



27 May 2010 | 10 pages

济南钢铁 (600022)

中厚板为安身之本、成本压力难以缓解

—— 济南钢铁调研报告

史海昇

执业证书编号: S1230209120122

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

投资要点:

■ 调研要点

日前, 经过去济钢实地调研, 基本情况如下:

——公司宽厚板生产线即将投产, 全部钢材产能将达 1040 万吨;

——目前来看, 二季度盈利能力不会低于一季度, 第三季度的盈利受制于铁矿石成本的上涨存在一定压力;

——铁矿石基本上是全现货矿, 成本上没有优势;

——中板下游需求有回暖的迹象

——济钢与莱钢整合, 仍在观望等待时机;

■ 投资建议

综合前述的分析, 目前济钢下游产品需求略有恢复, 盈利能力较为稳定, 但是受制于铁矿石价格上涨, 成本上存在较大的压力, 另外新的宽厚板生产线投产初期, 对公司利润贡献不会太大; 另一方面冷轧和热轧生产线是相对新的生产线, 而产品主要是普通板材, 盈利能力提升尚需要时日。

预计 2010 年至 2012 年, 三年 EPS 分别为 0.07 元、0.12 元、0.25 元, 从 PB 估值上相对历史略有优势, 但是盈利尚未能支撑济钢的大幅反弹, 因此给与中性评级。

财务摘要 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	25407.00	29794.00	34561.04	38017.14
(+/-)	-41.16%	17.27%	16.00%	10.00%
净利润	69.61	209.36	372.53	791.63
(+/-)	-91.13%	200.76%	77.93%	112.50%
每股收益 (元)	0.021	0.066	0.117	0.248
P/B	179.79	58.25	32.86	15.53

评级: 中性

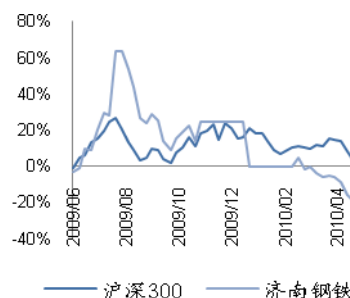
上次评级: 首次

目标价格:

上次预测:

当前价格: 3.86

单季度业绩	元/股
1Q/2009	-0.4588
2Q/2009	-0.0257
3Q/2009	0.0907
4Q/2009	0.2163



公司简介

公司拥有中厚板轧机国内一流、国际先进的现代化生产线。大力推进以“企业为主体、市场为导向、产学研联合”的开放式技术创新体系, 坚持集成创新与自主创新相结合、全面提升自主创新能力, 逐步确立了船板、锅炉容器板及低合金高强度板三大品牌优势。

报告撰写人: 史海昇





正文目录

1.投资要点	3
2.最大的中厚板基地	3
3.中板下游需求有所恢复	5
4.铁矿石和焦炭成本压力较大	6
5.估值	7
6.投资建议	7

图表目录

图 1: 济南钢铁股权结构	4
图 2: 济南钢铁主要生产线	4
图 3: 济钢粗钢与钢材产量	5
图 4: 济钢一季度分类别产量	5
图 5: 济钢单季度营业收入走势（亿元）	5
图 6: 济钢单季度营业利润走势（亿元）	5
图 7: 济钢毛利率与净利率	5
图 8: 济钢三项费用率居于中等水平	5
图 9: 中板走势强于其他品种	6
图 10: 全球造船手持订单继续减少，但新订单有回暖	6
图 11: 济南钢铁主要下游分布	6





1. 投资要点

日前，经过去济钢实地调研，基本情况如下：

- 公司宽厚板生产线即将投产，全部钢材产能将达 1040 万吨；
- 目前来看，二季度盈利能力不会低于一季度，第三季度的盈利受制于铁矿石成本的上涨存在一定压力；
- 铁矿石基本上是全现货矿，成本上没有优势；
- 中板下游需求有回暖的迹象；
- 济钢与莱钢合并的事情，仍在观望等待时机；

