

# “止血”减负进行时，盈利能力有望持续改善

## ——山东钢铁集团专题研究

行业深度

◆**山东省五大国企之一，钢铁主业历久弥新。**山钢集团粗钢年产能 2540 万吨，占山东省 31%，2018 年 1~9 月吨钢毛利 580 元/吨。新建日照精品基地接替关停的济钢基地，是山东省新旧动能转换典范。集团获得了当地政府的大力支持，济南市政府将为济钢转型升级支付资金 260 亿元，山东省政府将支付 100 亿。此外集团还有金融、铁矿石等多元化产业。

◆**营收盈利分析：基本面随钢铁行业回暖，但归母净利润仍有待改善。**山钢集团 2018 年 1-9 月净利润 16.56 亿元，同比增长 57.2%；但归母净利润仅有 -26.97 亿元，主因是集团母公司承担了塞拉利昂唐克里里铁矿公司、济钢集团、莱钢集团等较多盈利欠佳的子公司，短期亏损较大，我们期待后续有所改善。山钢集团 2018 年 1-9 月经营净现金流 187.8 亿元、自由现金流 116.6 亿元，ROIC 为 2.03%。

◆**及时“止血”减负，转让低效资产。**集团本届高管团队积极践行了“止血”减负的使命：2018 年 9 月山钢集团以协议转让的方式，将持续四年扣非净利亏损的鲁银投资置出到省国资委旗下兄弟单位山东国惠投资公司；2018 年 10 月山钢集团旗下已停产 3 年之久的莱钢新疆公司破产清算，并将公司产能指标（铁 122 万吨、钢 135 万吨）以 18.14 亿元拍卖给三钢闽光，既减轻了负担，又取得了可观的收益。

◆**偿债能力：资产负债率仍偏高，已获利息倍数增长至 1.66。**2018 年三季度末山钢集团资产负债率 84.38%，主要由于应付债券多年来高速攀升。近期由于盈利向好，集团长短期偿债指标均有所好转，2018 年三季度末流动比率为 1.02，速动比率为 0.84，前三季已获利息倍数为 1.66 倍。根据我们测算，山钢集团未来五年的偿债现金流合计为 573 亿元，可能会继续发行新债以缓解现金流压力。

◆**2019 年钢铁行业景气度或走弱，日照基地二期可提供产量增长空间。**我们预计 2019 年钢铁行业供需略大于需，景气度震荡下行，我们维持钢铁行业“增持”评级。山东钢铁集团的吨钢盈利可能受行业景气度影响而有所下滑；但另一方面日照基地二期有望逐步投产，2019-2020 年最多可释放 530 万吨产能，提供产量增长空间。

◆**旗下相关上市公司分析：**(1) 山东钢铁：集团最主要的主业载体之一，旗下日照基地二期提供产量盈利弹性，业绩具备内生增长动力，维持“增持”评级。(2) 金岭矿业：A 股少有的铁矿石主业上市公司，具备铁精矿年产能 120 多万吨，近期淡水河谷尾坝事故或将推动 2019 年矿价上涨，小幅利好盈利。

◆**风险提示：**钢铁行业景气度下行；公司经营不善风险等。

### 分析师

王凯 (执业证书编号：S0930518010004)

021-52523812

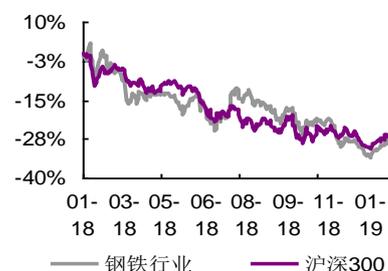
wangk@ebsecn.com

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600022	山东钢铁	1.95	0.19	0.21	0.19	10	9	10	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 17 日

## 投资聚焦

### 研究背景

我们本篇报告旨在做“一叶知秋”式研究，通过聚焦研究一家具备代表性的钢铁企业，来研究中国钢企近年来的经营表现和投资价值。山东钢铁集团是我国典型的传统大型国有钢企集团之一，盈利能力位于行业中等水平，兼具钢铁主业和多元化非钢产业。近年来山钢集团“止血”减负和新旧动力转换工作较为出色，在我国钢铁行业具备一定的典范效应，值得深入研究。

山东钢铁集团近年来发行债券较多，旗下有山东钢铁、金岭矿业两家A股上市公司，近期广受资本市场关注，我们本篇报告针对山钢集团及相关公司的偿债能力、盈利能力等做出了相关分析，旨在为市场债券投资和股票投资做参考。

### 创新之处

我们重点研究了山东钢铁集团在“止血”减负方面的表现。山东钢铁集团近年来归母净利润持续为负，我们对此进行了深度剖析，指出集团重要的亏损点，并展示了集团目前在“止血”方面做出的工作，包括转让鲁银投资、拍卖莱钢新疆公司产能等，这对于集团后期盈利具备重要的指导作用。

### 投资观点

(1) 2019年钢铁行业面临供给相对宽松的格局，难以长期维持此前的高盈利水平。

(2) 山东钢铁集团具备两方面利好：持续“止血”减负，改善整体盈利质量；新建日照精品钢基地，具备产量和盈利增长弹性，有望对冲行业景气度下滑。

(3) 山东钢铁集团资产负债率仍偏高，未来继续发债可能性较高；集团近年来盈利改善，目前现金流较充沛，偿债能力指标较正常，且获当地政府大力支持，违约风险偏低。

(4) 山东钢铁集团旗下最主要的上市公司是山东钢铁(600022.SH)，承载了集团较为优质的钢铁主业，包括日照基地，具备产量增长弹性，维持“增持”评级。

## 目 录

1、 集团概况：山东省五大国企之一，省内钢铁需求旺盛.....	4
1.1、 山东五大省属国企之一，当地政府大力支持.....	4
1.2、 山东省最大钢企，粗钢产量占全省 31%.....	5
1.3、 山东省具备较强的固投力度和工业体系，省内钢铁需求旺盛.....	6
2、 经营状况：钢铁主业与多元化产业互补，及时止血减负优化治理.....	7
2.1、 钢铁为主业，金融等多元化业务丰富.....	7
2.2、 长流程生产工艺为主，近年钢铁产量触底反弹.....	9
2.3、 钢材品种结构齐全，螺纹与钢带产量最高.....	10
2.4、 历久弥新：济钢退出历史舞台，日照基地焕发新生.....	11
2.5、 2018 年钢铁主业吨钢毛利创历史最佳.....	12
2.6、 旗下金融产业丰富，拥有中泰证券等优质资产.....	13
2.7、 铁矿石资源丰富对钢铁主业构成支撑，海外矿山陷入亏损.....	14
2.8、 及时止血减负：置出鲁银投资至山东国惠，拍卖莱钢新疆公司产能.....	15
3、 营收盈利分析：毛利随行业回暖显著改善，但归母净利润仍陷入亏损.....	16
3.1、 钢铁行业回暖，营业收入显著改善.....	16
3.2、 毛利净利向好，但归母净利润仍陷入亏损.....	17
3.3、 持续降本增效，管理费用显著优化.....	20
3.4、 经营净现金流显著增长、资本开支回落，2018 年自由现金流创新高.....	21
3.5、 ROE 受制于归母净利润偏低，ROIC 转负为正.....	23
4、 偿债能力：资产负债率偏高，偿债压力较大.....	23
4.1、 资产负债率高达 84.4%，应付债券多年高速攀升.....	23
4.2、 偿债能力有所提升，已获利息倍数增长至 1.66 倍.....	25
4.3、 未来五年偿债现金流高达 573 亿元，资金压力较大.....	26
5、 2019 年展望：日照基地二期提供产量弹性，有望对冲行业景气度下行.....	26
5.1、 2019 年钢铁景气度震荡走弱，吨钢盈利水平回归.....	26
5.2、 日照基地二期投产有望提供部分产量弹性.....	27
6、 山东钢铁集团旗下相关上市公司分析.....	28
6.1、 山东钢铁 ( 600022.SH )：日照基地二期提供业绩内生增长动力.....	28
6.2、 金岭矿业 ( 000655.SZ )：少有的铁矿主业 A 股上市公司，有望受益于淡水河谷事件.....	30
7、 风险提示.....	31

## 1、集团概况：山东省五大国企之一，省内钢铁需求旺盛

### 1.1、山东五大省属国企之一，当地政府大力支持

山东钢铁集团有限公司（以下简称“山钢集团”或“集团”）于 2008 年 3 月 17 日注册成立，是由济钢集团、莱钢集团和山东省冶金工业总公司所属单位的国有产权划转而设立的国有独资公司。在产品结构方面，公司主要产品有中厚板、热轧带钢、H 型钢、特钢棒材、钢筋等。公司装备水平处于行业较高水平，生产效率较高。

山东省共有 28 家省属国有企业，其中山东钢铁集团的资产规模、营业收入、利润总额均处前列，位列山东省五大省属国企之一。

从总资产的角度来看，2018 年 9 月 30 日山东钢铁集团总资产达 2929 亿元，在山东省属国企中排名第三位，集团资产负债率 84.4%；

从营收和盈利角度来看，2018 年 1-9 月山东钢铁集团实现营业收入为 1124 亿元，排名第四；利润总额 37.53 亿元，排名第五；但归母净利润处于亏损状态，仅为-26.97 亿元。

表 1：2018 年前三季度山东省前五大省属国有企业主要财务指标（亿元）

2018 年 9 月 30 日	总资产	净资产	营业收入	利润总额	归母净利润
山东高速集团	5992	1730	488	54.30	17.22
山东能源集团	2957	979	2325	119.58	43.79
<b>山东钢铁集团</b>	<b>2929</b>	<b>456</b>	<b>1124</b>	<b>37.53</b>	<b>-26.97</b>
山东重工集团	2295	614	1315	102.33	82.11
兖矿集团	2135	536	1890	48.46	-12.36
以上五家合计	<b>16308</b>	<b>4315</b>	<b>7142</b>	<b>362</b>	<b>86.57</b>
全部 28 家省属国企	<b>27698</b>		<b>9207</b>	<b>472</b>	

资料来源：公司公告、WIND、财富杂志、光大证券研究所

表 2：2017 年山东省企业营业收入排名（亿元）

排名	企业名称	2017 年营业收入	主营业务
1	山东魏桥创业集团	3595.78	纺织、铝业、电力
2	山东能源集团	2085.27	煤炭、油气
3	海尔集团	2419.01	家电
4	潍柴控股集团	2206.73	机械、汽车零部件
5	信发集团	2008.31	发电、铝业
6	兖矿集团	1991.99	煤炭
7	国网山东电力	1986.84	电力
<b>8</b>	<b>山东钢铁集团</b>	<b>1352.33</b>	<b>钢铁</b>
9	海信集团	1110.65	家电
10	南山集团	1007.32	铝业
11	东明石化	906.72	石化
12	中国重汽	905.35	汽车、机械

资料来源：中商产业研究院

从全省企业角度来看，山东钢铁集团 2017 年营业收入在山东省全部企业中位列第 8 名，属于省内重要的大企业之一，同时也是山东省营收及产量规模最大的钢铁企业。

山东省在产业政策等各方面都给予山东钢铁集团较大支持。截止 2018 年 9 月末，山东钢铁集团收到济南市政府 100 亿元转型升级资金、山东省政府 78.53 亿元转型升级基金，并在山东省政府的协调推进下积极推进债转股，开展混合所有制改革。

