

## 钢铁集团专题之二：山钢集团

### 盈利能力渐强、但净利率仍较低，转型发展渐提速

分析师：李莎

分析师：陈潇



SAC 执业证号：S0260513080002



SAC 执业证号：S0260518120001

SFC CE.no: BNV167



020-87574792



020-8757-1273



lisha@gf.com.cn



gzchenxiao@gf.com.cn

请注意，陈潇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 核心观点：

#### 一、山钢集团：国内第九大钢铁集团，钢铁生产经营为主、“1+N”多元化发展

截至2018年9月，山钢集团第一大股东为山东省国资委、持股70%；具备2540万吨粗钢产能，如若日照钢铁精品基地项目全面投产，公司粗钢产能规模将达2970万吨，位列全国第六（不考虑其他钢厂产能增减）。业务方面，公司呈现钢铁为主、钢铁产业链周边为辅，2018年前三季度，钢铁业务营收和毛利占比均超50%，钢铁产业链相关板块如耐材、矿业等营收、毛利和毛利率变化基本与钢铁一致；金融板块的盈利的周期性异步于钢铁板块。

#### 二、钢铁：产品、区位优势渐显，降本增效削弱成本劣势，注意部分产能搬迁、限产及在建转固致盈利波动

产能均位于山东（钢材净消费省），产量占山东省产量比重超30%，省内营收占比超80%；钢材产能2542万吨，品类齐全、长材与板材占比接近6:4（日照钢铁项目完全投产后结构占比接近5:5）。原料：矿石对外依存度近九成、内部自供比例有望提高，焦炭自供比例约九成，采购主要集中于大型矿石供应商、市场化定价。盈利：行业景气持续、叠加公司产品升级、降本增效，吨钢毛利自2015年的131元/吨攀升至2018年前三季度的717元/吨；横向来看，创收、创利能力均持平或优于中位数。未来钢铁产业重心沿海转移，装备结构、产品结构持续优化升级。风险点：27%粗钢产能处秋冬季错峰生产区域，日照达产竣工仍需持续资金投入、在建工程转固增折旧费用。

#### 三、金融：创收、创利、风控能力强，周期随证券金融行业波动、异步于钢铁

金融板块包括中泰证券、财务公司、山钢金控等公司，其中中泰证券是金融业务主要组成部分、创收和创利的主要来源。中泰证券的经营业绩多项指标处于行业前列（12-18名），依托地域优势及地方性政府政策支持，中泰证券在山东省内业务优势非常明显；叠加中泰证券业务结构体系健全、体制机制市场化程度高、风险管控能力强且持续抬升，多因素夯实其盈利的持续性。长期而言，其盈利随证券行业周期、异步于钢铁。财务公司为成员单位提供金融服务，资产规模持续扩张、业务规模不断增大、盈利能力较强。山钢金控致力于打造为具有产融结合优势的“大金控、大资管、全牌照”金融控股集团。2017年，中泰证券和财务公司分别实现净利润18.96亿元和2.09亿元。

四、财务分析：经常性业务盈利逐步改善，但受累期间费用高企、净利率仍处于较低水平；短期经营活动现金流入稳健、投资现金仍将净流出、外部融资依赖强，长期日照投产放量、获现能力或逐步增强；资产运营效率偏低、资金占用较多；资产负债率偏高、净利润波动较大、资本开支较大、非营业利润波动较大。综合而言，山钢集团盈利能力渐强、但净利率仍较低，转型发展渐提速。

五、风险提示：宏观经济超预期下行；负债规模较大及资产负债率偏高风险；资本开支压力较大、投资活动持续净流出；环保政策弱化产能及产量的确定性。

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/22	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
三钢闽光	002110.SZ	买入	CNY	17.10	-	4.44	4.77	3.85	3.58	1.72	0.98	33.7	26.6
方大特钢	600507.SH	买入	CNY	14.67	16.60	2.02	1.73	7.27	8.47	4.23	4.87	45.4	28.0
久立特材	002318.SZ	买入	CNY	8.27	9.80	0.36	0.49	22.92	16.97	11.81	9.41	9.6	11.5
鞍钢股份	000898.SZ	买入	CNY	5.89	8.13	1.10	0.92	5.36	6.44	4.09	4.22	15.3	11.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 方大特钢、久立特材、鞍钢股份已公布 2018 年年报, 其 2018E 数据为 2018 年年报数据。

## 目录索引

前言 .....	8
山钢集团：国内第九大钢铁集团，钢铁生产经营为主、“1+N”多元化发展 .....	10
（一）股权结构：山东省国资委持股 70%，为公司控股股东、实控人 .....	10
（二）业务结构：2018 年钢铁营收与毛利占比超 50%，耐材、矿业、金融、机械、 建筑和物流板块“1+N”多元化发展 .....	11
一、钢铁：产品、区位优势渐显，降本增效削弱成本劣势，注意部分产能搬迁、限产及在 建转固致盈利波动 .....	15
（一）区位：产能集中于山东省，“2+26”城市范围内的生铁和粗钢产能占比分别达 26%和 27% .....	16
（二）品种：品类齐全、长材与板材比例近 6:4，日照钢铁完全投产后长材与板材占 比接近 5:5 .....	17
（三）原料采购：矿石对外依存度近 90%、自供比例有望提高，焦炭自供比例约 90%，采购主要集中于大型矿石供应商、市场化定价 .....	19
（四）钢材销售：立足山东、营收占比超八成，直销为主、分销为辅 .....	20
（五）盈利分析：产品优势显著、供需格局良好，降本增效削弱成本劣势，钢材盈 利能力持续增强 .....	21
（六）风险探析：27%粗钢产能处污染防治重点区域，日照达产仍需持续资金投 入、在建工程转固增折旧费用 .....	27
二、金融：创收、创利、风控能力强，周期随证券金融行业波动、异步于钢铁 .....	31
（一）中泰证券：规模大、区位优、业务全、风控强夯实盈利持续性，盈利周期异 步于钢铁 .....	31
（二）财务公司：为成员单位提供金融服务，资产规模持续扩张、业务规模不断增 大、盈利能力较强 .....	38
（三）山钢金控：致力于打造为具有产融结合优势的“大金控、大资管、全牌照”金融 控股集团 .....	39
三、财务分析：盈利能力渐强、但净利润率仍偏低，资金运营效率、偿债能力仍需提升 .....	41
（一）盈利能力：逐步提升、但净利润率仍偏低，非经常性损益占比较高 .....	41
（二）偿债能力：债务结构逐步优化、偿债能力逐步增强，但负债规模、资产负债 率中期或仍高企 .....	47
（三）现金流：短期经营活动现金流入稳健、投资现金仍将净流出、外部融资依赖	

强，长期日照投产放量、获现能力或逐步增强.....	50
（四）运营能力分析：资产运营效率偏低、资金占用较多，周转能力与行业均值相比仍存差距.....	51
（五）需注意的财务风险点.....	52
<b>四、外部支援与增信：地方政府、银行支持力度较强，融资渠道畅通、广泛.....</b>	<b>55</b>
（一）政府：地方国企、系统重要性钢铁企业，地方政府支持力度强.....	55
（二）银行：未使用授信额度 1985 亿元、财务弹性高，已与工行签订债券股合作框架协议.....	56
（三）直接融资：旗下多家上市公司、外部评级资信状况良好，融资渠道畅通、广泛.....	56
（四）对外担保与或有债务.....	57
<b>五、总体观点：盈利能力渐强、但净利率仍较低，转型发展渐提速.....</b>	<b>59</b>
<b>六、风险提示.....</b>	<b>60</b>

## 图表索引

图 1: 截至 2019 年 3 月 21 日, 山钢集团主体债券余额列示 .....	8
图 2: 截至 2018 年 9 月, 山钢集团第一大股东为山东省国资委、持股 70% .....	10
图 3: 2017 年我国前十钢厂粗钢产能 .....	11
图 4: 2017 年我国前十钢厂粗钢产量 .....	11
图 5: 2008-2018 年山钢集团营收规模波动较大, 2016-2018 年营收保持正增长 .....	12
图 6: 2012-2018 年山钢集团钢铁营收占比震荡下滑、但整体维持在 50% 以上 ..	12
图 7: 2012-2018 年山钢集团毛利规模波动较大, 2016-2018 年毛利保持正增长 .....	13
图 8: 2016-2018 年山钢集团钢铁毛利占比震荡上行, 2017-2018 年整体维持在 50% 以上 .....	13
图 9: 2012-2018 年山钢集团钢铁主业及产业链相关板块毛利率变化情况 .....	14
图 10: 2012-2018 年山钢集团物流及金融板块毛利率变化情况 .....	14
图 11: 山钢集团的钢铁板块主要由山东钢铁、莱钢集团、永锋淄博 (均为一级子公司统计口径) 等组成 .....	15
图 12: 山钢集团主要钢铁生产基地分布 .....	16
图 13: 截至 2018 年三季度, 长材、板材产能合计 1505 万吨、1000 万吨 .....	18
图 14: 山钢集团焦煤与焦炭采购结构分析 .....	20
图 15: 2018 年前三季度, 山钢集团粗钢产量合计 1725 万吨、山东省内占比达 30.68% .....	20
图 16: 2013-2018 年山钢集团钢材销售国内为主、销量占比超 90% .....	21
图 17: 2013-2018 年山钢集团钢材国内销售以华东市场为主、销量占比超 90%, 中南、华北次之 .....	21
图 18: 华东主焦煤价格高于国内主要地区, 且价差拉大 .....	24
图 19: 2017-2019 年至今焦炭与焦煤月度均价走势 .....	24
图 20: 2013-2018 年山钢集团吨钢毛利及毛利率走势分析 .....	25
图 21: 2008-2018 年山钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比值 ..	27
图 22: 2008-2018 年山钢集团经营现金净流量与主营业务收入的比值 .....	27
图 23: 截至 2019 年 9 月 30 日, 山钢集团金融板块业务图示 .....	31
图 24: 2012-2018H1 中泰证券业务板块收入拆解 .....	33
图 25: 2012-2018H1 中泰证券业务板块收入结构 .....	33
图 26: 2011-2018 年沪深 300 指数走势与证券行业营业收入表现 .....	34
图 27: 2011-2018 年沪深 300 指数走势与证券行业净利润表现 .....	34
图 28: 2011-2018H1 中泰证券营业收入变动与证券行业高度一致 .....	35
图 29: 2011-2018H1 中泰证券净利润变动与证券行业高度一致 .....	35
图 30: 2011-2018 年证券行业净利润率与黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率走势 .....	35
图 31: 2012-2018 年山钢集团金融板块与钢铁板块毛利率走势 .....	35
图 32: 2013-2017 年山钢集团盈利能力稳步提升 .....	41

图 33: 2009-2018 年山钢集团剔除中泰证券后的期间费用率走势 .....	42
图 34: 2018 年上半年前十大钢厂期间费用率对比 .....	42
图 35: 2017 年钢铁集团有息负债综合利率测算 .....	43
图 36: 2008-2018 年上半年中泰证券管理费用率与申万证券板块 29 家证券公司加 权平均管理费用率走势 .....	43
图 37: 2008-2018 年上半年山钢集团资产减值损失 .....	44
图 38: 2008-2018 年山钢集团营业外收支规模及其占利润总额的比重走势 .....	44
图 39: 2008-2018 年山钢集团营业外收入规模及其占利润总额的比重走势 .....	44
图 40: 2008-2018 年三季度山钢集团总负债规模及资产负债率变化 .....	47
图 41: 2008-2018 年上半年山钢集团剔除中泰证券负债及资产负债率走势 .....	47
图 42: 2008-2018 年山钢集团流动负债与非流动负债规模变化 .....	48
图 43: 2018 年山钢集团有息负债规模、有息负债占比均下降 .....	48
图 44: 2014-2018 年山钢集团有息债务拆解 .....	49
图 45: 2008-2018 年山钢集团资产负债率走势 .....	49
图 46: 2014-2018 年山钢集团流动比率持续攀升 .....	49
图 47: 2008-2017 年山钢集团应收账款周转率 .....	52
图 48: 2008-2017 年山钢集团存货周转率 .....	52
图 49: 2008-2017 年山钢集团与黑色金属冶炼及压延加工业总资产周转率图示 .....	52
图 50: 2008-2018 年上半年山钢集团资产负债率与行业比较 .....	53
图 51: 2008-2018 年前三季度山钢集团粗钢产量占山东省粗钢产量比重 .....	55
图 52: 2008-2018 年前三季度山钢集团营业收入占山东省 GDP 比重 .....	55
表 1: 截至 2018 年 9 月末, 山钢集团具备年产生铁 2296 万吨、粗钢 2540 万吨和 钢材 2542 万吨综合生产能力 .....	11
表 2: 2018 年前三季度山钢集团各业务板块营收、毛利绝对与相对规模比较 .....	14
表 3: 截至 2018 年 9 月末, 山钢集团具备年产生铁 2296 万吨、粗钢 2540 万吨和 钢材 2542 万吨综合生产能力 .....	15
表 4: 截至 2018 年 9 月底, 山钢集团具备年产生铁 2296 万吨、粗钢 2540 万吨和 钢材 2542 万吨综合生产能力 .....	17
表 5: 2016-2017 年山钢集团及主要子公司各钢材产品产量 (单位: 万吨) .....	18
表 6: 山钢集团主要矿山产能与产量一览表 (单位: 万吨) .....	19
表 7: 山东省内钢铁企业还不能完全满足下游行业的用钢需求 .....	22
表 8: 山钢集团分基地钢材产品产能及特点介绍 .....	22
表 9: 2017 年粗钢产量排名前十钢厂钢铁业务营收、成本及盈利情况 .....	25
表 10: 2013-2018 年山钢集团经营活动现金流情况 .....	26
表 11: 截至 2018 年 9 月山钢集团钢铁业务板块在建工程进度列示 .....	28
表 12: 山东钢铁 2018 年中报固定资产折旧方法列示 .....	29
表 13: 山东钢铁日照钢铁精品基地项目投资转固进程 .....	29
表 14: 日照钢铁精品基地项目全部投产后较 2017 年年底固定资产折旧边际增量测 算 .....	30
表 15: 2012-2017 年中泰证券营业收入占山钢集团金融板块的比重超 60%, 2015- 2017 年营业利润占比超 50% .....	31
表 16: 2014-2017 年中泰证券经营业绩排名 .....	32

表 17: 2017 年及 2018H1 中泰证券收入拆分 .....	33
表 18: 中泰证券经营、投资和筹资活动现金流流入与流出构成 .....	36
表 19: 2013-2018H1 中泰证券利润总额及 EBITDA .....	36
表 20: 2015-2018H1 中泰证券风险控制指标 .....	36
表 21: 中泰证券搭建与执行市场化程度高的体制机制 .....	38
表 22: 2012-2018 年山东钢铁集团财务有限公司的发展和经营情况 .....	39
表 23: 山钢金融控股(深圳)有限公司商业模式简析 .....	39
表 24: 山钢金控 2017-2019 年发展目标 .....	40
表 25: 2012-2018 年山钢集团营业外收支拆解 .....	45
表 26: 2013-2018 年山钢集团业务毛利率及期间费用率拆解 .....	45
表 27: 2013-2018 年前三季度山钢集团利润表简示 .....	46
表 29: 2015-2018 年山钢集团长、短期偿债能力测度 .....	50
表 30: 2015-2018 年山钢集团经营、投资和筹资活动现金流量拆解(单位: 亿元) .....	50
表 31: 截至 2018 年 9 月山钢集团钢铁业务板块在建工程进度列示 .....	51
表 32: 截至 2018 年 9 月末山钢集团对外担保情况梳理(单位: 亿元) .....	57
表 33: 截至 2018 年 9 月末山钢集团或有负债梳理 .....	58

## 前言

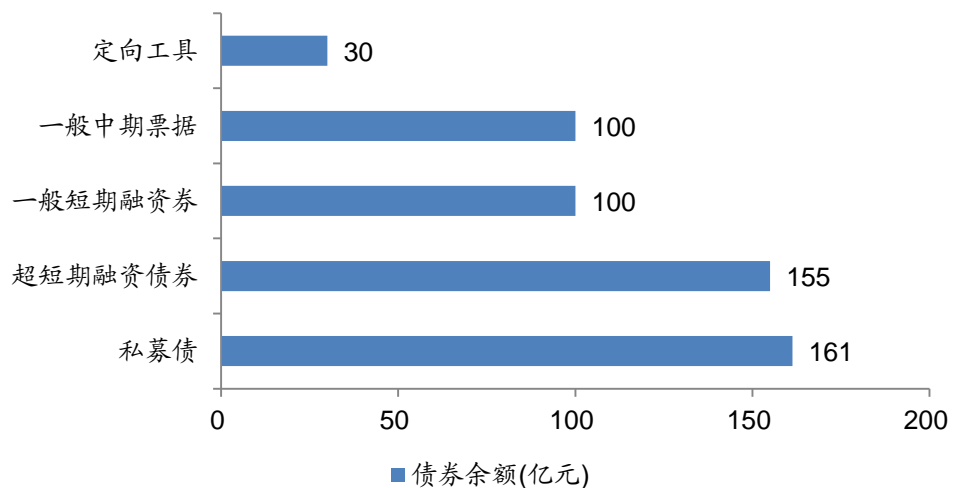
我们此前已于2018年6月21日发布《固定收益研究专题之一：钢铁债估值与信用风险特征--以周期研究之尺度丈量风险溢价，关注盈利韧性重新定价与期限利差修复下的投资机会》、2018年8月3日发布《固定收益研究专题之二：关注风险与收益的两相平衡-一个基于人工神经网络的钢铁债投资价值甄选体系》，其中第一篇专题我们主要研究**钢铁债券的整体估值水平及不同期限钢铁债的配置价值**，主要提供的数据包括：（1）基于规范的学术模型给出的钢铁债的收益率曲线、信用利差和超额信用利差，其中超额信用利差与行业景气周期存在明显反向相关性；（2）隐含违约概率，包括累积隐含违约概率和边际隐含违约概率。第二篇专题**基于大量基本面数据与机器学习，来进行信用风险筛查和钢铁行业择券的研究**，主要提供两个维度上的数据：（1）降级概率和违约概率，可以用于判断潜在的风险；（2）收益风险比，一个贴近投资与交易直觉的指标，可以直接衡量债券的投资价值。

上述两篇专题分别就钢铁行业债券投资的“择时”和“择券”提供了方法论上的参考，后续我们将研究视角转移至钢铁行业单个债权产品基本面的研究，冀望为钢铁行业债券投资给出基本面支持。

本篇作为个券研究的第二篇（第一篇为2019年1月11日发布的《钢铁集团专题之一：河钢集团-国内第二大钢企、立足华北，盈利、获现能力持续夯实》），我们将聚焦于山东钢铁集团有限公司（简称“山钢集团”）。

截至2019年3月21日，山钢集团未到期债券余额546亿元，其中超短期融资债券SCP余额100亿元、一般短期融资券CP余额100亿元、一般中期票据MTN余额100亿元、定向工具PPN余额30亿元、私募债余额161亿元。

图1：截至2019年3月21日，山钢集团主体债券余额列示



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

我们对于个券基本面的研究主要从个体实力（经营风险、财务风险）、主体评价及增信评价等角度来展开，结合钢铁行业和个股的研究，我们的研究重心将聚焦于



河钢集团的个体实力，即山钢集团业务构成、盈利与获现能力及盈利与获现能力的持续性，财务风险聚焦于现金流状况、资本结构、偿债能力等角度展开。

需提请注意的是，本篇关于山钢集团的基本面及财务相关的数据如无特殊说明，均来自2019年1月《山东钢铁集团有限公司2019年度第一期短期融资券募集说明书》、2015年9月《山东钢铁集团有限公司2015年度第一期短期融资券募集说明书》、2012年10月《山东钢铁集团有限公司2012年度第一期中期票据募集说明书》、公司财报公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）及中诚信国际于2009-2019年出具的河钢集团有限公司主体与相关债项年度跟踪评级报告等。

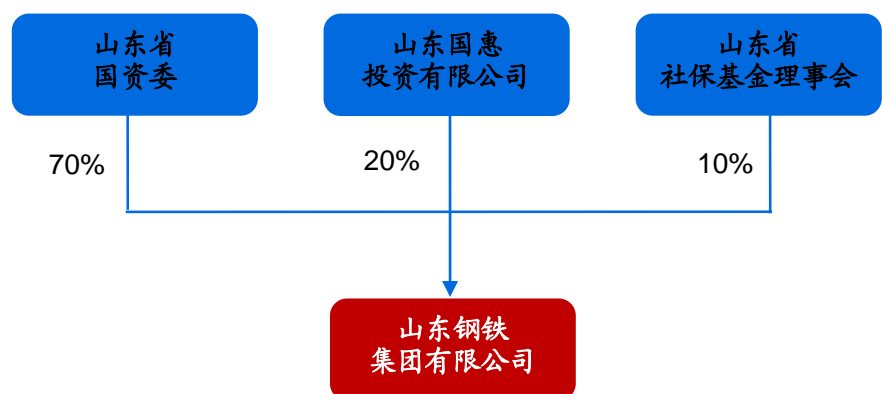
## 山钢集团：国内第九大钢铁集团，钢铁生产经营为主、“1+N”多元化发展

### （一）股权结构：山东省国资委持股 70%，为公司控股股东、实控人

山东钢铁集团有限公司（简称“山钢集团”），成立于2008年3月17日，经山东省人民政府国有资产监督管理委员会《关于同意设立山东钢铁集团有限公司的批复》（鲁国资企改[2008]4号）文件批准，由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“山东省国资委”）履行出资人职责，注册资本3000万元，出资方式为货币出资；同年山东省国资委以济钢集团有限公司（简称“济钢集团”）、莱芜钢铁集团有限公司（简称“莱钢集团”）、山东省冶金总公司所属单位国有产权和货币出资将公司的注册资本增加至100亿元；2013年山东省国资委再次货币增资至104.5亿元。2016年和2018年，公司分别以资本公积1700万元、72598.98万元转增注册资本，截至2018年9月，公司注册资本达1119298.98万元。

2015年5月，山东省国资委作出《关于划转山东省鲁信投资控股集团有限公司等15户企业部分国家资本的函》文件，将山钢集团国家资本及享有的权益30%划转山东省社会保障基金理事会持有。2018年3月，山东省人民政府《山东省人民政府关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》（鲁政字〔2018〕55号）文件，将社保基金理事会持有的发行人20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东国惠投资有限公司。截至2018年9月，山钢集团第一大股东为山东省国资委、持股70%，山东国惠投资有限公司、社保基金理事会分别持股20%和10%。

图2：截至2018年9月，山钢集团第一大股东为山东省国资委、持股70%



数据来源：《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

(二) 业务结构: 2018 年钢铁营收与毛利占比超 50%, 耐材、矿业、金融、机械、建筑和物流板块 “1+N” 多元化发展

山钢集团系由济钢集团、莱钢集团及山东省冶金总公司所属单位组成的大型钢铁企业, 以钢铁生产经营为主, 覆盖耐材、矿业、金融、机械、建筑和物流板块, 实现 “1+N” 多元化发展。

就钢铁业务而言, 受累济钢集团关停退出影响, 山钢集团2017年产能规模锐减; 随着日照钢铁精品基地项目稳步建成投产, 2018年山钢集团产能规模逐步回升。根据《山东钢铁集团有限公司2018年度第三期中期票据信用评级报告》, 截至2018年9月末, 山钢集团具备年产生铁2296万吨、粗钢2540万吨和钢材2542万吨综合生产能力(如若日照钢铁精品基地项目全面投产, 山钢集团将具备年产生铁2621万吨、粗钢2970万吨和钢材2852万吨综合生产能力)。

