

济南钢铁 (600022.sh)

新增产能的释放延期

谢军 研究员 **马涛 研究助理** **冯刚勇 研究助理**
 电话: 020-87555888-663 010-68083328-1820 020-87555888-804
 eMail: cx2@gf.com.cn mt@gf.com.cn fgj@gf.com.cn

在建产能年内难以贡献产量

公司在建的 3200 立高炉、210 吨转炉、250 万吨宽厚板轧机已初步建成,但受制于目前低迷的市场,该生产线年内投产的概率较小,即使年底投产,09 年贡献的产量也可忽略不计。

三季度盈利约 2.7 亿元,减产意向不大

公司自 6 月份出现盈利后,7、8、9 三个月净利润均为正,预估三季度公司净利 2.7 亿元,对应 EPS0.086 元(上半年公司 EPS -0.28 元)。钢价的大幅下跌,虽使得钢厂盈利能力大幅减少,但截止目前公司尚未出现亏损,因此高炉、转炉设备运转正常,停产现象并未出现,但缘于下游需求的低迷,公司增大专用材及高端产品的比例,使得钢材产出率有所降低。

可转债的发行或将受阻,山钢重组将加速

由于公司前三季度处于亏损,发行可转债项目将难以实施。截止目前山东钢铁重组的实质进展并未出现,但伴随 8 月初山东钢铁集团高层的确定以及收购日照钢厂协议的签署,山东钢铁重组的进展将有望加速。

投资建议

目前宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份均大幅下调 11 月份出厂价格,而济南钢铁出厂价的制定相对滞后,但可以预计 10 月份公司出厂价仍将面临下调,因此四季度公司将处于盈亏边缘,09 年全年亏损的概率较大。预计 2009、2010 年公司 EPS 分别为-0.20 元、0.11 元。

钢铁板块近两个月明显跑输大盘,这期间也伴随钢价的下跌。目前高产量、高库存下的低需求使得钢价处于低位,钢厂的减产短期也难以上演,因此从供求角度看钢价仍将低位震荡。但在宏观经济复苏及房地产数据的乐观预期之下,短期钢价面临心态及资金推动之下的反弹,因此我们认为钢铁股将会有交易性的机会存在,公司股价仍将存在一定的上升空间,维持之前的“买入”评级。

风险提示

社会库存逆市高涨,钢厂减产难以出现,板材价格继续下跌的风险加大;新增产能难以投产,但转固提折旧将削弱公司的盈利能力。

公司评级

买入

当前价格(元) 5.02
 目标价格(元) 6.00
 前次评级 买入

股价走势

济南钢铁(600022)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-11.42%	-5.13%	55.55%
上证综指	-3.19%	-7.05%	44.68%

股票数据

总股本(万股) 312,048.0
 流通 A 股(万股) 283,448.7
 主要股东: 济钢集团有限公司
 主要股东持股比例 68.69%
 流通 A 股比例 90.83%