山东省政府还支持山东钢铁集团对山东省内矿山资源进行整合，并承诺将省内新开发的矿石资源优先配置给集团下属矿业公司，为其钢铁主业的发展提供了资源支持。

## 1.2、山东省最大钢企，粗钢产量占全省 31%

2018 年，山东钢铁集团实现粗钢产量 2320.94 万吨，同比显著增长 7.06%，粗钢产量在全国钢铁集团中位列第七位，属于大型钢铁生产企业。

表 3：2018 年中国钢企粗钢产量排名情况

国内排名	钢企名称	2018 年粗钢产量 (万吨)	同比 (%)
1	宝武集团	6742.94	4.52
2	河钢集团	4489.38	1.89
3	沙钢集团	4066.07	1.77
4	鞍钢集团	3735.88	4.48
5	建龙重工集团	2788.48	37.63
6	首钢集团	2734.22	-1.04
7	<b>山东钢铁集团</b>	<b>2320.94</b>	<b>7.06</b>
8	华菱钢铁集团	2301.17	14.22
9	马钢集团	1964.19	-0.37
10	本钢集团	1589.68	0.81
	<b>前十名合计</b>	<b>32732.95</b>	

资料来源：中国铁合金网

表 4：2018 年山东省钢企粗钢产量排名情况

省内排名	钢企名称	2018 年粗钢产量 (万吨)	同比 (%)
1	<b>山东钢铁集团</b>	<b>2320.94</b>	<b>7.06</b>
2	日照钢铁控股集团	1495.00	-0.21
3	石横特钢	375.00	9.83
4	泰山钢铁	360.00	7.99
5	西王特钢	296.00	-3.87
6	潍坊特钢	261.00	-2.47
	<b>山东省全省粗钢产量</b>	<b>7385.43</b>	<b>3.32</b>

资料来源：中国铁合金网

在山东省内，山东钢铁集团则是规模最大的钢铁生产企业，2018 年粗钢产量占全省粗钢产量的 31.42%。

山东省第二大钢铁企业是日照钢铁控股集团，属于民营企业，2018 年粗钢产量为 1495 万。

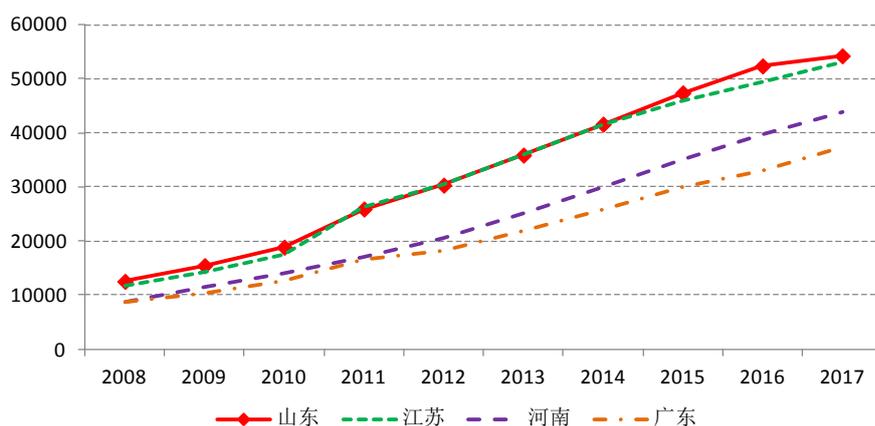
除此之外，山东省其他钢企的规模都较小，粗钢年产量均在 400 万吨以下，包括石横特钢、泰山钢铁、西王特钢、潍坊特钢等。

整体来看，山东钢铁集团作为省内钢铁行业龙头，具备一定产业链地位。

### 1.3、山东省具备较强的固投力度和工业体系，省内钢铁需求旺盛

山东省是我国的重要经济大省，人口排名全国第二，GDP 排名全国第三，也是我国工业大省，具备较强的重工业体系。

图 1：2017 年山东省固定资产投资完成额居全国第一（亿元）



资料来源：Wind、国家统计局

2017 年山东省固定资产投资完成额 5.4 万亿元，占全国 8.6%，排名全国第一；2017 年山东省第二产业 GDP 为 3.29 万亿元，占全国 9.8%，排名全国第三。山东省较强的固定资产投资和工业提供了较多的钢铁需求量。

从表 2 山东省企业营业收入排名中亦可看出，山东省不乏机械（潍柴）、家电（海尔&海信）、汽车（中国重汽）、电力（魏桥&信发等）、能源（山能&兖矿&东明石化）等大型工业制造业企业，这类企业对钢材的需求量较多，尤其是工业板材。

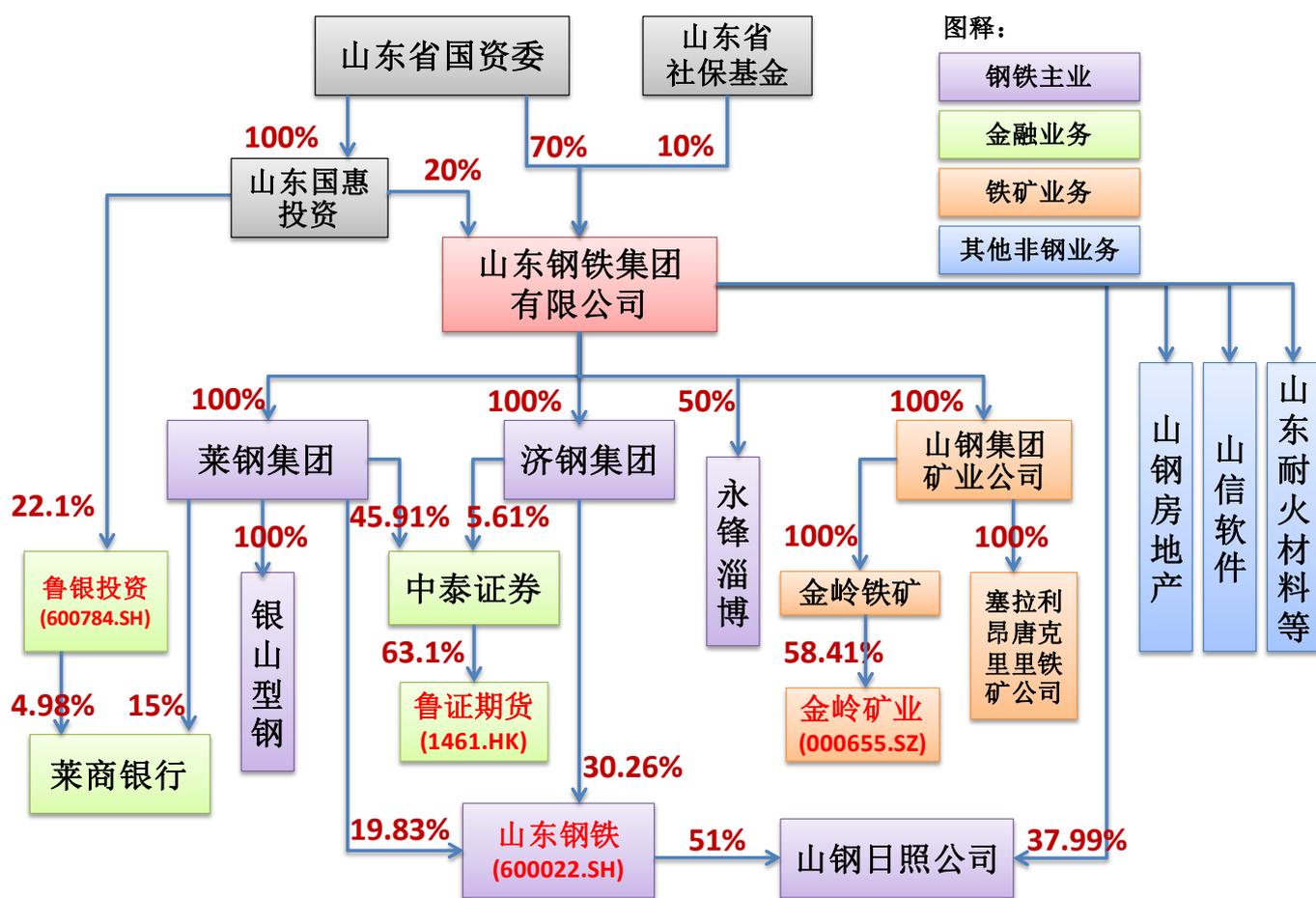
山东钢铁集团的主要钢材产品既包括螺纹、棒材、线材等建筑钢材，又包括热轧、冷轧、中厚板等工业板材，约 80% 的钢材产品在山东省内销售。山东省固投规模全国领先，建筑用钢需求量较大；山东省具备较强的工业体系，工业用钢需求量也较大，对山钢集团的钢材销售和经营业绩构成支撑。

## 2、经营状况：钢铁主业与多元化产业互补，及时止血减负优化治理

### 2.1、钢铁为主业，金融等多元化业务丰富

山东钢铁集团的第一大股东是山东省国资委（持股 70%），第二大股东是山东省国资委的全资子公司山东国惠投资（持股 20%），即山东省国资委及其一致行动人共持有山东钢铁集团 90% 股份，是实际控制人，山东钢铁集团属于山东省属地方国有企业。山东钢铁集团第三大股东则为山东省社保基金理事会（持股 10%）。

图 2：山东钢铁集团架构及旗下主要成员单位一览（2019 年 3 月）



资料来源：山东钢铁集团官网、Wind、上市公司财报、光大证券研究所整理

山东钢铁集团公司下辖济钢集团、莱钢集团、山钢集团矿业公司、永锋淄博、山东省耐火材料公司等子公司或成员单位，二级及以下子公司则包括山东钢铁、中泰证券、金岭矿业、山东日照公司等。

钢材生产销售以及铁矿、生铁铸管、焦化等黑色系相关业务是山东钢铁集团的主业：2017 年，山东钢铁集团的钢铁主业合计实现营业收入 808 亿

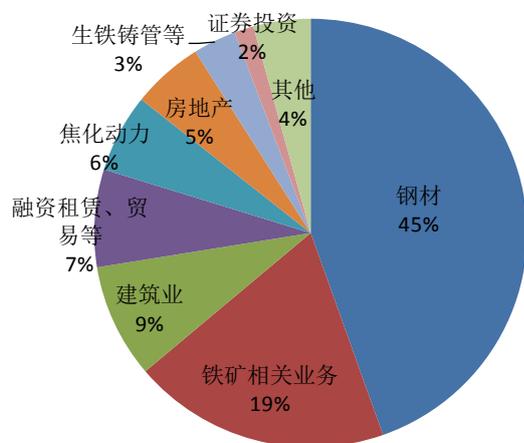
元,占集团主业产品营业收入的73%左右;钢铁主业合计实现毛利121亿元,占集团主业产品毛利的72%左右。

除了钢铁相关主业以外,山东钢铁集团还有丰富的多元化业务条线,包括证券投资、房地产、融资租赁、贸易、耐火材料等。

其中金融行业是山东钢铁集团的特色产业之一,旗下拥有中泰证券、莱商银行、鲁证期货等多家金融行业成员单位。

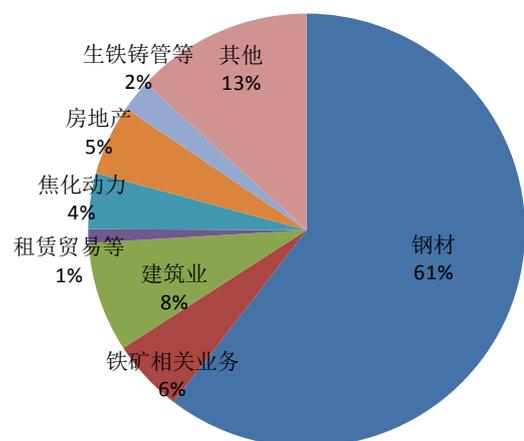
2017年,山东钢铁集团融资租赁及贸易业务实现营业收入82.5亿元,证券投资实现营业收入16亿元,两者合计占集团主要产品营收的8.8%左右。

