

2010年8月26日

南钢股份

整体上市好事近，钢价反弹压力减

买入 (↑持有)
A
 600282.SS - 人民币 3.93
 目标价格: 人民币 4.90 (↑4.10)

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 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(%)	(35)	3	(4)	(34)
相对新华富时A50指数(%)	(10)	3	(3)	(19)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,685
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	6,622
3个月日均交易额 (人民币 百万)	20
净负债比率 (%)	16
主要股东 (%)	
南钢联合有限公司	63

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

公司2010年上半年实现盈利9,993万元,同比上涨79.9%,主要由于钢材售价同比上涨13%和钢材销量增加。公司2季度净利润为5,209万元人民币,较1季度上涨8.9%,略好于我们的预期。7月中旬钢价有所反弹,所以三季度盈利将好于我们前期预测的微利水平。但由于淡季需求弱和铁矿石价格居高不下,三季度盈利仍将弱于二季度。因此我们将2010-12年盈利预测分别上调15.1%、2.8%和3.7%。公司收购南钢发展的计划获中国证监会条件批准,如果进展顺利,公司将于11月左右完成整体上市。鉴于南钢发展较好的盈利水平,我们预计整体上市后,公司盈利水平将大幅提高。我们对公司的目标价格由4.10元上调至4.90元,对该公司的评级由持有上调至买入。

支撑评级的要点

- 资产收购计划获有条件批准,整体上市有序进行,完成后将分享炼铁环节利润,盈利能力将大幅增强;
- 钢价反弹,需求恢复;
- 中厚板、船板产品市场份额居全国前列;不断完善产品结构。

评级面临的主要风险

- 钢铁需求大幅下滑;钢材价格反弹乏力;
- 铁矿石价格居高不下。

估值

- 按照A股钢铁公司1.3倍的2010年平均市净率,我们将目标价由4.10元上调至4.90元。我们将对该股的评级由持有上调为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币百万)	28,354	23,304	23,646	26,010	28,611
变动 (%)	-	(18)	1	10	10
净利润 (人民币百万)	114	138	142	837	982
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.068	0.082	0.084	0.217	0.255
变动 (%)	-	20.9	2.7	157.4	17.3
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	0.193	0.308	0.480
原先预测摊薄每股收益 (人民币)	-	-	0.073	0.211	0.246
调整幅度 (%)	-	-	15.1	2.8	3.7
核心每股收益 (人民币)	0.068	0.082	0.084	0.217	0.255
变动 (%)	-	20.9	2.7	157.4	17.3
全面摊薄市盈率 (倍)	61.0	50.4	49.1	19.1	16.3
核心市盈率 (倍)	61.0	50.4	49.1	19.1	16.3
每股现金流量 (人民币)	0.29	0.36	(0.03)	(0.19)	0.92
价格/每股现金流量 (倍)	14.1	11.4	(158.4)	(21.8)	4.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	11.0	9.9	12.3	9.9	7.0
每股股息 (人民币)	0.040	0.040	0.040	0.235	0.275
股息率 (%)	1.0	1.0	1.0	5.9	7.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

注: 假设在2010年底完成增发新股

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

2010 年上半年净利润同比增长 80%

南钢股份公告 2010 年上半年净利润同比增长 79.9%至 9,993 万人民币（全面摊薄每股收益同比增长 78.8%至 0.059 元），公司毛利率为 3.93%，同比上升 0.93 个百分点。公司上半年实现营业收入 131 亿元，同比上升 18.4%，主要原因是产品销售量增加以及产品销售价格同比上升 13%。上半年营业成本为 126 亿元，上升 17%，主要由于产品销售量增加以及主要原燃料采购价格同比上升 12%。

2 季度净利润环比上升 9%

从分季度业绩来看，2010 年 2 季度销售额环比增加 9.3%，略好于我们的预期，主要由于 2 季度钢材价格均价高于一季度 10%。2 季度净利润为 5,209 万人民币，环比上升 8.9%，公司毛利率也由 2010 年 1 季度的 3.4%上升至 4.1%。但由于销售费用和财务费用分别增加了 48%和 40%，使得 2 季度净利率与 1 季度基本持平。

图表 2.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
净利润（人民币，百万）	12.4	43.2	109.0	(26.2)	47.8	52.1
毛利率(%)	(2.03)	7.12	2.80	0.78	3.40	4.10

