

南钢股份 (600282)

公司研究/深度报告

受益于中厚板高景气，业绩有望持续增长

深度研究报告/钢铁

2018年03月13日

报告摘要：

● 2017年盈利增逾8倍，反弹至历史高点，经营持续向好

公司是国内单体最大的中厚板生产企业，年产近 1000 万吨钢材，以精品中厚板和优特钢长材为主导产品，产能分别约 480、460 万吨，分别贡献营收 47%、37%。“十二五”期间完成设备提档升级后，80 万吨特钢技改项目达到世界先进水平，所产高附加值棒材，毛利率达 20%，巩固了公司在中高档长材生产领域的地位；镍系中厚板市场占有率稳居全国第一。“十三五”时期，公司钢铁总量会逐渐缩减，主要目标是把产品做精。2017 年受益行业景气度，降本提效，公司盈利增逾 8 倍，反弹至历史高点；若剔除非经常因素影响，后期盈利有望继续提升。

● 华东地区中厚板及长材需求升温，产能减量腾出市场空间

公司坐落于长三角地区，交通便利，经济发达、工业基础雄厚，是国内最主要的钢材消费区域。竞争实力较强，已与华东地区重要机械、造船及石油企业建立稳定的合作伙伴关系。目前 74% 的营收来源于华东地区，其中江苏占比高达 48%。公司主要竞争对手济钢近 450 万吨中厚板产能因搬迁日照基地尚未投产，华东地区中厚板供给偏紧；但造船、工程机械复苏，“十三五”管网建设，风电、核电大力推进，带动需求持续升温；预期中厚板价格将继续上涨，公司中厚板方面的盈利也将随之增长。长材方面，华东地区需求支撑稳定，预计将保持较高的基建投资水平，其中江苏省 2017 年公铁水空交通建设投资突破 1100 亿元，创历史新高，2018 年，将着力由交通大省向交通强省转变，推进江北新区建设；2017 年，江浙沪房地产开发投资额、房屋新开工面积和本年购置土地面积增速是全国 4 倍，叠加棚改及租赁住房拉动，2018 年依然在开工及建设周期内，预计江浙沪地区房地产市场用钢需求有保证；江苏省是地条钢、中频炉等低端产能聚集区，过剩产能减量将腾出市场空间；短期来看，预期春季需求爆发时长材价格会有一定程度的上涨，长期幅度收敛，公司长材方面的盈利有保证。

● 发力“三元”产业，培育新的利润增长点

公司是行业转型升级的领跑者。2016 年，提出“一体三元”发展战略，以能源环保、新材料、智能制造为方向，构建“钢铁+新产业”双主业的发展格局。2017 年务实布局，收购参股动作频繁。目前能源环保转型项目团队 110 人（复兴占近 70 人），是复兴规模最大的团队；且复星国际智能装备、公用事业两位资深负责人已加入南钢董事会。复星系拥有丰富的资本运作经验，南京钢联另一大股东新工集团旗下 100 多家核心企业的丰富资源，均可对接助力转型发展。董事长黄一新表示：5 年之内，新兴产业年销售收入将超过主业，达到 600 亿元左右，利润达到 20 亿左右。公司或将迎来跨越式发展，成为复星旗下有关能源环保、新材料以及智能制造相关资产的主要上市平台，成长和估值空间也将随之逐步打开。

● 募资降杠杆，资产结构逐步优化

2017 年以来，公司债转股 37.5 亿元（首单民企债转股）、非公开发行 17.88 亿元，通过多种方式募资，负债率由 2016 年 80.19% 高点下降至 2017 年的 58.77%，未来还有资产证券化不超过 2.5 亿元，及非公开发行不超过 20 亿元的公司债募集资金到账，资金充裕、资产结构持续优化。

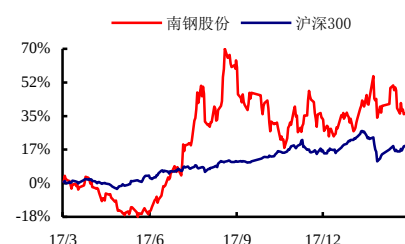
强烈推荐 首次评级

当前价格： 5.12 元

交易数据 2018-3-13

收盘价（元）	5.12
近 12 个月最高/最低	6.41/3.09
总股本（百万股）	4,409
流通股本（百万股）	3,876
流通股比例（%）	87.91
总市值（亿元）	226
流通市值（亿元）	198

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号： S0100117110078

电话： 010-85127433

邮箱： zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

1. 南钢股份 (600282)：升级主业，拓展非钢领域，实现“钢铁+节能环保”的转型模式

2. 南钢股份(600282)调研简报：低 PB 彰显强防御性，金融投资望成亮点

● 盈利预测与投资建议

未来，公司长材方面用钢需求有保证，中厚板供需紧张、价格将上涨，看好公司盈利的持续性，预计公司2018-2020年的EPS分别为1.03元、1.08元、1.12元，对应的PE分别为5.0倍、4.8倍、4.6倍。公司PE处于历史低点，低于可比公司及行业均值，且低于大部分可比公司；PB在此轮周期中亦处于较低水平，且低于可比公司及行业均值。首次覆盖，给予强烈推荐的评级。

● 风险提示

需求大幅下降，原燃料价格大幅增长。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	37,601	40,270	44,015	47,757
增长率（%）	55.5%	7.1%	9.3%	8.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,040	4,552	4,751	4,935
增长率（%）	759.4%	49.7%	4.4%	3.9%
每股收益（元）	0.79	1.03	1.08	1.12
PE（现价）	6.5	5.0	4.8	4.6
PB	2.0	1.4	1.1	0.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、江苏优势钢企，“一体三元”共发展	4
1、兼具国企民企优势，复星系引领迈向“钢铁+新产业”	4
2、加大研发力度，产品逐步迈向高端	5
3、面向华东，板材、长材平分秋色	8
4、资产结构改善，2017 年盈利增逾 8 倍、反弹至历史高点	11
二、华东中厚板供给偏紧，需求持续升温	12
1、供给持续收缩，价格上涨明显	12
2、华东地区是我国最大的中厚板消费市场，近年需求急剧放大	14
(1) 造船复苏，豪华游轮前景广阔	14
(2) 工程机械复苏后，销量高速增长，需求热度持续	16
(3) “十三五”将推进石油天然气管网建设，项目已落地	16
(4) “十三五”风电、核电迎发展，华东权重重大	17
三、华东长材需求支撑稳定，低端产能减量腾出市场空间	19
1、地条钢及中频炉出清，去产能效果显著	19
2、基建与房地产增速尚稳	20
(1) 政策支撑，基建投资增速稳中可期	21
(2) 2018 年房市有压，寄托棚改+租赁机制建设	24
四、发力“三元”产业，培育新的利润增长点	25
1、加快布局节能环保领域	26
2、稳步前进，深入智能制造	27
(1) 依托金恒科技，深探冶金机器人领域	27
(2) “JIT+C2M”智能定制配送独具特色	28
3、开拓高端新材料—制造领域新动能	29
五、盈利预测与投资建议	30
插图目录	34
表格目录	35

一、江苏优势钢企，“一体三元”共发展

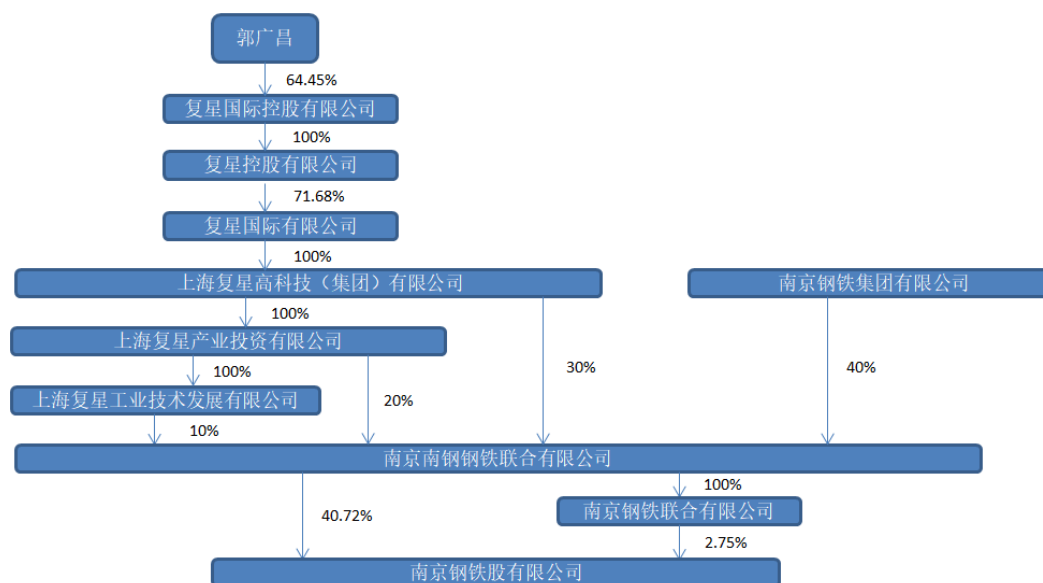
1、兼具国企民企优势，复星系引领迈向“钢铁+新产业”

南京钢铁厂始建于 1958 年，于 1996 年公司制改造为南京钢铁集团。1999 年，南钢集团投入部分钢铁资产设立南钢股份，于 2000 年在上交所上市。

2003 年，南钢集团三联动改革，与“复兴系”三家公司复星集团、复星产业投资和广信科技，合资成立南京钢铁联合有限公司，持股分别为 40%、30%、20%、10%。南钢联合持有南钢股份 70.95% 的股权，成为控股股东。2005 年，广信科技将所持南京钢铁联合有限公司 10% 股权转让予复星工业发展有限公司。2009 年，南钢集团、复星集团、复星产业投资和复星工业发展共同出资设立南京钢联联合有限公司，出资比例分别为 40%、30%、20%、10%；7 月，以其合计持有的南钢联合 100% 股权对南京钢联进行增资，南京钢联因此持有南钢联合 100% 股权。2010 年，南钢股份向南京钢联发行股份购买资产，南钢钢铁主业实现整体上市。

截至 2017 年底，南京钢联持股最多为 40.72%，第三大股东南京钢联持股 2.75%。南京钢联是南钢联合的唯一股东，南京钢联直接和间接持股 43.47%，是控股股东。南钢集团持有南京钢联 40% 的股权，为南京钢联的第一大股东。复星系 3 家公司合计持有南京钢联 60% 的股权，公司实际控制人为郭广昌。

图 1：股权结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司融合了国有企业与民营企业的优势，兼具组织优势和机制优势；坚持改革创新，快速影响市场、服务用户；实行业务部制改革，优化组织管理，提高运营效率，注重提升企业整体的价值创造力。

公司是行业转型升级的领跑者。2016 年，公司提出“一体三元”的发展战略，即在做强钢铁本体、提升钢铁业务竞争力的同时，持续推进以能源环保、新材料、智能制造为方向的

新产业转型升级，努力构建“钢铁+新产业”双主业的全新发展格局。2017 年着重务实布局，能源环保转型项目团队 110 人中，复兴占近 70 人，是复兴规模最大的团队，第二大团队是医药团队约 40 人；且复星国际智能装备、公用事业两位资深负责已加入南钢董事会。南钢集团董事长黄一新表示：“十三五”时期，在主业方面，公司钢铁总量会逐渐缩减，主要目标是把产品做精；5 年之内，新兴产业年销售收入超过主业，达到 600 亿元左右，利润达到 20 亿元左右。

2、加大研发力度，产品逐步迈向高端

钢铁产业方面，公司系国内单体最大的中厚板生产企业，拥有南京和宿迁两个钢铁产品生产基地，从铁矿石采选、炼焦、烧结、球团、炼铁、炼钢（含精炼）到轧钢（含热处理）的生产工艺流程完备。主要装备于“十二五”期间实现大型化、现代化和信息化的转型发展结构调整改造，板材和特钢长材两大钢材生产系统及其配套的炼铁和炼钢设施均实现提档升级。目前具备年产 900 万吨铁、1000 万吨钢和 940 万吨钢材的综合生产能力。2017 年，生铁、粗钢、钢材产量分别为 919.90 万吨、984.88 万吨、878.22 万吨，同比分别增长 4.57%、9.33%、5.46%。

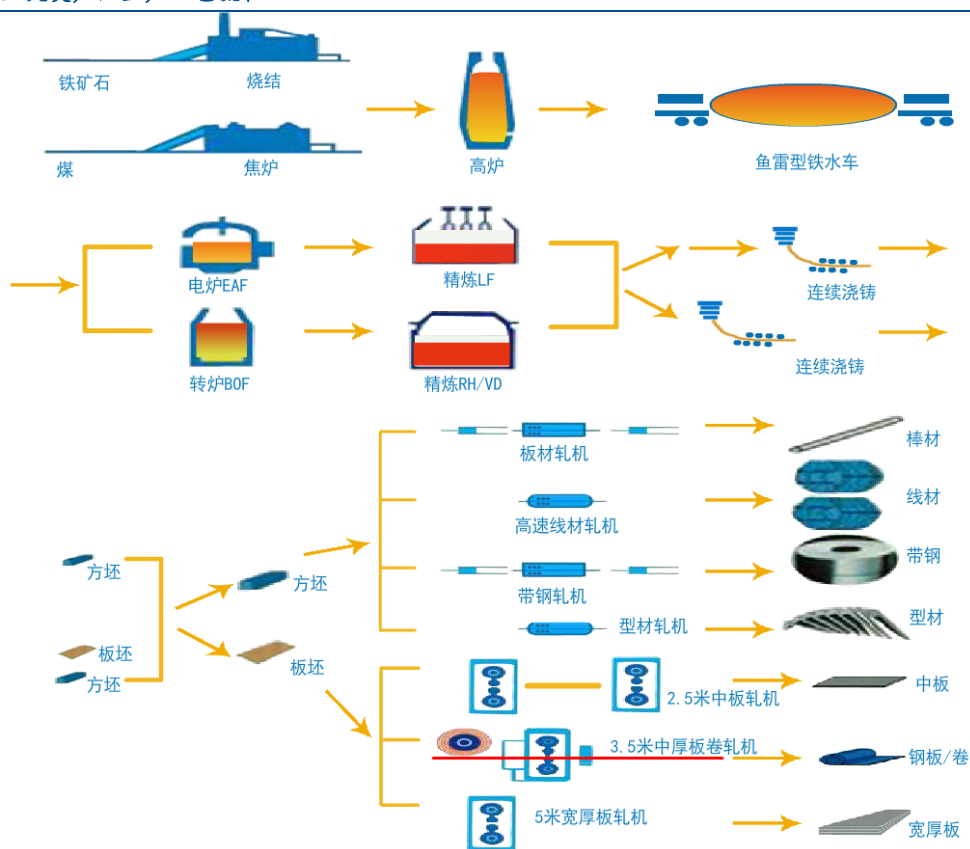
表 1：公司主要轧钢产线

轧钢产线	年生产能力
3 台板材轧机	480 万吨
4 台棒材轧机	295 万吨
1 台高速线材轧机	65 万吨
1 台特殊带钢轧机	60 万吨
宿迁鑫鑫型钢	40 万吨