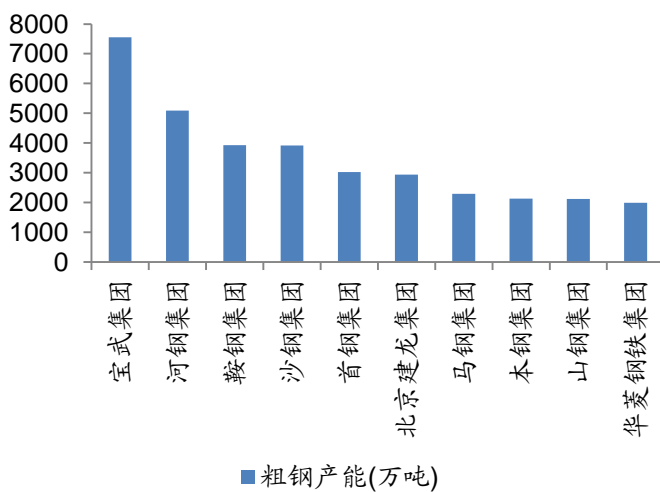
表 1: 截至2018年9月末, 山钢集团具备年产生铁2296万吨、粗钢2540万吨和钢材2542万吨综合生产能力

	2016 年产能	2017 年产能	变动原因	2018 年产能	变动原因
生铁 (万吨)	2501	1811	济钢集团 关停退出	2296	日照钢铁精品基 地项目部分投产
粗钢 (万吨)	2770	2120		2540	
钢材 (万吨)	3124	2062		2542	

数据来源: 《山东钢铁集团有限公司 2018 年度第三期中期票据信用评级报告》、广发证券发展研究中心

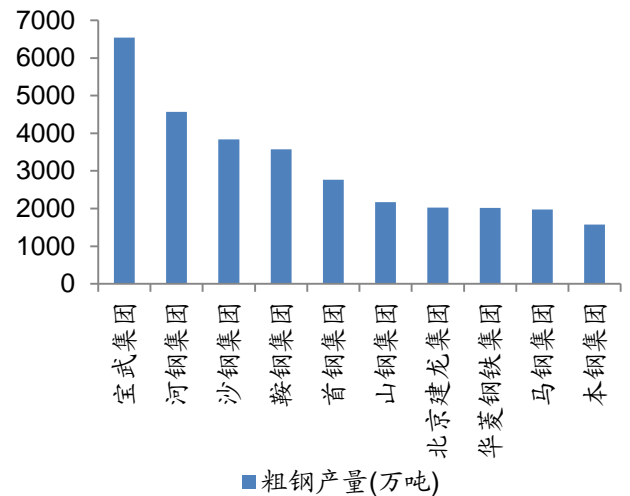
按照截面数据比较, 截至2017年12月31日, 山钢集团具备炼铁产能1811万吨、炼钢产能2120万吨、轧钢产能2062万吨; 2017年公司实现生铁、粗钢产量达2102万吨、2168万吨, 山钢集团粗钢产能、产量规模分别位列第九和第六。不考虑其他钢厂产能增减, 如若日照钢铁精品基地全面投产, 山钢集团粗钢产能规模将达2970万吨, 位列第六, 仅次于宝武集团、河钢集团、鞍钢集团、沙钢集团、首钢集团。

图3: 2017年我国前十钢厂粗钢产能



数据来源: 公司公告(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

图4: 2017年我国前十钢厂粗钢产量



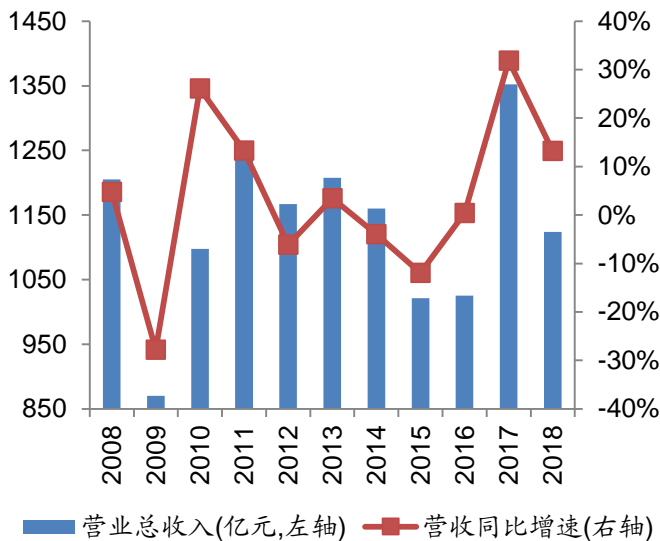
数据来源: 公司公告(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

山钢集团坚持钢铁为主、产业多元的发展理念，其中非钢业务领域，山钢集团已形成矿产资源开发、钢材深加工、金融、物流贸易、装备制造、耐火材料、工程技术服务、房地产、综合利用等九大重点产业。囿于数据的可得性，我们将依据山钢集团报表口径分析业务结构。依据报表口径，公司的业务可拆分为**钢铁板块、耐材板块、矿业板块、金融板块、机械和建筑板块、物流板块、其他板块**，具体而言：

(1) **营业收入**：山钢集团细分业务都具有非常强的周期属性，2008-2018年山钢集团的营收规模波动较大，2009年-2010年期间先后经历金融危机、“四万亿”刺激政策落地，营收增速分别-27.78%和26.12%；2011-2015年受累钢铁产能过剩，营收增速中枢震荡下移至-11.97%；2016-2018年受益于供给侧结构性改革改善供需格局、营收正增长。2018年前三季度，公司营业总收入达到1124亿元、同比增13.24%。

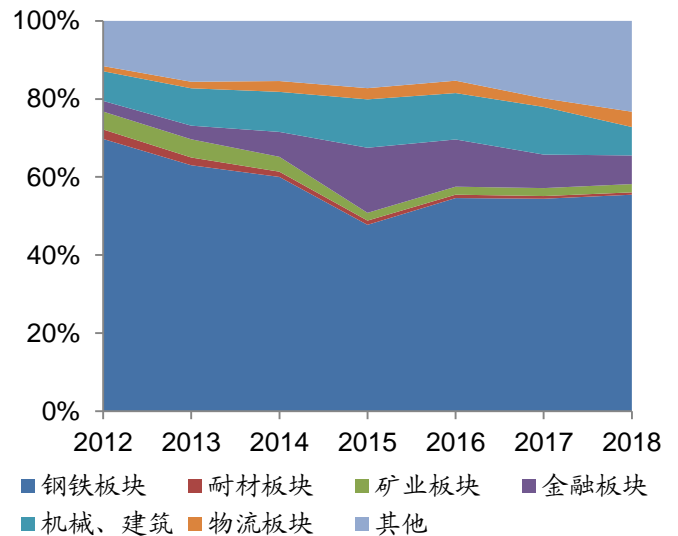
从内部结构来看，公司各业务板块的营收占比变动幅度较小，其中钢铁业务营收占比震荡走低，由2012年营收占比近69.75%震荡下行至2018年前三季度的55.46%；金融板块和物流板块营收占比震荡提升，矿业板块、耐材板块与机械和建筑板块营收占比震荡走低。**2018年前三季度，公司钢铁业务板块营收合计达623亿元、占比高达55.46%，金融板块营收达82亿元、占比达7.33%，机械、建筑板块营收合计达82亿元、占比达7.29%，物流板块、矿业板块和耐材板块营收分别达44亿元、24亿元和8亿元，营收占比分别为3.92%、2.13%和0.60%。**

图5：2008-2018年山钢集团营收规模波动较大，2016-2018年营收保持正增长



数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2012 年度第一期中期票据募集说明书》、广发证券发展研究中心  
备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

图6：2012-2018年山钢集团钢铁营收占比震荡下滑，但整体维持在50%以上

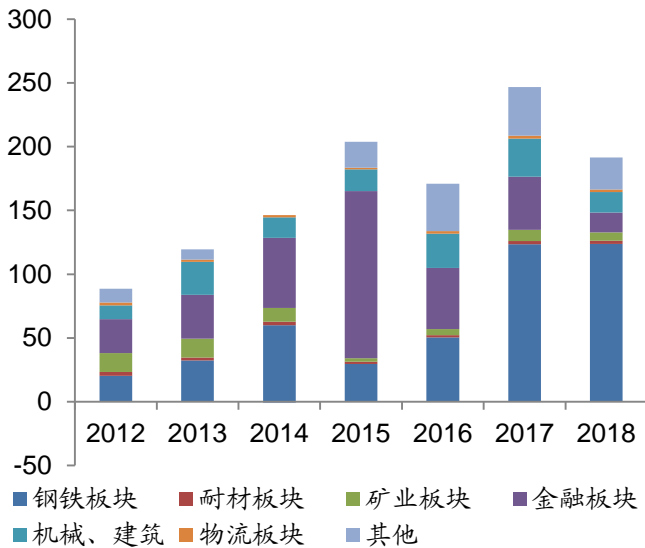


数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心  
备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度；2008-2011 年业务分类与 2012-2018 年不同，故上图仅列示 2012-2018 年数据

(2) **毛利结构**：2012-2015年，山钢集团主要业务毛利规模由89亿元增长至204亿元，2016年下滑至171亿元，2017年再次攀升至247亿元。公司的毛利结构变动较

为剧烈，钢铁板块毛利占比整体震荡上行，其余板块占比震荡下行。2018年前三季度，公司钢铁业务毛利合计124亿元、占比高达64.60%，机械、建筑板块毛利合计16亿元、占比8.36%，金融板块毛利合计16亿元、占比8.17%，矿业、耐材和物流板块毛利分别7亿元、2亿元和2亿元，毛利占比分别3.45%、1.28%和1.10%。

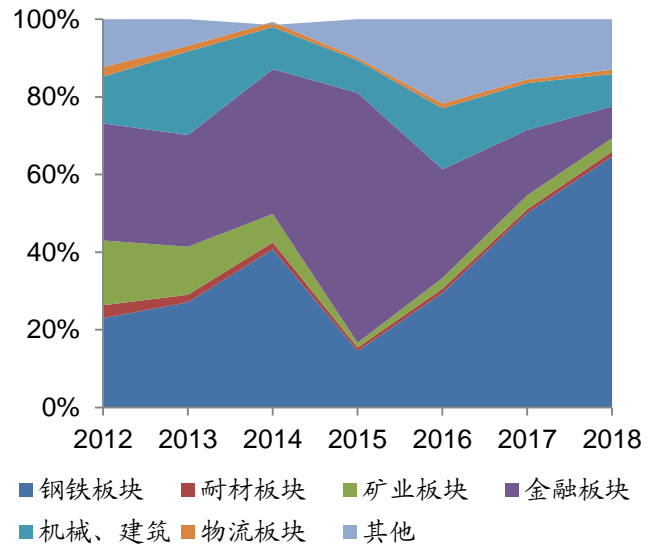
图7：2012-2018年山钢集团毛利规模波动较大，2016-2018年毛利保持正增长



数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

图8：2016-2018年山钢集团钢铁毛利占比震荡上行，2017-2018年整体维持在50%以上



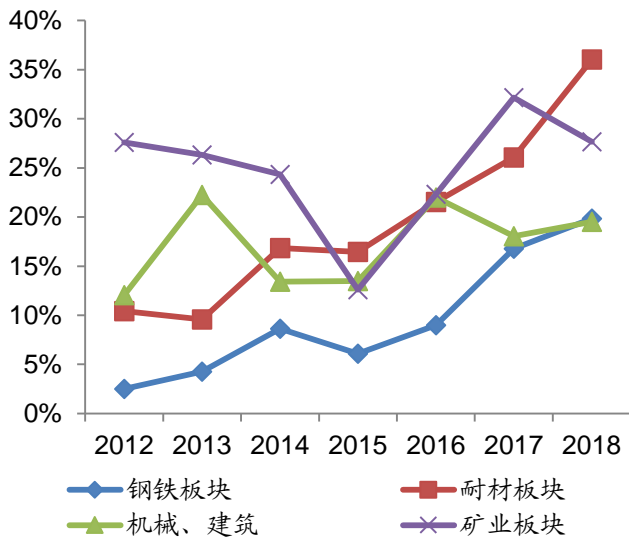
数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

从毛利率的角度来观测，2012-2018年公司各业务板块毛利率变动方向各异。

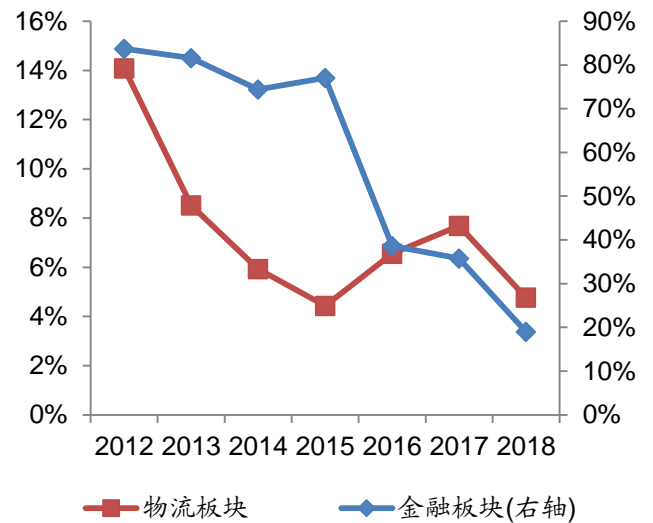
- (1) 钢铁主业及产业链相关板块毛利率震荡上行：钢铁板块毛利率由2012年的2.50%震荡走强至2018年的19.84%，耐材板块毛利率由2012年的10.41%震荡走强至2018年的36.03%，机械、建筑板块毛利率由2012年的12.05%震荡走强至2018年的19.52%，矿业板块毛利率（剔除2015年的12.61%）整体在22%-28%区间内窄幅震荡。
- (2) 金融板块毛利率降幅显著，由2012年的83.70%持续下行至2018年的18.99%。
- (3) 物流板块毛利率由2012年的14.09%震荡下行至2018年的4.77%。

图9：2012-2018年山钢集团钢铁主业及产业链相关板块毛利率变化情况



数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心  
备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

图10：2012-2018年山钢集团物流及金融板块毛利率变化情况



数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心  
备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

以2018年前三季度作为截面进行分析，山钢集团整体呈现钢铁为主、钢铁产业链周边为辅的业务结构，钢铁业务营收和毛利占比均超50%，钢铁产业链相关板块如耐材、矿业等营收、毛利和毛利率变化基本与钢铁一致；金融板块的盈利周期性异步于钢铁板块。

表 2：2018年前三季度山钢集团各业务板块营收、毛利绝对与相对规模比较

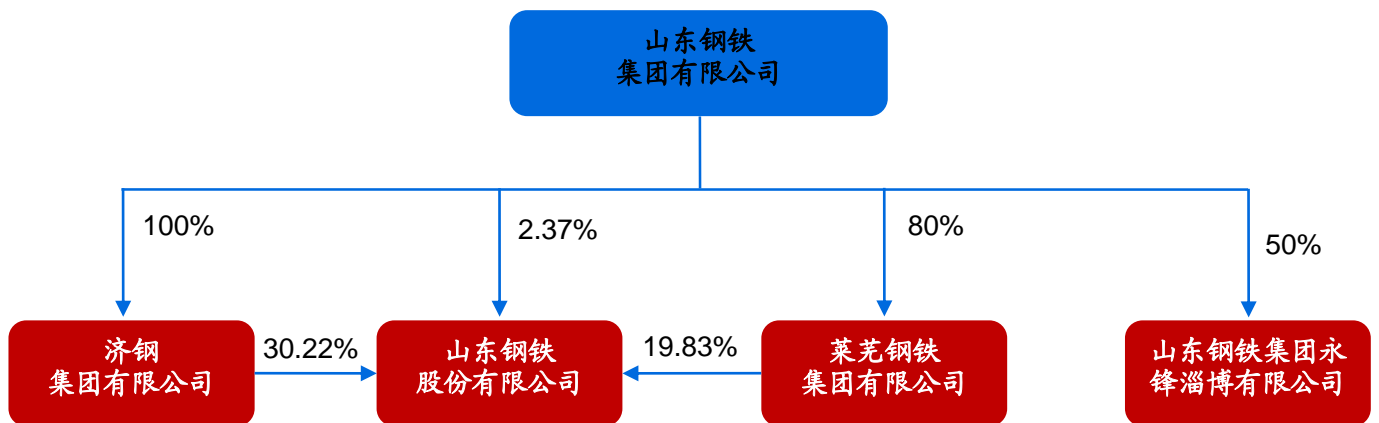
	营收 (亿元)	占比	毛利 (亿元)	占比	毛利率
钢铁板块	623	55.46%	124	64.60%	19.84%
金融板块	82	7.33%	16	8.17%	18.99%
机械、建筑	82	7.29%	16	8.36%	19.52%
物流板块	44	3.92%	2	1.10%	4.77%
矿业板块	24	2.13%	7	3.45%	27.67%
耐材板块	7	0.60%	2	1.28%	36.03%
其他	262	23.27%	25	13.03%	9.54%

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

## 一、钢铁：产品、区位优势渐显，降本增效削弱成本劣势，注意部分产能搬迁、限产及在建转固致盈利波动

山钢集团的钢铁板块主要包括山东钢铁股份有限公司（简称“山东钢铁”）、济钢集团有限公司（简称“济钢集团”）、莱芜钢铁集团有限公司（简称“莱钢集团”）、山东钢铁集团永锋淄博有限公司（简称“永锋淄博”）等公司（均为一级子公司统计口径）。

图11：山钢集团的钢铁板块主要由山东钢铁、莱钢集团、永锋淄博（均为一级子公司统计口径）等组成



数据来源：《山东钢铁集团有限公司2018年度第十六期超短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：山钢集团对永锋淄博达到实质控制，永锋淄博的总经理与财务总监为山钢集团派出；在成立永锋淄博之初，经山钢集团与永锋集团双方商定由山钢集团合并报表

受累济钢集团关停退出影响，山钢集团2017年产能规模锐减；随着日照钢铁精品基地项目稳步建成投产，山钢集团产能规模逐步回升。根据《山东钢铁集团有限公司2019年度信用评级报告》，截至2018年9月底，山钢集团具备年产生铁2296万吨、粗钢2540万吨和钢材2542万吨综合产能（如若日照钢铁精品基地项目全面投产，山钢集团将具备年产生铁2621万吨、粗钢2970万吨和钢材2852万吨综合生产能力）。

表 3：截至2018年9月末，山钢集团具备年产生铁2296万吨、粗钢2540万吨和钢材2542万吨综合生产能力

	2016 年产能	2017 年产能	变动原因	2018 年产能	变动原因
生铁（万吨）	2501	1811	济钢集团 关停退出	2296	日照钢铁精品 基地项目逐步 投产
粗钢（万吨）	2770	2120		2540	
钢材（万吨）	3124	2062		2542	

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2018 年度第三期中期票据信用评级报告》、广发证券发展研究中心

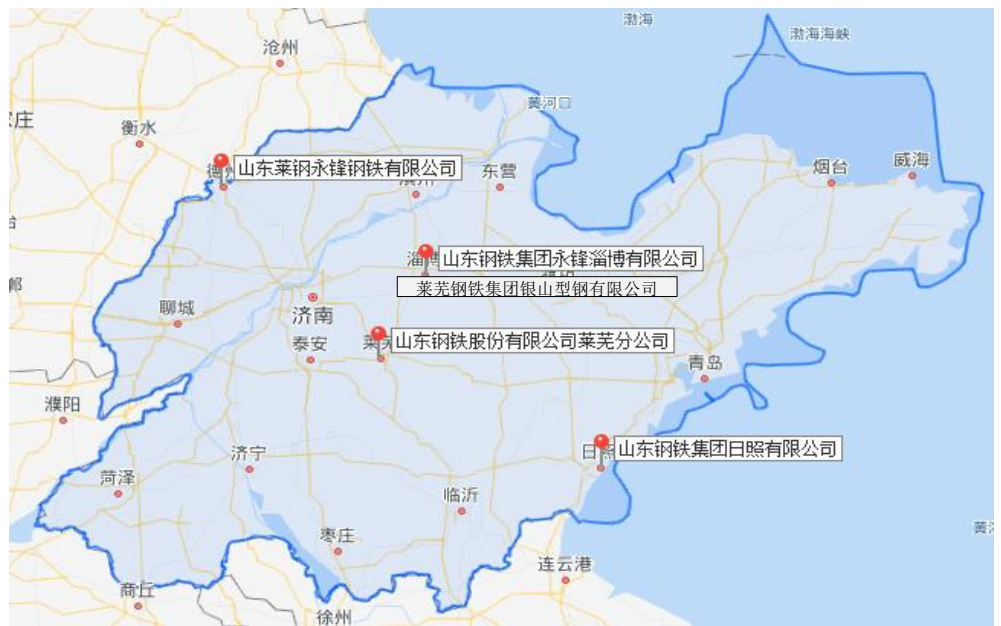
具体到生产设备上，（1）炼铁系统共17座高炉：5100m<sup>3</sup>高炉1座、3200m<sup>3</sup>高炉1座、1880m<sup>3</sup>高炉2座、1080m<sup>3</sup>高炉9座、1350m<sup>3</sup>高炉2座、530m<sup>3</sup>高炉2座；（2）炼钢系统共19座转炉、2座电炉：210吨转炉2座、120吨转炉11座、60吨转炉3座、

50吨转炉3座、100吨电炉1座、50吨电炉1座；（3）轧钢系统共34条轧钢生产线：型钢生产线（含棒材、螺纹）14条、H型钢生产线3条、4300mm宽厚板生产线1条、热轧钢带生产线3条、冷轧钢带生产线3条、线材生产线5条、钢管轧机4条、镀锌生产线1条（尚未投产的日照钢铁基地投产的设备为5100m<sup>3</sup>高炉1座、210吨转炉2座）。

**（一）区位：产能集中于山东省，“2+26”城市范围内的生铁和粗钢产能占比分别达 26%和 27%**

我们结合《山东钢铁集团有限公司2017年度信用评级报告》和工信部发布的第三批符合《钢铁行业规范条件》名单对山钢集团现存产能的区位分布于进行了梳理（数据的准确性仍有待考证，主要源自（1）工信部的产能数据更新于2012-2015年，且是符合《钢铁行业规范条件》的产能数据，因此我们的分类并不一定准确；（2）产能依照工信部发布的《产能换算表》进行换算）。

**图12：山钢集团主要钢铁生产基地分布**



数据来源：《山东钢铁集团有限公司2018年度第三期中期票据信用评级报告》、广发证券发展研究中心

我们可以大致得到山钢集团的生铁、粗钢产能分布如表4所示。（1）山东钢铁股份有限公司：a.日照基地：现有生铁产能405万吨、粗钢产能425万吨（全面达产后将具备生铁产能810万吨、粗钢产能850万吨），b.莱芜分公司：生铁产能624万吨、粗钢产能694万吨。（2）莱芜钢铁集团银山型钢有限公司（莱芜）：生铁产能586万吨、粗钢产能540万吨。（3）山东莱钢永锋钢铁有限公司（德州）：生铁产能436万吨、粗钢产能440万吨。（4）山东钢铁集团永锋淄博有限公司（淄博）：生铁产能122万吨、粗钢产能170万吨。（5）山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司（新疆）：生铁产能104万吨、粗钢产能100万吨（根据三钢闽光（002110.SZ）2019年1月30日公告《关于签订钢铁产能指标<资产交易合同>的公告》，山钢集团莱芜钢铁新疆有限



