精品板材基地，业绩反转确定

*ST 南钢(600282)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	2.23
合理价格区间(元):	

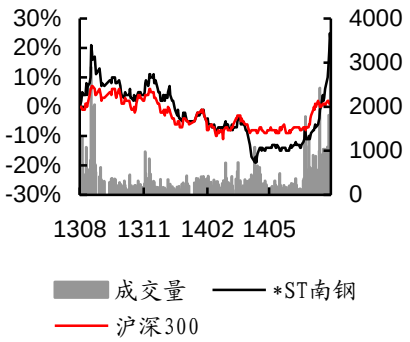
陈雳 研究员 执业证书编号：S0570512070041
010-63211166
chenli8305@mail.htsc.com.cn

李萌 联系人 021-28972079
limeng4494@mail.htsc.com.cn

相关研究

1《南钢股份(600282):扭亏幅度超预期，盈利能力明显提升》2014.08
2《南钢股份(600282):产能淘汰影响去年业绩，今年一季已扭亏》2014.04
3《南钢股份(600282):LNG 罐用钢获得准入，国际化路线明确》2013.11

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	3,875.75
流通 A 股(百万)	3875.75
52 周内股价区间(元)	1.49-2.28
总市值(百万)	8,642.93
总资产(百万)	41,089.32
每股净资产(元)	2.16

资料来源：公司公告

投资要点：

公司近期受到市场认可，连续上涨，再对基本面及投资观点做总结梳理如下：

南钢前身为南京钢铁厂，2003 年，复星集团与南京钢铁集团合资成立南京钢铁联合有限公司（南钢联合），实现了国有企业向混合所有制企业的转变，带来了民企的管理理念和模式。2010 年，南钢股份通过增发 A 股，成功收购其母公司（南钢联合）的优质钢铁及铁矿资产，交易完成后，复星集团间接持有南钢股份，是南钢的实际控制人，实现了南钢联合钢铁主业资产整体上市。

精于板材，覆盖长材。公司拥有粗钢产能 1000 万吨，钢材产能 940 万吨，“板、棒、线、带、型”五大系列产能分别为 480、295、65、60、40 万吨。其中以板材是公司传统优势，用于造船，油气管线，压力容器等领域，X120 管线钢、N610E 石油储罐用钢、9%Ni 超低温压力容器板等精品板材产品均有明显领先优势。

去年亏损因落后产能淘汰，今年扭亏是大概率事件。13 年公司集中淘汰并拆除相对落后的生产设施及部分公辅设施，“资产减值损失”计提 5.1 亿元，13 年全年实现净利润-6.18 亿元。我们在今年年初已明确提出，由于落后产能淘汰已基本完成，14 年盈利能力较强的宽厚板轧机等项目投产，固定资产投资项目已阶段性结束，产品盈利能力稳定提升，预计 14-16 年业绩将稳定扭亏回升。今年中报已经验证了我们的观点，上半年业绩大幅扭亏，二季单季实现 2011 年四季度以来最高单季盈利。

短期看明星产品贡献盈利，长期看造船下游回暖。公司是国内最主要的船用 LNG 储罐钢供货商，此前该领域一直被进口产品垄断，而今年公司超低温 LNG 罐用 9%Ni 钢突破技术瓶颈，通过了中石化、中石油的试用，拿到了准入合格证。超低温 LNG 罐用 9%Ni 钢产品毛利率可达 30%，去年预计交付 1.8 万吨以上订单，今年将扩展至 4 万吨，提供确定性的业绩增量。长期来看，公司是国内造船板核心供应企业，造船行业已显现回暖，2013 年开始新船订单保持高增长，2014 年开始新船造价也开始反弹。为公司长期业绩反转提供外界环境。

维持“增持”评级。预计 14-16 年 EPS 预测 0.06、0.09、0.12 元/股，PB 为 0.97 倍。短期来看，14 年扭亏是大概率事件；长期来看，公司内生研发能力提供不断进步动力，外部造船需求筑底回暖，均提供超越行业成长的可能性。维持“增持”评级。

