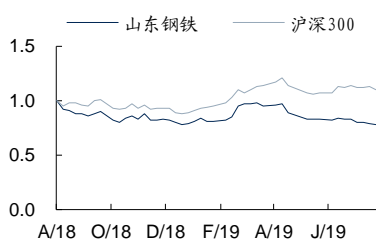


证券研究报告—深度报告
黑色金属
钢铁 II
山东钢铁(600022)
增持

合理估值: 1.52-1.7 元 昨收盘: 1.5 元

2019年08月09日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	10,947/10,947
总市值/流通(百万元)	16,420/16,420
上证综指/深圳成指	2,778/8,859
12个月最高/最低(元)	2.15/1.47

相关研究报告:

《济南钢铁-600022-重组再次启动,志在做大做强》——2011-04-13
 《济南钢铁09年报点评:中板复苏缓慢,期待整合调结构》——2010-03-15
 《济南钢铁:吸收合并莱钢股份,重组迈出坚实一步》——2010-02-24
 《济南钢铁:整体上市保增长》——2009-03-10

证券分析师:冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

老钢厂新基地,地方龙头均衡发展

● 棚改和机械大省,钢材净流入省份

公司所处山东省既是钢铁生产大省也是钢铁消费大省。2018年,山东粗钢产量达7177万吨,是继河北、江苏外的第三大钢铁生产省份,产能逐步向日一临沿海先进钢铁制造产业基地和莱一泰内陆精品钢生产基地转移。随着经济的迅速发展,山东作为制造业大省,近年来棚改建设又在大力推进,钢材需求相对旺盛。省内产量尚不能满足当地需求,属于钢材净流入省份,产品销售价格长期高于周边省份。

● 地方龙头,均衡发展

公司隶属于山东钢铁集团有限公司,现有济南钢城和日照两大生产基地,具备粗钢产能1580万吨。公司产业布局与山东省钢铁产业规划布局高度契合,两大基地产品定位互补,协同发展。

● 产量逐步恢复,顺应绿色发展

在原济南分公司的停产后,公司钢材产量大幅下降,对公司业绩造成了较大拖累。在钢铁行业产能受到严格管控的当下,日照基地的为公司带来的新增量就显得尤为可贵。日照基地具备天然深水良港,装备居世界先进水平,产品定位于高品质的板带材,解决了公司原有运输成本高、产品档次低的问题。济南钢城将启动新旧动能转换项目,项目实施可提升环保水平和生产效率并降低运营成本。在山东省钢铁行业转型升级目标指导下,公司两大基地秉承高效、绿色、智能的发展路线,公司竞争力未来有望得到提高。

● 风险提示

环保政策限制超出预期;原料价格大幅上涨;钢材需求大幅下滑。

● 维持“推荐”评级

通过多角度估值,得出公司合理估值区间1.52-1.70元,相对目前股价有1%-13%的溢价空间。考虑行业存在下行压力,公司基地规划与产品定位符合山东省发展规划,日照基地的投产达产为公司带来增量,在行业下行周期内可实现以量补价。我们预计公司19-21年每股收益0.11/0.12/0.14元,利润增速分别为-43.4%/7.8%/16.0%,首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	55,908	62,297	64,678	66,620
(+/-%)	16.7%	11.4%	3.8%	3.0%
净利润(百万元)	2106.62	1192.91	1286.14	1491.67
(+/-%)	9.5%	-43.4%	7.8%	16.0%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.11	0.12	0.14
EBIT Margin	7.4%	3.4%	3.6%	4.0%
净资产收益率(ROE)	10.4%	5.6%	5.8%	6.4%
市盈率(PE)	7.8	13.8	12.8	11.0
EV/EBITDA	11.0	17.5	15.6	14.2
市净率(PB)	0.81	0.78	0.74	0.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司基地规划与产品定位符合山东省发展规划，日照基地的投产达产为公司带来增量，在行业下行周期内可实现以量补价。济南钢城升级改造是应对环保要求趋严的必要建设，有利于基地实现效率的提升和运营成本的降低。在行业盈利下行压力下，预计公司 19-21 年每股收益 0.11/0.12/0.14 元，利润增速分别为 -43.4%/7.8%/16.0%。未来一年合理估值区间 1.52-1.70 元，首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设与逻辑

第一，钢材价格回落。利润刺激下，钢材产量不断抬升，供给端压力再现。需求端，房地产领域钢材消费受到房地产销售增速下滑以及房地产企业拿地不积极的影响，存在温和回落预期。随着供给侧红利退却，钢价或逐步向周期均值回归。

第二，原料价格上涨。受到巴西淡水河谷溃坝事故、澳洲飓风影响发货供应以及需求端超预期增长两方面因素共同影响，铁矿石价格大幅上涨。短期来看，铁矿石供给较难迅速放量，供需趋于阶段性平衡，原料价格较去年将有明显抬升。

第三，公司钢材产量增长。2019 年 4 月，日照基地一期第二座 5100 立方米高炉试生产，公司预期 2019 年钢材产量较 2018 年增长 314 万吨，后续全面达产的过程有望为公司带来更多增量。

与市场的差异之处

第一，市场认为公司资本开支大影响利润，我们认为公司日照基地的建设以及济南钢厂的升级改造势在必行，短期来看，大规模的资本支出增大了公司折旧和摊销费用，会对利润有压力，但从长期看，项目建设有利于公司提高生产效率、降低运营成本，且定位符合山东省钢铁行业规划，有助于公司的长远发展。

第二，市场认为日照基地投产对于公司业绩改善的作用不大，我们认为，日照基地的投产可以解决公司运输成本高、产品档次低的问题，产量的增长可摊薄公司吨钢固定成本，也可在行业存下行预期的当下，实现以量补价，未来将成为公司业绩增长的重要发力点。

股价变化的催化因素

第一，钢材价格以及原料价格波动。

第二，日照基地投产、达产带来新增产量。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，环保政策限制超出预期；

第二，原料价格大幅上涨；

第三，钢材需求大幅下滑。

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 1.52-1.72 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 1.47-1.70 元	7
投资建议	7
棚改和机械大省, 钢材净流入省份	8
省粗钢年产量超 7000 万吨	8
省内产能向两大基地集中	8
钢材净流入省	11
库存累积, 钢价震荡偏弱	12
地方龙头, 均衡发展	14
两大基地协同发展	14
工艺装备先进	15
产品结构丰富	16
产量逐步恢复, 顺应绿色发展	17
日照基地为公司提供新的增长点	17
济南钢城升级改造提升经营效率	19
资本支出高峰已过	21
利润率回落	21
资产负债率处于行业中等水平	22
资本支出较大	23
盈利预测: 以量补价	24
假设前提	24
未来 3 年盈利预测	26
盈利预测的敏感性分析	26
风险提示	27
附表: 财务预测与估值	28
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: 山东省生铁、粗钢、钢材产量 (万吨)	8
图 2: 大气污染物排放浓度限值.....	10
图 3: 房地产开发投资额累计同比 (%)	11
图 4: 房屋新开工面积累计同比 (%)	11
图 5: 房屋施工面积累计同比 (%)	11
图 6: 商品房销售面积累计同比 (%)	11
图 7: 2018 年分地区挖掘机销量 (台)	12
图 8: 螺纹钢价格 (元/吨)	13
图 9: 热轧卷板价格 (元/吨)	13
图 10: 我国粗钢月度产量 (万吨)	13
图 11: 五大钢材厂内库存 (万吨)	14
图 12: 五大钢材社会库存 (万吨)	14
图 13: 山东钢铁股权关系图	14
图 14: 公司发展历程	15
图 15: 山钢集团产能及主要装备情况	16
图 16: 公司分产品销售量 (万吨)	16
图 17: 分产品营业收入 (亿元)	16
图 18: 公司铁、钢、材产量 (万吨)	17
图 19: 168 城市 AQI 排行榜中济南倒数排名情况	20
图 20: 分产品毛利情况 (亿元)	21
图 21: 分产品毛利率 (亿元)	21
图 22: 山东钢铁销售毛利率和净利率 (%)	22
图 23: 山东钢铁 ROE 和 ROA (%)	22
图 24: 资产负债率变化情况 (%)	22
图 25: SW 普钢企业资本支出与折旧摊销费用之比	23
图 26: 资本支出情况 (亿元)	24
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 山东钢铁历年利润增速、PE 值和涨幅表现	7
表 6: 山东省钢铁企业 (万吨)	9
表 7: 山东省 2019 年度城镇棚户区改造等计划任务表 (套、户)	12
表 8: 沿海板材项目投资情况	17
表 9: 全球 5000 立方米以上高炉	19
表 10: 莱芜分公司新旧动能转换系统优化升级改造工程产能置换情况	19
表 11: 项目投资概算	20
表 12: 公司持有债券情况	23
表 13: 山东地区均价 (元/吨)	25

表 14: 长材产品业务假设.....	25
表 15: 卷板产品业务假设.....	25
表 16: 型材产品业务假设.....	26
表 17: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)	26
表 18: 情景模拟分析	27

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：1.52-1.72 元

公司所处钢铁行业在供给侧结构性改革后，迎来了连续三年的盈利增长。利润刺激下，钢厂通过提高高炉利用系数、添加废钢用量等方式提高钢材产量，行业产能利用率不断抬升，供给端压力再现。需求端，房地产领域钢材消费受到房地产销售增速下滑以及房地产企业拿地不积极的影响，存在温和回落预期。随着供给侧红利退却，钢价或逐步向周期均值回归。今年，受到巴西淡水河谷溃坝事故影响，铁矿石价格大涨，侵蚀钢厂利润，但铁矿石和焦炭的下游均集中的钢铁行业，难以长期保持与钢材价格相逆的走势。

