

日照基地投产增厚营收规模，降本增效仍待优化

——山东钢铁(600022.SH) 2019年中报点评

公司简报

◆公司发布2019年中报，日照基地投产显著增厚钢铁产量和营收规模。

山东钢铁2019年上半年实现营业收入324亿元，同比增长30%；板卷材产品营收同比增长180%。公司营收显著增长的主要原因是日照精品钢基地已逐步投产，公司2019H1粗钢产量626万吨，同比增长25%。

◆2019H1净利同比下降66%，降本增效仍有很大改善空间。虽然公司2019H1粗钢产量和营收显著增长，但盈利水平却大幅下滑：公司2019H1实现归母净利润5.77亿元，同比下降66%，降幅11亿元。我们分析主要有两个原因：(1)钢铁行业景气度低迷，公司2019H1毛利率7.86%，同比下降3.1pct；(2)公司2019H1期间费用14.61亿元，同比增加7.3亿元；吨钢期间费用233元，同比增长61%。这反映了公司在日照基地投产伊始，各方面费用仍较高，降本增效优化空间较大。

◆2019Q2单季度盈利环比显著好转。公司2019Q2单季度实现营业收入185.12亿元，环比增长34%；实现归母净利润4.27亿元，环比增长183%；经营净现金流7.57亿元，环比转负为正；毛利率9.61%，环比增长4.1pct。二季度钢铁行业短暂景气度复苏，公司业绩有所改善。

◆日照精品钢基地盈利同比增长242%，未来仍有产量增长弹性。公司持股51%的日照精品钢基地，未来设计粗钢产量850万吨，目前仍处于持续建设过程中，钢产量有望继续增长。日照基地2019H1实现净利润3.15亿元，同比增长242%。未来随着日照基地产量进一步增长，以及经营逐步稳定后各项费用率的下降，盈利能力和成本控制能力有望提升。

◆长期盈利仍具挖潜空间，维持“增持”评级。我们预计未来三年钢铁行业景气度将整体下降，因此调低公司2019-2021年预计归母净利为12.66亿元、12.22亿元、11.75亿元，对应EPS分别为0.12元、0.11元、0.11元。公司日照基地仍将释放产量弹性，公司降本增效亦有空间，预计公司长期盈利水平有望相比行业更稳健，维持“增持”评级。

◆风险提示：日照精品钢基地后期建设进程可能不及预期，影响公司产量和业绩释放；钢铁行业供给量过多，或下游行业景气度较弱，可能使钢价和钢铁行业盈利下行；公司生产安全风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	47,898	55,908	61,542	62,392	62,522
营业收入增长率	-4.48%	16.72%	10.08%	1.38%	0.21%
净利润(百万元)	1,924	2,107	1,266	1,222	1,175
净利润增长率	-420.80%	9.47%	-39.89%	-3.51%	-3.82%
EPS(元)	0.18	0.19	0.12	0.11	0.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.64%	10.45%	5.91%	5.39%	4.93%
P/E	8	8	13	13	14
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月26日

增持(维持)

分析师

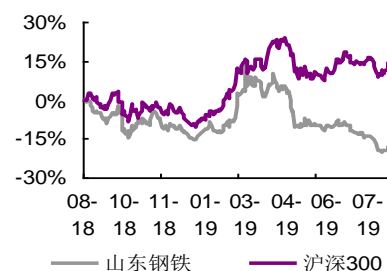
王凯 (执业证书编号：S0930518010004)
021-52523812
wangk@ebcn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-52523811
wangzh@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)：109.47
总市值(亿元)：162.01
一年最低/最高(元)：1.46/2.15
近3月换手率：26.21%

股价表现(一年)



