

由山钢集团孙公司升格为子公司，国企改革预期增强

公司简报

◆事件：由山钢集团孙公司升格为子公司

鲁银投资1月6日晚间公告，控股股东莱钢集团拟将持有的公司20.31%的股权协议转让给公司实际控制人山钢集团，莱钢集团将不再持有公司股权，山钢集团则将持有公司总股本的20.31%。莱钢集团系山钢集团的全资二级企业，本次股权转让后，公司第一大股东将发生变化，但实际控制人并未发生变化。鲁银投资由山钢集团的孙公司，升格为山钢集团的子公司。

◆点评：增强了未来注入体量大级别高资产的概率

在山东省国企改革加速的背景下，山钢集团近期资本运作等国企改革预期蠢蠢欲动。鲁银投资的钢铁主业近年来在行业低迷的背景下泛善可陈，我们认为鲁银投资是山东钢铁集团优先考虑的壳资产。而山钢集团旗下优质资产众多，尤其是金融资产，包括中泰证券、莱商银行、山钢财务公司三家。值得一提的是，中泰证券因被证监会批评，IPO很可能被推迟或者甚至受阻，未来借壳的可能性有所提高。

本次鲁银投资股权变更后，由山钢集团孙公司升格为子公司，如果山钢集团对其进行资本运作，无需再经由莱钢集团，可由山钢集团层面直接运作，更有利于公司注入体量大级别高的资产。我们更加看好公司国企改革预期。

◆价值严重低估，维持买入评级

不考虑资本运作，预计公司2016~2018年EPS分别是0.15元、0.15元、0.16元。鲁银投资的最新市值58.01亿元，PB为3.9倍，扣除万润股份的市值后，市值仅40.5亿元，价值严重低估。参考5倍PB估值，给予6个月目标价13.01元。我们继续坚定积极推荐，维持“买入”评级。

◆风险提示：

- (1) 国企改革、进程和方案不达预期的风险；
- (2) 公司经营不善的风险；
- (3) 大盘波动的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,437	2,342	3,156	3,479	3,863
营业收入增长率	-40.98%	-31.85%	34.76%	10.22%	11.04%
净利润(百万元)	36	-65	83	86	90
净利润增长率	-62.27%	-279.99%	-227.83%	3.25%	5.60%
EPS(元)	0.06	-0.11	0.15	0.15	0.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.57%	-4.50%	5.44%	5.32%	5.32%
P/E	161	-89	70	68	64
P/B	4	4	4	4	3

买入(维持)

当前价/目标价：10.21/13.01元

目标期限：6个月

分析师

王招华 (执业证书编号：S0930515050001)
021-22167202
wangzh@ebsecn.com

联系人

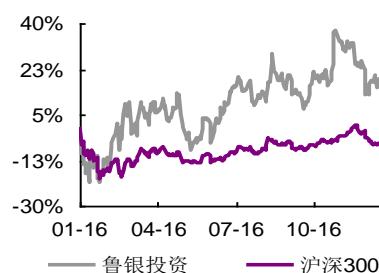
王凯
021-22169126
wangk@ebsecn.com

杨华
021-22169319
yangh@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.68
总市值(亿元)：58.01
一年最低/最高(元)：6.19/11.48
近3月换手率：193.77%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	5.72	11.69	37.10
绝对	2.19	14.59	36.68

相关研报

《OLED影子股，金融资产注入预期强烈》
20160721

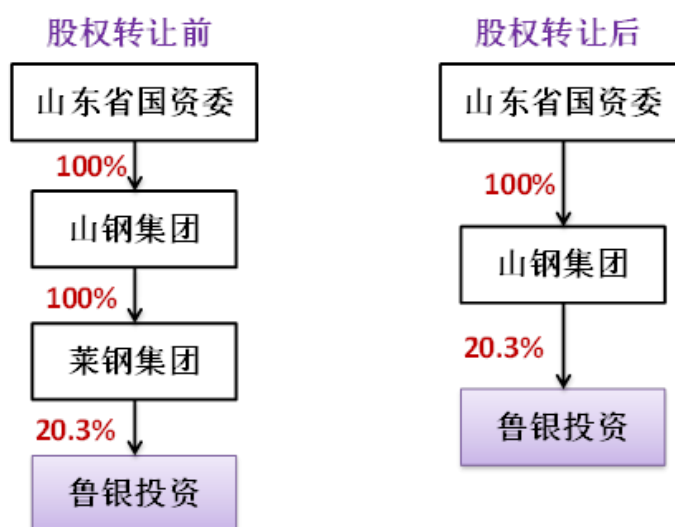
《山东钢铁集团：钢铁主业艰难，看好旗下金融资产可能的借壳上市》
20160613