从公司角度考虑，公司主要产品包括钢筋、型材、棒材、卷材、板材。随着日照基地的投产、达产，公司高品质板带材产量有望持续提升。公司所处山东属于钢材净流入地区，钢材销售存在一定的产品溢价。公司属于地方龙头企业，产品定位符合当地市场需求。考虑到行业的周期波动和公司未来成长，我们预期公司在 2019-2021 年收入保持增长，但毛利率有所下降，费用率保持稳定。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	28.66%	-4.48%	16.72%	11.43%	3.82%	3.00%	1.48%	0.00%	0.00%
毛利率	4.52%	7.50%	10.51%	6.50%	6.65%	7.08%	7.26%	7.00%	7.00%
管理费用/营业收入	2.24%	1.43%	1.65%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
销售费用/销售收入	0.66%	0.62%	0.66%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%	0.60%
营业税及附加/营业收入	0.32%	0.40%	0.62%	0.45%	0.49%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
所得税税率	-10.55%	1.47%	4.79%	15.00%	18.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	-87.89%	26.75%	40.27%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.94	T	15.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.42%
股票风险溢价	6.30%	有杠杆 Beta	1.75
公司股价（元）	1.50	Ke	13.50%
发行在外股数（百万）	10947	E/(D+E)	49.79%
股票市值(E, 百万元)	16420	D/(D+E)	50.21%
债务总额(D, 百万元)	16561	WACC	8.85%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	0.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 1.52-1.72 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%
永续 增 长 率 变 化	0.6%	1.85	1.75	1.65	1.57	1.49
	0.4%	1.83	1.73	1.64	1.56	1.48
	0.2%	1.81	1.72	1.63	1.55	1.47
	0.0%	1.80	1.70	1.62	1.54	1.46
	-0.2%	1.78	1.69	1.60	1.52	1.45
	-0.4%	1.77	1.68	1.59	1.51	1.44
	-0.6%	1.75	1.66	1.58	1.50	1.43

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 1.47-1.70 元

选取与公司相近的普钢企业对比, 采用 PE 法估值。考虑到公司产量有增长空间, 综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 13-15 倍 PE 是合理的, 19 年的合理价格区间为 1.47-1.70 元。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月8日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E			
600022	山东钢铁	1.50	0.19	0.11	0.12	7.8	13.2	12.8	0.81	-0.32	16,420
同类公司:											
600282	南钢股份	3.01	0.91	0.56	0.59	3.3	5.4	5.1	0.89	-0.14	13,326
000959	首钢股份	3.36	0.45	0.32	0.46	7.4	10.6	7.3	0.67	-0.35	17,772
000709	河钢股份	2.56	0.32	0.20	0.21	8.0	12.8	12.2	0.49	-0.34	27,184
600010	包钢股份	1.51	0.07	0.05	0.05	20.7	30.2	30.2	1.31	-0.96	68,833
均值						9.8	14.7	13.7	0.80	-0.40	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

备注: 河钢股份、包钢股份采用 wind 一致预测

表 5: 山东钢铁历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS (元)	最高 PE	最低 PE	利润增速, %	股价涨幅
2011 年	0.02	1,004.54	-112.70	-37.38	-2.82
2012 年	-0.65	415.49	-51.76	-757.02	-36.52
2013 年	0.02	-2.90	-7.40	104.13	-23.74
2014 年	-0.22	-4.94	-54.83	-983.42	86.83
2015 年	0.01	-17.44	-57.16	105.43	-0.32
2016 年	-0.07	236.18	-344.26	-791.12	-19.61
2017 年	0.18	133.89	-1,072.44	420.80	11.20
2018 年	0.19	55.42	5.26	9.47	-26.64

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 1.52-1.70 元之间, 2019 年动态市盈率分别为 13.2 倍和 12.8 倍, 相对于公司目前股价有 1%-13% 的溢价空间。我们认为, 公司基地规划与产品定位符合山东省发展规划, 日照基地的投产达产为公司带来增量, 在行业下行周期内可实现以量补价, 首次覆盖给予“增持”评级。

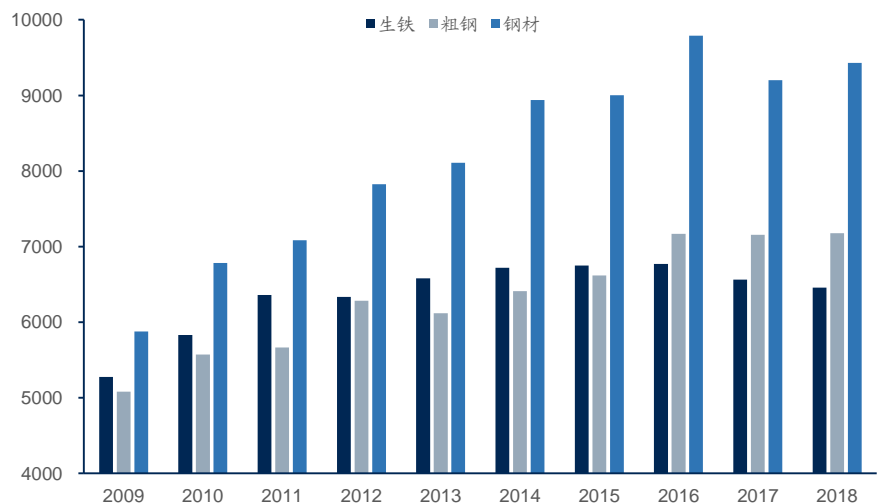
棚改和机械大省，钢材净流入省份

公司所处山东省既是钢铁生产大省也是钢铁消费大省。2018年，山东粗钢产量达7177万吨，是继河北、江苏外的第三大钢铁生产省份。随着经济的迅速发展，山东作为制造业大省消耗大量钢材，近年来棚改建设又在大力推进，钢材需求相对旺盛。目前，省内产量尚不能满足当地需求，属于钢材净流入省份，产品销售价格长期高于周边省份。

省粗钢年产量超7000万吨

山东是产钢大省，2018年生铁、粗钢、钢材产量分别为6456.83、7177.20、9427.78万吨，分别占到全国产量的8.37%、7.73%、8.53%。供给侧结构性改革工作开展以来，省生铁产量小幅下降，粗钢产量基本持平。2018年山东省生铁、粗钢、钢材产量同比分别下降1.60%、上涨0.30%、上涨2.46%。

图1：山东省生铁、粗钢、钢材产量（万吨）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着山钢日照精品基地全线贯通，以及省内高炉利用系数提高、废钢添加量提高等因素影响，山东省粗钢产量有所提升。截至2019年5月，山东省粗钢产量达3170.3万吨，同比增长5.0%。

省内产能向两大基地集中

山东省临近北京，济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽处于京津冀大气污染传输通道，环保压力较大。目前，山东省内有日照钢铁、山钢日照、山钢莱钢等22家钢企，粗钢产能超过8000万吨，其中12家钢企处于京津冀大气污染传输通道城市。

表 6: 山东省钢铁企业 (万吨)

公司	城市	粗钢产能
日照钢铁	日照	1500
山钢日照	日照	850
山钢莱钢	济南	730
永锋钢铁	德州	500
泰山钢铁	济南	500
富伦钢铁	济南	420
青岛特钢	青岛	410
广富集团	滨州	330
巨能特钢	潍坊	330
永锋淄博	淄博	280
西王特钢	滨州	280
传洋集团	滨州	280
潍坊特钢	潍坊	280
江鑫钢铁	临沂	280
石横特钢	泰安	260
三德特钢	临沂	200
隆盛钢铁	淄博	200
闽源钢铁	济南	190
鲁丽钢铁	潍坊	140
傅山钢铁	淄博	140
华新不锈钢	烟台	140
齐鲁特钢	济宁	60

资料来源:世界金属导报,公司公告,国信证券经济研究所整理

2018年10月,山东省人民政府印发《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》。方案针对性的提出钢铁行业转型升级目标,要求严控钢铁总产能,力争用5年左右时间,大幅压减转移京津冀大气污染传输通道城市和胶济铁路沿线资源环境承载压力较大地区的钢铁产能,在确保日照、青岛、临沂和莱芜、泰安空气质量完成国家和省下达目标和任务的基础上,将目前分散在12个市的钢铁企业和钢铁产能,逐步向日一临沿海先进钢铁制造产业基地和莱一泰内陆精品钢生产基地转移,到2022年,济南、淄博、聊城、滨州等传输通道城市钢铁企业产能退出70%以上,将青岛董家口、日照岚山、临沂临港等沿海地区钢铁产能占比提升到50%以上;到2025年,传输通道城市和胶济铁路沿线地区的钢铁产能应退尽退,沿海地区钢铁产能占比提升到70%以上。行业综合竞争力明显增强,到2025年,省内产能排在前2位的钢铁企业(集团)产业集中度达到70%以上,钢铁企业劳动生产率翻一番,达到1500吨/人·年,初步形成结构优化、环境友好、质效提升、竞争力强的现代钢铁产业体系,实现从钢铁大省向钢铁强省的跨越。

为实现钢铁行业转型升级目标,山东立足打造“两大基地”,行业集中度有望大幅提升。日一临沿海先进钢铁制造产业基地:以山东钢铁集团日照精品基地、日照钢铁控股集团、青岛钢铁集团为支撑,发挥好临沂临港地区的资源优势,大力推动内陆产能向沿海转移,重点发展高端精品钢、特钢和不锈钢,拉长钢铁产业链,提升产品品质。莱一泰内陆精品钢产业基地:以莱芜、泰安现有钢铁企业为依托,发挥已有特钢集群优势,满足内陆市场需求,在不增加产能的前提下加快区域整合,重点发展特钢、不锈钢等高附加值产品,建设高水平特种钢生产基地。