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 3.主要品种营业利润率

产品	营业收入（人民币，百万）	营业利润率(%)	营业利润率品种占比(%)	营业利润率同比增减百分比(%)
棒材钢材	1,985	7.32	28.25	0.71
带钢钢材	1,218	7.54	17.85	(2.34)
中板钢材	4,061	2.25	17.81	1.61
中厚板卷钢材	2,743	4.57	24.39	0.38
钢坯、生铁	2,104	2.64	10.82	4.35
其他	964	0.46	0.86	(4.80)
合计	13,074	3.93	100	0.93

资料来源：公司资料，中银国际研究

上半年公司基本完成生产计划

上半年公司实际产钢 285 万吨，同比增长 7.6%，完成年度计划 51%；实际产铁 306 万吨，同比增长 4.9%，完成年度计划 49.3%；实际生产钢材 247 万吨，同比增长 15.6%，完成年度计划的 51.5%。我们估计公司下半年完成生产计划没有问题。

收购南钢发展获证监会条件批准

2009 年 5 月 23 日，公司发布定向增发预案拟收购南钢发展 100%的股权，实现南钢联合钢铁主业资产的整体上市。2010 年 8 月 13 日，经中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核，南钢股份向特定对象发行股份购买资产暨关联交易的申请获得有条件通过。虽然目前尚未公布具体执行时间和文件，但整体上市计划正有序进行，如果进展顺利估计在今年 11 月左右完成整体上市过程。

依据公司 2009 年 11 月 24 日的公告，此次收购计划发行价格为 4.19 元/股，交易价格为 9,092,452,698 元，预计发行 2,170,036,443 股。

本次收购目标南钢发展拥有原南钢联合下属除南钢股份股权以外的钢铁主业资产，主要产品为线材、棒材（>50mm）和型钢三大类产品。本次交易完成后，南钢股份将具备年产 650 万吨钢、600 万吨铁、650 万吨材的综合生产能力，成为一家集矿石采选、炼焦、炼铁、炼钢及轧钢于一体的现代化钢铁联合企业。南钢发展 2009 年全年盈利额达到 3.9 亿，预计 2010 年净利润额达到 7.3 亿。在铁矿石价格普涨的形势下，公司持股 49%的安徽金安矿业铁精矿粉业务成为今年南钢发展盈利大幅度提高的重要来源。

重要在建工程项目进展情况

公司中厚板卷厂第二条剪切线项目预计投入资金 2.5 亿，上半年投入 9,438 万元，目前已投资资金占预算资金的 52.3%，此项目已完成 80%，预计今年 10 月完成。中板厂港池南岸热处理线项目预计投资资金 2.4 亿，上半年投入 8,808 万元，目前已投入资金占预算资金的 62%，目前工程已完成 30%，预计明年三四月份完成。计划投入 8,000 万元的中板厂 1#炉异地改步进炉项目已经进入设备安装调试阶段。

盈利展望

由于铁矿石价格仍持续上涨并且三季度是传统淡季，所以三季度的盈利空间将收窄；但由于钢价在连续下跌三个月后于7月中旬开始上涨，三季度盈利将好于我们前期预测的微利水平但仍将弱于二季度业绩水平。四季度钢材下游需求恢复，盈利将有所好转。我们将2010-12年盈利预测分别上调15.1%、2.8%和3.7%。

调整目标价格

公司在全行业竞争日趋激烈的情况下着力产品升级和开发具有技术优势的新产品，公司的主要产品中厚板占据较大市场份额，船板技术先进并于今年跃居全国第二。整体上市好事渐进，假设公司的资产重组在2010年4季度完成，重组完成后南钢股份将具备年产650万吨钢的生产能力并且分享炼铁环节利润，盈利能力将大幅增强。我们粗略估算，2010年合并后南钢股份的每股净资产为3.76元。我们将目标价由4.10元上调至4.90元，这是基于2010年A股钢铁行业1.3倍的平均市净率水平。我们将对该股的评级由持有上调至**买入**。

图表 4.业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年上半年	2010 年上半年	同比变动(%)
销售收入	11,098	13,136	18.4
销售成本	(10,777)	(12,621)	17.1
营业税	(31)	(21)	(31.8)
毛利润	290	495	70.4
销售费用	(71)	(73)	2.9
管理费用	(99)	(122)	23.8
财务费用	(66)	(81)	21.6
资产减值损失	2	(77)	n/a
投资收入	0	0	n/a
营业利润	56	141	153.3
营业外收入	16	4	(71.4)
营业外支出	(9)	(2)	(80.1)
税前利润	62	144	132.7
税金	(6)	(44)	599.8
净利润	56	100	79.9
归属于母公司所有者的净利润	56	100	79.9
全面摊薄每股收益	0.033	0.059	78.8