2. 最大的中厚板基地

济南钢铁主要产品和业务集中于中板、宽厚板、螺纹钢等钢铁产品的生产和销售，其中中板和中厚板产品在全国同行业市场占有率和产品规模均居首位。

具备年产 1,000 万吨优质烧结矿及 220 万吨优质球团矿的生产能力。在炼铁工序，有 6 座 350 立方米的高炉和 3 座 1750 立方米高炉，具备年产 800 万吨优质钢用生铁的能力；

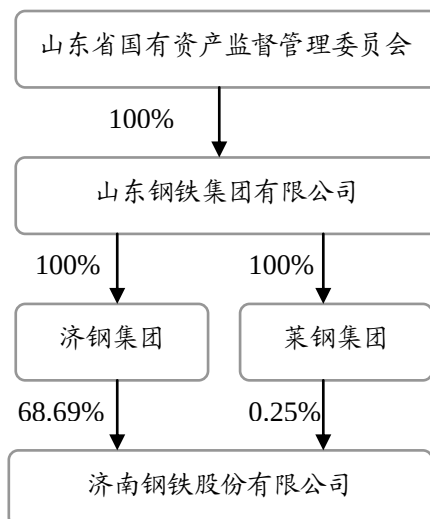
在炼钢工序，有 45 吨顶底复吹转炉 3 座，120 吨顶底复吹转炉 3 座，已实现全连铸生产工艺，具备年产 800 万吨优质钢的能力；目前中厚板厂具备年产 220 万吨的生产能力；中板厂具备年产 150 万吨的生产能力；第一小型轧钢厂其年生产能力已达到 110 万吨。

公司拥有 1750 立方米高炉-120 吨转炉-中厚板轧机国内一流、国际先进的现代化生产线。根据公司十一五规划，正在修建 4300mm 宽厚板工程，其中高炉初步预计 2010 年 7 月投产，新的宽厚板工程投产将有效弥补公司的产品短板，在产品宽度（4300mm）和厚度（可达 70mm 以上）方面满足客户需求。



