

山东钢铁 (600022.SH) 深度报告

立足齐鲁、辐射华东，减量提质增强盈利能力

● 山东钢铁：立足齐鲁辐射华东，顺遂时势转型升级

公司是山东省最大的钢铁联合企业，第一大股东为济钢集团，实际控制人为山东省国资委。2015年钢材直销率达54%，省内销售74%。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。2013年山东省需要粗钢7800万吨，缺口在1100万吨左右。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。山东钢铁享有得天独厚的区位优势，立足山东，辐射华东。

● 钢铁主业：减量提质促产品升级，优特钢稳增长、精品钢增弹性

公司产能主要集中于莱芜及日照公司，莱芜分公司具备钢材产能695万吨，假定日照790万吨钢材项目投产，公司最大产能将超过1485万吨。

(1) **减量**：第一步向山钢集团转让产能770万吨，负债减少94亿。第二步拟转让济南分公司部分资产，交易完成后，公司在济南市区将不再有钢铁生产业务。两次剥离的钢铁产能在整个山东钢铁中盈利能力最弱。

(2) **提质**：公司以2.52元/股定增50亿元增资日照钢铁项目：1、产品为热轧、冷轧、镀锌板、酸洗热轧、中板，产能分别为180、110、80、60、360万吨；其产品不与山东省钢铁项目构成同质性竞争，弥补汽车等多领域需求；2、生产设备、生产技术、环保、世界领先；3、日照为省内货物吞吐量超3亿吨的3个港口之一，处于主要钢铁消费地；单从原材料运输上，运费将比济南地区的产能节约至少80元/吨。

(3) **现有产能**：现有钢铁生产将集中于莱芜分公司，莱钢股份具备220、265和210万吨H型钢、线材和优钢产能。H型钢国内规模最大、品种规格最全，国内市占率达到18%；优钢在国内处领先地位，齿轮钢国内市占率第一。

● **盈利预测与投资建议**：公司此前分别在12年、14年和16年出现亏损，PE不具备可比性，而从PB来看，公司2017年3月3日收盘价对应的PB为1.46X，且自2016年8月以来PB估值持续低于行业平均水平。预计公司2016-2018年EPS分别为-0.07元、0.04元、0.08元，对应于2017年3月3日收盘价，2017年-2018年PE分别为73.55X、36.57X。虽目前来看公司的PE偏高，但其或是受累于出售济南分公司时所计提的减值准备；现公司已将盈利能力较弱的济南分公司产能陆续剥离给集团，公司盈利能力将显著提升，而日照钢铁精品基地陆续放量将提升公司业绩弹性。此外，2017年国企改革加速落地，国企改革有望为公司发展增添新动力；给予公司“买入”评级。

● 风险提示

2016年业绩预告亏损、国企改革进度、日照钢铁精品基地达产不达预期；矿石巨头联合限产保价控制铁矿石价格；宏观经济下滑致使需求走弱风险。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	51,865.22	38,972.32	42,595.44	31,768.03	37,265.50
增长率(%)	-26.40%	-24.86%	9.30%	-25.42%	17.31%
EBITDA(百万元)	1,484.67	835.11	2,296.83	3,263.13	4,287.44
净利润(百万元)	-1,398.41	75.93	-599.49	318.27	640.17
增长率(%)	-983.42%	105.43%	-889.54%	153.09%	101.14%
EPS(元/股)	-0.217	0.009	-0.071	0.038	0.076
市盈率(P/E)		344.89		73.55	36.57
市净率(P/B)	1.73	1.58	1.46	1.43	1.38
EV/EBITDA	24.18	32.44	19.00	19.29	15.74

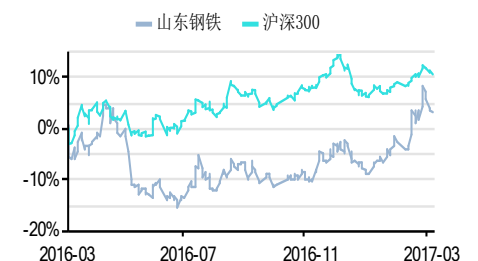
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	2.78元
前次评级	买入
报告日期	2017-03-06