风险提示：经济形势变化；原料成本及产品价格波动；公司经营治理等。

经营预测指标与估值

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	26,822.51	27,745.83	30,374.94	31,648.30
+/-%	-16.26%	3.44%	9.48%	4.19%
净利润(百万)	-618.45	243.02	337.41	481.80
+/-%	-208.45%	-60.71%	38.84%	42.80%
EPS	-0.16	0.06	0.09	0.12
PE	-13.97	35.57	25.60	17.94

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

正文目录

投资主线.....3
公司概况.....4
公司简介：复星集团旗下钢铁上市公司.....4
产能产品：覆盖长材，深耕板材.....4
财务表现：14 年中报已经扭亏，吨钢盈利近年来最高.....5
投资看点.....6
短期看明星产品贡献盈利.....6
长期看造船市场复苏、转型高端制造平台.....7
估值评级.....7

图表目录

图 1： 南钢股份控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司.....4
图 2： 南钢股份控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司.....5
图 3: 分产品营业收入占比.....6
图 4: 分产品利润占比.....6
图 5: 整体销售毛利率.....6
图 6: 分产品销售毛利率.....6

表格 1: 公司盈利预测与估值.....3
表格 2: 公司盈利预测比较.....3
表格 3: 南钢股份产能和产品.....4

投资主线

关键催化剂

1、2014 年业绩扭亏概率大，摘帽有望；2、吨钢市值对应 800 元左右，资产价格存在被低估；3、产品研发能力强，高合金、宽厚板等新产品不断提升，向高端制造领域转型；4、正在发生的造船行业复苏、未来油气建设提速，将 2015 年后极大提升公司业绩弹性。

盈利假设与盈利

毛利假设依据结合公司产品议价能力与行业吨钢盈利；产量假设依据产能与生产计划；价格依据产品历史价格与行业整体价格趋势预测。

在经济增速下行等最保守的假设情景下，预计 2014~2016 年主营业务收入分别为 277.46、303.75、316.48 亿元，净利润将达到 2.43、3.37、4.82 亿元，实现 EPS 分别为 0.06、0.09、0.12 元。

估值水平与投资结论

基本面来看，公司业绩反转趋势已非常明显。因行业整体成本下移、明星产品放量、落后产能拆除影响消失，14 年短期扭亏几是定局。估值来看，公司转型态度坚决，海外投资，下游拓展。而背靠复星集团，投资经验、和项目储备之丰富，决定了公司战略收购的眼光与成功率，都将高于其余公司，给与“增持”评级。

表格1：公司盈利预测与估值

钢铁公司	最新评级	现价（元）	流通市值（亿元）	EPS（元/股）				PE（倍）				PB（倍）
				13A	14E	15E	16E	13A	14E	15E	16E	
st 南钢	增持	2.17	88	-0.16	0.06	0.09	0.12	--	36	24	18	0.97

资料来源：华泰证券研究所预测

华泰预测对比市场预期

表格2：公司盈利预测比较

证券代码	钢铁公司	EPS 华泰预测（元/股）					Wind 一致预期（元/股）				
		13A	1H14A	14E	15E	16E	13A	1H14A	14E	15E	16E
600282.SH	南钢股份	-0.16	0.03	0.06	0.09	0.12	-0.16	0.03	0.00	0.07	0.10