公司（新疆）钢铁产能指标将以98669万元的价格转让给三钢闽光）。

表 4：截至2018年9月底，山钢集团具备年产生铁2296万吨、粗钢2540万吨和钢材2542万吨综合生产能力

	莱芜	日照	德州	淄博	合计
生铁产能（万吨）	1210	405	436	122	2173
占比	55.68%	18.64%	20.06%	5.61%	100.00%
粗钢产能（万吨）	1234	425	440	170	2269
占比	54.39%	18.73%	19.39%	7.49%	100.00%

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2018 年度信用评级报告》、工信部、广发证券发展研究中心

备注：（1）截至 2018 年 9 月，公司披露生铁产能、粗钢产能分别为 2296 万吨、2540 万吨，剔除新疆产能后余生铁产能 2192 万吨、粗钢产能 2440 万吨，与表格数据（将各基地高炉容积、转炉与电炉公称容量按照工信部产能换算表换算）稍有差距

根据国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划（2018-2020年）》，重点区域实施秋冬季重点行业（钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业）错峰生产，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市为京津冀及周边地区“2+26”城市（属于重点区域）。由此我们可以计算，山钢集团合计有**558万吨生铁、610万吨粗钢产能位于重点区域，分别占山钢集团在产产能（剔除新疆已转让产能）的25.68%、26.88%**。

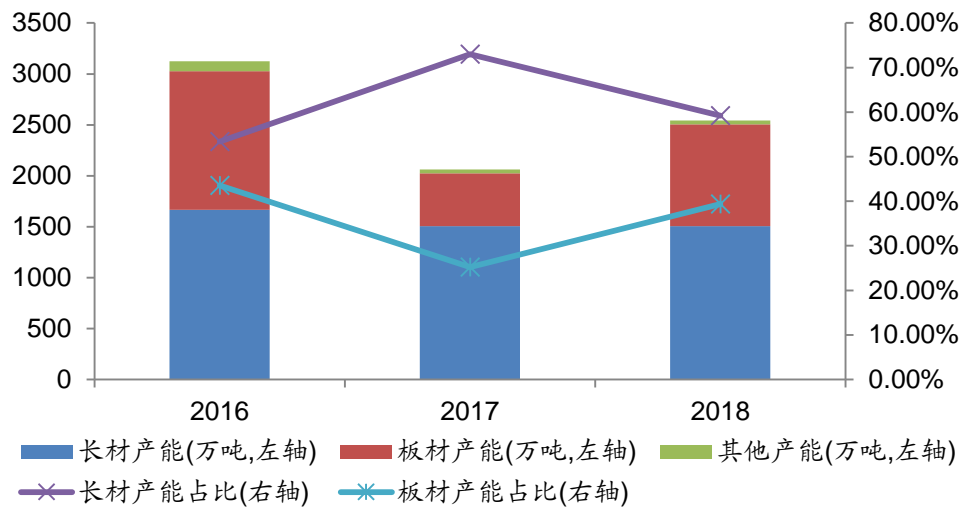
## （二）品种：品类齐全、长材与板材比例近 6:4，日照钢铁完全投产后长材与板材占比接近 5:5

山钢集团钢材产品品类较为齐全，主要产品包括螺纹钢、线材、优钢、型钢、钢带及板材等产品。

如果按照长材和板材来进行分类，截至2018年9月末，山钢集团钢材产能合计**2542万吨**，其中长材（包含螺纹、线材、优钢、型钢）产能合计**1505万吨、占比达59.21%**，板材（包含钢带、板材）产能合计**1000万吨、占比39.34%**。如若考虑到日照钢铁精品基地的全面投产，山钢集团的钢材产能边际增加310万吨、提升12.20%，板材产能将增至1310万吨、占比增至45.93%（具体而言，截至2018年上半年，山钢集团具备螺纹产品产能685万吨、占比27.35%；线材产品产能330万吨、占比13.17%；优钢产品产能230万吨、占比9.18%；型钢产品产能230万吨、占比达10.38%；钢带产品产能820万吨、占比达32.73%；板材产品产能180万吨、占比达7.19%）。

从山钢集团的产量来观测，2017年山钢集团长材产量达1407万吨、环比增13.85%，占比达67.84%；板材产量达643万吨、环比降33.75%（济南分公司产能退出），占比达31.04%。如若考虑到日照钢铁精品基地的全面投产，板材产量绝对量 and 相对占比都将逐步抬升。

图13: 截至2018年三季度, 长材、板材产能合计1505万吨、1000万吨



数据来源: 《山东钢铁集团有限公司2017年度信用评级报告》、广发证券发展研究中心

表 5: 2016-2017年山钢集团及主要子公司各钢材产品产量 (单位: 万吨)

		2016A				2017A			
		山东钢铁	济钢	莱钢	山钢集团	山东钢铁	济钢	莱钢	山钢集团
型钢	大型型钢	190	9		199	205	6		210
	中小型型钢	27	0		27	44			44
螺纹	钢筋	283		355	697	291		369	762
线材	线材			137	161			157	220
优钢	棒材	148	2		151	169	2		170
板材	特厚板	22		12	34	1		14	19
	厚钢板	153		56	209	11	4	71	130
	中板	200		45	245	17	48	52	136
钢带	中厚宽钢带	168		128	296	17	68	119	223
	热轧薄宽钢带	8		15	23	0	87	14	14
	冷轧薄宽钢带	48		36	83	4	7	34	44
	热轧窄钢带			82	82			76	76
	无缝钢管			19	19			19	19
	镀层板		9		9		4		4
长材合计		648	11	492	1235	709	7	526	1407
板材合计		598		373	971	50	214	379	643
其他合计			9	19	28	0	4	19	23
钢材合计		1246	21	884	2235	759	226	924	2073

数据来源: 《山东钢铁集团有限公司2017年度信用评级报告》、广发证券发展研究中心

**(三) 原料采购: 矿石对外依存度近 90%、自供比例有望提高, 焦炭自供比例约 90%, 采购主要集中于大型矿石供应商、市场化定价**

在原料的采购方面, 2015-2017年山钢集团自供铁矿石比例分别为9.18%、11.70%、7.37%, 2018年前三季度, 山钢集团自供铁矿石210万吨、自供比11.35%, 主要来自下属企业金岭铁矿、莱芜矿业、鲁南矿业等(铁精矿合计产能313万吨, 2017年铁精粉产量合计263万吨, 彭集铁矿项目目前正在勘探阶段、产能200万吨)。

缺口铁矿石主要依靠进口, 采购来源主要是罗伊山、力拓、及ROBERIVER等大型铁矿石供应商。为保证铁矿石采购的稳定性, 山钢集团已与国内外主要供应商签订了长期供应协议或中长期战略合作协议, 直供比例达65%以上。就定价方式而言, 进口矿的定价方式主要为普氏指数定价, 定价区间各异; 除大型铁矿石供应商之外, 公司从其他进口商处采购铁矿石, 采用一单一签的方式、价格一单一价。

此外, 公司已成立山东钢铁集团矿业有限公司(简称“山钢矿业”), 对山东省内现有矿山进行整合; 且山东省政府也已承诺将山东省内新开发的矿石资源优先配置给公司。未来山钢集团的铁矿资源掌握量、自供比例均有望提升。

表 6: 山钢集团主要矿山产能与产量一览表 (单位: 万吨)

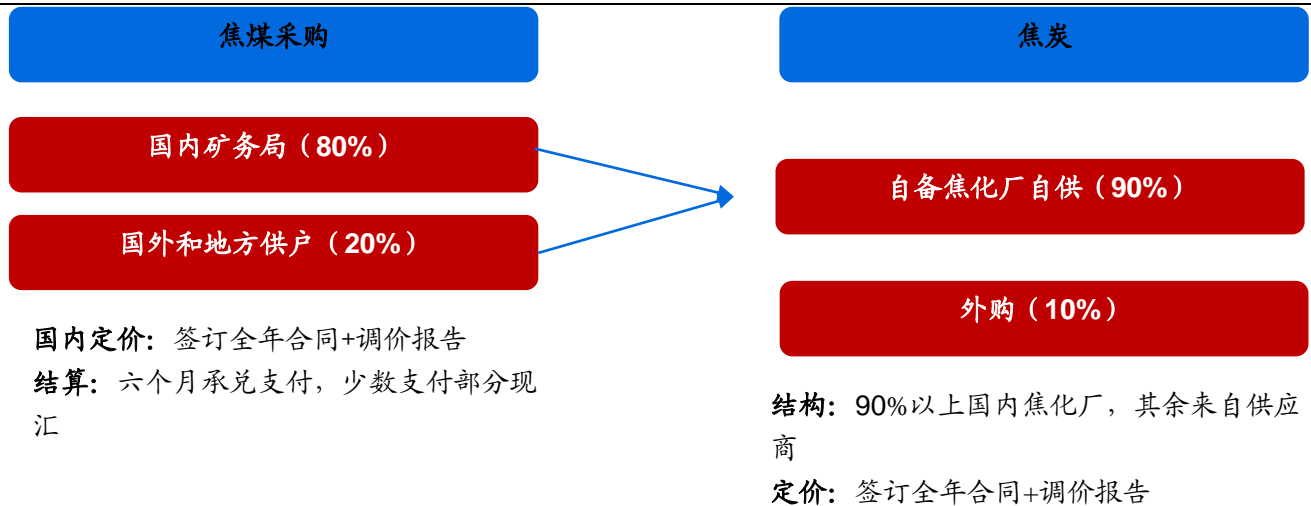
	铁矿石保有储量	保有期	铁精矿产能	2017年铁精粉产量	2017年产能利用率	2018H1铁精粉产量	2018年产能利用率	持股比例
金岭矿业	12343	11年	170	119	70%	64	76%	58%
济南钢城矿业公司			18					100%
莱芜矿业有限公司	5057	44年	75	105	140%	49	130%	35%
鲁南矿业有限公司	4693	29年	40	40	100%	24	121%	34%
莱芜金牛矿业公司			10					17%
彭集铁矿项目			200					
合计	23050		313 (513)	263	84%	137	88%	

数据来源: 《山东钢铁集团有限公司 2017 年度信用评级报告》、工信部、广发证券发展研究中心

备注: (1) 东平彭集铁矿: 目前正在进行矿山建设前期准备工作, 铁矿可采储量 2.35 亿吨, 涉及铁精矿年产能约 200 万吨; (2) 钢城矿业、金牛矿业: 2017 年起处于停产状态; (3) 山钢集团共有 7 个铁矿采矿证 (金岭 2 个、莱矿 3 个、鲁南 2 个), 3 个铁矿探权证 (金岭 1 个、莱矿 1 个、山钢矿业本部 1 个)

在燃料的采购方面, 山钢集团焦炭自供比例约在90%左右, 外采90%以上来自国内焦化厂(潍焦集团、金能科技、山西焦化等), 剩余来自贸易商; 因此燃料的采购主要集中于焦煤。山钢集团的焦煤约80%从国内矿物局(山东能源、山西焦煤、璐安环能等)采购, 剩余部分从国外和地方供户采购。

图14: 山钢集团焦煤与焦炭采购结构分析

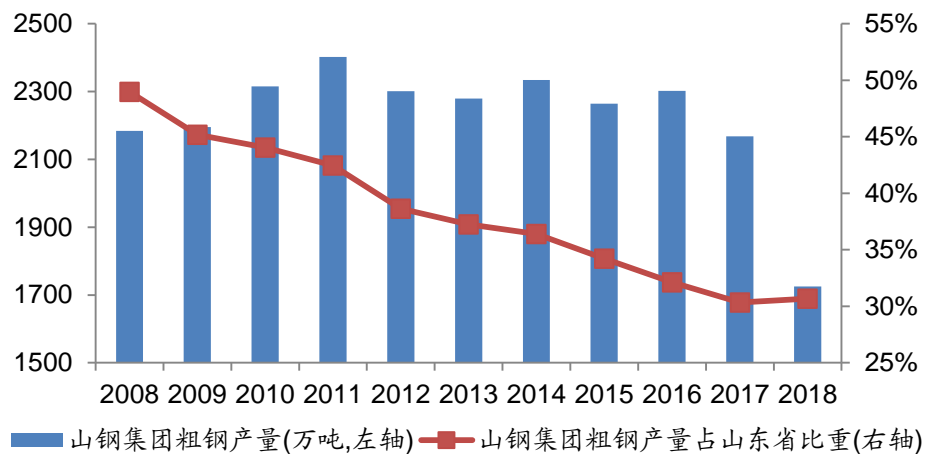


数据来源: 《山东钢铁集团有限公司2018年度第十六期超短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

(四) 钢材销售: 立足山东、营收占比超八成, 直销为主、分销为辅

由上分析可知, 山钢集团在产产能集中于山东省内。2008-2017年, 山钢集团粗钢产量占山东省粗钢产量比重持续下滑。2008-2011年, 山钢集团粗钢产量持续攀升; 2012-2015年山钢集团粗钢产量基本稳定在2300万吨左右; 但受累行业产能扩张速度显著快于山钢集团, 山钢集团粗钢产量占比由2008年的48.98%下行至2015年的34.20%。2016年钢铁行业落地供给侧结构性改革, 受累公司产能规模调整及秋冬季错峰生产影响, 山钢集团粗钢产量山东省内占比持续下降; 2018年随着日照钢铁精品基地的逐步达产, 粗钢产量占比止降回升。2018年前三季度, 山钢集团粗钢产量合计达1725万吨、粗钢产量山东省内占比达30.68%。

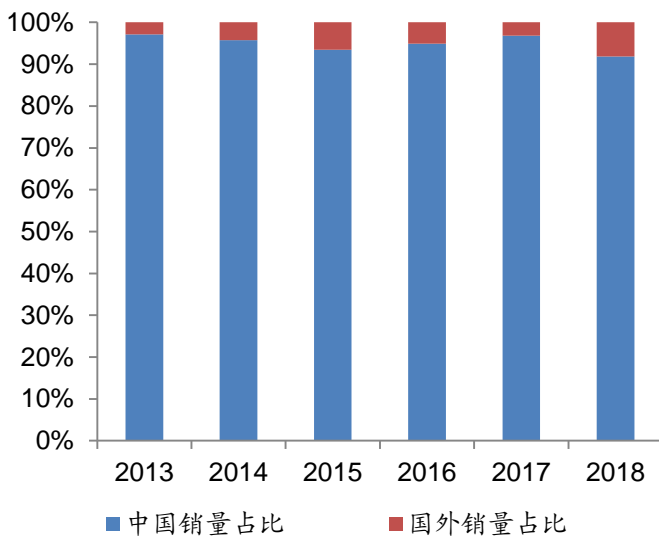
图15: 2018年前三季度, 山钢集团粗钢产量合计1725万吨、山东省内占比达30.68%



数据来源: 《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司2015年度第一期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司2012年度第一期中期票据募集说明书》、国家统计局、广发证券发展研究中心

山钢集团立足山东，辐射华东地区。(1)山钢集团的海外产品销量占比持续下降，2018年前三季度，海外销量为85万吨，占比仅8.12%；国内钢材销962万吨，占比达91.88%。(2)就国内市场而言，山钢集团产品主要在华东市场销售，2013-2018年山钢集团华东市场销量在国内市场的占比分别为93.04%、89.61%、91.54%、93.60%、92.97%和92.08%，中南、华北市场次之，2018年前三季度销量在国内市场的占比分别为4.29%和3.30%。(3)具体到华东，2018年前三季度，公司山东省内的销量占国内市场的比重为69.83%，占华东市场的比重分别为75.84%。

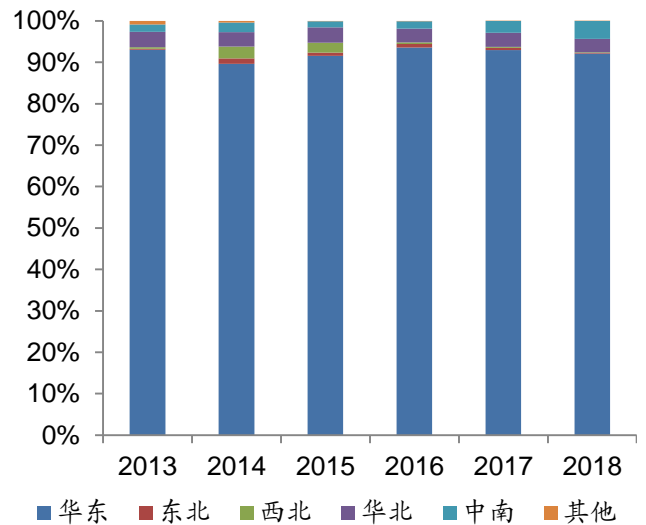
图16: 2013-2018年山钢集团钢材销售国内为主、销量占比超90%



数据来源:《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司2015年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注:2018年数据仅更新至2018年前三季度

图17: 2013-2018年山钢集团钢材国内销售以华东市场为主、销量占比超90%，中南、华北次之



数据来源:《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司2015年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注:2018年数据仅更新至2018年前三季度

山钢集团的钢材产品销售方式主要有直销、分销、经销与零售。其中:

- (1) **直销**: 是山钢集团力推的一种销售方式,2017年公司钢材产品的直销量已占公司钢材产品总销量的57%以上;
- (2) **分销**: 由山钢集团的驻外子、分公司等销售网点进行销售;
- (3) **经销和零售**: 山钢集团基本不使用此方式,目前存在的大的经销商用户基本上是与济钢集团和莱钢集团的销售一起发展起来的经销商。

**(五)盈利分析: 产品优势显著、供需格局良好,降本增效削弱成本劣势,钢材盈利能力持续增强**

1、供需框架: 山东省为钢材净消费省、供需格局良好,集团产品近八成省内消化、日照钢铁精品基地立足满足省内需求

山东省是我国为数不多的钢材净消费省，钢材总产量不能满足市场需求。根据2014年10月29日山东省人民政府办公厅发布的《山东钢铁产业转型升级实施方案》，山东省是经济大省，也是制造业大省，家电、机械制造、船舶、建筑等用钢较大行业在全国占有重要位置，对钢铁产品的需求量大，**2013年山东省粗钢需求7800万吨（2017年山东省粗钢产量7148万吨），缺口在650万吨左右**。山东省钢材总产量不能满足市场需求，高端产品主要从省外、国外采购。

此外，根据山东钢铁2016年9月20日发布的《关于上海证券交易所〈关于对山东钢铁股份有限公司2016年半年度报告的事后审核问询函〉的回复公告》（简称“问询函回复”），根据调研及统计数据表明，山东省内钢铁企业还不能完全满足本省下游行业的用钢需求，主要体现在高档的汽车用钢、家电用钢及山东半岛蓝色经济发展涉及到的高端制造业、建筑业、新能源等行业所需用钢还不能完全满足，部分只能通过外购和进口解决。

表 7：山东省内钢铁企业还不能完全满足下游行业的用钢需求

	具体体现
汽车用钢	在汽车用钢方面，山东省尚不具备生产高档次、高强度、高表面质量的汽车用板材，需要大量外购
家电用钢	山东的高档家电板生产基本处于空白状态，只能通过外购和进口解决
山东半岛蓝色经济发展	高端制造业、建筑业、新能源等行业所需用钢还不能完全满足

数据来源：《关于上海证券交易所〈关于对山东钢铁股份有限公司2016年半年度报告的事后审核问询函〉的回复公告》、广发证券发展研究中心

山钢集团钢材销售立足山东、辐射华东。2013-2018年山钢集团华东市场销量在国内市场的占比分别为**93.04%、89.61%、91.54%、93.60%、92.97%和92.08%**，良好的腹地经济为公司发展提供了较为广阔的需求空间。截至2018年上半年，山钢集团具备钢材产能合计2542万吨，其中长材（包含螺纹、线材、优钢、型钢）产能合计1505万吨、占比达59.21%，板材（包含钢带、板材）产能合计1000万吨、占比39.34%，是山东省最大的钢铁企业，区域性龙头市场优势明显。除开规模优势外，山钢集团钢材产品优势突出，品类齐全、部分产品填补国内空白，产品质量在国内外享有较高信誉。

此外，山钢集团正在建设的日照钢铁精品基地项目产品目标市场立足满足省内需求，定位于生产高品质、竞争力强的板带类产品，预计销售前景良好。其主要品种有：热轧薄板、冷轧薄板、酸洗板、热镀锌板、中厚板。目标行业：汽车、家电、机械制造、石油化工及能源等。

表 8：山钢集团分基地钢材产品产能及特点介绍

基地	产品	产能 (万吨)	特点
山东钢铁 (莱芜分公	棒材	290	山东省最大的热轧带肋钢筋生产厂商，在山东及周边市场建立了良好的产品声誉，具备三级以上热轧带肋钢筋的生产能力
	优特钢	150	优特钢质量过硬，声誉优良，其中齿轮钢、40Cr合金结构钢获得钢铁工业协会冶金产品实物质量金杯奖称号，并以其性价比高的特点得到了客户的广泛认可；截

司)			至 2012 年已是全国产销量最大的齿轮钢生产基地
	型钢	240	已实现大、中、小系列化，并形成国内规模最大、品种规格最全的 H 型钢生产基地
山东钢铁(日照分公司)	宽厚板	310	4300mm 双机架宽厚板产线采用奥钢联先进技术和关键装备，产品规格为 (6~250) mmx (1500~4100) mm; 3500mm 单机架炉卷轧机产线采用西马克先进技术和关键装备，产品规格为 (4~50) mmx (1600~3250) mm
	宽带钢	500	2050mm 热连轧生产线的由德国 SMS 设计，并采用了板坯边部加热器，差分活套和超快冷等先进技术和装备
	冷轧钢带	280	2030mm 冷轧产线由德国 SMS 设计，主要工艺设备有 1 条连续酸洗机组 (强度级别: $R_m \leq 980\text{MPa}$ )、1 条酸轧联合机组、连续退火机组 (强度级别: $R_m \leq 980\text{MPa}$ ) 2 条、连续热镀锌机组 (强度级别: $R_m \leq 780\text{MPa}$ ) 1 条; 产品主要用于高中档汽车、家电行业。
银山型钢	棒材	28	主要产品为 $\Phi 10$ 、 $\Phi 12$ 热轧带肋钢筋
	宽厚板	180	核心设备由奥钢联克莱西公司制造，电气自动化系统由奥钢联设计并技术总负责，具有国际先进和国内一流的工艺和装备水平
	热轧带钢	300	窄钢带的主要产品厚度为 1.5-8.0mm、宽度为 183-483mm; 宽钢带主要产品厚度为 1.5-20.0mm，宽度为 940-1350mm 的热轧带钢，主要钢种为碳素结构钢、优质碳素结构钢、低合金高强度结构钢、管线钢
	冷轧薄板	40	厚度控制精确、板型优良; 主要产品规格: 厚度为 0.2—2.0mm，宽度为 940—1350mm，主要钢种为 Q195、SPCC、SPCD、SPCE、Q235B、Q345B 等
莱钢永锋	高速线材	102	关键设备从意大利达涅利公司引进，装备一流; A 线以生产精品品种钢为主，B 线生产建筑用钢、普碳盘圆等品种
	棒材	80	五切分生产线工艺装备及自动化控制水平居国内前列，可生产规格为 $\Phi 10$ -50mm 热轧带肋钢筋、 $\Phi 16$ -60mm 圆钢，钢筋品种有 HRB400、HRB500、抗震钢筋 HRB400E 和 HRB500E，以及日标、美标、英标、韩标等系列产品
永锋淄博	棒材	220	100 万吨高强度棒材生产线一条，60 万吨高速线材生产线两条。HRB400 产品获得中国冶金“品质卓越”产品荣誉称号，HRB400 $\Phi 16 \sim 32\text{mm}$ 钢筋混凝土用热轧带肋钢筋被授予冶金产品实物质量金杯奖