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	8,420/8,222
流通A股市值(百万元)	23,409
每股净资产(元)	1.97
资产负债率(%)	56.62
一年内最高/最低(元)	2.97/2.32

相对市场表现



分析师：李莎 S0260513080002



020-87574792



lisha@gf.com.cn

相关研究：

联系人：陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

目录索引

山东钢铁：立足齐鲁辐射华东，顺遂时势转型升级	5
(一) 股权结构：第一大股东为济钢集团，实际控制人为山东国资委	5
(二) 现有业务结构：立足齐鲁辐射华东，焦化与动力稳盈利，卷材、板材、型材 稳营收、抗风险	6
(三) 业务发展趋势：顺遂山东省钢铁产业转型升级之势，减量提质、提高沿海钢 铁产能占比	9
一、钢铁主业：减量提质促产品升级，优特钢稳增长、精品钢增弹性	11
(一) 减量：两步转让济南全部钢铁业务，剥离盈利较差产能，大幅降低资产负债 率	12
(二) 提质：日照精品钢铁项目新增 790 万吨产能，生产技术及区位优势明显，项 目将显著增强公司盈利能力	14
(三) 现有产能优势：H 型钢规模最大、规格最全，优钢国内处领先地位	19
二、国企改革：2017 或成国企改革落地见效之年，公司将受益国企改革持续推进	22
(一) 政策：国家和山东省层面政策陆续完善，2017 年或将成为政策落地见效之年	22
(二) 山钢集团初试国企改革：2016 山钢集团初试引入职业经理人、改建国有资本 投资公司等，多措施加速国企改革	24
(三) 国企改革或加速：张钢成功引入职业经理人，集团及其子公司层面或尝试多 形式改革	26
三、财务分析：业绩暂时低迷，主业提质减量、改革落地显效，未来盈利提升潜力大 ..	29
(一) 盈利能力：行业低迷导致业绩下滑，2016 年受累减值准备等或亏损 5.3-6.9 亿元，减量提质或改善公司盈利	29
(二) 营运能力：钢铁行业供需改善叠加精品钢铁项目有望提升运营能力	30
(三) 偿债能力：2015 年公司定增大幅改善资产结构，偿债能力得以提升	31
(四) 现金流量：2015 年受益于合并山钢日照，现金流量大幅改善	32
四、盈利预测与投资建议：减量提质增强盈利能力，多举措国企改革提升竞争力，给予买 入评级	33
五、风险提示	34

图表索引

图 1: 山东钢铁股份有限公司发展历程	5
图 2: 山东钢铁第一大股东为济钢集团有限公司, 实际控制人为山东省国资委	6
图 3: 2015 年公司营收同比增速止降回升, 2016 年中报同比-4.54%.....	7
图 4: 公司营收结构整体稳定, 贡献营业收入前三的业务版块是焦化与动力、板材和钢筋	7
图 5: 2016 年上半年公司毛利率升幅明显	7
图 6: 2014-2016 年上半年公司毛利结构情况	7
图 7: 山东钢铁各钢铁产品毛利率情况比较	8
图 8: 山东钢铁海外营收占比低于 5%, 主要市场在中国大陆	8
图 9: 山东钢铁国内超 90%销往华东地区, 华北地区占比次之	8
图 10: 公司转让济南分公司部分资产和负债的进程	12
图 11: 山东钢铁非公开发行政程	14
图 12: 日照为山东省货物吞吐量超 3 亿吨的 3 个港口之一	18
图 13: 日照港口 2015 年货物吞吐量达到 33707 万吨	18
图 14: 山东钢铁集团 19 家全资及控股子公司 (二级子公司) 股权及注册资本 (单位: 万元)	27
图 15: 山东钢铁基本 EPS 变动情况	30
图 16: 山东钢铁 ROE 和 ROA 变动情况	30
图 17: 山东钢铁销售毛利率、销售净利率、营业利润率变化情况	30
图 18: 山东钢铁销售费用率、管理费用率和财务费用变动情况	30
图 19: 山东钢铁存货周转率变动情况	31
图 20: 山东钢铁应收账款周转率变动情况	31
图 21: 山东钢铁流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率变动情况	31
图 22: 山东钢铁资产负债率变化情况	32
图 23: 山东钢铁流动比率和速动比率变化情况	32
图 24: 山东钢铁经营活动产生现金流量净额/质量的变动情况	33
图 25: 山东钢铁与普钢指数 PB 估值比较	34
表 1: 《山东钢铁产业转型升级实施方案》确定的转型升级主要目标	9
表 2: 山东钢铁主导产品的产能及产量比较 (单位: 万吨)	10
表 3: 山东钢铁日照项目建成后最大产能 (单位: 万吨)	11
表 4: 转让济钢分公司部分资产和负债对山东钢铁的资产负债影响分析 (单位: 亿元)	13
表 5: 《关于出售山东钢铁股份有限公司部分资产的议案》交易额度及支付方式安排	13
表 6: 山东钢铁非公开发行股票结果暨股份变动情况	15
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	16
表 8: 按照单位成本为 100 元/吨计算的铁矿石进口单位成本和总成本	18
表 9: 到货车站为济南时不同港口运输方式的单位运费差异计算	19