资料来源：公司官网，民生证券研究院

钢材产品包括宽中厚板（卷）、棒材、线材、带钢、型钢五大类近 300 个钢种、一万余个品种规格的产品系列，以精品中厚板和优特钢长材为主导产品，其中镍系中厚板市场占有率稳居全国第一；特殊输油气管线钢、石油钻探及储备用钢、LNG 储运用钢、造船及海洋工程、高速铁路、电力用钢、汽车用钢、桥梁等处于国内领先水平。产品广泛用于轨道交通、船舶海工、工程机械、汽车、石油石化、桥梁建筑、新能源（风电、水电、核电）等领域，西气东输管线、北京奥运会主体育场、美国旧金山新海湾大桥、阿联酋迪拜世界跑马场等国内外标志性工程。

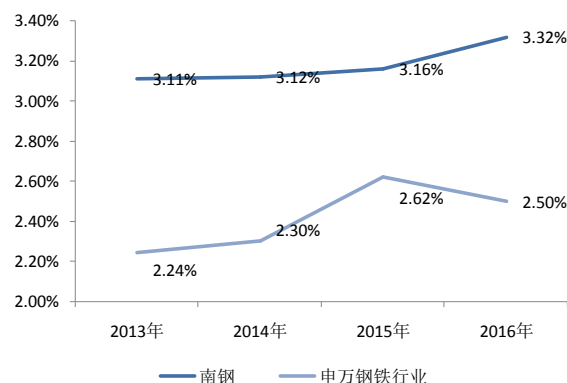
图 2：五大类产品生产工艺流程



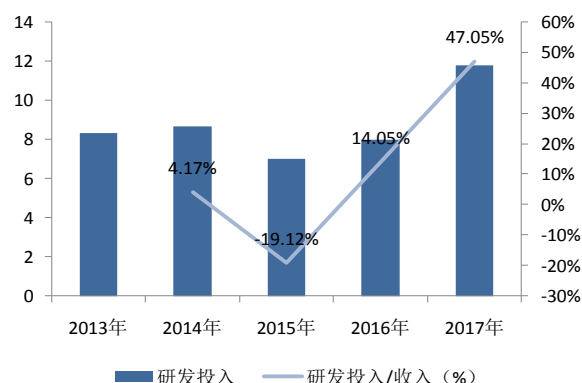
资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司注重以科技创新驱动产业发展，建立“产销研用+服务”一体化的研发创新体系，拥有国家级检测中心、省级企业技术中心、江苏省企业院士工作站、江苏省船舶用钢工程技术研究中心、江苏省高端钢铁材料重点实验室等技术中心；截至 2017 年末，拥有专利 630 项，其中发明专利 293 项。拥有技术、研发相关人员 942 人，其中研究员级高级工程师 52 人、高级工程师 350 人、博士 29 人、硕士 186 人、外籍专家 1 人，留学归国人员 10 人。

2013-2017 年研发投入占收入比重均在 3.1%以上，高于行业平均水平。2017 年研发支出 11.79 亿元，同比增长 47%，主要用于研发装备提升研发、新材料研发、863 课题研究、适度前瞻性新产品研发等。

图 3：研发投入占收入比重持续维持在 3.1% 以上


资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：近两年研发投入增速大幅增长


资料来源：wind，民生证券研究院

2017 年，公司成功试制双相不锈钢、超级不锈钢、殷瓦钢、纯镍、高镍合金等 5 大类材料、8 个牌号的板材及卷材，成功开发 6-7.5mm 镍基不锈钢 K93600、N02201 合金卷、N08825 合金卷，超低碳、超低屈服点抗震软钢，国内首创用于替代 Q345 和 60kg 水电钢的 Q460 级低裂纹敏感性钢板，完成了 24mm100kg 高级别水电用钢的研发试制。

表 2：2017 年科技创新项目

创新项目	所获奖项
1 热轧板带钢新一代控轧控冷技术及应用	“2017 年国家科技进步奖二等奖”
2 高品质系列低合金耐磨钢板研发与工业化应用	中钢协、中国金属学会“冶金科学技术一等奖”、“中国钢铁工业产品开发市场开拓奖”
3 油气输送用特殊环境管线钢工艺技术开发与应用	江苏省科学技术二等奖
4 “低合金高强度耐磨钢板 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”、“大型起重机吊臂用超高强度结构用钢 Q1300E”	4 个产品通过江苏省经信委组织的新产品鉴定，其中 2 个产品达到国际领先水平，1 个产品达到国际先进水平
5 参与“国家级储罐用国产 9Ni 钢研制及工程技术应用”项目和“工业强基工程——9Ni 钢研发及产业化”	通过专家鉴定，整体技术达到国际先进水平
6 “海洋平台用高锰高强中厚板研发”国家 863 计划课题	获得重大进展

资料来源：公司年报，民生证券研究院

2015 年 9 月，公司与上大恒精热处理技术有限公司共同出资设立江苏南钢通恒特材科技有限公司，持股约 30%。通恒特材专业从事精品棒、线材等热处理加工的企业，其主要产品是对钢材连续调质、旋风切削并进行高精度辊光等加工，可以大大提高钢材的强度和使用寿命，主要用于精度和强度高的零部件加工。目前公司生产能力 2 万吨/年，未来将拓展至 10 万吨/年。强强联合之下，正努力建成全国一流的棒、线材热处理加工企业。

公司战略持股通恒特材，长期合作关系利于提升工艺技术和质量，使产品品种结构持续优化。2017 年，特钢新产品及新用户开发工作有效开展，已与 137 家新客户建立合作关系，共销售新产品 42 万吨，同比增长 30%。具体来讲，板材产品中优特钢销量占比达到 85% 以上，原油储罐用板、Q390 以上级别高强钢、工程机械用钢、油气储罐用钢、超高强钢、耐磨钢、管线钢、复合板、钛板等高附加值产品显著放量；345MPa-500MPa 级高强耐候桥梁钢实现不同交货状态需求的品种全覆盖，为客户提供一站式耐候桥梁钢的服务方案；开发双相不锈钢复合板、马氏体不锈钢复合板等产品，全年销售不锈钢复合板 1.22 万吨，中标五峰山

长江大桥用不锈钢复合板 2237 吨, 创复合板在桥梁钢领域应用新高; 为首次配置国产液货罐的浮式储存再气化装置 (FSRU) 独家提供 1905 吨低屈强比 9Ni 钢。长材产品中优特钢销量占比达到 60% 以上, 已与国际知名的全球八大轴承制造商建立了轴承钢合作关系, 汽车钢进入主流品牌整车厂, 高标轴承、弹簧、汽车用钢等特钢销量同比增加 30%。2017 年 11 月, 公司间接控股的南京钢铁有限公司公布的 80 万吨特钢技改项目是“十二五”转型发展的重点项目之一, 也是棒材厂的生命工程。产品包括: 合金结构钢、轴承钢、管坯钢、弹簧钢、轴承钢、高铁刹车盘用钢等号段产品。该生产线产品定位是生产高精度、高质量、高附加值的产品, 达到世界先进水平, 巩固南钢在中高档长材生产领域的地位。

表 3: 2017 年高端产品应用领域

领域	高端产品突破
海工	高强海工板被应用于“蓝鲸一号”、“蓝鲸二号”超深水双钻塔半潜式可燃冰钻井平台
核电	高端核电钢被中国拥有自主知识产权的世界先进的第三代核电工程“华龙一号”机组采用作为关键部位用钢, 该机组将成为福清核电站及防城港核电站的重要组成部分
建筑桥梁	免涂装耐候桥梁钢独家供货国内首座免涂装耐候铁路钢桥—川藏线拉林铁路藏木雅鲁藏布江特大桥
交通运输	弹簧钢制成的高速铁路扣件, 跟随国家高铁建设脚步, 被应用于包括京津城际、京沪、武广及其延长线在内的 17 条高铁线工程
电力	高端电力角钢助力目前世界上电压等级最高、输送容量最大、输送距离最远、技术水平最先进的特高压输电工程——±1,100 千伏准东—华东 (皖南) 特高压直流输电工程
能源	高端低温钢被俄罗斯亚马尔液化天然气项目所采用, 该项目位于北极圈内的极寒地带, 为“一带一路”倡议下中俄合作的首个海外特大型项目, 同时也是目前全球最大的液化天然气项目

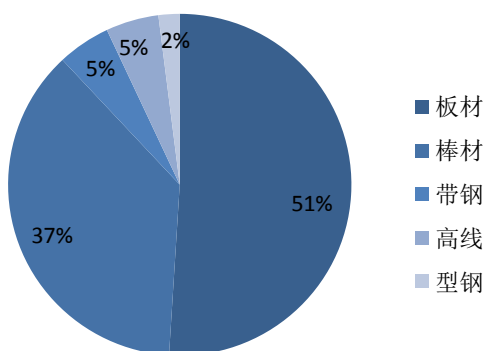
资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

同时, 公司践行“高效率生产低成本制造理念”, 以为用户服务为主导思想, 加快产品营销和服务的信息化建设, 特钢客户管理 CRM 系统开发取得重大进展, 系统具备了线上客户信息管理、线上新客户开户、线上自动保值、退差结算以及线上询单等功能, 以客户为中心的销售信息化得到了显著提升。

3、面向华东, 板材、长材平分秋色

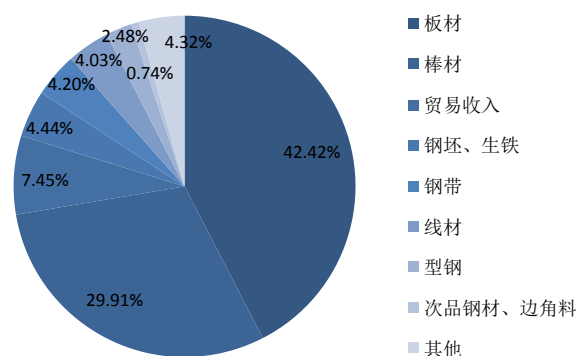
公司拥有 480 万吨、460 万吨的板材、长材产能, 中厚板产量全国前三, 板材、长材分别贡献营收约为 47%、37%, 分别贡献约 50%、42% 的毛利。其中, 棒材由于包含特钢棒材高端产品, 毛利率最高, 达到 20%, 其次为板材 17.33%。

图 5: 长材、板材产量各半

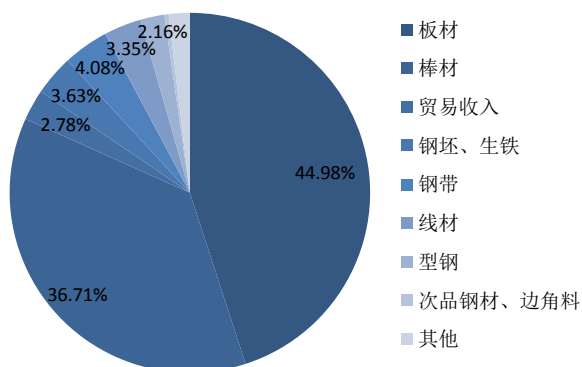


资料来源: wind, 民生证券研究院

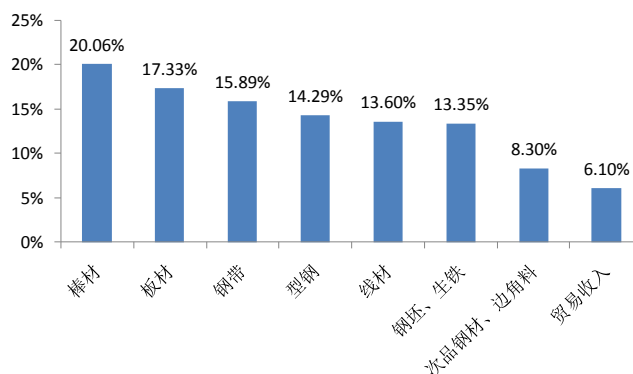
图 6: 板材、棒材贡献近 84% 的营收



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7：板材、棒材贡献近 91%的毛利


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：棒材毛利率最高


资料来源：wind，民生证券研究院

公司产品品种结构优化。2017 年，板材产品中优特钢销量占比达到 85%以上，长材产品中优特钢销量占比达到 60%以上。耐候桥梁钢强度级别、不同交货状态需求实现全覆盖；轴承钢、弹簧钢、非调质钢、汽车冷镀锌合金结钢、齿轮钢、原油储罐用板、Q390 以上级别高建钢、工程机械用钢、油气储罐用钢、超高强钢、耐磨钢、管线钢、复合板、钛板等高附加值产品显著放量。

表 4：详细产品结构

板块	品种	用途	2017 年销量(吨)	占板块比重 (%)	占总量比重 (%)
精品中厚板	结构钢	高层建筑，机械制造	1356787.37	30.25%	15.53%
	能源用钢	石油、天然气输送管道，水电站、核电站	736875.26	16.43%	8.44%
	船舶与海工钢	船舶、海洋平台及近海设施	635731.53	14.17%	7.28%
	普板	工程结构	611310.81	13.63%	7.00%
	工程机械钢	工程、矿山、电力、农业机械，煤炭采运、建筑、铁路运输	495518.48	11.05%	5.67%
	容器钢	石油、化工压力容器	458661.38	10.23%	5.25%
	桥梁钢	铁路、公路、跨海桥梁	171569.96	3.83%	1.96%
	特种钢	航空、航天等高科技领域	18929.79	0.42%	0.22%
	小计		4485384.59	100.00%	51.35%
特钢长材	建筑钢筋	建筑	1602989.85	37.72%	18.35%
	合金结构钢	机械零件和各种工程构件	1537169.34	36.17%	17.60%
	能源用钢	石油钻杆、石油钻链、各类结构管与输送管管坯	378629.90	8.91%	4.33%
	汽车机械用钢	各类齿轮、杆类、轴类件	286076.48	6.73%	3.28%
	轴承钢	滚珠、滚柱和轴承套圈	185969.96	4.38%	2.13%
	弹簧钢	弹簧、弹簧杯、减振器	134249.27	3.16%	1.54%
	工具	切削刀具、量具、模具和耐磨工具	124464.53	2.93%	1.42%
	小计		4249549.34	100.00%	48.65%
合计			8734933.92		100.00%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

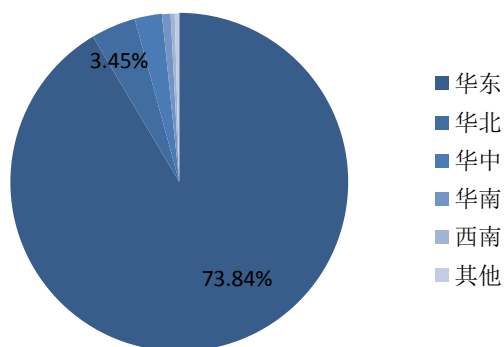
表 5: 五大类产品吨钢指标 (元)