数据来源:《济南钢铁股份有限公司换股吸收合并、发行股份购买资产暨关联交易报告书》、山东钢铁集团官网、《莱钢年鉴:2017》、永锋集团官网、广发证券发展研究中心

备注:日照钢铁精品基地项目尚未完全达产,表格中已用底色突出;数据基于上述数据来源整理,可能与真实情况存在一定的偏差

## 2、成本框架:原料及燃料的稳定性较强,地处内陆致运费高企,焦炭九成自供可一定程度上缓解成本压力

在大宗原材料的采购方面,根据《山东钢铁集团有限公司大宗原材料统一采购工作暂行规定》,山钢集团采购中心是集团公司采购业务统一管理的主要部门,负责业务范围内统筹归口协调、采购政策制定和组织实施采购供应业务工作。山钢集团于2013年成立山东钢铁集团国际贸易有限公司负责集团内铁矿石、炼焦煤、铁合金等大宗原材料的国际采购;于2016年成立山东钢铁集团营销总公司负责国内大宗原燃料的国内采购。铁矿石与焦煤(焦炭九成自供)在采购上已与主要供应商签订长期合作协议或战略协议保障了原料和燃料的稳定性,国内铁矿石的开采和整合提

速将进一步夯实原料采购的持续性。

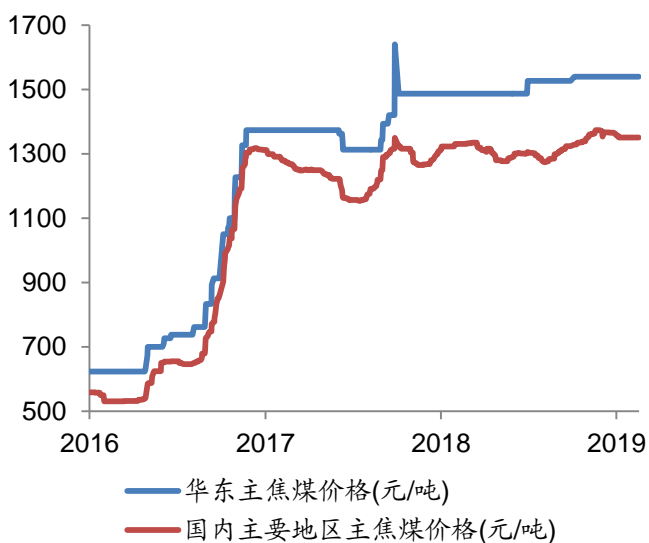
就采购成本上的考量，受累除日照基地外莱芜基地（距离日照港250公里左右、距离青岛港280公里左右）、淄博基地（距离青岛港、日照港280公里左右）、德州基地（距离日照港450公里左右、距离青岛港480公里左右）均处内陆，在原燃料的采购成本上并不占优。

(1) **铁矿石**：根据《山东钢铁集团有限公司2017年度第九期超短期融资券募集说明书》，山钢集团从港口运输铁矿石到内地的成本约为100元/吨，按照2017年进口铁矿石2072万吨来进行计算，公司铁矿石的物流成本达20.72亿元。

(2) **焦煤与焦炭**：受累我国焦煤资源北多南少、西富东贫，华东区域焦煤价格高于国内主要地区，以2018年为例，华东区域主焦煤平均价为1510元/吨，同期西北、华北和东北地区的主焦煤均价仅为1043元/吨、1285元/吨和1334元/吨，国内主要地区主焦煤平均价为1318元/吨，山东焦煤的区位优势明显；再考虑内陆的运费加成，公司的焦煤成本并不占优。但考虑到2016-2018年焦炭均价涨幅明显强于焦煤，山钢集团高达90%焦炭自供比例一定程度上缓解了公司的燃料成本。

虽存区位优势，但山钢集团通过深度对标挖潜、降本增效，铁水成本已低于行业平均。根据《山东钢铁集团有限公司2018年度第十六期超短期融资券募集说明书》，山钢集团近年来向行业先进标杆企业对标，优化生产流程，深挖内部潜力，近三年生铁成本控制较为成功、已经低于行业平均生铁成本。

图18：华东主焦煤价格高于国内主要地区，且价差拉大



数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

图19：2017-2019年至今焦炭与焦煤月度均价走势



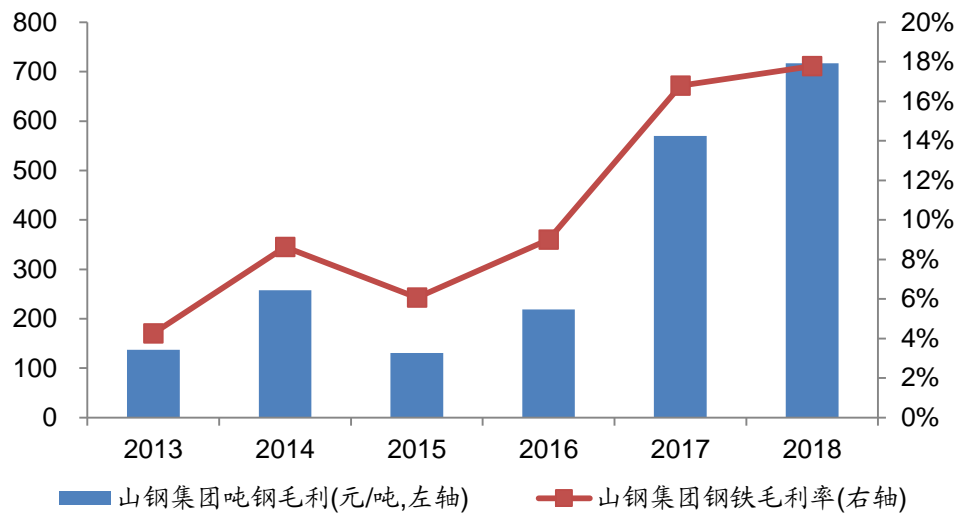
数据来源：Mysteel、钢之家、广发证券发展研究中心

### 3、盈利表现：行业景气持续、叠加产品升级、降本增效，钢材盈利改善

我们根据山钢集团钢铁板块的营业收入、营业成本及粗钢产量可计算得到山钢集团吨钢毛利及钢铁板块毛利率。受益钢铁行业供给侧改革的持续推进，供需格局持续改善，叠加产品升级、降本增效，山钢集团吨钢毛利自2015年的131元/吨攀升至2018年前三季度的717元/吨，钢铁业务毛利率自2015年的6.07%持续攀升至2018年前三季度的17.78%。



图20: 2013-2018年山钢集团吨钢毛利及毛利率走势分析



数据来源:《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司2015年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注: 2018年数据仅更新至2018年前三季度

通过2017年截面与前十名钢厂钢铁业务的营收、成本及盈利对比可知,山钢集团钢铁(坯材)业务吨钢营收(吨钢平均价格)、吨钢营业成本、吨钢毛利和钢铁业务毛利率分别位于前十名钢厂的50.00%、25.00%、87.50%和87.50%分位数水平,创收、创利能力均持平或优于中位数。

表 9: 2017年粗钢产量排名前十钢厂钢铁业务营收、成本及盈利情况

	钢铁营收 (亿元)	钢铁成本 (亿元)	粗钢产量 (万吨)	吨钢营收 (元/吨)	吨钢成本 (元/吨)	吨钢毛利 (元/吨)	钢铁业务毛 利率
宝武集团	3459	3148	6539	5290	4815	475	8.98%
河钢集团	1543	1322	4571	3376	2893	483	14.30%
沙钢集团	1191	1003	3835	2292	1823	469	15.84%
鞍钢集团	1377	1156	3576	3852	3232	619	16.08%
首钢集团	1065	941	2763	3855	3406	449	11.64%
山钢集团	736	612	2168	3395	2825	570	16.79%
华菱钢铁集团	722	613	2015	3581	3042	539	15.05%
马钢集团	665	568	1971	3374	2883	491	14.54%
本钢集团	471	388	1577	2989	2457	532	17.79%

数据来源:集团公司官网、公司公告(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注:(1)按照粗钢产量排名,我国2017年前十大钢厂为宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团、山钢集团、北京建龙集团、华菱钢铁集团、马钢集团和本钢集团,其中北京建龙集团数据缺失;(2)钢铁业务按照各个集团披露的业务分项进行统计,其统计科目一般为坯材、钢铁业务等,其统计的实际范围或存异致测算数据不可比

#### 4、获现能力：先付款后发货、货款回收率100%，钢铁业务获现能力持续增强

根据2018年12月《山东钢铁集团2018年第八期中期票据募集说明书》，山钢集团钢材产品销售均采用先付款后发货的方式，执行不赊销政策，货款回收率为100%。

从经营活动现金流来观测，除2017年，受益于钢铁行业景气上行叠加降本增效，山钢集团盈利能力持续增强，经营活动现金流保持在较好水平，经营活动净现金流与营业收入的比值持续抬升。2017年山钢集团经营活动现金流入同比增23.33%至1479亿元，同期山钢集团受累金融板块低迷、加大自营业务资金投入致经营活动现金流出同比增37.12%至1511亿元，2017年经营活动实现现金净流出32亿元。

表 10：2013-2018年山钢集团经营活动现金流情况

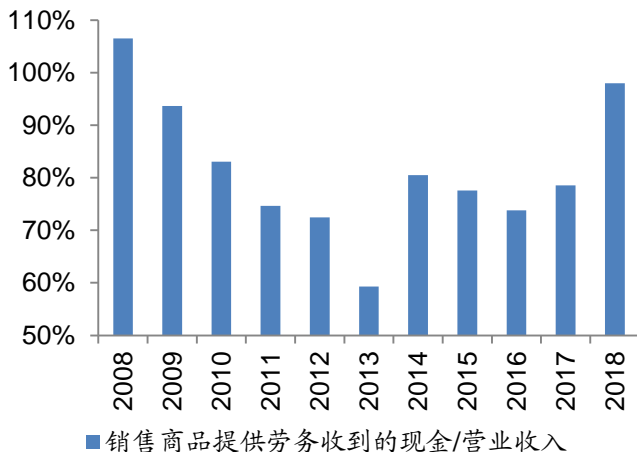
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入	803	1134	1234	1199	1479	1136
经营活动现金流出	846	1111	1180	1102	1511	948
经营活动净现金流	-43	22	54	97	-32	188
经营活动净现金流/营业收入	-0.04	0.02	0.06	0.10	-0.03	0.17

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2012 年度第一期中期票据募集说明书》、公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：2018 年的数据仅更新至 2018 年前三季度

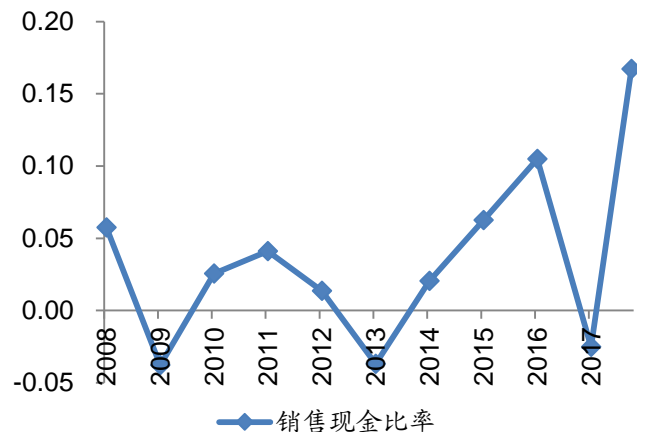
从山钢集团的获现能力来看，2014-2018年山钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比值震荡上行，2018年前三季度，该比值上升至97.96%（2013年仅为59.28%）；除2017年（受累金融板块低迷、公司加大自营业务资金投入致经营活动净现金流入为负），山钢集团销售现金比率（经营活动现金净流量与主营业务收入的比值）持续上行，2018年前三季度现金比率达0.17。综合来看，河钢集团获现能力持续增强。

图21：2008-2018年山钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比值



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

图22：2008-2018年山钢集团经营现金净流量与主营业务收入比值



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

### 5、未来发展：钢铁产业重心向沿海转移，装备结构、产品结构持续优化

山钢集团日照钢铁精品基地立足满足省内需求，积极参与国内外竞争，并鉴于周边企业的情况，主要生产高档次热轧板、冷轧板、宽厚板等产品，不仅可满足山东省经济发展对高端板带材钢铁产品需要，还可参与国内、国际市场的竞争，与山钢集团内陆钢铁企业的板带材产品形成差异化互补优势。

“十三五”期间，按照“调整济钢、做强莱钢、突破日照、止损张钢和新疆公司”钢铁产业战略目标要求，以日照钢铁精品基地建设和济钢产能调整为重点，推进钢铁产业重心向沿海转移，弥补物流成本及市场空间短板，淘汰落后产能，优化装备结构，实现生产系统装备大型化、现代化、连续化。同时不断加大产品科技创新力度，调整优化现有产品结构，弥补产品创效能力短板。还要以关键技术研发和重大技术集成和应用为突破口，全力建设协同创新、创造价值、精益运行的技术创新研发体系和人才队伍。

### （六）风险探析：27%粗钢产能处污染防治重点区域，日照达产仍需持续资金投入、在建工程转固增折旧费用

#### 1、产能分布：558万吨生铁、610万吨粗钢产能位于污染防治重点区域，秋冬季产量释放受限制

山钢集团合计有558万吨生铁、610万吨粗钢产能位于污染防治重点区域，分别占目前山钢集团在产产能（剔除新疆已挂牌转让的产能）的25.68%、26.88%。根据国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划（2018-2020年）》，重点区域实施秋冬季重点行业（钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业）错峰生产，因此处于重点区域的产能在秋冬季产量释放受限。

**2、设备炉容：莱钢永锋尚存2座530m<sup>3</sup>高炉、124万吨生铁产能面临减量置换或直接退出**

2018年5月7日，生态环境部办公厅发布《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》（简称“《工作方案》”），要求**加大重点区域（京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域）钢铁产能压减力度，淘汰130平方米以下烧结机、1000立方米以下高炉，焦化室高度在4.3米及以下、运行寿命超过10年的焦炉。**

山钢集团重点区域内莱钢永锋尚存2座530m<sup>3</sup>高炉（涉及生铁产能124万吨、占比为5%）不符合上述最低炉容标准，后续将面临一定减量置换或直接退出的压力。

**3、在建工程：达产竣工仍需资金投入，在建工程转固增加折旧费用、削弱吨钢盈利水平**

### 3.1 资本开支：2019年日照钢铁精品基地项目仍需投资40亿元

根据《山东钢铁集团有限公司2019年度第二期短期融资券募集说明书》，截至2018年9月，山钢集团钢铁业务板块相关在建工程为日照钢铁精品基地项目（年产铁810万吨、钢850万吨、钢材790万吨），该项目已累计投资390亿元，2018年剩余计划投资额度为22.01亿元，2019年拟投资40亿元。

表 11：截至2018年9月山钢集团钢铁业务板块在建工程进度列示

项目名称	计划总投资 (亿元)	截至 2018 年 9 月 已投资 (亿元)	拟投资金额 (亿元)		
			2018 年剩余计 划投资	2019 年	2020 年
日照钢铁精品基地项目	453	390	22	40.00	-

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

**3.2 在建工程转固：如若日照钢铁精品基地项目371亿（2017年已转固18.83亿元）全部建成达产，则年折旧金额边际增量为13.65亿元-18.58亿元**

如上所述，山东钢铁日照钢铁精品基地项目已部分投产（投产生铁、粗钢和钢材产能分别达485万吨、420万吨和480万吨），并将该部分在建工程已转为固定资产；余下项目如若逐步投产、投产，未来山钢集团或面临在建工程转固定资产后抬升整体公司吨钢折旧费用的风险。

根据山钢集团控股子公司山东钢铁（600022.SH）财报，其对在建工程核算方法和结转为固定资产的要求如下：（1）在建工程按实际成本计量，按立项项目分类核算；（2）在建工程达到预定可使用状态时，按实际发生的全部支出转入固定资产核算。若在建工程已达到预定可使用状态，但尚未办理竣工决算的，自达到预定可使用状态之日起，根据工程预算、造价或者工程实际成本等，按估计的价值转入固定资产，并按本公司固定资产折旧政策计提固定资产折旧，待办理竣工决算后，再按实际成本调整原来的暂估价值，但不调整原已计提的折旧额。其折旧方法如下：

**表 12: 山东钢铁2018年中报固定资产折旧方法列示**

类别	折旧方法	折旧年限(年)	残值率	年折旧率
房屋及建筑物	年限平均法	30-40	3.00-5.00%	2.38%-3.23%
机器设备	年限平均法	15-20	3.00-5.00%	4.75%-6.475
运输设备	年限平均法	6-8	3.00-5.00%	11.88%-16.17%
电子设备	年限平均法	4-5	3.00-5.00%	19.00%-24.25%

数据来源: 山东钢铁上市公司财报、广发证券发展研究中心

我们可根据山钢集团控股子公司山东钢铁(600022.SH)财报,大致推测日照钢铁精品基地项目的投资进度及转固进程:

(1) **2016年年报显示:**日照钢铁精品基地项目期初余额为42.29亿元,当期增加25.13亿元,期末余额67.42亿元(来自财报“在建工程附注”);

(2) **2017年年报显示:**山东钢铁集团日照有限公司增加124.30亿元、转固定资产18.83亿元,当期在建工程增加105.41亿元(来自财报“报告期内公司主要资产发生重大变化情况的说明”);

(3) **2018年半年报:**公司日照精品基地在建工程转固定资产132.62亿元(来自财报“报告期内公司主要资产发生重大变化情况的说明”);囿于在建工程未列明日照钢铁精品基地项目进程变化,而分条列明了“焦化工程、球团工程、烧结工程、炼铁工程、炼钢工程、热轧工程、冷轧工程、炉卷工程、4300mm宽厚板工程、供配电工程、护厂河工程、全厂通信与信息化、地基处理场平工程、全厂热力工程、全厂给排水及水处理工程、燃气热力管网工程、原料场工程、道路过路涵洞工程、全厂检化验设施工程”的工程进度,我们将基于此来进行大致测算。上述项目期初金额合计达168.69亿元,略小于172.89亿元,上述项目当期增加58.91亿元、当期转固110.39亿元(小于132.62亿元)。

**表 13: 山东钢铁日照钢铁精品基地项目投资转固进程**

	期初余额(亿元)	当期增加(亿元)	当期转固(亿元)	期末余额(亿元)
2015年山东钢铁年报	23.65	18.64	-	42.29
2016年山东钢铁年报	42.29	25.13	-	67.42
2017年山东钢铁年报	67.42	124.30	18.83	172.89
2018年山东钢铁半年报	172.89	58.91	132.62	99.17

数据来源: 山东钢铁上市公司财报、广发证券发展研究中心

备注: 囿于数据的可得性,2018年1月1日-6月30日日照钢铁精品基地项目的当期增加金额为焦化工程、球团工程、烧结工程、炼铁工程、炼钢工程、热轧工程、冷轧工程、炉卷工程、4300mm宽厚板工程、供配电工程、护厂河工程、全厂通信与信息化、地基处理场平工程、全厂热力工程、全厂给排水及水处理工程、燃气热力管网工程、原料场工程、道路过路涵洞工程、全厂检化验设施工程当期增加规模的总和,上述工程求和的当期转固值为110.39亿元,小于中报披露的山东钢铁精品基地项目当期转固额132.62亿元,由此我们判断当期增加值偏小。

**备注: 需要提前注意的是,或囿于集团和上市公司山东钢铁对于“日照钢铁精**

品基地项目”覆盖范围不一，集团口径和上市公司口径的日照钢铁精品基地项目规模和投资进度存一定差异；上市公司披露在建工程转固定资产进程和固定资产折旧方法，在此我们将利用上市公司数据测算转固进程和折旧水平。

如若按照山东钢铁年报披露的日照钢铁精品基地项目的预算数371.00亿元进行推算：2018年下半年至2019年，山东钢铁仍需继续投入120.38亿元投入，累计存219.55亿元在建工程转为固定资产。

从山东钢铁2018年中报可知，2018年由在建工程转为固定资产的规模达133.22亿元，而其中日照钢铁精品基地项目的在建工程转为固定资产的规模达132.62亿元，占总在建工程转固定资产规模的99.55%。我们将依据该在建工程转为固定资产的结构来拆解2018年下半年至2019年即将转为固定资产的在建工程类别；再结合山东钢铁的折旧政策测算日照钢铁精品基地项目全部投产后较2017年年底固定资产折旧边际增量。如若日照钢铁精品基地项目371亿（2017年已转固18.83亿元）全部建成达产，则年折旧金额边际增量为13.65亿元-18.58亿元（2016年山东钢铁固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧合计为14.06亿元）。

表 14：日照钢铁精品基地项目全部投产后较2017年年底固定资产折旧边际增量测算

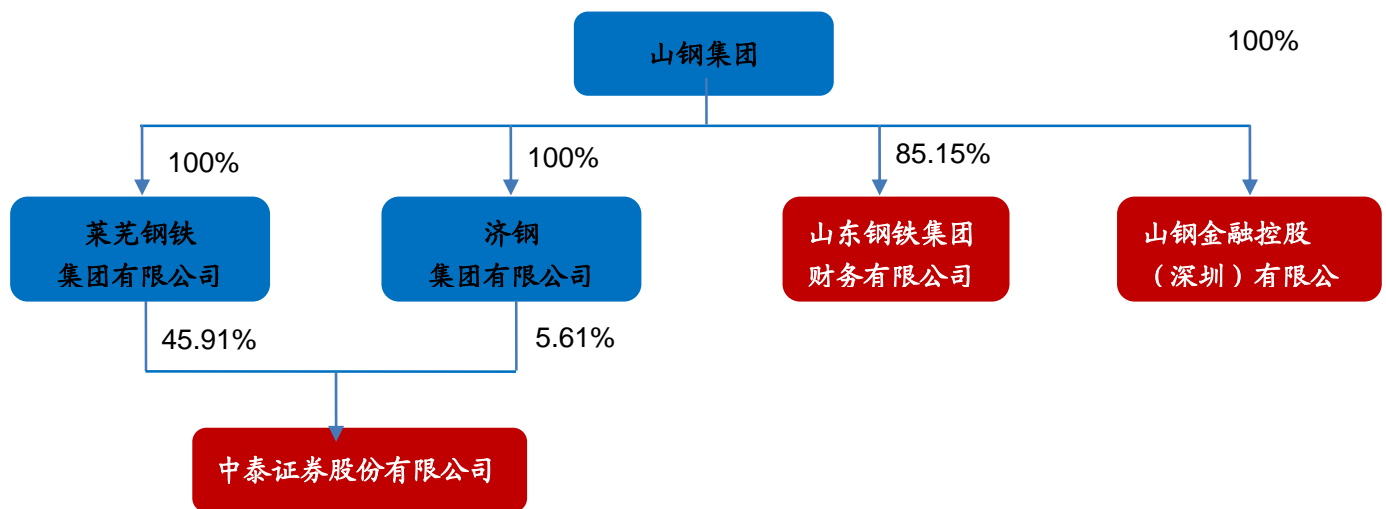
	房屋及建筑物	机器设备	运输工具	合计
2018年1-6月 在建工程转固规模(亿元)	49.20	83.97	0.04	133.22
2018年1-6月 在建工程转固结构	36.94%	63.03%	0.03%	100.00%
2018年7月至2019年 在建工程转固规模推算(亿元)	81.09	138.39	0.07	219.55
残值率	3.00-5.00%	3.00-5.00%	3.00-5.00%	3.00-5.00%
年折旧率	2.38%-3.23%	4.75%-6.47%	11.88%-16.17%	NA
年折旧金额边际增量最小值(亿元)	<b>3.10</b>	<b>10.54</b>	<b>0.01</b>	<b>13.65</b>
年折旧金额边际增量最大值(亿元)	<b>4.20</b>	<b>14.36</b>	<b>0.02</b>	<b>18.58</b>