2019年6月,山东印发《钢铁工业大气污染物排放标准》,对于钢铁工业大气污染物排放标准进一步提高。对于新建企业要求自标准实施之日起,执行此排放浓度限值,现有企业自2020年11月1日起执行。相较于生态环境部发布的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》,炼铁热风炉以及轧钢热处理炉设施

环节的氮氧化物标准要更为严格,《意见》中氮氧化物限制均为 200 毫克/立方米。同时,实施的进度安排有所提前,《意见》要求到 2020 年底前,重点区域钢铁企业超低排放改造取得明显进展,力争 60%左右产能完成改造,有序推进其他地区钢铁企业超低排放改造工作;到 2025 年底前,重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成,全国力争 80%以上产能完成改造。山东省属于重点区域的的城市包括济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市。

图 2: 大气污染物排放浓度限值

企业或生产工序	生产工艺或生产设备	污染物项目	限值 (mg/m ³)	
烧结	烧结机头 ^a 、球团焙烧设备 ^a	颗粒物	10	
		二氧化硫	35	
		氮氧化物(以 NO ₂ 计)	50	
		氟化物(以 F 计)	3.0	
		二噁英类 (ng-TEQ/m ³)	0.5	
烧结	烧结机头 ^a 、球团焙烧设备 ^a	铅及其化合物 ^a	0.9	
	烧结机尾、带式烧结机机尾以及其他生产设备	颗粒物	10	
炼铁	热风炉	颗粒物	10	
		二氧化硫	50	
		氮氧化物(以 NO ₂ 计)	150	
	高炉出铁场	颗粒物	10	
炼钢	原料系统、筛粉系统及其他生产设备	颗粒物	10	
	石灰窑 ^a 、白云石窑焙烧 ^a	颗粒物	10	
	电炉	颗粒物	10	
		二噁英类 (ng-TEQ/m ³)	0.2	
	电渣冶金	氟化物(以 F 计)	3.0	
	转炉(一次烟气)	颗粒物	20	
	铁水预处理(包括吹氩、扒渣等)、转炉(二次烟气)、精炼炉		10	
	连铸切割及火焰清理		10	
	钢渣处理		20	
	其他尘源		10	
轧钢	热轧炉 ^a	颗粒物	10	
		二氧化硫	50	
		氮氧化物(以 NO ₂ 计)	150	
	热轧精轧机(轧制机组)	颗粒物	10	
		油雾 ^a	20	
	冷轧	拉矫、精整、抛丸、修磨、涂油机	颗粒物	10
			氟化氢	15
		酸洗机组	硫酸雾	10
			铬酸雾	0.06
			磷酸雾	150
			氟化物	6.0
		涂镀再生	颗粒物	20
			氟化氢	20
磷酸雾			150	
氟化物			6.0	
涂油	油雾	10		
	涂油机组	铬酸雾	0.06	
		苯	0.5	
		甲苯	5.0	
轧钢	涂油机组	二甲苯	15	
		VOCs	50	
铁合金	半封闭炉、精炼炉	颗粒物	10	
	熔铁合金工艺	铅及其化合物	3.0	
	其他设施	颗粒物	10	

资料来源:《钢铁工业大气污染物排放标准》(DB37/990—2019)

钢材净流入省

山东是产钢大省，更是钢材需求大省，省内产量尚不能满足当地需求，属于钢材净流入省份。山东省经济发展迅速，是制造业大省，工程机械产销量全国领先。近年来棚改建设工作的推进，也持续拉动山东省房地产投资增长。钢材需求相对旺盛。

山东省经济发达，2018年GDP总量7.65万亿元，仅低于广东、江苏，居全国第三位。山东各省辖市发展较为均衡，2018年山东16个省辖市中15个进入百强，数量居全国各省首位。经济的较快增长持续拉动着山东省钢材消费。

山东省房地产投资保持较快增长。2016年来，山东房地产开发投资增速持续领先全国，截至2019年6月，山东省房地产开发投资额累计4072.7亿元，同比增长14.7%，增速较全国高3.8个百分点。山东省房屋新开工面积保持高增速。截至2019年6月，山东房屋新开工面积累计11589.1万平方米，同比增长21.8%，增速较全国高11.7个百分点。2019年6月，山东房屋施工面积累计64678.1万平方米，同比增长8.5%，增速较全国低0.3个百分点。2019年6月，山东商品房销售面积累计5490.8万平方米，同比下降6.2%，降速较全国高4.4个百分点。

图 3: 房地产开发投资额累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 房屋新开工面积累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 房屋施工面积累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 商品房销售面积累计同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

山东省房地产领域的高增长受益于棚改建设。山东省是中国棚改大省，2017年山东省计划棚户区改造开工76.36万套，实际开工80.40万套。2018年国家下

达山东省棚户区改造任务为开工 84.33 万套，基本建成 23.72 万套，两项指标均超额完成。2019 年，山东省将推进房地产市场平稳健康发展，计划开工改造棚户区 21.39 万套，基本建成 10.81 万套。棚改工作的持续推进有效拉动了当地钢材需求。

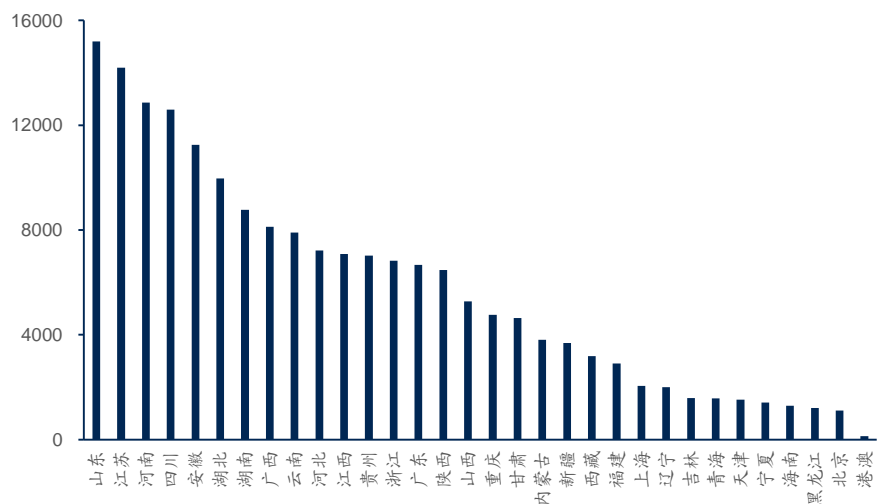
表 7：山东省 2019 年度城镇棚户区改造等计划任务表（套、户）

城市	棚改开工计划	棚改基本建成计划	发放租赁补贴计划
济南市	37881	10539	3000
青岛市	28598	10793	7000
淄博市	4573	3000	1700
枣庄市	16520	0	717
东营市	2908	2924	710
烟台市	3607	0	8000
潍坊市	9966	10848	1003
济宁市	13910	5977	1500
泰安市	13396	8763	1300
威海市	883	0	360
日照市	5290	12000	200
莱芜市	6516	1600	1010
临沂市	21000	5000	1000
德州市	2366	9000	1675
聊城市	8332	6029	297
滨州市	6418	619	460
菏泽市	31720	20968	536
全省	213884	108060	30468

资料来源：山东省住房和城乡建设厅，国信证券经济研究所整理

在工程机械领域，山东省行业领先地位突出。2018 年，山东挖掘机销量达 15198 台，同比增长 82.4%，销量在全国居首。截至 2019 年 5 月，山东挖掘机销量 9598 台，同比增长 29.3%，增速虽有下滑，但仍保持高速增长，有望持续带动钢材消费。

图 7：2018 年分地区挖掘机销量（台）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

库存累积，钢价震荡偏弱

山东因当地钢材供需相对紧张，钢材销售价格长期高于周边省份。今年 1-6 月，

济南、上海、北京的 20mmHRB400 螺纹钢均价分别为 4049.2、3933.6、3889.9 元/吨；4.75mmQ235B 热轧板卷均价分别为 3854.5、3854.0、3802.6 元/吨。

图 8: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

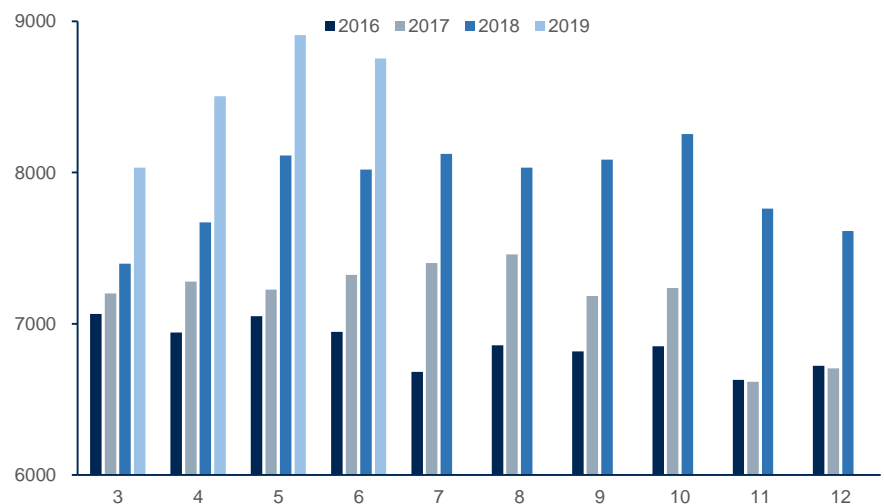
图 9: 热轧卷板价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从行业供需情况来看, 高炉开工率的提高、高炉利用系数的提高以及废钢用量的提高使粗钢产量屡创新高。1-6 月, 我国生铁累计产量 40421.4 万吨, 同比增长 7.9%; 粗钢累计产量 49216.9 万吨, 同比增长 9.9%。7 月, 虽然唐山等地限产严格执行, 但对于高产量的抑制作用整体有限。