资料来源：Wind，华泰证券研究所预测

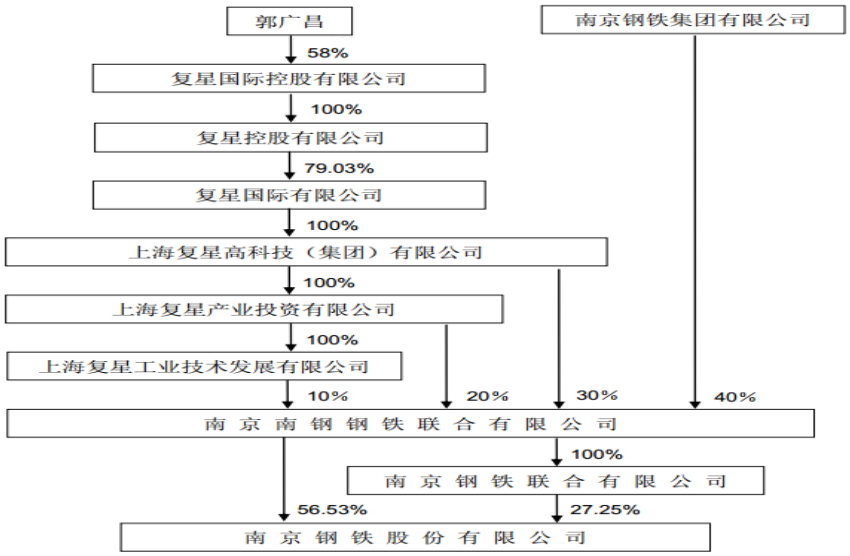
公司概况

公司简介：复星集团旗下钢铁上市公司

南京钢铁厂始于 1958 年。1999 年，南京钢铁集团有限公司作为主要发起人设立南京钢铁股份有限公司，2000 年上市首次公开发行股票。2003 年，南京钢铁集团以其持有的南钢股份 70.95%的股权与上海复星高科技（集团）有限公司等另外三家公司共同投资组建南京钢铁联合有限公司。

南钢股份现有股本 387575.25 万股，控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司，持股比例 56.53%。另外，南京钢铁联合有限公司是南钢钢铁的全资子公司，对南钢股份的持股比例为 27.25%。南钢股份的实际控制人为上海复星高科技集团董事长郭广昌。

图 1： 南钢股份控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司



资料来源：华泰证券研究所

产能产品：覆盖长材，深耕板材

公司拥有从矿石采选、炼焦、烧结、炼铁、炼钢到轧钢的完整生产工艺流程。公司以管线钢、高强度船板、风塔用钢、热处理容器板、耐磨钢、耐候钢等高档次宽幅专用钢板为龙头，兼有优质低合金棒线、带钢、船用球扁钢等的板、线、棒、带、型材五大类产品体系，近 300 个钢种、一万余个品种规格的产品系列。

目前，公司已形成板材和长材两大钢材生产系统及其配套的炼铁和炼钢设施，生铁产能 900 万吨，粗钢产能 1000 万吨，钢材产能 940 万吨。其中，板材系统包括 5m 宽厚板、3.5m 中厚板（卷）、2.8m 中板等 3 条板材生产线，具备 480 万吨/年中厚板配供能力；长材系统包括本部 1 条高速线材、1 条带钢和 4 条棒材生产线；下属子公司宿迁金鑫 1 条年生产能力达 40 万吨的异型钢生产线。

表格3：南钢股份产能和产品

产品	产能	生产线	细分产品及用途
板材	480 万吨	5m 宽厚板、3.5m 中厚板（卷）、2.8m 中板	产品主要用于造船、油气管线，锅炉、压力容器，建筑、桥梁、工程机械、石油平台等方面

棒材	295 万吨	4 条生产线	产品包括轴承钢、管坯钢、合金结构钢、优碳钢四大核心品种以及锚链钢等一批特殊产品
线材	65 万吨	1 条 65 万吨高速线材生产线	以中高档特殊钢产品为主，已形成帘线、轴承、弹簧、合金焊丝、合金结构、易切削钢六大拳头产品，产品质量行业领先
带钢	60 万吨	1 条 60 万吨特殊带钢生产线	船及船用辅助,电力
型材	40 万吨	1 条 40 万吨异型钢生产线	（子公司宿迁金鑫）

资料来源：公司 2013 年年报，华泰证券研究所

其中，板材系列一直是公司传统优势产品，用于造船、油气管线，锅炉、压力容器，建筑、桥梁、工程机械、石油平台等领域，X120 管线钢、N610E 石油储罐用钢、9%Ni 超低温压力容器板等精品板材产品均有明显领先优势。