数据来源：山东钢铁上市公司财报、广发证券发展研究中心

## 二、金融：创收、创利、风控能力强，周期随证券金融行业波动、异步于钢铁

山钢集团金融板块主要包括中泰证券股份有限公司（简称“中泰证券”）、山东钢铁集团财务有限公司（简称“财务公司”）、山钢金融控股（深圳）有限公司（简称“山钢金控”）等公司。

图23：截至2019年9月30日，山钢集团金融板块业务图示



数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

### （一）中泰证券：规模大、区位优、业务全、风控强夯实盈利持续性，盈利周期异步于钢铁

中泰证券股份有限公司（简称“中泰证券”）为山钢集团金融业务的主要组成部分、创收和创利的主要来源。从可得历史数据来观测：2012-2017年中泰证券营业收入占金融板块的比重基本超60%，2015-2017年营业利润占比超50%。

表 15：2012-2017年中泰证券营业收入占山钢集团金融板块的比重超60%，2015-2017年营业利润占比超50%

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入 (亿元)	金融板块	31.91	42.17	73.97	170.28	124.08	116.05
	中泰证券	30.11	40.81	58.74	150.45	83.37	81.69
	中泰证券占比	94.37%	96.78%	79.42%	88.36%	67.19%	70.39%
营业毛利 (亿元)	金融板块	26.71	34.39	55.04	131.23	47.92	41.54
	中泰证券	6.41	11.74	24.80	80.16	31.30	23.82
	中泰证券占比	24.00%	34.14%	45.06%	61.08%	65.32%	57.33%

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

中泰证券系全国大型综合证券公司之一，具备从事创新业务的资格，可为广大投资者提供综合性的证券金融服务。从中国证券业协会发布的**2014-2017年证券公司业绩排名**来看，中泰证券的经营业绩多项指标处于行业前列。截至2017年，中泰证券总资产位于行业第16位，净资产和净资本排名2014-2017年震荡上行至2017年的第15名和第18名；营业收入、净利润排名2014-2017年震荡下行至2017年的第16名和第16名。在中国证监会组织的证券公司分类评价工作中，2010年至2017年公司连续八年获得A类A级及以上评价结果，其中2011年和2015年被评为A类AA级。

表 16: 2014-2017年中泰证券经营业绩排名

	2014	2015	2016	2017
总资产	14	13	15	16
净资产	19	13	14	15
净资本	21	15	16	18
营业收入	12	12	11	16
净利润	13	13	13	16
代理买卖证券业务(净)收入	11	12	8	8
客户交易结算资金余额	13	15	12	12

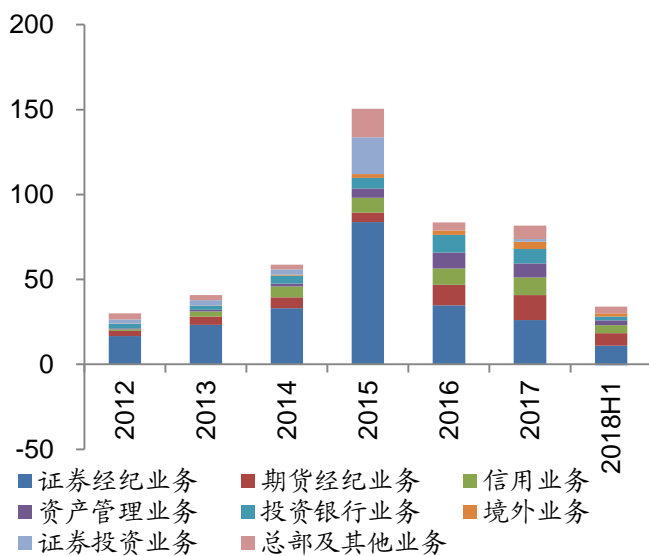
数据来源：中国证券业协会网站、广发证券发展研究中心

中泰证券业务条线齐全，覆盖证券经纪业务、证券投资业务、投资银行业务、期货业务、资产管理业务、信用业务和研究业务等。根据《中泰证券股份有限公司首次公开发行股票说明书(申报稿2016年3月22日报送)》，主营业务范围主要包括：

(1) **证券经纪业务**：致力于为广大投资者提供全方位的专业化证券投融资服务，并拥有较为完善的理财服务终端、客户服务系统及风险管控机制。业务范围涵盖代理买卖证券业务、创新业务、代理债券的还本付息服务。(2) **期货业务**：通过控股子公司鲁证期货开展期货业务，鲁证期货为客户提供与期货及衍生品有关的产品和服务，包括期货经纪、结算、期货投资咨询、资产管理和商品交易及风险管理。(3) **信用业务**：业务范围覆盖融资融券、转融通、股票质押式回购、约定购回式证券交易业务。(4) **资产管理业务**：包括个人理财业务与机构业务。其中个人理财业务指根据市场中不同金融产品的风险收益特征，为客户提供提供稳健型、进取型等多元化资产配置理财产品。机构业务包括通道业务及主动管理业务，通道业务指公司通过执行合作机构(即委托人)发出的明确交易指令，将受托资金投资于合作机构指定的标的资产；主动管理业务指公司根据客户的风险偏好和目标收益率，由公司设计个性化投资方案，在获得客户认可的情况下，全面提供日常投资管理，为客户实现资产增值。(5) **投资银行业务**：业务范围涵盖股票保荐及发行承销、债券发行承销、并购重组财务顾问等，为客户提供综合性专业金融服务。(6) **证券自营业务**：根据投资品种的不同，分为权益类证券自营业务、固定收益类证券自营业务和证券衍生品自营业务，分别由证券投资部、固定收益部(FICC)及衍生产品部负责。(7) **境外业务**：为客户提供海外股票交易、环球期货交易、国际市场融资、资产管理、投资咨询等全方位的综合金融服务。

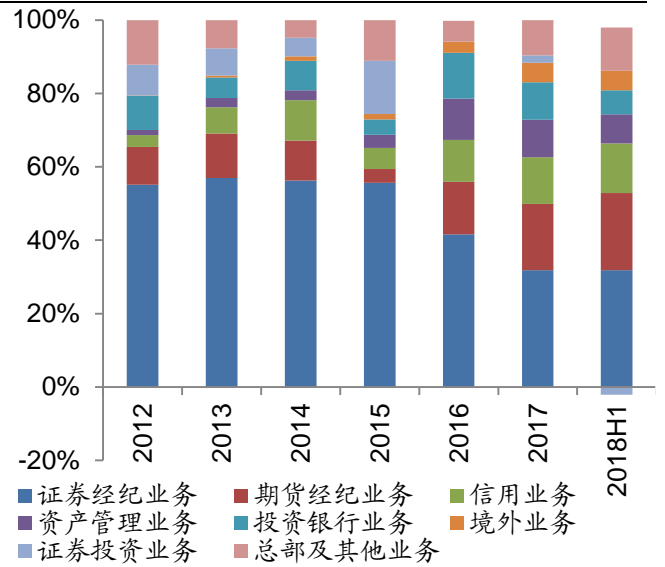


图24: 2012-2018H1中泰证券业务板块收入拆解



数据来源: 中泰证券公司公告、广发证券发展研究中心

图25: 2012-2018H1中泰证券业务板块收入结构



数据来源: 中泰证券公司公告、广发证券发展研究中心

我们结合2012-2018年H1历史数据来观测中泰证券的业务结构: (1) 经纪业务是公司业务收入的主要构成, 2012-2018H1, 证券经纪业务和期货经纪业务收入占比均在50%以上(剔除2017年收入占比仅为49.87%), 但收入占比震荡下滑, 2012-2018H1期间收入占比累计下行10.26PCT至55.13%。(2) 信用业务收入占比由2012年的3.25%震荡上升至2018H1的14.12%。(3) 资产管理业务收入占比由2012年的1.43%震荡上升至2018H1的8.30%。(4) 投资银行业务与收入占比则由2012年的9.31%震荡下行至2018H1的6.77%。

表 17: 2017年及2018H1中泰证券收入拆分

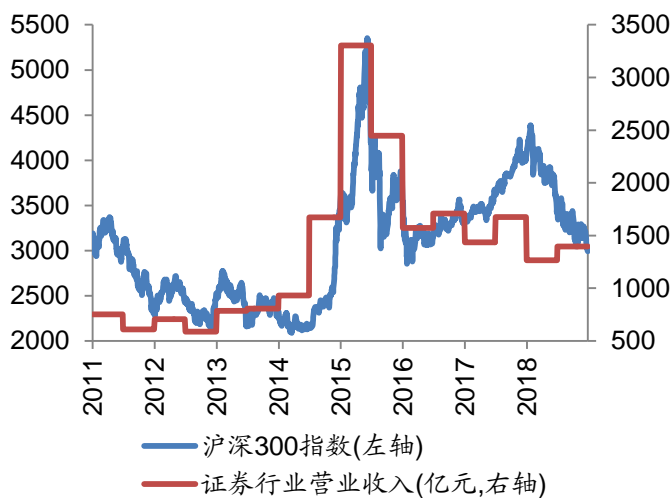
	2017		2018H1	
	收入绝对值(亿元)	收入占比	收入绝对值(亿元)	收入占比
证券经纪业务	26.01	31.84%	11.09	33.24%
期货经纪业务	14.72	18.02%	7.30	21.88%
信用业务	10.45	12.80%	4.71	14.12%
资产管理业务	8.33	10.19%	2.77	8.30%
投资银行业务	8.33	10.20%	2.26	6.77%
境外业务	4.35	5.33%	1.85	5.55%
证券投资业务	1.60	1.96%	-0.72	-2.16%
总部及其他业务	7.88	9.65%	4.10	12.29%
合计	81.69	100.00%	33.36	100.00%

数据来源: 中泰证券公司公告、广发证券发展研究中心

1、经营业绩：中泰证券业绩表现基本与证券行业高度一致，盈利的周期性异步于钢铁

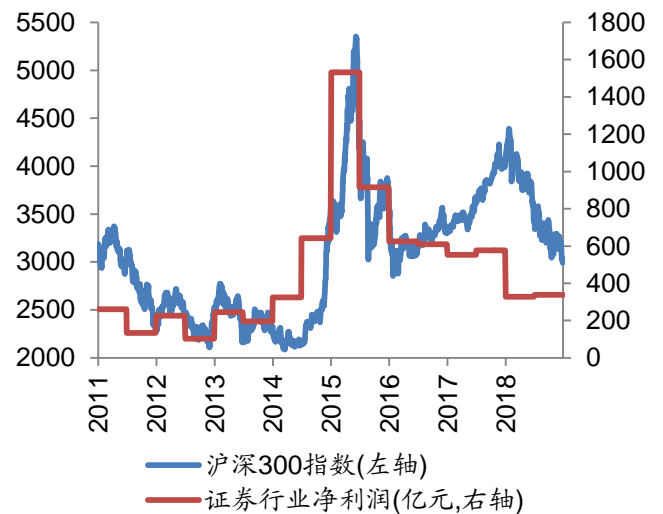
整体证券市场的状况受宏观财政与货币政策、宏观经济的景气程度、上市公司经营业绩、投资者预期等多重因素影响，宏观经济运行的周期性可通过多种渠道传导至证券行业，使证券行业经营也具有较为明显的周期性特征。从沪深300指数走势和证券行业营收、利润走势可知，证券行业的整体经营情况与证券市场景气度密切相关，两者变动方向和幅度保持高度的一致性。

图26：2011-2018年沪深300指数走势与证券行业营业收入表现



数据来源：中国证券业协会、Wind、广发证券发展研究中心

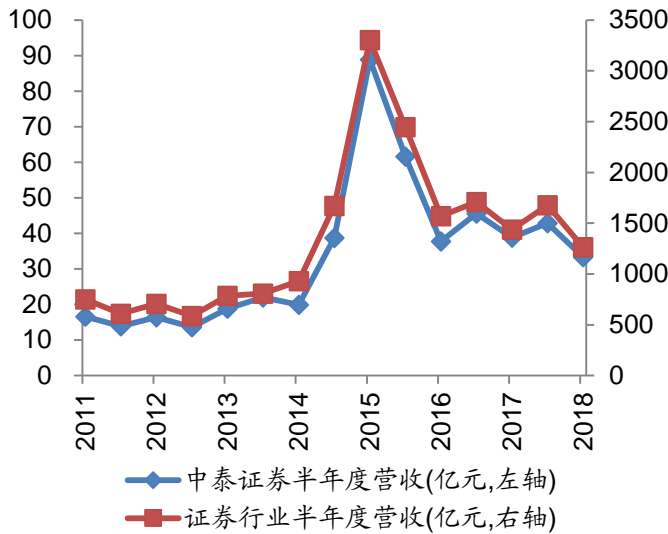
图27：2011-2018年沪深300指数走势与证券行业净利润表现



数据来源：中国证券业协会、Wind、广发证券发展研究中心

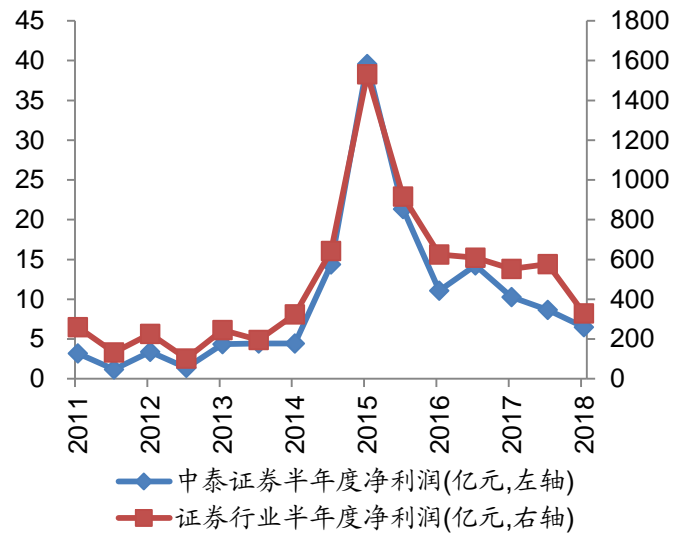
就中泰证券而言，业绩变动与证券业行业、证券市场行情保持高度一致。具体而言，2012年，中国证券市场持续震荡、股票成交金额减少，叠加股票发行节奏放缓，中泰证券收入同比下降1.17%至30.11亿元、净利润同比增8.17%至6.41亿元。2013年，证券市场交易活跃程度提高叠加中泰证券丰富经纪业务产品种类，经纪业务快速增长；融资融券、股票质押式回购等资本中介业务快速发展，中泰证券营业收入同比增长35.53%至40.81亿元、净利润同比增长84.63%至8.78亿元。2014年，证券市场市场交易量显著增加，叠加融资融券等资本中介业务继续快速发展和启动新三板做市业务制度，中泰证券营业收入同比增长43.94%至58.74亿元、净利润同比增长114.27%至18.82亿元。2015年上半年证券市场走势偏强，且下跌趋势中交易量仍维持高位，叠加新三板业务发展将成为证券公司经纪业务新的增长点，中泰证券营业收入同比增长156.12%至150.45亿元、净利润同比增长223.56%至60.91亿元。2016年股票市场行情持续低迷，公司证券经纪及证券投资业务收入同比下降，中泰证券营业收入同比减少44.59%至83.37亿元、净利润同比减少58.41%至25.33亿元。2017年证券市场行情整体持续震荡，同时股票再融资和债券发行市场萎缩，公司证券经纪和投资银行业务收入同比下滑，中泰证券营业收入同比减少2.01%至81.69亿元、净利润同比减少25.16%至18.96亿元。2018年上半年，证券市场行情整体低迷、叠加去杠杆政策持续推进落地，中泰证券营业收入同比减少14.11%至33.36亿元、净利润同比减少36.80%至6.50亿元。

图28: 2011-2018H1中泰证券营业收入变动与证券行业高度一致



数据来源: 中国证券业协会、中泰证券公司公告、广发证券发展研究中心

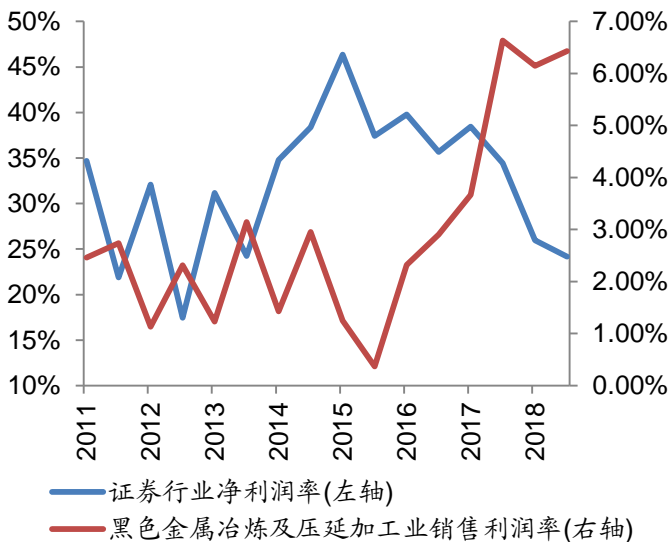
图29: 2011-2018H1中泰证券净利润变动与证券行业高度一致



数据来源: 中国证券业协会、中泰证券公司公告、广发证券发展研究中心

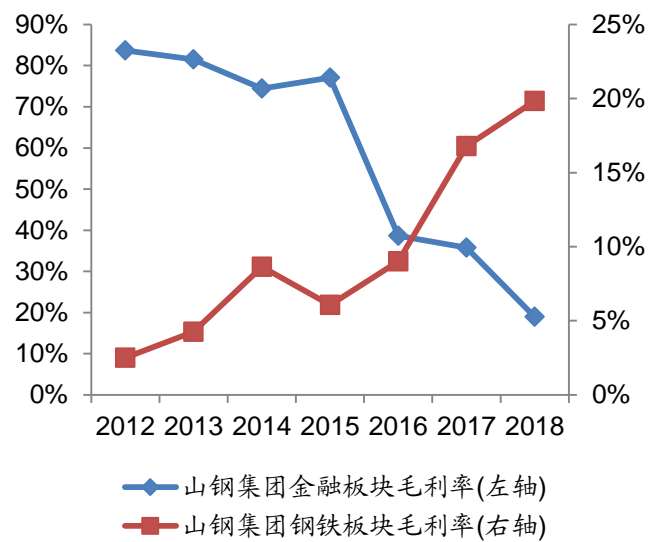
从金融行业的周期性来观测,我国证券行业净利润率与黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率走势基本相反,金融板块的盈利周期性异步于钢铁板块;山钢集团亦不例外。

图30: 2011-2018年证券行业净利润率与黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率走势



数据来源: 中国证券业协会、国家统计局、广发证券发展研究中心

图31: 2012-2018年山钢集团金融板块与钢铁板块毛利率走势



数据来源: 公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018年的数据仅更新至2018年三季度

## 2、现金获取: EBITDA整体随利润总额波动而波动

证券公司经营、投资、筹资活动现金流入、流出与传统制造业企业的三项活动现金流差异较大。考虑到我们的分析目的，我们主要从中泰证券的EBITDA来切入。

表 18: 中泰证券经营、投资和筹资活动现金流流入与流出构成

	现金流入	现金流出
经营活动现金流	收取利息、手续费及佣金的现金、拆入资金净增加额、回购业务资金净增加额和代理买卖证券款收到的现金等	交易性金融资产支付净额、融出资金净增加额、代理买卖证券支付的现金净额、代理买卖利息、手续费及佣金的现金、支付给职工以及为职工支付的现金等
投资活动现金流	收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金等	投资支付的现金、购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金等
筹资活动现金流	吸收投资收到的现金、发行债券收到的现金等	偿付债务支付的现金、分配股利、利润或偿付利息支付的现金等

数据来源：中泰证券首次公开发行股票招股说明书、广发证券发展研究中心

中泰证券的EBITDA主要包括利润总额和利息支出。2013-2018年，中泰证券EBITDA整体随利润总额剧烈波动而波动。2018年前半年，公司实现EBITDA25.53亿元。

表 19: 2013-2018H1中泰证券利润总额及EBITDA

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
利润总额 (亿元)	11.73	25.13	80.27	31.83	23.77	8.32
EBITDA (亿元)	16.80	35.47	110.01	55.23	47.51	25.53

数据来源：中泰证券公司财报、广发证券发展研究中心

### 3、风险管控：资本充足性和安全性较高，风险管控能力持续抬升

从中泰证券各项风险控制指标来看，根据证监会2016年6月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》(2016年修订版)及《证券公司风险控制指标计算标准规定》，中泰证券以净资本为核心的各项风险指标均高于证监会制定的监管标准，中泰证券资本充足性和安全性较高。

表 20: 2015-2018H1中泰证券风险控制指标

指标名称	预警标准	监管标准	2015	2016	2017	2018
净资本 (亿元)	-	-	259	227	205	201
净资产 (亿元)	-	-	305	305	317	316
风险覆盖率	≥120%	≥100%	307.58%	320.86%	224.85%	229.25%
资本杠杆率	≥9.6%	≥8%	21.71%	21.89%	19.00%	17.85%
流动性覆盖率	≥120%	≥100%	158.71%	222.19%	185.41%	548.62%
净稳定资金率	≥120%	≥100%	147.98%	154.29%	139.45%	152.87%

净资本/净资产	>=24%	>=20%	84.94%	74.33%	64.82%	63.74%
净资本/负债	>=9.6%	>=8%	51.48%	54.58%	35.17%	32.49%
净资产/负债	>=12%	>=10%	60.61%	74.43%	54.26%	50.97%
自营权益类证券及证券衍生品/净资本	<=80	<=100	49.63%	51.31%	56.79%	58.74%
自营非权益类证券及证券衍生品/净资本	<=400	<=500	86.22%	102.63%	89.74%	109.33%

数据来源：《证券公司风险控制指标管理办法》、中泰证券公司财报、广发证券发展研究中心

备注：（1）根据《证券公司风险控制指标管理办法》，设有子公司的证券公司应当以母公司数据为基础，编制风险控制指标监管报表。中泰证券净资产、净资本及风险控制指标按照母公司口径；（2）部分指标计算：风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和×100%；资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额×100%；流动性覆盖率=优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%；净稳定资金率=可用稳定资金/所需稳定资金×100%；（3）2015年末的净资本及相关比例已根据《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版）重溯；（4）2018年的数据仅更新至2018年6月末

#### 4、未来发展：随证券行业周期波动，资本资产规模雄厚、业务结构体系健全、创新能力及风险控制能力强夯实盈利持续性

如上所述，中泰证券业绩变动与证券业行业、证券市场行情保持高度一致。此外，中泰证券资本资产规模雄厚、业务结构体系健全，证券公司分类评价、风险控制指标在同行业企业中排名领先。对于未来，我们认为当前的业务、风控等多方面的竞争优势叠加区位优势、创新优势将夯实中泰证券盈利的持续性。

**资本资产规模雄厚。**截至2017年，中泰证券总资产1154亿元、位于行业第16位，净资产320亿元、位于行业第15名，净资本220亿元、位于行业第18名，资产、资本规模位于全国券商前列。

**业务结构体系健全。**中泰证券在业务资质方面与国内第一梯队券商基本相同，基本实现了全牌照经营（经纪业务资格、网上交易业务资格、外汇交易业务资格、报价转让业务资格、为期货公司提供中间介绍业务资格、融资融券业务试点资格、保荐人资格、直投业务试点资格、企业债券主承销商资格、从事代办股份转让主办券商业务资格、资产管理业务资格、证券自营业务资格、国债买断式回购业务资格、银行间债券市场交易和结算成员资格、银行间同业拆借资格、证券投资咨询资格、证券投资基金代销业务资格、LOFs基金申购业务资格、“上证基金通”业务资格、全部ETF的一级交易商资格等）。