图 10: 我国粗钢月度产量 (万吨)

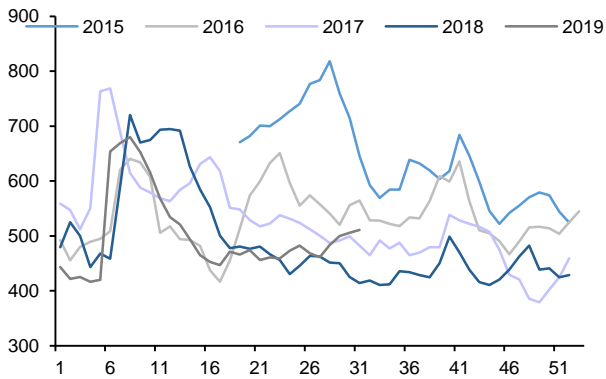


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上半年, 钢材消费持续超预期, 特别是房地产带动的长材消费表现十分强劲。但近期房地产政策有收紧趋势, 房企融资难度增加, 房贷利率有所上升。在“稳地价、稳房价、稳预期”的目标指导下, 土地购置面积增速回落, 地产新开工增速承压, 或逐步影响钢材消费。

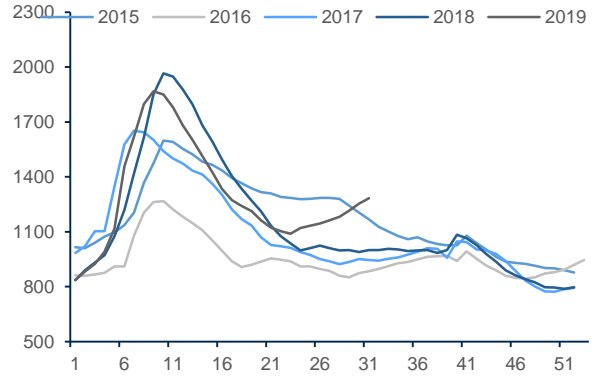
钢材产量高位持续导致库存大幅累积, 截至 8 月 2 日, 厂内库存、社会库存分别增至 511.14、1283.34 万吨, 大幅高于去年同期。产量不减, 需求预期偏弱, 高库存累积, 钢价承压。

图 11: 五大钢材厂内库存 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 五大钢材社会库存 (万吨)

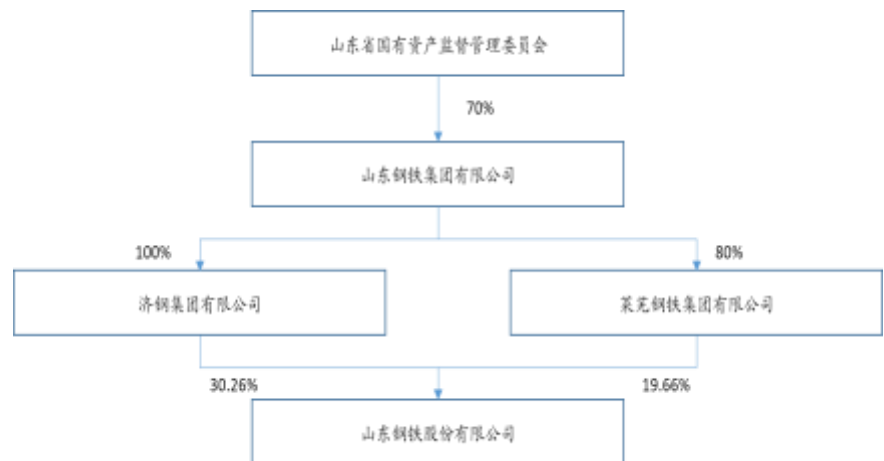


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

地方龙头，均衡发展

公司隶属于山东钢铁集团有限公司，是山东省大型的钢铁联合企业，拥有从焦化、原料、烧结、球团、炼铁、炼钢到轧钢完整的生产工艺系统，钢材品种主要有中厚板、热轧板卷、冷轧板卷、H 型钢、优特钢、热轧带肋钢筋等，是全国著名的中厚板板材、齿轮钢和 H 型钢生产基地。

图 13: 山东钢铁股权关系图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

两大基地协同发展

公司现有济南钢城和日照两大生产基地，其中以日照钢铁精品基地为产业布局调整核心，按照“突出沿海、优化内陆、精品与规模并重”的战略发展。公司产业布局与山东省钢铁产业规划布局高度契合，两大基地产品定位互补，协同发展。

图 14: 公司发展历程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

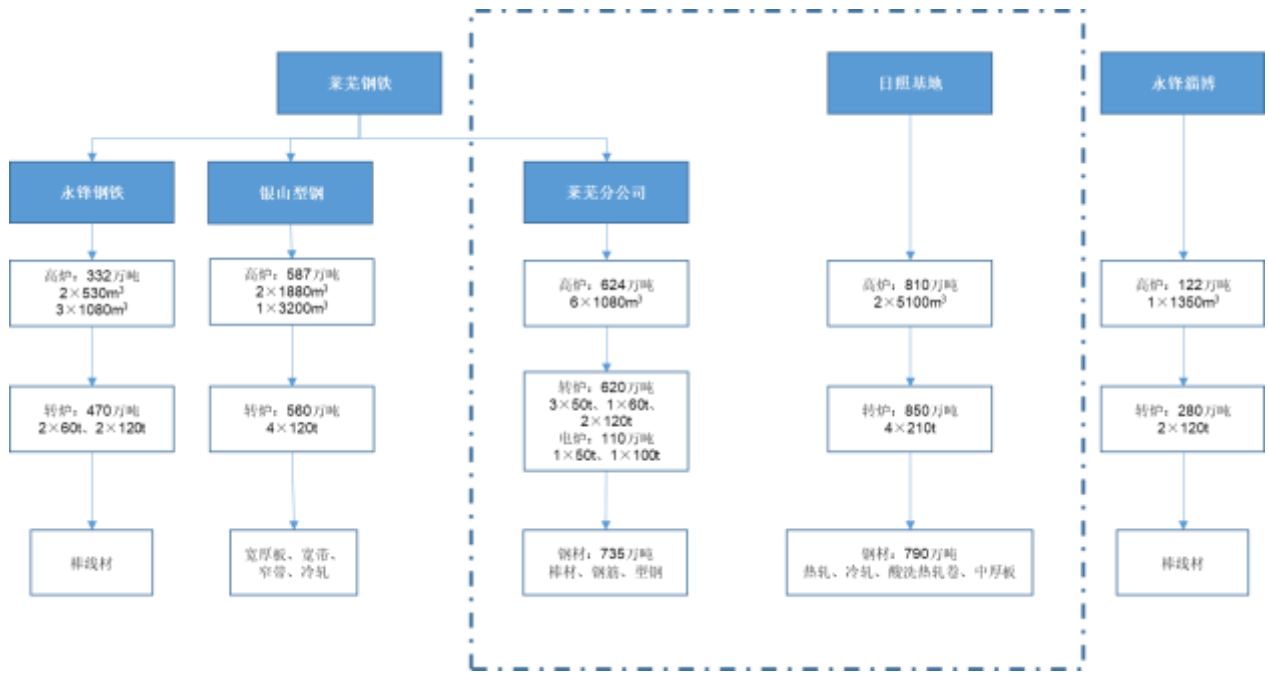
济南钢城即莱芜生产基地, 具备铁、钢、材产能 624、730、735 万吨, 产品已棒线材为主, 是我国著名的 H 型钢、螺纹钢和优特钢生产基地。

日照钢铁精品基地位于日照岚山工业园, 可年产铁 810 万、钢 850 万吨、材 790 万吨, 产品定位相对高端, 规划钢材产品方案为热轧卷 180 万吨、冷轧 (含涂镀) 190 万吨、酸洗热轧卷 60 万吨、中 (宽) 厚板 360 万吨。配套有 1 个 30 万吨级铁矿石码头接卸泊位, 4 个 1 万吨级和 3 个 4 万吨级杂货泊位, 2 台 25 兆瓦高炉余压发电机组, 2 台 350 兆瓦超临界火电发电机组等。

工艺装备先进

公司拥有较为完善的工艺装备及配套设施, 所有钢铁生产设施均通过了工业和信息化部钢铁企业规范准入审查, 日照钢铁精品基地装备居世界先进水平。5100m³ 高炉、210 吨转炉生产系统、4300mm 中厚板生产线、2050mm 热连轧生产线、2030mm 冷连轧生产线、3500mm 炉卷生产线、大型特钢棒材生产线、H 型钢生产线等工艺装备达到国内领先水平。下一阶段, 济南钢城也将推进实施基地系统升级改造, 未来其工艺装备将达到国内先进水平。

图 15: 山钢集团产能及主要装备情况



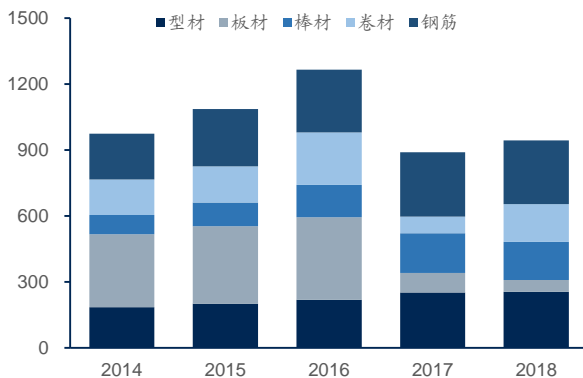
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 虚线内装备属于山东钢铁

