

湘财证券研究所
钢铁研究组

王丽华

Tel: 021-68634510-8379

E-Mail: wlh2682@xcsc.com

王攀

Tel: 021-68634518-8721

E-Mail: WP2846 @xcsc.com

股本情况：

总股本（万股）： 312048

流通 A 股（万股）： 312048

近一年公司股票走势：

投资要点：

- **公司 09 年业绩表现不佳。**公司 09 年实现营业收入 254.06 亿元，利润 1.47 亿元，净利润 6699 万元，同比分别下降了 41.16%、86.11%和 91.42%；每股收益为 0.0215 元。我们认为，其原因一是公司产品结构单一，主导产品——中板、中厚板，下游需求仍然不旺，导致产品价格涨幅度较小，公司销售收入受到压制。二是，公司 80%的铁矿石依赖进口长协矿，公司上半年要消化高价长协矿库存，下半年要应对上涨的现货矿价格，公司 09 年大部分利润被原材料价格所吞噬。
- **产品结构单一影响了业绩提升。**公司主打产品是中板、中厚板，此外，还有少量小型材和热冷轧产品。09年中板和厚板价格整体走势较差，影响了公司09年的营业收入。对于公司未来营业收入变化，我们认为，公司在中厚板生产上具有国内领先水平。一旦中厚板下游需求出现明显回暖，公司经营业绩将呈现大幅反弹。另外，公司吸收莱钢和银山型钢的资产后，将丰富公司的产品线。不仅能够增强板材和冷热轧产品生产能力，而且还新增了型钢、优质钢和棒材等长材产品。
- **铁矿石高度依赖进口制约了盈利水平。**公司毛利率处于较低水平，主要是由于公司铁矿石高度依赖进口。市场预期10年长协矿价格至少上涨40%以上。那么公司10年毛利率又将面临新的考验。对于公司未来两年产品盈利能力，我们判断，公司主要产品仍将维持较低的毛利率水平。
- **给予“中性”评级，但看好公司股票中长期走势。**我们认为，公司 09 年业绩很难成为公司股票上涨的动力。但 5.05 元是现金选择权和发行股票收购资产的价格，其将成为公司股价的底线。从短期看，由于公司基本面并没有出现明显好转，且钢铁板块目前也正面临高库存和原材料价格大幅上涨的风险。因此我们短线看淡公司股票走势。但从中长期看，一方面公司重组后产品结构有所丰富，盈利能力将得到增强；另一方面作为山东省内钢铁整合的平台，未来将不断有资产注入，特别是日照钢铁优质资产的注入，将使得公司有可能成为未来资金追逐的热点。因此我们中长期看好公司发展，并认为目前公司股价是一个较为底部的买入价格。

盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿)	336.13	431.83	254.06	317.58	349.18
增长率(%)	26.19	28.47	-41.16	25	9.95
净利润(百万元)	1390	785	69	599	707
增长率(%)	60.19	-43.53	-91.42	768.12	18
每股收益(元)	1.02	0.55	0.0215	0.19	0.22
市盈率(倍)	5.12	11.64	243.72	25	20

资料来源：湘财研究所、公司公告

事件:

3月13日, 济南钢铁(600022)发布了09年年报: 09年公司实现营业收入254.06亿元, 利润1.47亿元, 净利润6699万元, 同比分别下降了41.16%、86.11%和91.42%; 每股收益为0.0215元。

09 年报主要内容:

	2009 年	2008 年	增减幅度
营业收入(亿元)	254.06	431.83	-41.16%
利润(亿元)	1.47	10.60	-86.11%
净利润(亿元)	0.6699	7.80	-91.42%
每股收益(元)	0.0215	0.25	-91.41%
净资产收益率(%)	0.95%	10.74%	减少 9.79 个百分点

