业供给侧结构性改革，培育经济增长新动能，构建新型制造体系，促进制造业向中高端迈进、实现制造强国具有重要意义。自2016年9月起，国家出台一系列政策规划，推进智能制造持续发展。2017年2月14日，教育部、人力资源社会保障部、工业和信息化部3部门联合印发《制造业人才发展规划指南》。至此，《中国制造2025》的“1+X”规划体系全部发布。这标志着《中国制造2025》顶层设计基本完成，全面转入实施阶段，其中智能制造作为主攻方向和核心内容，成为解决我国制造业由大变强的根本路径。

钢铁行业是一个典型的传统制造业，是国家在推动工业智能转型中的重点领域，《智能制造工程实施指南(2016-2020年)》和《智能制造发展规划(2016-2020年)》中均提出，要围绕钢铁等重点领域，推进智能化、数字化技术在企业研发设计、生产制造、物流仓储、经营管理、售后服务等关键环节的深度应用。《钢铁工业调整升级规划(2016-2020年)》中也提到要全面推进智能制造。在全行业推进智能制造新模式行动，总结可推广、可复制经验。重点培育流程型智能制造、网络协同制造、大规模个性化定制、远程运维4种智能制造新模式的试点示范，提升企业品种高效研发、稳定产品质量、柔性化生产组织、成本综合控制等能力。其中还提到了南钢船板分段定制准时配送(JIT)是个性化、柔性化产品定制新模式的案例。

表 14：国家出台的推动智能制造相关文件

时间	发布单位	相关文件	相关内容
2016年9月	工业和信息化部、财政部	《智能制造工程实施指南(2016年~2020年)》	要求“十三五”期间同步实施数字化制造普及、智能化制造示范，持续推动传统制造业智能转型，为构建我国制造业竞争新优势、建设制造强国奠定扎实的基础
2016年11月	工业和信息化部	《2016-2020年钢铁工业调整升级规划》	将“智能制造”列为行业重点任务之一；提到了南钢船板分段定制准时配送(JIT)是个性化、柔性化产品定制新模式的案例
2016年12月	工业和信息化部、财政部	《智能制造发展规划(2016-2020年)》	要围绕钢铁等重点领域，推进智能化、数字化技术在企业研发设计、生产制造、物流仓储、经营管理、售后服务等关键环节的深度应用
2017年2月	教育部、人力资源社会保障部、工业和信息化部	《制造业人才发展规划指南》	标志着《中国制造2025》顶层设计基本完成，全面转入实施阶段

数据来源：政府网站、广发证券发展研究中心

2、南钢正在逐步实现大规模定制化配送，未来将打造企业“智能生命体”

南钢股份在板材的定制配送方面实现智能化。上文提到，南钢股份从2014年起开始推进船板配送服务模式，随后公司在智能制造领域的投入不断加大，由船板逐步推广到结构钢、风塔用钢、桥梁钢等品种，并计划向高强钢、耐磨钢推广，形成了全新的产业形态。一方面在个性化定制、生产组织、制造技术、质量管控、仓储物流管理、移动式用户服务等方面均得到快速提升，获得经济效益，提升客户粘性；

另一方面配送服务满足了船舶、风塔、钢结构等用钢行业用户个性化定制需求，深化了企业差异化战略，摆脱同质化带来的价格竞争，由生产型向服务型企业转变。

南钢股份持续开发机器人系统替代部分人工。钢铁业是高温、高危、高噪音、高电压的行业，尤其是在炼钢的测温、取样工序中，温度高达1500-1600摄氏度。2015年8月，一台红“皮肤”的六轴机器人“冶炼过程液态熔融金属测温取样机器人”在南钢正式亮相，顺利完成了危险系数较高的测温、取样等工作。与此同时，“实验检测中心自动拉伸试验机器人系统”也由南钢子公司江苏金恒信息科技有限公司自主研发、设计和实施完成，这是国内钢企首套自主开发集成的自动拉伸试验机器人系统，能减少拉伸试验人工岗位和劳动强度，并保证实验数据的稳定可靠。

表 15: 南钢股份在智能制造领域的主要行动

年份	南钢股份在智能制造领域的主要行动
2011年	投资成立江苏金恒信息科技有限公司，系南钢股份旗下深度两化融合、智能制造的运营平台，专业从事信息化、自动化、智能化、通信、机电一体化产品的集研发、开发、生产、经营、服务为一体的高科技企业。
2014年	船板分段配送项目取得突破，实现整船接单、分段配送，共配送订单 17 万吨。
2016年	板材智能定制配送由船板推广到风塔用钢和桥梁钢，并计划向高强钢、耐磨钢推广。
	公司与德国巴登钢铁工程有限公司合作的“中德巴登南钢智能制造协同创新项目”已向工信部申报列入“中德智能制造合作 2016 年试点示范项目名单”，是仅有的两家钢铁企业之一。
	自主集成的冶金机器人系统入选国家工信部 14 个“首批中德智能制造合作试点示范项目”之一。

