

济南钢铁(600022.sh)

企业未来依然快速发展

刘保瑶 钢铁行业 研究员

电话: 020-8755888-161

eMail: lby@gf.com.cn

年报要点

- 1、生产经营基本正常，但钢坯盈利不理想。
- 2、税费大幅增加，政策影响不可忽视。
- 3、经营目标明确，达成难度不大。
- 4、在建工程较多，企业未来发展依然较快。

投资建议

根据我们的预期，在集团资产未注入的情况下，企业 08、09 年全面摊薄的 EPS 为 1.18、1.53 元。在目前的股价下，08、09 年市盈率分别为 15、11 倍左右。考虑到钢铁行业仍处在快速发展、山东钢铁工业整合及集团资产注入等因素，企业可享有 20 倍动态市盈率的估值，08 年目标价为 23.6 元，给予买入评级。

风险提示

行业景气周期变化，目前有一定的回调压力；

国内外资本市场景气变化，现阶段市场景气程度在回落过程中；

资产整合进度不可预测。

预测及评估

| | 2006A | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 26,281.35 | 33,612.73 | 39,244.70 | 43,030.79 | 51,143.31 |
| EBITDA(百万元) | 2,296.67 | 3,206.63 | 3,402.98 | 4,049.61 | 5,331.79 |
| 净利润(百万元) | 871.56 | 1,385.31 | 1,603.15 | 2,065.41 | 2,978.36 |
| 净利润增长率 | 5.19% | 58.95% | 15.72% | 28.83% | 44.20% |
| 每股收益 (元) | 0.770 | 1.020 | 1.180 | 1.530 | 2.20 |
| 市盈率 | 9.97 | 19.9 | 15.05 | 11.69 | 8.10 |
| 市净率 | 1.93 | 4.95 | 3.81 | 3.24 | 2.58 |
| EV/EBITDA | 11.42 | 14.75 | 7.09 | 5.96 | 4.53 |
| 每股红利(元) | 0.30 | 0.60 | 0.60 | 0.70 | 0.80 |
| 股息率(%) | 3.91 | 3.37 | 3.37 | 3.93 | 4.49 |

来源:济南钢铁股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 17.83 |
| 目标价格(元) | 23.60 |
| 前次评级 | 买入 |

股价走势



| | | | |
|------|---------|---------|---------|
| 市场表现 | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
| 股价涨幅 | -13.49% | -3.62% | 103.64% |
| 上证综指 | -6.50% | -15.54% | 46.38% |

股票数据

| | |
|-------------|------------|
| 总股本(万股) | 135,360.00 |
| 流通 A 股 (万股) | 49,149.72 |
| 主要股东: | |

济南钢铁集团总公司

| | |
|----------|--------|
| 主要股东持股比例 | 68.69% |
| 流通 A 股比例 | 36.31% |

财务比率

| | |
|----------|--------|
| ROE | 24.94% |
| ROA | 8.02% |
| 资产负债率 | 67.57% |
| 每股净资产(元) | 4.10 |

2007 年报数据

年报要点

1) 生产经营基本正常，但钢坯盈利不理想

2007年，公司生产铁746.18万吨、钢842.23万吨、钢材484.85万吨，分别比上年同期增长8.32%、9.18%、-2.20%。全年品种板比例达到了87.37%，比上年同期增长了6.72个百分点；高专板比例达到了69.57%，比上年同期增长16.13个百分点。

全年实现主营业务收入336.13亿元，主营业务成本300.01亿元；实现净利润13.90亿元，比上年同期增长59.91%。每股收益1.02元，每股净资产4.10元。

从公告数据可以看出，公司生铁、粗钢出现了约9%的增长，钢材则略有降低，但公司净利润却出现了近60%的增长。这说明公司盈利增长依赖于钢材的盈利能力明显提升。

而粗钢新增160万吨，竟然没有对公司的业绩增长提供支撑。在07年国内生铁、钢坯盈利能力提高的大环境下，公司钢坯营业利润率为-1.5%，这不太合理。因公司销售的钢坯绝大部分供应给集团的热轧生产线，故不排除存在股份钢坯销售价格偏低的可能。