产品大类	吨钢指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
板材	吨钢成本	3,370	2,784	2,440	2,176	2,940
	吨钢毛利	185.04	348.08	96.96	262.07	616.22
	yoy%	3%	88%	-72%	170%	135%
钢带	吨钢成本	3,221	2,634	2,093	2,105	2,962
	吨钢毛利	264.73	373.66	212.04	483.87	559.39
	yoy%	73%	41%	-43%	128%	16%
棒材	吨钢成本	3,340	2,746	2,081	2,084	2,829
	吨钢毛利	190.99	231.74	-19.45	234.72	709.77
	yoy%	164%	21%	-108%	1307%	202%
线材	吨钢成本	3,260	3,052	2,476	2,473	3,299
	吨钢毛利	313.60	309.58	164.62	359.96	519.15
	yoy%	24%	-1%	-47%	119%	44%
型钢	吨钢成本	3,861	3,254	4,069	2,621	3,539
	吨钢毛利	59.47	580.94	80.29	247.01	589.80
	yoy%	18.83%	877%	-86%	208%	139%

资料来源: wind, 民生证券研究院

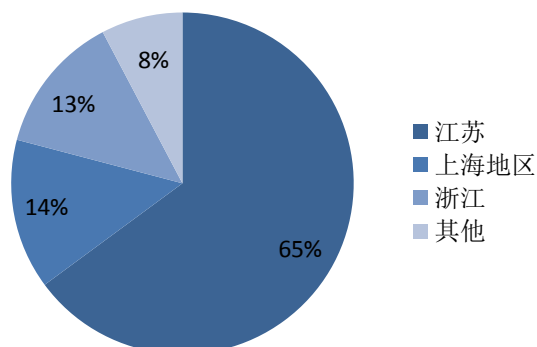
公司坐落于长三角地区,且主要生产区域毗邻铁路、公路及水路,交通便利,经济发达、工业基础雄厚、市场广阔,是国内最主要的钢材消费区域。公司凭借品牌优势和良好的产品结构,与华东地区重要机械、造船及石油企业建立稳定的合作伙伴关系,如徐工集团、三一重工、西门子、卡特彼勒;中石油、中石化、新奥能源;中船集团、上海外高桥造船公司、江南造船公司、沪东中华造船公司、上海振华港机、金陵船厂、新世纪船厂、扬子江船厂;并成为道达尔、马来西亚石油公司、上海电气、中广核、久益环球、NSK、蒂森克虏伯、德西福格、铁姆肯、瓦轴集团等国际知名企业的合格供应商。由于地理位置优越,目前,公司 74% 的营收来源于华东地区,其中江苏地区占比高达 48%,有较强竞争实力。

图 9: 华东市场贡献 74% 的营收



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 华东市场中江苏贡献 65% 的营收



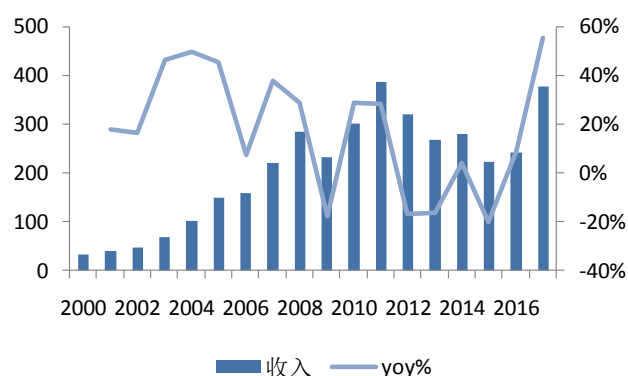
资料来源: wind, 民生证券研究院

4、资产结构改善，2017 年盈利增逾 8 倍、反弹至历史高点

2017 年，公司吨钢平均售价 3368 元/吨，同比增加 1057 元；吨钢利润总额 367.11 元，同比增加 316.7 元；期间费用率为 5.55%，同比减少 2.67 个百分点；销售净利率达到 9.04%，同比提高 7.57 个百分点。经营质量大幅改善，业绩表现季季攀升。全年实现营收 376.01 亿元（同比+55.54%），归母净利 32 亿元（同比+804.73%），达到上市以来最高水平；且公司及子公司南京南钢产业发展有限公司以《资源综合利用企业所得税优惠目录》规定的资源作为主要原材料，产品符合标准，有相关税收优惠，即在计算应纳税所得时减按 90% 计入收入总额。

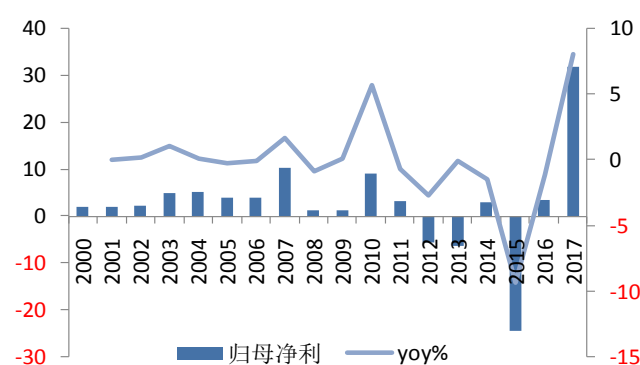
另外，公司本期补交 2010 年至 2017 年重大水利基金 1.7 亿元，以后每年 2000 万按期缴纳；计提资产减值损失高达 3.69 亿元，同比增长 157.13%，主要是存货跌价准备 1.31 亿元、以及金黄庄矿业长期应收款坏账准备 2.21 亿元；公允价值变动收益下降 157.13%，主要是处置工商银行等股票所致；本期投资收益下降 44.50%，主要是金黄庄矿业大幅亏损所致；营业外支出 1.31 亿元，主要是非流动资产报废损失同比增加、金安矿业滑塌区地表开裂发生费用及预计搬迁支出所致。若剔除非常因素，后期盈利有望继续提升。

图 11：营收（亿元）处于上市以来较高水平



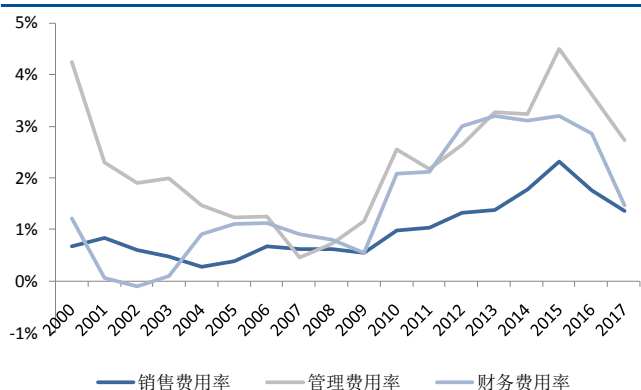
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：归母净利（亿元）处于上市以来最高水平



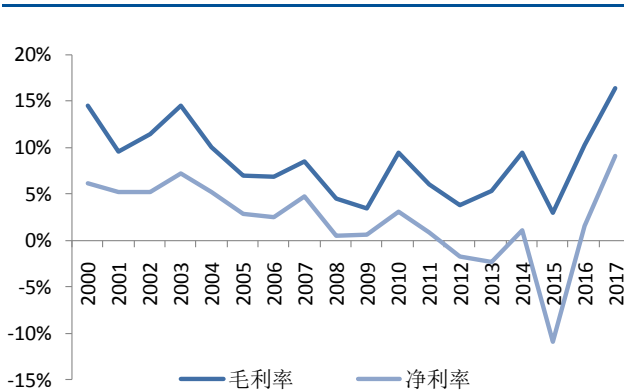
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：近两年期间费用率大幅下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：毛利率、净利率大幅反弹

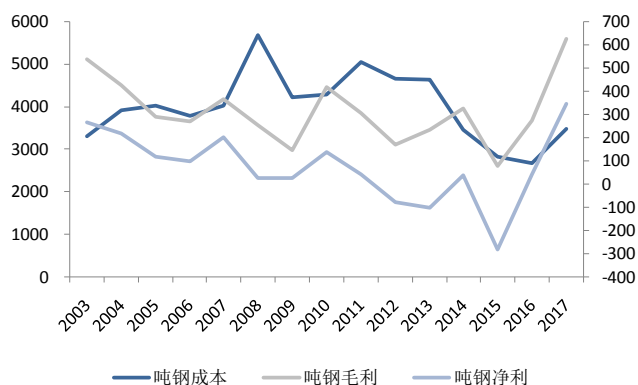


资料来源：wind，民生证券研究院

公司积极响应政府去杠杆的号召，2017 年以来，债转股 37.5 亿元（首单民企债转股）、

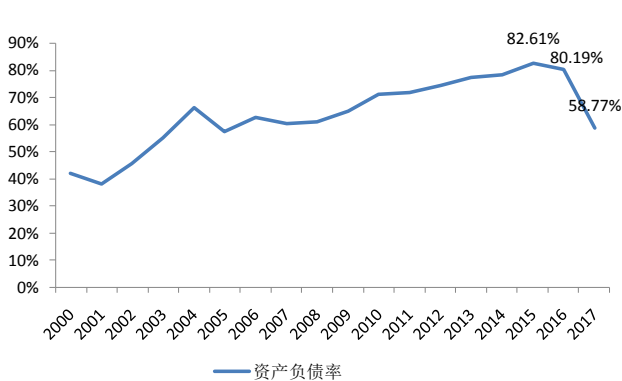
非公开发行 17.88 亿元, 通过多种方式募资降低杠杆, 资产负债率已由 2016 年 80.19% 高点下降至 2017 年的 58.77%, 降幅达 21.42 个百分点。未来还有资产证券化不超过 2.5 亿元, 及非公开发行不超过 20 亿元的公司债募集资金到账, 财务费用降低、资产结构持续优化。

图 15: 吨钢指标优化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 资产负债率自高点显著下降



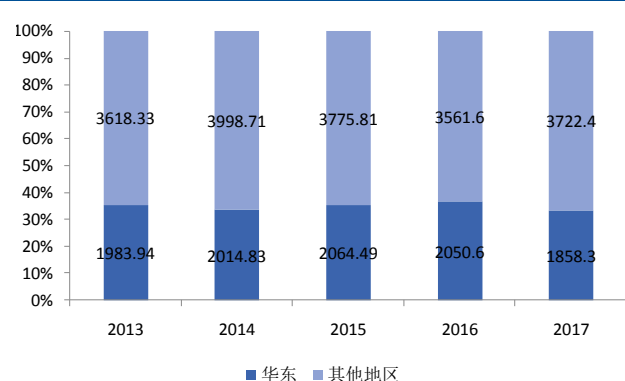
资料来源: wind, 民生证券研究院

二、华东中厚板供给偏紧, 需求持续升温

1、供给持续收缩, 价格上涨明显

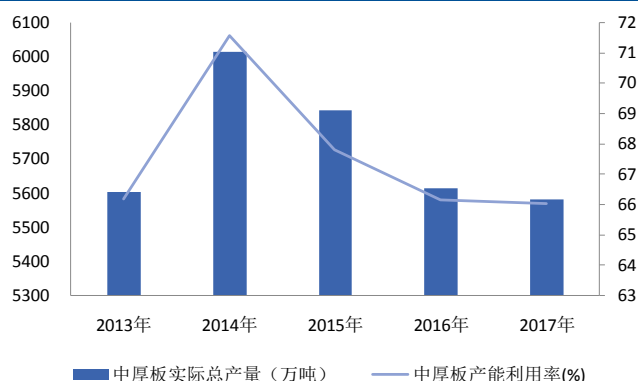
2017 年, 国内中厚板总产量达 5580.7 万吨, 产量占比前三的区域分别为华东 1858 万吨、华北 1669.3 万吨、中南 999.3 万吨, 华东地区中厚板产量占比在 30% 以上。2015 年, 全国中厚板产量开始下降; 2016 年, 华东地区中厚板产量首次下降, 但降幅不大, 2017 年延续下降趋势, 同比下降达 9.4%。

图 17: 华东及全国中厚板产量 (万吨) 及占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

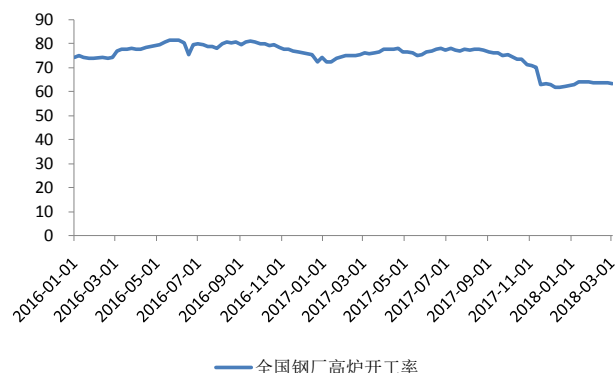
图 18: 全国中厚板产量 (万吨) 及产能利用率下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

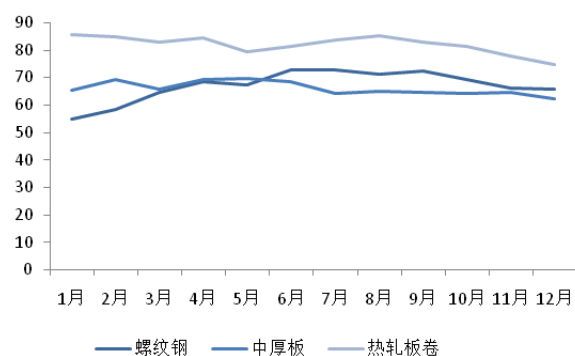
2016 年起钢厂在高利润支撑下, 生产积极性均较高, 2017 年冬季限产检修 10 月中旬前, 华东地区高炉开工率一直保持在 95% 以上, 江苏省更是超负荷高达 98% 左右, 但中厚板开工率却下降。2017 年中, 华东地区的螺纹产能利用率为 70.4% 上下, 江苏省则高达 80.76%; 华东热卷的产能利用率一直保持在 75% 左右; 而华东中厚板的产能利用率则是自年初的 78.49% 持续下降至年中的 63.32%, 低于螺纹和热轧 7-12 个百分点, 且此后一直低于其他两品种。

图 19: 全国高炉开工率



资料来源: wind, 民生证券研究院

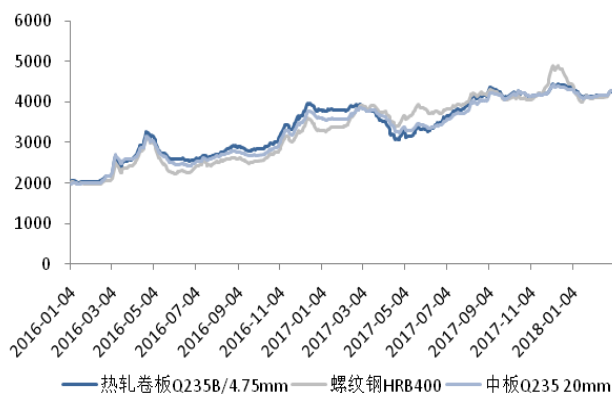
图 20: 中厚板产能利用率较低



资料来源: wind, 民生证券研究院

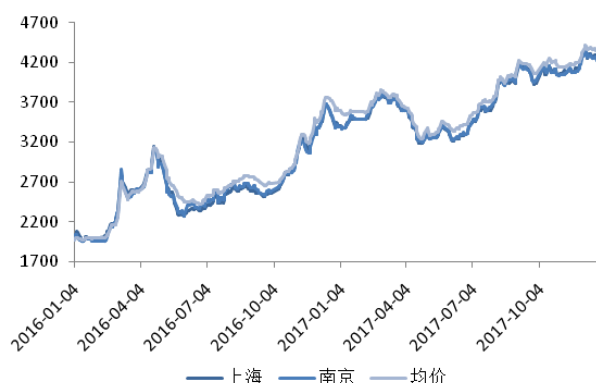
2017 年年中开始, 中板 Q235 20mm 价格总体趋势低于螺纹和热卷, 2018 年初中厚板与热轧价差缩小、偏强震荡。南京普中板 20mm 价格除冬储期间稍有回落, 自年中起价格持续上涨, 全年涨幅达 780 元/吨。