产品结构丰富

公司产品结构丰富, 规格比较齐全, 各类产品发展较为均衡。主要产品包括中厚板、型钢、棒材、钢筋、热轧卷板、冷轧薄板等, 拥有 4300mm 中厚板、2050mm 热连轧、2030mm 冷连轧、3500mm 炉卷、大型、中型、小型 H 型钢及异型钢生产线各一条, 棒材生产线四条, 螺纹钢生产线四条。

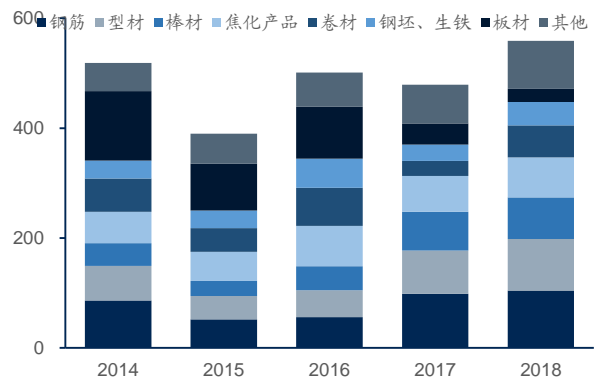
随着日照基地的全面投产, 公司产品结构也在不断向高端化调整。济钢关停前, 公司产品以板材为主, 随着济钢的关停以及日照基地的投入, 公司产品开始向卷材倾斜。2018 年, 公司分别生产钢筋、型材、棒材、卷材 287.38、254.79、174.30、115.94 万吨。

图 16: 公司分产品销售量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 17: 分产品营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产量逐步恢复，顺应绿色发展

在原济南分公司的停产后，公司钢材产量大幅下降，对公司业绩造成了较大拖累。在钢铁行业产能受到严格管控的当下，日照基地为公司带来的新增量就显得尤为可贵。在山东省钢铁行业转型升级目标指导下，公司两大基地秉承高效、绿色、智能的发展路线，未来竞争力有望得到提高。

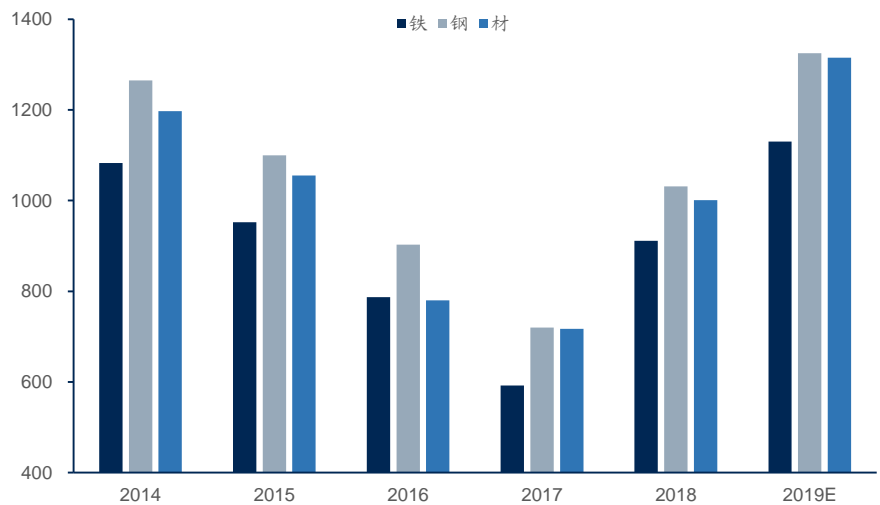
日照基地为公司提供新的增长点

2009年，为落实山东省政府关于调整钢铁产业布局结构，建设日照钢铁精品基地的战略部署，山钢集团投资3000万元在日照设立山东钢铁集团日照有限公司。2013年，获得国家发改委核准，工程正式开工建设，计划分两步进行实施，根据批复，该基地年产铁810万吨、钢850万吨、钢材810万吨。

2015年，山东钢铁定增投资山钢集团日照公司，取得51%股权。2018年，日照钢铁精品基地第一条产线主体工程全面竣工，第二条产线建设按计划积极稳妥推进。2019年4月，一期第二座5100立方米高炉点火成功，至此第一期工程两座高炉及配套产线，已全部建设完成。

随着高炉达产过程，日照基地产量将持续提升。2018年公司生铁产量911万吨，2019年预计生产1130万吨，较2018年增长219万吨。

图 18: 公司铁、钢、材产量 (万吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

日照钢铁精品基地项目一期计划投资452.44亿元，对应吨钢计划投资5329元/吨，对比同类型建设项目，投资成本处于中等水平。

表 8: 沿海板材项目投资情况

项目	预算, 亿元	设计钢产能, 万吨	吨钢投资, 元/吨
京唐一期工程	677	970	6979
日照精品基地	452	850	5329
湛江钢铁项目	470	893	5263
湛江三号高炉系统	189	360	5236
京唐二期一步	198	450	4399

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

日照基地产品定位符合当地需求。日照基地获批时，我国钢材行业产能过剩问题

题严重，整体处于行业下行期。面对严峻的外部环境，日照基地的建设着眼于解决公司运输成本高、产品档次低的问题，担负着山东省钢铁产业结构向沿海调整的任务，产品定位突出“精品”特色。山东省作为机械、汽车、家电、造船等高端装备制造大省，过去行业产能布局存在内地多而沿海少的问题，同时省内对高端钢材需求高但供应不足。针对这两方面问题，日照基地应运而生，公司地处日照，具备天然深水良港，建设有配套码头，产品定位于高品质的板带材，产品广泛应用于汽车、机械、铁路、造船、建筑、桥梁、家电、轻工等领域，符合当地用钢需求。

日照基地装备居世界先进水平。日照基地建设工程采用国际前沿技术，形成了1000多项自主创新项目。基地建设有2座5100m³高炉，采用高炉长寿技术、联合矿焦槽上料技术、全干法布袋除尘技术、一罐制汽车运输铁水技术等多项先进技术，主要装备实现了大型化、自动化、国产化目标，主要技术经济指标均达到了国际先进水平。

高炉大型化是炼铁技术升级发展的必然趋势，高炉大型化有助于降低吨铁投资成本，提高劳动生产效率，提高热效率、降低燃料比，降低生铁成本。据统计，目前全球5000m³以上的大型高炉（包括在建）共有33座，分布在8个国家，主要集中在日本、中国和韩国。包括尚未投产的京唐3号和湛江3号高炉，目前我国共有9座5000立方米以上的大型高炉，分布在首钢、宝钢、山钢和沙钢。

表 9: 全球 5000 立方米以上高炉

排名	公司/高炉	容积 (m ³)	国家
1	新日铁住金鹿岛厂 1 号	5370	日本
2	日本 JFE 福山厂 4 号	5000	日本
3	新日铁住金大分制铁所 1 号	5775	日本
4	JFE 福山厂 5 号	5500	日本
5	乌克兰克里沃罗格厂 9 号	5000	乌克兰
6	新日铁住金君津制铁所 4 号	5555	日本
7	新日铁住金鹿岛厂 3 号	5370	日本
8	新日铁住金大分制铁所 2 号	5775	日本
9	JFE 千叶厂 6 号	5153	日本
10	日本 JFE 京浜厂 2 号	5000	日本
11	新日铁住金名古屋制铁所 1 号	5443	日本
12	切列波维茨厂 5 号	5580	俄罗斯
13	浦项制铁光阳厂 1 号	6000	韩国
14	浦项制铁光阳厂 4 号	5500	韩国
15	蒂森斯韦尔根厂 2 号	5513	德国
16	浦项制铁光阳厂 5 号	5500	韩国
17	日本 JFE 仓敷厂 4 号	5005	日本
18	神户制钢加古川厂 2 号	5400	日本
19	首钢京唐 1 号	5500	中国
20	沙钢	5800	中国
21	浦项制铁浦项厂 4 号	5600	韩国
22	韩国现代唐津厂 1 号	5250	韩国
23	韩国现代唐津厂 2 号	5250	韩国
24	首钢京唐 2 号	5500	中国
25	米纳斯吉拉斯 Ipatinga 厂	5000	巴西
26	韩国现代唐津厂 3 号	5250	韩国
27	湛江钢铁 1 号	5050	中国
28	湛江钢铁 2 号	5050	中国
29	日照钢铁精品基地 1 号	5100	中国
30	日照钢铁精品基地 2 号	5100	中国
31	首钢京唐二期 3 号	5500	中国
32	湛江钢铁 3 号	5050	中国
33	塔塔钢铁 KPO 钢厂 2 号	5800	印度

资料来源:卓创资讯, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

济南钢城升级改造提升经营效率

2019 年, 公司莱芜新旧动能转换项目计划开始实施, 项目计划新建 2 座 480 平方米烧结机、2 座 3800 立方米高炉、2 座 120 吨转炉、3 座 100 吨转炉; 工程项目建成投产后, 淘汰 6 座 1080 立方米高炉、3 座 50 吨转炉、1 座 60 吨转炉、2 座 120 吨转炉和 1 座 50 吨电炉以及相应烧结等配套设施。

表 10: 莱芜分公司新旧动能转换系统优化升级改造工程产能置换情况

设备情况	拟退出	计划新建	减量置换	统筹留作产能置换项目使用
炼铁, 立方米	高炉: 6*1080	高炉: 2*3800		
炼钢, 吨	转炉: 3*50, 1*60, 2*120; 电炉 1*50	转炉: 3*100, 2*120		
对应产能	炼铁, 万吨	624	608	0.5
	炼钢, 万吨	619	615	0.5

资料来源:山东省工业和信息化厅, 国信证券经济研究所整理

项目计划总投资 124.25 亿元。莱芜分公司新旧动能转换系统优化升级改造项目计划 2019 年上半年开始分步实施, 预计 2022 年底全部完成。自建及出资项目投资计划 99.2 亿元, 占建设总投资的 79.84%。另外 25.05 亿元项目投资采用 BOO/BOT 模式。项目建设不影响公司正常生产经营, 实施后, 可显著降低厂