资料来源: 公司年报

我们认为, 公司 09 年业绩表现不佳, 早在预料之中。因为公司 09 年三季报净利润尚处于亏损状态。与其他大中型钢企相比, 公司是较晚实现扭亏的上市公司之一, 主要原因是公司主导产品是中板、中厚板, 虽然有少量小型材, 但总体上钢材品种较为单一。而 09 年由于中、厚板下游需求仍然不旺, 中板、中厚板的价格较其他钢材品种上涨幅度较小, 因此公司的销售收入受到压制。另外, 由于受累于铁矿石高度依赖进口, 公司上半年需要消化高价的长协矿存货, 下半年需要应对不断上涨的现货矿价格, 因此公司 09 年大部分利润被原材料价格所吞噬。

我们认为, 10 年对于公司仍然是充满挑战的一年。挑战主要来自于, 长协矿价格上涨基本成定势, 且上涨幅度较大。而公司主导产品——中厚板的下游需求 10 年仍难有大的改观, 那么公司向下游传导原材料价格上涨的能力将被弱化。公司毛利率水平又将面临新的考验。

2 月 23 日, 公司公布了换股吸收莱钢股份, 并发行股份购买相关资产的重组方案。我们认为, 作为山东钢铁集团整合省内钢铁资源的存续上市平台, 10 年公司将超越其他大中型钢企, 成为钢铁板块中被市场关注的焦点。公司股票的涨跌幅将随着资产重组进程而波动。而日照钢铁资产的注入, 很可能成为公司股票强劲上涨的最大推动力。

一、产品结构单一影响了业绩提升

公司主打产品是中板、中厚板, 主要用于建筑、机械制造、造船、压力容器等行业, 其市场占有率和产品规模均位居国内首位。此外, 公司还生产少量的小型材。08 年公司通过公开发行股票收购了济钢集团部分钢铁资产, 增加了热轧薄板和冷轧薄板等品种。但与其他以板材生产为主的大型钢企相比, 公司的产品线仍过于单一, 产品互补性较差, 产品结构的抗风险能力较弱。

我们认为, 公司 09 年业绩出现大幅下滑, 主要原因仍归结于公司较为单一的产品结构。09 年钢材品种中价格表现较好的是建筑用钢材和汽车、家电用冷轧薄板;

表现较差的是造船用中、厚板和热轧板。而公司的主打产品恰恰是造船用中、厚板。因此，尽管公司09年全年钢材产量709.15万吨较08年钢材产量753万吨有所下降，下降了5.82%，但是因主导产品价格上涨幅度不大，导致公司09年销售收入同比大幅下降下降了41.16%。

图1、营业收入及主要产品收入变化

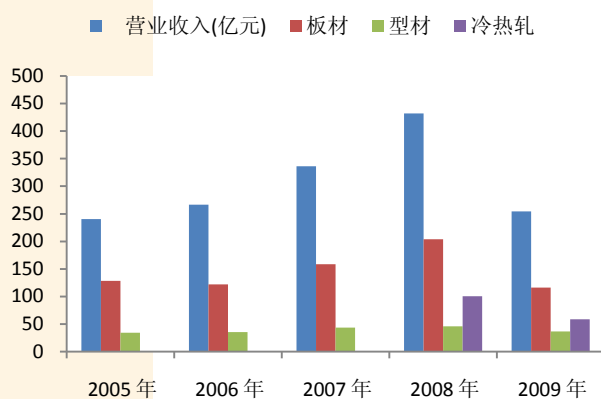
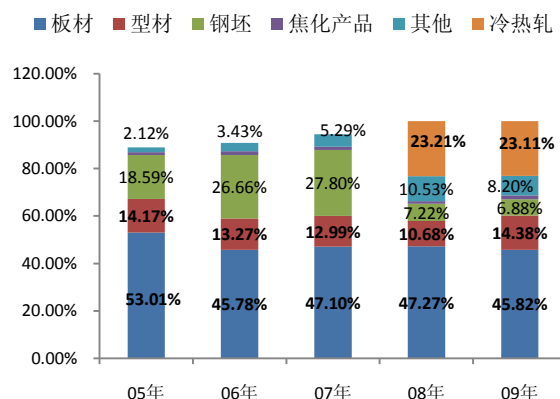


