

2010年11月2日

南钢股份

实现整体上市，承诺未来利润

买入

A

600282.SS - 人民币 4.14

目标价格: 人民币 4.70(▲4.90)

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(%)	(33)	7	3	(20)
相对新华富时	(18)	(9)	(7)	(12)
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	3,855
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	15,767
3个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%)	
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

公司10年1-9月实现盈利1.14亿元，同比上涨5%，主要由于钢材售价同比上涨和钢材销量增加。公司3季度净利润为1,410万元人民币，较2季度环比下降73%。3季度钢材价格走弱，公司主营业务品种价格平均下降6%，公司三季度盈利水平较低基本符合我们的预测。四季度钢材价格上涨空间不大，我们预计四季度盈利仍将保持微利水平。公司于10月中旬完成收购南钢发展，基本实现整体上市。南钢发展今年全年盈利预计为7.3亿，炼铁环节的利润分享将大幅提高上市公司的盈利水平。我们预计整体上市后的南钢股份2010-2012年每股收益分别为0.22、0.25和0.29元。基于A股主要钢铁上市公司2010年1.26倍的市净率，我们将公司的目标价格由4.90元下调至4.70元，维持对公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 资产收购计划完成，基本完成整体上市，南京钢联承诺业绩保障，公司盈利能力大幅增强；
- 钢价上行，需求恢复；未来产业链向上游延伸，成本压力减缓；
- 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股主要钢铁上市公司1.26倍的2010年平均市净率，我们将目标价由4.90元下调至4.70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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	28,354	23,304	26,108	28,719	31,591
变动(%)	-	(18)	12	10	10
净利润(人民币百万)	114	138	828	966	1,104
全面摊薄每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.215	0.251	0.286
变动(%)	-	20.9	161.8	16.7	14.3
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.134	0.208	0.300
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.084	0.217	0.255
调整幅度(%)	-	-	154.8	15.5	12.5
每股现金流量(人民币)	0.29	0.36	0.51	1.34	1.50
价格/每股现金流量(倍)	14.2	11.4	8.1	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	9.9	4.7	2.3	0.3
每股股息(人民币)	0.040	0.040	0.080	0.080	0.080
股息率(%)	0.96	0.96	0.96	1.92	1.92

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

注: 假设在2010年初完成增发新股

中银国际研究可在彭博BOCR<GO>, thomsonreuters.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涨幅多于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 1-3 季度实现净利润 1.14 亿同比上升 4.6%

南钢股份公告 2010 年 1-3 季度净利润同比增长 4.6% 至 1.14 亿人民币（全面摊薄每股收益同比增长 4.6% 至 0.068 元），毛利率为 3.2%。公司 1-3 季度实现营业收入 198.4 亿元，同比上升 15%，主要原因是产品销售量增加以及产品销售价格同比上升。公司主营品种中厚板 1-3 季度均价同比上涨 20%。公司 1-3 季度营业成本为 191.9 亿元，同比上升 14.8%，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。今年 1-3 季度国际铁矿石到岸价格平均同比上升 73%。由于成本同比大幅上升，尽管价格上涨，公司报告期内净利润同比上升幅度较小。

3 季度净利润环比下降 73%

从分季度业绩来看，2010 年 3 季度销售额环比减少 2%。3 季度净利润为 1,410 万人民币，环比减少 73%。公司毛利率也由 2010 年 2 季度的 4.1% 下降至 1.95%。毛利率的下降主要由于钢材价格三季度走弱。公司主营品种中厚板 3 季度均价环比下降 5.7%。公司 3 季度净利率为 0.2%。

图表 2. 季度利润及毛利率

	2009 年 1 季度	2009 年 2 季度	2009 年 3 季度	2009 年 4 季度	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 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
毛利率(%)	(2.03)	7.12	2.80	0.78	3.40	4.10	1.95

资料来源：公司资料，中银国际研究

收购南钢发展实施完毕并承诺未来三年业绩

2010 年 10 月 18 日，南钢股份对整体上市的实施情况及所收购资产南钢发展的业绩承诺情况进行公告：10 月 15 日公司办理完毕股份登记手续；10 月 18 日公司在江苏省工商行政管理局办理完注册资本等事项变更手续并取得新的《企业法人营业执照》。

此次资产收购发行价格为 4.15 元/股，发行 21.9 亿股，交易价格为 90.9 亿元。本次交易后公司的总股本增至 38.8 亿股。其中，南京钢联直接持有 21.9 亿股股份，占本次发行后总股本的 56.5%；南钢联合仍持有南钢股份 10.6 亿万股股份，占本次发行后总股本的 27.3%；南京钢联通过直接和间接控制，在南钢股份中拥有权益的股份将达到 32.5 亿股，占本次发行后南钢股份总股本的 83.8%。