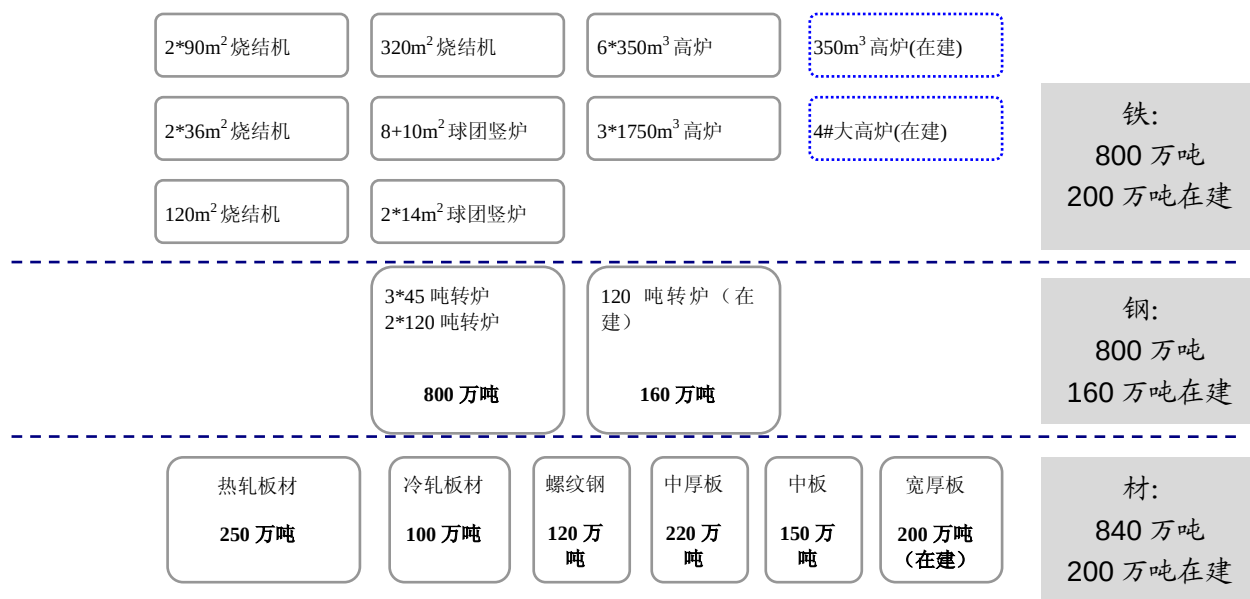


图 1: 济南钢铁股权结构



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 2: 济南钢铁主要生产线

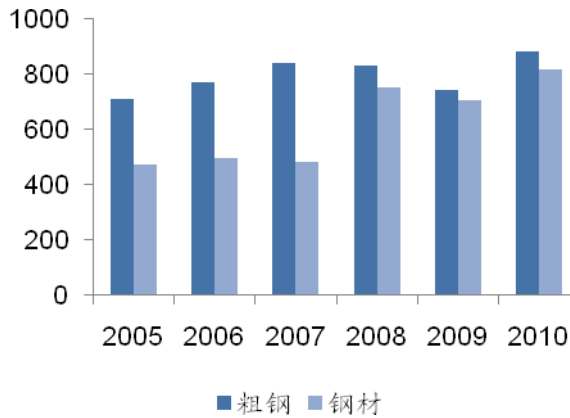


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所



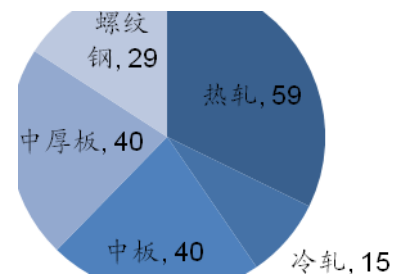


图 3: 济钢粗钢与钢材产量



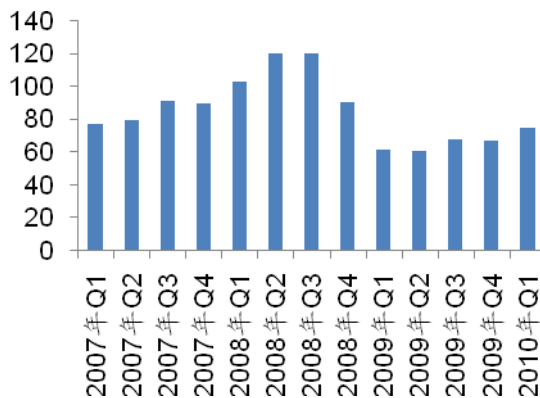
资料来源: 浙商证券研究所

图 4: 济钢一季度分类别产量



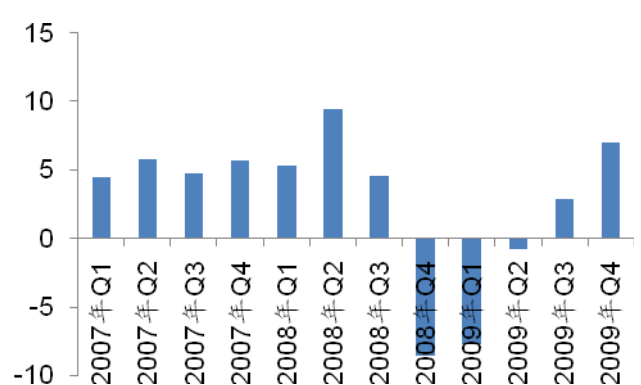
资料来源: 浙商证券研究所

图 5: 济钢单季度营业收入走势 (亿元)