**区位优势政策优势显著。**中泰证券实际控制人为山东省国资委，为唯一一家总部设在山东省的证券公司；依托地域优势及地方性政府政策支持，中泰证券在山东省内业务优势非常明显。此外，山东地处环渤海经济圈、新亚欧大陆桥经济带、沿黄经济区的叠加地带，经济总量和发展速度处于全国前列，上市和拟上市企业众多，居民投资意识日益增强，为公司各项业务的拓展提供了丰富的资源。2006年发布的《山东省人民政府关于做强做大我省金融业的意见》（鲁政发〔2006〕123号）和2010年印发的《山东省人民政府会议纪要》（〔2010〕第59号），明确提出要把中泰证券“打造为实力较强、法人治理结构完善、内控机制健全、业务资格齐备的证券公司，成为山东资本市场发展的坚实平台”、“全面提高各业务领域的市场份额，努力

增强市场竞争能力，尽快进入全国券商第一梯队”。

**体制机制市场化程度高。**按照市场化原则，不断进行体制机制创新，构建了市场导向型的管理体制和运行机制，为各项业务的开拓发展提供了有利的政策环境。

**表 21：中泰证券搭建与执行市场化程度高的体制机制**

	体制机制安排
管理体制	推行扁平化管理体制、划小核算单位、最大限度地减少中间环节，促使业务发展与个人发展紧密结合，激发了各业务团队积极开拓市场、快速响应市场需求并占领市场的工作主动性，提高了政策执行力和市场竞争力
人才引进	以市场化方式创新机制，采取在北京、深圳等高端人才聚集区设立分公司、子公司，构建高端人才职业发展平台等措施，克服济南地域限制、引进高端人才
薪酬激励	实行与市场化接轨的差异化薪酬制度，在业务部门推行岗位专业技术职级管理体系

数据来源：中泰证券首次公开发行股票招股说明书、广发证券发展研究中心

**积极顺应市场发展趋势、努力抢占行业创新的制高点。**在软实力建设上，中泰证券搭建良好的业务创新文化和创新奖励机制以提高全员业务创新和管理创新的积极性；在实际操作层面，中泰证券已取得柜台市场、约定购回、股票质押式回购、金融产品代销等多项业务资格；并在多项创新业务上成绩卓越，中泰证券先后取得首批开展港股通业务资格、中登公司首批网上开户业务创新试点资格，设立国内首个以旅游景区索道运营收入作为现金流支持发行的资产证券化项目，发行市场首批信托公司Pre-ABS项目，发行国内首单担保公司可续期公司债券等。公司高度重视金融科技发展，借助人工智能、大数据、云计算、生物识别等技术手段，全面推动各项业务与金融科技深度融合。

**风险管控能力强且持续抬升：**从中泰证券各项风险控制指标来看，根据证监会2016年6月公布的《证券公司风险控制指标管理办法》（2016年修订版）及《证券公司风险控制指标计算标准规定》，中泰证券以净资本为核心的各项风险指标均高于证监会制定的监管标准，中泰证券资本充足性和安全性较高。

## （二）财务公司：为成员单位提供金融服务，资产规模持续扩张、业务规模不断增大、盈利能力较强

山东钢铁集团财务有限公司（简称“财务公司”）是是2012年经金融监管部门批准由山东钢铁集团有限公司、济钢集团有限公司、莱芜钢铁股份有限公司、山东金岭矿业股份有限公司、中国信达资产管理股份有限公司（已于2014年退出）共同发起设立的非银行金融机构。主要为山钢集团成员单位提供金融服务，其业务范围为以下人民币及外币业务：对成员单位办理财务和融资顾问、信用鉴证及相关的咨询、代理业务；协助成员单位实现交易款项的收付；经批准的保险代理业务；对成员单位提供担保；办理成员单位之间的委托贷款及委托投资；对成员单位办理票据承兑与贴现；办理成员单位之间的内部转账结算及相应的结算、清算方案设计；吸收成员单位的存款；对成员单位办理贷款及融资租赁；从事同业拆借；中国银行业监

督管理委员会批准的其他业务。

从2012-2018年财务公司发展与经营情况来看，财务公司资产规模持续扩张、业务规模不断增大，盈利能力较强。截至2018年三季度，财务公司总资产达126亿元、净资产达37亿元、资产负债率为70.55%；2018年前三季度，财务公司实现营业收入3.62亿元、净利润1.96亿元、净利润率高达54.14%。

表 22：2012-2018年山东钢铁集团财务有限公司的发展和经营情况

	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	资产负债率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润率
2012	32	16	48.10%	1.07	0.40	37.38%
2013	60	17	71.06%	1.66	1.05	63.25%
2014	52	18	64.83%	1.36	0.77	56.62%
2015	113	18	84.51%	3.01	0.70	23.26%
2016	166	34	79.58%	5.99	1.02	17.03%
2017	145	35	75.71%	4.07	2.09	51.35%
2018	126	37	70.55%	3.62	1.96	54.14%

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：2018 年的数据仅更新至 2018 年前三季度

### （三）山钢金控：致力于打造为具有产融结合优势的“大金控、大资管、全牌照”金融控股集团

2015年9月9日，山钢集团于深圳前海成立全资子公司山钢金融控股（深圳）有限公司（简称“山钢金控”），注册资本金40亿元。山钢金控拥有权属全资子公司6个，控股公司4个、参股公司32个。其主要从事融资租赁、普惠金融、资产管理、海外平台等业务，涵盖对外投资及管理、投资咨询、托管经营、资本运营、融资担保、互联网金融服务、基金管理及运作、企业管理及咨询服务等领域。

表 23：山钢金融控股（深圳）有限公司商业模式简析

	详情
做强普惠金融	山钢金控普惠金融板块包含山钢金控互联网金融服务（深圳）有限公司，济南市历城区钢城小额贷款有限公司、舜泰商业保理（上海）有限公司。围绕上下游产业链开展核心业务，形成了全方位、有效为社会所有阶层和群体提供服务的金融体系
做大资产管理	山钢金控立足“大金控、大资管、全牌照”战略定位，以资产整合为契机，积极探索资产管理与处置业务，重点推进银行、保险等牌照类公司的并购整合工作，充分挖掘资本市场价值，实现资产管理运营创利
做专融资租赁	山钢金控融资租赁板块是山钢金控专门从事融资租赁业务的重要成员，旗下拥有济钢国际融资租赁、山钢金控（深圳）融资租赁等两家区域的租赁公司

## 用好海外平台

山钢金控加快推进海外发展，于 2016 年 9 月份整合了济钢香港控股有限公司和济钢新加坡公司，形成了海外业务板块，实现了布局香港和新加坡这两个全球重要金融市场

数据来源：山钢金融控股（深圳）有限公司官网、广发证券发展研究中心

根据山钢金控官网新闻，2016 年山钢金控实现营业收入 40 亿元、利润总额 9000 万元；2017 年山钢金控实现营业收入 87.3 亿元、利润总额 1.32 亿元。

《山东钢铁集团新旧动能转换三年行动计划》要求山钢金控：作为产业金融板块，产融互动、做特色金融、依托集团各产业发展、成为集团各产业的依托，最终在产业金融板块将其打造为具有产融结合优势的“大金控、大资管、全牌照”金融控股集团。总体经营目标为：抓住山钢集团构建国有资本投资公司的有利时机，逐步扩充完善金融产业空间布局，进入中国金融中心上海，建立有自身特色的金融产业，并根据资产整合规划，适时进入银行、保险、信托等金融领域，全力打造具有一定规模的金控集团。

表 24：山钢金控 2017-2019 年发展目标

	资产规模	净资产收益率	从业人员	风控能力	总体
目标	超过 150 亿元	9%以上	超过 200 人	中上游水平	金融产业主体公司营业收入和效益水平进入可比行业前五名，力争前三名

数据来源：山钢金融控股（深圳）有限公司官网、广发证券发展研究中心



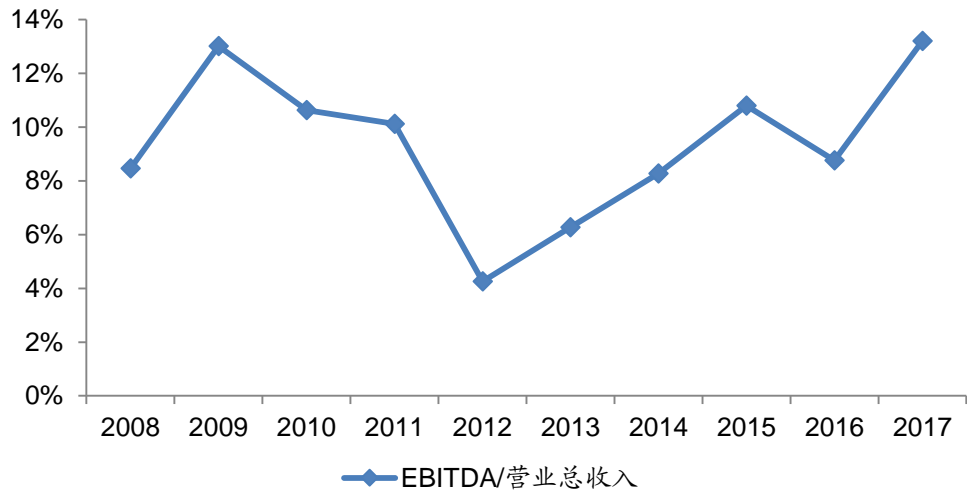
### 三、财务分析：盈利能力渐强、但净利润率仍偏低，资金运营效率、偿债能力仍需提升

#### （一）盈利能力：逐步提升、但净利润率仍偏低，非经常性损益占比较高

##### 1、创利能力：钢铁板块毛利率持续抬升，2013-2017年山钢集团盈利能力稳定提升

考虑到钢铁行业属于重资产行业，企业固定资产的折旧额占营业收入比重较大，因此选取息税折旧摊销前利润（EBITDA）与营业总收入的比值这一指标作为企业利润率。2008-2009年山钢集团盈利能力震荡抬升，2010-2012年盈利能力下行，2013-2017年山钢集团盈利能力稳定提升，2017年息税折旧摊销前利润（EBITDA）与营业总收入的比值达13.20%，较2012年提升8.49个百分点，为2008年至今峰值。

图32：2013-2017年山钢集团盈利能力稳步提升



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

囿于数据可得性，我们对具体业务盈利能力的拆解将通过毛利率、期间费用率来展开。2008-2012年，山钢集团主营业务毛利率持续下行；2013-2018年，山钢集团主营业务毛利率单边上行，2012年山钢集团销售毛利率仅为5.44%，2018年前三季度已达16.29%，期间累计抬升10.85个百分点。

结合前述山钢集团业务拆分，我们再次对其各项业务盈利能力进行拆解：（1）**钢铁**：收入和利润的主要来源，2013-2018年钢铁板块毛利率持续抬升，2018年前三季度坯材业务毛利率为19.84%，期间累计抬升个17.34百分点；（2）**金融**：受累行业景气下行叠加行业竞争加剧，2013-2018年金融板块毛利率震荡下滑，2018年前三季度金融板块毛利率为18.99%，期间累计下降64.71个百分点；（3）**机械、建筑板块、耐材板块**2013-2018年期毛利率震荡抬升，其中机械、建筑板块2018年前三

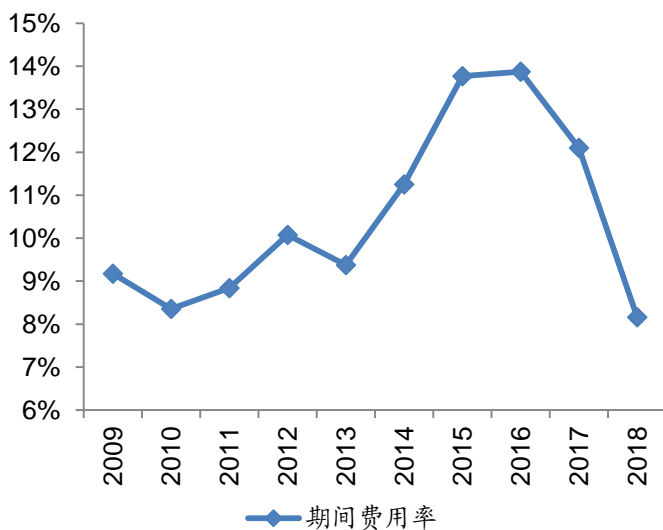
季度毛利率达19.52%、期间累计抬升7.47个百分点，耐材板块2018年前三季度毛利率达36.03%、期间累计抬升25.62个百分点；（4）矿业板块盈利能力波动较大，2013-2015年单边下行至12.61%、2016-2018年震荡上行，2018年前三季度毛利率为27.67%。（5）物流板块盈利能力持续下滑，2018年前三季度毛利率仅为4.77%，期间累计下滑9.32个百分点。

## 2、期间费用：持续下行、绝对值处大钢厂中位数水平，财务费用率有下行空间

囿于山钢集团业务覆盖钢铁、金融等多板块，各业务板块行业特性差异较大、期间费用构成和期间费用率差异较大，尤其以金融板块为例，2017年、2018年上半年申万证券板块29家证券上市公司管理费用占营收的比重分别高达46.61%和48.79%，因此我们在分析山钢集团期间费用时结合数据的可得性将公司报表拆分为两部分，一部分为中泰证券，另一部分山钢集团剔除中泰证券（前提假设为中泰证券与山钢集团无关联交易）。

2009-2016年，山钢集团（剔除中泰证券）期间费用率由9.18%震荡抬升至13.88%，期间费用率累计上行4.70个百分点；2017-2018年上半年，山钢集团期间费用率持续下行至8.16%，期间费用率累计下行5.72个百分点。横向来对比来看，2018年上半年，山钢集团期间费用率为8.16%，在前十大钢厂中处于中游水平。

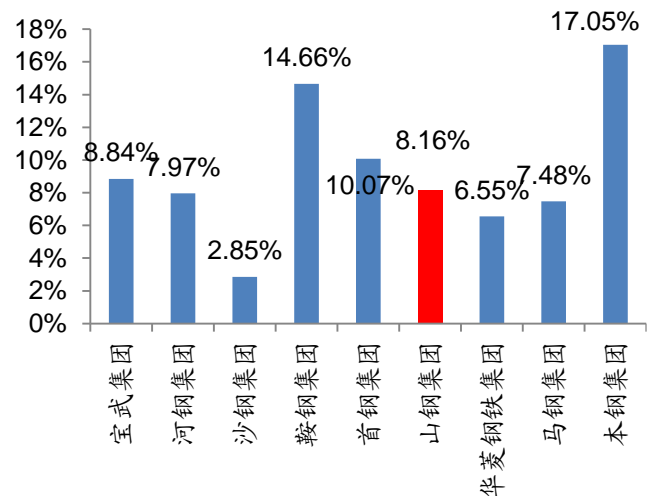
图33：2009-2018年山钢集团剔除中泰证券后的期间费用率走势



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：2018年的数据仅更新至2018年二季度

图34：2018年上半年前十大钢厂期间费用率对比



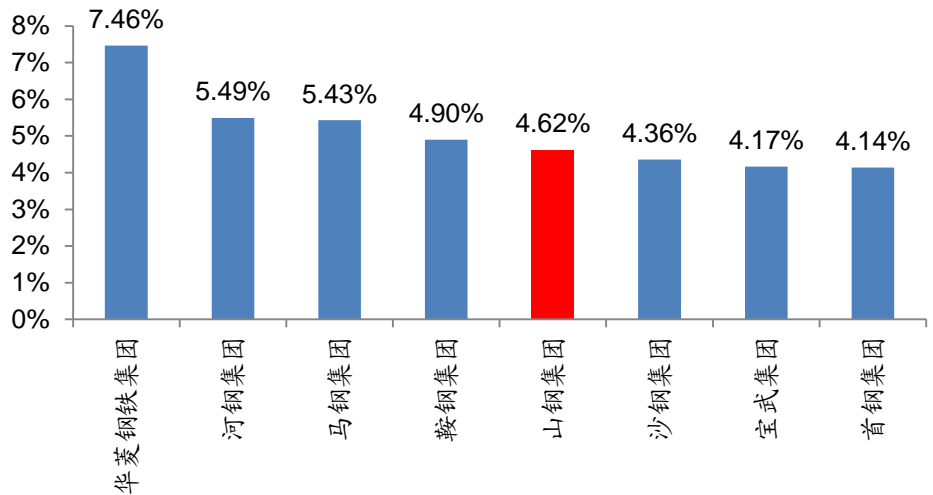
数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：山钢集团数据已剔除中泰证券

囿于数据可得性，我们将不对山钢集团销售和管理期间费用率进行横向比较。就财务费用而言，受累山钢集团债务规模较大、资产负债率高企等因素，山钢集团银行借款利率上浮、有息债务综合利率较高。我们依据前十大钢铁集团可得数据可计算得到2017年钢铁集团有息负债的综合利率（利息支出/2016与2017年期末有

息负债的均值)，山钢集团2017年有息负债的综合利率达4.62%，高于首钢集团、宝武集团和沙钢集团。

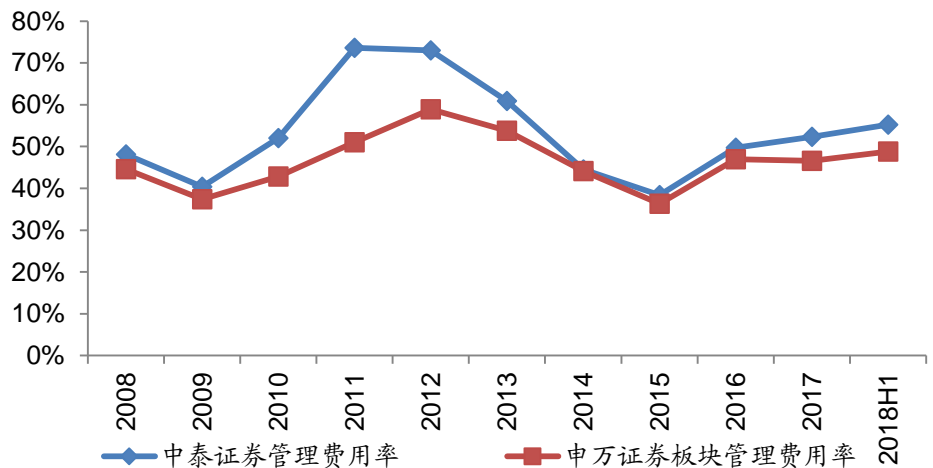
图35：2017年钢铁集团有息负债综合利率测算



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

而就中泰证券而言，中泰证券管理费用率与申万证券板块29家证券公司加权平均管理费用率走势基本一致，2018年上半年，中泰证券管理费用率达55.22%，较申万证券板块29家证券公司加权平均管理费用率高6.42个百分点；降费增效仍存空间。

图36：2008-2018年上半年中泰证券管理费用率与申万证券板块29家证券公司加权平均管理费用率走势



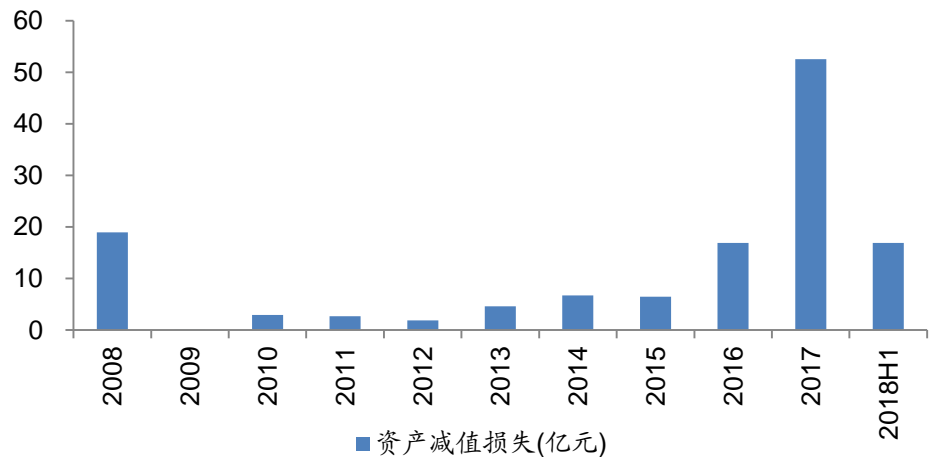
数据来源：中泰证券公司财报、广发证券发展研究中心

### 3、资产减值损失：山钢产能调整济钢钢铁产能关停、国家和地方政府政策性停产致减值损失规模激增

通过观测2008-2018年上半年山钢集团资产减值损失规模来看，2016-2018年资产减值损失激增，剔除正常计提减值之外，山钢产能调整济钢钢铁产能关停、国家和地方政府政策性停产是该阶段减值损失激增的主因。往后看，济钢钢铁产能彻底

关停叠加山钢集团持续转型升级，巨额减值损失或得以避免。

图37: 2008-2018年上半年山钢集团资产减值损失



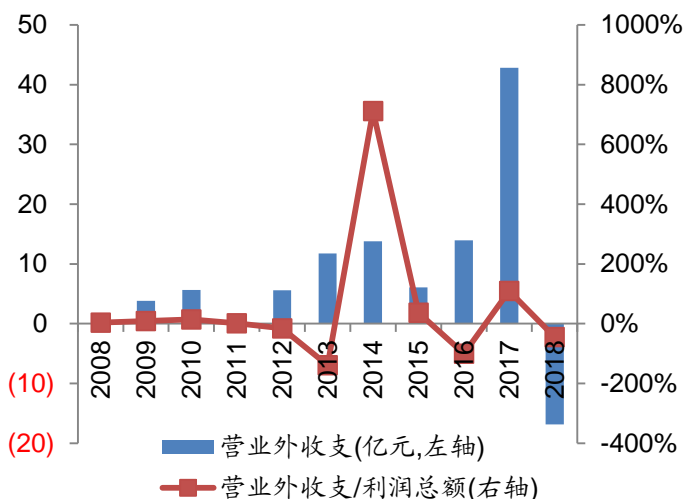
数据来源: 公司财报 (来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

#### 4、营业外收支: 非经常性损益占比较高, 公司盈利或具备一定的不确定性

2008-2017年, 山钢集团营业外收支均为正, 即增加山钢集团利润总额。其中:

- (1) 2008-2011年公司营业外收支占利润总额的比重达4.23%、9.07%、14.64%和1.29%;
- (2) 2012、2013、2014、2016和2017年公司营业外收支大于利润总额 (即公司利润总额剔除营业外收支后为负); 2015年公司营业外收支为6亿元、占当年利润总额的比重为37.23%。
- (3) 2018年前三季度, 公司营业外收支为-17亿元、利润总额达38亿元, 即公司营业外收支对利润总额构成44.87%的负贡献。

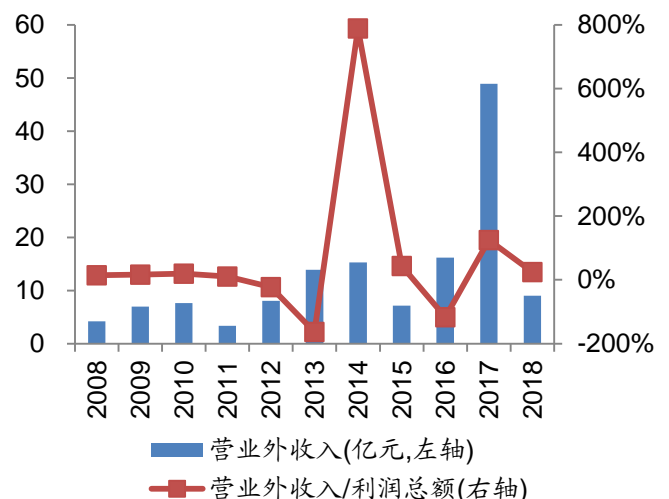
图38: 2008-2018年山钢集团营业外收支规模及其占利润总额的比重走势



数据来源: 公司财报 (来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018年的数据仅更新至2018年三季度