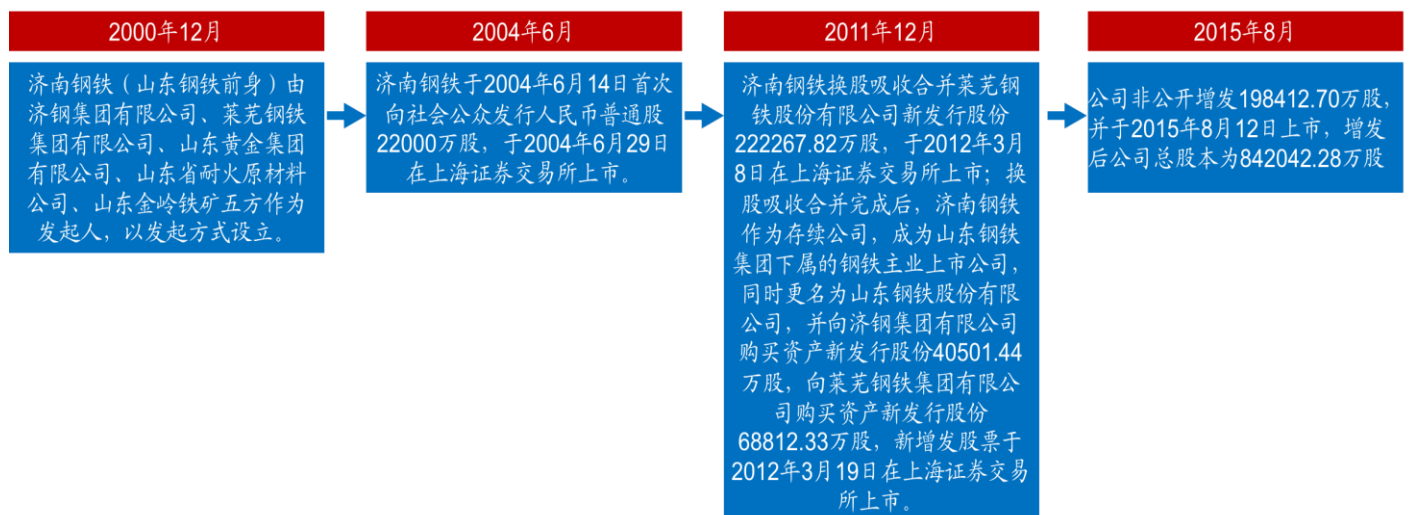
表 10: 莱芜分公司产品产能 (单位: 万吨)	20
表 11: 截至 2012 年年初山东钢铁莱芜分公司 (原莱钢股份) 产品产能及特点	20
表 12: 山东省国企改革相关政策文件	23
表 13: 山东钢铁集团资产证券化率仅为 25.08%	26
表 14: 山钢集团 3 家上市公司基本情况	27
表 15: 山东钢铁托管情况简介	28