资料来源：公司资料，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	28,354	23,304	23,646	26,010	28,611
销售成本	(27,105)	(22,505)	(22,754)	(23,693)	(25,922)
经营费用	(490)	(85)	(267)	(509)	(375)
经营利润(息税前利润)	759	713	625	1,808	2,314
折旧及摊销	(420)	(448)	(369)	(600)	(845)
息税折旧前利润	339	265	256	1,208	1,469
净利息收入/(费用)	(223)	(128)	(66)	(155)	(234)
其他收益/(损失)	20	16	0	0	0
税前利润	136	153	189	1,053	1,235
所得税	(22)	(15)	(47)	(216)	(254)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	114	138	142	837	982
核心净利润	114	138	142	837	982
每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.084	0.217	0.255
核心每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.084	0.217	0.255
每股股息(人民币)	0.040	0.040	0.040	0.235	0.275
收入增长(%)	n.a.	(18)	1	10	10
息税前利润增长(%)	n.a.	(22)	(4)	373	22
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(6)	(12)	189	28
每股收益增长(%)	n.a.	21	3	157	17
核心每股收益增长(%)	n.a.	21	3	157	17

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1,216	1,978	1,182	2,601	4,410
应收帐款	0	0	0	0	0
库存	4,591	3,793	3,413	7,108	7,777
其他流动资产	1,356	2,969	2,949	6,323	6,940
流动资产总计	7,163	8,739	7,545	16,031	19,127
固定资产	3,613	3,358	3,289	11,616	11,655
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	407	541	806	1,379	1,996
长期资产总计	4,020	3,899	4,095	12,995	13,650
总资产	11,183	12,638	11,640	29,027	32,777
应付帐款	0	0	0	0	0
短期债务	2,310	2,040	1,694	606	0
其他流动负债	4,215	6,158	5,138	9,883	12,658
流动负债总计	6,525	8,198	6,831	10,489	12,658
长期借款	290	0	226	4,026	4,626
其他长期负债	4	5	5	5	5
股本	1,685	1,685	1,685	3,855	3,855
储备	2,678	2,751	2,893	10,652	11,634
股东权益	4,363	4,436	4,578	14,507	15,488
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	11,183	12,638	11,640	29,027	32,777
每股帐面价值(人民币)	2.59	2.63	2.72	3.76	4.02
每股有形资产(人民币)	2.59	2.63	2.72	3.76	4.02
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	0.04	0.44	0.53	0.06

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	136	153	189	1,053	1,235
折旧与摊销	420	448	369	600	845
净利息费用	230	132	66	155	234
运营资本变动	(637)	(541)	(713)	(5,542)	(6,469)
税金	(22)	(15)	(47)	(216)	(254)
其他经营现金流	369	436	92	3,220	7,957
经营活动产生的现金流	495	614	(44)	(731)	3,549
购买固定资产净值	(115)	(209)	(565)	(9,500)	(1,500)
投资减少/增加	1	2	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(113)	(206)	(565)	(9,500)	(1,500)
净增权益	0	0	0	9,092	0
净增债务	(255)	(290)	226	3,800	600
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(494)	(235)	(413)	(1,243)	(840)
融资活动产生的现金流	(749)	(525)	(187)	11,650	(240)
现金变动	(367)	(118)	(796)	1,419	1,809
期初现金	1,216	1,978	1,182	2,601	4,410
公司自由现金流	382	410	(609)	(10,230)	2,049
权益自由现金流	(96)	(8)	(402)	(6,448)	2,634

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	2.7	3.1	2.6	7.0	8.1
息税前利润率	1.2	1.1	1.1	4.6	5.1
税前利润率	0.5	0.7	0.8	4.0	4.3
净利率	0.4	0.6	0.6	3.2	3.4
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.5	1.5
利息覆盖率	1.5	2.1	3.6	7.5	6.0
净权益负债率(%)	31.7	1.4	16.1	14.0	1.4
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.9	0.9
估值(倍)					
市盈率	61.0	50.4	49.1	19.1	16.3
核心业务市盈率	61.0	50.4	49.1	19.1	16.3
目标价对应核心业务市盈率	72.2	59.7	58.1	22.6	19.2
市净率	1.6	1.6	1.5	1.1	1.0
价格/现金流	14.1	11.4	(158.4)	(21.8)	4.5
企业价值/息税折旧前利润	11.0	9.9	12.3	9.9	7.0
周转率					
存货周转天数	61.8	68.0	57.8	81.0	104.8
应收帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付帐款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
回报率(%)					
股息支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率	2.6	3.1	3.2	8.8	6.5
资产收益率	2.5	1.9	1.6	4.7	3.8
已运用资本收益率	4.9	4.1	4.0	9.5	7.6

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 24 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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