图表 3. 收购后南京钢联持股情况

	股数 (亿)	百分比 (%)	备注
直接持有	21.9	56.5	
间接持有	10.6	27.3	通过南钢联合持股
合计	32.5	83.8	总股本 38.8 亿股

资料来源：公司公告

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3.9亿，2010年一季度实现净利2.05亿，毛利率为14%，净利率为5.16%。预计2010年净利润额为7.3亿。

南京钢联就目标资产未来三年净利润情况做出了书面承诺，承诺如果当年南钢发展归属于母公司所有者净利润未达到预测值，则南京钢联自收到通知后的3个月内以现金形式将差额部分予以补足。

图表 4. 南钢发展净利润预测（南京钢联承诺）

项目	2010 年	2011 年	2012 年
南钢发展预测净利润（万元）	73,266	79,229	89,321

资料来源：公司资料，中银国际研究

南钢集团积极洽谈海外矿山项目

由于南钢股份的铁矿石原材料70%以上依赖于海外矿，目前铁矿石价格的居高不下使得南钢股份面临着巨大的成本压力。目前为止南钢在海外尚没有投资矿产资源，为了改变这种被动局面，南钢集团开始积极寻找投资海外矿山延伸上游产业链的机会。目前集团公司正在商谈海外投资项目，但由于未来有可能出现铁矿石过剩的风险，公司遴选项目的态度十分谨慎。为了应对高企的成本压力，目前南钢集团也在积极尝试铁矿石期权交易，目前正在筹备工作，对有关人员进行培训，了解有关操作以及风险防范。公司一系列举措将有助于未来公司降低对海外矿的依赖度从而有效减缓公司的生产成本压力。

盈利展望

由于三季度是传统淡季钢材价格走弱，三季度的盈利弱于二季度水平符合我们的预期。虽然四季度钢材下游需求有回暖的可能，但钢价低位震荡的趋势仍将持续，我们预计收购前的资产部分四季度盈利仍将保持微利水平，预计全年净利润约为 1.4 亿。上市公司完成收购计划，目标资产南钢发展全年盈利较为丰厚，全年预计净利润为 7.3 亿，并且南京钢联就未来三年南钢发展的业绩水平提出了书面承诺，由此公司整体上市后的盈利能力大幅增强。我们预计整体上市后的南钢股份全年净利润为 8.4 亿，较收购前净利增加 7 亿。我们分别上调 2010-2012 年盈利预测 163%、14% 和 12%（前期盈利预测假设公司在 2010 年底完成上市）。公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.22 元、0.25 和 0.29 元。

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。今年上半年公司船板国内市场占有份额超过 9%，高档桥梁板销量排名全国第二，直缝管线钢全国排名第二。目前公司整体上市基本完成，重组完成后南钢股份具备年产 650 万吨钢的生产能力，分享目标资产炼铁环节利润，盈利能力大幅增强。我们粗略估算，2010 年合并后南钢股份的每股净资产为 3.72 元。我们将目标价由 4.90 元下调至 4.70 元，这是基于 A 股主要钢铁上市公司 1.26 倍的 2010 年平均市净率水平。我们维持对该股的买入评级。

图表 5. 业绩摘要

	2009 年前三季度	2010 年前三季度	同比变动 (%)
营业收入	17,250	19,839	15.0
营业成本	(16,712)	(19,187)	14.8
营业税金及附加	(55)	(27)	(50.7)
毛利润	483	625	29.4
销售费用	(101)	(100)	(1.3)
管理费用	(170)	(200)	17.7
财务费用	(96)	(115)	19.5
资产减值损失	24	53	118.6
投资收益	1	0.04	(92.3)
汇兑收益	0.06	0	(100.0)
营业利润	93	158	70.5
营业外收入	21	5	(78.3)
营业外支出	(2)	(3)	44.2
利润总额	112	160	42.6
所得税费用	(3)	(46)	1,455.6
净利润	109	114	4.6
归属于母公司所有者的净利润	109	114	4.6
全面摊薄每股收益	0.0647	0.0677	4.6