图 21: 三大品种全国钢材均价 (元/吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

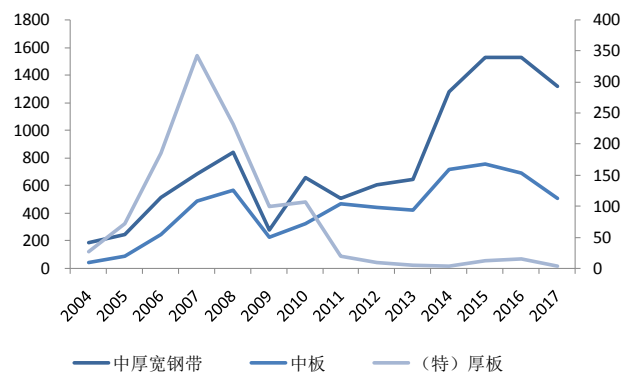
图 22: 普中板 20mm 价格持续上升



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

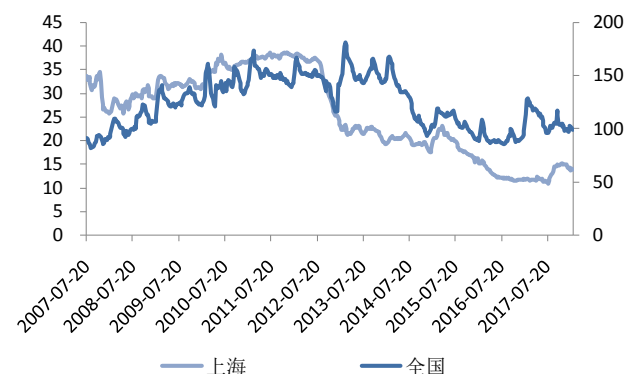
2017 年, 中厚板出口及库存均呈明显下降趋势。

图 23: 2017 年中厚板出口量 (万吨) 明显减少



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 24: 中厚板库存下降



资料来源: wind, 民生证券研究院

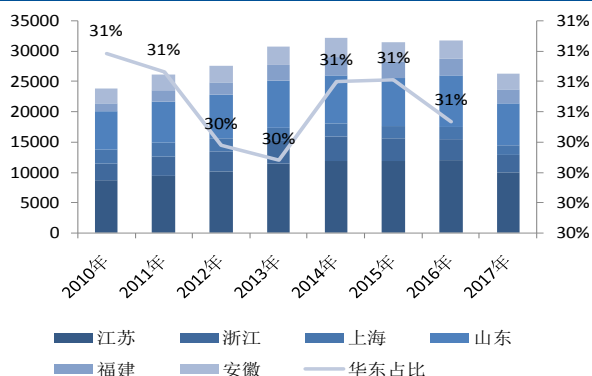
因此，中厚板产量下降，一方面是受到去产能的影响；另外，主要是由于螺纹钢和热卷价格高，中厚板利润空间低，钢厂为追求更高利润转而生产更多的螺纹、热卷等其他钢材产品。

此外，山钢集团响应山东省钢铁产能调整，其下济南钢铁集团自 2017 年 7 月起全线停产。济钢拥有高炉 1750 m³ 座，3200m³ 一座，涉及钢铁产能为 850 万吨，产品多为板材类，包括碳素结构热轧中厚板、A、B 级船用板、高强度 09MnNb 耐用海水腐蚀船用板、AH32、AH36 高强度船用板、09CuPTiRE 耐候性钢板、汽车制造用优质碳素热轧板为主。其中，三条产线，涉及中厚板产能共 450 万吨。4300mm 宽厚板生产线及 2 座 210 吨转炉系统（含转炉、精炼及连铸等设施），将作为日照钢铁精品基地一期二步工程内容搬迁至日照钢铁精品基地建设。作为南钢中厚板的主要竞争者，济钢搬迁停产为南钢的发展带来契机。

2、华东地区是我国最大的中厚板消费市场，近年需求急剧放大

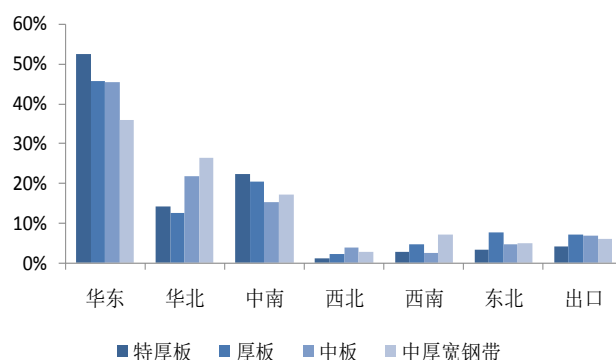
华东地区是我国经济最发达的地区之一，2017 年华东地区 GDP 约 32.11 万亿，占全国比重约 38.82%；且制造业高度发达，中厚板下游产业，全国最大的造船产业、机械制造业、机电产品加工基地等集中于此，全国重要钢厂所产中厚板一半流入华东市场，2017 年华东地区钢材表观消费量是 2.63 亿吨，占全国比重约 31%，是传统的中厚板消化区域。中厚板区域供需关系进一步改善，提升中厚板盈利能力，给公司发展提供了良好空间。

图 25：华东在全国钢材表观消费量（万吨）占比约 31%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：华东地区是全国重要钢厂中厚板销售主力流向

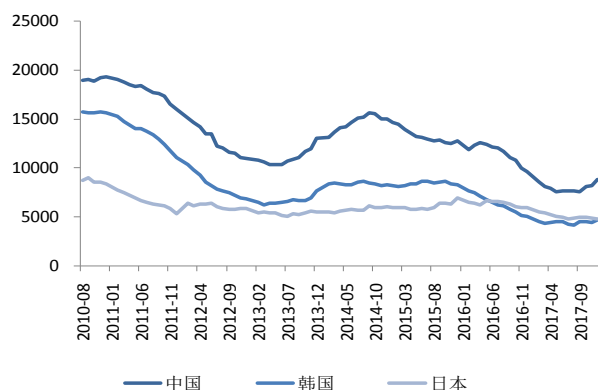


资料来源：wind，民生证券研究院

(1) 造船复苏，豪华游轮前景广阔

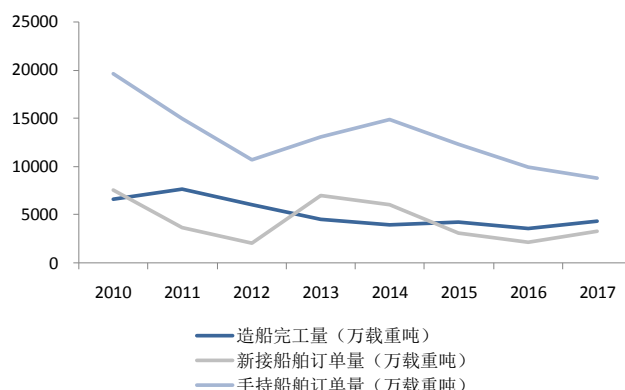
造船属周期性行业，全球造船业近十年低谷，国内船舶市场亦持续低迷。2017 年，全球和国内新接船舶订单均有增加，造船行业拐点初现，国内造船完工量 4268 万载重吨（同比+20.9%）；新接船舶订单量 3223 万载重吨（同比+53%），手持订单量 8814 万载重吨（同比-11.5%），三大造船指标国际市场份额均位居世界第一。且南方船厂订单数量普遍好于北方船厂，因此华东地区的船用中厚板需求将有所增加。

图 27: Clarksons 手持订单量



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 28: 2017 年造船行业拐点初现

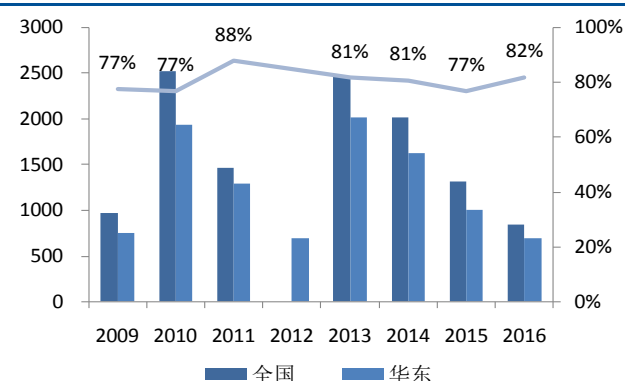


资料来源: wind, 民生证券研究院

此外, 造船市场虽然低迷, 豪华邮轮却供不应求。目前我国已成为全球最大邮轮市场之一, 但豪华邮轮的建造却长期被欧洲船厂垄断。未来 15 年~20 年, 我国每年需新增大型豪华邮轮 5 艘~6 艘, 到 2030 年全球将建造豪华邮轮 100 艘。豪华邮轮市场广阔, 国内主要船厂纷纷开始开拓邮轮市场, 预期后续将不断有大型邮轮订单。

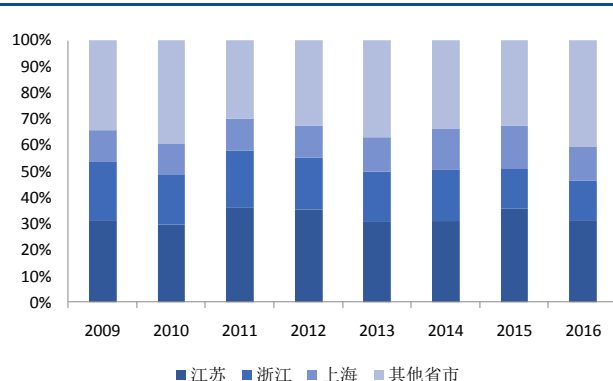
目前, 中国的造船业在腾挪转换中实现了质的飞跃, 已形成以上海为主的长三角地区, 以大连、青岛、葫芦岛为主的环渤海地区, 以广州为中心的珠江三角洲地区的三大造船基地, 其中长三角为主要区域, 许多大型造船厂集中在上海、南京、镇江、宁波、南通、舟山等地。2016 年, 全国新承接船舶订单量为 1353 艘, 其中华东地区为 970 艘, 占比高达 72%; 2016 年全国新接船舶订单 844.82 万 CGT, 其中华东地区 689.19 万 CGT, 占比高达 82%, 江浙沪 474.53 万 CGT, 占比达 56%; 仅江浙沪地区的造船完工量占全国比重超 60%。

图 29: 华东新接船舶订单量(CG T)及全国占比 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 30: 江浙沪造船完工量占全国比重超 60%



资料来源: wind, 民生证券研究院

2017 年, 我国船用钢材消耗量约为 800 万吨, 其中板材 650 万吨, 型材 70 万吨, 其他品种 65 万吨; 保守预计, 若 2018 年仍保持与 2017 年相同的船舶用钢需求, 江浙沪地区以 60% 比例计算, 则仅江浙沪地区 2018 年船用板材需求量就达 390 万吨左右。

南钢是国内造船板核心供应企业, 在船用板上竞争力极强, 并主打高端船舶用板。2017 年 8 月, 船用不锈钢复合板通过多国船级社现场认证, 成为国内极少数具备生产船用不锈钢

复合板资质的厂家之一。2018 年 1 月，中标中俄合作亚马尔项目工程船 LNG 整船 27600 吨船板订单，实现了南钢船板在中船系统高端船舶整船供货新的突破。公司也在积极开拓邮轮用钢市场，并于 2017 年 12 月 22 日与招商局重工签订首批邮轮项目用船板供应合同。

(2) 工程机械复苏后，销量高速增长，需求热度持续

工程机械产品包括挖掘机、汽车起重机、装载机、推土机、履带起重机、压路机等，其中挖掘机、装载机是主要产品。2011 年，挖掘机产销量增速同步放缓，自 2012 年起持续下降，直到 2016 年下半年，工程机械行业出现复苏迹象。2017 年，挖掘机销量 140303 台，同比增长 91.17%，仅次于 2010-2011 年销量；装载机销量 97610 台，同比增长 44.88%。

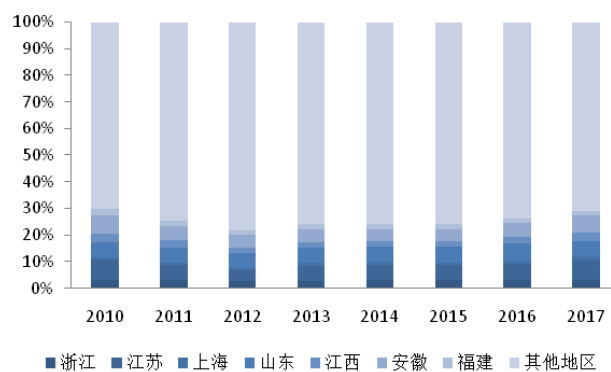
其他工程机械产品销量在 2017 年也都大幅增长。汽车起重机销量 20508 台，同比增长 131%；压路机销量 17421 台，同比增长 46%；推土机销量 5707 台，同比增长 40.53%；平地机累计销量 4522 台，同比增长 42%；摊铺机销量 2390 台，同比增长 25%；铣刨机销量 756 台，同比增长 27%。

图 31：挖掘机、装载机销量（台）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 32：华东挖掘机销量约占全国的 30%



资料来源：wind，民生证券研究院

在全国挖掘机销量中，华东地区的挖掘机销量占比接近 30%，相较前几年有所提升，这也反映了华东地区对挖掘机和其他工程机械产品需求的增多。工程机械行业产销量的大幅增长主要是由房地产市场的景气 and 基建投资的加快拉动了对挖掘机的需求。一方面，全球经济复苏，国内工程机械出口增长，2017 年全年挖掘机出口销量为 9672 台，同比增长 32%；一方面国内宏观经济回暖、房地产市场景气 and 基建投资加快，这二者都是工程机械行业景气上行的重要原因。2018 年，全国基础设施建设将持续发力，华东地区也不遑多让，仅交通建设投资上，山东、江苏、福建、江西、浙江、安徽分别计划投资 944 亿元、1160 亿元、850 亿元、600 亿元、2150 亿元、700 亿元，上海将建设多条地铁线。预期 2018 年工程机械行业将仍保持景气上行，华东地区对工程机械产品的需求也将增加，从而拉动华东地区对厚板的需求。

