

# 国际先进、国内一流的中厚专用板精品供应商

## 南钢股份投资价值分析报告

### 投资要点：

- 中厚板市场需求前景看好
- 主营业务突出
- 主营业务结构良好
- 募集资金投资项目有吸引力
- 二级市场投资价值显现
- 持续成长的钢铁新蓝筹

### 一、公司概况

南京钢铁股份有限公司(以下简称“南钢股份”)成立于1999年3月18日,2000年8月经中国证券监督管理委员会批准,向社会公开发行股票,并于2000年9月19日在上海证券交易所挂牌交易。总股本为50,400万股,流通股为14,400万股。其中,南京钢铁联合有限公司持有35,760万股,占南钢股份总股本的70.95%,是南钢股份的控股股东。

目前,南钢股份生产和销售的主要产品有普碳板、船用板、压力容器板、圆钢、螺纹钢、带钢、钢坯、生铁等。其中,大批量生产的产品是中板、带钢和棒材;中批量生产的产品有工程机械用中板、弹簧钢、冷墩钢等。2003年钢产量183.49万吨,铁产量192.42万吨,钢材产量204.44万吨。预计2004年产钢240万吨,产铁255万吨,钢材230万吨。

2003年实现主营收入682,737.25万元。其中,钢材相关产品实现收入562,469.20万元,钢坯、生铁产品实现收入108,215.49万元,其他产品实现收入12,052.57万元。钢材产品实现收入占总主营业务收入的82.38%。其中,中板占41.62%,带钢占14.95%,棒材占25.82%。

图1 2003年南钢股份主营业务收入构成比例



资料来源：南钢股份

截止 2004 年 9 月 30 日，南钢股份总资产为 687,826.43 万元，净资产为 246,422.49 万元，实现主营收入 746,134.01 万元，净利润 41,850.60 万元。

表 1 南钢股份最近三年主要财务指标

项 目	2003 年	2002 年	2001 年
每股净资产 (调整后)	4.33 元	3.61 元	3.33 元
扣除非经常性损益后每股收益	0.96 元	0.49 元	0.39 元
每股经营活动产生的现金流量净额	0.97 元	0.48 元	0.46 元
净资产收益率 (摊薄)	22.28%	13.19%	12.12%
净资产收益率 (加权)	24.20%	13.79%	12.76%

资料来源：南钢股份

## 二、行业背景分析

目前，对于钢铁行业产生有利影响和不利影响的因素很多，并且有一定的不确定性，我们认为未来一年钢铁行业总体状况是乐观的，但持谨慎态度。

从国内钢材的供求关系来看，钢材需求总量增长是必然的，因为一个国家钢材消费量与这个国家的工业化进程密切相关，我国正处于工业化、城市化的加速阶段，钢材需求增长的迅猛势头不可逆转。而从下半年的价格走势来看，现有产能也不存在过大的问题。而新增产能面临三个限制：国家产业政策、宏观调控政策、煤电油运瓶颈，因而未来一年新增产能的释放所带来的供给增长预计不会偏离需求增长过大。在钢铁行业总体状况谨慎乐观的大环境下，我们对中厚板特别

是专用中厚板市场需求前景看好，专用中厚板处于钢铁行业中的有利地位。

### (一)中厚板消费趋势看好

众所周知，由于我国消费结构升级，钢材消费进入建筑业向制造业转型期，引发长材向板材转移的钢材消费结构变化和升级。目前发达国家板带比在 50~60%左右，我国目前只有 40%左右。

同时，与其他钢材品种消费情况比较来看，我国中厚板的整体消费一直保持上升势头，呈现随钢材消费总量上升而上升的态势，1999 年中厚板占钢材消费总量的比例为 11.5%，2004 年超过 17%。

表 2 中厚板消费量占钢材消费总量的比例

年份	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年
比例 (%)	11.25	11.42	12.46	13.64	15.07	17.03

资料来源：中国钢铁工业协会

从近年中国中厚板消费量变化情况来看，我国中厚板的整体消费趋势也一直保持上升势头，呈现大幅增长态势。1999 年至 2004 年中厚板消费量增长了 3.6 倍。其中，自 2001 年以来，中厚板年消费量平均增幅保持在 30%以上，2003 年增幅达到 45.06%。

表 3 1999 年——2004 年中厚板消费量及增长率

年份	1999	2000	2001	2002	2003	2004E
消费量(万吨)	1339	1528	2010	2548	3696	4846
增长率 (%)	11.86	14.11	31.55	26.77	45.06	31.12

资料来源：中国钢铁工业协会

未来随着机械行业、汽车制造业、造船、集装箱、锅炉、容器、管线等领域的需求增长，宽度较大的专用中厚板需求将继续保持快速上升势头。并且，建筑行业、基础设施投资（如电力和桥梁建设、城镇化和采矿业）也大量消耗普通中厚板。

