



Research and
Development Center

南钢股分：严严寒冬，企盼春光

—— 南钢股分（600282.sh）首次覆盖

2015 年 12 月 25 日

范海波 行业分析师
吴漪 行业分析师
丁士涛 行业分析师
王伟 行业分析师
李沁 研究助理

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

南钢股份（600282.SH）



首次评级



南钢股份相对沪深300表现

资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2015.12.24）

收盘价（元）	3.18
52周内股价波动区间（元）	2.61-8.37
最近一月涨跌幅（%）	-3.34%
总股本（亿股）	39.62
流通A股比例（%）	97.82%
总市值（亿元）	126

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 63081085
邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号：S1500514080001
联系电话：+86 10 63080936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
执业编号：S1500515070001
联系电话：+86 10 63081273
邮箱：wangwei2@cindasc.com

李沁 研究助理
联系电话：+86 10 63081286
邮箱：liqin@cindasc.com

严严寒冬，企盼春光

首次覆盖

2015年12月25日

本期内容提要：

◆ 钢铁主业受行业整体影响，暂时亏损。

截止2015年11月，主要普钢产品的月社会库存仅相对于历史同期出现微小幅度下降，下游需求低迷导致板、管、型、线、棒材均出现40%左右的价格下降。此外，钢铁企业的吨钢环保成本增加、钢铁企业资产负债率高，财务费用较高。二者同时侵蚀行业整体利润。受上述多种因素的综合影响，2015年三季度南钢股份开始出现亏损。

◆ 南京江北新区建设短期或将拉动下游钢材需求。

2015年6月江北新区获得国务院批复，12月开始启动基础设施建设项目签约。按此进度我们预计，未来3-5年内江北新区将有一批包含新型城镇化建设、科技创新产业园区等建设项目陆续开工。我们预计，江北基础设施建设工程的逐步推进将在短期内拉动公司的钢材产品销售。

◆ 公司“钢铁+节能环保”转型与江北新区未来规划不谋而合。

根据2015年7月20日《国家发展改革委关于印发南京江北新区总体方案的通知》未来十年江北新区将建设成为“一带六区三走廊”的城市副中心模式。我们认为，江北新区建设规划的不断推进，将会倒逼区域内重污染、高耗能企业转型。南钢股份能够在此之前提出“钢铁+环保”的转型模式并付诸实践，可谓与江北新区未来规划不谋而合。

◆ 公司打造国内第一家钢材尾货电商平台。

2015年11月19日，由南钢股份及其全资子公司南京南钢产业发展有限公司共同出资打造的江苏金贸钢宝电子商务股份有限公司正式挂牌新三板。公司以自身钢厂板材等产品生产中的尾货、钢材余料为产品，通过互联网进行打包销售，整合了原本零散、分散的钢材尾货市场。

◆ 盈利预测与投资评级：

我们选取PB估值法对于公司钢铁业务进行估算。按照我们预计，2016年公司每股净资产2.06元。南钢股份上市以来所有交易日PB均值1.94倍，但考虑到公司目前亏损，我们保守给予公司1.5倍PB，预测公司2016年合理价格3.09元/股。给予“持有”评级。

◆ 股价催化剂：

南京江北新区建设速度符合预期；钢铁下游需求改善明显；公司环保资产后续注入。

◆ 风险因素：

国内钢铁行业下游需求进一步下滑；南京江北新区建设进度不达预期；钢材产品价格进一步下降；企业环保转型不达预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	26,822.51	27,885.48	25,096.93	22,587.24	17,808.67
增长率 YoY %	-16.26%	3.96%	-10.00%	-10.00%	-21.16%
归属母公司净利润(百万元)	-618.45	291.93	-603.19	23.54	86.32
增长率 YoY%	10.18%	-147.20%	-306.62%	-103.90%	266.79%
毛利率%	5.26%	9.39%	5.30%	8.19%	9.12%
净资产收益率 ROE%	-7.25%	3.45%	-7.18%	0.29%	1.05%
每股收益 EPS(元)	-0.16	0.07	-0.15	0.01	0.02
市盈率 P/E(倍)	-	43	-	535	146
市净率 P/B(倍)	1.52	1.46	1.55	1.54	1.52

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2015年12月24日收盘价

目 录

投资聚焦	5
公司介绍	6
股权结构	6
历史沿革	6
全行业低迷，公司钢铁主业出现亏损	7
公司钢铁产能情况	7
钢铁主业运营情况	7
钢铁行业企业整体情况及同行业公司比较	10
钢铁主业亏损，未来看公司转型	13
江北新区概念倒逼公司转型，“钢铁+节能环保”成为可能	13
“另辟蹊径”打造钢材尾货电商平台	17
盈利预测与估值	18
基本假设和盈利预测	18
相对估值与投资评级	19
风险因素	20

表 目 录

表 1: A 股上市钢铁企业产能分类	8
表 2: 未来三年产品产量与价格预测	18
表 3: 公司主要产品毛利率预测	19
表 4: 钢铁行业可比上市公司相对估值	19

图 目 录

图 1: 南钢股份股权结构图	6
图 2: 南钢股份营业收入组成	8
图 3: 南钢股份产品毛利占比	9
图 4: 2012-2015 国内市场主要钢材产品月库存	10
图 5: 2012-2015 国内主要钢材产品价格指数	10
图 6: 钢铁行业工业增加值累计增长率	10
图 7: 钢铁行业企业财务费用月累计值	10
图 8: 钢铁全行业亏损企业家数	11
图 9: 钢铁行业企业亏损总额月累计值	11
图 10: A 股钢铁行业上市公司资产负债率情况（2015 年三季度）	11
图 11: A 股钢铁行业上市公司盈亏情况（2015 年三季度）	11
图 12: 2012-2015 年三季度 A 股钢铁行业企业平均销售毛利率、净利率	12
图 13: 公司 2012-2015.Q3 资产负债率	12
图 14: 公司 2012-2015.Q3 销售毛利率、净利率	12
图 15: 南京江北新区规划图	13
图 16: 南钢股份厂区所处地理位置	14
图 17: 金贸钢宝现货交易平台主页	17

投资聚焦

投资逻辑

截止 2015 年三季度，由于国家宏观经济增速放缓、基础设施建设低迷，导致下游钢材需求萎缩、库存高企、主要产品价格下跌超过 40%，国内钢铁行业进入“全行业亏损时代”。目前，在 A 股上市钢铁企业亏损面超过 70% 的情况下，南钢股份作为“复星系”旗下钢铁平台率先提出“钢铁+环保”的转型模式，并已向上市公司注入部分环保资产。

由于公司厂区坐落于国务院正式批复建设的南京江北新区规划范围内，未来 3-5 年内江北新区基础设施建设工程项目的逐步推进将在短期内拉动公司的钢材产品销售。同时，《国家发展改革委关于印发南京江北新区总体方案的通知》提出的打造“一带六区三走廊”的江北城市副中心模式将会倒逼区域内重污染、高耗能企业的搬迁改造，这使得公司未来转型的力度与方向更具确定性。