2) 税费大幅增加，政策影响不可忽视

报告期，公司营业税金及附加、营业费用、财务费用、所得税同比变化为：176.96%、-21.33%、18.07%、34.12%、32.64%。其中，营业费用因结余福利费用而下降，所得税因利润增长而提高。但公司营业税金及附加的暴涨则由国家对钢铁产品出口关税税率有较大幅度提高造成，毕竟公司钢材出口业务量高达48亿元；财务费用的增长则部分因为金融机构利率提高导致。

可见，国家钢铁产品出口关税和金融机构利率等政策对公司的税费影响是比较明显的。展望08年，国家再次大幅调整钢材出口税收政策的可能性不大，而利率则可能有进一步提高的空间，因此，企业今年的税费仍将继续提高。

3) 经营目标明确，达成难度不大

公司2008年计划生产铁751万吨、钢893万吨、钢材480万吨，实现主营业务收入365.52亿元，主营业务成本预算323.64亿元，净利润16.33亿元。

我们认为企业完成该目标难度较小，原因在于：2008年钢价将在高位运行；企业注重高附加值、高技术含量产品的开发；企业钢坯盈利能力有调整提高的空间。

4) 在建工程较多，企业未来发展依然较快

目前公司在建工程数目达56项，其中新增钢铁产能的项目至少3项，涉及高炉、转炉及中厚板生产线。这些工程的建设，将保障企业在可预见时期内的规模发展。

据了解，公司在建的4#高炉、转炉、新增中厚板生产线将再09年初投入使用，钢铁新增产能将达到200万吨，预计在一、两年内达产。

股份收购集团资产简评

公司之前已公告：济南钢铁拟公开增发A股股票总量不超过38000万股，募集资金用于收购济钢集团钢铁主业相关目标资产，拟收购资产的范

围包括：热连轧厂、冷轧厂、燃气发电完善工程、动力厂、运输部、自动化部及其他相关资产。本次收购资产共需募集资金约67.36亿元，属于重大关联交易行为，需要本公司股东大会审议批准，并报中国证监会核准。

对于公司此次收购，我们认为是必要的。正如年报所反映的问题，股份公司与集团存在大量的关联交易，而其中的主要产品--钢坯，盈利能力远低于市场水平，这对股份明显是不利的。同时，股份产品结构较为简单，也是股份公司现发展所需要解决的问题之一，收购集团资产后，公司将获得250万吨热轧、110万吨冷轧的板材生产能力，产品结构将延伸到了热轧板、冷轧板等中高端产品，抗市场风险能力提高。

总之，股份收购集团资产，不但有利于解决关联交易的困惑，也有利于提高企业的抗风险能力及规模品牌效应。

投资建议

公司作为国内中厚板领域的主要供应商之一，在该领域具有较强的市场竞争力。与此同时，公司自身规模也在快速增长，业已初现1000万吨粗钢生产能力，并有进一步扩张的趋势。随着集团热轧、冷轧等优质钢铁资产的注入，公司在千万吨级的规模上，将实现产品结构的优化，并消除大量的关联交易，企业业绩有望获得释放。因此，公司未来两、三年仍处在快速发展的时期。

根据我们的预期，在集团资产未注入的情况下，企业08、09年全面摊薄的EPS为1.18、1.53元。在目前的股价下，08、09年市盈率分别为15、11倍左右。考虑到钢铁行业仍处在快速发展、山东钢铁工业整合及集团资产注入等因素，企业可享受有20倍动态市盈率的估值，08年目标价为23.6元，给予买入评级。

风险提示

- 1) 行业景气周期变化。在美国次贷危机的影响下，国内外经济增长均出现了下滑趋势，钢材需求预计将随便发生变化，从而进一步影响国内钢铁行业的景气周期，钢材价格及企业吨钢盈利能力有下调压力。
- 2) 国内外资本市场景气变化。随着国内外资本市场的调整，上市公司的估值水平也随之调整，从而影响目标公司的估值评估，投资者必须了解相近板块及公司的市场估值变化趋势。
- 3) 资产整合进度。山东钢铁工业及集团涉钢资产的整合将有利于提升企业的投资价值，但上述两个进程的时间进度难以把握。

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 | |

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。