### (二)专用中厚板未来增长空间和潜力巨大

从目前已经明确的国家重大工程项目来看，专用中厚板市场需求增长空间巨

大。可以预见，专用中厚板这一细分市场将成为钢铁行业的新亮点和新机遇。

### 1、“西气东输”与输油管线项目

目前中国的原煤消耗占一次能源消耗总量的 75.30%。为了缓解这种以煤为主的能源结构带来的环境保护成本上升和铁路运输紧张问题，国家加快了天然气的开发利用。而天然气输送最佳选择是管道输送，这将带来大量的宽中厚管线板需求。

随着西部开发和“西气东输”等国家重点项目的开工，我国输气、输油管道将得到快速发展。预计到 2010 年，我国计划建设的输气、输油管道将达到 4.72 万公里，需要大量的耐高压、大直径焊管料 管线板。预计今后 10 年内管线板总需求量将达 2900 万吨，年需求量达到 300 万吨左右。

表 4 2010 年前国内计划建设的输气、输油管线

管道类别	长度（公里）	耗用钢材数量（万吨）
天然气管线	22700	1400
原油管线	11500	700
成品油管线	5100	300
水煤浆管线	7900	500
合计	47200	2900

资料来源：博星投资整理

我国目前管线板的生产还满足不了管线发展的要求，尤其是无法满足主管线  $\varnothing 1000\text{mm}$  的直缝焊管需求，大批量生产 X70、X80 钢有一定难度，存在一定的供求缺口。南钢股份的宽中厚板（卷）项目建成后可以规模生产 3200mm 及以下宽度的 X80 管线钢板。

可以预见，未来我国西气东输的支干线项目、石油输送项目的建设将会对耐高压、耐腐蚀、大直径的管线宽专用中厚板需求量愈来愈高。

### 2、船舶用钢

我国造船用板消费在中板专用板消费中占有较大比重，并有较大上升空间和较快的上升趋势。为适应造船业快速发展需要，2004 年一季度，我国主要船用中

厚板生产企业努力增加产量，同时在产品质量、规格品种上尽量满足船厂要求。但是，由于造船企业一季度完工船舶及新开工船舶增幅都在 100% 以上，船用钢板产量的增幅远低于造船产量的增幅，供求矛盾仍然突出。

2004 年一季度全国共有 18 家钢厂生产船板，产量达 74.6 万吨，同比增产 27 万吨，增长 56.8%。我国今后船舶制造业的发展趋势是大型化，船板向宽、长和高强度发展，3m 以上宽度的船板比例将逐步增加，船板厚度和强度随船型大型化而增加，宽幅中厚船用板的市场需求将进一步扩大。目前我国船板质量有较大提高，主要问题是船板尺度相对较小，厚度公差和同板差的精度等级与先进国家相比尚有差距，表面质量还需改进，高强度船板是大力研制和开发的重点。

### 3、“煤制油”项目

国民经济的持续快速发展，使中国跻身世界石油消费大国行列。据中国石油研究报告预测，2020 年中国原油需求量将达到 4 亿吨。而国内的原油自给能力几乎将达到极限。目前我国剩余可采储量为 23.8 亿吨。中国未来 15 年的经济增长将维持在 7% 以上，原油需求至少以 4% 左右的速度增加，但同期国内原油产量增长速度难以超过 9%。因此，我国的原油市场供需矛盾日益显著，供需缺口逐年加大。

表 5 中国原油需要量预测

年份	2005 年	2010 年	2015 年	2020 年
原油需要量 (亿吨)	2.70	3.10	3.50	4.00

资料来源：中国石油研究报告

我国少油多煤，已探明煤贮量为 1 万亿吨，煤年产量为 16 亿吨。“煤液化”是缓解原油供需矛盾的重要措施和途径。因此，“煤制油”项目已经被列为国家“十五”期间十二大高技术工程之一。

我国每年需进口 1 亿吨石油，要解决这个问题，就需要建 20 个年产 500 万吨的煤液化项目，按每个项目投资 350 亿元计算，总投资将超过 7000 亿元，其中设备占投资总额的一半以上，达 4000 亿元。可见煤液化装备制造业的发展前景相当可观，市场十分巨大。由此也将形成大规模的煤液化装备制造产业，必将带动对

压力容器板的需求。

### **(三)宏观调控政策和宏观经济形势对中厚板需求影响不大**

由于专用中厚板的应用领域是造船、集装箱、锅炉、容器、管线等制约经济发展的瓶颈产业，国家仍将继续重点支持和发展，上述产业因此涵盖了一批国家重点项目，而且，“西气东输”与输油管线项目、“煤制油”项目、南水北调等仍在进行；新的交通、能源、住宅以及城市共用设施等建设也未停止，有些还加快上马。