此外，由于南钢股份厂区地处浦口、六合经济开发区以及南京高新区的交汇处，根据《国家发展改革委关于印发南京江北新区总体方案的通知》中规划的未来该区片内轨道交通、汽车机车产业园以及软件、生物医药、卫星导航产业中心的建设将提升南钢股份厂区土地价值。届时，由于产业升级以及环保等方面的原因，公司的钢铁产能预计将面临搬迁、剥离，而厂区土地或将能够通过出售或租赁的方式获得收益。

股价催化剂

南京江北新区建设速度符合预期；钢铁下游需求改善明显；公司环保资产后续注入。

盈利预测与投资评级

由于目前江北新区规划、公司环保转型、金贸钢宝电商平台均处于初始阶段，其对企业的收入影响尚无法估算，因此我们仅对于公司目前的钢铁传统业务进行估值。同时，由于目前钢铁行业上市公司 70% 处于亏损状态，传统 PE 相对估值存在一定困难。因此，我们选取 PB 估值法对于公司钢铁业务进行估算。按照我们预计，2016 年公司每股净资产 2.06 元。南钢股份上市以来所有交易日 PB 均值 1.94 倍，但考虑到公司目前亏损，我们保守给予公司 1.5 倍 PB，预测公司 2016 年合理价格 3.09 元/股。给予“持有”评级。

风险提示：

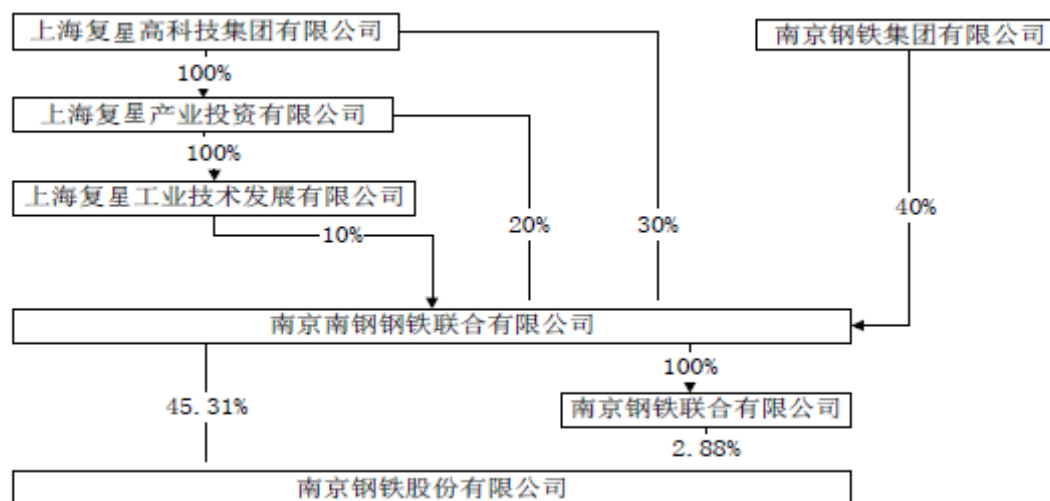
国内钢铁行业下游需求进一步下滑；南京江北新区建设进度不达预期；钢材产品价格进一步下降；企业环保转型不达预期。

公司介绍

股权结构

按照南钢股份 2015 年 12 月 7 日非公开发行股票后最新股本,公司控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司,实际控制人郭广昌,控股比例 48.20%。

图 1: 南钢股份股权结构图



资料来源：公司 2015 年 12 月 7 日公告，信达证券研发中心整理。

历史沿革

- ✓ 南京钢铁厂始建于 1958 年,1996 年完成公司制改造,由南京钢铁厂改为南京钢铁集团有限公司。
- ✓ 1999 年 3 月, 南钢集团公司以部分钢铁主业资产投入发起设立了南京钢铁股份有限公司。
- ✓ 2000 年 9 月 19 日, 公司在上海证券交易所上市 (600282), 控股股东为南钢集团公司。
- ✓ 2003 年 4 月, 南钢集团公司进行三联动改革, 以资产出资与上海复星集团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。

- ✓ 2010 年 10 月，经中国证监会批准，公司完成重大资产重组，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。

全行业低迷，公司钢铁主业出现亏损

公司钢铁产能情况

南钢股份拥有从矿石采选、炼焦、烧结、炼铁、炼钢到轧钢的完整生产工艺流程。经过近年来连续不断的投入，公司所有工艺装备均已完成了大型化、现代化改造，全面实现了提档升级，具备年 1000 万吨粗钢的生产能力。

公司板材、长材产品种类齐全。目前，南钢股份拥有一条 5,000mm 宽厚板生产线、一条 3,500mm 宽中厚板（卷）生产线和一条 2,800mm 中板生产线；一条高速线材、一条带钢和 4 条棒材生产线；此外，下属子公司（安徽金安矿业）具备 100 万吨精矿粉的年生产能力；宿迁金鑫轧钢拥有两条年生产能力达 40 万吨的异型钢生产线；

钢铁主业运营情况

炉料价格单边下降，公司原材料库存策略谨慎。由于国际铁矿石价格自 2014 年初至今跌幅已超过 70%，并且公司自身矿产资源掌控能力相对有限，在 2014-2015 年单边下跌的市场中公司一直采取保守的原材料库存策略，即低安全库存保证正常 2 周生产。同时，通过铁矿石掉期一定程度上对冲原材料价格的下跌风险。

粗钢生产能力、单位成本处于行业平均水平。公司目前在申万-钢铁行业-普钢上市公司中，粗钢生产规模属于中等水平（1000 万吨/年）。公司所处南京江北化工园区和高新开发区，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。因此，在上游原材料运输环节能够有效控制运费，进一步降低单位生产成本。