图3: 2017年山东钢铁集团营业收入分布



资料来源: Wind

图4: 2017年山东钢铁集团毛利分布



资料来源: Wind

从子公司情况来看,莱钢集团目前是山东钢铁集团旗下最重要的资产。莱商银行是鲁银投资、中泰证券、山东钢铁等公司的重要股东。

表5: 2018年上半年莱钢集团财务指标(亿元)

2018上半年	总资产	净资产	营业收入	利润总额	归母净利润
山东钢铁集团	2919.14	456.1	692.61	37.53	-14.6
莱钢集团	1832.11	368.32	372.54	20.05	-4.89
莱钢集团占比	62.8%	80.8%	53.8%	53.4%	33.5%

资料来源: Wind

资产方面,2018年6月30日莱钢集团总资产达到1832亿元,占山东钢铁集团的62.8%;净资产占80.8%。

盈利方面,2018年上半年莱钢集团营业收入372.54亿元,占山东钢铁集团的52.8%;利润总额占53.4%。2018年上半年山钢集团归母净利润为亏损14.6亿元,而莱钢集团亏损4.89亿元。

## 2.2、长流程生产工艺为主，近年钢铁产量触底反弹

截止 2018 年 9 月，山东钢铁集团的生铁、粗钢、钢材的年产能规模分别为 2296 万吨、2540 万吨、2542 万吨。

生产设备方面，山东钢铁集团共有 17 座炼铁高炉（包括一座 5100m<sup>3</sup>大型高炉），19 座转炉，以长流程工艺为主；仅有 2 座中小型电炉。

轧钢方面，集团共有 34 条轧钢生产线，其中型材（包括棒材、螺纹钢）生产线最多，为 14 条；

表 6：山东钢铁集团钢铁生产设备

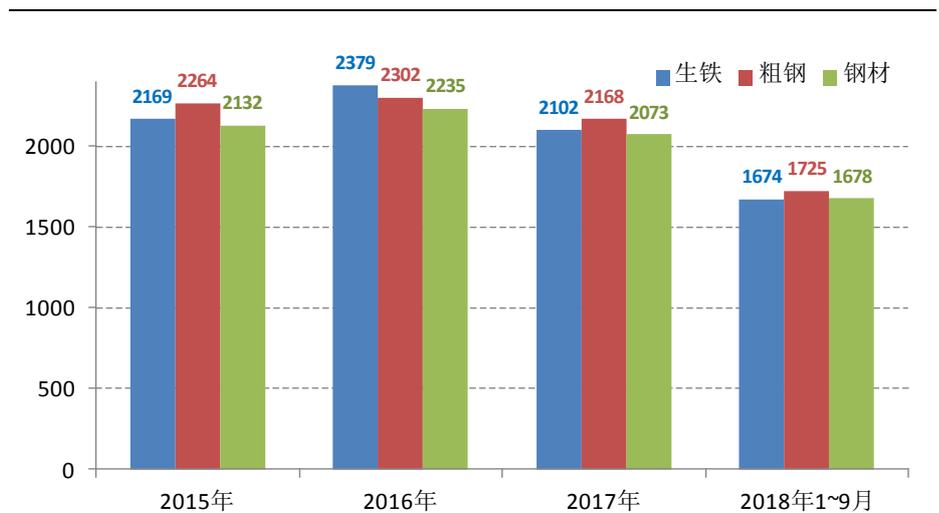
项目	设备数量	设备明细
炼铁系统	共 17 座高炉	5100m <sup>3</sup> 高炉*1, 3200m <sup>3</sup> 高炉*1, 1880m <sup>3</sup> 高炉*3, 1080m <sup>3</sup> 高炉*9, 1350m <sup>3</sup> 高炉*2, 530m <sup>3</sup> 高炉*2。
炼钢系统	共 19 座转炉	210 吨转炉*2, 120 吨转炉*11, 60 吨转炉*3, 50 吨转炉*3。
	共 2 座电炉	100 吨电炉*1, 50 吨电炉*1。
轧钢系统	共 34 条轧钢生产线	14 条型材生产线（含棒材螺纹），3 条 H 型钢生产线，1 条 4300mm 宽厚板生产线，3 条热轧钢带生产线，3 条冷轧钢带生产线，5 条线材生产线，4 条钢管轧机，1 条镀锌生产线。

资料来源：中诚信国际《山东钢铁集团有限公司 2019 年度信用评级报告》

2017 年，受济南钢铁基地逐步关停，以及华北地区频繁的环保限产影响，山东钢铁集团的钢铁产量同比 2016 年有所下降。

2018 年 1~9 月，由于日照精品钢基地的投产，山东钢铁集团的钢铁产量再次呈现上升态势，铁、钢、材产量分布达到 1674 万吨、1725 万吨、1678 万吨。

图 5：山东钢铁集团近年来铁、钢、材产量（万吨）



资料来源：公司财报、Wind

## 2.3、钢材品种结构齐全，螺纹与钢带产量最高

从钢材的品种结构来看，山东钢铁集团的螺纹钢品种销量最大，2018年1~9月销量为606.82万吨，同比增长6%左右，约占集团钢材总销量的35%；

其次是钢带产品，2018年1~9月销量为402.85万吨，约占集团钢材总销量的23%，同比大幅增长50%左右，主要是由于日照基地一期项目的新投产，主要产品以钢带为主。

表7：山东钢铁集团部分主要品种钢材的销量、销价、销售收入情况

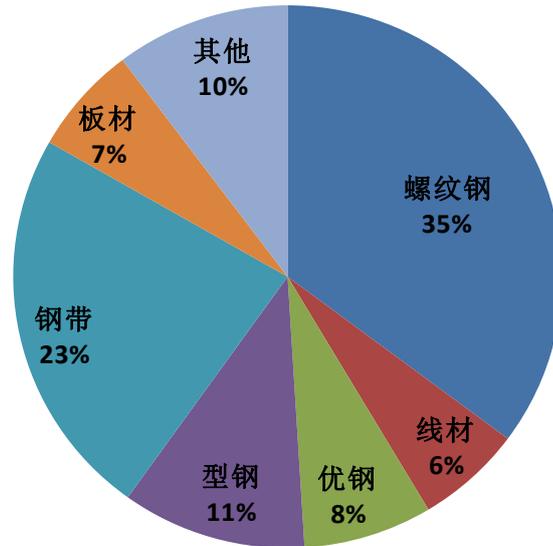
品种	指标	2016年	2017年	2018年1~9月
螺纹钢	销售量(万吨)	697.63	765.32	606.82
	销售价格(元/吨)	2038.29	3208.71	3543.44
	销售收入(亿元)	142.20	245.57	215.02
线材	销售量(万吨)	160.36	222.96	107.74
	销售价格(元/吨)	2205.64	3312.46	3635.51
	销售收入(亿元)	35.37	73.85	39.17
优钢	销售量(万吨)	152.26	169.46	130.95
	销售价格(元/吨)	2436.76	3647.80	4214.28
	销售收入(亿元)	37.10	61.82	55.19
型钢	销售量(万吨)	226.92	256.38	187.68
	销售价格(元/吨)	2344.10	3197.24	3664.59
	销售收入(亿元)	53.19	81.97	68.78
钢带	销售量(万吨)	483.89	360.23	402.85
	销售价格(元/吨)	2346.17	3110.13	3605.74
	销售收入(亿元)	113.53	112.04	145.26
板材	销售量(万吨)	488.06	286.95	111.67
	销售价格(元/吨)	2297.78	3287.88	4160.24
	销售收入(亿元)	112.15	94.35	46.46

资料来源：中诚信国际《山东钢铁集团有限公司2019年度信用评级报告》

山东钢铁集团的型钢、优钢产品销量较为稳定，2018年1~9月销量分别为187.68万吨、130.95万吨，同比增幅分别为-2%、3%左右。

山东钢铁集团的线材、板材产品销量出现显著下降，2018年1~9月销量分别为107.74万吨、111.67万吨，同比增幅分别为-36%、-48%左右，主要是由于济南钢铁基地的产线关停等原因。

图 6：山东钢铁集团各品种钢材销量占比（2018 年 1~9 月）



资料来源：中诚信国际《山东钢铁集团有限公司 2019 年度信用评级报告》

## 2.4、历久弥新：济钢退出历史舞台，日照基地焕发新生

山东钢铁集团的钢铁生产基地均在山东省内，较大规模的包括莱芜钢铁基地、新建的日照精品钢铁基地、淄博张钢、永锋钢铁等，以及已逐步关停的济南钢铁基地。

图 7：山东钢铁集团的主要钢铁生产基地



资料来源：公司官网、光大证券研究所

图 8：日照精品钢铁基地具备沿海优势



资料来源：公司官网

济钢始建于 1958 年，是中国缔造的第一批地方骨干钢铁企业，累计生产钢材 1.55 亿吨，年产钢量最高时达 1200 多万吨，跻身全国十大钢铁企业行列。2016 年 8 月，山东省政府正式批准《济钢产能调整和山钢转型发展工作总体方案》，今后济钢将以城市服务业、现代物流业和存量资产盘活为依托，保留城市服务、商贸等业务板块，不再保留任何钢铁的产能。

2016年至2017年期间，济南钢铁基地逐步关停650万吨产能，实现转型发展，向产业园运营、环保材料、现代物流等非钢产业转型发展，成为山东省新旧动能转换示范点。

此外值得一提的是，济钢集团关停钢铁产线后，其位于济南市的厂区土地资源具备一定的开发价值。

2014年，济南市列入国家21个老工业区搬迁改造的试点城市之一，济南市《东部老工业区搬迁改造实施方案》提到，济南市计划在2022年之前完成老工业区内工业企业的整体搬迁或改造。老工业区范围约23平方公里，包括济钢、济炼等传统的工业企业，其中以济钢占地面积最大，仅济钢厂区占地就约3平方公里。

2018年《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的通知》中提到，钢铁等高耗能行业搬迁后，可以通过依法改变土地用途等手段，有效盘活搬迁后的厂房和土地，退出后的划拨土地可依法转让或由地方政府收回，其土地出让收入可按规定通过预算安排支付退出企业职工安置费用。

山东省和济南市政府也给予了济钢关停较大的资金支持。济南市政府将为济钢转型升级支付资金260亿元，山东省政府将支付100亿，资金计划在未来2~3年全部到位；截止2018年9月末，公司已分别收到济南市政府的100亿元和山东省政府的78.53亿元的资金支持。

济钢关停后，原有钢铁产能置换到沿海的山钢集团日照精品钢铁基地，计划年产铁810万吨、钢850万吨、钢材810万吨，主要产品定位于高端板材，弥补了山东省在汽车用钢、家电用钢、高端制造业的用钢需求，市场空间广阔。

日照基地已经于2018年实现一期建成投产，计划2019-2020年实现全部产能建成投产。山东钢铁集团的钢铁产能借由济钢退出和日照基地新建，完成了新老交替，实现了结构升级。