数据来源：公司年报、公司官网、广发证券发展研究中心

本章总结：

供需持续及实质性的改善：（1）供给端，全国，表内产能3-5年内压减1.4亿吨，16年已压减超6500万吨产能、17年5月已完成5000万吨任务的85%；化解1.19万吨表外“地条钢”产能；江苏省，2016年表内产能压减580万吨、17-18年需压减1170万吨，“地条钢”产能已于2016年年底彻底出清。（2）需求端，江苏固投、房地产投资占比远超粗钢产量占比，且江北新区的建设将显著提振需求，2016-2020年固投累计增长112%至13000亿元、2021-2025年，固投累计增长62%至21000亿元。

债转股去杠杆：2017年3月，公司2016年年度股东大会审议通过《关于南京南钢产业发展有限公司增资的议案》，同意南京钢联、建设银行及其相关机构分别对南钢发展增资7.50亿元、30.00亿元。增资到位后，南钢股份资产负债率由2016年底的80.44%下降至2017年年中的67.52%，财务指标明显改善，企业杠杆率有效降低。

智能转型：大规模个性化定制、打造南钢智慧生命体，由生产型向服务型企业转变。在板材的定制配送方面实现智能化；持续开发机器人系统替代部分人工。

四、财务分析：2017H1 净利创历史同期最优，偿债压力或将缓解，盈利能力改善可期

（一）盈利能力：2017H1 净利创历史同期最优，业绩水平大幅改善可期

南钢股份的盈利情况受宏观经济环境影响和钢价整体走势而波动。2013年中国钢铁行业持续低迷，供需矛盾依然严重，铁矿石价格持续高位，钢材价格低位徘徊，公司持续亏损。2014年，钢材市场的同质化竞争日趋激烈，供大于求的现状没有得到根本改观，虽然铁矿石等原料价格也有较大幅度下降，但钢铁行业利润水平仍处于低位。面对困境，公司加快转型发展，优化品种和用户结构调整，推进改革创新和技术创新，加强节能环保绿色发展，船板分段配送项目取得突破，实现营业总收入278.85亿元、净利润2.92亿元，扭亏为盈。2015年，市场行情急剧变化，钢价降价明显高于原料、燃料降价，且“剪刀差”逐月扩大，尽管公司全力降本增效，但仍巨额亏损22.63亿元。2016年，受益于下游终端需求基建汽车等行业的复苏叠加去产能的推进和“地条钢”的出清，钢材产品盈利好转，一季度公司已经扭亏为盈，全年实现净利润3.55亿元。2017年，供给侧改革持续推进，“地条钢”出清力度继续加大，供给结构得到有效改善，同时，公司持续优化“高效率生产、低成本智造”精品特钢体系，盈利明显提升，2017年上半年公司实现净利润12.08亿元，同比上升730.02%，为自上市以来同期最优业绩。

南钢股份2016年业绩大幅好转，扭亏为盈，2017年中报持续改善。2017上半年，公司基本EPS为0.30元，同比上升0.27元，净资产收益率为33.45%，同比大幅上升28.89%；销售毛利率为14.14%，同比上升2.60%。南钢作为江苏的钢企龙头，一方面的产品技术、绿色环保、智能制造、集团资源等方面有诸多优势，奠定了公司稳定增长的前提；另一方面，在供给侧结构性改革和南京江北新区的持续推进下，南钢股份有望享受到改革带来的竞争减弱红利。整体来看，公司经营能力将持续增强，业绩水平大幅改善可期。

图25：2016年南钢股份基本EPS上升至0.09元

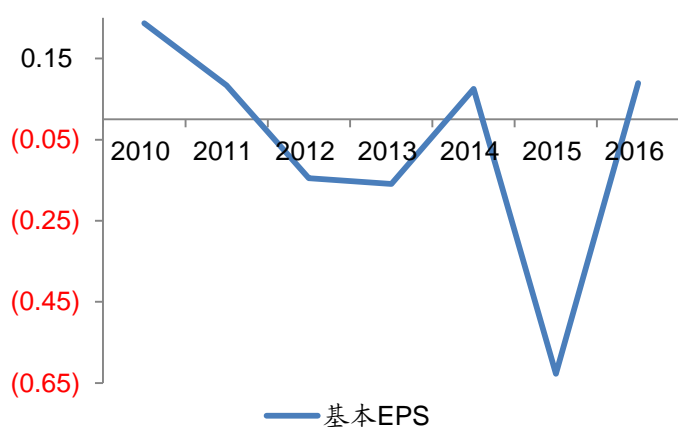
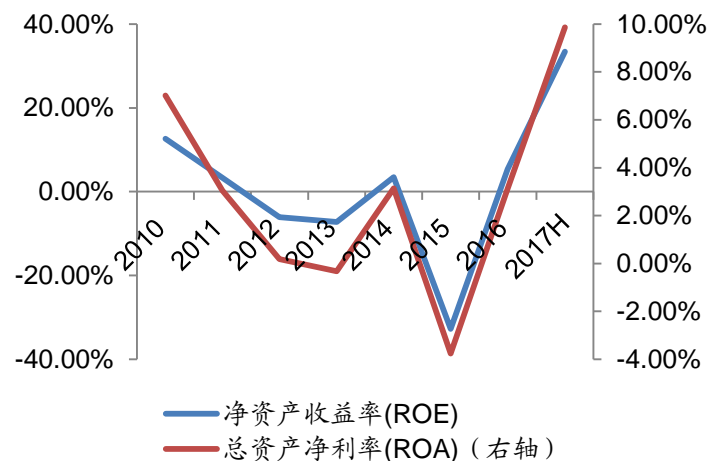