(3) “十三五”将推进石油天然气管网建设，项目已落地

《石油发展十三五规划》、《天然气发展十三五规划》提出将推进石油天然气管网的建设。《天然气发展十三五规划》提出要大力发展天然气行业，加快天然气主干管网建设，推进和

优化支线等区域管道建设,在十三五期间要新建天然气主干及配套管道 4 万公里,2020 年总里程达 10.4 万公里;其中长输管道重点项目包括青岛-南京管道、国家主干管道向长江中游城市群供气支线等。《石油发展十三五规划》提出推进原油、成品油管建设,在“十三五”期间建成原油管道约 5000 公里,建成成品油管道 12000 公里;统筹长江经济带管网布局,加快建设沿江主干管道,其中原油管道重点项目包括长江经济带海上原油进口通道。

表 6: “十三五”天然气长输管道重点项目

分类	具体项目
“十二五”结转项目	西气东输三线(中段)、闽粤支干线、中俄东线天然气管道、新疆煤制气外输管道、陕京四线、楚雄-攀枝花天然气管道、青藏天然气管道
完善四大进口通道	中亚 D 线、西气东输五线
干线管网建设	川气东送二线、鄂尔多斯-安平-沧州管道、青岛-南京管道、国家主干管道向长江中游城市群供气支线
区域管网和互联互通管道	建成中卫-靖边、濮阳-保定、东仙坡-燕山、武清-通州、海口-徐闻、建平-赤峰、杭景旗-银川、重庆-贵州-广西、威远-荣昌-南川-涪陵等天然气管道;加强省内供气支线建设、扩大市场覆盖范围
储气库、煤层气、页岩气、煤制气外输管道	文 23-预鲁干支线、陕 43-靖边配套管道,适时启动蒙西、蒙东煤制气配套管道

资料来源:《天然气发展十三五规划》,民生证券研究院

表 7: “十三五”原油管道重点项目

项目分类	管道名称	长度(公里)	管径(毫米)	设计输量(万吨/年)	备注
陆上进口通道及配套	中俄原油管道二线	941	813	1500	在建
	中缅原油管道(国内段一)及安宁支线	658	813/60	1000	在建
	铁大线改造(鞍山-大连段)	362	813/711	2000	在建
海上进口通道及配套	董家口-齐鲁-东营	364	762/508	1500	-
	仪长复线仪征-九江段	560	864/559	2000	在建
	日照-濮阳-洛阳	782	914/813	1800	-
	廉江-茂名	75	711	2000	-
	连云港-仪征	400	813	2000	-
	日照港-沾化	485	700	1000	-
	董家口-潍坊-鲁中鲁北	311	700 双线	3800	在建
	大亚湾-长岭	1100	813	2000	-

资料来源:《石油发展十三五规划》,民生证券研究院

表 8: “十三五”成品油管道重点项目

管道名称	长度(公里)	管径(毫米)	设计输量(万吨/年)	备注
锦州-郑州	1646	660/610/559	1300	在建
樟树-株洲	300	406	450	-
洛阳-三门峡-运城-临汾	480	508/323	600	-
三门峡-西安	230	323	300	-
永坪-晋中	360	406	320	-
湛江-北海	210	457	500	-
格尔木-拉萨成品油管道扩(改)建	1110	323(156)	80(15)	-

资料来源:《石油发展十三五规划》,民生证券研究院

(4) “十三五”风电、核电迎发展,华东权重重大

为调整能源结构,国家近年大力发展新能源行业,《风电发展“十三五”规划》、《电力

发展“十三五”规划》提出将加速推进我国风电行业和核电行业的发展，这将带动大量高端中厚板需求。

风电行业中风力发电机组需用到厚板、电工钢和特殊钢等钢材品种，其中耗钢量最多的品种是塔筒设备用中厚板，以 1500KW 风力发电机组为例，其平均耗钢量约为 170 吨，其中厚板的钢材消耗比例达 69%。据《风电发展“十三五”规划》，至 2020 年底风电并网装机容量达 2.1 亿千瓦。2017 年，我国累计并网装机容量 1.64 亿千瓦，新增并网风电装机 1503 万千瓦。若按 1500KW 装机量对应钢材需求 170 吨，其中厚板 117 吨计算，则在 2018-2020 年间，对钢材需求量 521 万吨，中厚板需求量约 356 万吨。在全国 2018-2020 年核准待建项目中，华东地区占据了 17.6%，若按此比例计算，则华东区间在 2018-2020 年间中厚板需求量将达 62.7 万吨。

图 33：1500 风力发电机组钢材消耗量

1500KW 风电机组	钢材消耗量 (吨)	钢材消耗比例 (%)
总耗钢量	170	100%
厚板	117	69%
电工钢	8	5%
特殊钢	45	26%
主轴	10	6%
轴承	16	9%
齿轮	12	7%
其他	7	4%

资料来源：mysteel，民生证券研究院

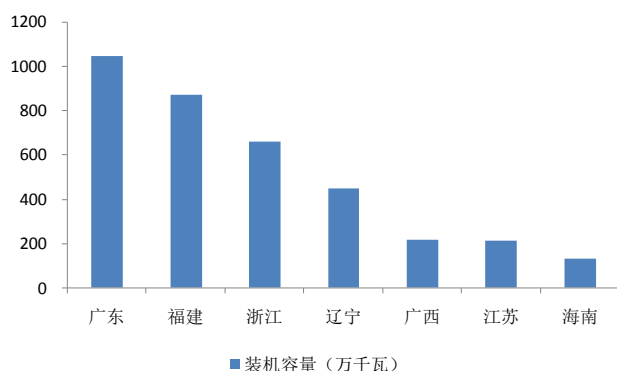
图 34：2018-2020 年核准待建风电项目区域分布 (GW)



资料来源：中国新能源网，民生证券研究院

核电行业用钢品种包括低合金板 and 不锈钢板等，其中低合金钢板占比 65%~67%。《电力发展“十三五”规划》提出要推进沿海核电建设，2020 年运行核电装机容量达 5800 万千瓦，在建核电装机达 3000 万千瓦，并计划在“一带一路”沿线 17 国发展核电，规划机组数达 120 台。截至 2017 年底，核电装机容量为 3582 万千瓦，核电前景十分广阔。华东地区在核电发展上力度很大，在全国核电装机前十大省份中，华东地区就十占其三，仅福建、浙江和江苏这三个省份的核电装机量就达全国核电装机的 48.6%。因此核电行业的发展必然将带动国内市场对中厚板需求，也将给华东地区的中厚板钢厂带来很大的机遇。

图 35：2017 年底全国核电装机前七大省份



资料来源：mysteel，民生证券研究院

图 36：全国核电装机容量分布图（万千瓦）



资料来源：中国电力知库，民生证券研究院

综上，在供给收缩，需求持续升温的情况下，预期中厚板价格将继续上涨。南钢一直致力于发展高端能源用中厚板，且品质过硬。公司与中石油、中石化、新奥能源等下游客户建立了稳定的合作伙伴关系，并成为道达尔、马来西亚石油公司、上海电气、中广核等国际知名企业的合格供应商。2017 年，南钢高端核电钢被用于中国拥有自主知识产权的世界先进的第三代核电工程“华龙一号”机组，并为首次配置国产液货罐的浮式储存再气化装置（FSRU）独家提供 1905 吨低屈强比 9Ni 钢。

三、华东长材需求支撑稳定，低端产能减量腾出市场空间

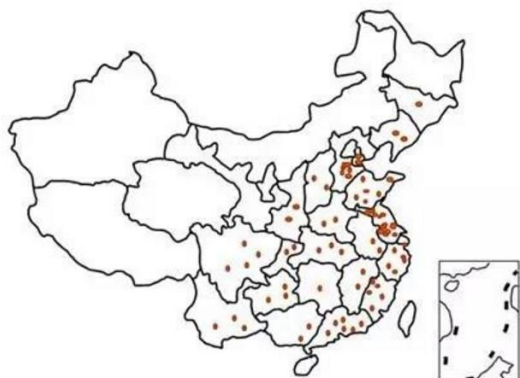
1、地条钢及中频炉出清，去产能效果显著

2016 年以来国家大力推行供给侧改革，一方面压减钢铁过剩产能，一方面是淘汰低端落后产能、环保限产，从而限制钢厂供给，拉动钢材价格上涨至合理区间。因此，2016 年棒线材产量下降较多，2017 年产量 2.46 亿吨，略有回升，同比增长 6.7%，华东地区变化趋势一致，同比增长 3.3%。2017 年 8 月，已去除钢铁产能 5000 万吨，全年共取缔、关停“地条钢”生产企业 722 家，涉及产能约 1.36 亿吨。江苏是第一产能大省，也是全国地条钢最多的地方，2017 年共查处取缔 63 家“地条钢”企业，主要分布在徐州、连云港、淮安、宿迁、盐城、泰州、镇江、常州、无锡、苏州等 10 个地市，涉及产能 1233 万吨；浙江省查处“地条钢”企业 10 家，拆除中频炉 53 台，涉及产能 148.3 万吨。

东部沿海地区相对较为发达，工业企业众多，废钢产生量较大，且建造需求较大，中频炉企业多分布在于此，约 47.8% 处于华东地区，28.9% 处于华南及西南地区。2016 年底，江苏省粗钢产能接近 1.5 亿吨，其中中频炉产能约 4000 万吨，占比 27%，且集中在建筑钢材。从实际产量来看，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。

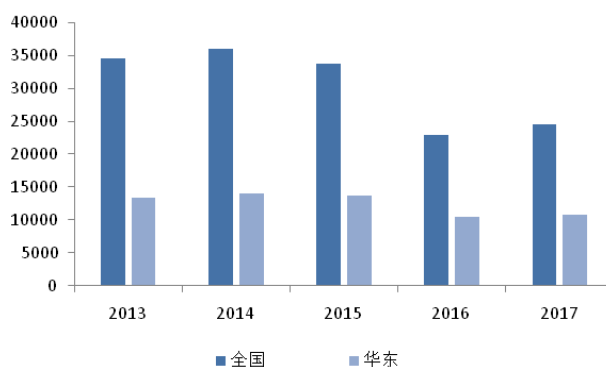
此外，2016-2017 年，江苏省分别化解粗钢过剩产能约 578 万吨、584 万吨，目前距离十三五国家要求化解过剩产能 1750 万吨的目标，尚有近 600 万吨缺口，叠加中频炉、地条钢出清，预计江苏地区长材供需格局将偏紧。

图 37: 全国中频炉分布



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

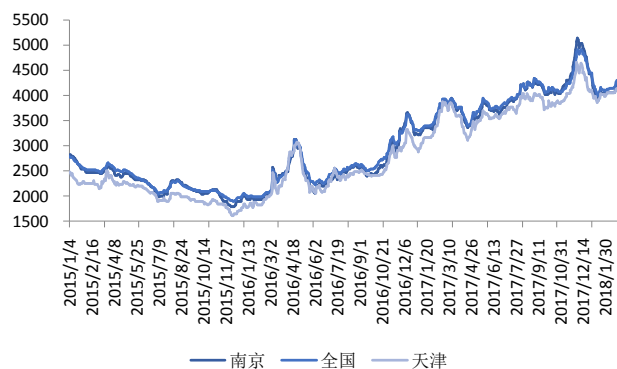
图 38: 长材主要品种华东供给量(万吨)占全国近半



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

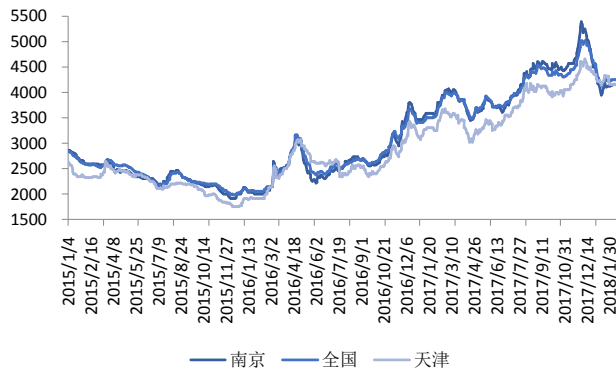
因此可以看到, 不论全国还是南京地区, 螺纹钢和高线的价格走势自 2016 年均有大幅增长, 且南京上涨幅度比全国和天津更大。价格上涨增加钢厂的盈利空间, 刺激钢厂生产的积极性, 2017 年下半年去产能及去除地条钢任务完成后, 棒线材产量有所增加, 因此全年棒线材产量小幅增加, 地条钢取缔后的供给缺口在一定程度上得到填补。

图 39: 螺纹 HRB400: 20mm 价格(元/吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

图 40: 高线 HPB300: 8.0mm 价格(元/吨)



资料来源: mysteel, 民生证券研究院

2018 年, 工信部和发改委将继续推进钢铁去产能和防范地条钢死灰复燃, 各地也将落实和出台产能置换政策并严禁新增钢铁产能。此外, 政府也在加大对环保治理的力度, 实施采暖季限产和错峰生产等措施, 京津冀及周边“26+2”城市也制定了重污染应急响应措施, 这进一步限制了钢铁的供给, 尤其是对长材来说。钢铁供给侧受限, 因此预计 2018 年长材的产量不会有大的增长。

2、基建与房地产增速尚稳

2017 年国内宏观经济稳中有进, 基建投资步伐加快, 房地产市场景气。长材的主要下游领域是房地产和基建。预计 2018 年, 长材的下游仍将保持较旺盛需求, 华东和江浙地区的大量基建项目也将拉动区域长材需求。

(1) 政策支撑，基建投资增速稳中可期

2017 年全国基础设施投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14 万亿，同比增长 19%，远高于全国固定资产投资 7%的增速。十九大报告提出，要加强铁路、公路、水运、航空等基础设施建设，铁路投资计划与 2017 年持平，预计总体投资增速较上年略微放缓。

据发改委及交通运输部联合印发的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2018 年全国拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 80 项，投资约 1.3 万亿元。其中，铁路工程总投资 6994 亿元，公路工程 1968 亿元，轨道交通 2576 亿元，机场工程 1664 亿元，水利工程 54 亿元。据中国冶金工业规划研究院发布的报告，2018 年交通基础设施建设规模将继续保持扩大趋势，预测建筑行业钢材需求量为 3.88 亿吨，同比微增 0.3%。

2018 年，华东地区仍将保持较高的基建投资水平，江苏、山东、福建、江西、浙江、安徽各省份分别计划在交运基建上投资 1160 亿元、944 亿元、850 亿元、600 亿元、2150 亿元、700 亿元。其中江苏省 2017 年公铁水空交通建设投资突破 1100 亿元，创历史新高，同比增长 16.9%；铁路、过江通道、省际互联等工程建设快速推进，全年铁路建设完成投资 408 亿元，同比增长 18.3%。2018 年，江苏省将着力于由交通大省向交通强省的转变，解决不平衡不充分的问题，全力加快高铁、城铁建设，强化南京的辐射带动作用，新建高速公路项目 3 个共 88 公里、普通国省干线项目 20 个共 500 公里、农村公路 4000 公里及桥梁 2000 座，铁路、城际、水运公路齐发力。