## 2.5、2018年钢铁主业吨钢毛利创历史最佳

从山东钢铁集团的钢铁主业经营和盈利情况来看，近年来随着钢铁行业整体向好，集团主业业绩亦出现显著好转。

山东钢铁集团的钢铁主业2017年实现营业收入494亿元，实现毛利100.8亿元，钢铁主业毛利率为20.43%，同比增长6.67个百分点；

2018年1~9月，集团钢铁主业的盈利水平继续保持高速增长，实现营业收入410亿元，实现毛利100亿元，钢铁主业毛利率进一步提高到24.36%，创历史最高水平。

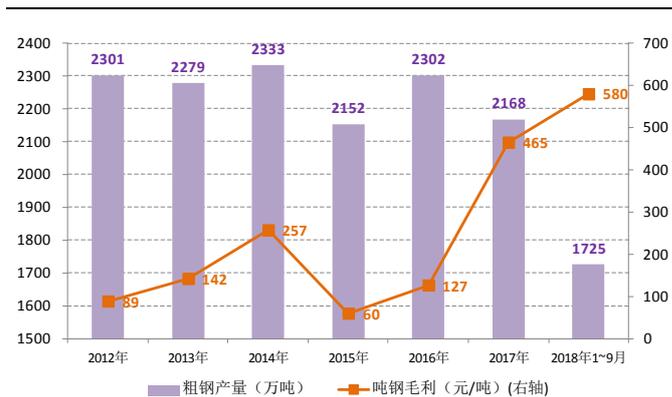
从吨钢盈利能力来看，山东钢铁集团2017年吨钢毛利为465元/吨，同比大幅增长266%；2018年1~9月吨钢毛利高达580元/吨，再创历史最高水平。

图 9：山东钢铁集团钢铁主业经营情况（亿元）



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

图 10：山东钢铁集团粗钢产量与吨钢毛利



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

## 2.6、旗下金融产业丰富，拥有中泰证券等优质资产

除钢铁主业外，山东钢铁集团还有矿产资源开发、金融、物流奥义、装备制造、耐火材料、工程技术服务、房地产、综合利用等多元化非钢产业，与钢铁主业形成互补。

2017年，山东钢铁集团非钢产业收入为616.27亿元，同比增长32.38%；2018年1~9月非钢产业收入为500.68亿元，保持增长态势。

其中在金融领域，山东钢铁集团旗下最主要的金融类子公司为中泰证券，山东钢铁集团通过莱钢集团、济钢集团合计持有中泰证券51.52%的股份，拥有实际控制权，并纳入合并报表范围。

截止2018年6月，中泰证券总资产1357.37亿元，净资产343.56亿元；2018年上半年实现营业收入33.36亿元，实现净利润6.5亿元，受证券行业整体低迷影响，中泰证券2018年上半年业绩同比有所下滑。

表 8：中泰证券主要财务指标（亿元）

	2016年	2017年	2018上半年
营业收入	83.37	81.69	33.36
净利润	25.33	18.69	6.50
总资产	1230.26	1322.38	1357.37
净资产	328.00	341.38	343.56

资料来源：Wind

此外，山东钢铁集团其通过全资子公司莱钢集团持有莱商银行15%的股权。

莱商银行2005年7月成立，前身是莱芜市城市信用社。目前，莱商银行在山东、江苏设有8家分行和2家管辖行，营业网点共计99家，在职员工1800余人。

截止 2018 年 9 月，莱商银行总资产 1146.44 亿元，净资产 90.67 亿元；2018 年前三季度实现净利润 5.51 亿元，近年来业绩保持稳健增长。

表 9：莱商银行主要财务数据（亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
营业收入	21.9	25.56	NA
净利润	3.02	4.68	5.51
总资产	833.65	1030.34	1146.44
净资产	55.06	87.15	90.67

资料来源：Wind

## 2.7、铁矿石资源丰富对钢铁主业构成支撑，海外矿山陷入亏损

铁矿石方面，在山东省政府的支持下，山东钢铁集团已成立山钢矿业公司，对省内矿山资源进行整合。集团的铁矿石业务为钢铁主业提供原材料，在一定程度上保障了原材料的供应

2017 年及 2018 年 1~9 月，公司资产铁精粉分别为 263.32 万吨和 209.68 万吨。现阶段，公司自用铁矿石主要来自下属企业金岭铁矿、莱芜矿业、鲁南矿业等，以及在勘的东平彭集铁矿项目。未来，山东钢铁集团铁矿资源储量有望达到 4.65 亿吨，铁精矿年产能有望达到 513 万吨/年。

表 10：山东钢铁集团国内主要矿山企业概况

子公司	山钢集团持股比例	资源储量 (万吨)	品位	铁精矿产能 (万吨/年)	铁精矿产量 (万吨)		
					2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
金岭矿业	58.41%	12342.7	45.23%	170	110.03	118.77	97.47
济南钢城矿业	100.00%	809.4	52.61%	18	24.6	停产	停产
莱芜矿业	35.00%	5057.2	47.48%	75	100.66	104.63	75.1
鲁南矿业	34.00%	4693.4	36.09%	40	43.96	39.92	37.11
莱芜金牛矿业	17.00%	147.1	42.65%	10	9.6	停产	停产
彭集铁矿项目 (在勘)		23473	29.84%	200			
<b>合计</b>		<b>46522.8</b>		<b>513</b>	<b>288.85</b>	<b>263.32</b>	<b>209.68</b>

资料来源：中诚信国际《山东钢铁集团有限公司 2019 年度信用评级报告》

海外矿山方面，截止 2018 年 9 月末，山东钢铁集团拥有唐克里里铁矿（塞拉利昂）有限公司 100% 的股权。2017 年唐克里里铁矿生产成品矿 659 万吨，销售 685 万吨，大部分直供集团旗下上市公司山东钢铁(600022.SH)，实现销售收入 2.02 亿美元，亏损 2.00 亿美元；2018 年前三季度销售 111 万吨，实现销售收入 0.3 亿美元，亏损 1.3 亿美元，该铁矿公司盈利并不理想。

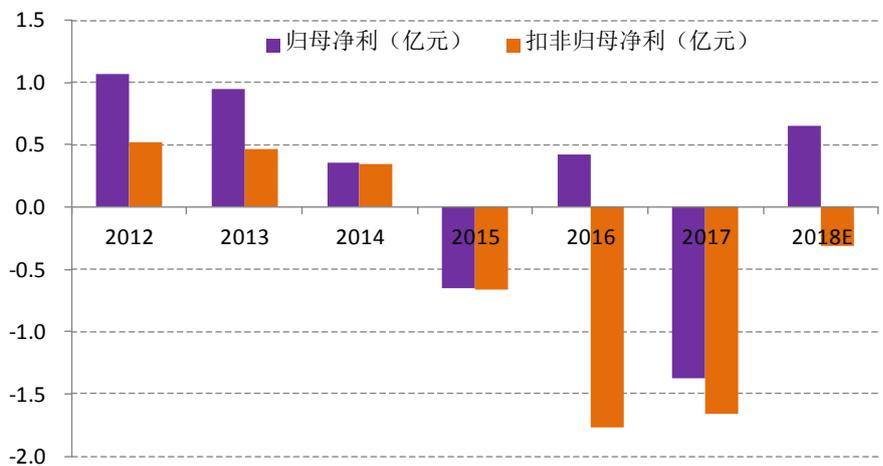
## 2.8、及时止血减负：置出鲁银投资至山东国惠，拍卖莱钢新疆公司产能

鲁银投资（600784.SH）原本是山东钢铁集团的控股一级子公司，持股比例是 20.35%。

鲁银投资主营业务为铁矿石贸易、粉末冶金生产、房地产开发、矿业，近年来经营业绩和盈利水平乏善可陈。

公司 2017 年归母净利润为亏损 1.37 亿元；2018 年预告归母净利润为 0.6~0.7 亿元，扭亏为盈的主要原因是 2018 年出售了旗下青岛泰泽海泉置业等资产，但公司 2018 年扣非归母净利润则为-0.26~-0.36 亿元，仍处于亏损状态。

图 11：鲁银投资近年来主业盈利不佳



资料来源：公司财报、Wind（2018 年数据为业绩预告）

2018 年 4 月 26 日，山东国惠投资有限公司与山钢集团签署了《鲁银投资集团股份有限公司股份转让协议书》。山钢集团拟将其持有的鲁银投资公司股份 1.15 亿股（占公司总股本的 20.31%）以协议转让的方式转让给山东国惠。鲁银投资的实际控制人仍是山东省国资委。

山东国惠投资有限公司成立于 2016 年 1 月 12 日，由山东省国资委 100% 持股。山东国惠主要实施国有产权重组并购、托管经营和市值管理、不良资产处置等。山东国惠持有山东钢铁集团 10% 股份。

此次山东钢铁集团将鲁银投资股权转让给山东国惠，我们分析主要是由于鲁银投资连续多年盈利欠佳，扣非净利持续为负，对山钢集团整体盈利构成不利影响。本次转让后，山东钢铁集团不再持有鲁银投资股份，实现轻装上阵。

此外，山钢集团旗下 2015 年就已停产的莱钢新疆公司已进入破产清算程序，并于 2018 年 10 月将公司产能指标（铁 122 万吨、钢 135 万吨）挂

牌出售，最终以 18.14 亿元拍卖给三钢闽光，减轻了自身负担的同时，也获得了可观的产能转让收益。

山钢如今能做到及时“止血减负”，与公司治理改善有关。2015 年 11 月侯军就任山钢集团董事长，集团原董事长、总经理、副董事长高管团队则集体离任。侯军并非山钢集团内部提拔的干部，此前曾任山东省聊城市副市长、华鲁集团总经理，属于从外部调入的高管。时任山东省副省长王书坚在宣布干部任免时，对新高管团队提出的要求是：打赢扭亏增盈生存保卫战，在管理上更投入，在“止血”上更坚决。

目前看来，新高管团队积极践行了使命，置出鲁银投资、拍卖莱钢新疆产能等系列措施，有效减轻了集团负担，有望提振集团后期盈利水平。

### 3、营收盈利分析：毛利随行业回暖显著改善，但归母净利润仍陷入亏损

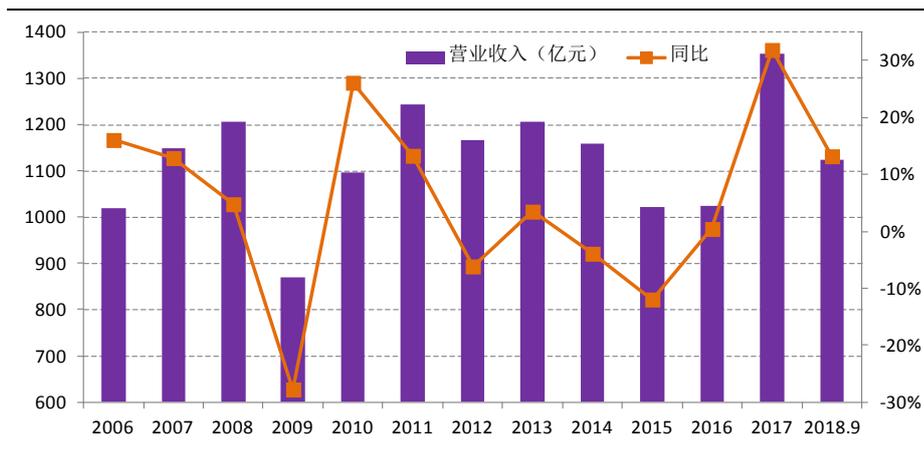
#### 3.1、钢铁行业回暖，营业收入显著改善

从财务指标来看，近年来由于钢铁行业整体好转，山东钢铁集团经营和盈利状况已出现显著好转。

2018 年 1-9 月，山东钢铁集团实现营业收入 1124 亿元，同比增长 13.2%，创同期历史最高水平。

2018 年 9 月 30 日，山东钢铁集团的总资产达到 2919 亿元，相比 2018 年初小幅下降 2.27%；净资产为 456 亿元，相比 2018 年初小幅下降 1.09%。