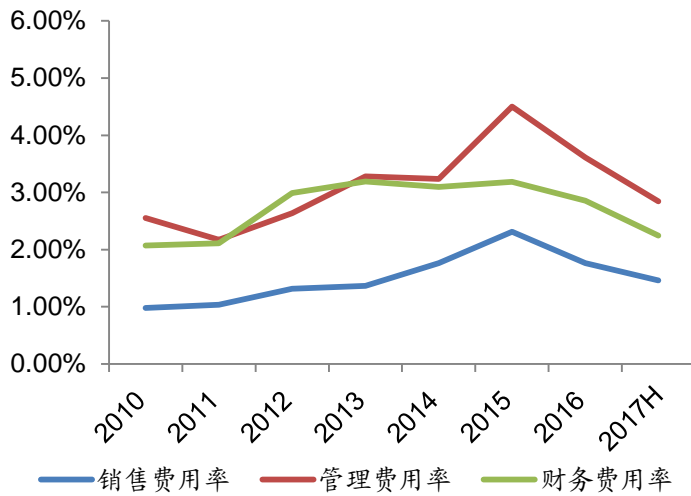
图26：2017年上半年南钢股份ROE和ROA同比升幅明显



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

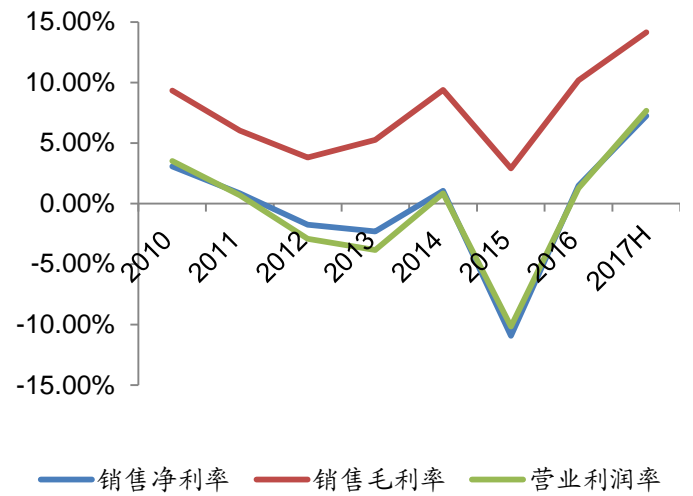
数据来源：公司年报、中报、广发证券发展研究中心

图27: 2017年上半年南钢股份管理费用率同比降幅明显, 销售费用率和财务费用率同比小幅下降



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图28: 2017年上半年南钢股份销售毛利率、销售净利率和营业利润率同比大幅上升

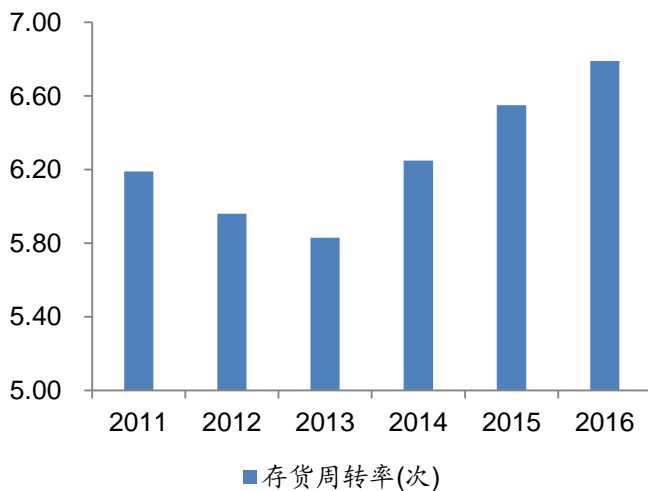


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 营运能力: 供需改善叠加公司完善智能配送有望提升营运能力

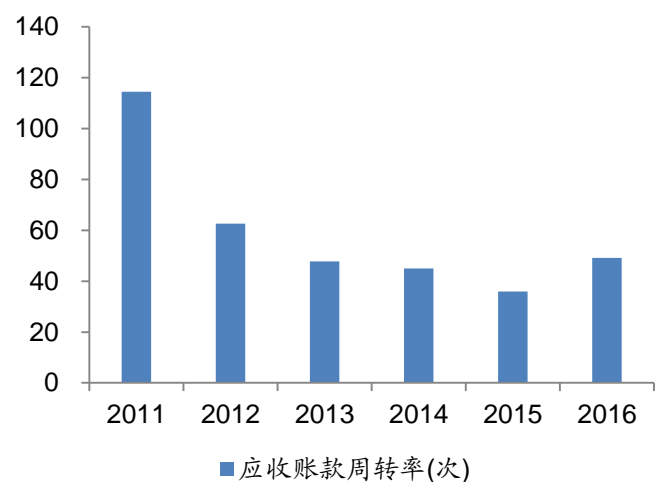
2013-2016, 受益于公司推出的船板个性化定制配送新模式, 公司营运能力持续改善, 2017年上半年, 公司营运能力同比改善。2017年上半年, 公司存货周转率和应收账款周转率同比分别上升至3.94次和41.73次, 总资产周转率同比增加0.18次至0.49次。2017年, 供给侧结构性改革力度不减, 去产能将进入深水区, 钢铁行业供需情况预计将实现实质性改善, 公司钢铁主业营运情况将大幅好转。此外, 公司大力实施降本增效, 提高管理效率, 继续扩大板材定制配送规模及品种, 形成功能完善的板材智能定制配送平台, 2017年公司营运能力有望提高。