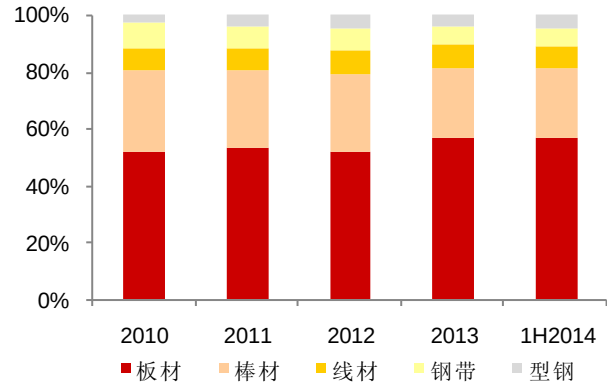
图 2： 南钢股份控股股东为南京南钢钢铁联合有限公司

资料来源：公司网站，华泰证券研究所

财务表现：14 年中报已经扭亏，吨钢盈利近年来最高

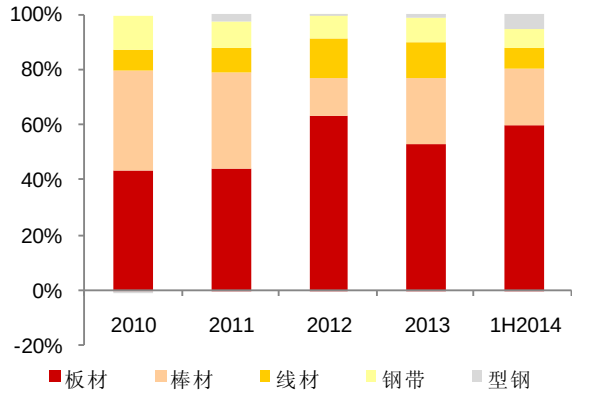
落后产能淘汰，大幅计提固定资产减值损失，13 年仍然亏损。全年实现营业收入约 268.23 亿元，同比减少 52.10 亿元；归属于母公司净利润-6.18 亿元，同比减少 0.57 亿元；基本每股收益-0.1596 元，同比减少 0.01 元。公司集中淘汰并拆除相对落后的生产设施及部分公辅设施，生产规模同比大幅下降，全年产铁 578.60 万吨、钢 605.34 万吨、材 583.03 万吨，同比分别下降 14.71%、15.64%、11.00%。受此影响，“资产减值损失”计提 5.1 亿元，同比上升 117.03%，对业绩形成负面压力。