图 12：山东钢铁集团历年营业收入（亿元）



资料来源：公司财报、Wind

表 11：山东钢铁集团年度财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年前三季度
粗钢产量(万吨)	2279	2333	2152	2302	2168	1725
营业总收入(亿元)	1207	1160	1021	1025	1352	1124
营业收入(亿元)	1165	1094	857	929	1268	1124
吨钢营收(元/吨)	5112	4690	3983	4038	5848	6516
吨钢营收同比变化		-8%	-15%	1%	45%	13.1%
营业成本(亿元)	1080	999	766	819	1075	933
毛利(亿元)	85.16	95.48	91.01	110.15	192.56	190.92
毛利率	7.31%	8.73%	10.62%	11.85%	15.19%	16.98%
吨钢毛利(元/吨)	374	409	423	479	888	1107
销售费用(亿元)	35.86	38.98	70.12	56.04	55.17	10.49
财务费用(亿元)	42.10	55.98	57.20	61.17	72.40	56.82
管理费用(亿元)	56.22	55.10	50.31	54.99	68.94	56.00
期间费用率	11.51%	13.71%	20.72%	18.53%	15.50%	10.97%
吨钢期间费用(元/吨)	589	643	825	748	906	715
利润总额(亿元)	-8.51	1.94	16.36	-13.85	39.20	37.53
净利润(亿元)	-17.64	-10.41	-5.85	-27.04	17.57	16.56
同比增长		-41%	-44%	363%	-165%	57%
净利润率	-1.51%	-0.95%	-0.68%	-2.91%	1.39%	1.47%
吨钢净利(元/吨)	-77	-45	-27	-117	81	96
归母净利润	-29.93	-23.46	-38.09	-44.73	-26.08	-26.97
经营净现金流(亿元)	-42.94	22.30	53.61	97.38	-31.93	187.80
ROE	-17.75%	-15.48%	-25.23%	-29.91%	-20.15%	-25.50%
ROIC	-2.39%	-1.81%	-2.59%	-2.66%	2.42%	2.03%
资产负债率	79.46%	81.94%	82.69%	84.21%	84.56%	84.38%

资料来源：Wind、光大证券研究所

### 3.2、毛利净利向好，但归母净利润仍陷入亏损

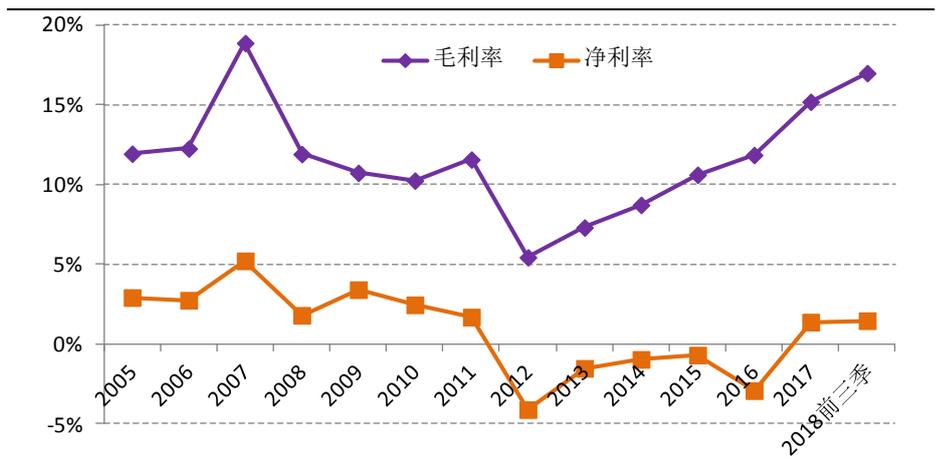
2018 年 1-9 月，山东钢铁集团实现毛利润 190.92 亿元，同比增长 32%，创同期历史最高水平；集团毛利率为 16.98%，同比增长 2.41 个百分点，自 2012 年以来连续六年保持增长，并创同期历史新高。

2018 年 1-9 月，山东钢铁集团实现净利润 16.56 亿元，同比增长 57.2%；集团净利率为 1.47%，同比增长 0.41 个百分点。

但另一方面，山钢集团作为母公司，承担了更多的管理责任，对于集团旗下盈利水平较低的资产，山钢集团往往对其持股比例较高；而对于集团旗下盈利水平较高的资产，山钢集团的持股比例则相对较低。

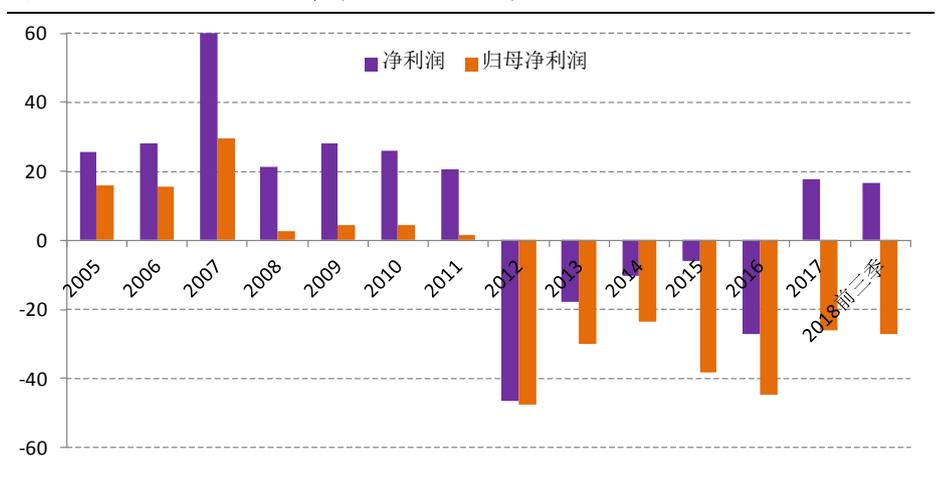
例如济南钢铁基地关停后，上市公司山东钢铁（600022.SH）便将关停后的济钢置出到山东钢铁集团，将盈利状况较好的莱芜基地、日照精品基地留在上市公司。

图 13: 山东钢铁集团历年毛利率和净利率



资料来源: 公司财报、Wind

图 14: 山东钢铁集团历年净利润与归母净利润 (亿元)



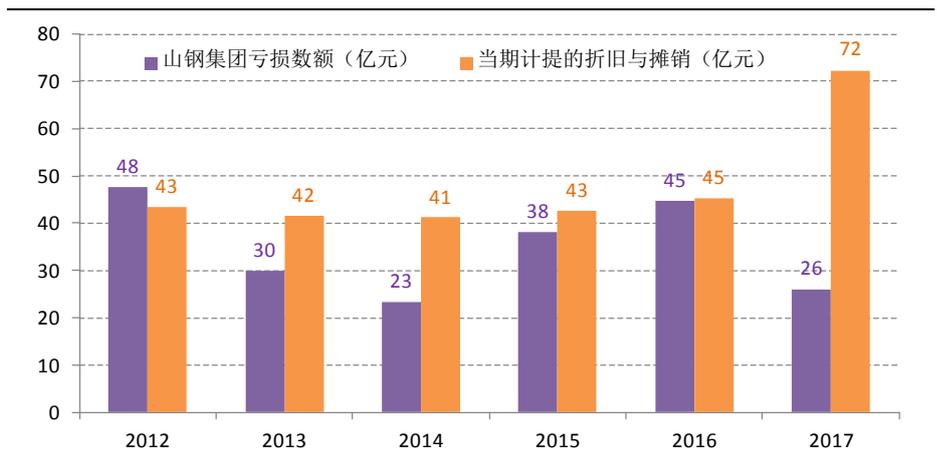
资料来源: 公司财报、Wind

这样一来, 就导致山钢集团的少数股东收益较高, 影响了归母净利润。近年来, 山钢集团的归母净利润均为负值, 2018 年 1-9 月集团归母净利润 -26.97 亿元, 同比增加亏损 6.76 亿元。

从 2012 年以来, 山东钢铁集团的归母净利润均为负, 这也反映了集团母公司近年来整体盈利仍然偏弱。

我们对比了集团的亏损额和摊销折旧额, 除了 2012 年亏损超过折旧、2016 年亏损接近折旧, 其余年份的亏损额都低于折旧, 其中 2017 年亏损额比折旧少 46 亿元, 表明集团母公司虽然亏损, 但仍可维持正常生产经营。

图 15: 山钢集团近年来归母净利润亏损值与折旧的对比



资料来源: 公司财报、Wind

我们来分析山东钢铁集团主要亏损来源:

我们整理了山东钢铁集团旗下各重要子公司的盈利情况。2017-2018 年钢铁行业处于历史最佳盈利时期, 集团钢铁主业普遍盈利较好:

山东钢铁 (600022.SH) 承载了集团较为优质的钢铁生产单元, 2018H1 实现归母净利润 16.78 亿元; 山钢日照基地正在建设中, 也已经实现了 0.92 亿元的盈利。

此外, 中泰证券、金岭矿业等多元化板块的优质公司, 2018H1 也已经实现了较为可观的盈利。

表 12: 山东表钢铁集团主要子公司盈利情况 (亿元)

	山钢集团 持股比例	2017 年 归母净利润	2018 上半年 归母净利润
莱钢集团	100.00%	6.91	-4.89
山东钢铁 (600022.SH)	52.54%	19.24	16.78
金岭矿业 (000655.SZ)	58.41%	-3.16	0.14
中泰证券	51.52%	17.95	5.98
山钢集团日照公司	49.00%	0.48	0.92
<b>唐克里里铁矿公司 (非洲塞拉利昂)</b>	<b>100.00%</b>	<b>-13.6</b>	<b>-8.84 (2018 前三季)</b>

资料来源: Wind、中诚信国际《山东钢铁集团有限公司 2019 年度信用评级报告》、光大证券研究所

综上, 我们分析山东钢铁集团的亏损主要源自以下方面

### (1) 唐克里里铁矿 (塞拉利昂) 铁矿公司

山东钢铁集团拥有唐克里里铁矿 (塞拉利昂) 有限公司 100% 的股权。2017 年唐克里里铁矿生产成品矿 659 万吨, 销售 685 万吨, 大部分直供集团旗下上市公司山东钢铁 (600022.SH), 实现销售收入 2.02 亿美元, 亏

损 2.00 亿美元; 2018 年前三季度销售 111 万吨, 实现销售收入 0.3 亿美元, 亏损 1.3 亿美元。

唐克里里铁矿公司位于非洲, 受当期政治经济局势等不利因素影响, 目前经营状况不佳, 处于较显著的亏损状态。

此前, 山东钢铁集团已经将盈利不佳的鲁银投资以协议转让的方式置出到山东国惠投资。面对持续盈利不善的唐克里里铁矿公司, 我们预计山东钢铁集团不排除有对其进行妥善处置的可能性, 以减轻自身亏损负担。