表 9：2018 年华东六省基建项目

省份	总投资规划	具体规划
安徽省	2018 年完成交通建设投资 700 亿元	道路建设方面：(1) 新增高速公路 160 公里、通车里程达到 4830 公里以上，其中六车道以上高速公路通车里程达 410 公里。计划建成滁州至定远、定远至淮南、广德至宁国段 3 个高速公路项目；加快池州长江公路大桥等过江通道以及合肥对外放射的 3 条高速公路改扩建项目建设；开工建设溧宁高速黄山至千岛湖段、沪汉高速无为至岳西段、德上高速合肥至枞阳段 3 个 PPP 项目和德上高速池州至祁门段、北沿江高速滁州至天长段。(2) 新改建普通国省干线公路 3000 公里，新增一级公路 350 公里。建成农村道路畅通工程 1.7 万公里
福建省	2018 年省重点项目 1562 个，总投资 3.6 万亿。其中，在建项目 1150 个，总投资 2.8 万亿、年度计划投资 4308 亿元；预备项目 412 个，总投资 8540 亿元	2018 年，福建省交通运输计划完成 850 亿元。(1) 普通公路建设计划完成投资 410 亿元(力争完成 420 亿元)，建成国省干线公路 285 公里，实施农村公路建设改造 2885 公里，建成 1500 公里，生命安全防护工程 1500 公里、危桥改造 150 座，国道灾害防治工程、绿化工程和排水系统整治 300 公里。(2) 高速公路计划完成投资 310 亿元，将建成漳州天宝至龙岩蛟洋改扩建工程、沈海复线福安至蕉城漳湾段、屏南至古田等 3 个项目 225 公里，新增通车里程 113 公里；新开工宁德至古田、漳武永定至南靖高速公路南靖段、漳武永定至上杭高速公路高头至湖雷段、泉南永春互通至汤城枢纽扩容工程等 4 个项目 192 公里；续建 28 个项目 967 公里
浙江省	2018 年省综合交通建设计划投资 2150 亿元，较 2017 年计划增长 15%	围绕“四大建设”推进杭州铁路西站等基础设施重大项目。即围绕“大湾区、大花园、大通道、大都市区”建设，推进基础设施重大项目，开始着力构建“四港、三通道、四枢、三体系”格局
山东省	2018 年交通建设计划投资 944 亿元，比上年增长 4.1%	(1) 到年底全省公路通车里程达到 27.3 万公里，其中高速公路将有潍城至日照、莘县至南乐、龙口至莱西及东明黄河公路大桥剩余工程建成通车，通车总里程突破 6000 公里(2) 沿海港口新增泊位 10 个，其中万吨级泊位 7 个。建设枢纽站场项目 21 个。公路水路客、货运量分别达到 5.2 亿人、30.7 亿吨；沿海港口吞吐量达到 15.3 亿吨
上海	2018 年共安排市重大工程正式项目 126 项，预备项目 22 项，新开工 14 项，基本建成 18 项，全年计划投资不低于 1350 亿元	(1) 航运：建成吴淞口国际邮轮码头后续工程。完成上海港外高桥港区五号沟作业区规划方案调整，加快外高桥港区八期工程前期工作(2) 机场：2018 年将推进浦东机场三期扩建，完成浦东机场第五跑道、虹桥机场 T1 航站楼改造项目(3) 铁路：加快推进沪通铁路一期(南通-安亭)上海段建设，沪通铁路二期(太仓-四团)上海段力争开工建设。推进沪苏湖铁路前期工作(4) 道路：重点推进与江浙两省的骨干路网及区域路网对接，骨干路网重点推进 S7、G228、G320 等公路建设，S26 主线建成通车。推进北横通道、昆阳路越江、周家嘴路越江隧道等道路建设，嘉闵高架南南延伸地面道路、中山南路地面道路建成通车。推进区区间对接道路建设，打通卫零北路、武宣路、东明路等 10 条，推进建设 37 条(5) 轨交：推进 5 号线南延伸、13 号线二期、13 号线三期工程建成投运，新增运营里程 41 公里(6) 综合交通管理：推进缓拥堵项目 60 项、公交专用道 20 公里和慢行交通改善 18 项。

资料来源：西南钢铁指数，民生证券研究院

表 10: 江苏省 2018 年重大基建项目

项目	规划
铁路	建成连盐铁路、青连铁路和连云至连云港东增二线，完成宁启铁路二期主体工程，配合完成符夹铁路扩能改造项目
	续建沪通铁路一期、连淮扬镇铁路、徐宿淮盐铁路、连徐高铁
	开工盐通铁路、苏南沿江铁路
	力争开工建设沪苏湖铁路、通苏嘉铁路、沪通铁路二期
航空	2018 建设合肥至南京高铁新建铁路 150 公里，投资额 230 亿元
	加快北沿江高铁、宁淮铁路、盐泰锡常宜铁路建设前期工作
	结合南京禄口机场 T1 航站楼改扩建工程，推动高铁和城际轨道的接入
	开工建设连云港新机场
公路	加快推动无锡硕放机场扩容增能
	开工建设宁合、宁马高速扩建、溧阳至宁德高速等项目
	开工建设通扬线高邮段、申张线青阳港段等项目
	南京：续建溧阳至高淳高速公路南京段、宁合高速南京段改扩建、宁马高速公路江苏段改扩建等工程；建成 340 省道南京段改扩建、338 省道江宁段工程；加快推进 104 国道南京北段、328 国道（雍庄—龙池段）、126 省道雨花段、龙潭疏港公路、大桥北路快速化等在建项目；开工建设 312 国道（仙隐北路—绕越高速段）快速化改造、126 省道江宁段；开展 328 国道（龙池互通—宁扬交界段）、356 省道（西江路—苏皖省界段）征地拆迁工作
过江通道、航道	南京 2018 年计划完成长江大桥公路桥维修改造，续建长江五桥、和燕路过江通道、浦仪公路西段工程；开工建设仙新路过江通道；开展建宁西路过江通道征地拆迁工作；加快推进汉中西路、龙潭、七乡河、锦文路等过江通道前期工作
	推进常泰、龙潭、张靖、润扬第二通道等过江通道项目前期工作
	推进连云港港 30 万吨级航道二期工程建设
	建成长江 12.5 米深水航道二期工程、福南水道进港航道治理工程
轨交	南京：十三五期间预计新建 11 条地铁线，其中 8 条线（4 条延长线和 4 条正线）总长度 157.2 公里，投资 1200 亿元；另有 1 条延伸线和 2 条正线，合计 39 公里正在补报中。建成宁溧线，续建 5 号线、1 号线北延、7 号线、2 号线西延、6 号线；开工建设宁天线南延、宁句线、4 号线二期、11 号线一期工程；推动 9 号线一期、10 号线二期、3 号线三期工程前期工作
	苏州：十三五期间预计新建 4 条线路，合计 173 公里，投资 986 亿元
	常州：在建 1 条线路，长 34 公里，预计 2019 年初试运营；预计开工 1 条线路，长 19.7 公里；预计到 2030 年共 6 条线路，合计 208 公里
	徐州：在建 3 条线路，长 67 公里，总投资 443 亿元，预计 2019 年首条线路试运营；第二轮线网规划共 5 条线路，具体时间待定
	南通：1 条线路招标中，长 39 公里，预计年内开工；另有 1 条线路规划中，长 19 公里。两条线路合计投资约 397 亿元扬州预计开工 1 条线路，长 31 公里
	淮安：十三五期间预计完成 1 条线路前期工作，长 33 公里，投资 260 亿元；另计划完成 3 条线路的报批，共 81 公里
	镇江：预计开工 2 条线路，长 53 公里，投资 153 亿元

资料来源：人民网、《中国产业信息网》、《南京市 2018 年市政府投资项目计划》，民生证券研究院

江北建设，是南京发展的重要保障。扬子江城市群涵盖江苏南京、镇江、常州、无锡、苏州、扬州、泰州、南通沿江八市，南京作为扬子江起点，也是唯一横跨扬子江南北的城市。江苏省政府《关于加快建设扬子江城市群的意见》将推进南京特大城市建设，支持南京建设国家中心城市、确立南京国际门户型综合交通枢纽地位，建成南京至省内其他设区市城市“1.5 小时高铁交通圈”，引领区域发展。2018 年 1 月，《2018 年南京市城乡建设计划》提出将推进四条过江通道，加大公路建设，延伸三条地铁线，所建设的 9、10、3 号线的新建铁路达 37 公里，投资额 272 亿元。

江北新区是长江经济带与东部沿海经济带的重要交汇节点，“十三五”期间，南京的发展重点就从河西新城向江北新区转移。江北新区为国家级新区，确立了智能制造、生命健康、

新材料、高端装备和现代物流、科技服务“4+2”的现代产业体系。目前，江北新区正在建设中，《南京市 2018 年市政府投资项目计划》中涉及江北的重大项目共计 13 项，总投资约 746 亿，年度计划投资 86 亿，涵盖交通、教育、医疗、文化等各个方面。2018 年，南京城建计划江北片区项目包括长江五桥、南京北站、S8 南延线、南京长江五桥，并计划在江北新区设置中小学 232 所。2018 年，江北新区的建设强力拉动长材的需求，拓宽了市场空间，且为公司转型发展、产城融合提供机遇。

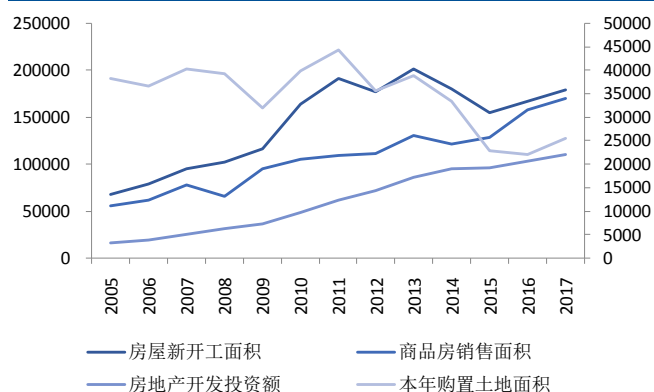
(2) 2018 年房市有压，寄托棚改+租赁机制建设

2017 年，全国商品房销售面积 16.94 亿平方米，同比增长 7.66%，创历史新高；房地产开发投资完成额 10.98 万亿元，同比增长 7.04%；房屋新开工面积 17.87 亿平方米，延续增长势头，同比增长 7.02%；本年购置土地面积 2.55 亿平方米，同比增长 15.81%。政府加强房地产调控，地方政府因城施策、分类调控，需求端和供给侧齐发力，限购限贷限售叠加土拍收紧多管齐下，2017 年楼市呈现产销分化的趋势，调控效果逐步显现。一二线城市楼市在严厉政策下销售有所回落，市场趋于稳定，而三四线城市则受益于棚改货币化和宽松的政策环境。2017 年，我国各类棚户区改造开工已经完成了 609 万套，完成投资额 1.84 万亿元，棚户区改造套数为九年峰值。三四线城市商品房销售面积的大幅增长，拉动了全国商品房销售面积的增加。

华东地区商品房销售面积 5.92 亿平方米，同比增长 7.27%；房地产开发投资额 4.08 万亿元，同比增长 8.95%；房屋新开工面积 6.28 亿平方米，同比增长 15%；本年购置土地面积 1.19 亿平方米，同比增长 33.98%。由此看来，华东地区四项指标亦均有增长，且房屋新开工及土地购置两项指标高达全国 2 倍。

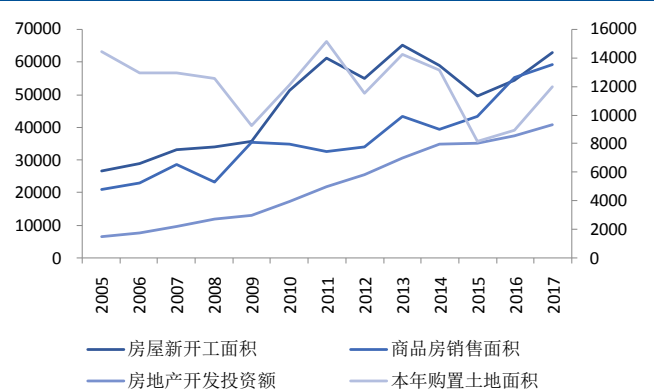
具体到江浙沪地区，商品房销售面积 2.55 亿平方米，同比降幅达 24.55%；房地产开发投资额 2.17 万亿元，同比增长 21.63%；房屋新开工面积 2.65 亿平方米，同比增长 31.59%；本年购置土地面积 4589 万平方米，同比增长 75.44%。江浙沪地区房地产开发投资额、房屋新开工面积和本年购置土地面积增速又是华东地区近 2 倍。按地产开工及建设周期，预计江浙沪地区 2018 年房地产市场用钢需求有保证。

图 41：全国房地产市场（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

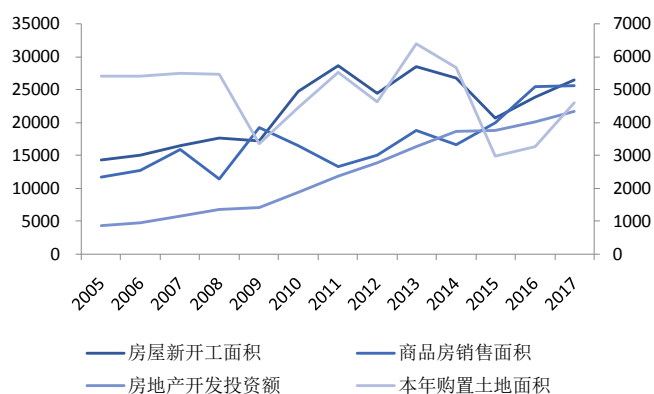
图 42：华东房地产市场（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

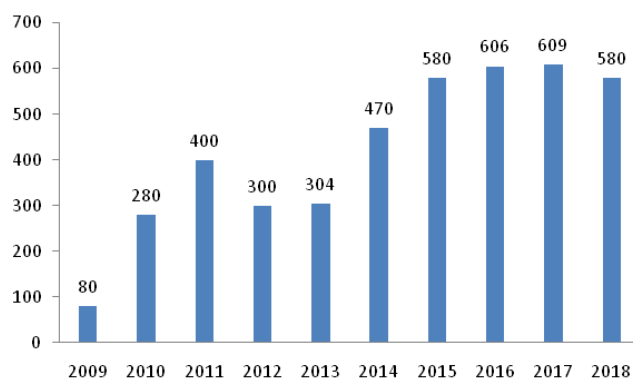
房地产市场受政策影响较大，目前房地产市场还处于政策严控期，全国住房建设会议表示房地产调控和住房制度改革仍将是 2018 年工作的两大核心任务，因此短期内行业政策将保持稳定。住建部表示，2018 年将扎实推进新一轮棚户区改造工作，棚户区改造 580 万套，未来三年预计完成 1500 万套改造。虽然 2018 年的棚户区改造住房计划套数相较 2017 年有所减少，但存量仍然很大，且至少未来三年依然给予三四线商品房去库存提供支撑。综上，预计 2018 年，一二线城市严厉政策管控将继续保持，楼市销售增长有所降温，但租赁机制的建设有望带动市场刚需；而三四线城市的房地产市场，预计在新一轮的棚户区改造推进下，继续保持景气度；总体而言，房地产市场在紧调控政策下面临一定压力，但整体仍将保持平稳状态，钢材需求较强。