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	26,108	28,719	31,591
销售成本	(27,105)	(22,505)	(24,228)	(26,966)	(29,582)
经营费用	(490)	(85)	(397)	(49)	(8)
经营利润(息税前利润)	759	713	1,483	1,704	2,001
折旧及摊销	(420)	(448)	(383)	(465)	(557)
息税折旧前利润	339	265	1,099	1,239	1,444
净利息收入/(费用)	(223)	(128)	5	49	28
其他收益/(损失)	20	16	0	0	0
税前利润	136	153	1,104	1,288	1,472
所得税	(22)	(15)	(276)	(322)	(368)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	114	138	828	966	1,104
核心净利润	114	138	828	966	1,104
每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.215	0.251	0.286
核心每股收益(人民币)	0.068	0.082	0.215	0.251	0.286
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	n.a.	(18)	12	10	10
息税前利润增长(%)	n.a.	(22)	315	13	17
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(6)	108	15	17
每股收益增长(%)	n.a.	21	162	17	14
核心每股收益增长(%)	n.a.	21	162	17	14

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	9,812	13,724	18,082
应收帐款	0	0	0	0	0
库存	4,591	3,793	8,722	9,708	10,649
其他流动资产	1,356	2,969	8,638	9,506	10,441
流动资产总计	7,163	8,739	27,172	32,938	39,172
固定资产	3,613	3,358	3,848	5,774	6,493
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	407	541	1,667	1,477	2,621
长期资产总计	4,020	3,899	5,516	7,251	9,114
总资产	11,183	12,638	32,688	40,188	48,286
应付帐款	0	0	0	0	0
短期债务	2,310	2,040	0	0	0
其他流动负债	4,215	6,158	17,527	23,181	29,206
流动负债总计	6,525	8,198	17,527	23,181	29,206
长期借款	290	0	800	1,680	2,648
其他长期负债	4	5	5	5	5
股本	1,685	1,685	3,855	3,855	3,855
储备	2,678	2,751	10,502	11,468	12,572
股东权益	4,363	4,436	14,356	15,323	16,427
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	11,183	12,638	32,688	40,188	48,286
每股帐面价值(人民币)	2.59	2.63	3.72	3.97	4.26
每股有形资产(人民币)	2.59	2.63	3.72	3.97	4.26
每股净负债/(现金)(人民币)	0.82	0.04	(2.34)	(3.12)	(4.00)

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	1,104	1,288	1,472
折旧与摊销	420	448	383	465	557
净利息费用	230	132	(5)	(49)	(28)
运营资本变动	(637)	(541)	(9,645)	(9,757)	(9,966)
税金	(22)	(15)	(276)	(322)	(368)
其他经营现金流	369	436	10,416	13,557	14,114
经营活动产生的现金流	495	614	1,977	5,183	5,781
购买固定资产净值	(115)	(209)	(2,000)	(2,200)	(2,420)
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)	(2,000)	(2,200)	(2,420)
净增权益	0	0	9,092	0	0
净增债务	(255)	(290)	800	880	968
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(494)	(235)	(2,035)	49	28
融资活动产生的现金流	(749)	(525)	7,857	929	996
现金变动	(367)	(118)	7,835	3,912	4,358
期初现金	1,216	1,978	9,812	13,724	18,082
公司自由现金流	382	410	(23)	2,984	3,361
权益自由现金流	(96)	(8)	758	3,846	4,314

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	5.7	5.9	6.3
息税前利润率	1.2	1.1	4.2	4.3	4.6
税前利润率	0.5	0.7	4.2	4.5	4.7
净利率	0.4	0.6	3.2	3.4	3.5
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.1	1.6	1.4	1.3
利息覆盖率	1.5	2.1	67.1	n.a.	50.0
净权益负债率(%)	31.7	1.4	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.4	0.6	1.1	1.0	1.0
估值(倍)					
市盈率	61.3	50.7	19.4	16.6	14.5
核心业务市盈率	61.3	50.7	19.4	16.6	14.5
目标价对应核心业务市盈率	69.3	57.3	21.9	18.8	16.4
市净率	1.6	1.6	1.1	1.0	1.0
价格/现金流	14.2	11.4	8.1	3.1	2.8
企业价值/息税折旧前利润	11.1	9.9	4.7	2.3	0.3
周转率					
存货周转天数	61.8	68.0	94.3	124.7	125.6
应收账款周转天数	2.53	2.21	10.95	10.95	10.95
应付帐款周转天数	25.08	22.28	54.75	54.75	54.75
回报率 (%)					
股息支付率	58.9	48.7	18.6	31.9	27.9
净资产收益率	2.6	3.1	8.8	6.5	7.0
资产收益率	2.5	1.9	3.6	2.6	2.4
已运用资本收益率	4.9	4.1	10.4	8.0	8.3

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 2009 年 9 月 3 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。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、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。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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 2009 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