## (2) 济钢集团

济钢集团近年来面临钢铁产线关停、员工分流安置、主营业务转型等困境, 可能盈利欠佳。

积极的方面是, 目前济钢转型已在积极实施过程中, 后期待济钢集团逐步解决当前的员工安置、产业转型等问题之后, 盈利有望改善。

此外, 我们在上文中提到, 山东省和济南市政府也给予了济钢关停较大的资金支持。济南市政府将为济钢转型升级支付资金 260 亿元, 山东省政府将支付 100 亿, 资金计划在未来 2~3 年全部到位; 截止 2018 年 9 月末, 公司已分别收到济南市政府的 100 亿元和山东省政府的 78.53 亿元的资金支持。

## (3) 莱钢集团

莱钢集团 2017 年盈利水平尚可, 但 2018H1 盈利欠佳, 归母净利润为亏损 4.89 亿元。莱钢旗下包括银山型钢、中泰证券等子公司, 近年来盈利状况都是较好的, 我们预计莱钢集团的亏损主要来自部分多元化产业子公司, 包括莱钢建设等, 处于业务转型期, 导致短期亏损, 后期随着业务逐步稳定, 盈利亦有望改善。

## 3.3、持续降本增效, 管理费用显著优化

山东钢铁集团近年来降本增效取得一定效果, 集团 2018 年 1-9 月期间费用率为 10.97%, 同比下降了 2.58 个百分点。

其中尤其以管理费用优化较为显著, 集团 2018 年 1-9 月管理费用 56 亿元, 同比下降 22%;

集团 2018 年 1-9 月财务费用为 56.82 亿元, 同比增长 9.1%, 原因是集团负债水平仍较高;

集团 2018 年 1-9 月销售费用为 10.49 亿元, 同比增长 1.5%。

图 16: 山东钢铁集团历年三项费用 (亿元)



资料来源: 公司财报、Wind

### 3.4、经营净现金流显著增长、资本开支回落, 2018 年自由现金流创新高

山东钢铁集团 2018 年 1-9 月经营净现金流 187.8 亿元, 同比大幅增长 1234%, 创同期历史最佳, 集团生产经营状况显著好转。

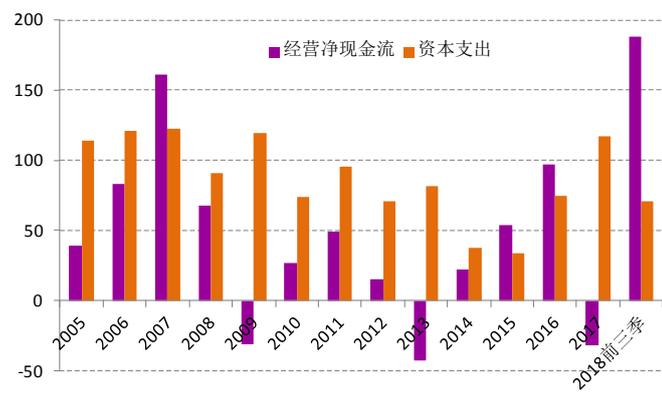
表 13: 山东钢铁集团部分现金流量表相关数据 (亿元)

山钢集团部分现金流量表指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
销售商品、提供劳务收到的现金	690.76	880.83	665.07	685.67	995.76	1101.15
收到其他与经营活动有关的现金	42.16	152.15	384.17	364.95	348.98	33.55
经营活动现金流入(金融类)	69.21	99.76	182.71	147.78	134.00	0.00
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>803.42</b>	<b>1133.56</b>	<b>1233.95</b>	<b>1199.34</b>	<b>1479.09</b>	<b>1135.94</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	578.58	686.22	497.58	479.22	874.14	774.02
支付给职工以及为职工支付的现金	98.90	99.11	112.12	118.26	142.13	84.93
支付的各项税费	53.99	49.00	55.15	60.02	61.14	65.03
支付其他与经营活动有关的现金	105.86	263.88	416.48	354.98	417.64	24.17
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>846.36</b>	<b>1111.26</b>	<b>1180.34</b>	<b>1101.96</b>	<b>1511.02</b>	<b>948.15</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-42.94</b>	<b>22.30</b>	<b>53.61</b>	<b>97.38</b>	<b>-31.93</b>	<b>187.80</b>
资本支出	81.45	37.34	34.02	74.77	117.27	71.19
<b>自由现金流 (经营净现金流-资本支出)</b>	<b>-124.39</b>	<b>-15.04</b>	<b>19.59</b>	<b>22.61</b>	<b>-149.20</b>	<b>116.61</b>
取得借款收到的现金	958.71	1066.46	1013.60	1152.52	1111.84	999.43
偿还债务支付的现金	829.28	1031.62	1243.96	1158.22	973.47	1037.68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	63.66	73.61	81.22	86.89	80.65	72.47

资料来源: 公司财报、Wind

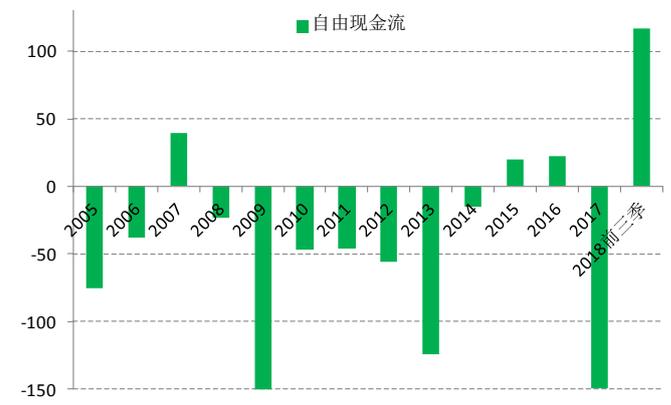
山东钢铁集团 2016-2017 年资本开支较高, 分别为 74.8 亿元和 117.3 亿元, 同比分别增长 120%和 57%, 主要是由于日照精品钢基地项目的建设。2018 年资本开支已有所回落, 1-9 月为 71.2 亿元, 同比下降 25%。

图 17：山钢集团经营净现金流和资本支出（亿元）



资料来源：公司财报、Wind

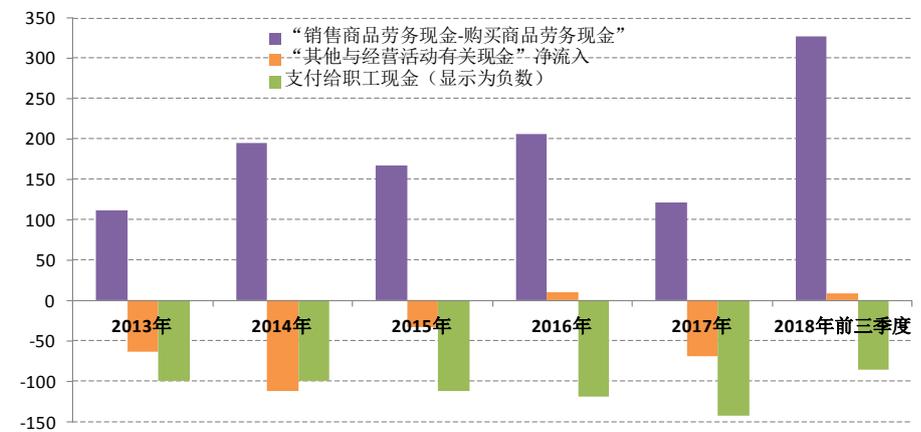
图 18：山钢集团自由现金流（亿元）



资料来源：公司财报、Wind

山东钢铁集团 2017 年经营净现金流为-31.93 亿元，并不理想。细分来看，“销售商品劳务现金-购买商品劳务现金”为 121.6 亿元，表明钢铁主业经营情况尚可；但是集团 2017 年“其他与经营活动有关现金”净流出 68.66 亿元，“支付给职工的现金”142 亿元，是近年最高水平，可见受济钢关停、员工安置等因素影响较大，导致现金支出较多。

图 19：山钢集团近年来部分经营活动现金流指标（亿元）



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

2018 年，山钢集团经营净现金流有明显好转，前三季度高达 187.8 亿元创历史新高，一方面因为钢铁盈利向好，“销售商品劳务现金-购买商品劳务现金”高达 327 亿元。另一方面，2018 年前三季度集团“其他与经营活动有关现金”净流入 9 亿元；“支付给职工的现金”大幅缩减至 84.93 亿元，表明济钢问题已逐步得到了解决，现金流情况有所改善，也使集团资产负债率中止了此前快速增长的趋势。

展望 2019 年，受钢铁行业景气度低迷影响，集团经营净现金流可能有所回落；而日照基地二期的建设可能增加资本开支。我们预计山钢集团的自由现金流或同比下降。

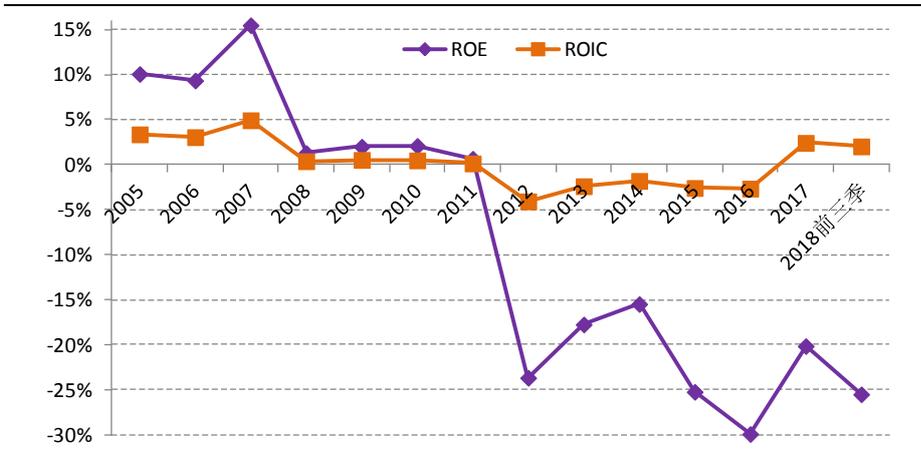
### 3.5、ROE 受制于归母净利润偏低，ROIC 转负为正

由于山东钢铁集团自 2012 年以来归母净利润均为负，集团 2018 年 1-9 月 ROE 为-25.5%，同比下降 9.86 个百分点。

由于净利润和 EBIT 水平较高，2017 年以来山东钢铁集团的 ROIC 转负为正，2018 年 1-9 月为 2.03%，同比增长 0.2 个百分点。

(ROIC 算法： $EBIT \times (1 - \text{有效税率}) \times 2 / (\text{期初全部投入资本} + \text{期末全部投入资本})$ )

图 20：山东钢铁集团历年 ROE 和 ROIC



资料来源：公司财报、Wind

## 4、偿债能力：资产负债率偏高，偿债压力较大

### 4.1、资产负债率高达 84.4%，应付债券多年高速攀升

从偿债能力相关指标来看，山东钢铁集团目前债务压力仍较大。尽管集团旗下部分钢铁主业资产盈利能力显著好转，但同时集团也面临着济钢关停、日照基地新建等任务，负债压力短期并未缓解。

从 2011 年至 2017 年，山东钢铁集团资产负债率连续六年提升，由 72.4% 升至 84.6%，增幅高达 12.2 个百分点，这反映了近年来集团负债压力持续增长。