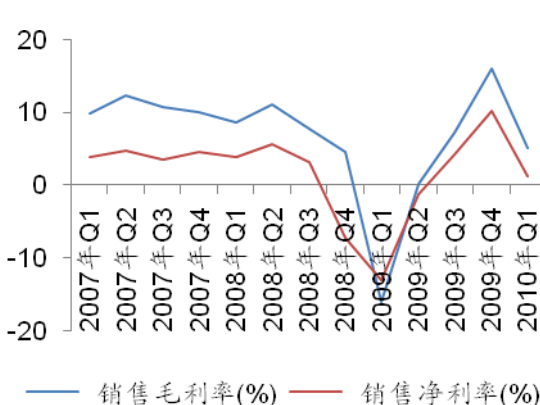
资料来源: 浙商证券研究所

图 6: 济钢单季度营业利润走势 (亿元)



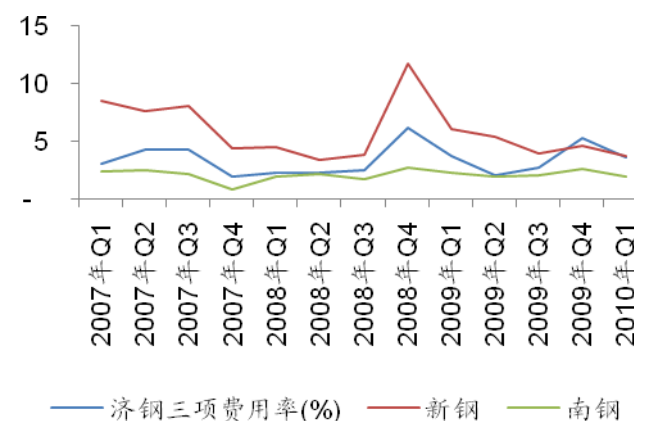
资料来源: 浙商证券研究所

图 7: 济钢毛利率与净利率



资料来源: 浙商证券研究所

图 8: 济钢三项费用率居于中等水平



资料来源: 浙商证券研究所

3. 中板下游需求有所恢复

从中板价格来看, 走势明显强于其他钢材品种。钢材价差也维持在可以盈利的水平上。济钢的

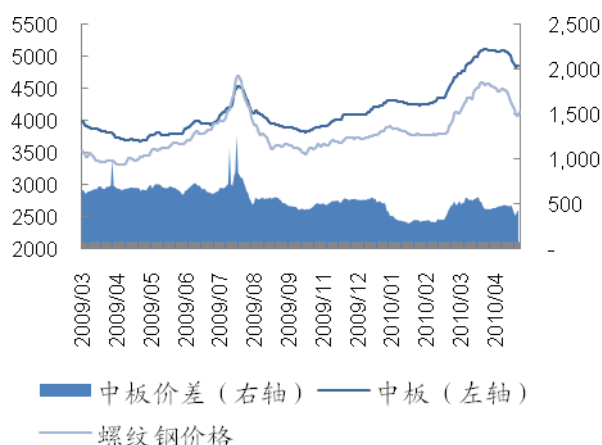




中厚板主要销往省内，下游分布在船板、锅炉板和汽车大梁等，船板占据主要需求，汽车大梁板约 10% 左右。目前，尽管造船企业景气度仍处于低位，但是已经出现回暖的迹象。

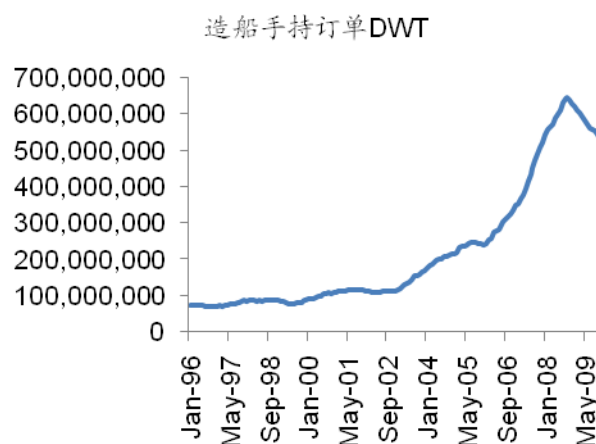
继 3 月全球新签订单环比上涨 80% 后，4 月继续环比上升 50%，达 951 万吨，创出了 08 年 9 月份以来单月新签量的最高值。其中，中国签订订单 406.8 万载重吨，环比上升 65%，占比 43%。