图2、主要产品销售收入占比变化



资料来源：湘财研究所、公司公告

从09年主要产品销售收入占比情况看，板材、型材、冷热轧产品对营业收入的贡献率分别为45.82%、14.38%和23.11%，与08年相比，板材对营业收入贡献率下降了1.45个百分点，型材增加了3.7个百分点，冷热轧产品基本持平。从主要产品销售收入占比变化看，公司还是根据钢材产品市场价格变化，有针对性进行了生产调整。但是由于公司产品结构过于简单，产量调整余地不大。因此，公司09年营业收入因主打产品价格所限而出现明显下滑。

对于公司未来两年营业收入的变化，我们认为，公司在中厚板生产上具有国内领先水平。中厚板生产线中的高端产品是以船用钢、桥梁钢、管线钢、容器钢、锅炉钢等为代表的品种板。公司07年、08年品种板占产量比重分别达87.37%和90.5%。其中高等级专用板占比分别达69.57%和75.4%；09年公司中板高专占比为57.66%、中厚板高专比为62.96%、热连轧高专比为60.49%，表明公司在中厚板生产中高端产品具有明显优势。因此，我们认为，一旦中厚板下游需求出现明显回暖，公司经营业绩将呈现大幅反弹。

另外，公司已经公布了换股吸收莱钢股份，并发行股份购买相关资产的重组方案。由于公司是重组后的存续平台，其营业收入将随着合并资产和新购入资产完成，总量呈现突发性增长。但是如果不考虑绝对量合并增加，单从产品结构上看，吸收的莱钢和银山型钢的资产将丰富公司的产品线。不仅进一步增强了公司板材和冷热轧产品生产能力，而且还新增了型钢、优质钢和棒材等长材产品。合并后，公司板材占总产量的60%左右，长材占总产量的40%左右，使得公司产品结构得到优化，增强了公司产品抗风险能力。

二、铁矿石高度依赖进口制约了盈利水平

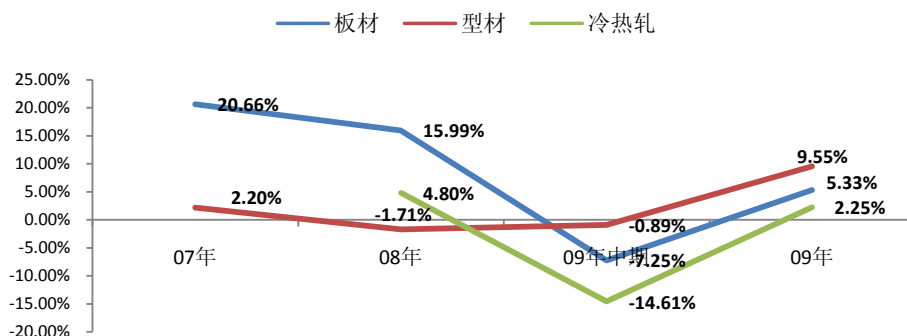
09年公司整体毛利率为4.26%，虽然较08年同期下降了3.94个百分点，但与09年中期的-8.07%相比，毛利率大幅提高了12.33个百分点。从09年各个季度公司毛利率变化情况看，四季末虽然毛利率实现了盈利，但是提升幅度环比却是最小的。从09年公司毛利率变化，我们基本可以看出，公司一季度和二季度主要是在消化前期高价的长协矿库存。这点我们从公司08年末、09年中期原材料存货变动也能窥得一斑。08年末原材料存货达26.78亿元，其跌价准备计提了20.49亿元，属于一次性计提完毕。09年中期原材料库存为10.81亿元，较上期减少了15.97亿元。原材料成本高，而产品售价低，这样就使得公司前两季产品处于亏损状态。