图 3: 分产品营业收入占比



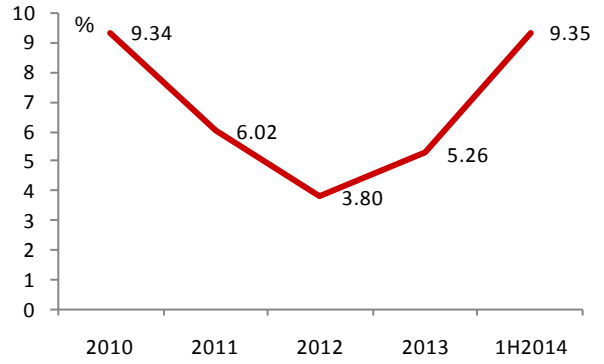
资料来源：华泰证券研究所

图 4: 分产品利润占比



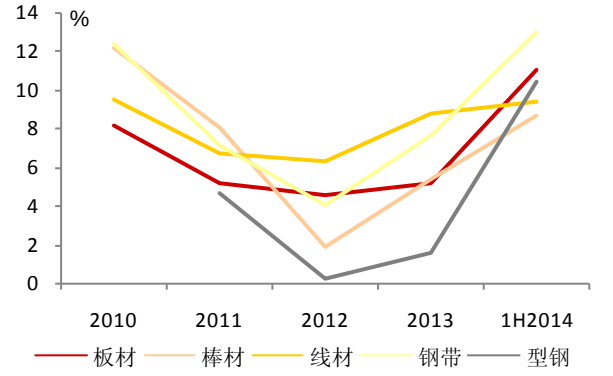
资料来源：华泰证券研究所

图 5: 整体销售毛利率



资料来源：华泰证券研究所

图 6: 分产品销售毛利率



资料来源：华泰证券研究所

14 年扭亏无悬念，中报已验证观点。我们在今年年初已明确提出，由于落后产能淘汰已基本完成，14 年盈利能力较强的宽厚板轧机等项目投产，固定资产投资项目已阶段性结束，产品盈利能力稳定提升，预计 14-16 年业绩将稳定扭亏回升。今年中报已经验证了我们的观点，上半年业绩大幅扭亏，二季单季实现 2011 年四季度以来最高单季盈利。上半年实现营业收入约 133.15 亿元，同比下降 8.28%；归属于母公司净利润 1.17 亿元，同比增加 1.81 亿元；基本每股收益 0.03 元，同比增加 0.047 元；加权资本收益率 1.4%，比上年上升 2.13 个百分点。二季度单季实现营业收入约 68.29 亿元，环比增加 3.43 亿元、同比下降 2.55 亿元；归属于母公司净利润 1.02 亿元，环比上升 0.87 亿元、同比上升 1.94 亿元；基本每股收益 0.0262 元，环比增加 0.02 元、同比增加 0.03 元。

上半年吨钢盈利回暖，毛利率为近 5 年新高。仅以钢铁产品计算，毛利总计约 11.20 亿元，折合平均吨钢毛利 329 元/吨。占营收最大的板材系列毛利率同比提升 2.58 个百分点，达到 11.06%，板材产品毛利贡献同比增量 1.5 亿。上半年铁矿石供应开始过剩，原料价格下跌，测算行业毛利均有回升。而公司吨钢毛利回升幅度大于行业，主要由于产品优势保证了定价能力；宽厚板轧机投产优化产品结构；降本增效执行有力等原因。

投资看点

短期看明星产品贡献盈利

储罐用钢吨毛利远高于普通产品，去年获三大油准入，今年开始放量并贡献利润。公司是国内最主要的船用 LNG 储罐钢供货商，此前该领域一直被进口产品垄断，而今年公司超低温 LNG 罐用 9%Ni 钢突破技术瓶颈，通过了中石化、中石油的试用，拿到了准入合格证。超低温 LNG 罐用 9%Ni 钢产品毛利率可达 30%，去年预计交付 1.8 万吨以上订单，今年将扩展至 4 万吨。

长期看造船市场复苏、转型高端制造平台

去年开始新船订单量已显现回暖，2014 年一季度全球新船订单增幅达 80%。而自 2014 年开始，新造船价也开始复苏。南钢所处的江苏是中国造船重镇，公司以建设国内一流的精品中厚板生产基地为目标，也是国内造船板核心供应企业，去年超高强海工板通过 8 国船级社认证，打入国际市场。根据我们与公司沟通，已明显感受船板市场需求量整体回升明显，公司定位在高端船板市场，订单增幅虽小于市场整体，但高强板产品盈利稳定。

南钢目前复星在钢铁制造板块唯一的 A 股上市平台。从南钢产能结构上来看，目标相关领域如核电设备、LNG 储运设备船等领域均为主要材料销售市场，与其中机械制造商形成合作伙伴关系，提供具有竞争力、壁垒的材料与制品，向精密加工的金属制品领域延伸与进军。

估值评级

基本面来看，公司业绩反转趋势已非常明显。因行业整体成本下移、明星产品放量、落后产能拆除影响消失，14 年短期扭亏几是定局。估值来看，公司转型态度坚决，海外投资，下游拓展。而背靠复星集团，投资经验、和储备之丰富，决定了公司战略收购的眼光与成功率，都将高于其余公司。