因此，专用中厚板的市场需求不会受到或较少受到国家宏观调控政策和宏观经济形势的影响。同时，一系列宏观调控措施抬高了钢铁行业的进入门槛，有利于减少供给和控制新增产能，对钢铁行业的稳健发展起到保护作用。

### **(四)中厚板国内新增产能有限，产能释放能力较弱**

到目前为止，我国中厚板轧机共 30 套，其中 2004 年新增 3 台（套），2003 年生产中厚板 3347 万吨。在 30 套中厚板轧机中，有 3 套是国家政策规定要淘汰的三辊劳特轧机，12 套是 2500mm 以下轧机。2800~3000mm 中板 5 套，其中部分是引进国外的二手设备。大于 3000mm 以上的除一套是国内二十世纪 70 - 80 年代国产新设备外，其余都是从国外引进的二手设备。这些轧机规模小，无先进的控制轧制和控制冷却设备，精整设备不配套，生产出的中厚板内在质量及表面质量与不断提高的市场要求差距较大，存在一定数量即将淘汰的设备，而淘汰落后的中板轧机将扩大发展空间。

同时，由于新建中厚板生产线的流程和时间较长，需要配套的板坯，且投资金额巨大，具有较高的进入门槛和较长的建设达产周期。

而且，国家对钢铁固定资产投资项目管理十分严格，在建中厚板轧机 5 台（套），生产能力 600 万吨，但这些新增产能 2005 年还不会全部释放，对国内市场还不会带来较大的压力。因此，从行业需求前景，以及国内厂商新增中厚板生产能力看，未来国内新增产能释放压力不大，中厚板行业内部竞争不会很激烈。

### **(五)中厚板供需缺口较大**

自 2001 年开始，国内专用中厚板存在较大的供需缺口，并呈逐年扩大的态势，从国内中厚板的进口数量可以得以印证。

表 6 2000 年——2004 年中厚板进口量及增长率

年份	2000	2001	2002	2003	2004E
进口量(万吨)	26	46	127	384	500
增长率(%)	8.33	76.92	176.09	202.36	30.20

资料来源：中国钢铁工业协会

根据预测，2004 年国内板材需求将达到 12300 万吨。考虑新增产能因素，2004 年国内板材总产量不足 1 亿吨，预计为 9600 万吨。板材总体上供不应求，大约缺口 2000-3000 万吨将只能通过进口解决，其中中厚板预计需进口 500 万吨。

### 六)中厚板材价格依然在高价位运行

鉴于中厚板材需求稳定增长，供需缺口较大，新增产能和产能释放能力有限，2004 年下半年中厚板材供求状况好于行业一般水平，其价格走势也好于钢铁行业平均水平，总体上看中厚板材价格稳定、坚挺，将继续在高位运行。特别是宽中厚板里的专用中厚板附加值高，可以在相当长一段时期内取得高于市场平均盈利水平的投资回报。

同时，国内市场钢材价格偏低，国内市场和国际市场的钢材价差距不断扩大。2004 年 1 到 9 月国际市场钢材综合价格指数与国内市场钢材综合价格指数两者之差由 0.94 点上升至 41.23 点，相差差距达 34.37%，是近 10 年来国际、国内钢材价格综合指数之间的最大差距。

表 7 2004 年国际钢材市场中板平均价格 单位：美元/吨

地区	欧洲 (FOB)	日本 (FOB)	美国 (FOB)	中国
2004 年年初	470	450	573	450
2004 年二季度	620	600	685	540

资料来源：中国金属商务网、博星投资

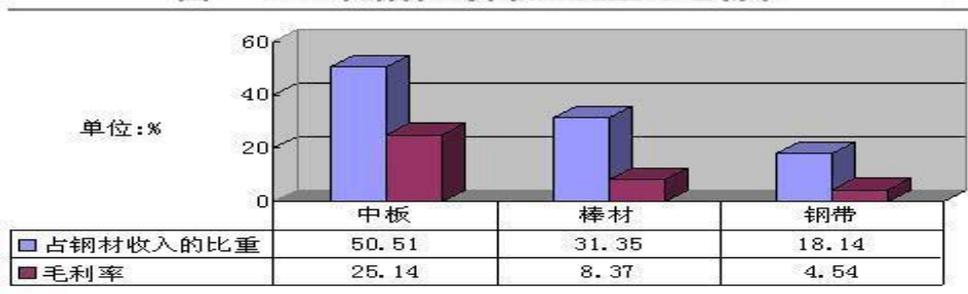
## 三、竞争优势分析

### (一)品种结构优势

从南钢股份近三年的主营业务收入分析来看，首先，中厚板业务收入占其主营业务总收入比例最高，近三年的平均比例达 44%；其次，主营业务结构优良，中厚板 44%的收入贡献了 74%的利润，同时中板、棒材、钢带三类业务收入比重排序

与其毛利率排序相吻合，即高毛利率业务的收入比例高，低毛利率业务的收入比例低，形成了盈利效率较高的主营业务结构。

图2 2003年钢材业务收入比重与毛利率



资料来源：南钢股份

目前，在国内主要中厚板生产厂商中，虽然南钢股份的中厚板产量规模位居第三，但是品种较齐全，包括普板、低合金板、船板、锅炉容器板、桥梁板等。并且，截止 2003 年，南钢股份的高附加值品种板（即低合金板、船板、锅炉容器板、桥梁板等）产量的比重大大高于其他中厚板生产厂商，随着南钢股份 100 万吨级宽中厚板（卷）生产线项目的投产，其品种板产量的比重还将进一步提高。预计新生产线达产后，中厚板产量将突破 200 万吨，中厚板业务收入比例将提高到 70%左右。

由于中厚板毛利率将保持在全行业综合钢材品种毛利率水平之上，南钢股份主营业务结构的进一步改善将为其拓展更大的盈利空间，在激烈的市场竞争中显现独有的品种结构优势。

同时，比较五家中厚板生产企业毛利率和净资产收益率可以看出，南钢股份中厚板的毛利率和净资产收益率均位居前列，优势突出。

表 8 国内主要中厚板生产厂商品种板产量比重

生产厂商	品种板占中板产品的比重 (%)			
	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年
新余钢铁	35.24	23.68	8.92	6.26
济南钢铁	41.44	29.78	24.57	12.93
南钢股份	55.00	51.52	54.31	44.80
邯郸钢铁	26.55	24.70	19.22	21.50
马鞍山钢铁	33.43	29.84	27.34	14.10
宝钢浦东钢铁	62.25	83.03	53.00	21.00

资料来源：中国钢铁工业协会

注：表中 2003 年济南钢铁、南钢股份为年末数据，其他厂家为中期数据。

表 9 2003 年同类上市公司毛利率和净资产收益率比较

指标	济钢股份	邯郸钢铁	酒钢宏兴	安阳钢铁	南钢股份
板材毛利率 (%)	21.13	13.50	27.41	21.39	25.14
型材毛利率 (%)	8.82	21.96	16.85	22.49	8.37
净资产收益率 (%)	36.21	8.99	21.14	16.10	24.20

资料来源：五家上市公司 2003 年年报

## (二)先发优势

由于宽中厚板市场前景看好，南钢股份率先于 2002 年投资 33.8 亿元建设了 100 万吨级中厚专用板（卷）项目，抢占了中厚专用板市场的先机。南钢股份投资建设的中厚板生产线是国内第一条、世界第三条卷轧中厚板生产线，该项目设计生产能力、产品规格及品种见下表。

表 10 中厚板（卷）生产线产品规格、品种及产量

产品	产品规格 (mm)		品种	产量 (吨)
钢板	厚度	4.5 ~ 50	造船板、管线钢板、低合金钢板、优质碳素结构钢板、碳素结构钢板、锅炉板、容器板、桥梁板、工程机械用板、汽车大梁板	750,000
	宽度	1600 ~ 3200		
	长度	6000 ~ 24000		
钢卷	厚度	2.5 ~ 20	管线钢、低合金钢、优质碳素结构钢、碳素结构钢、容器钢	250,000
	宽度	1600 ~ 2500		
	内径	∅762		

资料来源：南钢股份

与类似生产线相比，南钢股份投资建设的宽中厚板（卷）生产线在技术、产品、成本和装备上具有以下优势：

1、**生产技术水平先进。**采用国际近年新兴的“中等厚度宽板坯连铸卷轧”生产中厚度板（卷）工艺技术，选择了将连铸生产线与轧钢生产线衔接起来的“紧凑型”方式，炼钢 - 连铸 - 轧钢各道工序紧凑布置，是当今世界最先进的冶铸轧一体化生产线。

2、**生产成本低。**可实现负能炼钢，热装率达 75%，热送温度达 800 摄氏度，

轧钢热耗降低 50%；大板坯卷轧工艺，使板坯单重由 10 吨提高到 67 吨，具有高生产效率 and 低能源消耗、低成本的优势。

**3、产品质量高。**中厚板（卷）生产线可批量生产高强度高级别的 EH 船板、X80 管线板、高强度的 GH60 和 GH80 焊接结构板、美国及日本标准的容器板等。并可满足客户全定尺和长定尺（12—24m）的交货要求，在宽度和厚度上可超越同类轧机的限制。目前国外大口径输气管已普遍采用 X70 钢板；X80 开始进入小规模的使用阶段，X100 也研制成功，并着手研制 X120。宝钢可批量生产 X70 管线用钢，宝钢和武钢已经开发出 X80 管线用钢，而南钢股份宽中厚板生产线可批量生产 X42 到 X80 各种规格的管线钢。

**4、装备现代化。**采用了一系列国际先进生产工艺技术和当今世界最先进的三级计算机网络全自动控制信息技术，并装备有 AGC、AWC 等现代化产品质量控制技术和设备，能满足钢板厚度 0.5mm 进级要求，使国内传统的中厚板产品生产进入全新的现代化生产模式。

因此，中厚板（卷）生产线的建成投产，将使南钢股份的产品结构率先升级，填补国内生产空白，有利于南钢股份在中厚板生产领域保持突出的市场地位和领先的技术水平，为南钢股份成为国内高品质中厚板（卷）精品供应商奠定了基础。

### （三）区位优势

从 2003 年全国钢铁行业重点企业的钢材生产和钢材消费的地区分布基本情况来看，我国钢材市场供需的地域分布存在明显的供求不平衡现象。可以看出，华北及东北地区的钢材生产量大于消费量，特别是华北地区，消费比重低于生产比重 11 个百分点，面临巨大的钢材输出压力。而由于远程运输及市场了解深度的限制，增加了其在华东地区的钢材销售成本、运输成本，市场竞争力相对较弱。相反，华东、中南、西南、西北等地区的钢材生产量均小于消费量，特别是华东地区供求总量缺口最大，为该地区钢铁生产企业提供了良好的生存环境条件，使其在市场信息、运输成本、运输条件、服务质量等方面具有得天独厚的优势。

南钢股份地处全国经济最为发达和活跃的长三角地区，也是国内钢材消费量最大的

地区，占国内钢材消费总量的 41.76%，具有明显的区位优势。同时，南钢股份地处长江之滨，凭借南京这一华东地区陆路、水路交通枢纽的便利条件，有利于原燃料进口和产品输出。

表 11 2003 年钢材生产和消费地区分布基本情况

地区	生产比重 (%)	消费比重 (%)	供求差额 (%)
华北	28.85	17.76	-11.09
东北	11.87	8.15	-3.72
华东	35.48	41.76	6.28
中南	14.70	19.97	5.27
西南	6.39	7.83	1.44
西北	2.71	4.53	1.82

数据来源：《钢材市场宏观走势透析》(2004.2)

#### 四成本优势

在不断提高生产技术水平和完善技术装备的基础上，经过多年的不懈努力，南钢股份探索出了一套行之有效的成本管理模式。通过加强生产管理、严格的预算和考核、实行材料集中采购和招投标制度、实施效益系统工程等措施，有效地控制了生产经营成本。

与行业内重点企业相比，南钢股份的吨钢综合能耗和吨钢可比能耗水平均优于全国重点企业平均水平，体现出较突出的整体成本优势。

表 12 综合能耗指标比较

单位：tce/t

能耗指标	2002 年		2003 年		2004 年 1—9 月	
	重点企业平均水平	南钢股份	重点企业平均水平	南钢股份	重点企业平均水平	南钢股份
吨钢综合能耗	0.815	0.728	0.770	0.651	0.767	0.649
吨钢可比能耗	0.715	0.708	0.709	0.622	0.727	0.619

数据来源：《冶金经济内参》及《冶金经济信息》

同时，与同行业相比，南钢股份在期间费用的控制和管理上也体现了较强的优势。

表 13 2001—2003 年平均期间费用比较 单位：元/吨

费用项目	2001 年		2002 年		2003 年	
	81 家企业平均水平	南钢股份	冶金重点大中型企业平均水平	南钢股份	冶金重点大中型企业（占销售收入的比重）	南钢股份（占销售收入的比重）
管理费用	216.13	67.16	199.13	53.27	7.77%	1.99%
财务费用	58.61	1.49	104.06	-3.24	1.81%	0.09%
销售费用	43.74	24.03	76.48	16.77	1.43%	0.47%

数据来源：《冶金经济内参》

此外，由于南钢股份便利的运输条件，其产成品运抵主要消费地区的运费，比大多数内陆中厚板（卷）生产厂要低。

表 14 运费比较 单位：元/吨

到站 发站	上海	青岛	大连	广州	福州	宁波	运输方式
安阳	92	61	148	173	136	110	铁路
济南	86	41	130	190	135	101	铁路
鞍山	168	125	34	266	216	216	铁路
南钢	35	81	160	120	75	53	铁路
南钢	28	62	77	92	73	49	水路

数据来源：南钢股份

#### 四、发展战略与成长性分析

##### (一)公司发展战略——立足长三角 做中厚板精品基地

在目前钢铁需求稳定增长、煤电矿运瓶颈突现、行业结构大调整的前提下，南钢股份将依靠自身的区位优势和中厚板的先发优势，实施三大发展战略：

**市场战略**——立足长三角区域市场，拓展国际国内市场；

**产品战略**——以发展高档次的宽幅专用板材产品为主导，以长材产品生产为辅助，不断优化板材、长材产品相结合的产品结构。并以高附加值的专用中厚板精品称雄于国内高端中厚板细分市场；

**生产战略**——坚持技术进步，走优质高效、设备大型化、生产专业化发展之路，逐步成为国内、国际具有特色的现代化专用板材精品生产基地。

南钢股份将充分利用地处长三角地区巨大钢材需求市场的有利条件，发挥其在运输距离、成本、质量、信息、快速反应方面的优势。致力于钢材的精品生产，把战略重点放在优化产品品种、提高产品档次和质量上，在有限的生产规模上集约经营，使现有生产能力的终端效益最大化，充分消化前期资本支出带来的新增产能，不单纯追求规模扩张，把握好专用中厚板细分市场需求上升机会。

南钢股份 2004——2006 年经营目标如下：

表 15 2004——2006 年经营目标

指 标	2004 年	2005 年	2006 年
钢（万吨）	235	330	400
钢材（万吨）	230	320	400

资料来源：博星投资整理

## （二）主要产品销售量逐年稳步增长 呈现良好的成长性

2001 年至 2003 年南钢股份的主营业务收入、毛利润、销售量均保持了逐年稳步增长的态势，表现出良好的成长性，南钢股份上市 3 年多来，主营业务收入翻了一倍，利润总额增长了 175%。其中销售量增长稳定，主营业务收入和毛利润因受到原材料、产品价格波动的影响，而有所波动。

表 16 2000——2003 年业绩增长情况

指标	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年
主营业务收入（万元）	682,737.25	466,526.31	400,102.61	338,977.55
增长率（%）	46.35	16.60	18.03	25.85
毛利润（万元）	98,514.21	53,426.43	38,221.06	48,921.04
增长率（%）	84.39	39.78	(21.87)	35.17
钢材销售量（万吨）	203.43	167.11	136.36	109.32
增长率（%）	21.73	22.55	24.74	23.25

资料来源：南钢股份年报

2001——2004 年南钢股份中板、钢带、棒材三类主营产品均保持了较好的增长，平均增长速度为 19.11%。同时，随着 2004 年宽中厚板（卷）生产线的投产、2005 年 100 万吨宽中厚板（卷）的顺利达产，南钢股份的钢材销售量将会呈现出更为迅猛的增长势头，公司的良好成长性将得以充分体现。

表 17 2001—2004 年各种钢材的销售增长情况

品种	指标	2004E	2003	2002	2001
中板	销售量 (万吨)	107.00	91.45	82.04	72.69
	增长率 (%)	17.00	11.47	12.86	-
棒材	销售量 (万吨)	78.00	71.38	47.81	40.18
	增长率 (%)	9.27	49.30	18.99	-
钢带	销售量 (万吨)	45.00	40.60	37.26	23.49
	增长率 (%)	10.84	8.96	58.62	-
钢材	销售量 (万吨)	236.50	203.43	167.11	136.36
	增长率 (%)	26.26	21.73	22.55	-

资料来源：博星投资整理

### （三）产能扩张 实现主营业务高速增长

为了充分发挥现有优势，实现建成国内中厚专用板精品生产基地的战略目标，南钢股份抓住中国钢铁工业发展过程中的有利契机，瞄准宽专用中厚板（卷）细分市场，投资 33.80 亿元，在国内率先建设宽中厚板（卷）生产线，为其业务高速增长提供了必要的先决条件。宽中厚板（卷）生产线的建成投产，使其 2005 年中厚板产能大幅增长，并在 2006 年后保持一定幅度的稳定增长。

表 18 南钢股份 2005 年、2006 年新增产能

产品	现有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)		平均增长率 (%)
		2005E	2005E	
棒材	80.00	0	10.00	6.25
带钢	47.50	0.50	2.00	2.61
中板	103.00	0	5.00	45.28
宽中厚板 (卷)	6.00	79.00	29.00	
合计	236.50	79.50	46.00	24.09

资料来源：博星投资整理

可以看出，未来两年南钢股份产能平均增长 24.09%，2005 年产能增长将达到 33.62%，高于 2000 年以来 24.74% 的最高增长速度。

## 五、公司财务状况分析

### （一）主营业务盈利能力强

2000 年以来，近四年南钢股份的毛利率、净利润率、净资产收益率、每股收益、每股净资产都不同程度的上升，并且投资收益指标均高于同行业平均水平，2004 年三季度其主要财务指标每股收益、股东权益率分别比同行业平均水平高 0.27 元/股和 3.34 个百分点，表明公司的获利能力较强。随着本次募集资金的到位，南钢股份的生产规模将进一步扩大，其获利空间也将会进一步的加大。

表 19 主要投资收益指标

投资收益指标	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年
毛利率(%)	14.43	11.46	9.55	14.44
主营收入净利润率(%)	7.17	5.22	5.16	13.89
净资产收益率(%)	22.28	13.19	12.12	6.51
每股收益(元)	0.97	0.48	0.41	0.50
每股净资产(元)	4.36	3.65	3.37	3.07

资料来源：南钢股份 2000—2003 年年报

表 20 2004 年三季度盈利指标平均水平对比

指标	南钢股份	同行业上市公司平均
股东权益率(%)	16.98	13.64
每股收益(元/股)	0.83	0.56

资料来源：南钢股份、博星投资

### (二)资产流动性较强，公司的资产质地良好

南钢股份的总资产周转率和股东权益周转率保持不变或小幅改善，固定资产周转率则有小幅下降，但随着近两年的钢材旺销，存货周转率与应收账款周转率明显提高，周转速度明显加快。总体来看，经营效率稳中有升，资产流动性较好。

表 21 南钢股份经营效率

周转率指标	2003 年	2002 年	2001 年	2000 年
固定资产周转率(次)	3.9	4.69	4.64	3.82
股东权益周转率(次)	3.38	2.63	2.46	3.24
总资产周转率(次)	1.69	1.61	1.55	1.53
存货周转率(次)	11.96	9.54	8.75	7.9
应收帐款周转率(次)	38.11	22.55	13.9	8.43

资料来源：南钢股份 2000—2003 年年报

## 六、盈利预测

### (一)主要产品的价格假设

考虑到宏观调控政策的影响和钢铁行业的周期性，对南钢股份主要产品的年平均价格作出以下假设：以南钢股份 2004 年前三季度平均价格作为 2004 年平均价格水平进行盈利预测，2005 年、2006 年平均价格基本保持 2004 年的水平不变（即 2004 年前三季度平均价格）。南钢股份 2004 年前三季度平均价格比其实际的 2004 年全年平均价格水平低 2%——3%。

### (二)主要产品的产能假设

假设未来两年南钢股份的产能平均增长 24.09%。其中，2005 年产能增长 33.62%，2006 年产能增长 14.56%。

表 22 主要产品的产能假设

单位：万吨

产品	品种	2004E	2005E	2006E
棒材	螺纹钢	50.00	48.00	53.00
	普园	10.00	10.00	12.00
	优碳园钢	20.00	22.00	25.00
带钢	普带	37.00	34.00	35.00
	优带	10.50	14.00	15.00
中板	普板	53.00	50.00	50.00
	船板	27.00	28.00	30.00
	压力容器板	4.00	5.00	5.00
	锅炉板	4.00	5.00	5.00
	低合金板	10.00	10.00	10.00
	桥梁板	1.00	1.00	3.00
	碳板等	4.00	4.00	5.00
宽中厚板 (卷)	普板	6.00	25.00	35.00
	船板		28.00	38.00
	压力容器板		3.50	5.00
	锅炉板		3.50	5.00
	桥梁板		2.00	3.00
	合金模具板		4.00	5.00
	管线		10.00	18.00
	其它合金板		9.00	5.00
合计		236.50	316.00	362.00

资料来源：博星投资整理

### 三、盈利预测

根据南钢股份提供的资料，并依据上述假设，南钢股份 2004 至 2006 年损益表的预测结果如下：

表 23 损益表预测 单位：万元

项目	2001	2002	2003	2004E	2005E	2006E
主营业务收入	400,103	466,526	682,737	1,000,000	1,510,000	1,651,200
主营业务成本	361,882	413,100	584,223	893,900	1,361,710	1,491,500
主营税金及附加	1,237	2,240	3,228	3,100	5,500	5,940
主营业务利润	36,984	51,186	95,286	103,000	142,790	153,760
其他业务利润	325	54	350	300	300	0
营业费用	3,290	2,808	3,208	2,900	5,600	6,100
管理费用	9,195	8,918	13,589	16,000	19,500	19,800
财务费用	204	-542	604	8,600	16,500	16,500
营业利润	24,620	40,055	78,234	75,800	101,490	111,360
投资收益	0	0	0	253	0	0
利润总额	24,147	39,061	73,657	77,600	101,490	111,360
净利润	20,619	24,315	48,954	51,992	68,000	74,611

资料来源：博星投资

## 七、公司投资价值预估

根据我国证券市场和上市公司财务指标体系的实际情况，本报告采用市盈率 (P/E) 定价法、市净率 (P/BV) 定价法和 EV/EBIT 定价法三种比较法对南钢股份的二级市场定价进行分析。

### (一) 市盈率和市净率定价

样本股的平均市盈率和平均市净率分别为 7.35 和 1.47 倍 (按照 2004 年 12 月 31 日收盘价计算)。南钢股份在 2004 年预测每股收益 1.03 元，每股净资产 4.89 元。