图39: 2008-2018年山钢集团营业外收入规模及其占利润总额的比重走势



数据来源: 公司财报 (来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018年的数据仅更新至2018年三季度

通过分析山钢集团的营业外收支构成可知：政府补助是山钢集团营业外收入的重要组成部分，山东省政府和济南市政府给予了山钢集团充足的资金支持以支持山钢结构调整和济钢转型发展。

表 25：2012-2018 年山钢集团营业外收支拆解

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018
营业外收入 (亿元)	8.04	13.90	15.27	7.15	16.17	48.93	9.03
政府补助 (亿元)	5.92	3.77	4.88	3.58	5.42	45.33	1.25
债务重组利得 (亿元)	0.06	0.01	0.09	0.02	0.53	1.68	0.57
非流动资产处置利得 (亿元)	0.93	1.84	4.56	-	-	-	-
营业外支出 (亿元)	2.45	2.12	1.49	1.06	2.22	6.10	25.87
营业外收支 (亿元)	5.59	11.77	13.78	6.09	13.95	42.83	-16.84

数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

根据《山东钢铁集团有限公司2019年度第二期超短期融资券募集说明书》，根据山钢集团与省政府和济南市政府达成的初步协议，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100亿元，资金计划在未来2-3年内到位。截至2018年9月末，公司已收到济南市政府的100亿元和山东省政府的78.53亿元的资金支持，山东省政府财政资金余187.41亿元尚未到位。

需要提请注意的是，山钢集团利润总额中较大部分来自非流动资产处置利得、政府补助等，对未来盈利产生不确定性影响，存在一定非经常性损益占比较高风险。

5、盈利能力：经常性业务盈利逐步改善，但受累期间费用高企、净利率仍处于较低水平，资产减值损失与非营业利润波动较大

综合来看，山钢集团综合毛利率持续抬升，2013年仅为7.31%，2018年前三季度期间毛利率上升至16.98%；但受累业务景气周期不同，期间费用率波动较为剧烈，但2015-2018年前三季度期间费用率由20.72%持续下行至11.24%。销售净利率与2017年由负转正，2018年前三季度山钢集团销售净利率为1.47%。

表 26：2013-2018 年山钢集团业务毛利率及期间费用率拆解

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018
钢铁板块毛利率	4.25%	8.63%	6.07%	9.00%	16.79%	19.84%
机械、建筑板块毛利率	22.25%	13.41%	13.49%	22.00%	18.06%	19.52%
物流板块毛利率	8.52%	5.93%	4.44%	6.55%	7.68%	4.77%
矿业板块毛利率	26.32%	24.35%	12.61%	22.32%	32.17%	27.67%
耐材板块毛利率	9.58%	16.85%	16.44%	21.52%	26.07%	36.03%

期间费用率（不含中泰证券）	9.37%	11.25%	13.77%	13.88%	12.10%	8.16%
销售净利率	-1.51%	-0.95%	-0.68%	-2.91%	1.39%	1.47%

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：2018 年期间费用率数据仅可更新至 2018 年上半年，其余毛利率及净利率数据囿于数据可得性仅可更新至 2018 年前三季度

回归利润表，我们将山钢集团利润表进行拆解可知：剔除资产减值损失，山钢集团 2015、2017 和 2018 年前三季度主营业务贡献正利润（2017-2018 年资产减值损失增幅明显）；2013-2017 年，营业外收支是山钢集团利润总额的重要来源，其中 2014 和 2017 年营业外收支致山钢集团在负营业利润的基础上实现正利润总额，2018 年前三季度营业外收支 -17 亿元，大幅侵蚀山钢集团利润。

表 27：2013-2018 年前三季度山钢集团利润表简示

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018
营业总收入（亿元）	1207	1160	1021	1025	1352	1124
营业成本（亿元）	1080	999	766	819	1075	933
营业税金及附加（亿元）	9	9	15	10	13	10
期间费用（亿元）	134	150	178	172	197	123
资产减值损失（亿元）	5	7	6	17	53	43
其他业务成本金融类（亿元）	8	16	51	35	30	0
其他经营收益（亿元）	8	9	5	1	9	43
营业利润（亿元）	-20	-12	10	-28	-4	54
营业外收支（亿元）	12	14	6	14	43	-17
利润总额（亿元）	-9	2	16	-14	39	38
所得税（亿元）	9	12	22	13	22	21
净利润（亿元）	-18	-10	-6	-27	18	17

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2012 年度第一期中期票据募集说明书》、公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

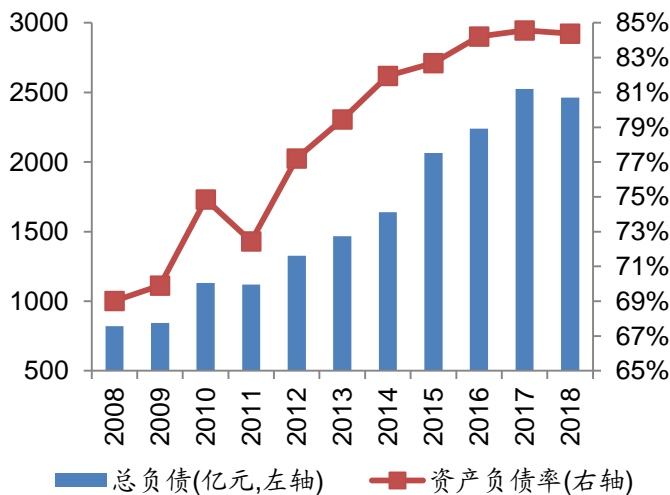
综上，从主营业务来看，钢铁主业规模、区域、产品优势明显，供给侧改革持续深化叠加日照精品基地项目投产放量，钢铁板块盈利能力将保持较好水平；非钢板块以证券为例，中泰证券规模大、区位优、业务全、风控强，将进一步补充山钢集团的盈利。但需提请注意的是，主要创收与创利的钢铁与金融板块本身具备一定的周期属性，行业景气度将对公司盈利带来一定程度的波动。从费用率的角度来考

考虑，山钢集团钢铁板块和金融板块期间费用率仍存在进一步下降的空间。受累2016年开始山钢集团转型发展和济钢关停影响，山钢集团资产减值损失波动较大，随着济钢彻底关停，巨额减值损失或得以避免。需要特别提请注意的是，山钢集团利润总额中较大部分来自非流动资产处置利得、政府补助等，由于该类型收入具备不确定性，对公司未来盈利能力产生不确定性影响，存在一定非经常性损益占比较高风险。

## （二）偿债能力：债务结构逐步优化、偿债能力逐步增强，但负债规模、资产负债率中期或仍高企

**总负债规模及资产负债率。**为满足产能扩张、产业技术升级与项目建设资金需要，2008-2017年山钢集团债务规模持续扩张；截至2017年，山钢集团总负债达2526亿元，较2008年年底累计增长207.29%；资产负债率则由2008年年底的69.01%持续攀升至2017年的84.56%。**2018年前三季度**，受益一年内到期的非流动负债集中偿还，山钢集团负债规模下降2.47%至2463亿元，资产负债率下降0.19PCT至84.38%。如若将中泰证券剔除，山钢集团资产负债率走势与前述指标基本一致；**2018年上半年**，山钢集团剔除中泰证券负债规模为1531亿元、资产负债率达92.50%（较2016年阶段峰值下降1.07个百分点）。

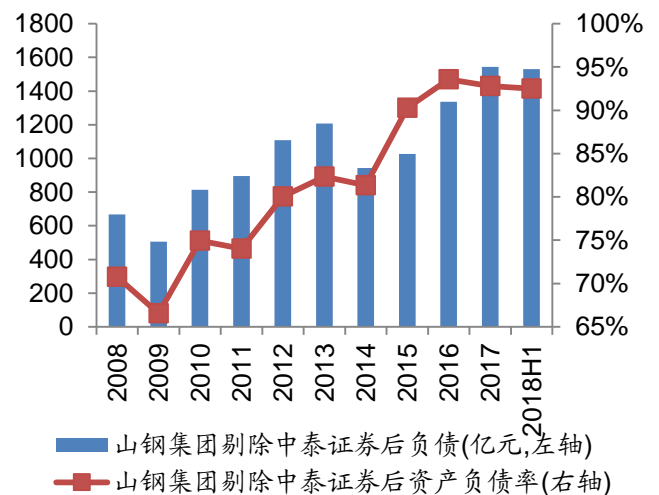
图40：2008-2018年三季度山钢集团总负债规模及资产负债率变化



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：2018年的数据仅更新至2018年三季度

图41：2008-2018年上半年山钢集团剔除中泰证券负债及资产负债率走势



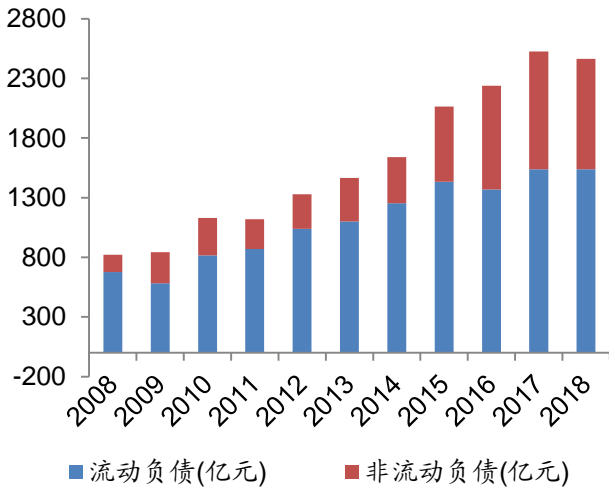
数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

备注：2018年的数据仅更新至2018年上半年

**债务期限结构：**山钢集团负债以流动负债为主，但债务期限结构逐步长期化。2008-2018年前三季度流动负债累计增长127.54%至1537亿元，流动负债的占比由82.21%下行至62.42%；非流动负债累计增533.15%至926亿元，非流动负债的占比由17.79%上行至37.58%。

**债务付息结构: 山钢集团债务以有息负债为主,但占比有所降低。**2014-2017年,山钢集团有息债务规模由1148亿元持续增长至1798亿元,有息债务占总负债比重于2017年达到71.20%。2018年前三季度,山钢集团偿付部分债务,有息债务规模降7.65%至1661亿元,有息债务占总负债比重降3.78PCT至67.42%。

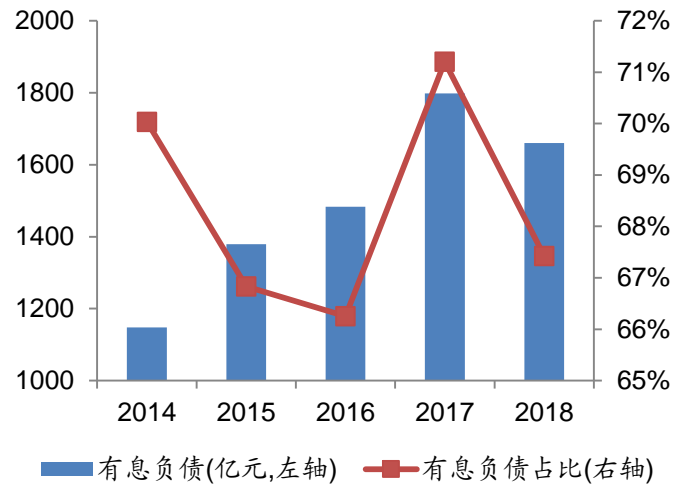
图42: 2008-2018年山钢集团流动负债与非流动负债规模变化



数据来源: 公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018年的数据仅更新至2018年三季度

图43: 2018年山钢集团有息负债规模、有息负债占比均下降



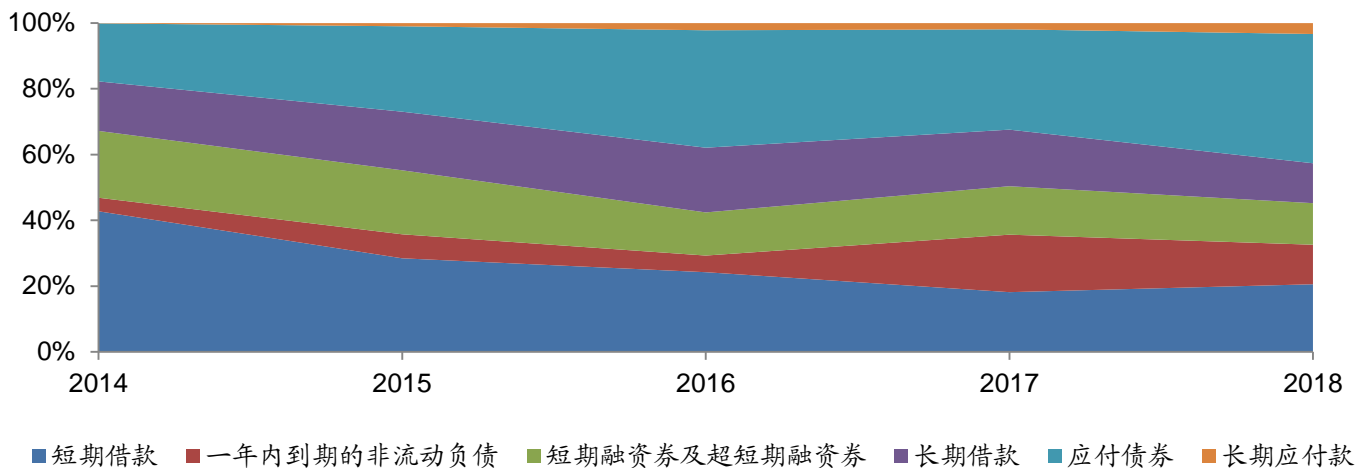
数据来源: 公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018年的数据仅更新至2018年前三季度

**有息债务规模及结构: 山钢集团有息债务结构长期化、逐步优化。**山钢集团的有息债务构成主要有短期借款、一年内到期的非流动负债、短期融资券及超短期融资券、长期借款、应付债券和长期应付款;其中短期有息负债以短期借款为主、长期有息负债以应付债券为主。2014-2018年,山钢集团短期有息债务占比由67.20%下行至45.22%、长期有息债务占比由32.80%上行至54.78%。截至2018年三季度,山钢集团短期有息债务达751亿元,其中短期借款341亿元、占比20.55%,短期融资券及超短期融资券210亿元、占比12.65%,一年内到期的非流动负债200亿元、占比12.02%;长期有息债务910亿元,其中应付债券653亿元、占比39.33%,长期借款202亿元、占比12.15%,长期应付款55亿元、占比3.31%。



图44: 2014-2018年山钢集团有息债务拆解



数据来源: 《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、公司财报 (来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

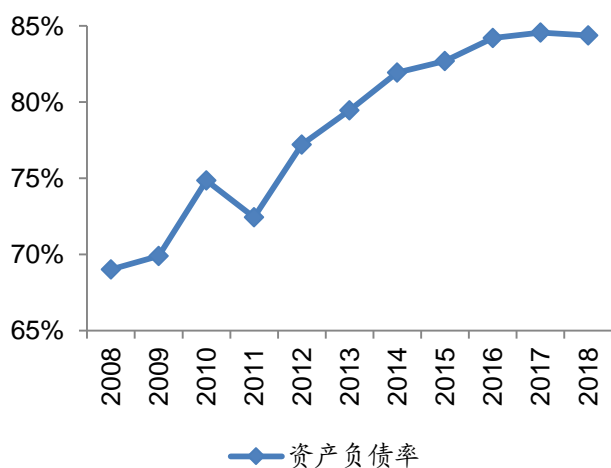
备注: 2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

**具体到债券**, 截至2019年2月末, 山钢集团债券余额共552亿元, 其中1年内到期余额325亿元、1-3年到期余额为177亿元, 3-5年到期余额为50亿元。假设山钢集团维持存量债券, 2019-2021年山钢集团需偿还债券354亿元、102亿元和133亿元。

接着我们将从短期和偿债指标对山钢集团偿债能力进行分析:

**短期偿债指标:** 2014-2018年前三季度, 山钢集团流动比率由0.62倍持续走高至1.02倍, 速动比率则由0.40倍持续走高至0.84倍, 短期偿债能力逐步提升。但从绝对值来看, 山钢集团债务规模较大、资产负债率较高, 短期偿债能力有待增强。

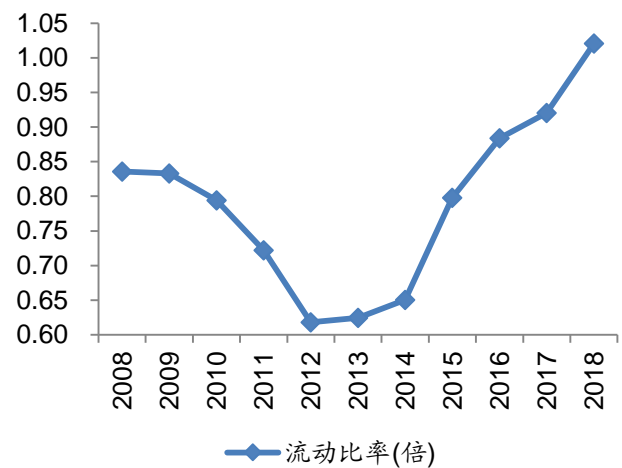
图45: 2008-2018年山钢集团资产负债率走势



数据来源: 、公司财报 (来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年数据更新至 2018 年前三季度

图46: 2014-2018年山钢集团流动比率持续攀升



数据来源: 公司财报 (来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年数据更新至 2018 年前三季度

**长期偿债指标:** 受累山钢集团产能扩张、济钢搬迁、产业技术升级等因素, 山钢集团资产负债率震荡由2008年的69.01%攀升至2018年前三季度的84.38%。2015-2018年前三季度, 已获利息倍数(EBIT/利息费用)分别为1.23、0.66、1.49和1.66, 山钢集团可通过经营性活动对利息进行偿还、且覆盖利息的能力持续增强。

**表 28: 2015-2018年山钢集团长、短期偿债能力测度**

	2015A	2016A	2017A	2018年	2018年该指标分位数
流动比率(倍)	0.80	0.88	0.92	1.02	100%
速动比率(倍)	0.63	0.69	0.75	0.84	100%
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	1.23	0.66	1.49	1.66	60%
资产负债率(%)	82.69%	84.21%	84.56%	84.38%	90%

数据来源: 公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

备注: 2018年数据仅更新至2018年前三季度; 其中2018年该指标分位数为2018年该指标处于2008-2018年数据中所处的分位数, 100%为最大值、0%为最小值

### (三) 现金流: 短期经营活动现金流入稳健、投资现金仍将净流出、外部融资依赖强, 长期日照投产放量、获现能力或逐步增强

**经营活动产生的现金流量:** 我们曾在前述章节中就山钢集团经营活动现金流展开过分析, 剔除2017年(金融板块低迷、公司加大自营业务资金投入), 受益于钢铁行业景气上行叠加降本增效, 山钢集团盈利能力持续增强, 山钢集团经营活动现金流保持在较好水平。2018年前三季度, 受益钢铁板块、金融板块经营性现金流持续向好, 公司实现经营活动现金净流入188亿元, 其中流入1136亿元、流出948亿元。

**投资活动产生的现金流量:** 受累山钢集团日照钢铁精品基地建设和技术升级项目开展, 近年来山钢集团投资活动持续净流出; 具体而言, 2015-2018年前三季度投资活动分别净流出21亿元、6亿元、-11亿元和-10亿元。

**表 29: 2015-2018年山钢集团经营、投资和筹资活动现金流量拆解(单位: 亿元)**

	2015A	2016A	2017A	2018Q1-Q3
经营活动产生的现金流量净额	54	97	-32	188
经营活动现金流入小计	1234	1199	1479	1136
经营活动现金流出小计	1180	1102	1511	948
投资活动产生的现金流量净额	-21	-6	-11	-10
投资活动现金流入小计	41	469	81	70
投资活动现金流出小计	250	533	195	173
筹资活动产生的现金流量净额	188	16	137	-101
筹资活动现金流入小计	1550	1670	1453	1023

其中：吸收投资	67	30	20	10
借款	1014	1153	1112	999
筹资活动现金流出小计	1362	1654	1317	1124
其中：偿还债务	1244	1158	973	1038
现金及现金等价物净增加额	54	97	-32	188

数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

**筹资活动产生的现金流量：**受累山钢集团日照钢铁精品基地建设和技术升级项目开展，近年来山钢集团筹资规模较大，但从趋势上来看，随着山钢集团经营活动持续向好、投资规模逐步降低，山钢集团筹资活动现金由净流入转为净流出，2018年三季度，山钢集团筹资活动净流出101亿元，其中流入1023亿元、流出1124亿元。

对于未来，我们认为：**短期，经营活动方面，钢铁行业价、利中枢将逐步下移，叠加山钢集团日照精品基地部分投产，山钢集团经营活动现金流将整体保持稳定；投资活动方面，2019年日照钢铁精品项目的建设推进，投资活动现金流或仍将净流出；筹资活动方面，山钢集团资本支出压力较大，仍将较大程度的依赖外部融资。**

表 30：截至2018年9月山钢集团钢铁业务板块在建工程进度列示

项目名称	计划总投资 (亿元)	截至2018年9 月已投资(亿 元)	拟投资金额(亿元)		
			2018年剩余计划投资	2019年	2020年
日照钢铁精品基地项目	453.00	390.43	22.01	40.00	-

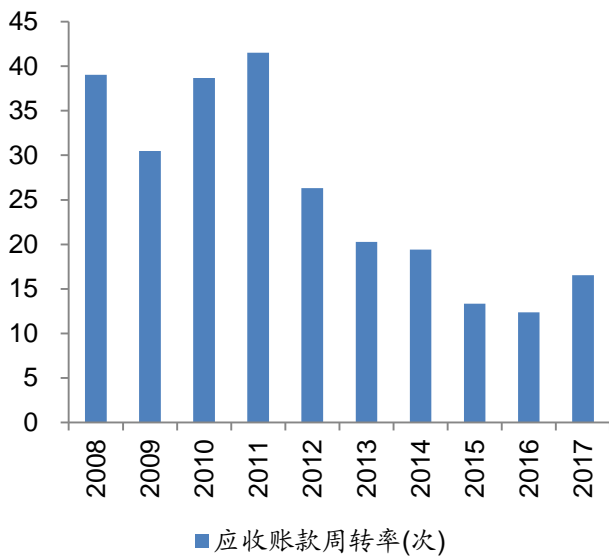
数据来源：《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

长期而言，随着在建工程逐步投产释放业绩、成本结构和品种结构全面优化、多角度挖潜增效，山钢集团钢铁主业的创利与获现能力将进一步增强，山钢集团的现金获取能力将持续增强，对外部融资的依赖度或将逐步下降。