图 43：江浙沪房地产市场（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 44：2009-2018 年棚户区改造住房计划套数



资料来源：住建部、钢谷网研究中心，民生证券研究院

对华东地区，尤其是南京，租赁住房制度建设对房地产市场是重要关注点。2017 年 7 月，住建部等九部门联合印发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为首批开展住房租赁试点。对此，南京政府制定《南京市住房租赁试点工作方案》并提出建设或筹集租赁性住房不低于 50 万平方米，这是南京房地产市场的一大亮点。此外，南京江北新区的建设对区域内房地产市场也是一大助力。总体而言，虽然南京作为二线城市会受房地产严厉调控政策的影响，但在租赁住房制度建设和江北新区建设的拉动下，预计 2018 年南京地区的房地产市场也将保持稳定。虽然房地产市场可能不会出现增长，但由于原销售量和投资量高，因此仍保持较强的区域钢材需求。而长材供给相对减少，短期来看，预期春季需求爆发时价格会有一定程度的上涨，长期幅度收敛，公司长材方面的盈利有保证。

四、发力“三元”产业，培育新的利润增长点

配合南京江北新区“三区一平台”的定位及产业结构调整方向，公司积极推动产业升级变革，希望借助转型推进产城融合，形成协同效应。而复星系拥有专业的投资平台，丰富的资本运作经验；南京钢联另一个大股东新工集团，旗下有 100 多家核心企业，资源丰富，亦可对接助力转型发展。2017 年是公司夯实产业，实施“钢铁+新产业”双主业发展的布局之年。公司通过多次定增、债转股、资产证券化等方式筹集资金，改善资产负债结构，提升生产经

营水平。未来,随着公司由传统制造业向现代服务制造业转型发展,并做大节能环保、钢铁电商、信息化等新兴产业和新业务模式,公司或将迎来跨越式发展,成为复星旗下有关能源环保、新材料以及智能制造相关资产的主要上市平台值得期待,成长及估值空间也将随之逐步打开。

1、加快布局能源环保领域

钢铁行业为高耗能、高污染行业,公司响应钢铁行业转型升级大势,着力构建绿色文化,把节能环保放在与效益同等重要的位置上。公司自 2015 年起逐步布局环保领域。2015 年 3 月,投资成立金凯节能环保投资公司,10 月,投资南钢清洁能源,并将其与公司内部已有的节能环保业务整合纳入金凯节能环保平台,实现专业化运营。经过两年的积淀,2017 年,公司联合复星系资本,先后收购杭州天创环境公司、青岛思普润水处理公司和云南菲尔特节能公司。

表 11: 目前参控股环保公司

时间	公司	持股%	2017 年净利 (万元)	主营业务
2013 年 7 月	南京金瀚环保科技有限公司	100%	金凯节能子公司	环保科技研发;污水处理;环境监测;软件开发、技术咨询;环境影响评价;大气污染治理;防腐保温工程、环保工程设计、施工、技术服务;环境保护专用设备制造、销售;节能技术服务;热力生产和供应;电力供应
2015 年 3 月	金凯节能环保投资公司	100%	1439.52	与节能环保相关的实业投资、资产管理、技术开发、技术咨询、技术服务等
2015 年 10 月	南钢清洁能源有限公司	25%	-	经营范围为清洁能源科技研发;新能源技术研发、技术转让、技术咨询;危险化学品经营
2016 年 1 月	南京金泰再生资源公司	100%	金凯节能子公司	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
	云南菲尔特环保科技有限公司	26%	-427.00	从事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业务
2017 年	青岛思普润水处理公司	16%	3243.92	向客户提供以 MBBR 技术为核心的污水处理整体技术解决方案,包括生物池 MBBR 技术设计、生物膜填料销售、系统设备销售及安装、整体工程技术调试等
	杭州天创环境科技公司	9.75%	246.2 (2017H1)	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

资料来源:公司公告,民生证券研究院

降污减排+循环节能成效显著:公司主要污染物为废水、废气和固体废物;废水经处理后排入长江支流,废气中污染物经除尘脱硫处理后由高烟囱排入大气;固体废物全部综合利用,废渣用于钢渣微粉生产,除尘灰、污泥返生产线用于生产。

表 12: 主要污染物排放量

污染物	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
废水排放量	万吨	851.9	882.1	884.6	949.4
化学需氧量	吨	201	180.4	153.6	153.2
氨氮	吨	/	/	5.312	4.47
二氧化硫	吨	5089.4	3368.4	3602.5	2923.6
氮氧化物	吨	8774.1	8751.1	9213.4	8555.4
有组织烟粉尘	吨	5886	5395.7	4401.8	4475.2

资料来源:《2014-2017 年社会责任报告书》,民生证券研究院

另一方面,公司将能源管理与用能全过程和生产经营管理全过程相结合,建立能源管理

体系，实现能源管理规范化、制度化。2017 年，公司累计投资 7070 万元，实施重点节能项目 18 项。饱和余热蒸汽发电项目，利用公司炼钢、轧钢生产产生的余热蒸汽进行发电，年减少外购电力消耗 3800 万 kwh。

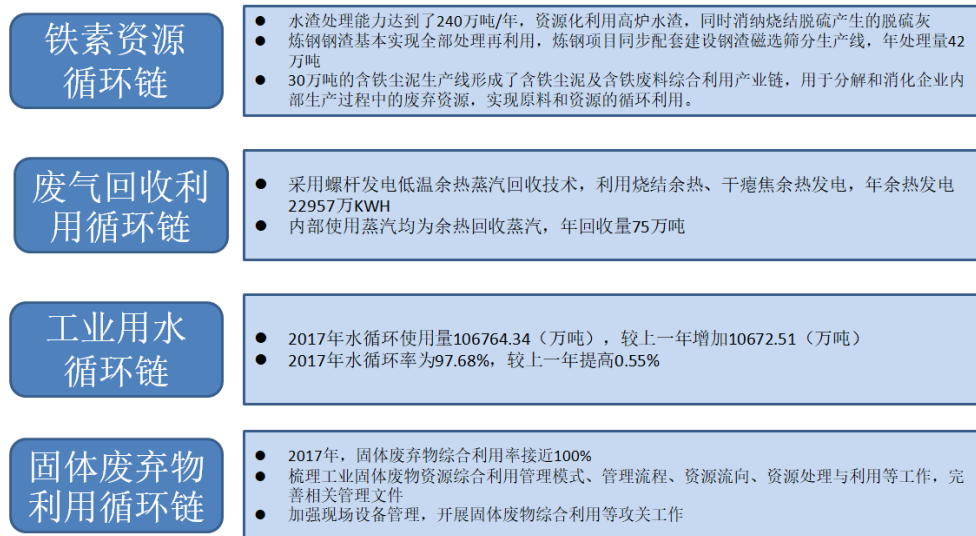
表 13：能源管理成效

	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
吨钢综合能耗煤	千克	609	605.4	589.8	572
吨钢耗新水	立方米	3.58	3.2	3.1	/
全年自发电量	亿千瓦时	20.57	21.19	23.22	24.69
自发电比例为	%		50.80%	53.80%	53.50%

资料来源：《2014-2017 年社会责任报告书》，民生证券研究院

同时，公司坚持可持续发展，注重节能降耗、环境保护和资源综合利用技术的开发和应用，提升产品延伸加工的综合利用能力，打造环境友好型、资源节约型企业，将污染物当作“放错位置的资源”来加以控制和利用，逐步形成铁素资源循环链、废气回收利用循环链、工业用水循环链、固体废弃物利用循环链等“四个循环链”。

图 45：能源管理“四个循环链”实现可持续发展



资料来源：《2017 年社会责任报告书》，民生证券研究院

2、稳步前进，深入智能制造

（1）依托金恒科技，深探冶金机器人领域

2011 年，公司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，主要从事以钢铁行业为代表的工业领域智能化制造相关的软件开发、软件产品销售、系统集成、IT 规划与咨询、系统运维等服务，致力成为工业领域知名的信息化全面解决方案供应商。2016 年通过高新技术企业认定，2017 年 12 月挂牌新三板，进一步提升品牌影响力，拓宽融资渠道、增强资产流动性，促进持续健康发展，从而提升公司在智能制造相关领域的竞争优势和投资价值。

表 14：金恒科技毛利率高达 40%

	2015 年	2016 年	2017 年
收入 (亿元)	0.81	1.5	1.13
毛利 (亿元)	0.33	0.49	0.46
毛利率%	40.69%	32.42%	40.99%

资料来源：wind，民生证券研究院

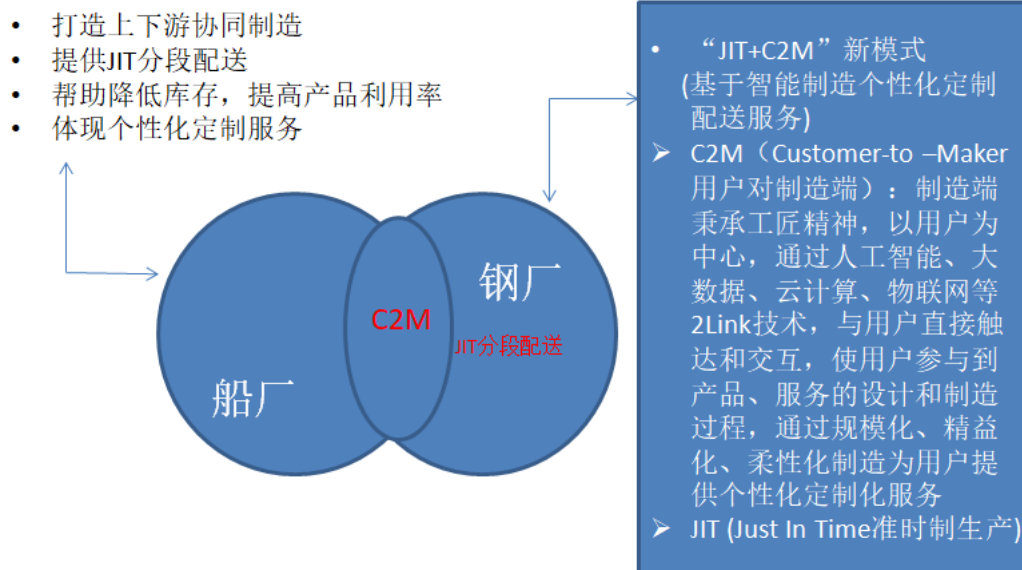
自 2014 年，南钢以智能制造领先战略为目标，建立中德智能制造协同创新基地，探索智能工业机器人在钢铁行业的集成应用和创新发展，对高温、高危险、高粉尘、高强度、高噪音（5G）岗位利用智能机器人或智能装备替代人工。2015 年 9 月，电炉炼钢生产平台启用引进的六轴机器人完成危险系数较高的测温、取样等工作。此后则由金恒科技担当起集成创新、自主研发的重任。在成功引进德国机器人技术后，成功研发耐高温高强度弧形枪，全自动换枪装置，进一步提高测温取样机器人自动化水平。近两年，开发炮泥包装、拉伸冲击、标牌焊接、加保护渣、喷号等多个工位的冶金机器人，基本实现炼铁、炼钢、轧钢、精整、实验室等多道工序覆盖。同时跨界研发机器人取得突破，金恒科技初步成长为冶金行业机器人集成方案服务商的引领者。

2016 年，与德国巴登集团签署中德巴登智能制造协同创新协议，开拓机器人应用市场，“中德巴登南钢智能制造协同创新项目”列入工信部“中德智能制造合作 2016 年试点示范项目名单”。自主集成的冶金机器人系统入选工信部 14 个“首批中德智能制造合作试点示范项目”之一。截至 2017 年 7 月，金恒科技在冶金机器人研发方面获得专利 11 项，其中发明专利 4 项，在测温、冲击、拉伸机器人系统集成开发方面是国内首创。12 月，“熔融金属测温取样智能集成系统”通过江苏省首台（套）重大装备及关键部件认定，成为江苏省 152 家、南京市 13 家获此认定的企业之一，标志着金恒科技已具备较强的智能装备技术研发及创新能力。机器人领域将是公司转型高端制造主要方向之一。未来，公司将继续加大智能化、信息化合作。

（2）“JIT+C2M”智能定制配送独具特色

2016 年，公司船板分段定制准时配送作为个性化、柔性化产品定制模式的案例列入工信部《中国钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》。目前，金陵钢宝网（www.gangbao365.cn）线上电商平台已形成独具特色的以工业互联网为依托的 JIT+C2M 平台，面向钢铁产业全流程，构建集智能装备、智能工厂、智能决策、智能互联于一体的工业互联网平台。该平台着重打通到客户到相关方的连接，消除没有增值的中间环节，线上线下协同、上下游供应链信息交互，最终通过 JIT 平台实现“生产智能化、业务信息化、服务网络化、制造协同化、信息互联化”，推动产业链资源的整合与共享，重构全价值链。

图 46: “JIT+C2M”



资料来源:《2017 年社会责任报告书》, 民生证券研究院

2017 年, 公司以“JIT+C2M”模式配送的钢材产品达到 65.50 万吨, 同比增长 48.43%; 且由船板扩大至船舶海工、工程机械、风电、桥梁、建筑等领域, 进一步提高“JIT+C2M”平台服务的品牌价值和市场竞争力。

表 15: “JIT+C2M” 智能定制配送发展历程

	发展关键环节	全年配送订单量
2014 年	借助 JIT 精益生产模式, 推广船板定制配送。建立起了密切的上下游价值链, 完善品种和规格配套, 按制造节点供货, 实现产业链增值、效益分享	船板 17 万吨
2015 年	基于互联网思维和 JIT 的船板配送服务模式创新实践, 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”, 通过帮助船厂提高生产效率, 实现整个产业链的成本最优和价值增值	船板 47.7 万吨
2016 年	公司深化“C2M (客户对工厂)+JIT”大规模个性化定制配送, 智能定制配送由船板逐步推广到结构钢、风塔用钢、桥梁钢等品种, 形成了全新的产业形态	钢材产品 44.13 万吨
2017 年	由船舶逐步推广到工程机械、风塔、桥梁、建筑等领域, 提升客户体验并实现产品的价值创造, 与上下游产业链共同建设开放、共享、智能的“C2M”生态圈	“JIT+C2M”模式配送钢材产品达 65.5 万吨(同比+48.43%)