收益表现

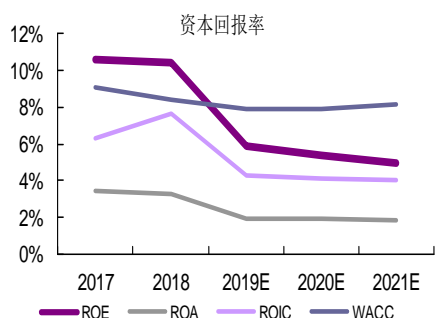
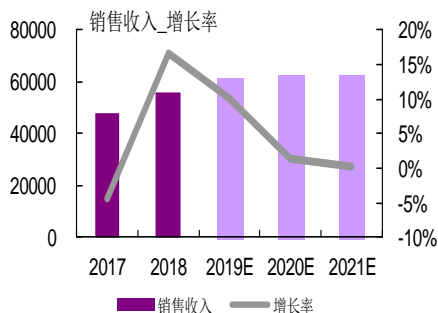
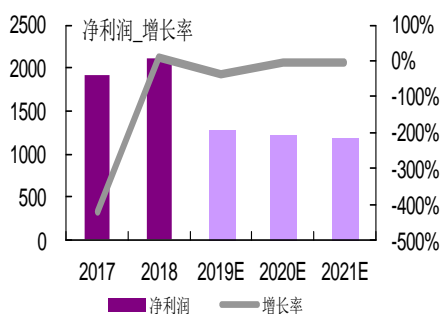
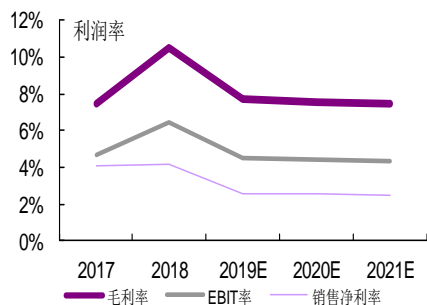
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.33	-16.22	-32.84
绝对	-7.55	-11.43	-19.59

资料来源：Wind

表 1: 山东钢铁年度财务数据

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 上半年	2018 上半年
粗钢产量(万吨)	1265	1100	903	720	1031	626	501
营业收入(亿元)	519	390	501	479	559	324	249
吨钢营收(元/吨)	4100	3543	5553	6653	5423	5169	4966
营业成本(亿元)	497	381	479	443	500	298	222
毛利(亿元)	21.27	8.85	22.69	35.92	58.74	25.43	27.24
毛利率	4.10%	2.27%	4.52%	7.50%	10.51%	7.86%	10.95%
吨钢毛利(元/吨)	168	80	251	499	570	406	544
销售费用(亿元)	2.66	2.87	3.31	2.98	3.70	1.87	1.44
财务费用(亿元)	9.39	11.69	6.57	4.25	6.01	4.08	2.15
管理费用(亿元)	20.55	14.34	11.27	54.25	10.23	4.55	29.43
研发费用(亿元)					1.78	4.12	27.56
期间费用率	6.29%	7.42%	4.22%	12.84%	3.88%	4.52%	24.35%
吨钢期间费(元/吨)	258	263	234	854	211	233	1209
利润总额(亿元)	-13.76	1.01	-4.87	19.90	24.56	9.47	17.85
所得税率	0.00%	12.41%	0.00%	1.47%	4.79%	22.11%	3.12%
归母净利润(亿元)	-13.98	0.76	-6.00	19.24	21.07	5.77	16.78
同比增长	-983.42%	-105%	-890%	-421%	9%	-66%	191%
净利率	-2.70%	0.19%	-1.20%	4.02%	3.77%	1.78%	6.74%
吨钢净利(元/吨)	-111	7	-66	267	204	92	335
经营净现金流(亿元)	-12.55	40.24	38.52	9.28	39.75	-1.99	11.46
资本开支(亿元)	6.01	19.44	60.57	98.25	85.36	31.80	30.93
自由现金流(亿元)	-18.56	20.80	-22.04	-88.97	-45.62	-33.79	-19.47
ROE	-11.36%	0.54%	-3.68%	11.29%	11.01%	2.82%	8.87%
ROIC	-1.51%	2.98%	0.02%	6.65%	6.75%	2.22%	4.83%
折旧(亿元)	18.18	17.49	14.06	8.40	11.23	9.84	4.42
吨钢折旧(元/吨)	144	159	156	117	109	157	88
存货(亿元)	40.87	23.61	31.49	38.78	55.49	51.59	39.49
存货/销售收入	7.88%	6.06%	6.28%	8.10%	9.93%	15.94%	15.87%
存货周转次数	9.46	11.81	17.38	12.61	10.62	5.57	5.66
员工总数(人)	31882	31592	31307	18249	18881	18881	18249
人均钢产量(吨)	397	348	288	395	546	332	275
资产负债率	75.16%	56.62%	58.41%	54.70%	59.50%	59.26%	56.30%
净资产(亿元)	117	231	226	258	291	299	286
总负债(亿元)	353	302	318	312	428	435	368
有息负债(亿元)	180	118	116	114	170	168	134