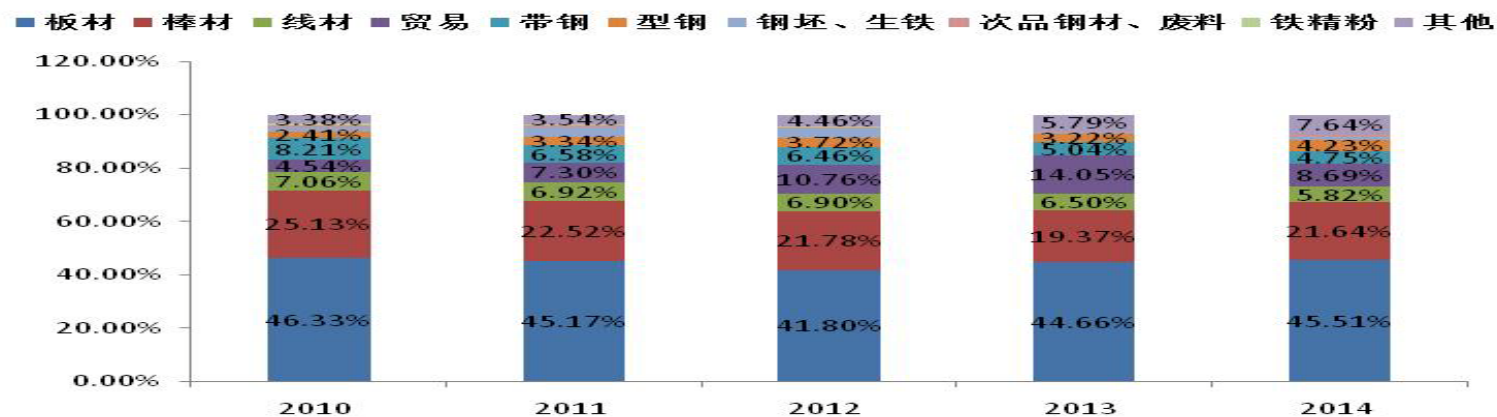
表 1: A 股上市钢铁企业产能分类

分类	证券代码	证券简称	产能 (万吨)
规模以上钢铁企业	002075.SZ	沙钢股份	300
	600126.SH	杭钢股份	360
	600231.SH	凌钢股份	600
中型钢铁企业	002110.SZ	三钢闽光	630
	000717.SZ	韶钢松山	650
	600581.SH	八一钢铁	800
	600782.SH	新钢股份	800
	600569.SH	安阳钢铁	850
	600010.SH	包钢股份	870
	600307.SH	酒钢宏兴	1000
大型钢铁企业	000825.SZ	太钢不锈	1000
	600282.SH	南钢股份	1000
	000761.SZ	本钢板材	1000
	601003.SH	柳钢股份	1100
	600022.SH	山东钢铁	1300
	000932.SZ	华菱钢铁	1500
	600808.SH	马钢股份	1890
超大型钢铁企业	000709.SZ	河北钢铁	3000
	000959.SZ	首钢股份	3078
	600005.SH	武钢股份	3305
	000898.SZ	鞍钢股份	3435
	600019.SH	宝钢股份	4335

资料来源: wind,信达证券研发中心整理

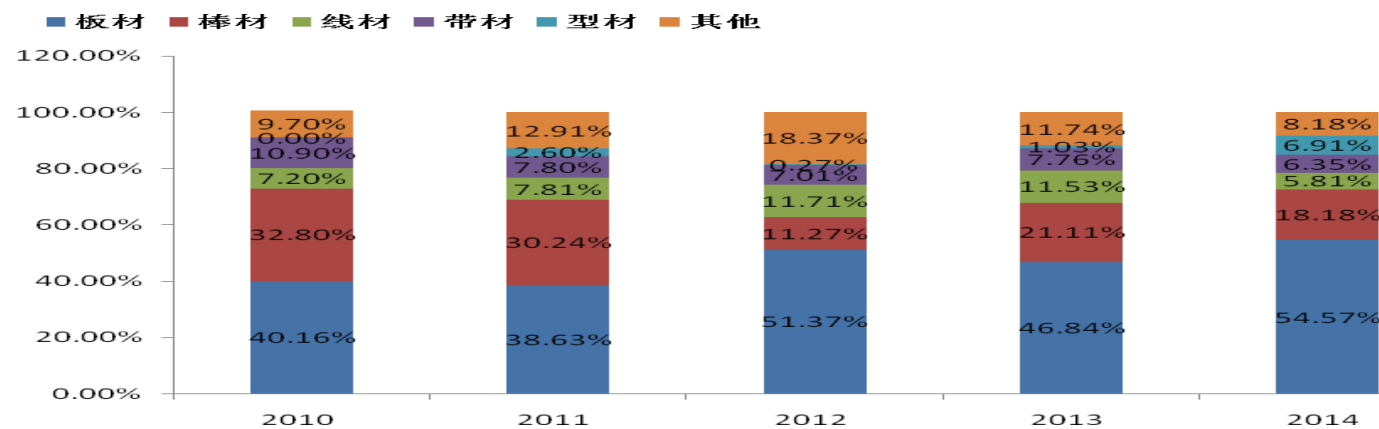
公司所有产品中, 板材营业收入、利润贡献占比最大。2014 年度, 作为全国精品板材生产基地, 公司钢、铁、材产量分别为 817.4 万吨、804.9 万吨、732.77 万吨。2010-2014 年间, 板材产品销售占比营业总收入始终维持在 40%以上且毛利贡献逐年升高, 2014 年板材部分毛利贡献占比达到 54.57%。2014 年初开始, 南钢股份 Ni 系低温钢板、高强船板、海工板、高标轴承等重点品种已实现放量, 一定程度提升了公司吨钢盈利水平。

图 2: 南钢股份营业收入组成



资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

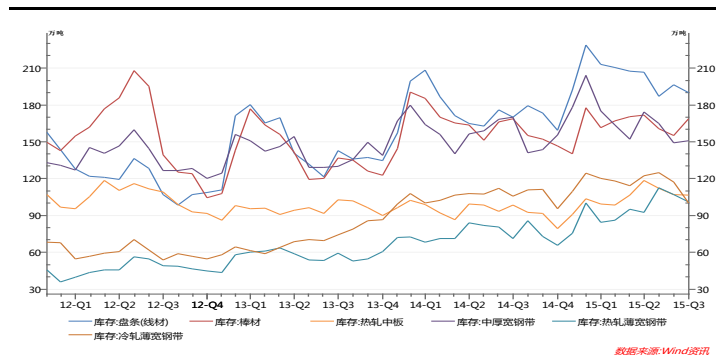
图 3：南钢股份产品毛利占比



资料来源：公司年报，信达证券研发中心整理

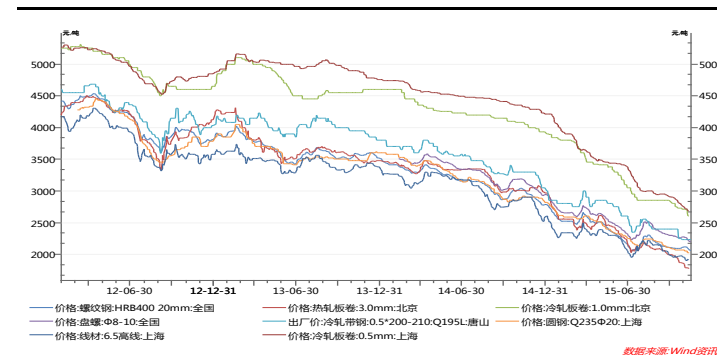
受钢材产品价格下降、社会库存居高影响,公司 2015 年三季度出现亏损。截止 2015 年 11 月,国内整体粗钢、钢材产量仍居于 3 年内高位,与去年同期相比改善不大。同时,尽管 2014 年起钢铁行业整体进入“减产能,去库存”阶段,但从目前情况来看,主要普钢产品的月社会库存仅相对于历史同期出现微小幅度下降,下游需求低迷导致板、管、型、线、棒材均出现 40%左右的价格下降。此外,钢铁企业的吨钢环保成本增加、钢铁企业财务杠杆过高,财务费用过高。二者同时侵蚀行业整体利润。受上述多种因素的综合影响, 2015 年三季度南钢股份开始出现亏损。