1、公司由山钢集团孙公司升格为子公司

鲁银投资 1 月 6 日晚间公告，控股股东莱钢集团拟将持有的公司 20.31% 的股权协议转让给公司实际控制人山钢集团，转让标的总价值 10.89 亿元。本次股权转让后，莱钢集团将不再持有公司股权，山钢集团则将持有公司总股本的 20.31%。

莱钢集团系山钢集团的全资二级企业，本次股权转让后，公司第一大股东将发生变化，但实际控制人并未发生变化。鲁银投资由山钢集团的孙公司，升格为山钢集团的子公司。

图 1：鲁银投资由山钢集团孙公司变为子公司



资料来源：公司公告、光大证券研究所

2、在山东省国企改革加速的背景下，山钢集团近期资本运作蠢蠢欲动

山东省国资委网站 2017 年 1 月 5 日发布《山东省属国有企业员工持股试点工作实施细则》。《细则》鼓励省属国有企业新上项目、新设企业与外部投资者、项目团队开展员工持股试点；鼓励人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业、现代服务企业和创投类企业开展员工持股试点。

山钢集团作为山东省第二大国企，近几个月来资本运作蠢蠢欲动，山钢集团旗下有三家上市公司：山东钢铁（600022）、鲁银投资（600022）、金岭矿业（000655），除鲁银投资外，另外两家上市公司最近也有不少动作：

山东钢铁（600022）2016 年 12 月 24 日公告，拟将济南分公司部分资产及济南鲍德气体有限公司 100% 股权出售给山东钢铁集团，截至评估基准日 2016 年 10 月 31 日，本次出售涉及资产评估值为 160.63 亿元，占公司 2015 年度经审计资产总额的 30.15%。

金岭矿业（000655）2016年11月6日停牌公告拟收购临淄宏达参股的山东金鼎矿业30%股权及其拥有的固定资产、采矿权、土地使用权等，但由于在部分条款存在争议，多次协商后，于11月17日终止本次重大事项并复牌。

3、公司由孙公司升级为子公司，增强了未来注入体量大级别高资产的概率

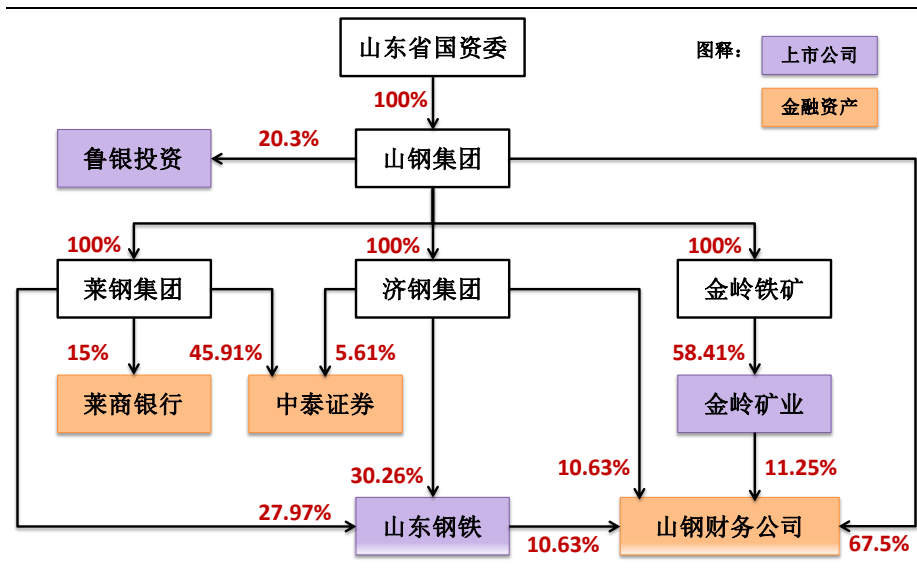
鲁银投资的钢铁主业近年来在行业低迷的背景下泛善可陈。公司2015年净利润亏损0.75亿元，其主营业务铁矿石贸易、粉末冶金生产、房地产开发、矿业四大块合计亏损0.31亿元，盈利能力低下。