预计 2014~2016 年主营业务收入分别为 277.46、303.75、316.48 亿元，净利润有望达到 2.43、3.37、4.82 亿元，实现 EPS 分别为 0.06、0.09、0.12 元。维持“增持”评级。

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11144	12700	13804	15146
现金	2752	3343	3998	5153
应收账款	546	497	543	569
其他应收账款	253	252	246	264
预付账款	403	572	592	598
存货	4159	4299	4591	4725
其他流动资产	3031	3737	3834	3836
非流动资产	25567	24346	22939	21372
长期投资	708	662	692	701
固定投资	13946	17398	18081	17551
无形资产	934	920	892	867
其他非流动资产	9979	5366	3275	2253
资产总计	36711	37045	36744	36517
流动负债	20596	20895	20624	20273
短期借款	8551	9366	8386	8329
应付账款	5218	5205	5694	5324
其他流动负债	6827	6324	6545	6620
非流动负债	7834	7712	7463	7215
长期借款	1286	1148	897	651
其他非流动负债	6548	6564	6566	6565
负债合计	28430	28607	28087	27488
少数股东权益	7	7	7	8
股本	3876	3876	3876	3876
资本公积	509	509	509	509
留存公积	3881	4124	4428	4887
归属母公司股	8274	8431	8649	9022
负债和股东权益	36711	37045	36744	36517

现金流量表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金	2988	1487	2935	2393
净利润	-619	243	338	482
折旧摊销	1049	1441	1757	1921
财务费用	856	838	800	719
投资损失	-219	-175	-90	-88
营运资金变动	2092	-1341	260	-515
其他经营现金	-171	481	-128	-125
投资活动现金	-4068	-489	-235	-215
资本支出	4122	800	267	302
长期投资	-7	-56	33	10
其他投资现金	48	256	64	97
筹资活动现金	362	-407	-2046	-1023
短期借款	683	815	-980	-56
长期借款	-218	-138	-251	-246
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	106	0	0	0
其他筹资现金	-210	-1084	-814	-720
现金净增加额	-726	591	655	1156

利润表单位：百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	26823	27746	30375	31648
营业成本	25411	25390	27774	28934
营业税金及附加	86	89	97	101
营业费用	366	433	486	506
管理费用	880	874	957	997
财务费用	856	838	800	719
资产减值损失	510	97	85	88
公允价值变动收	-80	-88	-85	-86
投资净收益	219	175	90	88
营业利润	-1032	112	181	306
营业外收入	119	102	108	98
营业外支出	12	20	19	18
利润总额	-925	194	270	386
所得税	-307	-49	-68	-96
净利润	**-619**	**243**	**338**	**482**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	-618	243	337	482
EBITDA	873	2391	2737	2946
EPS	-0.16	0.06	0.09	0.12

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-16.3%	3.4%	9.5%	4.2%
营业利润	-210.5%	-89.1%	60.7%	69.3%
归属母公司净利	-208.5%	-60.7%	38.8%	42.8%
获利能力				
毛利率(%)	5.3%	8.5%	8.6%	8.6%
净利率(%)	-2.3%	0.9%	1.1%	1.5%
ROE(%)	-7.5%	2.9%	3.9%	5.3%
ROIC(%)	-0.7%	6.6%	7.5%	8.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	77.4%	77.2%	76.4%	75.3%
净负债比率(%)	39.49%	40.86%	37.24%	37.01%
流动比率	0.54	0.61	0.67	0.75
速动比率	0.34	0.40	0.44	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.75	0.82	0.86
应收账款周转率	45	50	55	54
应付账款周转率	5.85	4.87	5.10	5.25
每股指标(元)				
每股收益(最新摊	-0.16	0.06	0.09	0.12
每股经营现金流	0.77	0.38	0.76	0.62
每股净资产(最新	2.13	2.18	2.23	2.33
估值比率				
PE	-11.91	30.30	21.83	15.28
PB	0.89	0.87	0.85	0.82
EV EBITDA	20	7	6	6

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

◎版权所有 2014 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

－投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

－投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦 25 层/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82492388 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn