

济南钢铁(600022)

品种相对优势难敌行业下滑趋势

——2008 年报点评

蒋璆 崔婧怡
 021-38676676 021-38676539
 jiangqiu@gtjas.com cuijingyi@gtjas.com

本报告导读：
 08.4 季度业绩大幅亏损的原因分析。
 09 年业绩展望。

投资要点：

- 公司 2008 年实现营业收入 431.8 亿元、归属于上市公司股东的净利润 7.8 亿元、基本每股收益 0.55 元，同比分别增长 21.38%、-60.13%和 -61.91%。拟分配预案为每 10 股派发现金股利 0.5 元并转增 8 股。
- 08 年度非经常性损益高达 3.6 亿元，主要是因为公司在 08.11 月增发收购集团资产属于同一控制下的企业合并，从而将这些资产从年初至合并日的净损益计入公司净利润所致。扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的 08 年净利润为 4.2 亿元，每股收益 0.3 元。
- 08.4 季度公司业绩大幅亏损，原因有三点：一是钢铁行业景气度骤降，导致毛利率从 Q3 的 7.7%下降至 4.5%；二是期间费用率从 Q3 的 2.6%暴增至 6.2%；三是计提存货跌价准备 5.1 亿，其中原材料存货跌价准备计提比例为 7.7%、自制半成品计提比例 13.7%、产成品计提比例 13.6%。
- 分品种来看，08 年最主要的利润源泉仍是中厚板，增发收购的冷热轧资产仅录得微利，而型材和钢坯产品更是遭遇赤字。展望 09 年，以船板、管线钢为代表的专用中厚板需求仍将优于普通冷热轧，继续扮演公司业绩中流砥柱的角色，但其价格很难走出独立行情；型材和冷热轧有望实现盈亏平衡；而钢坯盈利能力的提升空间较大。
- 公司 09 年生产计划为铁 766.5 万吨、钢 893 万吨、材 753 万吨，铁和钢略高于 08 年产量，材基本持平。未来的产能扩张主要有 4#3200m³ 高炉（铁 275 万吨/年，同时淘汰 6 座 350 m³ 小高炉）、4#120T 转炉（钢 160 万吨/年）和 4300mm 新厚板生产线（宽厚板 180 万吨/年），以上项目预计将于 2009 年底投产，产能将在 2010 年后逐步释放。
- 09 年资本支出计划高达 46.81 亿元，为此董事会最近公告了拟发行不超过 29 亿元的可转债方案。08 年末公司的资产负债率为 73.7%，预计 09 年这一指标将继续上升，尽管借款利率下降，但财务压力仍不容忽视。
- 预计公司 2009-10 年的 EPS 分别为 0.32 元、0.53 元，在行业基本面大幅改善之前，我们认为当前股价已基本反映公司价值，维持中性评级。不过，期末 3.2 亿的递延所得税资产可能会给 09 年业绩带来意外的惊喜。

财务摘要（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	33,613	43,183	36,488	38,704	40,768
(+/-)%	26.2%	28.5%	-15.5%	6.1%	5.3%
经营利润（EBIT）	2,300	1,446	1,267	1,937	2,427
(+/-)%	44.8%	-37.2%	-12.4%	52.9%	25.3%
净利润	1,385	781	557	918	1,235
(+/-)%	60.2%	-43.7%	-28.6%	64.7%	34.6%
每股净收益（元）	1.02	0.55	0.32	0.53	0.71
每股股利（元）	0.60	0.05	0.10	0.16	0.21

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率（%）	6.8%	3.3%	3.5%	5.0%	6.0%
净资产收益率（%）	24.9%	10.7%	7.2%	10.8%	13.1%
投入资本回报率（%）	30.1%	15.6%	7.8%	10.7%	12.3%
EV/EBITDA	4.8	4.9	5.1	3.7	3.1
市盈率	7.4	13.7	23.6	14.3	10.6
股息率（%）	7.9%	0.7%	1.3%	2.1%	2.8%

评级： 中性
 上次评级： 中性
目标价格： ¥7.00
 上次预测： ¥4.72
当前价格： ¥7.15
 2009.03.11

交易数据

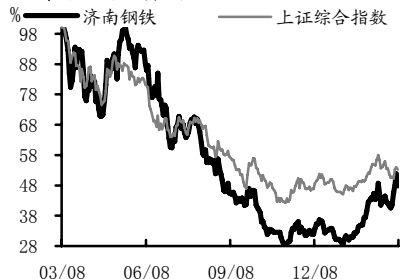
52 周内股价区间（元）	4.26 ~ 18.02
总市值（百万元）	13,123
总股本/流通 A 股（百万股）	1,734/780
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.45
日均成交量（百万股）	14.3
日均成交值（百万元）	113.8

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	7,268.75
每股净资产	4.19
市净率	1.8
净负债率	12.3%

EPS（元）	2008A	2009E
Q1	0.29	0.03
Q2	0.49	0.09
Q3	0.28	0.08
Q4	(0.51)	0.12
全年	0.55	0.32

52 周内股价走势图



	1M	3M	12M
升幅（%）	1M	3M	12M
绝对升幅	8.9	32.5	-54.7
相对指数	8.4	24.9	-5.7

相关报告

成本上扬和财务费用剧增导致业绩环比下降

(08.11.03)

全方位竞争优势铸就辉煌前景

(08.09.08)

业绩增长的两大引擎：景气上升和费用下降

(08.09.01)

模型更新时间: 2009.03.11

股票研究

黑色冶炼业

黑色金属冶炼及压延加工业

济南钢铁(600022)

评级: 中性

上次评级: 中性

目标价格: ¥7.00

上次预测: ¥4.72

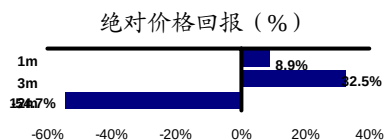
当前价格: ¥7.15

公司网址:

www.jigang.com.cn

公司简介

国内最大的中板和中厚板生产基地, 拥有从原料、烧结、球团、炼铁、炼钢到轧钢完整的生产工艺系统。集团钢铁主业基本已实现整体上市, 目前年粗钢产能900万吨。



52 周价格范围 4.26~18.02
市值 (百万) 13,123

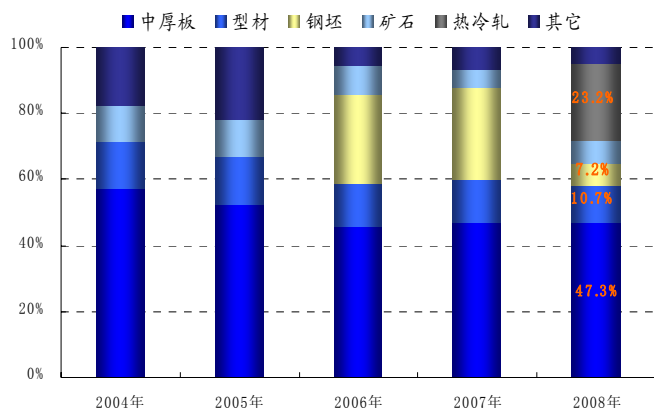
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	33,613	43,183	36,488	38,704	40,768	42,969	43,399	43,832	44,271
营业成本	30,001	39,640	33,829	35,304	36,814	38,440	38,829	39,198	39,583
营业税金及附加	412	570	377	462	482	489	508	510	512
营业费用	326	289	389	349	359	408	395	400	409
管理费用	566	714	625	652	687	728	732	740	748
EBIT	2,300	1,446	1,267	1,937	2,427	2,904	2,934	2,984	3,019
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
财务费用	252	379	491	679	738	778	797	779	723
营业利润	2,048	1,066	776	1,258	1,690	2,126	2,137	2,205	2,295
所得税	645	275	196	323	435	548	551	569	592
少数股东损益	4	4	2	4	6	7	7	7	8
归属于母公司净利润	1,385	781	557	918	1,235	1,556	1,565	1,615	1,681
资产负债表									
货币资金、交易性金融资产	2,553	4,155	3,162	3,290	3,536	3,329	3,385	3,416	3,377
其他流动资产	6,506	7,043	7,178	7,286	7,506	8,019	8,030	8,099	8,208
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	8,199	16,293	20,138	21,109	22,666	24,021	24,562	24,968	24,995
无形资产及其他资产	9,064	11,522	10,442	10,685	11,154	11,390	11,436	11,508	11,537
资产合计	17,263	27,815	30,580	31,794	33,821	35,411	35,999	36,476	36,532
流动负债	10,797	17,390	21,018	22,882	25,295	26,477	26,468	26,291	25,645
长期负债	869	3,111	1,775	370	(982)	(1,766)	(2,275)	(2,773)	(3,275)
股东权益	5,598	7,314	7,787	8,542	9,508	10,700	11,805	12,958	14,162
投入资本(IC)	7,648	9,283	16,262	18,051	19,800	21,707	22,121	22,359	22,394
现金流量表									
NOPLAT	1,569	934	938	1,434	1,797	2,150	2,173	2,210	2,235
折旧与摊销	920	1,711	1,778	2,259	2,598	2,981	3,366	3,727	4,099
营运资本增量	1,330	(5,938)	2,640	852	229	585	(94)	(134)	42
资本支出	767	8,094	5,599	3,198	4,118	4,305	3,874	4,099	4,093
自由现金流	4,588	4,802	10,955	7,744	8,743	10,022	9,319	9,902	10,469
经营现金流	1,197	9,059	(132)	2,969	4,310	4,779	5,816	6,258	6,477
投资现金流	(788)	(8,146)	(5,623)	(3,230)	(4,155)	(4,336)	(3,907)	(4,133)	(4,125)
融资现金流	274	2,693	4,762	389	90	(649)	(1,853)	(2,094)	(2,391)
现金流净增加额	683	3,605	(993)	128	246	(207)	56	32	(40)
财务指标									
成长性									
收入增长率	26.2%	28.5%	-15.5%	6.1%	5.3%	5.4%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT 增长率	44.8%	-37.2%	-12.4%	52.9%	25.3%	19.6%	1.0%	1.7%	1.1%
净利润增长率	60.2%	-43.7%	-28.6%	64.7%	34.6%	25.9%	0.6%	3.2%	4.1%
利润率									
毛利率	10.7%	8.2%	7.3%	8.8%	9.7%	10.5%	10.5%	10.6%	10.6%
EBIT 率	6.8%	3.3%	3.5%	5.0%	6.0%	6.8%	6.8%	6.8%	6.8%
净利润率	4.1%	1.8%	1.5%	2.4%	3.0%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%
收益率									
净资产收益率(ROE)	24.9%	10.7%	7.2%	10.8%	13.1%	14.6%	13.3%	12.5%	11.9%
总资产收益率(ROA)	8.0%	2.8%	1.8%	2.9%	3.7%	4.4%	4.3%	4.4%	4.6%
投入资本回报率(ROIC)	30.1%	15.6%	7.8%	10.7%	12.3%	13.4%	13.3%	13.3%	13.5%
运营能力									
存货周转天数	47	41	55	49	48	49	50	50	50
应收账款周转天数	5	7	8	7	7	7	7	7	7
总资产周转天数	177	188	288	290	290	290	296	298	297
净利润现金含量	0.86	11.54	(0.24)	3.22	3.47	3.06	3.70	3.86	3.83
资本支出/收入	2.28%	18.74%	15.35%	8.26%	10.10%	10.02%	8.93%	9.35%	9.24%
偿债能力									
资产负债率	67.6%	73.7%	74.5%	73.1%	71.9%	69.8%	67.2%	64.5%	61.2%
净负债率	34.5%	12.3%	99.6%	103.8%	102.3%	97.5%	90.2%	75.4%	60.9%
估值比率									
PE	7.4	13.7	23.6	14.3	10.6	8.4	8.4	8.1	7.8
PB	2.4	1.8	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.8	4.9	5.1	3.7	3.1	2.6	2.5	2.3	2.2
P/S	0.39	0.30	0.36	0.34	0.32	0.31	0.30	0.30	0.30
股息率	7.9%	0.7%	1.3%	2.1%	2.8%	3.6%	3.6%	3.7%	3.8%

1. 年度经营及财务分析

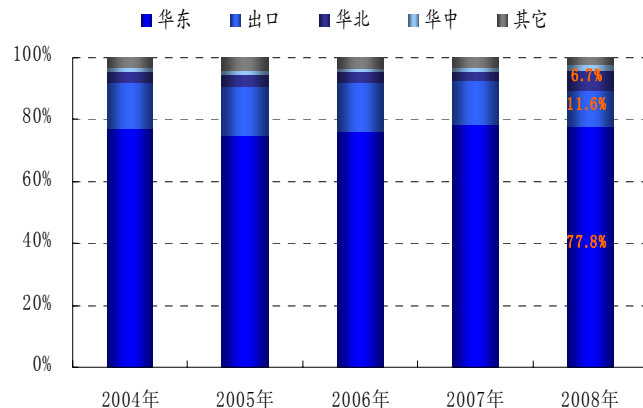
1.1. 08 年收入及利润结构

图 1: 公司收入主要来源于板材



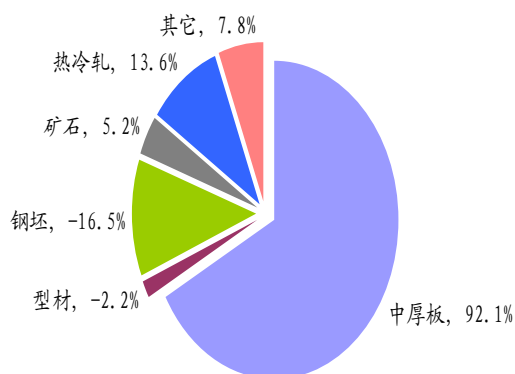
数据来源: 公司年报

图 2: 出口比例下降, 华北市场开拓见效



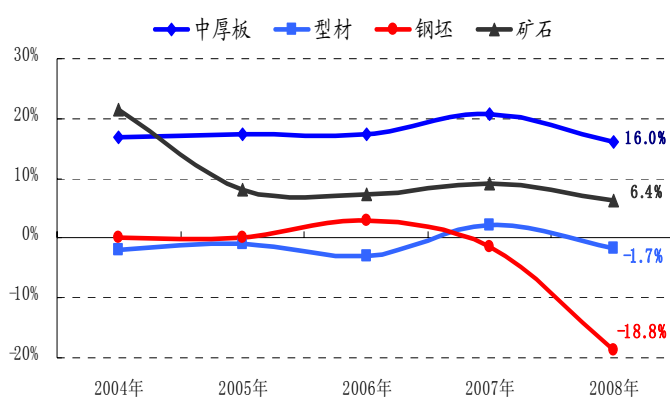
数据来源: 公司年报

图 3: 营业毛利严重依赖于中厚板



数据来源: 公司年报

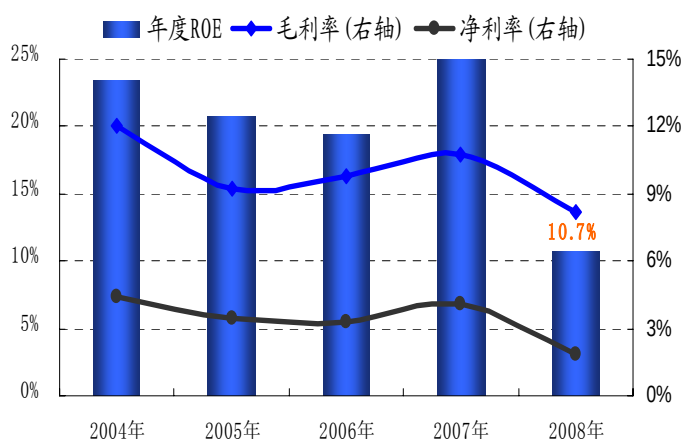
图 4: 各品种毛利率全线下降, 钢坯最为惨烈



数据来源: 公司年报

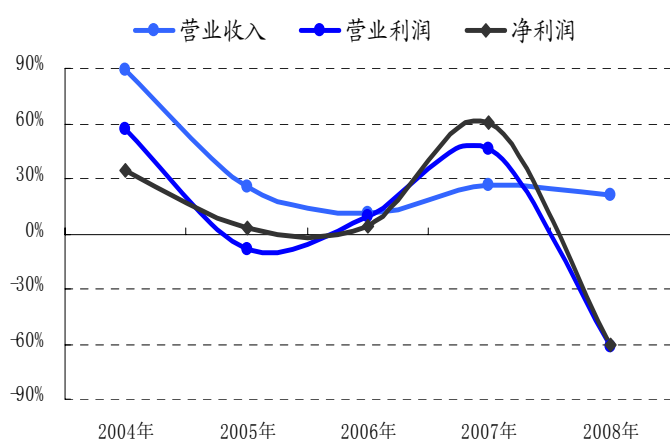
1.2. 08 年主要财务指标

图 5: 盈利能力大幅下滑



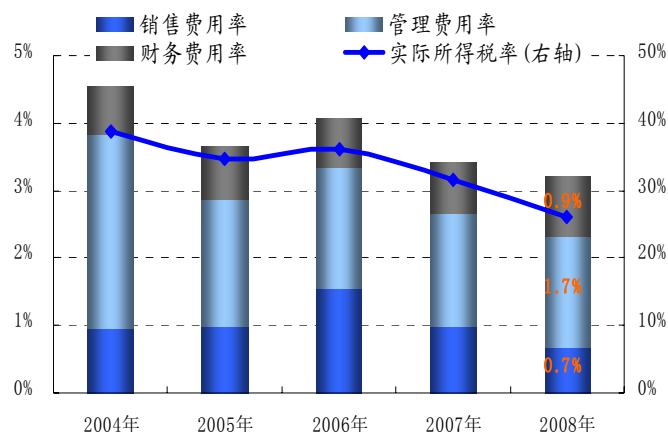
数据来源: 公司年报

图 6: 利润同比增长率跌至谷底



数据来源: 公司年报

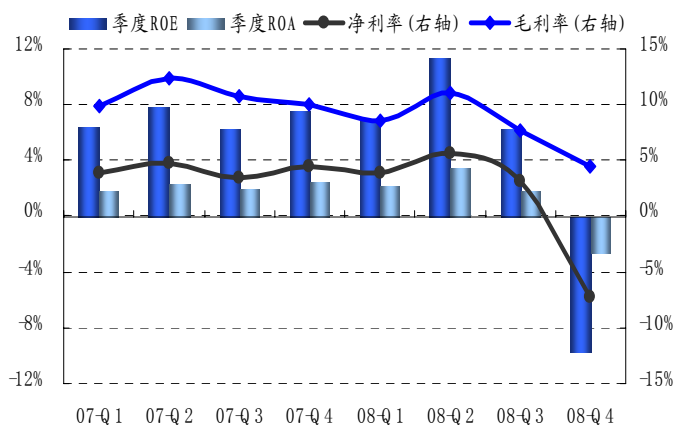
图 7: 全年期间费用率略有下降



数据来源: 公司年报

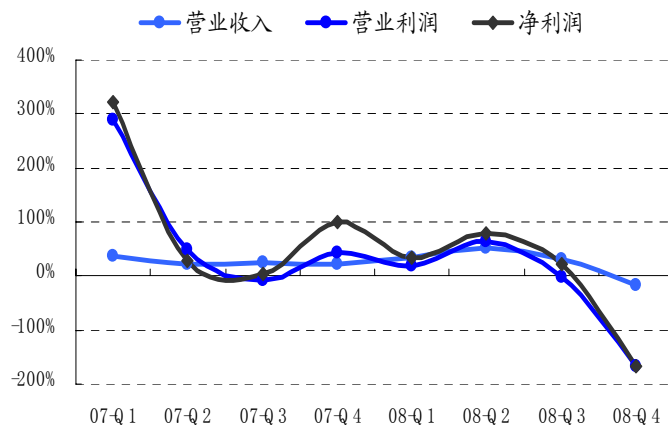
2. 分季度财务指标分析

图 8: 盈利能力连续 2 个季度下滑, 08.4 季度巨亏



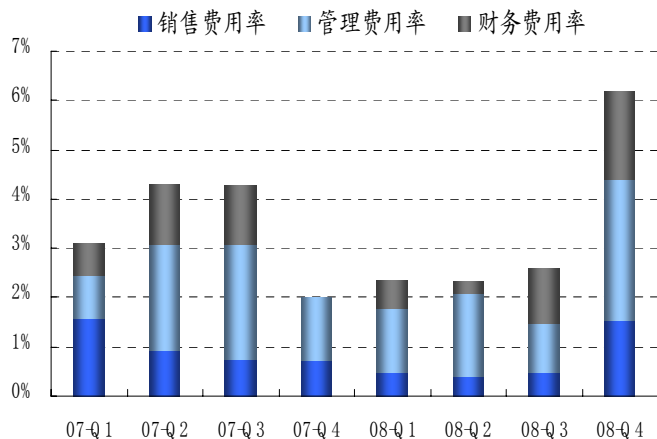
数据来源: 公司定期报告

图 9: 08.4 季度净利润同比大幅负增长



