

2011年10月27日

南钢股份

三季度盈利低于预期

买入

A

600282.SS - 人民币 3.36

目标价格: 人民币 4.00 (▼5.40)

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	27	(11)	(1)	(66)
相对新华富时A50 指数(%)	9	(7)	(4)	(15)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	3,876
流通股(%)	43.5
流通股市值(人民币 百万)	5,665
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%) (2011E)	70.6
主要股东(%)	
南京南钢钢铁联合有限公司	83.8

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*杭一君为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

公司11年前3季度净利润同比增长18.1%至7.36亿人民币(每股收益0.19元)，低于我们的预期。前3季度公司收入同比增长38%主要是由于钢材价格和销量的同比上升；但前3季度毛利率由去年同期的9.46%下降为7.7%，主营业务利润同比仅上升4%，这主要是由于原材料价格同比上升幅度较大。短期来看，由于下游需求乏力和钢价的回调，4季度盈利将继续下滑。我们下调公司11年和12年盈利预测；但从中长期来看，整体上市后，公司拥有板带棒型材等多品种产品，同时公司也在不断开拓新产品；公司拥有的铁矿石和煤矿资源也将在未来提高利润贡献；随着对上游资源项目的开拓以及向产业链下游的进一步延伸，公司盈利能力将有进一步提高，我们维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 完成整体上市，分享炼铁环节利润，公司盈利能力大幅增强。
- 中厚板、船板产品市场份额居全国前列；并不断完善开发具有技术优势的新产品以优化产品结构。
- 未来产业链向上游延伸，努力提高原材料自给率。

评级面临的主要风险

- 钢铁需求下滑；钢材价格反弹乏力；铁矿石价格仍处较高水平。

估值

- 基于12年15.3倍市盈率，我们将目标价由5.40元下调至4.00元。我们维持该股的买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	24,452	30,055	40,676	44,415	49,164
变动(%)	-	23	35	9	11
净利润(人民币百万)	582	919	854	1,010	1,189
全面摊薄每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.220	0.261	0.307
变动(%)	-	(31)	(7)	18	18
先前预测每股收益(人民币)			0.296	0.335	0.393
调整幅度(%)			(25.7)	(22.1)	(21.9)
核心每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.220	0.261	0.307
变动(%)		(31)	(7)	18	18
全面摊薄市盈率(倍)	9.7	14.2	15.3	12.9	11.0
核心市盈率(倍)	9.7	14.2	15.3	12.9	11.0
每股现金流量(人民币)	3.05	0.81	1.15	1.26	1.34
价格/每股现金流量(倍)	1.1	4.1	2.9	2.7	2.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.2	12.1	5.6	4.9	3.9
每股股息(人民币)	0.04	0.00	0.03	0.04	0.05
股息率(%)	1.19	0.00	0.98	1.16	1.37

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

11年前3季度净利润同比增长18.1%

南钢股份公告11年前3季度净利润同比增长18.1%至7.36亿人民币（每股收益0.19元），低于我们的预期。前三季度收入同比上升38%主要是由于钢材价格和销量同比上升。11年前三季度中厚板均价同比上升13%，线材均价同比上升17%。而前3季度公司毛利率由去年同期（按整体上市后的核算口径）的9.5%下降至7.7%，主营业务利润同比仅上升4%左右。毛利率下降主要是由于原材料价格同比上升幅度较大，上半年进口矿铁矿石价格同比上涨17%，国内铁矿石价格同比上涨24%。此外今年由于公司持有的未到期无本金交割外汇远期交易合约公允价值变动收益同比上升以及美元贷款同比增加及人民币大幅升值为公司前三季度带来近2亿收益。

3季度单季利润下滑52%

分季度来看，3季度公司收入环比小幅增加10.6%，而3季度净利润较2季度环比下降52%，当季毛利率由2季度的8.66%下降为6.4%。这主要是由于产品价格下降而原材料成本环比变化不大。从具体价格数据来看，中厚板价格3季度环比下降2.1%，而考虑到一个多月的铁矿石库存时间，3季度铁矿石成本环比变化不大。

图表2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010年1-3季度	2011年1-3季度	同比变动(%)
销售收入	21,779	30,039	38
销售成本	(19,719)	(27,727)	41
营业税	(70)	(84)	20
毛利润	1,990	2,228	12
其他营业收入	0	0	n/a
销售费用	(217)	(308)	42
管理费用	(549)	(632)	15
资产减值损失	(54)	(76)	41
经营利润	1,169	1,211	4
财务费用	(466)	(625)	34
投资收入	9	(8)	-
其它非经营性收入	47	259	448
税前利润	759	838	10
税金	(136)	(101)	-25
少数股东权益	(0)	0	-
净利润	623	736	18
全面摊薄每股收益(元)	0.161	0.190	18
盈利能力(%)			
毛利率	9.46	7.70	
经营利润率	5.4	4.0	
净利率	2.9	2.4	