图 9：中板走势强于其他品种



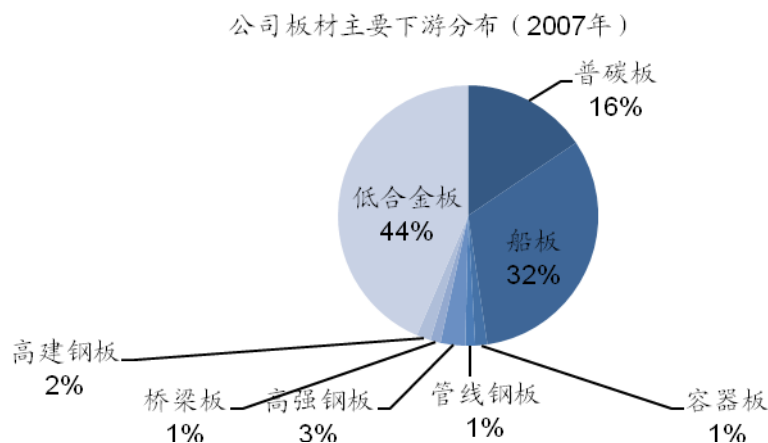
资料来源：浙商证券研究所

图 10：全球造船手持订单继续减少，但新订单有回暖



资料来源：浙商证券研究所

图 11：济南钢铁主要下游分布



资料来源：浙商证券研究所

4. 铁矿石和焦炭成本压力较大

公司进口矿石、矿粉主要来源于巴西、澳大利亚、印度、智利等国的大型矿山集团，其余部分来自国内河北、山东、山西等周边地区的铁矿。但是在长协矿定价机制崩溃以来，公司基本上以现货矿为主，协议矿较少，成本上不占优。