内污染物排放浓度和排放总量，提升劳动生产率。

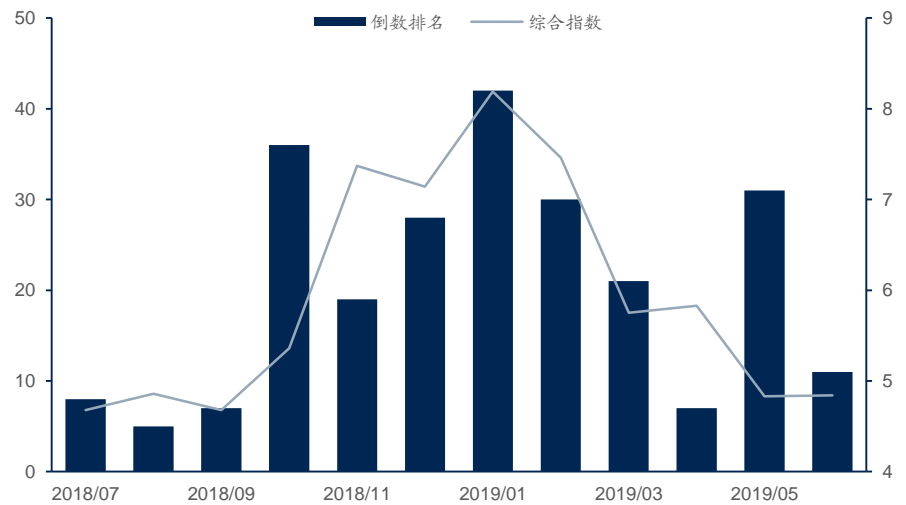
表 11: 项目投资概算

序号	项目名称	投资概算 (万元)			
		建筑工程	设备工程	安装工程	合计
1	输焦系统工程	2516	5410	1080	9006
2	原料场工程	42557	47518	4929	95004
3	2 × 480 m ³ 烧结工程	71436	114514	18216	204167
4	2 × 3800m ³ 高炉工程	94454	176414	44135	315004
5	炼钢工程	109014	159497	39899	308410
6	公辅工程	74616	149234	87059	310910
合计		394594	652587	195319	1242500

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

环保要求提升，改造势在必行。2019 年初，山东省行政区划进行了调整，将莱芜市整体并入济南市，设立山东省济南市钢城区，以原莱芜市钢城区的行政区域作为钢城区的行政区域。济南市环保压力较大，近一年内有 4 次排入 168 城市 AQI 中的倒数前十名。按照生态环境部等五部委联合发布的《关于推进实施钢铁行业超低排放的意见》，济南属于重点区域范围，要率先推进超低排放改造。《意见》提出重点区域钢铁企业到 2020 年底前超低排放改造取得明显进展，力争 60% 左右产能完成改造；到 2025 年底前，重点区域钢铁企业超低排放改造基本完成。

图 19: 168 城市 AQI 排行榜中济南倒数排名情况



资料来源:真气网, 国信证券经济研究所整理

莱芜并入济南后，对于公司老厂区环保水平的要求势必加严。2018 年，济南钢城基地排放二氧化硫 4016.9 吨，氮氧化物 12432.2 吨，颗粒物 3623.8 吨，则对应颗粒物排放量为 0.51 千克/吨钢、二氧化硫排放量 0.56 千克/吨钢、氮氧化物排放量 1.74 千克/吨钢。改造项目实施后，厂区内污染物排放浓度和排放总量有望显著减少，基本达到废水“零排放”，吨钢新水耗量 2.38t (不含发电)，颗粒物排放达到 0.15 千克/吨钢，二氧化硫排放达到 0.21 千克/吨钢，氮氧化物排放达到 0.37 千克/吨钢。同时，老区部分烧结、高炉、转炉等属于国家限制类装备，在国家推进钢铁产业去产能的大背景下，上述装备存在较大政策风险。

智能钢厂，提质增效。2018 年，山东省人民政府发布《山东省新旧动能转换重大工程实施规划》，针对莱芜提出改造钢铁、汽车及零部件等传统产业，打造高

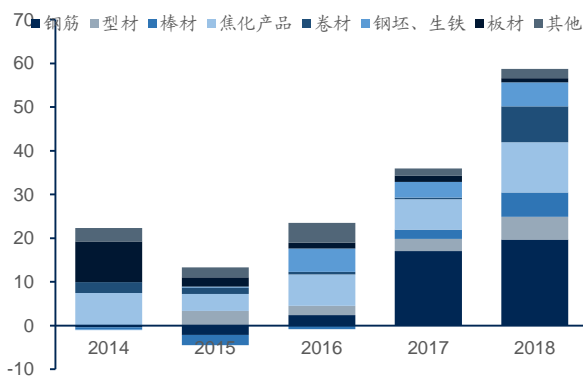
端钢铁精深加工产业聚集区，打造全国产业衰退地区转型发展示范区。莱钢原有老区生产系统由于投运时间较长，存在整体装备水平不高、生产集中度低、工艺布局不合理、区域产能不平衡、信息化自动化水平差等问题，由此导致基地产品档次提升困难、品质保证能力差、能源利用效率低、环保治理难度大、物流运输成本高等问题，制约企业可持续发展。济南钢城基地将借助升级改造的机会，全面推进智能钢厂改造，推进人工智能、大数据、物联网等先进信息技术在钢铁制造现场融合落地，实现效率的提升和运营成本的降低，公司计划改造完成后实现劳动生产率提高到 1300 吨钢/人·年以上。

资本支出高峰已过

利润率回落

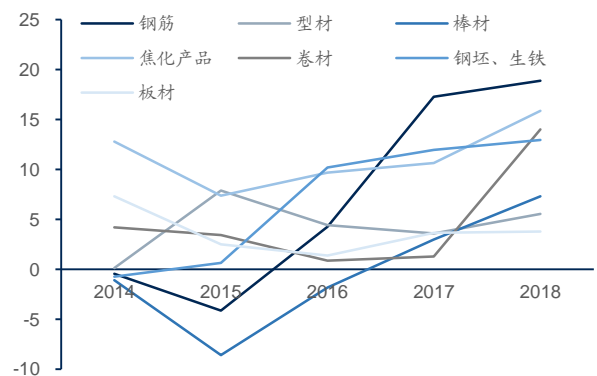
供给侧结构性改革背景下，钢材价格提升，钢铁行业盈利迎来连续三年的正增长。公司受益于行业红利以及日照基地的逐步投产，产品毛利稳步提升，2018 年公司实现毛利 58.74 亿元，较 2015 年增长 49.89 亿元。分产品看，2018 年钢筋和卷材毛利率最高，分别达 18.87%、14.03%。

图 20: 分产品毛利情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

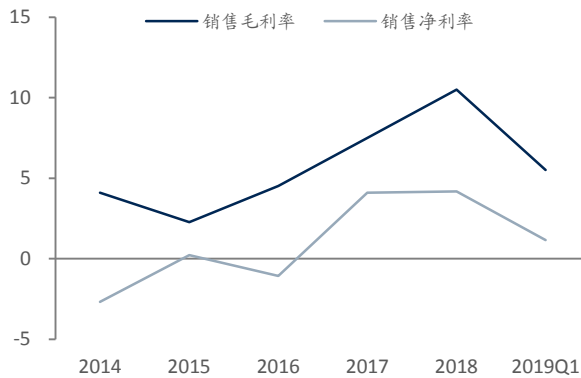
图 21: 分产品毛利率 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

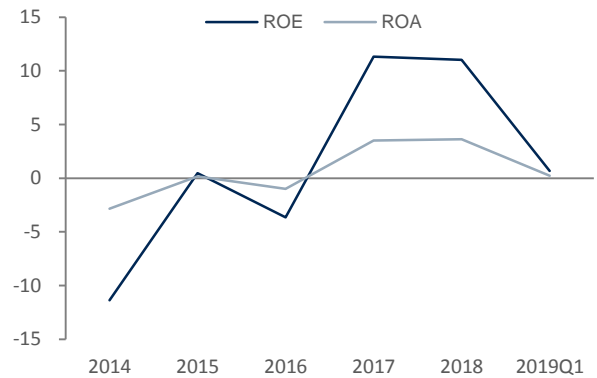
2019 年一季度，受钢价回落以及铁矿石价格大涨影响，行业盈利大幅回落，公司销售毛利率和净利润分别回落到 5.51% 和 1.16%，在行业中处于较低水平。未来，随着日照基地的全面投产、达产以及济南钢城经营效率的提升，公司盈利能力存在改善空间。

图 22: 山东钢铁销售毛利率和净利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 山东钢铁 ROE 和 ROA (%)