图29: 2016年南钢股份存货周转率同比上升至6.79次



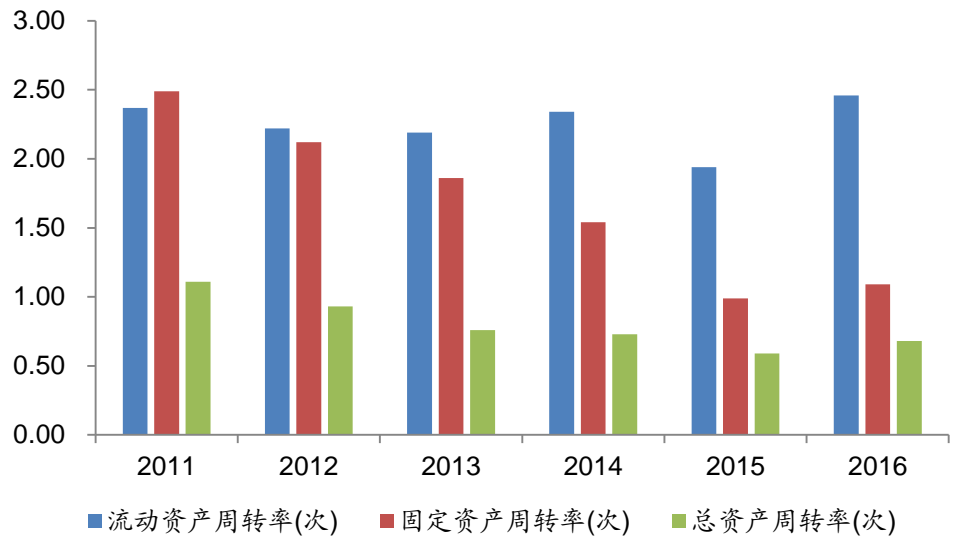
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图30: 2016年南钢股份应收账款周转率大幅上升至49.14次



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 31: 2016 年南钢股份流动资产、固定资产和总资产周转率均有所上升



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 偿债能力: 短期债务压力较大, 非公开发行助资产负债率、财务费用走低

资本结构方面, 截止到2017年上半年, 公司资产负债率为67.52%, 同比大幅下降13.41%, 与同行业SW普钢行业平均值64.64%相比, 仍处于较高的水平, 但差值由16年的14.27%缩小至2.88%, 降幅11.39%。

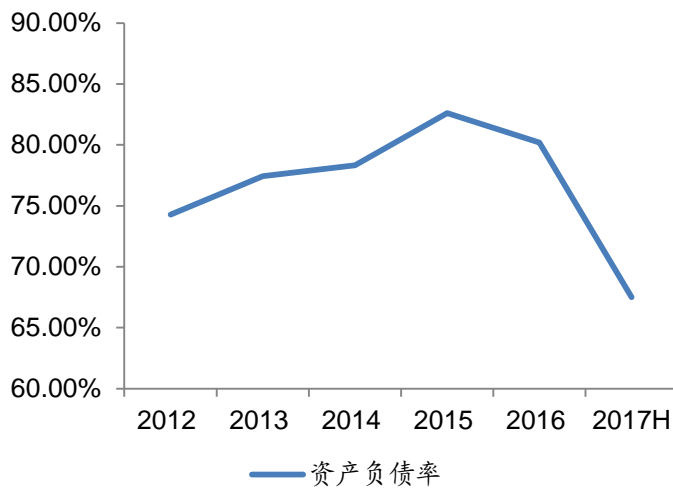
负债结构方面, 公司短期债务压力较大, 2016年短期债务占总债务比重增幅大幅上升4.87%至88.73%, 2017年上半年公司短期债务占比升至98.74%。2016年底公司债务总量为275.06亿, 其中长期债务31.00亿元, 短期债务244.05亿元, 占总债务比重为88.73%, 同比增加4.87%, 增幅明显。2017年上半年公司债务总额239.88亿元, 其中长期债务3.01亿元, 短期债务236.87亿元, 占总债务的98.74%, 相较于2016年减少10.01%, 短期债务占比大幅上升。短期偿债方面, 南钢的流动比率和速动比率2012-2016年整体呈下降趋势, 流动比率分别为0.77、0.54、0.53、0.41、0.39, 公司速动比率分别为0.51、0.34、0.37、0.30、0.23。2017年上半年流动比率和速动比率大幅回升, 流动比率上升0.12至0.48, 速动比率上升0.10至0.32。

表 16: 2016 年和 2017 年上半年南钢股份短期债务占比分别为 88.73%和 98.74%

	2016 年		2017H1 年	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
短期债务	244.05	88.73%	236.87	98.74%
长期债务	31.00	11.27%	3.01	1.26%
债务合计	275.06	100%	239.88	100%