在山钢集团三家上市公司中，鲁银投资永续经营能力最差，“壳”的属性最强，国企改革预期强烈。鲁银投资曾在2015年12月25日公告拟收购山钢集团旗下的银行类及房地产类资产，但由于相关方未达成一致，承诺六个月内不再实施重大资产重组，2016年6月25日该承诺已经期满。我们认为鲁银投资是山东钢铁集团优先考虑的壳资产。

此外，我们注意到2016年以来，鲁银投资变更高管6位，其中包括董事长、总经理、监事长、董秘、2位董事，其中新任的两位董事分别为山钢集团资本运营部部长、莱钢集团规划发展部/资本运营部部长，这值得高度关注。

而山钢集团旗下优质资产众多，尤其是金融资产。本次股权变更后，山钢集团的股权架构全景图如下图所示。山钢集团的金融资产主要包括中泰证券、莱商银行、山钢财务公司三家。

图2：山钢集团股权架构全景图



资料来源：公司公告、光大证券研究所

值得一提的是，中泰证券 2016 年 9 月因投行业务被证监会批评，这使得其在 2016 年 3 月份刚刚上报材料的 IPO 很可能被推迟或者甚至受阻，未来借壳的可能性有所提高。而中泰证券的大股东分别是莱钢集团和济钢集团，均是山钢集团的全资二级企业。

本次鲁银投资股权变更后，由山钢集团孙公司升格为子公司，如果山钢集团对其进行资本运作，无需再经由莱钢集团，可由山钢集团层面直接运作，更有利于公司注入体量大级别高的资产。我们更加看好公司资本运作预期。

4、公司价值严重低估，我们继续坚定积极推进，维持“买入”评级

截止 2016 年 Q3 末，鲁银投资目前直接持有国内 OLED 龙头万润股份 3480 万股，通过控股 90% 的鲁银科技持有 1414 万股，也就是说持有 OLED 龙头万润股份的权益股份达到 4753 万股，按最新 36.82 元/股的收盘价计算，权益市值达 17.5 亿元。

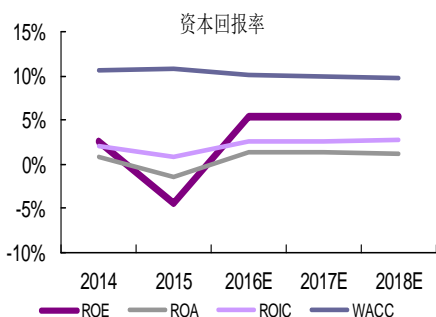
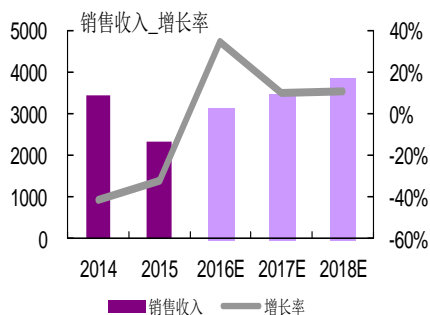
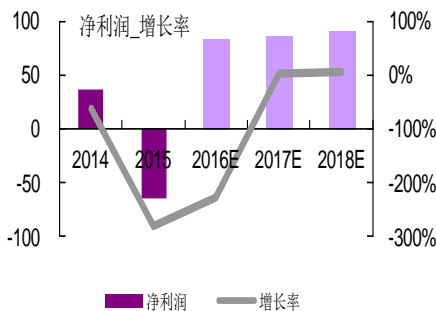
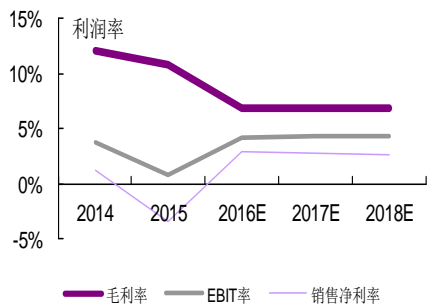
而鲁银投资的最新市值 58.01 亿元，PB 为 3.9 倍，扣除万润股份的市值后，市值仅 40.5 亿元，价值严重低估。