资料来源：公司数据

图表 3. 季度利润及毛利率

	09年 1季度	09年 2季度	09年 3季度	09年 4季度	10年 1季度	10年 2季度	10年 3季度	10年 4季度	11年 1季度	11年 2季度	11年 3季度
净利润(人民币, 百万)	12.4	43.2	109.0	(26.2)	47.8	52.1	14.1	803	271	315	150
毛利率(%)	(2.03)	7.12	2.80	0.78	3.40	4.10	1.95	21	8.20	8.66	6.4

资料来源：公司资料，中银国际研究

*2010年3季度及以前按收购前口径

下游需求增长乏力

公司中厚板和船板等产品的市场占有率位列国内前列，但近期板材下游行业包括造船、工程机械等行业普遍出现增速放缓的趋势：就造船行业而言，目前我国船企手持订单总量持续下降。今年前7个月，我国船企新接船舶订单同比下降了29.2%，造船完工量已经连续9个月超过同期新接订单量；而下半年工程机械行业由于整体宏观经济偏紧多个子行业增速出现下滑，起重机产量在8、9月份增速都有较大幅度下滑，同比增幅回落到13-17%，而挖掘机产量7-9月份出现了同比下滑。另外进入8月后公司线棒材产品也由于下游房地产等行业投资和建设放缓而出现需求乏力。

短期内铁矿石降价或将影响金安矿业盈利

南钢发展下属子公司金安矿业的草楼矿拥有8,600万吨的储量，品位约为28%，目前公司具备年开采300万吨原矿的能力，10年共计产精粉87.6万吨，计划11年产精粉95万吨。近期由于钢价下调带动铁矿石价格有所下降，金安矿业盈利水平短期之内受到一定影响。

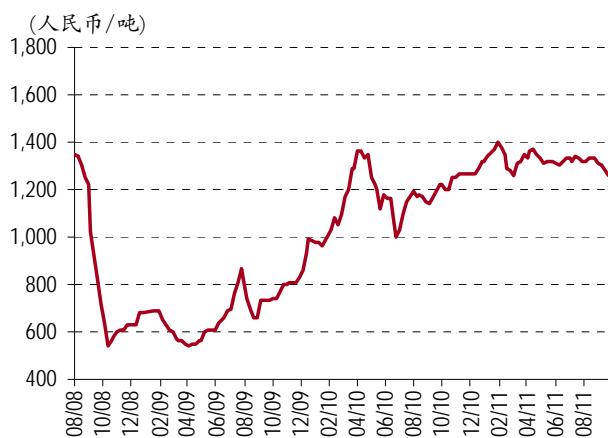
另外公司目前拥有的煤矿资源包括金黄庄矿业和郝庄矿，共计储量为9,552万吨，可采储量达5,222万吨。金黄庄矿处于建设期而郝庄矿目前正处在勘测期，所以两矿目前都尚无利润贡献。金黄庄矿计划12年11月份投产，达产后产能可达90万吨，可优先按市场价供应给南钢，如果按10年3月采购成本倒推坑口价每年可实现净利润2.4亿。

图表 4. 公司拥有资源情况

名称	收购时间	股权比例	目前情况	储量	年产能	10年产量	11年计划产量	备注
铁矿 草楼矿	金安矿业 2010 年 10 月	100%	基本达产	8,600 万吨	300 万吨原矿 (品位 28% 左右) 开采能力	87.6 万吨 (67% 左右品位精粉)	95 万吨 (67% 左右品位精粉)	
煤矿 金黄庄矿	2010 年 5 月	49%	建设期, 预计 2012 年 11 月投产	合计储量 9,552 万吨, 采储量 5,222 万吨	90 万吨	-	-	可优先以市场价供给公司。按年产 90 万吨, 达产后实现净利润 2.4 亿
郝庄矿	2010 年 5 月	49%	勘测期间		-	-	-	