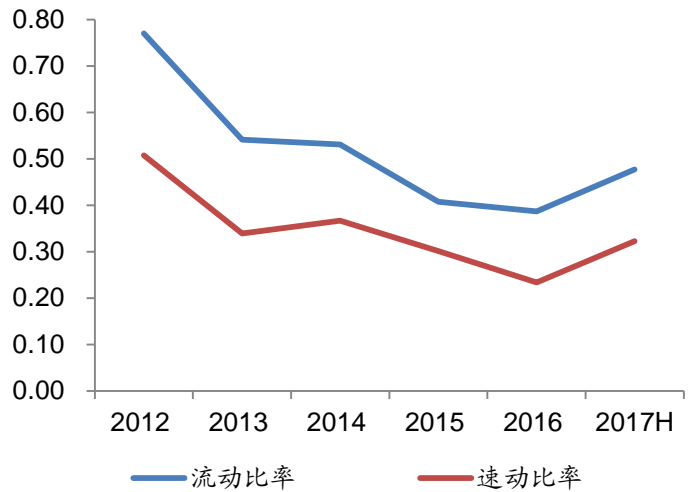
数据来源: 2016 年年报、2017 年半年报、广发证券发展研究中心

图 32：2017 年上半年南钢股份资产负债率下降至 67.52%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 33：2017 年上半年南钢股份流动比率和速动比率同比增至 0.48 和 0.32



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

总体来看，目前公司负债规模较大，财务杠杆率较高，短期债务压力较大，债务期限结构有待优化。

如前文所述，公司与中国建设银行股份有限公司南京江北新区支行、南京南钢钢铁联合有限公司签订《投资意向书》，建设银行或其相关机构拟通过设立基金、信托计划或资管计划与南京钢联共同对南钢股份的全资子公司南钢发展进行增资，增资额分别为 30 亿元、7.5 亿元。本次增资额中 30 亿元用于偿还存量债务，剩余款项用于补充流动资金。截至 2017 年 3 月 29 日，南钢发展分别收到建信投资和南京钢联支付的增资款 30 亿元、7.5 亿元，合计 37.5 亿元，增资金额全部到位。增资完成后，公司资产负债率大幅度下降，2017 年上半年，公司资产负债率降至 67.52%，较去年同期减少 13.41%，杠杆率大幅降低有利于企业稳健经营。

此外，根据 2017 年 2 月南钢股份发布的《非公开发行股票预案（二次修订稿）》，募集资金并拿出 5.36 亿元偿还银行借款，节约利息支出缓解公司资金压力并优化资本结构，资产负债率有望进一步降低。在不考虑发行费用的情况下，按照截至 2017 年 6 月 30 日的公司财务数据测算，本次发行完成后公司合并报表资产负债率将由 67.52% 下降 63.76%。2013、2014、2015、2016 年和 2017 年上半年公司利息支出分别为 8.58 亿元、9.53 亿元、8.56 亿元、7.41 亿元和 3.27 亿元，财务费用居高不下，直接影响到公司的经营业绩。使用部分募集资金偿还银行借款，可以减少公司营运资金对有息负债的依赖，降低财务费用支出。

公司已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2017 年 6 月末，公司的银行授信额度折合人民币为 288.72 亿元，其中尚未使用的授信额度折合人民币为 170.86 亿元，信贷融资渠道较为通畅，可为公司日常资金周转和债务偿付提供一定缓冲。另外公司 2011 年发行的 40 亿元的“11 南钢债”全额由复星集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，2016 年 5 月，“11 南钢债”发生回售，回售金额为 12.16 亿元，剩余 27.84 亿元。2017 年 4 月 26 日，新世纪评估出具了《南钢股份 2011 年债券跟踪评级报告》，将公司主体信用等级由前次 AA- 调整为 AA 级。总体而言，公司目前资产负债率较高，短期债务压力较大，但公司的授信额度

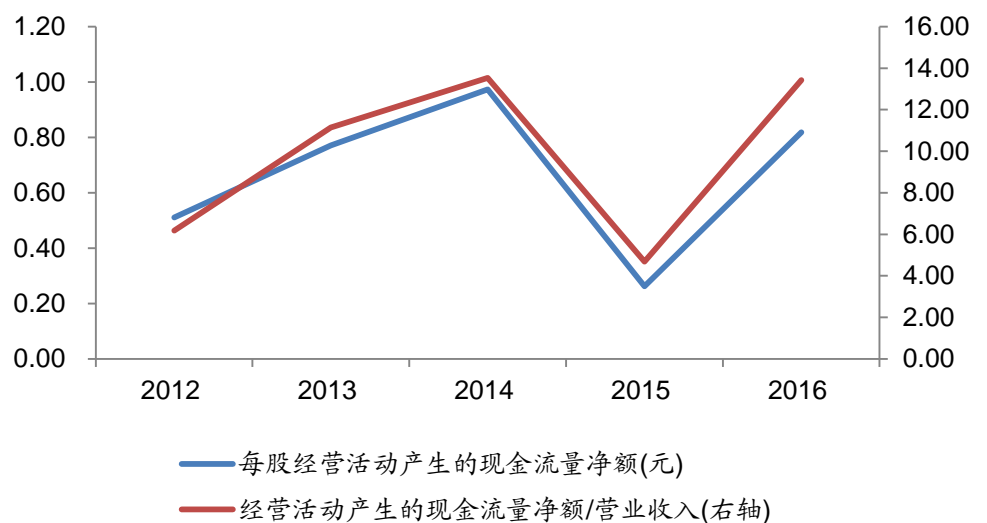
较高，以及复星集团对其公司债提供担保，因此不存在即时的债务压力；随着建行的注资，经营业绩改善，公司资产负债率已经逐步下降；非公开发行后，公司的财务费用将大幅减少，资产负债率进一步降低，偿债能力或将有明显改善。