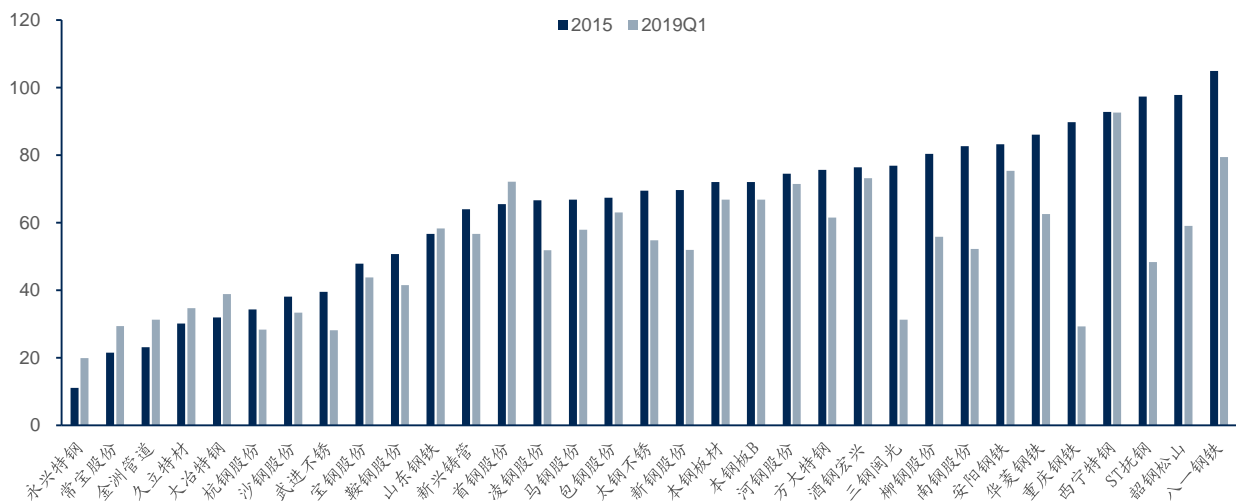


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资产负债率处于行业中等水平

2015 年来, 随着行业盈利的好转, 大量钢厂资产负债率得到快速降低, 山东钢铁因有大额投资的存在, 资产负债水平保持在 50%-60% 区间范围内, 2019 年 3 月末公司资产负债率为 58.28%。

图 24: 资产负债率变化情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着日照基地的建设, 公司资产规模不断扩大, 公司非流动资产由 2015 年来的 331.49 亿元增长至 2019 年一季度的 464.97 亿元。同时, 公司负债总额也在不断增加, 债务结构向长期借款倾斜, 截至 2019 年 3 月末, 公司长期负债占比提升至 21.08%。2018 年, 完成 50 亿元公司债发行, 2019 年, 再度获批 80 亿元绿色公司债, 其中第一次 20 亿元已发行, 公司外部融资渠道通畅。

表 12: 公司持有债券情况

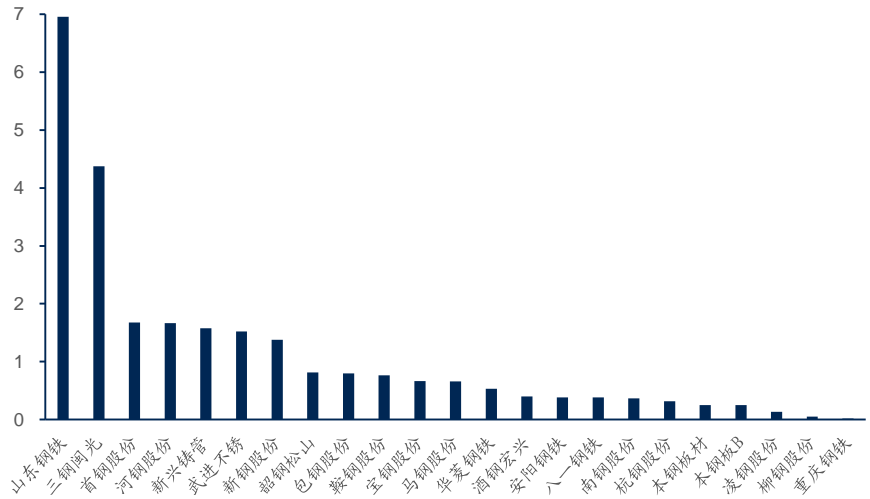
债券简称	发行规模, 亿元	当前余额, 亿元	起息日期	到期日期	当期票面利率, %
18 鲁钢 01	14.5	13.85	2018-03-19	2021-03-19	6.30
18 鲁钢 02	20.0	20.00	2018-10-29	2021-10-29	6.49
18 鲁钢 03	15.5	15.50	2018-12-03	2021-12-03	6.10
G19 鲁钢 1	20.0	20.00	2019-04-18	2024-04-18	5.50

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

资本支出较大

供给侧结构性改革后, 钢铁行业新增产能严格控制, 仅少数钢铁企业仍有新增产能建设, 大多企业资本支出集中在环保投入或现有设备改造升级, 资本开支控制在小于折旧金额范围内。山东钢铁是目前少有的尚有大规模资本支出投资计划的钢铁企业, 从 SW 普钢企业资本支出与折旧摊销费用之比 (暨用现金流量表中的购建 固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金除以当期计提的折旧与摊销费用) 看, 2018 年山东钢铁达 6.96, 远高于其他企业。资本支出的大规模投入对企业来说是双刃剑, 一方面为企业带来新的增长点, 但另一方面也增大了公司折旧和摊销费用, 对后续利润形成压力。

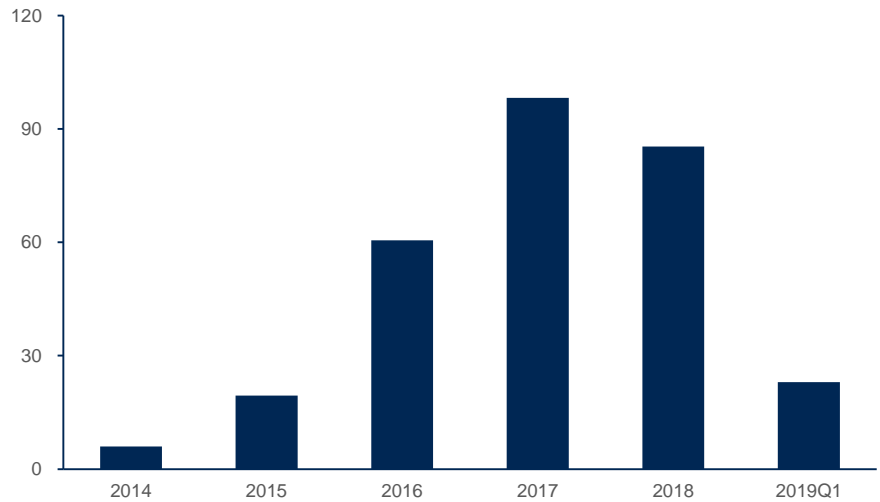
图 25: SW 普钢企业资本支出与折旧摊销费用之比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

虽然后续, 公司仍有济南钢城升级改造的投入计划, 但随着日照基地的建成投产, 公司资本支出高峰已过, 2017 年公司资本支出达 98.25 亿元, 2018 年已下降至 85.36 亿元。

图 26: 资本支出情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测: 以量补价

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

钢材产量增加。公司原济南分公司停产后, 公司材钢产量大幅下降, 2017 年钢材产量仅 717 万吨。2018 年公司日照基地一条产线主体工程全面竣工投产, 钢材产量增长至 1001 万吨。2019 年 4 月, 一期第二座 5100 立方米高炉也试生产, 公司预期 2019 年钢材产量达 1315 万吨, 较 2018 年增长 314 万吨。后续全面达产的过程有望为公司带来更多增量。

钢材价格回落。公司所处钢铁行业在供给侧结构性改革后, 迎来了连续三年的盈利增长。利润刺激下, 钢厂通过提高高炉利用系数、添加废钢用量等方式提高钢材产量, 行业产能利用率不断抬升, 供给端压力再现。需求端, 房地产领域钢材消费受到房地产销售增速下滑以及房地产企业拿地不积极的影响, 存在温和回落预期。随着供给侧红利退却, 钢价或逐步向周期均值回归。

原料价格上涨。受到巴西淡水河谷溃坝事故、澳洲飓风影响发货供应以及需求端超预期增长两方面因素共同影响, 铁矿石价格大幅上涨, 1-6 月, 普氏 62% 铁矿石价格指数均值为 91.71 美元/吨, 同比上涨 31.32%。短期来看, 铁矿石供给较难迅速放量, 供需趋于阶段性平衡, 原料价格较去年将有明显抬升。而因今年铁矿石价格持续上涨, 铁水成本高昂, 长流程钢厂整体保持较高的废钢添加水平, 废钢需求旺盛, 使废钢价格也高于去年同期。原料价格的上涨使钢厂盈利受到挤压。

表 13: 山东地区均价 (元/吨)

	螺纹钢	型材	热轧	冷轧	PB 粉	二级冶金焦	废钢
2019 年 1-7 月	4052.01	3716.79	3857.48	4251.57	714.88	1990.57	2432.33
同比	-0.4%	-7.4%	-6.6%	-6.8%	48.0%	-0.6%	17.1%
2018	4218.08	3988.84	4122.88	4566.68	501.28	2176.31	2163.52
同比	8.4%	11.5%	7.7%	7.2%	-7.5%	17.4%	30.8%
2017	3892.21	3578.11	3829.80	4260.92	542.07	1853.98	1654.54
同比	54.5%	39.4%	38.5%	31.0%	21.9%	59.0%	23.4%
2016	2519.56	2566.64	2765.80	3251.64	444.55	1166.39	1341.24
同比	14.6%	8.3%	22.2%	17.3%	8.0%	46.6%	5.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 14: 长材产品业务假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售量 (万吨)	434.5	474.0	464.7	488.0	497.7	502.7
销售量增长率	17.8%	9.1%	-2.0%	5.0%	2.0%	1.0%
单位价格 (元)	2,291.5	3,557.9	3,877.9	3,761.6	3,686.4	3,723.2
价格增长率	6.5%	55.3%	9.0%	-3.0%	-2.0%	1.0%
单位成本 (元)	2,255.3	3,154.7	3,334.4	3,401.1	3,367.1	3,400.7
成本增长率	-0.8%	39.9%	5.7%	2.0%	-1.0%	1.0%
销售收入 (万元)	995,576.3	1,686,428.3	1,802,236.8	1,835,578.1	1,834,843.9	1,871,724.3
收入增长率	25.4%	69.4%	6.9%	1.9%	0.0%	2.0%
销售成本 (万元)	979,860.5	1,495,296.1	1,549,629.1	1,659,652.8	1,675,917.4	1,709,603.3
成本增长率	16.8%	52.6%	3.6%	7.1%	1.0%	2.0%
销售毛利 (万元)	15,715.8	191,132.1	252,607.6	175,925.3	158,926.5	162,120.9
毛利率	1.6%	11.3%	14.0%	9.6%	8.7%	8.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