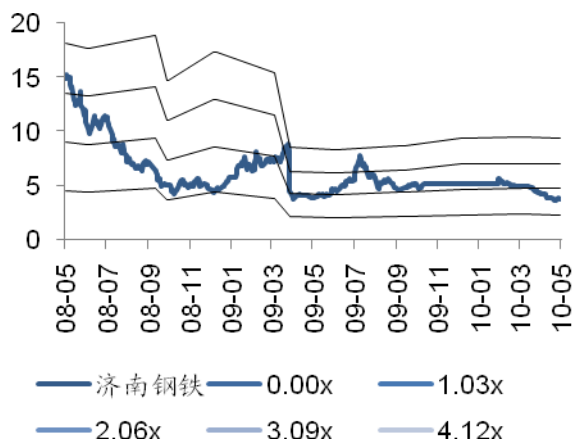




5. 估值

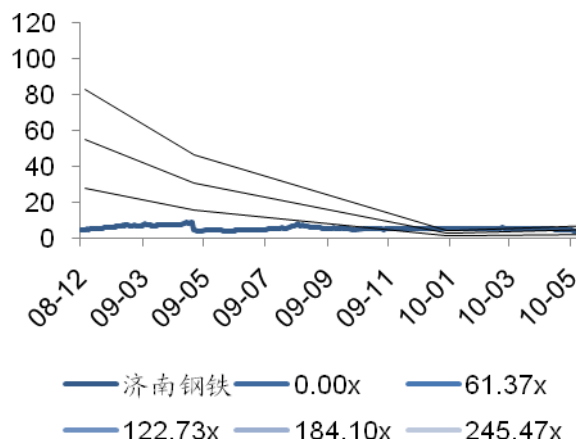
从济钢历史上的 PB 估值来说，目前济钢处在相对低位，具有一定的估值优势。

图 12: 济钢 PB 估值



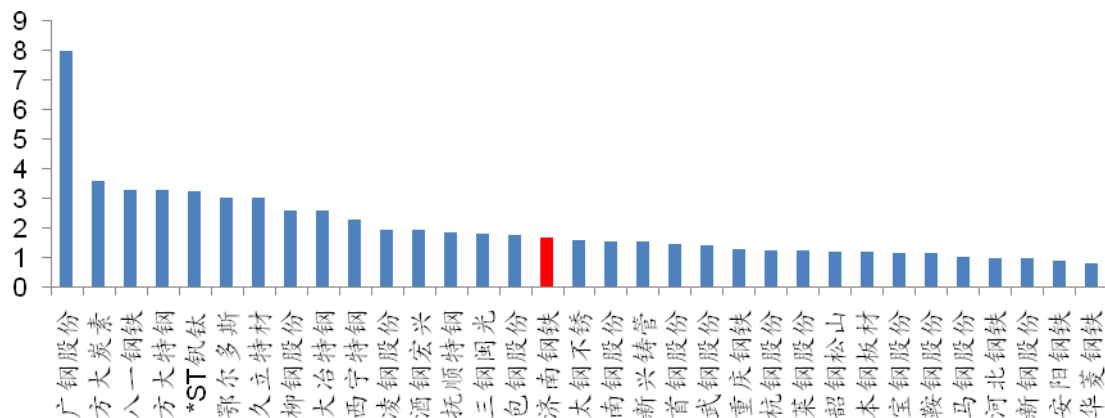
资料来源：浙商证券研究所

图 13: 济钢 PE 估值



资料来源：浙商证券研究所

图 14: 济南钢铁 PB 估值



资料来源：浙商证券研究所

6. 投资建议

综合前述的分析，目前济钢下游产品需求略有恢复，盈利能力较为稳定，但是受制于铁矿石价格上涨，成本上存在较大的压力，另外新的宽厚板生产线投产初期，对公司利润贡献不会太大；另一方面冷轧和热轧生产线是相对新的生产线，而产品主要是普通板材，盈利能力提升尚需要时日。

预计 2010 年至 2012 年，三年 EPS 分别为 0.07 元、0.12 元、0.25 元，从 PB 估值上相对历史略有优势，但是盈利尚未能支撑济钢的大幅反弹，因此给与中性评级。





附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	9549	7668	12165	10867	营业收入	25407	29794	34561	38017
现金	2574	2674	3310	3635	营业成本	24326	27629	31773	34315
应收账款	638	624	1014	866	营业税金及附加	60	283	289	256
其它应收款	76	147	91	171	营业费用	182	240	253	286
预付账款	583	648	665	747	管理费用	371	465	539	581
存货	5114	2840	6401	4604	财务费用	331	675	875	1077
其他	564	735	685	845	资产减值损失	13	181	239	145
非流动资产	19442	22621	25104	27720	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	9	3	4	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	0	4899	7597	10280	营业利润	123	320	593	1358
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	28	19	21	21
其他	19434	17718	17502	17435	营业外支出	3	13	11	9
资产总计	28991	30288	37268	38587	利润总额	147	326	602	1370
流动负债	15353	16181	21185	20189	所得税	78	116	230	578
短期借款	6680	8524	11872	12586	净利润	70	209	373	792
应付账款	1881	1386	2814	2048	少数股东损益	3	3	6	16
其他	6792	6270	6500	5556	归属母公司净利润	67	207	367	775
非流动负债	6505	6764	8730	10603	EBITDA	1808	1215	2009	3223
长期借款	4033	4917	6330	8363	EPS (元)	0.02	0.07	0.12	0.25
其他	2472	1847	2400	2240	主要财务比率				
负债合计	21858	22945	29915	30792		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	45	48	54	70	成长能力				
股本	3120	3120	3120	3120	营业收入	-41.2%	17.3%	16.0%	10.0%
资本公积金	1690	1690	1690	1690	营业利润	-88.5%	160.4%	85.4%	129.0%
留存收益	2278	2485	2489	2915	归属母公司净利润	-91.4%	208.7%	77.2%	111.5%
归属母公司股东权益	7089	7295	7299	7725	获利能力				
负债和股东权益	28991	30288	37268	38587	毛利率	4.3%	7.3%	8.1%	9.7%
现金流量表					净利率	0.3%	0.7%	1.1%	2.0%
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	0.9%	2.8%	5.0%	10.0%
经营活动现金流	-2331	2029	-94	2411	ROIC	10.1%	12.0%	9.4%	11.5%
净利润	70	209	373	792	偿债能力				
折旧摊销	1354	220	541	789	资产负债率	75.4%	75.8%	80.3%	79.8%
财务费用	331	675	875	1077	净负债比率	52.91%	62.11%	64.25%	70.94%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	0.62	0.47	0.57	0.54
营运资金变动	-4151	437	-2052	32	速动比率	0.29	0.29	0.26	0.30
其它	65	486	169	-278	营运能力				
投资活动现金流	-4032	-3939	-3001	-3282	总资产周转率	0.89	1.01	1.02	1.00
资本支出	4024	3920	2974	3264	应收帐款周转率	31	45	41	39
长期投资	-8	-6	1	1	应付帐款周转率	10.30	16.92	15.13	14.12
其他	-17	-24	-26	-17	每股指标(元)				
筹资活动现金流	4375	2011	3730	1196	每股收益	0.02	0.07	0.12	0.25
短期借款	1855	1844	3347	714	每股经营现金	-0.75	0.65	-0.03	0.77
长期借款	3803	885	1412	2033	每股净资产	2.27	2.34	2.34	2.48
普通股增加	1387	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1547	0	0	0	P/E	181.19	58.70	33.12	15.66
其他	-1122	-718	-1030	-1551	P/B	1.71	1.66	1.66	1.57
现金净增加额	-1994	101	635	325	EV/EBITDA	11.71	17.42	10.54	6.57