不考虑资本运作，预计公司 2016~2018 年 EPS 分别是 0.15 元、0.15 元、0.16 元。参考 5 倍 PB 估值，给予 6 个月目标价 13.01 元。我们继续坚定积极推荐，维持“买入”评级。

风险提示：（1）国企改革时间、进程和方案不达预期的风险；（2）公司经营不善的风险；（3）大盘波动的风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,437	2,342	3,156	3,479	3,863
营业收入增长率	-40.98%	-31.85%	34.76%	10.22%	11.04%
净利润（百万元）	36	-65	83	86	90
净利润增长率	-62.27%	-279.99%	-227.83%	3.25%	5.60%
EPS（元）	0.06	-0.11	0.15	0.15	0.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.57%	-4.50%	5.44%	5.32%	5.32%
P/E	161	-89	70	68	64
P/B	4	4	4	4	3



	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,437	2,342	3,156	3,479	3,863
营业成本	3,021	2,089	2,940	3,240	3,598
折旧和摊销	42	42	40	41	42
营业税费	113	32	32	35	39
销售费用	58	44	32	35	39
管理费用	110	112	16	17	19
财务费用	82	144	53	72	82
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	24	53	50	50	50
营业利润	72	-72	129	128	134
利润总额	74	-71	133	137	143
少数股东损益	6	-17	10	10	10
归属母公司净利润	36.03	-64.85	82.90	85.59	90.39

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	5,363	5,356	6,846	7,382	8,024
流动资产	4,036	3,889	5,399	5,957	6,620
货币资金	638	777	1,047	1,154	1,281
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	337	446	601	663	736
应收票据	147	89	120	133	147
其他应收款	130	100	134	148	165
存货	2,455	2,226	3,150	3,476	3,865
可供出售投资	447	456	456	456	456
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	327	472	472	472	472
固定资产	381	363	349	334	317
无形资产	127	121	114	109	103
总负债	3,757	3,727	5,125	5,565	6,107
无息负债	1,496	1,664	2,279	2,498	2,760
有息负债	2,261	2,063	2,846	3,067	3,347
股东权益	1,605	1,629	1,721	1,817	1,917
股本	568	568	568	568	568
公积金	439	549	557	565	574
未分配利润	392	316	390	467	549
少数股东权益	201	188	198	208	218

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-98	98	-488	-72	-101
净利润	36	-65	83	86	90
折旧摊销	42	42	40	41	42
净营运资金增加	-582	-816	895	338	402
其他	406	937	-1,507	-536	-635
投资活动产生现金流	12	-4	30	30	30
净资本支出	-3	-18	-20	-20	-20
长期投资变化	327	472	0	0	0
其他资产变化	-312	-458	50	50	50
融资活动现金流	-270	-10	728	149	198
股本变化	72	0	0	0	0
债务净变化	-381	-198	783	221	280
无息负债变化	-389	168	615	219	261
净现金流	-356	85	270	107	127