随着行业回暖和盈利回暖，2018 年集团资产负债率压力略有缓解，中止了持续增长的态势，转为平滑。

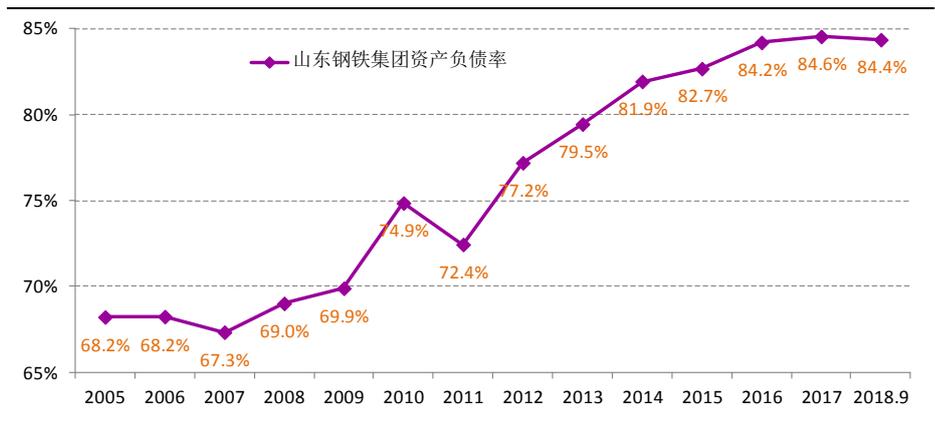
截止 2018 年 9 月 30 日，山东钢铁集团资产负债率 84.38%，较年初小幅下降 0.18 个百分点，但仍处于较高水平。

表 14：山东钢铁集团历年偿债能力相关财务指标

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018 前三季
资产负债率 (%)	72.45	77.20	79.46	81.94	82.69	84.21	84.56	84.38
流动比率	0.72	0.62	0.62	0.65	0.80	0.88	0.92	1.02
速动比率	0.47	0.43	0.40	0.45	0.63	0.69	0.75	0.84
保守速动比率	0.33	0.33	0.30	0.32	0.42	0.48	0.43	0.44
现金比率	0.26	0.25	0.20	0.24	0.33	0.40	0.32	0.29
现金到期债务比 (%)	8.19	2.18	-5.87	3.08	6.80	13.37	-3.63	34.72
总负债/归母净资产	4.92	7.59	9.03	11.66	12.80	16.25	20.85	27.25
经营净现金流/负债合计	0.04	0.01	-0.03	0.01	0.03	0.04	-0.01	0.08
经营净现金流/带息债务	0.06	0.01	-0.04	0.02	0.04	0.06	-0.02	0.13
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	2.02	0.15	0.80	1.04	1.23	0.66	1.49	1.66
长期负债占比 (%)	22.12	21.53	24.56	23.01	29.94	38.17	38.50	36.94
EBITDA/带息债务	0.14	0.05	0.07	0.08	0.08	0.06	0.10	-
EBITDA/利息费用	3.90	1.18	1.77	1.82	2.15	1.54	2.66	-
全部债务/EBITDA	6.73	19.97	14.40	11.47	12.67	17.32	9.75	-
货币资金/短期债务	0.33	0.27	0.19	0.28	0.34	0.49	0.51	0.77

资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

图 21：山东钢铁集团资产负债率偏高



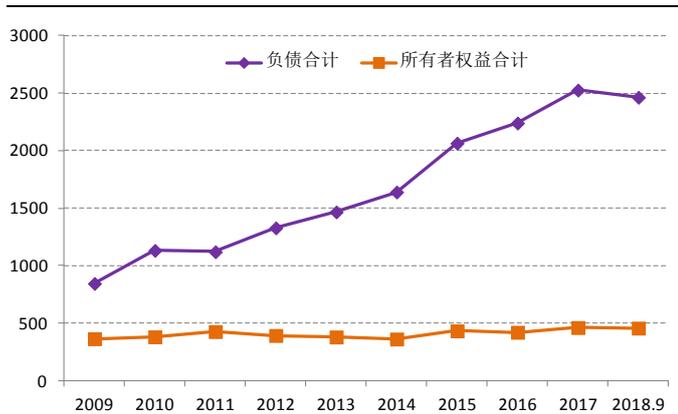
资料来源：公司财报、Wind

我们拆分山东钢铁集团的资产负债表，可见集团近年来总负债数额持续增长，由 2009 年末的 844 亿元增长至 2018 年 9 月 30 日的 2463 亿元，年化复合增长率高达 12.6%；

而同期净资产则增长缓慢，由 2009 年末的 364 亿元增长至 2018 年 9 月 30 日的 456 亿元，年化复合增长率仅为 2.5%。

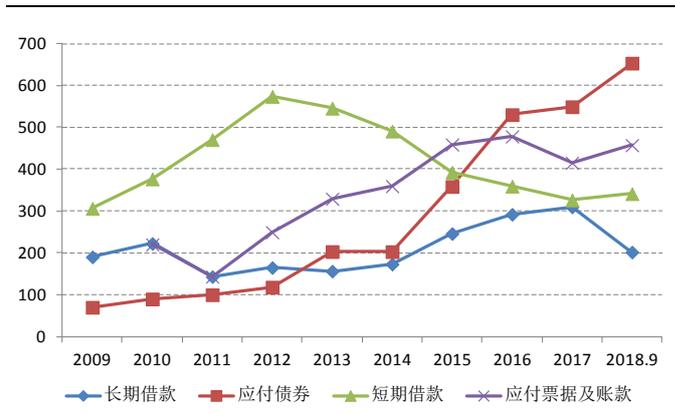
由于山东钢铁集团多年来债务较高，偿债现金流压力较大，导致集团每年财务费用高居不下，盈利不佳，难以使净资产增加，这也使集团的资产负债率逐年高升。

图 22：山钢集团近年来负债与净资产（亿元）



资料来源：公司财报、Wind

图 23：山钢集团近年来负债结构（亿元）



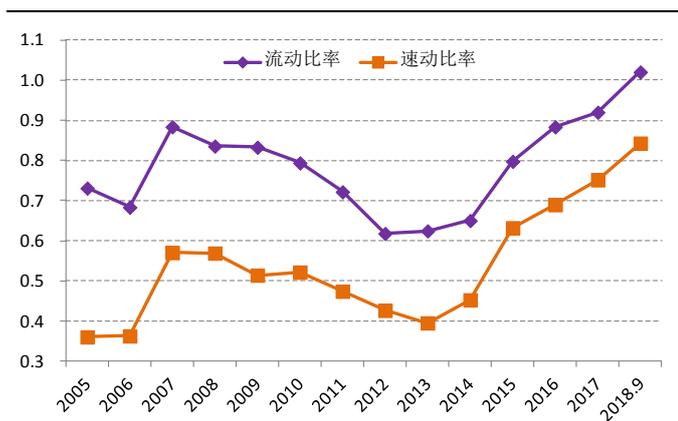
资料来源：公司财报、Wind

从山东钢铁集团的债务结构来看，近十年来增长最显著的是应付债券，由 2009 年末的 70 亿元增长至 2018 年 9 月 30 日的 653 亿元，年化复合增长率为 28.2%；此外应付票据和账款增长也较为显著；长、短期借款增长并不显著。

#### 4.2、偿债能力有所提升，已获利息倍数增长至 1.66 倍

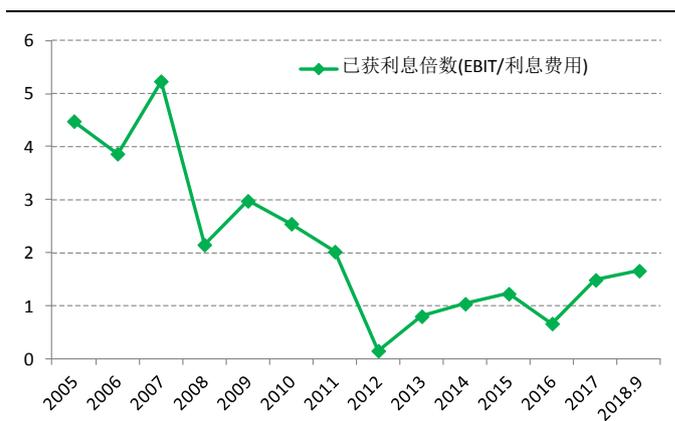
短期偿债能力方面，2018 年 9 月 30 日，山东钢铁集团流动比率为 1.02，较年初上升 0.1 个百分点，近六年以来保持上升态势，并首次突破至 1.0 以上；速动比率为 0.84，较年初上升 0.09 个百分点。这表明近年来集团的短期偿债能力有所好转，仍有进一步提升的空间。

图 24：山东钢铁集团流动比率与速动比率



资料来源：公司财报、Wind

图 25：山东钢铁集团已获利息倍数



资料来源：公司财报、Wind

长期偿债能力方面，2018 年前三季度，山东钢铁集团已获利息倍数（EBIT/利息费用）为 1.66 倍，在盈利好转的背景下，已有较为显著的提升，但相比 2011 年之前的水平，仍有较大的提升空间。

山东钢铁集团目前的资产负债率仍处于高位，长期偿债压力较大，有待进一步改善。

### 4.3、未来五年偿债现金流高达 573 亿元，资金压力较大

未来 5 年内，山东钢铁集团有 529.74 亿元的债务余额，有 38 只债券需偿还。根据 Wind 数据，山东钢铁集团 2019-2023 年的偿债现金流分别为 359.68 亿元、90.96 亿元、114.79 亿元、3.75 亿元、3.75 亿元，合计 572.93 亿元。

山东钢铁集团 2018 年前三季度净利润为 16.56 亿元、经营净现金流为 187.8 亿元，而且还面临着未来钢铁行业景气度波动的不确定性，以及后期日照基地二期建设等资本开支。

综上，相比所需的偿债现金流，山东钢铁集团的资金压力整体较大，未来借新债偿旧债的可能性比较高。

表 15：山东钢铁集团债务余额构成（亿元）

	余额	只数	未来偿债现金流	
1 年内	319.89	22	2019 年	359.68
1-3 年	159.85	13	2020 年	90.96
3-5 年	50.00	3	2021 年	114.79
5-7 年	0	0	2022 年	3.75
7-10 年	0	0	2023 年	3.75
合计	529.74	38	合计	572.93

资料来源：Wind、光大证券研究所

## 5、2019 年展望：日照基地二期提供产量弹性，有望对冲行业景气度下行

### 5.1、2019 年钢铁景气度震荡走弱，吨钢盈利水平回归

展望 2019 年钢铁行业的景气度走势，根据我们在年度策略报告《政策弹性、需求韧性与利润理性》的分析，钢铁供给方面，我们预计环保限产政策或呈现边际放松，使全国高炉产能利用率向上修复，带来钢铁产量的供给弹性。

我们在年度策略报告中估算，预计 2019 年我国合计粗钢产量同比增幅为 1.63%。在当前的行业供给格局下，2019 年钢铁产量仍将呈现上升趋势，供给量的增量也将对行业景气度构成一定压力。

需求方面，我们预计 2019 年我国钢铁需求量仍有所增长，增量主要来自房地产行业、基建行业和工程机械行业，是建立在对建筑产业链预期较为乐观的基础之上的预测；而工业行业用钢量则整体呈现低迷。