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	服务 魏志羽 +86 21 6471 8888-1106 weizhiyu@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@stocke.com.cn			

金融工程团队

金融工程与衍生品 邱小平 +86 21 6471 8888-1701 qiuxiaoping@stocke.com.cn	金融工程与基金 陆靖昶 +86 21 6471 8888-1254 lujingchang@stocke.com.cn	金融工程与债券 鲍翔 +86 21 6471 8888-1105 baoxiang@stocke.com.cn	信息技术 李思明 +86 21 6474 6780 lisiming@stocke.com.cn
信息技术 张雷 +86 21 6471 8888-1740 zhanglei@stocke.com.cn			

宏观策略团队

首席经济学家 闻岳春 +86 21 6471 6089 wenyuechun@stocke.com.cn	首席策略分析 潘立彬 +86 21 6431 6026 panlibin@stocke.com.cn	宏观 李瑞 +86 21 6471 8888-1211 lirui@stocke.com.cn	策略研究 王伟俊 +86 21 6471 8888-1277 wangweijun@stocke.com.cn
策略研究 张延兵 +86 21 6431 8952 zhangyanbing@stocke.com.cn			

行业研究团队

房地产行业 戴方 +86 21 6471 8888-1219 daifang@stocke.com.cn	银行业金融行业 黄薇 +86 21 6471 8888-1813 huangwei@stocke.com.cn	中药 生物制药行业 金嫣 +86 21 6471 8888-1241 jinyan@stocke.com.cn	大宗医药行业 姜恩铸 +86 21 6471 8888-1121 jiangenzhu@stocke.com.cn
农林牧渔行业 张俊宇 +86 21 6471 8888-1801 zhangjunyu@stocke.com.cn	食品、饮料行业 葛越 +86 21 6471 8888-1281 geyue@stocke.com.cn	家电、传媒行业 刘迟到 +86 21 6471 8888-1225 Liuchidao@stocke.com.cn	电力设备行业 史海昇 +86 21 6471 8888-1737 shihaisheng@stocke.com.cn
汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@stocke.com.cn	煤炭行业 田加伟 +86 21 6471 8888-1117 tianjiawei@stocke.com.cn	化工行业 代鹏举 +86 21 6471 8888-1206 daipengju@stocke.com.cn
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	交通运输行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814	





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海





上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