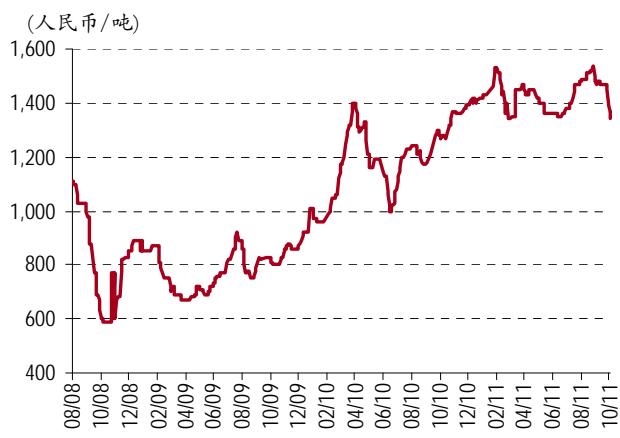
资料来源：公司公告

图表 5. 青岛港铁矿石价格走势



资料来源：彭博

图表 6. 唐山矿价格走势



资料来源：彭博

发生重大生产安全事故

10月5日南钢炼钢厂发生重大生产安全事故，5号高炉在准备拆除的过程中由于剩余铁水击穿炉壁外溢导致操作现场工人12人死亡，1人受伤。这起重大生产安全事故将对南钢股份生产经营造成一定影响，主要涉及到对伤亡员工进行赔偿的事宜和安排全面的安全生产检查和大整顿以排除隐患。但由于5号高炉出事前已基本处于停炉状态并且固定资产已基本折旧完毕，公司4季度的生产进度不会由此受到影响。

四季度盈利或将继续下滑

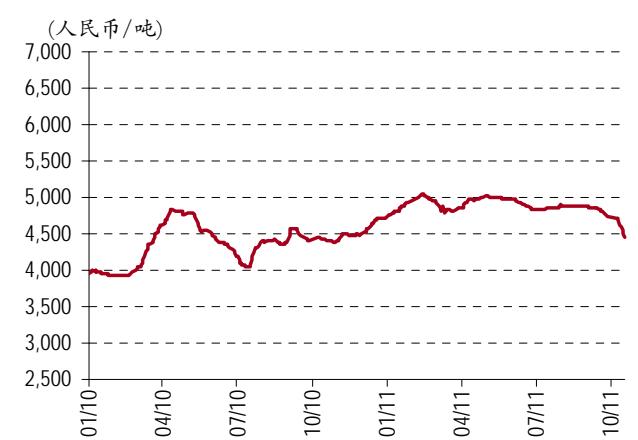
在下游行业增速放缓使得产品需求弱势延续的情形下，自 9 月始钢铁现货价格出现明显下滑，10 月份前两周呈现大幅跳水，4 季度钢材价格可能环比会有一定幅度下滑，从 10 月前两周中厚板和线材价格来看较三季度有 5% 以上的下滑，同时铁矿石成本调整滞后，此外铁矿石价格回调也将在短期内影响金安矿业的盈利能力，由此我们估计 4 季度公司盈利较 3 季度继续下滑。