财务比率

ROE 10.74%
 ROA 2.81%
 资产负债率 73.70%
 每股净资产(元) 4.19

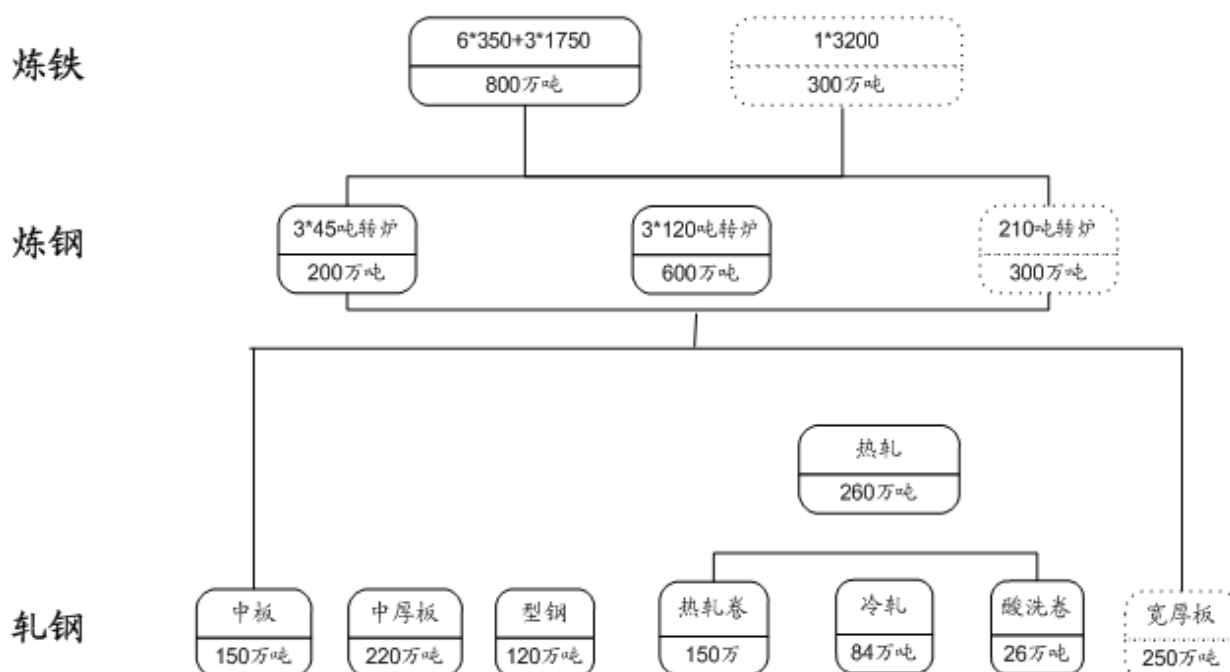
2008 年报数据。

在建产能年内难以贡献产量

作为国内最大的中厚板生产企业，济南钢铁目前粗钢产能超过800万吨，其中中厚板370万吨、热轧260万吨（含热轧商品材、冷轧及酸洗卷）、型钢120万吨。

在建的3200立高炉、210吨转炉、250万吨宽厚板轧机已初步建成，但受制于目前低迷的市场，该生产线年内投产的概率较小，即使年底投产，09年贡献的产量也可忽略不计（年初计划09年10月投产，年内贡献产量30万吨）。

图1：公司现有产能及在建产能



注：虚线为在建产能

数据来源：广发证券发展研究中心

中厚板仍是公司收入、利润主要来源

公司主营产品包括中厚板、冷热轧、型材。前三季度公司钢材产量同比降幅接近20%，其中冷热轧减产幅度达到30%、中厚板减产幅度达到10%、型钢产量变动不大。

其中中厚板产品对于公司收入、毛利贡献最大，但本轮中厚板所收冲击也是最大。因此公司中厚板加大产品结构的调整，增加需求稳定的容器

板、锅炉板等专用板的比例，而相应减少船板的产量，目前1-9月份公司船板产量近90万吨，同比降幅达到20%。

公司冷热轧产品竞争优势不大，热轧产品国内过剩严重，冷轧产品虽受益于汽车、家电等下游行业复苏的利好影响，但济南钢铁公司冷轧线受制于热轧基本板宽所限，产量贡献有限，因此目前公司热冷轧产品盈利能力最差。