公司毛利率之所以受到原材料库存的影响，主要是由于公司铁矿石高度依赖进口，80%的铁矿石依赖于长协矿。而09年受金融危机影响，全球铁矿石价格暴跌，国内进口现货矿价格低于长协矿价格。但是随着世界经济回暖，铁矿石价格一路走高。虽然目前长协矿谈判仍未结束，但市场普遍预期10年长协矿价格可能至少上涨40%以上。如果恰如预期，那么公司10年毛利率又将面临新的考验。

从主要产品09年盈利能力看，型材盈利能力最强，毛利率为9.55%，较08年增加了11.26个百分点。08年公司型材产品毛利率尚处于亏损状态。公司型材产品主要是建筑用小型材。09年房地产及基建用钢需求旺盛，建筑用小型材价格也呈现较好走势，使得公司型材毛利率超越了主打产品毛利率。公司主打产品——板材的毛利率为5.33%，较08年减少了10.66个百分点。而08年板材毛利率还高达15.99%。由于公司中厚板产品中高专产品占比较大，一旦下游需求回暖，那么公司板材毛利率仍然有较大利润空间。而且板材仍然是公司盈利最强的拳头产品。公司冷轧产品毛利率仅为2.25%，也处于较低的盈利水平。

对于公司未来两年产品盈利能力，我们认为，一是要考虑公司铁矿石对外依存度能否降低。公司作为山东省钢铁产业重合的平台，山东省存在将省内铁矿资源注入上市公司的可能。但是，这种可能目前还没有标的。所以公司铁矿石高度依赖进口的情况不会发生重大改变。二是要看公司中厚板的下游用钢需求短期内能否明显回暖，主要看造船业能否明显复苏。从目前世界经济情况和国内出口情况看，造船业虽有所恢复，但在两年内难以再现繁荣。因此我们判断，在未来两年内，公司主要产品将维持低毛利率水平。

图3、公司主要产品毛利率变动



资料来源：湘财研究所、公司公告

三、给予“中性”评级，但看好公司股票中长期走势

我们认为，公司09年业绩很难成为公司股票上涨的动力。而市场颇为期待的济钢与莱钢重组方案，也基本与河北钢铁集团重组方案同出一辙。公司股票于10年2月24日复牌后，股价虽有所冲高回落，但目前基本与停牌前（09年11月16日）价格相当。而在公司股票停牌期间，同期上证指数下跌了5.74%，钢铁板块下跌了1.45%。我们认为，公司股票并没有出现补跌，主要是有现金选择权（莱钢股东持有12.29元、济钢股东持有5.05元的现金选择权）和收购资产发股价格（5.05元）作为支撑。而且这两个价格将成为济南钢铁（600022）和莱钢股份（600102）的股价底部。

从短期看，公司基本面并没有出现明显好转，并且钢铁板块目前也正面临高库存和原材料价格大幅上涨的风险。因此短期内，我们较为看淡公司股票走势。但从中长期看，一方面公司重合后产品结构有所丰富，盈利能力将得到增强；另一方面作为山东省内钢铁整合的平台，未来将不断有资产注入，特别是日照钢铁优质资产的注入，将使得公司有可能成为未来资金追逐的热点。因此，从中长期看，我们认为，公司目前股价将是一个较为底部的买入价格。

四、盈利预测

主要盈利指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(亿)	336.13	431.83	254.06	317.58	349.18
增长率(%)	26.19	28.47	-41.16	25	9.95
净利润(百万元)	1390	785	69	599	707
增长率(%)	60.19	-43.53	-91.42	768.12	18
每股收益(元)	1.02	0.55	0.0215	0.19	0.22
市盈率(倍)	5.12	11.64	243.72	25	20

资料来源：湘财研究所、公司公告

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。