图表 7. 高速线材价格走势



资料来源: Bloomberg

图表 8. 中厚板价格走势



资料来源: Bloomberg

下调盈利预测，维持买入评级

由于 4 季度盈利环比继续下滑，我们分别下调 11 年和 12 年盈利预测 25.7% 和 22.1% 至 0.22 元/股和 0.26 元/股。南钢股份于去年完成整体上市，目前具备年产 800 万吨钢的生产能力，在立足做强主导产品的同时公司着力开发诸如管线钢和海工钢板等具有技术优势的新产品以优化产品结构；在成本压力仍然较高的形势下，公司积极搜寻铁矿等资源项目，力争在未来 2-3 年内实现铁矿石 40%-50% 自给和煤炭自给率达 1/3 以上。由此我们看好公司的中长期发展前景，我们将目标价由 5.40 元下调至 4.00 元，这是基于 15.3 倍左右的 12 年市盈率水平。我们维持该股的买入评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月 31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	24,452	30,055	40,676	44,415	49,164
销售成本	(22,092)	(27,247)	(37,614)	(41,120)	(45,494)
经营费用	(1,184)	(1,252)	(1,657)	(1,916)	(2,219)
经营利润(息税前利润)	1,176	1,557	1,406	1,379	1,450
折旧及摊销	(1,332)	(1,412)	(1,687)	(1,759)	(1,844)
息税折旧前利润	2,508	2,968	3,093	3,139	3,295
净利息收入/(费用)	(562)	(623)	(426)	(218)	(80)
其他收益/(损失)	32	24	25	26	28
税前利润	646	1,081	1,004	1,188	1,398
所得税	(65)	(163)	(151)	(178)	(210)
少数股东权益	0	1	0	0	0
净利润	582	919	854	1,010	1,189
核心净利润	582	919	854	1,010	1,189
每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.220	0.261	0.307
核心每股收益(人民币)	0.345	0.237	0.220	0.261	0.307
每股股息(人民币)	0.04	0.00	0.03	0.04	0.05
收入增长(%)	n.a.	23	35	9	11
息税前利润增长(%)	n.a.	32	(10)	(2)	5
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	18	4	1	5
每股收益增长(%)	n.a.	(31)	(7)	18	18
核心每股收益增长(%)	n.a.	(31)	(7)	18	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月 31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4,640	6,051	8,135	8,883	9,833
应收帐款	3,509	3,656	5,186	5,663	6,268
库存	4,868	5,922	7,523	8,224	9,099
其他流动资产	1,061	1,349	1,722	1,844	1,997
流动资产总计	14,077	16,978	22,566	24,614	27,197
固定资产	12,834	15,585	15,228	15,102	15,118
无形资产	782	842	800	758	716
其他长期资产	1,989	1,809	3,027	3,942	4,631
长期资产总计	15,604	18,236	19,055	19,802	20,464
总资产	29,681	35,215	41,620	44,416	47,662
应付帐款	2,535	3,327	4,514	4,934	5,459
短期债务	6,137	9,687	5,984	4,548	3,044
其他流动负债	6,665	7,267	11,036	13,840	17,028
流动负债总计	15,337	20,281	21,533	23,322	25,531
长期借款	2,469	2,188	2,438	2,563	2,563
其他长期负债	2,553	2,593	6,593	6,593	6,593
股本	1,685	3,876	3,876	3,876	3,876
储备	7,577	6,233	6,959	7,817	8,827
股东权益	9,261	10,109	10,834	11,693	12,703
少数股东权益	13	7	7	7	7
总负债及权益	29,681	35,215	41,620	44,416	47,662
每股帐面价值(人民币)	5.53	2.62	2.85	3.08	3.35
每股有形资产(人民币)	5.06	2.40	2.64	2.88	3.16
每股净负债/(现金)(人民币)	0.85	0.94	0.51	0.23	(0.04)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月 31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	646	1,081	1,004	1,188	1,398
折旧与摊销	1,332	1,412	1,687	1,759	1,844
净利息费用	562	623	426	218	80
运营资本变动	1,259	3,303	(1,032)	(1,292)	(1,667)
税金	(65)	(163)	(151)	(178)	(210)
其他经营现金流	1,399	(3,110)	2,511	3,204	3,732
经营活动产生的现金流	5,135	3,146	4,446	4,898	5,178
购买固定资产净值	(1,451)	(1,586)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
投资减少/增加	(60)	(315)	0	0	0
其他投资现金流	(3)	5	6	6	7
投资活动产生的现金流	(1,515)	(1,896)	(2,494)	(2,494)	(2,493)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	2,179	(281)	250	125	0
支付股息	(67)	(67)	0	(128)	(151)
其他融资现金流	(1,746)	1,130	(98)	(1,637)	(1,569)
融资活动产生的现金流	(196)	161	133	(1,657)	(1,735)
现金变动	3,424	1,411	2,084	748	950
期初现金	1,216	4,640	6,051	8,135	8,883
公司自由现金流	3,620	1,253	1,951	2,406	2,685
权益自由现金流	5,237	349	2,182	2,513	2,670

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月 31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	10.3	9.9	7.6	7.1	6.7
息税前利润率	4.8	5.2	3.5	3.1	2.9
税前利润率	2.6	3.6	2.5	2.7	2.8
净利率	2.4	3.1	2.1	2.3	2.4
流动性(倍)					
流动比率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
利息覆盖率	2.1	2.5	3.3	6.3	18.2
净权益负债率(%)	68.6	71.2	73.4	73.1	72.8
速动比率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
估值(倍)					
市盈率	9.7	14.2	15.3	12.9	11.0
核心业务市盈率	9.7	14.2	15.3	12.9	11.0
目标价对应核心业务市盈率	11.6	16.9	18.2	15.4	13.0
市净率	0.6	1.3	1.2	1.1	1.0
价格/现金流	1.1	4.1	2.9	2.7	2.5
企业价值/息税折旧前利润	8.2	12.1	5.6	4.9	3.9
周转率					
存货周转天数	72.7	71.9	67.5	67.6	67.6
应收账款周转天数	3.9	2.8	6.4	6.4	6.4
应付帐款周转天数	41.9	44.6	43.8	43.8	43.8
回报率 (%)					
股息支付率	11.6	0.0	15.0	15.0	15.0
净资产收益率	6.2	9.0	7.7	8.5	9.2
资产收益率	2.0	2.6	2.1	2.3	2.5
已运用资本收益率	4.6	5.1	4.3	4.3	4.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371