我们在年度策略报告中估算，预计 2019 年的钢铁需求量增长 0.69%，需求量的增幅小幅低于供给量，钢价或呈现震荡偏弱格局。

我们预计 2019 年在政策弹性、需求韧性的制衡下，钢铁行业的价格和盈利水平将逐步回归至合理区间，难以长期维持历史高位。

在此背景下，我们预计大多数钢铁企业 2019 年的吨钢盈利水平同比 2018 年都会出现一定程度的下降，山东钢铁集团亦不例外。

## 5.2、日照基地二期投产有望提供部分产量弹性

受钢铁行业整体景气度下行的影响，我们预计 2019 年山东钢铁集团的吨钢盈利水平将同比下降。

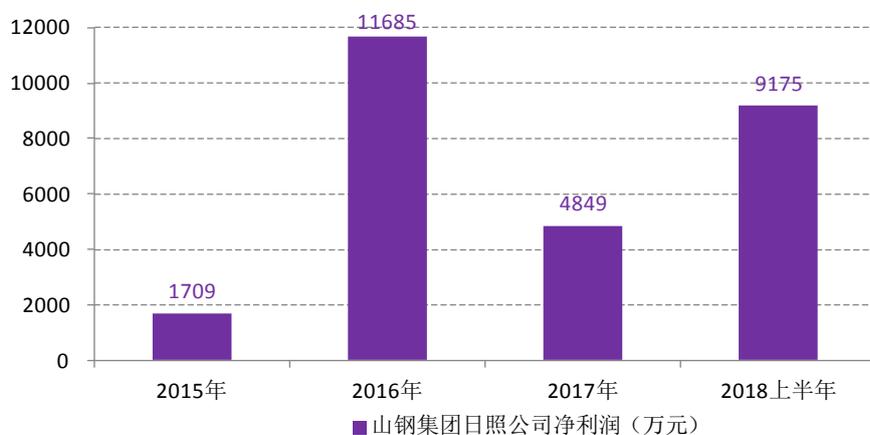
但另一方面，山东钢铁集团的钢铁主业盈利仍具备一定的内生增长动力，即日照精品钢基地二期投产后，集团钢铁产量有望继续增长。

日照精品钢铁基地目前 51% 的股份归属上市公司山东钢铁 (600022.SH)，属于山东钢铁的控股子公司；此外山东钢铁集团持有日照精品钢铁基地 37.99% 股份。山东钢铁曾在 2018 年 3 月公告拟定增收购日照基地的剩余少数股权，后因涉及其他原因而终止。

日照精品钢铁基地项目地处沿海，拥有天然深水良港，水资源丰富，铁矿石及煤炭吞吐量均位居全国前列，大幅减少了钢铁行业主要原材料铁矿石的进口成本和产品的运输成本，拓宽了公司盈利空间。

山钢日照精品钢基地计划年产铁 810 万吨、钢 850 万吨、钢材 810 万吨。主要产品定位于高端板材，弥补了山东省在汽车用钢、家电用钢、高端制造业的用钢需求，市场空间广阔。

图 26：新建日照精品钢铁基地一期 2018 年已投产并实现盈利



资料来源：公司财报、Wind、光大证券研究所

(注：2016 年政府补助较高)

日照精品钢基地的第一条生产线工程已经于 2017 年底之前建设完成，并在 2018 年实现投产约 320 万吨左右。日照基地新增的钢铁产品更高端，盈利水平更佳，在 2017 年已经实现净利润 4850 万元，2018 年上半年实现净利润 9175.01 万元，2018 年上半年吨钢净利润约为 57 元/吨。

第二条生产线工程全面开工并进展顺利，预计将于 2019 年底之前建成并投产，届时年产量有望逐步达到 850 万吨。日照基地在 2019-2020 年将给山东钢铁集团提供钢铁产量弹性，有望对冲吨钢盈利水平的下滑，使集团的整体盈利仍具备一定的增长动力。

**表 16：日照精品钢基地建设日程表**

	投产时间	投产后年产量
第一条生产线	2017 年底	320 万吨
第二条生产线	2019 年底	850 万吨

资料来源：公司公告、光大证券研究所

## 6、山东钢铁集团旗下相关上市公司分析

### 6.1、山东钢铁（600022.SH）：日照基地二期提供业绩内生增长动力

#### ◆公司是山东钢铁集团钢铁主业的主要载体之一

山东钢铁是山钢集团钢铁主业最主要的载体公司之一，也是唯一的钢铁主业上市公司，承载了集团较为优质的钢铁生产单元。山东钢铁 2017 年实现粗钢产量 720 万，占山钢集团全部粗钢产量的 33%；2018 年随着日照基地一期的投产（预计 320 万吨），山东钢铁的粗钢产量有望达到千万吨级，在山东钢铁集团内的产量占比也将进一步提升。

#### ◆旗下日照精品钢基地提供产量和盈利弹性

目前，山东钢铁的主要生产基地包括莱芜基地，以及新建的日照精品钢基地，后者以高端板材产品为主，2018 年一期投产，2019-2020 年二期投产，使山东钢铁成为国内少有的能在 2018-2020 年实现钢铁产量逐年增长、产品结构逐年升级的上市钢企。这有望对山东钢铁的产品结构、盈利水平和综合竞争力构成有力提振。

#### ◆后期对日照基地持股比例有望提升，增强整体盈利能力

目前山东钢铁持有日照精品钢基地 51% 股权，公司曾于 2018 年 3 月 27 日停牌公告筹办重大资产重组，拟向山东钢铁集团等公司定增收购日照基地 37.99% 的少数股权，将对日照精品钢基地的持股比例提升至 88.99%；此外还将一并收购莱钢永锋和淄博永锋两家钢厂的股权，加强省内优质钢铁资源布局，提高公司长材产能占比。

但由于莱钢永锋和淄博永锋面临环保限产的不确定性，公司于 2018 年 8 月 14 日公告终止本次资产重组。

我们预计后期若条件成熟，山东钢铁仍有可能重启对日照基地少数股权的收购，有利于公司归母净利润的提升。

#### ◆业绩具备内生增长动力，维持“增持”评级

我们预计 2019 年钢铁行业景气度整体震荡下行，山东钢铁的吨钢盈利水平受行业影响可能同比下降。

另一方面，公司日照基地二期有望在 2019 年进一步释放产能：公司在 2018 年报中披露，预计 2019 年目标粗钢产量 1325 万吨，同比增产 294 万吨，同比增长 28.5%。公司 2019 年钢铁产量增长，有望与吨钢盈利下降形成对冲，使公司业绩继续保持同比小幅成长。

我们调低公司 2019-2020 年盈利预测、新增公司 2021 年盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分为 23.20 亿元、21.26 亿元、20.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.21 元、0.19 元、0.19 元。我们维持公司“增持”评级。

表 17：山东钢铁（600022.SH）营业收入及毛利拆分与预测

	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
<b>钢材销量(万吨)</b>					
钢筋	292.98	287.38	287.38	287.38	287.38
型材	249.07	254.79	264.79	264.79	264.79
棒材	167.72	174.30	184.30	184.30	184.30
板卷	164.25	224.44	524.00	570.00	580.00
<b>吨钢销售收入 (元/吨)</b>					
钢筋	3360	3632	3250	3200	3200
型材	3160	3681	3300	3250	3250
棒材	4185	4352	4000	3950	3950
板卷	3990	3678	3300	3250	3250
<b>营业收入 (亿元)</b>	<b>478.98</b>	<b>559.08</b>	<b>615.42</b>	<b>619.07</b>	<b>619.32</b>
钢筋	98.45	104.37	93.40	91.96	91.96
型材	78.71	93.79	87.38	86.06	86.06
棒材	70.19	75.86	73.72	72.80	72.80
板卷	65.54	82.56	172.92	185.25	188.50
<b>毛利 (亿元)</b>	<b>35.92</b>	<b>58.74</b>	<b>61.92</b>	<b>60.89</b>	<b>59.59</b>
钢筋	17.03	19.70	17.28	16.83	16.65
型材	2.84	5.20	4.37	4.13	3.96
棒材	2.09	5.56	5.16	4.95	4.80
板卷	1.75	9.11	18.16	19.08	19.04
<b>毛利率</b>	<b>7.50%</b>	<b>10.51%</b>	<b>10.06%</b>	<b>9.84%</b>	<b>9.62%</b>
钢筋	17.30%	18.88%	18.50%	18.30%	18.10%
型材	3.61%	5.54%	5.00%	4.80%	4.60%
棒材	2.98%	7.33%	7.00%	6.80%	6.60%
板卷	2.67%	11.03%	10.50%	10.30%	10.10%

资料来源：公司财报、光大证券研究所预测

◆ **风险提示：**日照精品钢基地二期建设进程可能不及预期，影响公司产量和业绩释放；2019年山东省房地产、基建、工业制造等行业景气度可能不及预期，削弱钢铁需求，影响公司钢价和盈利；大盘波动风险等。

**表 18：山东钢铁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	61,907	61,932
营业收入增长率	-4.48%	16.72%	10.08%	0.59%	0.04%
净利润（百万元）	1,924	2,107	2,320	2,126	2,088
净利润增长率	-420.80%	9.47%	10.15%	-8.39%	-1.77%
EPS（元）	0.18	0.19	0.21	0.19	0.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.64%	10.45%	10.32%	8.64%	7.82%
P/E	11.6	10.3	9.3	10.3	10.3
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 4 月 17 日

## 6.2、金岭矿业（000655.SZ）：少有的铁矿主业 A 股上市公司，有望受益于淡水河谷事件

### ◆国内富矿之一，A 股少有的铁矿石主业上市公司

金岭矿业的主要产品是铁精粉和球团，此外还有少量的铜和钴，以及机械制造等。公司是 A 股少有的以铁矿石采选为主营产品的上市公司，铁矿品位与开采条件较好，铁精粉铁含量基本在 65% 以上，属于国内富矿之一。公司现具有年生产铁精矿 120 多万吨、球团 50 多万吨的产能。

### ◆2018 年扭亏为盈，并实现\*ST 摘帽

金岭矿业 2016 年、2017 年归母净利润分别为 -5.63 亿元、-3.16 亿元，2018 年归母净利润为 1.00 亿元，扭亏为盈，并实现\*ST 摘帽，主要有两方面原因：

(1) 公司 2018 年铁精粉销量略有提升；

(2) 2017 年子公司新建金钢矿业受国家政策影响关停，计提资产减值准备以及相关环保费用导致公司业绩由盈转亏，而 2018 年未发生此类特殊事项。

### ◆淡水河谷尾坝事故支撑矿价，给公司提供盈利弹性

金岭矿业 2018 年铁精粉产量为 120.20 万吨，同比增长 1.2%。近期受淡水河谷尾坝事故影响，国际铁矿石供给可能出现较为显著的缺口，铁矿石价格短期内呈现快速震荡上涨趋势，有望给公司提供盈利弹性。金岭矿业作为 A 股少有的以铁矿石为主业的上市公司，业绩受铁矿石价格波动影响较大。公司 2019 年业绩有望受益于铁矿石价格震荡上涨。

◆ **风险提示：**淡水河谷尾坝事故对铁矿石价格的持续性影响仍有待进一步关注，铁矿石价格可能波动下降；公司铁矿石产量可能受环保限产影响；大盘波动风险等。

## 7、风险提示

(1) 钢铁行业景气度下行程度超预期。若钢铁行业供给弹性超预期，或下游房地产、基建、工业制造的用钢需求不及预期，钢铁行业景气度可能加速下行，导致钢价和钢铁利润下滑，影响山钢集团及相关公司盈利。

(2) 日照基地建设进度不及预期。日照基地二期计划于 2019 年底建成投产，但建设进度可能不及预期，影响山钢集团和相关公司盈利释放。

(3) 公司经营不善风险等，包括生产销售、财务管理方面的风险等。

## 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