(四) 现金流量：2016年经营性现金流显著改善，票据结算致2017年上半年现金流大幅回落

2012-2014年，公司现金流量情况逐年优化，2015年受累于钢铁行业低迷，公司现金流情况大幅恶化，2016年得益于钢市回暖，公司现金流量显著改善。2017年上半年盈利持续改善，但公司经营活动较多采用票据结算方式，导致公司经营现金流净额情况大幅恶化。2012-2014年，每股经营活动产生的现金流量净额分别为0.51元、0.77元和0.97元；同期，经营活动产生的现金流量净额/营业收入分别为6.18、11.14和13.53。2015年受累于宏观经济增速下滑、钢铁行业效益低至阶段性谷底，现金流量指标大幅恶化，每股经营活动产生的现金流量净额大幅下降73.02%至0.26元，而经营活动产生的现金流量净额/营业收入则降至4.68，同比大幅下降65.41%。2016年供给侧改革加速，叠加下游终端需求回暖带来钢价大幅上涨，钢企经营状况显著好转，因此公司现金流量改善明显，每股经营活动产生的现金流量净额大幅上升215.38%至0.82元，经营活动产生的现金流量净额/营业收入则上升至13.42，同比大幅上升186.75%。2017年钢铁行业效益持续提升，2017年上半年公司经营状况持续好转，公司经营性现金流入同比增长39.18%至167.39亿元，公司经营活动中购买商品及接受劳务支付的现金较去年同期大幅上升55.33亿元，导致公司经营现金流净额情况大幅恶化。2017年上半年，公司每股经营活动产生的现金流量净额大幅下降70.91%至0.17元，经营活动产生的现金流量净额/营业收入则下降至3.87，同比大幅下降81.35%。

随着2017年供给侧改革持续推进，钢铁行业供给端将显著优化，随应收款项逐步到账，预计2017年公司现金流量情况将持续好转。

图34：2016年南钢股份每股经营活动产生现金流量净额同比上升



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

本章总结:

以2012-2016年的数据和2017上半年的部分可比数据对南钢股份的财务状况进行分析,我们发现,南钢股份的盈利情况受宏观经济环境影响和钢价整体走势而波动。2012-2013年,受累于钢铁行业持续低迷,公司持续亏损;2014年,公司加快转型发展,船板分段配送项目取得突破,实现净利润2.92亿元,扭亏为盈。2015年,尽管公司全力降本增效,但仍巨额亏损22.63亿元。2016年,受益于下游终端需求基建汽车等行业的复苏叠加去产能的推进和“地条钢”的出清,公司扭亏为盈,全年实现净利润3.55亿元;2017年上半年公司实现净利润12.08亿元,同比上升730.02%,为公司自上市以来同期最优业绩;预计未来公司经营能力将持续增强,业绩水平大幅改善可期。

营运能力方面,2013-2016,受益于公司推出的船板个性化定制配送新模式,公司营运能力持续改善;2017年上半年,公司营运能力同比继续改善。未来钢铁行业供需改善叠加公司完善智能配送,有望提升公司营运能力。

偿债能力方面,从资本结构来看,2012-2015年,公司资产负债率逐年攀升;2016年公司扭亏为盈,资产负债率降至80.19%,降幅明显。2017年上半年,建信投资、南京钢联对子公司南钢发展增资及公司净利润同比大幅增加导致公司资产负债率同比大幅下降13.41%至67.52%;从负债结构来看,公司短期债务压力较大,2016年短期债务占总债务比重增幅大幅上升4.87%至88.73%,2017年上半年公司短期债务占比升至98.74%;从短期偿债方面,南钢的流动比率和速动比率2012-2016年整体呈下降趋势,2017年上半年流动比率和速动比率大幅回升,流动比率上升0.12至0.48,速动比率上升0.10至0.32;总体而言,公司目前资产负债率较高,短期债务压力较大,但公司的授信额度较高,以及复星集团对其公司债提供担保,不存在即时的债务压力;随着建行的注资,经营业绩改善,公司资产负债率已经逐步下降;非公开发行后,公司的财务费用将大幅减少,资产负债率进一步降低,偿债能力或将有明显改善。

现金流情况方面,2012-2014年,公司现金流量情况逐年优化,2015年受累于钢铁行业低迷,公司现金情况大幅恶化,2016年得益于钢市回暖,公司现金流量显著改善。2017年上半年盈利持续改善,但公司经营活动较多采用票据结算方式,导致公司经营现金流净额情况大幅恶化,随应收款项逐步到账,预计未来公司现金流量情况将有好转。