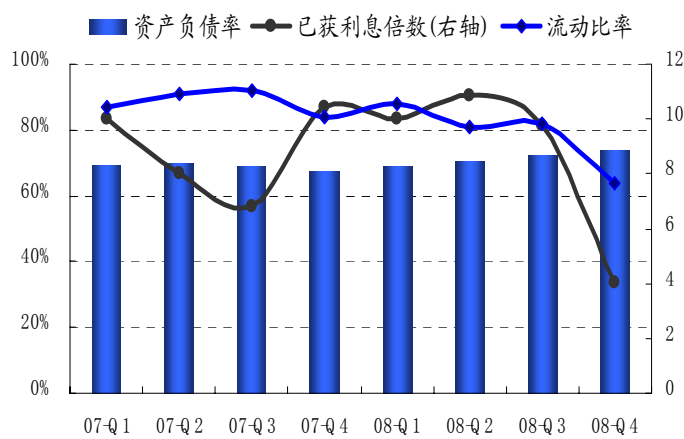
数据来源: 公司定期报告

图 10: 08.4 季度期间费用率暴增



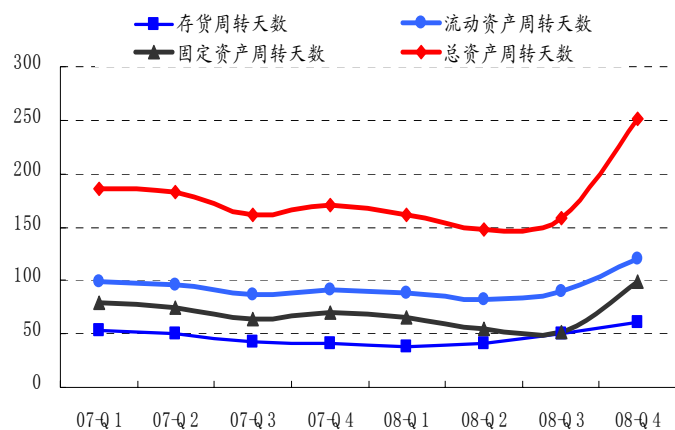
数据来源: 公司定期报告

图 11: 偿债能力指标持续恶化



数据来源: 公司定期报告

图 12: 资产周转大幅放缓



数据来源: 公司定期报告

作者简介:

蒋璆: 复旦大学经济学硕士, 曾在韩国 POSCO 公司工作 3 年, 2007 年加入国泰君安证券研究所, 现任钢铁/有色行业研究员。

崔婧怡: 清华大学工学硕士, 从事行业研究 3 年, 现任国泰君安证券研究所钢铁行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com