图 4: 2012-2015 国内市场主要钢材产品月库存



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 5: 2012-2015 国内主要钢材产品价格指数



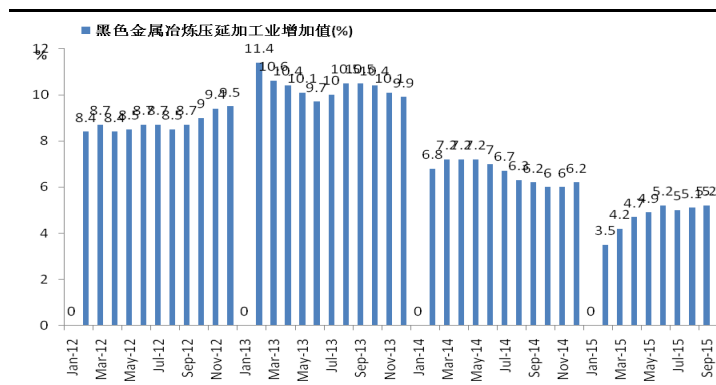
资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

钢铁行业企业整体情况及同行业公司比较

全行业企业负债率普遍过高, 财务费用仍旧维持高位。从钢铁行业企业整体财务费用情况来看, 在 2013 年底各个银行金融机构普遍收紧对钢铁行业企业贷款后, 2014 年全行业财务费用出现了明显增长。虽然进入 2015 年后, 国家在资金层面出台相应政策, 使得实体经济财务费用有所降低, 但从 1-9 月情况来看, 钢铁行业整体财务费用依旧维持在 2014 年同期的高位水平。

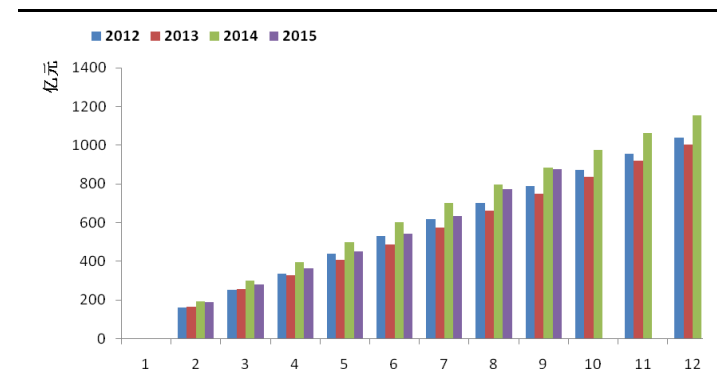
1-9 月钢铁全行业企业亏损家数明显增加, 亏损总额大幅上升。从 2015 年 1-9 月份情况来看, 钢铁全行业亏损企业较 2014 年明显上升。同时, 2015 年全行业亏损总额较 14、13 两年上升近 50%。

图 6: 钢铁行业工业增加值累计增长率



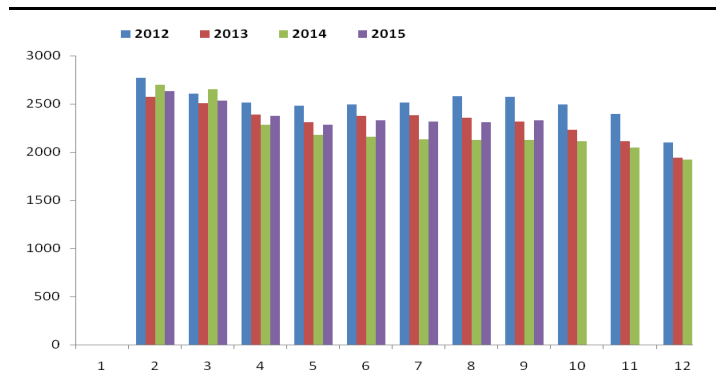
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

图 7: 钢铁行业企业财务费用月累计值



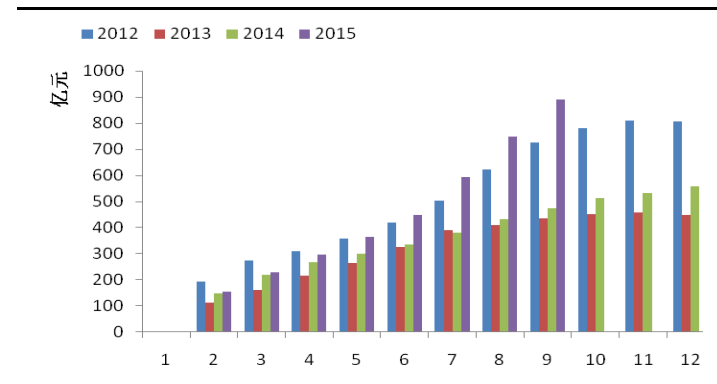
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

图 8: 钢铁全行业亏损企业家数



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

图 9: 钢铁行业企业亏损总额月累计值



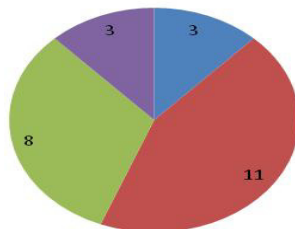
资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心整理

A股上市公司平均资产负债率在70%左右。截止2015年3季度末, A股25家上市钢铁企业中资产负债率超过50%的企业达到22家, 其中50%-70%资产负债率企业11家, 70%-80%资产负债率企业8家, 80%以上资产负债率企业3家。我们认为, 目前A股钢铁行业上市公司普遍偏高的财务杠杆导致其财务费用进一步上升的同时还“绑架”了企业的生产, 为避免形成真正意义上的坏账, 企业不得不在市场不好的情况下依旧开足马力生产, 保证资金链的流动。

亏损企业数量达到70%以上, 行业平均毛利率、净利率水平历史最低。目前A股钢铁行业25家上市公司中亏损企业家数达到76%, 几乎进入全行业亏损的局面。同时, 随着上游炉料价格的不断走低以及国内房地产、基础设施投资增速的下滑, 使得下游钢材产品销售价利润空间不断收窄。现阶段行业整体平均毛利率水平仅2.5%左右, 而行业平均净利率水平已下降至-4%。

图 10: A股钢铁行业上市公司资产负债率情况 (2015年三季报)

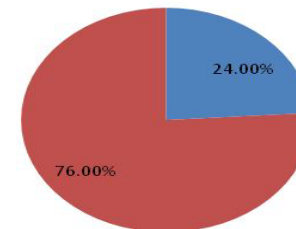
■ 50%以下 ■ 50%-70% ■ 70%-80% ■ 80%以上



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

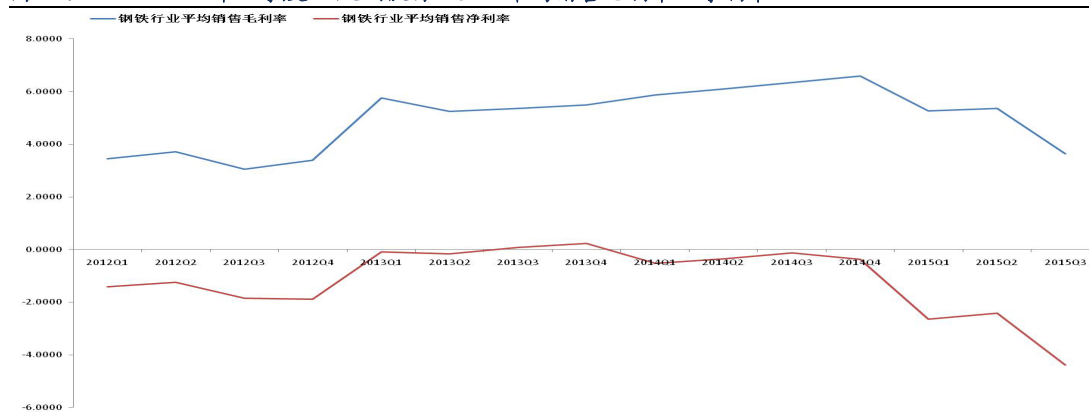
图 11: A股钢铁行业上市公司盈亏情况 (2015年三季报)

■ 盈利企业 ■ 亏损企业



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 12: 2012-2015 年三季度 A 股钢铁行业企业平均销售毛利率、净利率

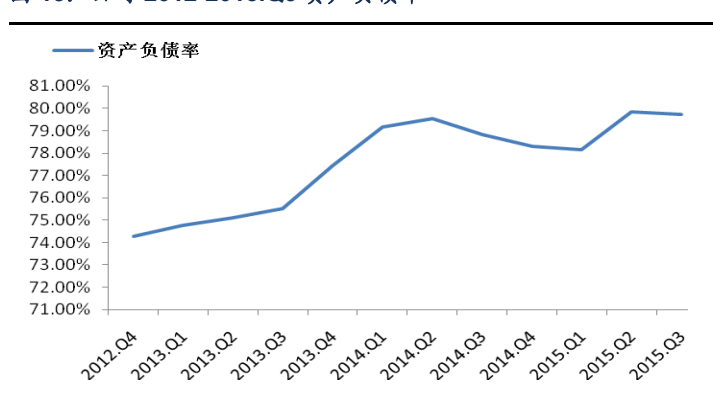


资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

公司钢铁主业整体运营情况处于行业平均水平。目前, 公司与 A 股大部分普钢企业一样, 在行业亏损面达到 70% 的情况下, 于 2015 年第三季度开始亏损。从经营指标上看, 公司资产负债率接近 80%, 略高于行业平均水平。我们认为, 公司资产负债率上升所导致的财务费用的提高以及当前产品价格下降所带来的利润空间的减少, 共同侵蚀了公司利润, 使得公司三季度开始出现亏损。

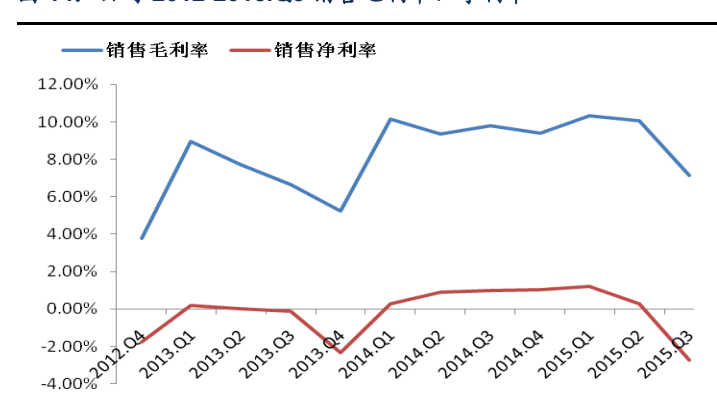
公司销售毛利率、净利率维持全行业同等水平。与 2015 年钢铁行业整体毛利率、净利率走势类似, 公司产品的毛利率、净利率在 2015 年的前三季度中不断下滑。目前, 公司整体平均毛利率为 6%, 平均净利率接近 -4%。

图 13: 公司 2012-2015.Q3 资产负债率



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 14: 公司 2012-2015.Q3 销售毛利率、净利率



资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

钢铁主业亏损，未来看公司转型

江北新区概念倒逼公司转型，“钢铁+节能环保”成为可能

获得国务院批复，南京江北新区概念正式落地。2015年6月27日，国务院印发《关于同意设立南京江北新区的批复》，正式批复同意设立南京江北新区。自此，南京江北新区建设上升为国家战略，成为中国第13个、江苏省首个国家级新区。

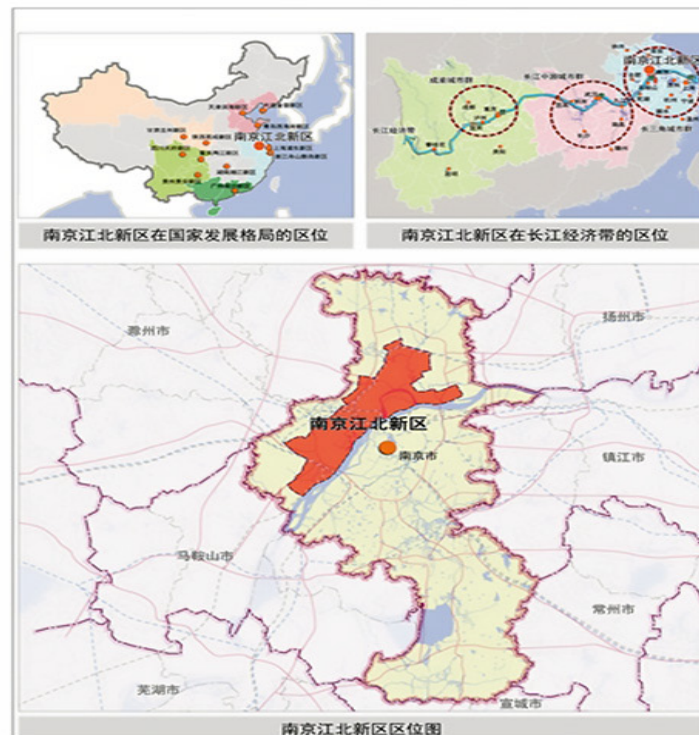
长江经济带与海上丝绸之路经济带交汇点上的城市高新区。江北新区是中国国家级新区，位于南京市长江以北，由浦口区、六合区和栖霞区八卦洲街道构成，总面积2451平方千米，占南京市域面积的37%，是华东面向内陆腹地的战略支点，拥有便捷的公路、铁路、水路和航空枢纽，是长江经济带与东部沿海经济带的重要交汇节点，长三角辐射中西部地区的综合门户，南京北上，连接中西部的重要区域。

江北新区职能定位为国家级科技创新基地及生态宜居城市副中心。未来江北新区的职能是中国重要的科技创新基地和先进产业基地，南京都市圈的北部服务中心和综合交通枢纽，南京市生态宜居、相对独立的城市副中心。

图 15：南京江北新区规划图

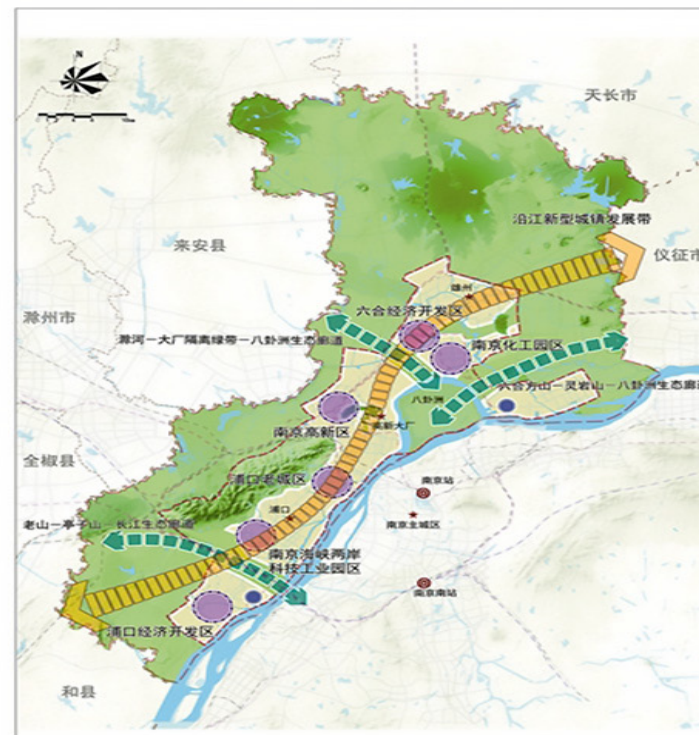
附图1

南京江北新区区位示意图



附图2

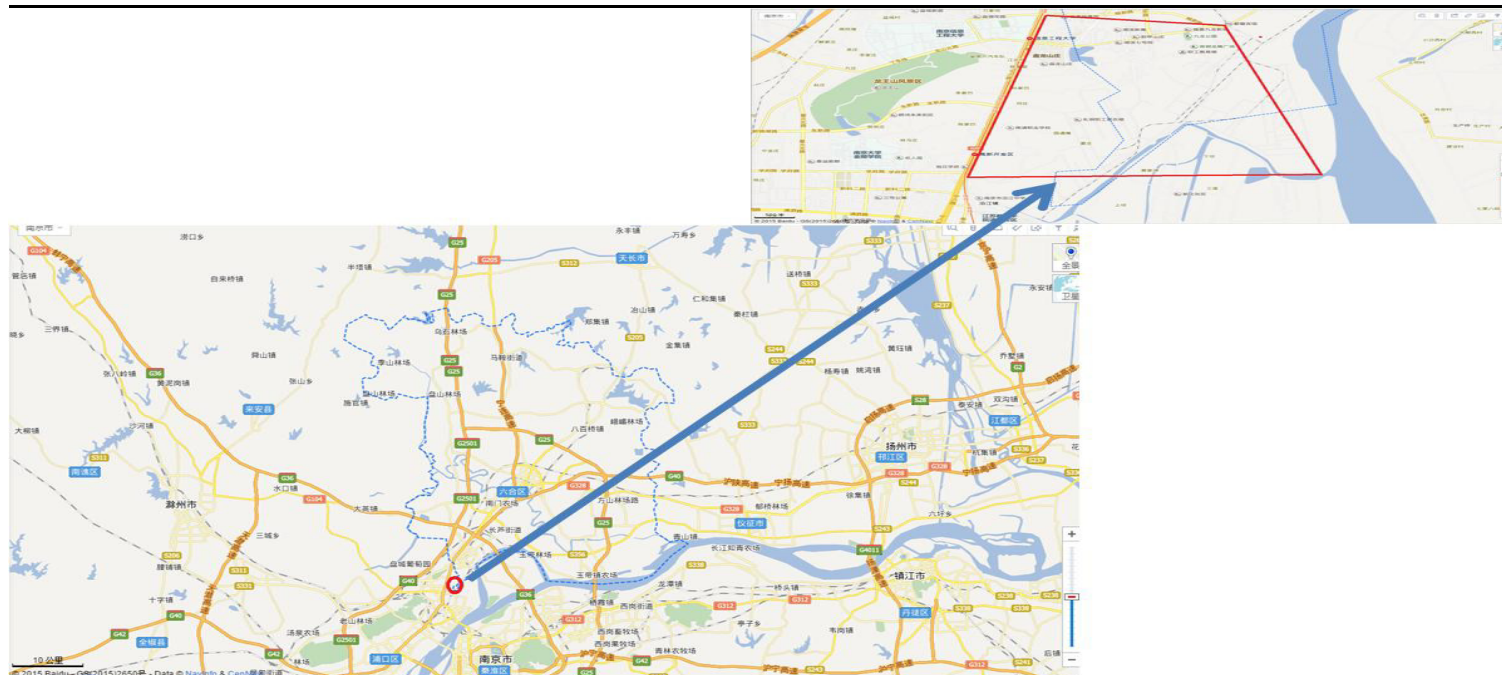
南京江北新区总体布局图



资料来源：南京市政府网站，信达证券研发中心整理

公司厂区位于两大新区交汇处，占尽江北新区地理位置优势。按照此次江北新区规划，公司厂区坐落于浦口与六合两区交汇之处，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。

图 16：南钢股份厂区所处地理位置



资料来源：百度地图，信达证券研发中心整理

短期内---江北新区建设为公司钢材产品销售拓宽市场；

江北新区正式落地，基础设施投资建设先行。2015年12月3日在南京市“十三五”发展商机(北京)推介会上，共签约项目55个，预计总投资超过3000亿元。3000亿的投资大蛋糕中，江北新区占了2000亿，占总投资额的62%。其中江北新区管委会的7个项目投资1500亿，占总投资的46%。这次签约的江北新区项目中，大多数是基础设施项目，包括江北新区新型城镇化建设及产业发展项目，具体围绕新型城镇化、先进制造业和新兴产业展开合作；土地整理、市政工程等基础设施项目，包括合作开展地下空间开发等重大基础设施建设、大型公共服务设施建设、国家新型城镇化试点等；中德创新产业合作示范基地建设项目，包括建设中德健康医疗集群及中德先进制造业园区等。

发挥地理位置优势，公司或将成为江北基础设施建设钢材供应主力军。今年6月江北新区获得国务院批复，12月开始基础设施建设项目签约。按此进度我们预计，未来3-5年内江北新区将有一批包含新型城镇化建设、科技创新产业园区等建设项目陆续开工。届时，作为江北新区内的唯一一家钢铁企业，南钢股份在产品种类、物流运输以及地区影响力中的优势将会凸显。我们预计，江北基础设施建设项目的逐步推进将在短期内拉动公司的钢材产品销售。

中长期---江北新区倒逼企业转型

传统钢铁行业低迷，公司提出“钢铁+节能环保”模式。作为“复星系”旗下的钢铁平台，早在2015年3月南钢股份就发布设立节能环保投资控股公司的公告。投资5亿元人民币设立了全资子公司江苏金凯节能环保投资控股有限公司，经营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。公司旨在将金凯节能环保打造成为节能环保项目的“管理平台”、“融资平台”、“创新平台”，建立节能环保专业化运营公司，并购境内外优质节能环保资源，为相关行业提供节能环保产品解决方案和服务。

通过收购海外节能环保基金，金凯节能环保完成第一笔环保资产注入。2015年4月29日，南钢股份全资子公司金凯节能环保完成了对于FID(II)(HK)100%股权收购的关联交易。