资料来源: 公司财报、光大证券研究所



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	47,898	55,908	61,542	62,392	62,522
营业成本	44,306	50,034	56,803	57,696	57,866
折旧和摊销	898	1,227	1,762	2,225	2,513
营业税费	194	345	380	385	386
销售费用	298	370	407	413	414
管理费用	741	1,023	1,126	1,029	1,032
财务费用	425	601	560	559	550
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	175	74	80	80	80
营业利润	2,092	2,913	2,283	2,290	2,255
利润总额	1,990	2,456	1,983	1,990	1,955
少数股东损益	36	232	320	350	350
归属母公司净利润	1,924	2,107	1,266	1,222	1,175

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	57,004	71,906	81,693	83,893	83,365
流动资产	20,094	26,813	30,278	30,690	30,674
货币资金	9,377	9,934	10,935	11,086	11,109
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	201	108	118	120	120
应收票据	2,697	6,610	7,276	7,376	7,392
其他应收款	275	124	136	138	139
存货	3,878	5,549	6,246	6,245	6,164
可供出售投资	13	13	13	13	13
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,144	1,425	1,425	1,425	1,425
固定资产	13,036	25,474	33,520	37,384	38,820
无形资产	4,486	4,542	4,391	4,245	4,103
总负债	31,180	42,781	50,981	51,609	49,556
无息负债	19,754	25,784	28,916	29,336	29,414
有息负债	11,426	16,997	22,065	22,273	20,143
股东权益	25,824	29,126	30,712	32,284	33,809
股本	10,947	10,947	10,947	10,947	10,947
公积金	8,917	8,917	9,044	9,166	9,284
未分配利润	-1,814	293	1,432	2,532	3,590
少数股东权益	7,741	8,959	9,279	9,629	9,979

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	928	3,975	4,371	4,415	4,623
净利润	1,924	2,107	1,266	1,222	1,175
折旧摊销	898	1,227	1,762	2,225	2,513
净营运资金增加	1,454	1,983	374	-1	-94
其他	-3,349	-1,342	968	968	1,028
投资活动产生现金流	-3,630	-8,479	-7,920	-3,920	-1,920
净资本支出	-3,881	-8,536	-8,000	-4,000	-2,000
长期投资变化	1,144	1,425	0	0	0
其他资产变化	-893	-1,367	80	80	80
融资活动现金流	2,211	5,607	4,550	-344	-2,680
股本变化	2,526	0	0	0	0
债务净变化	-173	5,571	5,068	209	-2,131
无息负债变化	-433	6,030	3,133	420	78
净现金流	-488	1,103	1,001	151	23

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.48%	16.72%	10.08%	1.38%	0.21%
净利润增长率	-420.80%	9.47%	-39.89%	-3.51%	-3.82%
EBITDA 增长率	113.09%	53.45%	-6.00%	10.36%	4.90%
EBIT 增长率	3469.17%	60.24%	-22.99%	0.21%	-1.56%
估值指标					
PE	8	8	13	13	14
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	8	10	9	9
EV/EBIT	15	11	17	17	16
EV/NOPLAT	15	12	21	21	21
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	7.50%	10.51%	7.70%	7.53%	7.45%
EBITDA 率	6.55%	8.61%	7.35%	8.00%	8.38%
EBIT 率	4.67%	6.42%	4.49%	4.44%	4.36%
税前净利润率	4.15%	4.39%	3.22%	3.19%	3.13%
税后净利润率 (归属母公司)	4.02%	3.77%	2.06%	1.96%	1.88%
ROA	3.44%	3.25%	1.94%	1.87%	1.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.64%	10.45%	5.91%	5.39%	4.93%
经营性 ROIC	6.26%	7.64%	4.30%	4.12%	4.05%
偿债能力					
流动比率	0.69	0.81	0.76	0.77	0.84
速动比率	0.56	0.65	0.60	0.62	0.67
归属母公司权益/有息债务	1.58	1.19	0.97	1.02	1.18
有形资产/有息债务	4.59	3.94	3.48	3.56	3.91
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.18	0.19	0.12	0.11	0.11
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.08	0.36	0.40	0.40	0.42
每股自由现金流(FCFF)	-0.19	-0.49	-0.40	0.05	0.26
每股净资产	1.65	1.84	1.96	2.07	2.18
每股销售收入	4.38	5.11	5.62	5.70	5.71

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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% 至 15%；
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；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