整体来看,随着供给侧结构性改革的持续推进,钢铁行业供给端将显著优化,叠加公司自身具备稳定增长所需的产品技术、绿色环保、智能制造、集团资源等诸多优势,公司经营能力将持续增强,预计未来公司财务状况将进一步改善。

五、盈利预测与投资建议：区位和环保优势明显，“新材料+能源环保”双核驱动，给予“买入”评级

南钢股份是江苏省最大的上市钢企，具备年产1000万吨钢、900万吨铁和940万吨钢材的综合生产能力，业务结构呈现长材、板材平分秋色。

长材：产品主要用于制造业及建筑业。江浙沪区域钢材供需格局良好，边际上，江苏省作为“地条钢”产能较为集中的区域，“地条钢”的出清将使得建筑用材供给端收缩明显，在需求稳中趋缓的格局下，边际改善向好。公司高品质享受品牌溢价；而成本控制上，2012-2017H1吨钢综合能耗累计下降7%至520千克标煤/吨，2015-2017H1期间费用率累计下滑4个百分点至6%。

板材：年生产能力480万吨，主要应用领域为造船、专用装备制造业。而江浙沪专用装备制造业需求占全国比重远高于供给比重，江浙沪地区造船完工量占全国的比重持续超六成，区域供需格局良好。其主要品种为中厚板，产能合计超过400万吨，排全国第三。山东钢铁集团近500万吨中厚板产线已于2017年7月关停，主要竞争对手暂时退出市场。

新材料：钢材材料方面，提高高附加值产品占比、提供满足客户个性化需求的规模定制产品；非钢金属材料方面战略投资天公股份，其主营钛加工材料的生产、加工、研发与销售，拓展新材料产业；复合材料方面，不断进行新产品创新。在国内率先开发不锈钢复合板、钛钢复合板等品种，并实现量产；携手日本冶金工业株式会社，联合开发新型不锈钢、特殊钢。

能源环保：公司已投资成立金瀚环保科技、金凯节能环保和金荟再生资源，分别承担污水处理及环境监测、环保项目投资、危险废物处置的业务；此外，公司还投资能源环保行业高新技术企业天创环境、菲尔特，分别持有9.75%和25.97%天创环境、菲尔特的股份。而就自身钢铁生产而言，公司主要污染物及特征污染物排污总量均显著低于政府许可排污量。

定增助力转型发展：公司拟发行不超过55345万股募集不超过17.88亿元用于投资高效利用煤气发电项目及偿还银行贷款。高效利用煤气发电项目将有效降本、将减少外购电费5.43亿元、提高自发电比率；本次发行完成后公司合并报表资产负债率将下降3.76个百分点至63.76%。

公司实施“新材料+能源环保”双核驱动战略，加快推进能源环保等新兴产业的发展，努力打造成为以“先进材料制造平台”和“绿色环保、智能产业”为有机整体的综合服务提供商。

公司长材、板材平分秋色，区位和环保优势助力钢铁主业盈利稳中向好；盈利改善、债转股及增发促进债务结构不断优化，降本增效等推进持续增强盈利能力；新材料及能源环保领域的拓展将为公司盈利带来新动力，看好公司中长期的发展。考虑可比公司估值：公司PE_TTM估值低于可比公司中位数；此外，不考虑定增的前提下，预计公司2017-2019年EPS分别为0.77元、0.81元和0.83元，对应2017年9月12日收盘价6.02元/股，PE分别为7.84X、7.45X和7.26X，给予“买入”评级。

表 17: 根据 Wind 一致预期, 南钢股份与可比公司估值分析 (2017 年 9 月 12 日)

代码	公司名称	股价(元)	总市值(亿元)	PE_TTM	2017PE	2018PE	PB_MRQ
600282.SH	南钢股份	6.02	238.52	16.84	7.84	7.45	3.10
中位值	中位值		368.87	19.53	14.93	13.63	1.66
600019.SH	宝钢股份	8.04	1777.05	15.23	11.92	10.54	1.17
600010.SH	包钢股份	2.90	1321.97	204.90	90.06	79.89	2.76
000898.SZ	鞍钢股份	7.33	519.30	16.89	14.60	13.49	1.15
000709.SZ	河钢股份	4.75	504.38	21.04	15.66	13.63	1.11
000959.SZ	首钢股份	7.30	386.13	28.96	17.14	14.44	1.48
600808.SH	马钢股份	5.15	368.87	16.39	12.20	11.39	1.85
002075.SZ	沙钢股份	16.12	355.73	103.63	117.92	103.80	12.19
000825.SZ	太钢不锈	5.43	309.31	19.53	14.93	13.70	1.34
000932.SZ	*ST 华菱	9.45	284.98	33.66	13.36	12.13	3.96
600022.SH	山东钢铁	2.52	275.85	-1004.66	34.47	26.06	1.66

数据来源: 南钢股份 Wind 四级行业估值分析比较、广发证券发展研究中心

本报告的盈利预测假设如下:

(1) 量: 根据公司 2017 年中报, 2017 年上半年, 公司共生产钢材 420.28 万吨, 同比增 3.82%; 根据公司的实际产能情况, 我们假定 2017 年公司长材、板材销量同比分别增 10% 和 6%, 2018-2019 年公司各产品销量同比增 2% 和 1%。