而公司型钢产品主要为螺纹钢，基建投资拉松明显，仅京沪高铁山东段的施工就给公司带来每月近两万吨的订单，因此公司目前型钢盈利能力适中。

图2：公司主要产品销售收入占比

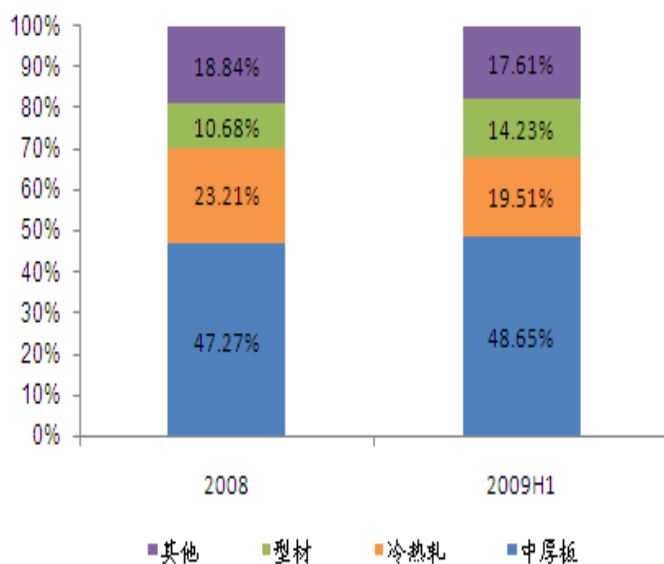
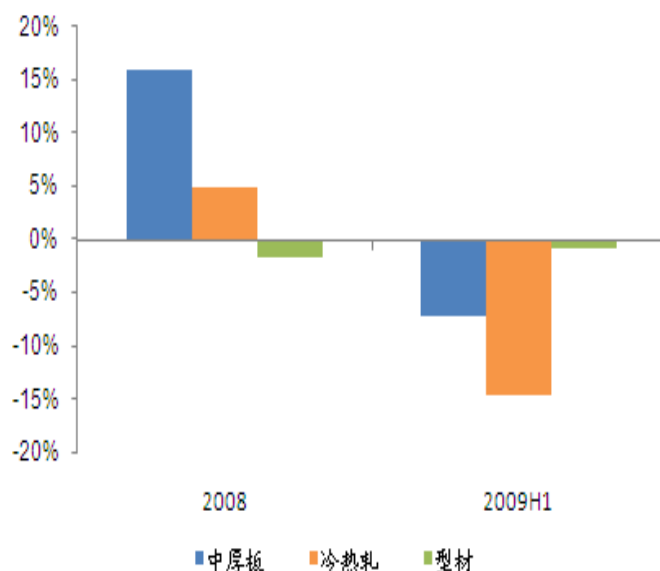


图3：公司主要产品毛利率比较



数据来源：广发证券发展研究中心

三季度盈利约 2.7 亿元，减产意向不大

伴随二季度以来下游需求的恢复及钢价的上涨，钢铁行业盈利能力环比呈上升趋势。因此自二季度起，公司开工率饱满，产品毛利率环比上涨明显。

图4: 公司单季度盈利能力比较

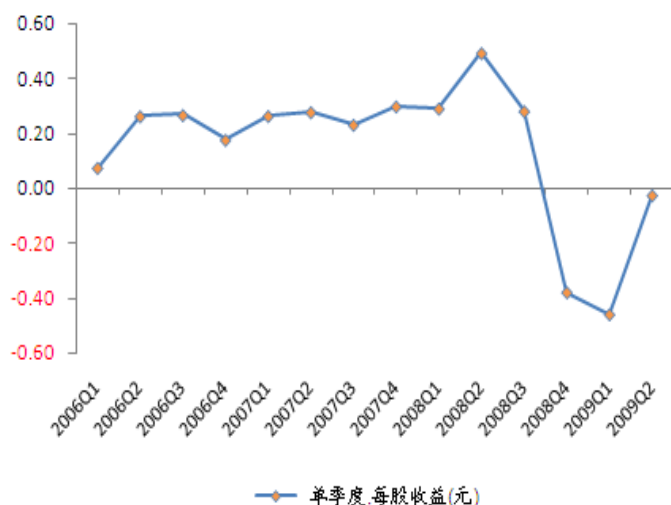
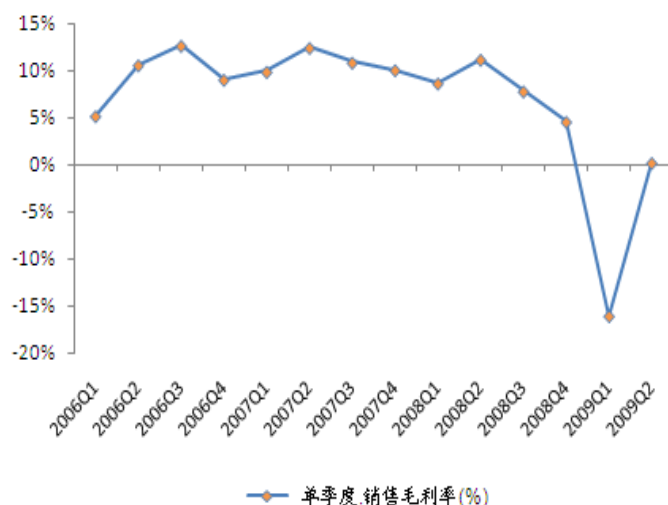