通过市盈率法及市净率法两种定价方式，分别得出南钢股份二级市场参考定价为 7.57 和 7.18 元，如果两者取平均值，得出南钢股份二级市场参考定价为 7.38 元。

表 24 同行业上市公司的市盈率与市净率

股票代码	股票简称	每股收益	每股净资产	股价	市盈率	市净率
600019	宝钢股份	0.75	3.17	6	8.00	1.89
600808	马钢股份	0.64	2.59	3.96	6.19	1.53
000898	鞍钢新轧	0.55	3.22	5.68	10.33	1.76
600001	邯郸钢铁	0.64	5.04	4.6	7.19	0.91
000717	韶钢松山	1.46	5.84	7.38	5.05	1.26
平均					7.35	1.47

注：(1) 以上公司股价统一选取 2004 年 12 月 31 日的收盘价；

(2) 每股收益选用 2004 年预测指标；

(3) 每股净资产选用 2003 年第三季度报表；

(4) 市盈率 = 收盘价/每股收益；

(5) 市净率 = 收盘价/每股净资产。

### (二)EV/EBIT 定价

在钢铁行业主要经营板材类产品的上市公司中，选择 7 家股票作为样本股。数据采集及处理流程选取由 2002 年 11 月底到 2004 年 10 月底中 24 个月的数据，用流通股股本对七只股价进行加权，算得加权股价平均值，使用 SPSS 对南钢与加权股价平均值进行了回归分析。计算出相关系数  $R=0.857$ ，决定系数  $R^2=0.735$ ，校正的决定系数  $=0.723$ ，由于  $R^2$  常以 0.6 为基准，由于  $R^2 > 0.6$ ，则可以认为模型具有较好地解释能力，样本股能够较好地代表南钢股份。

样本股的 EV 值用 2003 年的税后利润  $\times$  标准市盈率求得；EBIT(息税前利润)用 2003 年样本股的净利润、所得税、财务费用三项之和来代替，由于一致近似性，应不影响计算结果的可比性，由此求得样本股的 EV/EBIT 平均值为 6.06，南钢股份的二级市场参考定价为 8.93 元。

表 25 同行业上市公司 EV/EBIT 值测算

股票代码	股票简称	净利润	所得税	财务费用	EBIT	EV	EV/EBIT
600307	酒钢宏兴	60114.1	11095.6	2,456.00	73,665.7	521189.2	7.07506
000761	本钢板材	52472.4	24559.8	7517.3	84,549.5	454935.7	5.380703
600005	武钢股份	56926	29883.4	-618.9	86,190.5	493548.4	5.726251
000898	鞍钢新轧	143257.9	32020.4	949.8	176,228.1	1242046	7.047945
600569	安阳钢铁	82439.2	43983	-5714.6	120,707.6	714747.9	5.921316
000717	韶钢松山	98172.8	35728.4	3,046.9	136,948.1	851158.2	6.215188
600023	济南钢铁	76571.6	41737.2	13615.8	131,924.6	663875.8	5.032236

综合以上分析，我们认为南钢股份定价的合理区间应在 7.18—8.93 元/股、平均定价应在 7.89 元，距离 2005 年 1 月 14 日的收盘价 7.17 元有一定的上升空间。

目前国际性钢铁公司的 EV/EBIT 一般在 5—10 倍，中国钢铁公司以平均 6.06 接近下沿的倍率具备一定的投资价值，南钢股份的 EV/EBIT 定价肯定是适宜的，由于 EV/EBIT 更加真实地反映了上市公司可比的盈利能力，我们认为南钢股份 EV/EBIT 的定价 8.93 元是合理的。

### 三、估值的浮动区间

以上估值是按照 2004 年 12 月 31 日的价格计算，当日大盘指数收盘 1266 点，今后，随着大盘指数的上下波动，南钢股份的定价将伴随着同行业上市公司平均市盈率的变化而浮动，投资者今后可根据当日大盘指数的数据与 1266 点对比，来调整对南钢股份的合理定价。

表 26 南钢估值浮动表

上证指数	1200 点	1266 点	1400 点	1500 点	1600 点	1700 点	1800 点
股价（元）	7.48	7.89	8.72	9.34	9.97	10.59	11.21

特别需要说明一点，2004 年春季 1783 点高峰既是大盘指数阶段性的头部，也是钢铁行业景气度的顶峰，按照 1783 点所计算的南钢股份的理论估值是 11.08 元，这与事实上股价的最高位 4 月 9 日的 12.40 元差距很小。而在 10 月末大盘低迷的 1320 点附近，南钢股份的最低价是 6.65 元，与理论估值 7.89 元差距较大，这说明当大盘走弱时，南钢股份的股价已经出现被明显低估的情况。