关联交易情况：FID(II)(HK)Limited为Fidelidade的全资子公司。Fidelidade与南钢股份的实际控制人均为郭广昌。

收购资产情况：FID II(HK)的主要资产包括ACE Investment Fund LP(以下简称“ACE投资基金”)50%财产份额、ACE GP 50%股权及ACE MANCO 50%股权。ACE投资基金是由上海复星高科技(集团)公司(以下简称“复星集团公司”)、中国长江三峡集团公司(以下简称“三峡集团公司”)和易方达基金管理有限公司(以下简称“易方达基金”)三方共同商议发起成立的境外清洁能源基金。由于基金发起方之一中国长江三峡集团公司的全资子公司---中水电国际为葡萄牙电力公司(EDP)的第一大股东，ACE投资基金的主要投资方向为EDP旗下优质资产项目及其他与EDP相关的清洁能源项目。本次收购的具体资产为ACE ASIA拥有的葡萄牙电力投资咨询有限公司(EDP ASIA)50%股权，EDP ASIA主要资产为澳门电力股份有限公司21.2%的股权。

公司转型时机与江北新区未来规划不谋而合。根据2015年7月20日《国家发展改革委关于印发南京江北新区总体方案的通知》未来十年江北新区将建设成为“一带六区三走廊”的城市副中心模式。其中，“沿江经济带”的发展将适时启动区域内重工业搬迁改造。同时，依托浦口、六合经济开发区，重点发展轨道交通、汽车机车、电力电气、智能装备等高端制造业。并依托南京高新区，以软件产业片区、生物医药谷、先进制造业基地等为载体，发展软件与信息服务、生物医药、卫星导航产业、先进制造业四大主导产业。此外，科学划定城市开发边界，推进老城区功能重组，加强城市基础设施和公共服务设施建设，统筹地上地下基础设施布局，推进地下综合管廊建设。同时，不断改善区域环境质量，保持生态功能稳定，逐步形成功能明确、错位发展的宜居宜业宜商的新城区也成为了江北新区建设的主要任务。我们认为，未来江北新区建设的不断推进，将会倒逼区域内重污染、高耗能企业转型。南钢股份能够在此之前提出“钢铁+环保”的转型模式并付诸实践，可谓与江北新区未来规划不谋而合。

中长期---江北新区建设带来厂区土地升值

我们认为，由于南钢股份厂区地处浦口、六合经济开发区以及南京高新区的交汇处，根据《国家发展改革委关于印发南京江北新区总体方案的通知》中规划的未来该片区内轨道交通、汽车机车产业园以及软件、生物医药、卫星导航产业中心的建设将提升南钢股份厂区土地价值。届时，由于产业升级以及环保等方面的原因，公司的钢铁产能预计将面临搬迁、剥离，而厂区土地或将能够通过出售或租赁的方式获得收益。

“另辟蹊径”打造钢材尾货电商平台

钢材尾货电商平台挂牌新三板。2015年11月19日，由南钢股份及其全资子公司南京南钢产业发展有限公司共同出资打造的江苏金贸钢宝电子商务股份有限公司正式挂牌新三板。

拥抱“互联网+”，打造国内钢材尾货电商“第一家”。南钢股份以自身钢厂板材、线材等产品生产中的尾货、钢材余料为产品，通过互联网进行打包销售。相比于国内传统钢贸电商平台的普钢成材销售，钢材尾货销售填补了国内钢贸行业的一项空白，整合了原本零散、分散的钢材尾货市场。同时，为以钢材尾货为加工原材料的制造业企业提供了从采购、结算到运输的标准化平台。并且，此举还提升了原本作为废钢进行销售的钢材尾货的销售价格，从而使得公司获得更大的利润空间。

图 17：金贸钢宝现货交易平台主页



资料来源：金贸钢宝官网，信达证券研发中心整理

盈利预测与估值

基本假设和盈利预测

1. 公司未来三年内钢铁量维持在 1000 万吨/年;
2. 江北新区建设按照发改委规划进行;
3. 未来三年钢材价格继续下跌;

表 2: 未来三年产品产量与价格预测

产品与产量	2015	2016	2017
板材			
产量 (万吨)	400	400	400
价格 (元/吨)	2430	2187	1968.3
营业收入 (万元)	972000	874800	787320
棒材			
产量 (万吨)	200	200	200
价格 (元/吨)	2500	2250	2025
营业收入 (万元)	500000	450000	405000
线材			
产量 (万吨)	50	50	50
价格 (元/吨)	1900	1710	1539
营业收入 (万元)	95000	85500	76950
带钢			
产量 (万吨)	50	50	50
价格 (元/吨)	2250	2025	1822.5
营业收入 (万元)	112500	101250	91125
型钢			
产量 (万吨)	30	30	30
价格 (元/吨)	2550	2295	2065.5
营业收入 (万元)	76500	68850	61965

资料来源: 信达证券研发中心预测

表 3: 公司主要产品毛利率预测

毛利率	2015	2016	2017
板材	6%	10%	10%
棒材	3%	5%	8%
线材	6%	8%	8%
带钢	7%	7%	9%
型钢	8%	8%	7%

资料来源: 信达证券研发中心预测

相对估值与投资评级

由于目前江北新区规划建设、公司环保转型、金贸钢宝电商平台均处于初始阶段, 其对企业的收入影响尚无法估算, 因此我们仅对于公司目前的钢铁传统业务进行估值。同时, 由于目前钢铁行业上市公司 70%处于亏损状态, 传统 PE 相对估值存在一定困难。因此, 我们选取 PB 估值法对于公司钢铁业务进行估算。

按照我们预计, 2016 年公司每股净资产 2.06 元。南钢股份上市以来所有交易日 PB 均值 1.94 倍, 但考虑到公司目前亏损, 我们保守给予公司 1.5 倍 PB, 预测公司 2016 年合理价格 3.09 元/股。给予“持有”评级。

表 4: 钢铁行业可比上市公司相对估值

证券代码	证券简称	收 盘 价 (元)	EPS			PE			PB	
			2015	2016	2017	市盈率 PE(TTM)	PE 2015	PE 2016	PE2017	市净率 PB
000709.SZ	河北钢铁	3.14	0.06	0.06	0.08	47	52	47	40	0.8
000717.SZ	韶钢松山	5.18	-0.85	0.01	0.02	-5	-6	851	304	5.0
000761.SZ	本钢板材	5.88	0.06	0.09	0.12	95	93	71	55	1.3
000778.SZ	新兴铸管	6.72	0.14	0.19	0.29	53	47	39	22	1.4
000825.SZ	太钢不锈	4.04	-0.05	0.06	0.12	-26	-67	69	37	0.9
000898.SZ	鞍钢股份	4.63	-0.22	0.01	0.09	-38	-22	-638	66	0.7
000906.SZ	物产中拓	15.70	0.21	0.30	0.40	87	71	53	39	5.5
000932.SZ	华菱钢铁	3.00	-0.05	0.07	0.18	-8	-24	30	15	0.9
000959.SZ	首钢股份	3.66	-0.07	0.04	0.05	-38	-51	102	77	0.8
002110.SZ	三钢闽光	6.73	-0.66	0.06	0.14	-6	-10	109	48	1.5
600005.SH	武钢股份	3.47	-0.12	0.02	0.10	-68	-96	31	17	1.0
600010.SH	包钢股份	3.74	-0.05	0.01	0.03	-103	-68	538	132	6.3