资料来源: 公司年报、社会责任报告书, 民生证券研究院

3、开拓高端新材料—制造领域新动能

公司围绕新材料、新能源、新兴产业, 推动品种结构调整, 精准选择用钢领域和行业研发方向, 积极开发高技术含量产品。以技术领先、质量稳定、用户满意为目标, 每年推出一批高附加值产品, 抢占高端市场。公司战略规划中的新材料不仅包含高端钢铁材料, 还包括非钢金属新材料及复合材料, 瞄准国防军工、轨道交通、航空航天、海洋工程等热点领域。目前已在国内率先开发不锈钢复合板、钛钢复合板等品种。

(1) 2016 年 6 月, 公司战略投资江苏天工科技股份有限公司, 持股 17.95%。天工科技

成立于 2010 年, 2015 年 12 月挂牌新三板, 具有一整套科研、生产、检测、销售、服务体系, 拥有轻质复合钛管、钛板、高强度复合钛板、波纹芯复合钛板等实用新型和发明专利达 34 项。主要从事钛合金新材料的生产、加工、研发与销售, 将原材料海绵钛加工制作成钛锭、钛板、钛管、钛棒及钛盘圆等。产品被广泛应用于航空、航天、石油化工、医疗器械、IT、军工等行业以及军用、民用等不同领域和其它相关行业, 涵盖高尔夫球杆、眼镜框、自行车等民用品, 以及人体支架等医用材料。未来, 天工股份还将积极引入战略投资者, 全力推进资本运作常态化, 寻求上下游兼并重组机会, 延伸钛产品产业链, 进一步提升经营效率和质量; 坚持技术创新, 大力推进研发工作, 为产业链的延伸、升级做好技术储备。

投资天工股份形成长期战略合作关系, 与南钢在新材料产业链上产生良好的协同效应。目前, 双方在钛合金复合板等产品的开发生产及全球销售网络的资源综合利用等方面已相互赋能。

(2) 2017 年 7 月, 公司与日本冶金工业株式会社、江苏三鑫特殊金属材料股份有限公司成立合资公司, 持股分别为 37%、60%、3%, 可在国内制造世界最宽、最大的高品质不锈钢和特殊钢板。日本冶金会社始创于 1925 年, 一直致力于新型不锈钢和功能合金材料的生产与研发。日方将提供未加工的钢材, 委托南钢热轧加工。合资公司生产的特殊钢, 具有单张大型化、板幅超宽等优点, 且交货期短。未来, 在与欧美同行的竞争中, 合资公司还将进一步提高生产效率、缩短工期、降低成本、提高质量和安全性等。

8 月, 公司首次试轧厚度规格 6-7.5 毫米、宽度规格 1600-1660 毫米的因瓦合金 K93600、高耐蚀合金 N08825 及纯镍 N02201 卷板获得成功。合金坯料由合作方日本冶金工业株式会社提供。双方全程跟踪此次试生产, 并初步敲定后续继续向超级不锈钢等合金卷方面开展研发工作。此外, 公司与其合作研发大宽度、大厚度高耐蚀不锈钢及镍基合金系列特种材料产品, 与英国莱斯特大学等合作开发项目获得江苏省科技厅立项。成功试制双相不锈钢、超级不锈钢、殷瓦钢、纯镍、高镍合金等 5 大类材料, 丰富了南钢产品多样性, 为南钢合金卷实现海外供货提供了可能, 将进一步提高南钢在合金板材市场的核心竞争力。

(3) 2017 年 8 月, 公司完成对德国汽车行业轻量化专家 Koller Beteiligungs GmbH 的控股收购。柯勒专注于汽车领域碳纤维以及其他复合材料的轻量化产品和模具的设计和生产, 为汽车行业提供轻量化解决方案, 其产品运用于大众、宝马、奥迪、奔驰、路虎等全球知名汽车品牌。11 月, 南钢新材料智能制造产业园重点打造的南钢柯勒复合材料制品项目签约。一期柯勒复合材料项目将建成年产 30 万件玻璃纤维生产线、30 万件碳纤维湿压生产线和 20 万件碳纤维 RTM 生产线, 预计建成投产后实现年销售额不低于 10 亿元。

五、盈利预测与投资建议

筛选申万钢铁行业中厚板生产企业, 可比公司 PE 均值为 23.34, 行业均值 (剔除*ST 沪科) 为 26.34, 而南钢 PE 为 7.09, 远低于行业及可比公司均值, 在可比公司中处于较低水平; 可比公司 PB 均值为 2.44, 行业均值 (剔除*ST 沪科) 为 2.23, 而南钢 PB 为 1.96, 亦低于行业及可比公司均值。

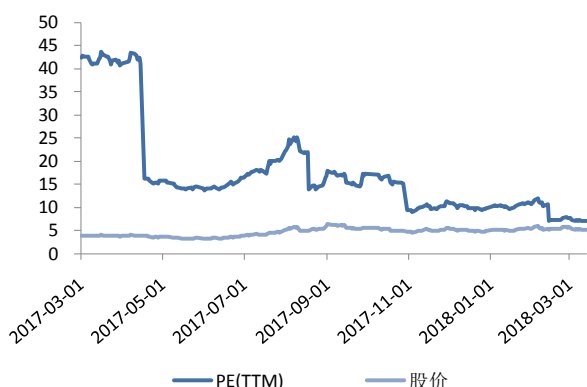
表 16: 可比公司估值

公司	股价	PE(TTM)	PB(LF)
包钢	2.34	84.91	2.19
重钢	2.47	68.82	1.32
酒钢	2.66	56.35	1.69
山钢	2.17	52.98	1.39
沙钢	16.12	50.80	10.51
河钢	3.86	22.04	0.89
太钢	6.72	15.55	1.56
首钢	5.65	14.75	1.17
柳钢	7.19	13.87	3.17
新钢	6.91	13.75	1.90
宝钢	9.21	13.64	1.30
本钢	5.13	12.90	1.10
鞍钢	6.66	12.28	1.01
安钢	4.85	12.10	1.99
安钢	4.85	12.10	1.99
凌钢	4.64	10.47	1.89
马钢	4.09	9.81	1.40
八钢	15.14	7.98	3.78
三钢	21.39	7.36	2.67
韶钢	7.38	7.10	6.01
南钢	5.15	7.09	1.96
华菱	9.17	6.71	2.67
可比公司均值	-	23.34	2.44
行业均值	-	26.34	2.23

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院 (2018 年 3 月 12 日值)

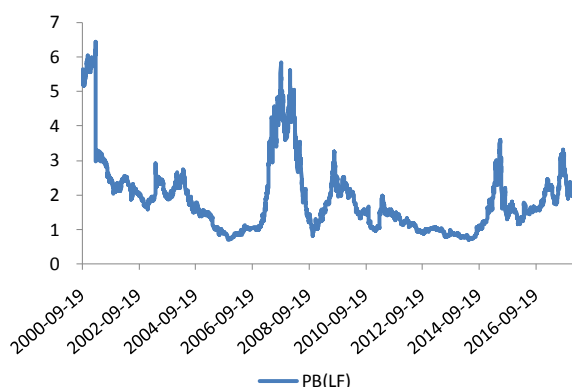
纵向来看, 经过行业触底, 公司盈利后 PE (TTM) 震荡下降, 目前处于低点; 自公司上市以来, PB 随行业景气度涨跌, 目前也处于较低位置。

图 47: PE (TTM) 及股价



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 48: 上市以来 PB (LF)



资料来源: wind, 民生证券研究院

我们预计公司 2018-2020 年归属母公司股东净利润 45.52 亿元、47.51 亿元、49.35 亿元, EPS 分别为 1.03 元、1.08 元、1.12 元, 对应当前股价 PE 分别为 5 倍、4.8 倍、4.6 倍。首次

覆盖，给予强烈推荐的评级。

表 17：盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	37,601	40,270	44,015	47,757
增长率（%）	55.5%	7.1%	9.3%	8.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	3,040	4,552	4,751	4,935
增长率（%）	759.4%	49.7%	4.4%	3.9%
每股收益（元）	0.79	1.03	1.08	1.12
PE（现价）	6.5	5.0	4.8	4.6
PB	2.0	1.4	1.1	0.9

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	37,601	40,270	44,015	47,757
营业成本	31,456	32,412	35,881	39,262
营业税金及附加	277	294	322	349
销售费用	508	599	634	696
管理费用	1,031	1,220	1,292	1,417
EBIT	4,392	5,745	5,886	6,033
财务费用	549	409	372	374
资产减值损失	369	281	43	56
投资收益	68	87	81	83
营业利润	3,578	5,142	5,552	5,686
营业外收支	(123)	15	(10)	(20)
利润总额	3,455	5,157	5,543	5,666
所得税	215	387	521	467
净利润	3,240	4,770	5,022	5,199
归属于母公司净利润	3,040	4,552	4,751	4,935
EBITDA	6,033	7,266	7,333	7,391

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2748	14225	21304	30092
应收账款及票据	5316	4282	5212	5523
预付款项	234	281	296	330
存货	4152	4348	4697	5176
其他流动资产	1278	1278	1278	1278
流动资产合计	13993	24642	32972	42535
长期股权投资	287	283	283	283
固定资产	20634	19557	18417	17298
无形资产	859	816	775	735
非流动资产合计	23743	21226	18804	16468
资产合计	37735	45868	51776	59003
短期借款	3304	3304	3304	3304
应付账款及票据	10155	13073	13621	15214
其他流动负债	999	999	999	999
流动负债合计	21170	24532	25419	27447
长期借款	719	719	719	719
其他长期负债	289	289	289	289
非流动负债合计	1008	1008	1008	1008
负债合计	22178	25540	26427	28455
股本	4409	4409	4409	4409
少数股东权益	3983	4201	4471	4735
股东权益合计	15558	20328	25349	30548
负债和股东权益合计	37735	45868	51776	59003

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	55.5%	7.1%	9.3%	8.5%
EBIT 增长率	389.0%	30.8%	2.5%	2.5%
净利润增长率	759.4%	49.7%	4.4%	3.9%
盈利能力				
毛利率	16.3%	19.5%	18.5%	17.8%
净利润率	8.1%	11.3%	10.8%	10.3%
总资产收益率 ROA	8.1%	9.9%	9.2%	8.4%
净资产收益率 ROE	26.3%	28.2%	22.8%	19.1%
偿债能力				
流动比率	0.66	1.00	1.30	1.55
速动比率	0.46	0.83	1.11	1.36
现金比率	0.14	0.59	0.85	1.10
资产负债率	58.77%	55.68%	51.04%	48.23%
经营效率				
应收账款周转天数	5.27	5.99	5.75	5.83
存货周转天数	45.7	48.4	47.5	47.8
总资产周转率	1.04	0.96	0.90	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.03	1.08	1.12
每股净资产	2.63	3.66	4.74	5.85
每股经营现金流	0.54	2.50	1.47	1.87
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	6.6	5.0	4.8	4.6
PB	1.96	1.41	1.09	0.88
EV/EBITDA	4.50	2.12	1.13	(0.07)
股息收益率	0.97%	0.00%	0.00%	0.00%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,401	4,770	5,022	5,199
折旧和摊销	1,640	1,521	1,446	1,358
营运资金变动	(3,612)	4,142	(407)	1,197
经营活动现金流	2,361	11,035	6,476	8,228
资本开支	405	(778)	(965)	(958)
投资	681	0	0	0
投资活动现金流	(749)	865	1,046	1,041
股权募资	5,529	0	0	0
债务募资	(4,626)	0	0	0
筹资活动现金流	(1,005)	(423)	(443)	(481)
现金净流量	607	11,477	7,079	8,788

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 股权结构	4
图 2: 五大类产品生产工艺流程	6
图 3: 研发投入占收入比重持续维持在 3.1% 以上	7
图 4: 近两年研发投入增速大幅增长	7
图 5: 长材、板材产量各半	8
图 6: 板材、棒材贡献近 84% 的营收	8
图 7: 板材、棒材贡献近 91% 的毛利	9
图 8: 棒材毛利率最高	9
图 9: 华东市场贡献 74% 的营收	10
图 10: 华东市场中江苏贡献 65% 的营收	10
图 11: 营收 (亿元) 处于上市以来较高水平	11
图 12: 归母净利 (亿元) 处于上市以来最高水平	11
图 13: 近两年期间费用率大幅下降	11
图 14: 毛利率、净利率大幅反弹	11
图 15: 吨钢指标优化	12
图 16: 资产负债率自高点显著下降	12
图 17: 华东及全国中厚板产量 (万吨) 及占比	12
图 18: 全国中厚板产量 (万吨) 及产能利用率下降	12
图 19: 全国高炉开工率	13
图 20: 中厚板产能利用率较低	13
图 21: 三大品种全国钢材均价 (元/吨)	13
图 22: 普中板 20mm 价格持续上升	13
图 23: 2017 年中厚板出口量 (万吨) 明显减少	13
图 24: 中厚板库存下降	13
图 25: 华东在全国钢材表观消费量 (万吨) 占比约 31%	14
图 26: 华东地区是全国重要钢厂中厚板销售主力流向	14
图 27: Clarksons 手持订单量	15
图 28: 2017 年造船行业拐点初现	15
图 29: 华东新接船舶订单量 (CGT) 及全国占比 (%)	15
图 30: 江浙沪造船完工量占全国比重超 60%	15
图 31: 挖掘机、装载机销量 (台) 及增速	16
图 32: 华东挖掘机销量约占全国的 30%	16
图 33: 1500 风力发电机组钢材消耗量	18
图 34: 2018-2020 年核准待建风电项目区域分布 (GW)	18
图 35: 2017 年底全国核电装机前七大省份	19
图 36: 全国核电装机容量分布图 (万千瓦)	19
图 37: 全国中频炉分布	20
图 38: 长材主要品种华东供给量 (万吨) 占全国近半	20
图 39: 螺纹 HRB400: 20mm 价格 (元/吨)	20
图 40: 高线 HPB300: 8.0mm 价格 (元/吨)	20
图 41: 全国房地产市场 (万平方米)	24
图 42: 华东房地产市场 (万平方米)	24
图 43: 江浙沪房地产市场 (万平方米)	25
图 44: 2009-2018 年棚户区改造住房计划套数	25
图 45: 能源管理“四个循环链”实现可持续发展	27
图 46: “JIT+C2M”	29
图 47: PE (TTM) 及股价	31
图 48: 上市以来 PB (LF)	31

表格目录

表 1: 公司主要轧钢产线	5
表 2: 2017 年科技创新项目	7
表 3: 2017 年高端产品应用领域	8
表 4: 详细产品结构	9
表 5: 五大类产品吨钢指标（元）	10
表 6: “十三五”天然气长输管道重点项目	17
表 7: “十三五”原油管道重点项目	17
表 8: “十三五”成品油管道重点项目	17
表 9: 2018 年华东六省基建项目	22
表 10: 江苏省 2018 年重大基建项目	23
表 11: 目前参控股环保公司	26
表 12: 主要污染物排放量	26
表 13: 能源管理成效	27
表 14: 金恒科技毛利率高达 40%	28
表 15: “JIT+C2M” 智能定制配送发展历程	29
表 16: 可比公司估值	31
表 17: 盈利预测与财务指标	32

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计师事务所审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。