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-40.98%	-31.85%	34.76%	10.22%	11.04%
净利润增长率	-62.27%	-279.99%	-227.83%	3.25%	5.60%
EBITDA/EBITDA 增长率	-10.43%	-64.84%	184.89%	10.56%	9.14%
EBIT/EBIT 增长率	-5.41%	-85.52%	604.04%	13.10%	11.05%
估值指标					
PE	161	-89	70	68	64
PB	4	4	4	4	3
EV/EBITDA	46	118	46	43	41
EV/EBIT	62	379	60	54	51
EV/NOPLAT	110	332	86	78	73
EV/Sales	2	3	3	2	2
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	12.10%	10.80%	6.86%	6.86%	6.86%
EBITDA 率	5.01%	2.58%	5.46%	5.48%	5.38%
EBIT 率	3.77%	0.80%	4.19%	4.30%	4.30%
税前净利润率	2.15%	-3.04%	4.20%	3.93%	3.71%
税后净利润率 (归属母公司)	1.05%	-2.77%	2.63%	2.46%	2.34%
ROA	0.77%	-1.52%	1.36%	1.29%	1.25%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.57%	-4.50%	5.44%	5.32%	5.32%
经营性 ROIC	2.03%	0.78%	2.54%	2.65%	2.68%
偿债能力					
流动比率	1.39	1.04	1.07	1.09	1.12
速动比率	0.54	0.45	0.44	0.46	0.47
归属母公司权益/有息债务	0.62	0.70	0.54	0.52	0.51
有形资产/有息债务	2.31	2.53	2.36	2.37	2.36
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.06	-0.11	0.15	0.15	0.16
每股红利	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.17	0.17	-0.86	-0.13	-0.18
每股自由现金流(FCFF)	1.23	1.59	-1.37	-0.37	-0.46
每股净资产	2.47	2.54	2.68	2.83	2.99
每股销售收入	6.05	4.12	5.56	6.12	6.80

资料来源：光大证券、上市公司

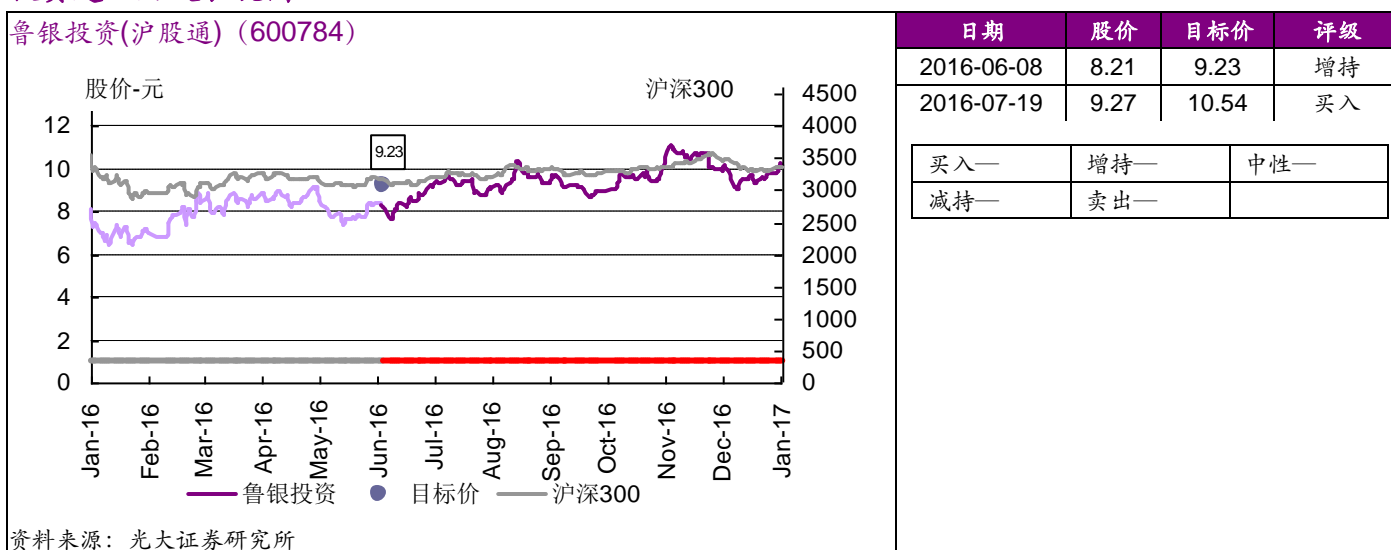
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王招华，光大证券钢铁+首席分析师，中国农业大学学士、北京大学 CCER 双学士，8 年钢铁证券研究经验，曾供职于天相投顾、国金证券、广发证券等机构，2015 年新财富钢铁行业第五名、水晶球钢铁行业第四名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2010 年新财富钢铁行业第一名（团队），对大宗商品电商及互联网物流领域研究有特长，熟悉公司：上海钢联、欧浦智网、宝钢股份、常宝股份、华菱钢铁、五矿发展、传化股份等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 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。
- 市场基准指数为沪深 300 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。

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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

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，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。

本证券研究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。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

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。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐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，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340
李潇		0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com