(2) 价: 环保持续高压叠加采暖季限产将使得整体板材市场供需紧平衡, 假定 2017 年公司主要钢材产品价格同比增 45%-55%, 2018-2019 年公司主要钢材品种价格稳中有升。

(3) 毛利: 我们假定公司主要钢材品种毛利率以稳为主。

六、风险提示

- 1、定增进度低于市场预期;
- 2、宏观经济持续下滑;
- 3、新区建设进度不及预期;
- 4、钢价回调存在压力。

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	10252	9432	16025	16877	18521
货币资金	4392	3295	2866	3258	4641
应收及预付	2147	1137	7687	7968	8138
存货	2668	3726	4227	4396	4489
其他流动资产	1045	1274	1245	1255	1252
非流动资产	26092	24869	24493	24169	23850
长期股权投资	316	238	289	348	401
固定资产	22602	21898	20685	19548	18410
在建工程	706	393	1193	1993	2793
无形资产	891	883	841	805	767
其他长期资产	1576	1457	1484	1475	1478
资产总计	36343	34302	40519	41046	42371
流动负债	25176	24405	27631	25718	23876
短期借款	7219	7766	6496	4274	1839
应付及预收	14116	15142	18860	19431	19937
其他流动负债	3841	1497	2275	2013	2100
非流动负债	4847	3100	3044	2274	2150
长期借款	673	44	18	16	15
应付债券	3986	2778	2778	2000	1880
其他非流动负	188	278	248	258	255
负债合计	30024	27506	30675	27992	26026
股本	3962	3962	3962	3962	3962
资本公积	614	613	613	613	613
留存收益	1741	2095	5136	8337	11621
归属母公司股	6306	6763	9804	13006	16289
少数股东权益	14	33	40	48	56
负债和股东权益	36343	34302	40519	41046	42371

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	22252	24174	37085	38499	39256
营业成本	21603	21714	30798	32041	32738
营业税金及附加	89	174	208	247	236
销售费用	514	425	721	725	747
管理费用	1002	873	964	1001	1021
财务费用	709	690	609	564	529
资产减值损失	371	144	103	46	46
公允价值变动收益	-29	121	68	75	58
投资净收益	-54	123	160	180	240
营业利润	-2263	310	3911	4131	4238
营业外收入	189	158	168	165	166
营业外支出	14	16	15	15	15
利润总额	-2089	452	4064	4280	4388
所得税	344	97	1016	1070	1097
净利润	-2433	355	3048	3210	3291
少数股东损益	0	1	7	8	8
归属母公司净利润	-2432	354	3041	3202	3283
EBITDA	433	2518	6030	6143	6192
EPS (元)	-0.61	0.09	0.77	0.81	0.83

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1041	3244	2017	4783	5095
净利润	-2433	355	3048	3210	3291
折旧摊销	1533	1619	1635	1658	1677
营运资金变动	365	574	-2780	-67	309
其它	1575	695	115	-17	-183
投资活动现金流	-2513	-547	-920	-991	-954
资本支出	-1643	-729	-1027	-1134	-1152
投资变动	-852	153	40	68	140
其他	-18	29	68	75	58
筹资活动现金流	825	-3134	-1528	-3400	-2757
银行借款	15034	27889	-1296	-2224	-2436
股权融资	192	17	0	0	0
其他	1330	518	-419	-333	-222
现金净增加额	-648	-437	-430	392	1384
期初现金余额	4921	4392	3295	2866	3258
期末现金余额	4273	3955	2866	3258	4641

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-20.2	8.6	53.4	3.8	2.0
营业利润增长	-	113.7	1,163.6	5.6	2.6
归属母公司净利润增长	-933.2	114.5	759.7	5.3	2.5
获利能力(%)					
毛利率	2.9	10.2	17.0	16.8	16.6
净利率	-10.9	1.5	8.2	8.3	8.4
ROE	-38.6	5.2	31.0	24.6	20.2
ROIC	-9.1	5.2	20.7	21.5	22.6
偿债能力					
资产负债率(%)	82.6	80.2	75.7	68.2	61.4
净负债比率	1.3	1.1	0.7	0.3	-
流动比率	0.41	0.39	0.58	0.66	0.78
速动比率	0.30	0.22	0.40	0.45	0.55
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.68	0.99	0.94	0.94
应收账款周转率	33.70	46.21	41.12	42.69	42.15
存货周转率	6.19	6.41	7.30	7.30	7.30
每股指标(元)					
每股收益	-0.61	0.09	0.77	0.81	0.83
每股经营现金流	0.26	0.82	0.51	1.21	1.29
每股净资产	1.59	1.71	2.47	3.28	4.11
估值比率					
P/E	-	34.7	7.8	7.4	7.3
P/B	2.0	1.8	2.4	1.8	1.5
EV/EBITDA	37.5	7.9	5.2	4.6	3.9

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。2016 年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2013 年新财富钢铁行业第三名（团队），2012 年新财富钢铁行业第三名（团队），2011 年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。2016 年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队），电话 020-87571273。
- 雷 文：研究助理，华中科技大学金融学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，电话 020-87578481。
- 刘 洋：联系人，清华大学材料科学与工程硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。