图5: 公司单季度销售毛利率比较



数据来源: 广发证券发展研究中心

在下游需求复苏的过程中, 钢铁产能过剩的问题再次显现, 钢厂无序的产量释放使得供给远远大于需求, 因此钢价自8月初再次陷入深幅调整。

图6: 中板市场价格走势 (单位: 元/吨)

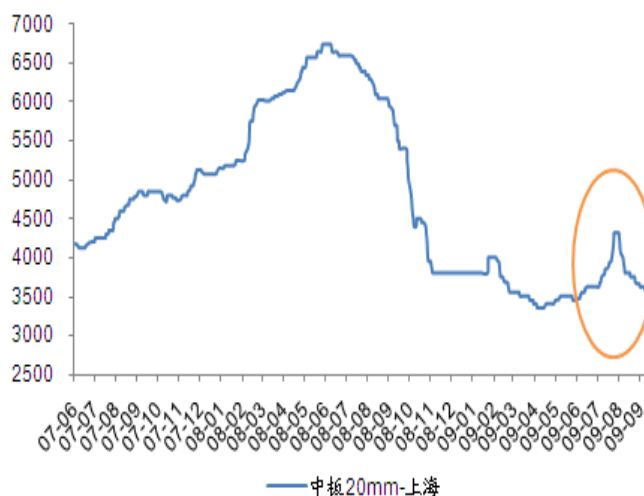
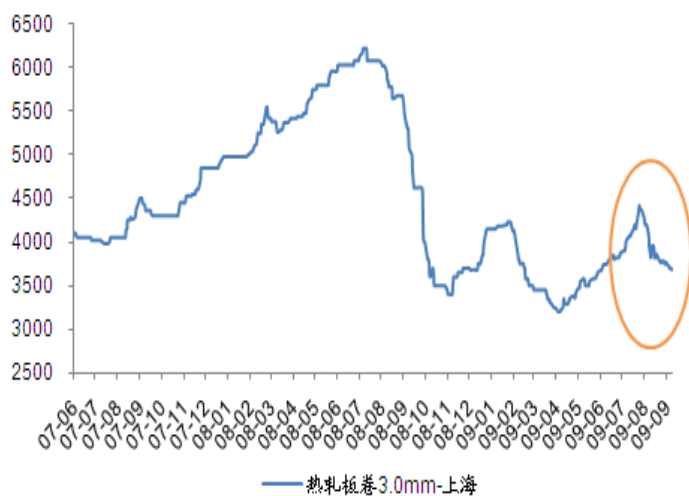


图7: 热轧市场价格走势 (单位: 元/吨)



数据来源: 广发证券发展研究中心

公司9月生铁成本约为2000-2200元/吨, 铁矿石到厂含税价700-800元/吨。公司自6月份出现盈利后, 7、8、9三个月净利润均为正, 预估三季度公司净利2.7亿元, 前三季度公司亏损依然超过6亿元人民币。

分品种来看, 公司9月份船板毛利100多元, 扣除三项费用后, 依然为正 (吨钢三项费用合计约为150元-180元), 而热轧盈利能力为所有品种中的最低。

钢价的大幅下跌, 虽使得钢厂盈利能力大幅减少, 但截止目前公司尚

未出现亏损，因此高炉、转炉设备运转正常，停产现象并未出现，但缘于下游需求的低迷，公司加大专用材及高端产品的比例，钢材产出率有所降低。

公司目前直供比例较高，约占总销量的60%（含三方直供）。近月来直供客户订单较为平稳，贸易商的订货量有所下滑。鉴于钢价的低迷以及下游需求的观望，本月上旬订单及产量环比9月份有10%的降幅（公司按旬组织订单）。