表 15: 卷板产品业务假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售量 (万吨)	613.9	164.3	224.4	448.9	493.8	518.5
销售量增长率	18.6%	-73.2%	36.6%	100.0%	10.0%	5.0%
单位价格 (元)	2,671.8	3,989.9	3,678.6	3,531.4	3,566.7	3,602.4
价格增长率	8.5%	49.3%	-7.8%	-4.0%	1.0%	1.0%
单位成本 (元)	2,640.6	3,883.4	3,272.7	3,338.2	3,304.8	3,304.8
成本增长率	10.3%	47.1%	-15.7%	2.0%	-1.0%	0.0%
销售收入 (万元)	1,640,190.0	655,344.5	825,616.0	1,585,182.7	1,761,138.0	1,867,686.8
收入增长率	28.6%	-60.0%	26.0%	92.0%	11.1%	6.1%
销售成本 (万元)	1,621,062.1	637,854.0	734,531.9	1,498,445.1	1,631,806.7	1,713,397.0
成本增长率	30.8%	-60.7%	15.2%	104.0%	8.9%	5.0%
销售毛利 (万元)	19,127.8	17,490.5	91,084.1	86,737.6	129,331.3	154,289.8
毛利率	1.2%	2.7%	11.0%	5.5%	7.3%	8.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

表 16: 型材产品业务假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售量(万吨)	218.0	252.4	255.1	267.9	273.2	275.9
销售量增长率	8.9%	15.8%	1.1%	5.0%	2.0%	1.0%
单位价格(元)	2,248.3	3,118.9	3,676.4	3,492.6	3,527.5	3,562.8
价格增长率	5.8%	38.7%	17.9%	-5.0%	1.0%	1.0%
单位成本(元)	2,149.0	3,006.2	3,472.4	3,541.9	3,577.3	3,577.3
成本增长率	9.7%	39.9%	15.5%	2.0%	1.0%	0.0%
销售收入(万元)	490,063.2	787,136.8	937,857.4	935,512.8	963,765.3	983,137.0
收入增长率	15.1%	60.6%	19.1%	-0.2%	3.0%	2.0%
销售成本(万元)	468,411.0	758,704.1	885,812.3	948,705.0	977,355.9	987,129.5
成本增长率	19.5%	62.0%	16.8%	7.1%	3.0%	1.0%
销售毛利(万元)	21,652.2	28,432.8	52,045.1	-13,192.2	-13,590.6	-3,992.5
毛利率	4.4%	3.6%	5.5%	-1.4%	-1.4%	-0.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

未来 3 年盈利预测

基于上述假设条件, 我们得到公司 19-21 年收入分别为 622.97/646.78/666.20 亿元, 归属母公司净利润 11.93/12.86/14.92 亿元, 利润年增速分别为 -43.4%/7.8%/16.0%。每股收益分别为 0.11/0.12/0.14 元。

表 17: 未来 3 年盈利预测表(百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	55908	62,297	64,678	66,620
营业成本	50034	58245	60379	61901
销售费用	370	374	388	400
管理费用	1023	1251	1294	1329
财务费用	601	573	546	530
营业利润	2913	1579	1773	2114
利润总额	2456	1579	1773	2114
归属于母公司净利润	2107	1193	1286	1492
EPS	0.19	0.11	0.12	0.14
ROE	10%	5.6%	5.8%	6.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

盈利预测的敏感性分析

针对于行业波动, 我们考虑不同情景下营业收入和生产成本变化对公司估值的影响。在一般情景下, 假设公司 2019/2020/2021 年营业收入增长率分别为 11.4%/3.8%/3.0%, 营业成本/营业收入分别为 93.5%/93.4%/92.9%。在较好情景下, 假设公司各年营业收入增长率、营业成本/销售成本等比一般情景大 1%。在较差情景下, 假设公司各年营业收入增长率、营业成本/销售成本等比一般情景小 1%。在不同情景假设下, 对应预测公司 2019/2020/2021 年的净利润和每股收益情况。

表 18: 情景模拟分析

		2018	2019E	2020E	2021E
较好情景	营业收入增长率	16.72%	11.5%	3.9%	3.0%
	营业成本/销售收入	89.49%	92.6%	92.4%	92.0%
	净利润(百万元)	2106.62	1653.75	1752.55	1966.30
	每股收益(元)	0.19	0.15	0.16	0.18
		2018	2019E	2020E	2021E
一般情景	营业收入增长率	16.72%	11.43%	3.82%	3.00%
	营业成本/销售收入	89.49%	93.5%	93.4%	92.9%
	净利润(百万元)	2106.62	1192.91	1286.14	1491.67
	每股收益(元)	0.19	0.11	0.12	0.14
		2018	2019E	2020E	2021E
较差情景	营业收入增长率	16.72%	11.3%	3.8%	3.0%
	营业成本/销售收入	89.49%	94.4%	94.3%	93.8%
	净利润(百万元)	2106.62	734.81	823.28	1021.26
	每股收益(元)	0.19	0.07	0.08	0.09

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

风险提示

政策风险

公司所处钢铁行业属于两高一剩行业,受到行业监管政策以及环保政策影响较大。供给侧结构性改革推行以来,行业供给已大幅优化,落后产能得到清退。公司作为地方龙头企业也已积极布局优化,日照、济南两大基地建设符合政策导向,设备持续优化,环保设施升级改造也在不断推进。但 2017 年来北方地区环保政策日趋严格,超低排放标准也在稳步推进,公司仍有受到相关政策影响的风险。

市场风险

原料价格波动风险。公司生产经营所需的主要原材料包括铁矿石、焦炭等,均属于大宗商品,价格易受到多种因素影响发生大幅震荡。如上半年铁矿石受到淡水河谷溃坝事故、澳洲飓风,焦炭受到去产能以及环保要求提升等因素影响,价格出现较大波动。原料价格的上涨将挤压钢厂利润,对公司盈利水平造成影响。

钢材需求下滑风险。钢铁行业存在着明显的周期波动,其下游包括房地产、基建、汽车、机械等领域,随着宏观经济环境变化以及行业政策导向的改变,相关行业均存在钢材消费下滑的可能。下游需求下滑或导致钢材价格的下跌,进而对公司利润造成负面影响。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	9934	11733	12055	13066	营业收入	55908	62297	64678	66620
应收款项	6841	6827	7088	7301	营业成本	50034	58245	60379	61901
存货净额	5549	6271	6472	6628	营业税金及附加	345	279	317	345
其他流动资产	4489	3115	3234	3331	销售费用	370	374	388	400
流动资产合计	26813	27946	28849	30325	管理费用	1023	1251	1294	1329
固定资产	38567	41867	43062	43672	财务费用	601	573	546	530
无形资产及其他	4542	4413	4283	4153	投资收益	74	104	118	99
投资性房地产	559	559	559	559	资产减值及公允价值变动	(549)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	1425	1625	1825	2025	其他收入	(147)	0	0	0
资产总计	71906	76410	78578	80734	营业利润	2913	1579	1773	2114
短期借款及交易性金融负债	8436	6000	6000	6000	营业外净收支	(457)	0	0	0
应付款项	20256	23517	24269	24854	利润总额	2456	1579	1773	2114
其他流动负债	4231	4737	4889	5008	所得税费用	118	237	319	423
流动负债合计	32923	34253	35158	35861	少数股东损益	232	149	167	200
长期借款及应付债券	8561	10561	10561	10561	归属于母公司净利润	2107	1193	1286	1492
其他长期负债	1296	1396	1496	1596					
长期负债合计	9857	11957	12057	12157	现金流量表 (百万元)				
负债合计	42781	46210	47215	48018	净利润	2107	1193	1286	1492
少数股东权益	8959	9078	9212	9372	资产减值准备	428	299	65	22
股东权益	20167	21121	22150	23343	折旧摊销	1227	1430	1770	1899
负债和股东权益总计	71906	76410	78578	80734	公允价值变动损失	549	100	100	100
					财务费用	601	573	546	530
关键财务与估值指标					营运资本变动	(207)	4832	489	359
每股收益	0.19	0.11	0.12	0.14	其它	(290)	(180)	69	138
每股红利	0.08	0.02	0.02	0.03	经营活动现金流	3814	7674	3779	4009
每股净资产	1.84	1.93	2.02	2.13	资本开支	(8346)	(5000)	(3000)	(2500)
ROIC	10%	5%	5%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	5.6%	5.8%	6.4%	投资活动现金流	(8626)	(5200)	(3200)	(2700)
毛利率	11%	7%	7%	7%	权益性融资	1000	0	0	0
EBIT Margin	7%	3%	4%	4%	负债净变化	2175	0	0	0
EBITDA Margin	10%	6%	6%	7%	支付股利、利息	(848)	(239)	(257)	(298)
收入增长	17%	11%	4%	3%	其它融资现金流	1716	(2436)	0	0
净利润增长率	9%	-43%	8%	16%	融资活动现金流	5369	(675)	(257)	(298)
资产负债率	72%	72%	72%	71%	现金净变动	557	1799	322	1011
息率	5.2%	1.5%	1.6%	1.8%	货币资金的期初余额	9377	9934	11733	12055
P/E	7.8	13.8	12.8	11.0	货币资金的期末余额	9934	11733	12055	13066
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	(3388)	3087	1146	1874
EV/EBITDA	11.0	17.5	15.6	14.2	权益自由现金流	503	164	698	1450

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032