#### （四）运营能力分析：资产运营效率偏低、资金占用较多，周转能力与行业均值相比仍存差距

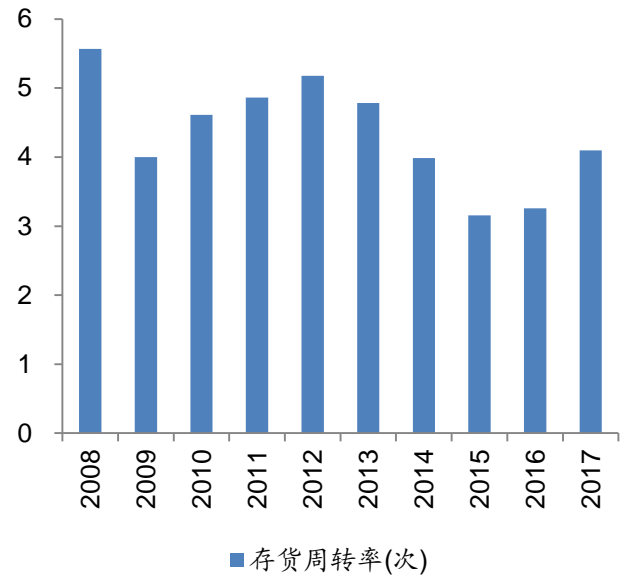
从稍长的周期来看，山钢集团应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率震荡下行。中短期而言，2016年钢铁行业供给侧改革以来，山钢集团积极减少资金占用、营运效率逐步抬升。2017年山钢集团应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为16.55次、4.10次和0.48次，分别较2015年抬升3.21次、0.94次和0.03次。但将其与黑色金属冶炼及压延加工业相比较，山钢集团应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率仅为行业均值的78.61%、45.36%和45.57%。山钢集团在资产管理和现金把控方面与行业均值仍存较大差距、运营能力亟待提升。

图47: 2008-2017年山钢集团应收账款周转率



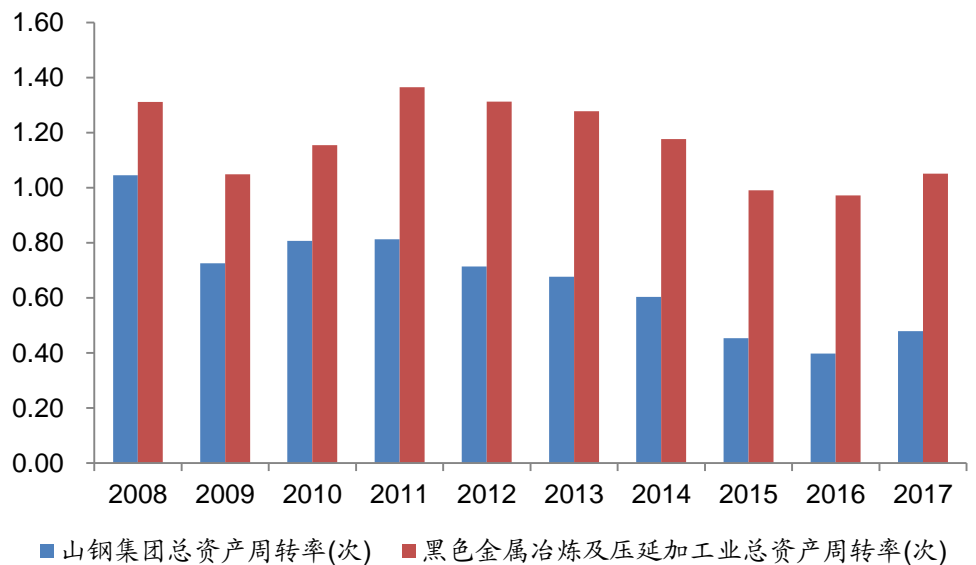
数据来源: 公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

图48: 2008-2017年山钢集团存货周转率



数据来源: 公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

图49: 2008-2017年山钢集团与黑色金属冶炼及压延加工业总资产周转率图示



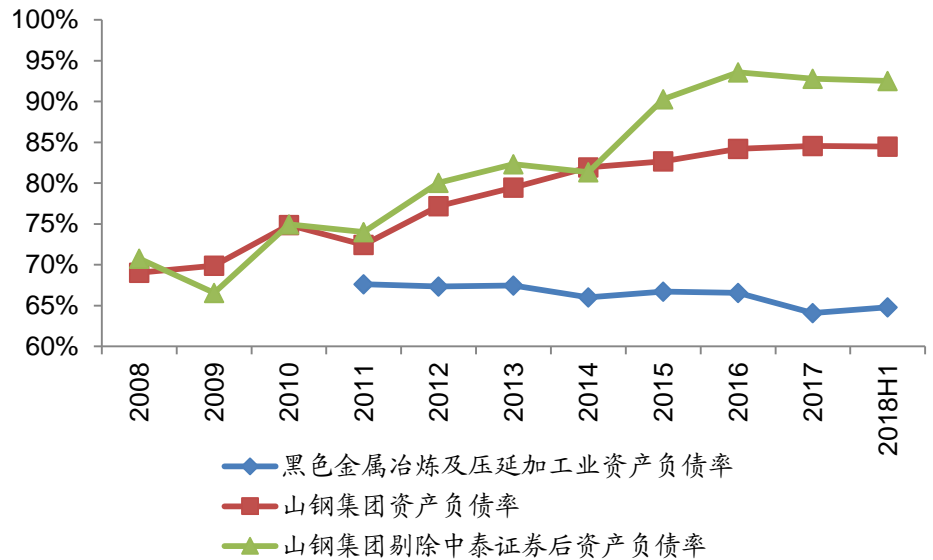
数据来源: 国家统计局、公司财报(来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露)、广发证券发展研究中心

### (五) 需关注的财务风险点

- 1、资产负债率偏高: 截至2018年6月末, 山钢集团剔除中泰证券负债规模为1531亿元、资产负债率达92.50%

如上所述，截至2018年6月末，山钢集团负债规模2545亿元、资产负债率84.48%；山钢集团剔除中泰证券负债规模为1531亿元、资产负债率达92.50%；而同期黑色金属冶炼及压延加工业资产负债率仅为64.81%。

图50：2008-2018年上半年山钢集团资产负债率与行业比较



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、广发证券发展研究中心

## 2、净利润波动较大：部分产能面临环保限产或置换压力，在建工程转固规模大

**环保限产：**山钢集团合计有558万吨生铁、610万吨粗钢产能位于重点区域，分别占目前山钢集团在产产能（剔除新疆已挂牌转让的产能）的26%、27%。而根据国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划（2018-2020年）》，重点区域实施秋冬季重点行业（钢铁、建材、焦化、铸造、有色、化工等高排放行业）错峰生产，因此处于重点区域的产能在秋冬季产量释放受限。

**产能置换：**2018年5月7日，生态环境部办公厅发布《钢铁企业超低排放改造工作方案（征求意见稿）》（简称“《工作方案》”），其要求加大重点区域（京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域）钢铁产能压减力度，淘汰130平方米以下烧结机、1000立方米以下高炉，焦化室高度在4.3米及以下、运行寿命超过10年的焦炉。而如上所述，山钢集团莱钢永锋尚存2座530m<sup>3</sup>高炉（生铁产能124万吨、占比5%）不符合上述最低炉容标准，后续将面临减量置换或退出的压力。

**在建工程转固：**如上所述，如若按照山东钢铁年报披露的日照钢铁精品基地项目的预算数371.00亿元进行推算：2018年下半年至2019年，山东钢铁仍需继续投入120.38亿元投入，累计存219.55亿元在建工程转为固定资产。如若日照钢铁精品基地项目371亿（2017年已转固18.83亿元）全部建成达产，则年折旧金额边际增量为13.65亿元-18.58亿元（2016年山东钢铁固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧合计为14.06亿元，2017年数据不具备可比性（济钢关停）；2016年与2017年山钢集团铁固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧合计为40.08亿元和67.66亿元，2017年山钢集团折旧金额增幅明显）。

### 3、非经常性损益占比较高：非经常性损益占比较高，盈利或具备一定的不确定性

如上所述，2008-2017年，山钢集团营业外收支均为正，即增加山钢集团利润总额，其中（1）2008-2011年公司营业外收支占利润总额的比重达4.23%、9.07%、14.64%和1.29%；（2）2012、2013、2014、2016和2017年公司营业外收支大于利润总额（即公司利润总额剔除营业外收支后为负）；2015年公司营业外收支为6亿元、占当年利润总额的比重为37.23%。（3）2018年前三季度，公司营业外收支为-17亿元、利润总额达38亿元，即营业外收支对利润总额构成44.87%的负贡献。

### 4、未来资本支出较大：2018-2020年重大拟建项目总投资约为150亿元，莱钢永锋或存减量置换可能

根据《山东钢铁集团有限公司2019年度第一期短期融资券募集说明书》，山钢集团2018-2020年重大拟建项目总投资约为150亿元，资本支出规模较大。我们在钢铁板块分析章节也计算得到：仅考虑山东钢铁日照钢铁精品基地这一项在建工程，如若按照山东钢铁年报披露的日照钢铁精品基地项目的预算数371.00亿元进行推算：2018年下半年至2019年，山东钢铁仍需继续投入120.38亿元投入。

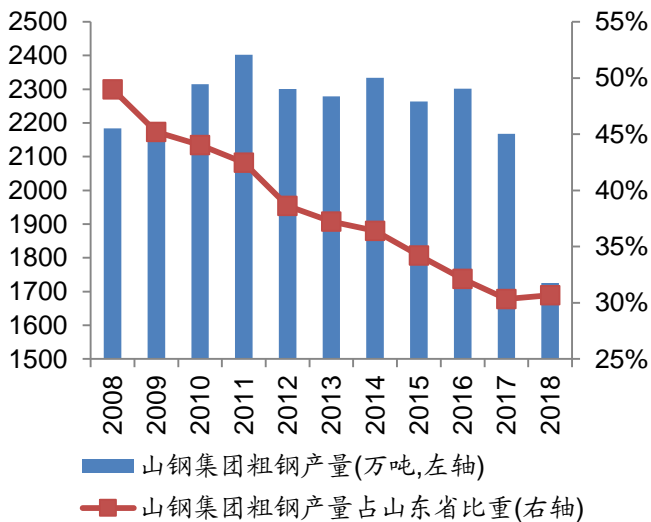
此外，不容易忽视的是，在项目的实施过程中，市场环境等因素有可能发生较大的变化，使项目有可能达不到原先预期的收益，存在一定的投资风险。同时，大规模的项目建设也会相应增加山钢集团的负债规模、提高财务杠杆水平和财务费用。

## 四、外部支援与增信：地方政府、银行支持力度较强，融资渠道畅通、广泛

### （一）政府：地方国企、系统重要性钢铁企业，地方政府支持力度强

如上所述，山东省人民政府国有资产监督管理委员会为山钢集团的控股股东和实际控制人。山钢集团作为我国钢铁行业龙头企业，在山东、中国乃至全球钢铁产业布局中占据重要席位：（1）从粗钢产量上看，如上所述，2008-2017年，山钢集团粗钢产量占山东省粗钢产量比重持续下滑；而2018年随着日照钢铁精品基地的逐步达产，粗钢产量占比止降回升，2018年前三季度，山钢集团粗钢产量合计达1725万吨、粗钢产量山东省内占比达30.68%，为山东省第一大钢铁企业、国内前十大钢铁企业。（2）从营收来看，2008-2016年，河钢集团营业总收入占河北省GDP比重震荡下行；而后2017-2018年连续两年抬升，2018年前三季度，山钢集团营业总收入合计达1124亿元、营业总收入占山东省GDP的比重达1.89%。

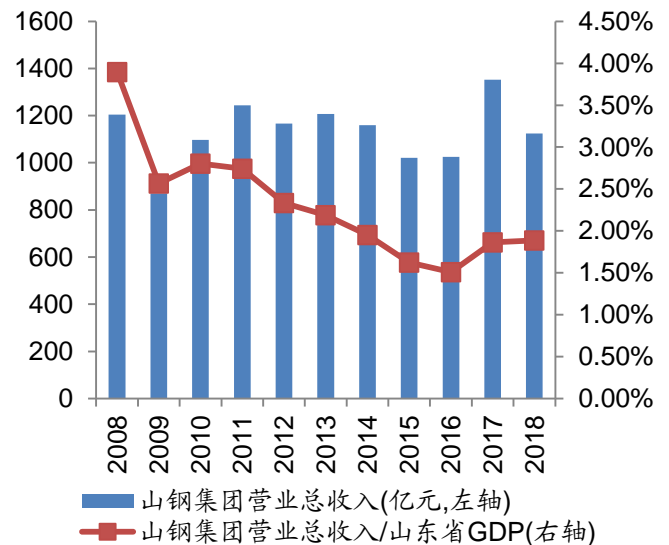
图51：2008-2018年前三季度山钢集团粗钢产量占山东省粗钢产量比重



数据来源：国家统计局、《山东钢铁集团有限公司 2019 年度第三期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券募集说明书》、《山东钢铁集团有限公司 2012 年度第一期中期票据募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：2018 年数据仅更新 2018 年前三季度

图52：2008-2018年前三季度山钢集团营业收入占山东省GDP比重



数据来源：公司财报（来自上交所固定收益平台、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心债券信息披露）、国家统计局、广发证券发展研究中心

备注：2018 年数据仅更新 2018 年前三季度

在政府补助方面，如上所述，济南市政府及省政府将给予财政资金支持360亿元。根据山钢集团与省政府和济南市政府达成的初步协议，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100亿元，资金计划在未来2-3年内到位。截

至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；由此可知，济南省财政资金支持已到位，山东省政府财政资金余187.41亿元尚未到位。

## （二）银行：未使用授信额度 1985 亿元、财务弹性高，已与工行签订债券股合作框架协议

**未使用授信额度：**根据《山东钢铁集团有限公司2019年度信用评级报告》，山钢集团与各大银行建立了良好的融资合作关系；截至2018年9月末，山钢集团取得银行授信额度达3281亿元，其中未使用额度为1985亿元，备用流动性充足。

**银行融资成本：**我们利用《山东钢铁集团有限公司2018年度第三期中期票据信用评级报告》披露的截至2018年3月底山钢集团短期和长期借款数据进行计算（仅考虑2015年10月24日之后银行提供的固定利率的流动资金借款、银行借款）可知，山钢短期借款加权借款利率为4.74%（2015年10月24日至今同期人民币贷款基准利率为4.35%，上浮9.01%）；1至5年的长期借款加权借款利率为5.06%（2015年10月24日至今同期人民币贷款基准利率为4.75%、上浮6.43%）；5年以上的长期借款借款利率为6.47%（2015年10月24日至今同期人民币贷款基准利率为4.90%、上浮32.04%）。

**债转股：**根据山东省人民政府官网省内要闻《山东省属国企债转股规模破千亿》，2017年5月25日，山钢集团与工商银行5月25日在北京签署260亿元市场化债转股合作框架协议，方案显示：以工行所属机构直接投资山钢集团成员单位为主要合作模式，以设立有限合伙并表基金为辅助合作模式，通过增强山钢集团资本实力，归还山钢集团现有债务，实现山钢集团降低杠杆率的目标；方案期限为5+N年，利率按照工行同期市场化利率。

## （三）直接融资：旗下多家上市公司、外部评级资信状况良好，融资渠道畅通、广泛

**直接融资：**山钢集团旗下多家上市公司、直接融资渠道畅通。山钢集团下属子公司山东钢铁（600022.SH）、金岭矿业（000655.SZ）作为国内上市公司；中泰证券已于2016年3月22日报送《中泰证券股份有限公司首次公开发行股票招股说明书》；山钢集团直接融资渠道畅通。

**债券方面：**山钢集团外部评级资信状况良好，债券融资渠道广泛。根据中诚信国际信用评级有限公司（简称“中诚信国际”）自2009年5月至今对山钢集团的信用评级记录，2009年5月-2010年6月，中诚信国际对山钢集团主体评级为“AA+”，2010年9月，中诚信国际调高山钢集团主体评级为“AAA”，期间至今仍维持“AAA”主体评级。大公国际资信评估有限公司2012年11月至2017年7月对山钢集团主体评级为“AAA”；中诚信证券评估有限公司2012年11月首次给予山钢集团主体评级“AAA”，而后持续维持“AAA”评级。中债资信评估有限责任公司2012年5月首次给予山钢集



团“AA”评级并于2015年7月调低至“AA-”，而后维持“AA-”评级。在发行工具上，公司可发行短期融资券、超短期融资券、中期票据、公司债券、非公开定向工具等，融资渠道广泛。

#### （四）对外担保与或有债务

**对外担保：**根据《山东钢铁集团有限公司2019年度第一期短期融资券募集说明书》，截至2018年9月末，山钢集团对外提供连带责任担保共计**32.25亿元**，占同期末净资产的**7.07%**，不构成对山钢集团经营、财务、声誉等的重大影响。其中，莱钢集团（含下属子公司）对外担保9.71亿元，淄博张钢制铁铸管有限公司对外担保7.54亿元，济钢集团对外担保15.00亿元；而根据《山东钢铁和集团有限公司2019年度信用评级报告》，淄博张钢制造铸管有限公司对外担保**7.54亿元**，均已发生逾期，被担保企业正履行债务重组程序。

表 31：截至2018年9月末山钢集团对外担保情况梳理（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保额度	被担保方简介
莱钢永锋	石横股份有限公司特钢集团有限公司	6.95	大型民营钢铁联合企业，2018年9月末，该司总资产180.66亿元，负债总额45.84亿元，所有者权益为134.82亿元；营业总收入268.02亿元，利润总额50.32亿元。净利润37.73亿元
莱钢永锋	鲁银投资集团	1.76	上交所上市企业，从事股权投资，房地产开发，粉末冶金材料及制品、纺织等产品的制造及销售，2018年9月末，该司总资产38.7亿元，负债总额23.2亿元，所有者权益为15.5亿元；营业总收入14.07亿元，利润总额11.27亿元，净利润6.47亿元。
莱钢永锋	山东诚业发展有限公司	1.00	民企，经营范围包括建筑装饰材料、五金交电、普通机械、化工产品（不含化学危险品）等
济钢集团	济南城市建设投资集团有限公司	15.00	由市国有资产运营公司与市城市建设投资公司组建而成的市政府直属城建投资类国有独资企业，2018年9月末，该公司总资产535.39亿元，负债总额338.54亿元，所有者权益为196.85亿元；营业总收入35.44亿元，利润总额1.02亿元
		24.71	

数据来源：《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

**或有债务：**根据《山东钢铁集团有限公司2019年度第一期短期融资券募集说明书》，截至2018年9月末，山钢集团共有**3笔重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债**；山钢集团管理层预计该**3笔事项不存在重点影响**。

表 32: 截至2018年9月末山钢集团或有负债梳理

公司名称	或有负债简介
山东省冶金物资公司	2012年10月30日, 中铁物资集团北京有限公司煤炭分公司与该公司签订了煤炭买卖合同, 约定公司于2012年11月至2013年4月每月向中铁公司煤炭分公司销售4#焦煤15336吨, 开票价暂定1116元/吨。合同有效期至2013年12月31日。合同签订后中铁物资集团北京有限公司煤炭分公司分别于2012年12月6日、12月10日和2013年1月7日向本公司付款900万、800万、411.35万。2014年, 中铁物资集团北京有限公司煤炭分公司向北京海淀区人民法院提起诉讼, 诉称截至起诉时山钢集团并未按约定履行交货义务, 要求本公司返还全部货款并承担违约责任, 涉及金额2336.18万元。 <b>目前案件仍在审理中。</b>
山东钢铁股份有限公司	2017年5月, 山钢集团先后收到廊坊凯福化工有限公司、河北丰能耐火材料股份有限公司、河北勤拓冶金材料有限公司、河北金鼎化工建材有限公司(以下简称“廊坊凯福等”)4家钝化剂厂家起诉材料和冻结银行账户通知, 累计冻结4646.20万元。廊坊凯福等4家钝化剂厂家诉称: 自2015年1月至2017年4月, 依据口头合同向山钢股份济南分公司第一小型轧钢厂、宽厚板厂、薄板厂供应钝化剂, 累计欠款4287.35万元, 要求支付货款及逾期利息。 2017年12月, 公司已向济南市公安局鲍山分局对廊坊凯福等4家钝化剂厂家涉嫌串通投标一案立案侦查, 由于本案涉及刑事犯罪, 公司已向法院提出因案件涉及刑事中止审理申请。 <b>该诉讼对山钢集团的影响将取决于法院的最终判决, 该判断对山钢集团财务报表的影响存在较大不确定性, 冻结资产对公司生产经营不会产生影响。</b>
山东金岭矿业股份有限公司	终审判决案件受理费共计141.07万元, 其中由金岭矿业负担48.15万元, 由杜宇翔、杨庆城、钟军忠、赵国忠负担92.92万元; <b>本次诉讼事项对于山钢集团利润2018年利润或期后利润产生重要影响。</b>

数据来源: 《山东钢铁集团有限公司2019年度第三期短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

## 五、总体观点：盈利能力渐强、但净利率仍较低，转型发展渐提速

截至2018年9月，山钢集团第一大股东为山东省国资委、持股70%；具备2540万吨粗钢产能，如若日照钢铁精品基地项目全面投产，公司粗钢产能规模将达2970万吨，位列全国第六（不考虑其他钢厂产能增减）。业务方面，公司呈现钢铁为主、钢铁产业链周边为辅，钢铁业务营收和毛利占比均超50%，钢铁产业链相关板块如耐材、矿业等营收、毛利和毛利率变化基本与钢铁一致；金融板块的盈利周期性异步于钢铁板块。

### 1、钢铁：产品及区位优势渐显、降本增效削弱成本劣势，部分产能存搬迁、限产的可能性叠加在建转固或至盈利波动

产能均位于山东（钢材净消费省），产量占山东省产量比重超30%，省内营收占比超80%；钢材产能2542万吨，品类齐全、长材与板材占比接近6：4（日照钢铁项目完全投产后结构占比接近5：5）。原料：矿石对外依存度近九成、内部自供比例有望提高，焦炭自供比例约九成，采购主要集中于大型矿石供应商、市场化定价。盈利：行业景气持续、叠加公司产品升级、降本增效，吨钢毛利自2015年的131元/吨攀升至2018年前三季度的717元/吨；横向来看，创收、创利能力均持平或优于中位数。未来钢铁产业重心沿海转移，装备结构、产品结构持续优化升级。风险关注点：27%粗钢产能处秋冬季错峰生产区域，日照达产竣工仍需持续资金投入、在建工程转固增折旧费用。

### 2、金融：创收、创利、风控能力强，周期随证券金融行业波动、异步于钢铁

金融板块包括中泰证券、财务公司、山钢金控等公司，其中中泰证券是金融业务主要组成部分、创收和创利的主要来源。中泰证券经营业绩多项指标处于行业前列（12-18名），依托地域优势及地方性政府政策支持，中泰证券在山东省内业务优势明显；叠加业务结构体系健全、体制机制市场化程度高、风险管控能力强且持续抬升，多因素夯实其盈利持续性。长期而言，其盈利随证券行业周期、异步于钢铁。财务公司为成员单位提供金融服务，资产规模持续扩张、业务规模不断增大、盈利能力较强。山钢金控致力于打造为具有产融结合优势的“大金控、大资管、全牌照”金融控股集团。2017年，中泰证券和财务公司分别实现净利润18.96亿元和2.09亿元。

### 3、财务分析：盈利能力渐强、但净利率仍偏低，资金运营效率、偿债能力仍需提升

经常性业务盈利逐步改善，但受累期间费用高企、净利率仍处于较低水平；短期经营活动现金流入稳健、投资现金仍将净流出、外部融资依赖强，长期日照投产放量、获现能力或逐步增强；资产运营效率偏低、资金占用较多；资产负债率偏高、净利润波动较大、资本开支较大、非营业利润波动较大。

### 4、外部支援与增信：地方政府、银行支持力度较强，融资渠道畅通、广泛

地方政府、银行支持力度较强，融资渠道畅通、广泛，对外担保与或有债务：涉及金额相对较小，建议密切关注重大或有事项对山钢集团产生不利影响的可能性。

## 六、风险提示

- 1、宏观经济超预期下行;
- 2、负债规模较大及资产负债率偏高风险;
- 3、资本开支压力较大、投资活动持续净流出;
- 4、环保政策弱化产能及产量的确定性。

## 广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。2017年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李 衍 亮：研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：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：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与工商银行(01398)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。