600019.SH	宝钢股份	5.51	0.24	0.41	0.48	30	20	14	11	0.8
600022.SH	山东钢铁	3.03	-0.07	0.01	0.02	-22	-46	380	146	2.2
600126.SH	杭钢股份	7.69	-0.07	0.22	0.28	-16	-117	35	28	2.0
600231.SH	凌钢股份	6.45	-0.16	0.03	0.04	-13	-41	221	157	2.8
600307.SH	酒钢宏兴	3.91	-0.41	-0.06	0.01	-7	-9	-18	-32	1.5
600569.SH	安阳钢铁	2.99				-6				1.0
600581.SH	八一钢铁	8.27	-1.30	0.10	0.13	-3	-6	83	63	5.4
600782.SH	新钢股份	5.51	-0.15	0.02	0.08	296	-42	333	43	1.0
600784.SH	鲁银投资	8.78				388				3.3
600808.SH	马钢股份	3.19	-0.32	-0.01	0.04	-12	-12	-53	80	1.1
601003.SH	柳钢股份	4.20	-0.53	0.01	0.04	-11	-8	408	103	2.0
600282.SH	南钢股份	3.14	0.04	0.07	0.09	-32	-161	35	23	1.4
行业均值										2.1
中值										1.4

资料来源: wind,信达证券研发中心整理 注: EPS 取自 wind 一致预期

风险因素

1. 国内钢铁行业下游需求进一步下滑;
2. 南京江北新区建设进度不达预期;
3. 钢材产品价格进一步下降;
4. 企业环保转型不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	11,143.60	12,657.32	10,384.58	11,490.92	11,687.91
货币资金	2,751.67	4,920.61	3,311.75	5,117.06	6,588.99
应收票据	1,035.91	2,310.11	1,927.95	1,735.15	1,368.06
应收账款	546.09	694.06	595.96	536.37	422.89
预付账款	402.51	188.86	232.77	203.10	158.51
存货	4,158.99	3,924.94	3,697.42	3,280.52	2,530.73
其他	2,248.43	618.73	618.73	618.73	618.73
非流动资产	25,567.12	26,880.38	26,647.72	24,049.63	21,637.91
长期投资	708.31	338.94	338.94	338.94	338.94
固定资产	13,945.83	22,325.24	24,102.73	21,535.29	19,152.36
无形资产	934.40	924.89	453.61	418.30	384.74
其他	9,978.58	3,291.30	1,752.45	1,757.10	1,761.87
资产总计	36,710.72	39,537.69	37,032.30	35,540.56	33,325.82
流动负债	20,595.87	23,829.49	21,730.52	20,215.22	17,914.08
短期借款	8,550.65	7,789.09	7,789.09	7,789.09	7,789.09
应付账款	5,218.33	6,099.84	5,345.47	4,664.02	3,640.05
其他	6,826.89	9,940.56	8,595.96	7,762.11	6,484.94
非流动负债	7,833.75	7,136.01	7,136.01	7,136.01	7,136.01
长期借款	1,286.12	531.27	531.27	531.27	531.27
其他	6,547.63	6,604.74	6,604.74	6,604.74	6,604.74
负债合计	28,429.62	30,965.50	28,866.53	27,351.22	25,050.08
少数股东权益	7.21	13.86	13.28	13.30	13.38
归属母公司股东权益	8,273.89	8,644.65	8,152.50	8,176.03	8,262.35
负债和股东权益	36710.72	39624.01	37032.30	35540.56	33325.82

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26,822.51	27,885.48	25,096.93	22,587.24	17,808.67
同比	-16.26%	3.96%	-10.00%	-10.00%	-21.16%
归属母公司净利润	-618.45	291.93	-603.19	23.54	86.32
同比	10.18%	-147.20%	-306.62%	-103.90%	266.79%
毛利率	5.26%	9.39%	5.30%	8.19%	9.12%
ROE	-7.25%	3.45%	-7.18%	0.29%	1.05%
每股收益(元)	-0.16	0.07	-0.15	0.01	0.02
P/E	-	43	-	535	146
P/B	1.52	1.46	1.55	1.54	1.52
EV/EBITDA	17.64	5.17	36.86	3.40	3.28

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	26,822.51	27,885.48	25,096.93	22,587.24	17,808.67
营业成本	25,410.72	25,267.01	23,767.55	20,737.62	16,184.73
营业税金及附加	85.63	98.05	88.72	79.84	62.95
营业费用	366.05	491.19	420.85	378.77	298.63
管理费用	880.20	902.30	798.22	718.40	566.41
财务费用	856.17	863.03	670.29	697.80	666.93
资产减值损失	510.24	107.13	103.37	68.25	57.59
公允价值变动收益	-79.87	-341.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	219.34	476.21	4.40	4.40	4.40
营业利润	-1,032.17	237.61	-747.67	-89.04	-24.18
营业外收入	118.71	147.56	109.43	125.23	127.41
营业外支出	11.91	9.96	13.55	10.76	9.95
利润总额	-925.37	375.21	-651.79	25.43	93.28
所得税	-306.79	82.93	-48.02	1.87	6.87
净利润	-618.58	292.28	-603.77	23.56	86.41
少数股东损益	-0.13	0.35	-0.58	0.02	0.08
归属母公司净利润	-618.45	291.93	-603.19	23.54	86.32
EBITDA	861.92	2,545.27	359.78	3,876.75	4,018.73
EPS (摊薄)	-0.16	0.07	-0.15	0.01	0.02

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	2,987.75	3,774.02	-1,037.82	3,035.93	2,969.91
净利润	-618.58	292.28	-603.77	23.56	86.41
折旧摊销	1,048.79	1,340.43	257.14	3,096.88	3,171.02
财务费用	738.50	829.63	754.43	754.43	754.43
投资损失	-219.34	-476.21	-4.40	-4.40	-4.40
营运资金变动	2,091.53	1,495.10	-1,538.47	-884.59	-1,083.79
其它	-53.16	292.80	97.25	50.05	46.25
投资活动现金流	-4,067.93	-822.88	-14.28	-476.19	-743.55
资本支出	-4,116.24	-2,649.21	-18.68	-480.59	-747.95
长期投资	561.61	1,824.62	4.40	4.40	4.40
其他	-513.31	1.71	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	361.73	-2,330.65	-556.76	-754.43	-754.43
吸收投资	0.00	6.30	197.67	0.00	0.00
借款	970.13	-2,052.18	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	931.49	909.42	754.43	754.43	754.43
现金净增加额	-726.09	612.88	-1608.86	1805.31	1471.93

有色金属与钢铁小组简介

范海波，CFA，高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验。2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

李沁，有色金属行业研究助理。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1 年财务会计工作经验。2015 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。