可转债的发行或将受阻，山钢重组将加速

由于公司前三季度处于亏损，因此公司发行可转债项目难以实施。接下来公司或通过非公开发行等其他方式来实施融资。

山东钢铁重组的实质进展并未出现，但伴随8月初山东钢铁集团高层人选的确定以及收购日照钢厂协议的签署，山东钢铁重组的进展将有望加速。

盈利预测及投资建议

目前公司的主要产品为中厚板、热冷轧及型钢，考虑到2010年公司新建的250万吨宽厚板的投产，预计公司2009年、2010年、2010年产量分别为650万吨、850万吨、940万吨。（未考虑山东钢铁集团重组对于公司钢产量的影响）

表1：未来三年产量预测（单位：万吨）

	2008	2009E	2010E	2011E
中厚板	350	320	480	550
冷热轧	270	210	250	270
型材	120	120	120	120
合计	740	650	850	940

数据来源：广发证券发展研究中心

公司07、08年毛利率分别为10.74%、8.20%，考虑到公司主要产品中厚板、冷热轧产品受冲击较大，盈利能力下滑明显，目前宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份均大幅下调11月份出厂价格，而济南钢铁出厂价的制定则相对滞后，但可以预计10月份公司出厂价仍将面临下调，因此四季度公司将处于盈亏的边缘，公司09年全年亏损的概率较大。

但伴随宏观经济的逐步好转，工业领域的复苏可以期待，因此高端钢铁产品的高盈利性将逐步显现，同时未来两年公司4.3M新轧机的投产将成为新的盈利增加点，因此我们认为2010年公司盈利将大幅回升。据预测2009年、2010年毛利率分别为1.87%、6.57%，2009、2010年EPS分

别为-0.20元、0.11元。

表2: 盈利预测

财务摘要 (百万元)	2006A	2007A	2008 A	2009E	2010E
主营收入	26,637	33,613	43,183	27,390	34,725
(+/-)%	11%	26%	28%	-37%	27%
经营利润 (EBIT)	1569	2307	1969	-380	1050
(+/-)%	9%	47%	-15%	-119%	-376%
净利润	865	1385	781	-627	348
(+/-)%	4%	60%	-44%	-180%	-156%
每股净收益 (元)	<u>0.77</u>	<u>1.02</u>	<u>0.55</u>	<u>-0.20</u>	<u>0.11</u>
每股股利 (元)	0.3	0.6	0.05	0	0.03
利润率和估值指标	2006 A	2007 A	2008 A	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	9.81%	10.74%	8.20%	1.87%	6.37%
ROE(%)	18.89%	24.75%	10.67%	-10.08%	5.02%
ROIC (%)	11.93%	15.07%	8.76%	-1.58%	4.11%
PE	7.36	5.51	10.24	-28.09	50.53
PB	1.39	1.36	1.34	2.83	2.54
EV/EBITDA	3.23	3.03	3.29	-103.37	18.80

数据来源: 广发证券发展研究中心

表3: 公司利润表

利润表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	26637	33613	43183	27390	34725
营业成本	24025	30001	39640	26879	32513
营业税金及附加	149	412	570	238	345
销售费用	415	326	289	183	233
管理费用	480	566	714	469	585
财务费用	188	252	379	469	578
资产减值损失	-20	7	523	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1401	2048	1066	-849	472
营业外收支净额	-39	-14	-6	0	0
税前利润	1362	2034	1060	-849	472
减: 所得税	493	645	275	-220	122
净利润	869	1390	785	-628	349
归属于母公司的净利润	865	1385	781	-627	348
少数股东损益	4	4	4	-2	1
基本每股收益	0.77	1.02	0.55	-0.20	0.11
稀释每股收益	0.77	1.02	0.55	-0.20	0.11

数据来源: 广发证券发展研究中心

钢铁板块近两个月明显跑输大盘，这期间也伴随钢价的下跌。目前高产量、高库存下的低需求使得钢价处于低位，钢厂的减产短期也难以上演，因此从供求角度看钢价仍将低位震荡。

但在宏观经济复苏及房地产数据的乐观预期之下，短期钢价面临心态及资金推动之下的反弹，因此我们认为钢铁股将会有交易性的机会存在，公司股价仍将存在一定的上升空间，维持之前的“买入”评级。

风险提示

社会库存逆市高涨，钢厂减产难以出现，板材价格继续下跌的风险加大。

新增产能难以投产，但转固提折旧将削弱公司的盈利能力。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

济南钢铁(600022)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。