山东钢铁：立足齐鲁辐射华东，顺遂时势转型升级

山东钢铁股份有限公司（600022.SH）（简称“山东钢铁”）是山东省最大的钢铁联合企业，拥有从焦化、原料、烧结、球团、炼铁、炼钢到轧钢完整的生产工艺系统，钢材品种主要有中厚板、热轧板卷、冷轧板卷、H型钢、优特钢、热轧带肋钢筋等。

山东钢铁的前身为济南钢铁股份有限公司（简称“济南钢铁”），于2000年12月29日在山东省工商行政管理局注册登记，取得营业执照。济南钢铁于2004年6月14日首次向社会公众发行人民币普通股22000万股，于2004年6月29日在上海证券交易所上市。2011年12月30日，经中国证券监督管理委员会批准，济南钢铁换股吸收合并莱芜钢铁股份有限公司新发行股份222267.82万股，于2012年3月8日在上海证券交易所上市；换股吸收合并完成后，济南钢铁作为存续公司，成为山东钢铁集团下属的钢铁主业上市公司，同时更名为山东钢铁股份有限公司，并向济钢集团有限公司购买资产新发行股份40501.44万股，向莱芜钢铁集团有限公司购买资产新发行股份68812.33万股，新增发股票于2012年3月19日在上海证券交易所上市。2015年8月6日公司非公开增发198412.70万股，并于2015年8月12日上市，增发后公司总股本为842042.28万股。

图1：山东钢铁股份有限公司发展历程

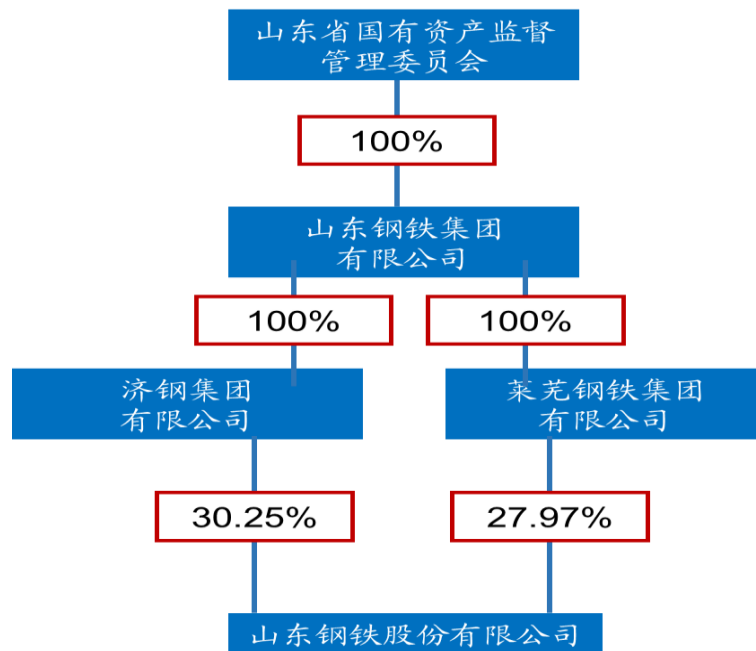


数据来源：公司公告、Wind、广发证券发展研究中心

（一）股权结构：第一大股东为济钢集团，实际控制人为山东国资委

2015年8月，山东钢铁向山钢集团等6名特定对象非公开发行A股股票19.84亿股，股本增至84.20亿元，第一大股东济钢集团有限公司（简称“济钢集团”）持股比例由39.59%降至30.26%，第二大股东莱芜钢铁集团有限公司（简称“莱钢集团”）持股比例由36.59%降至27.97%。公司实际控制人仍为山东省国有资产监督管理委员会（简称“山东国资委”）。

图2: 山东钢铁第一大股东为济钢集团有限公司, 实际控制人为山东省国资委



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

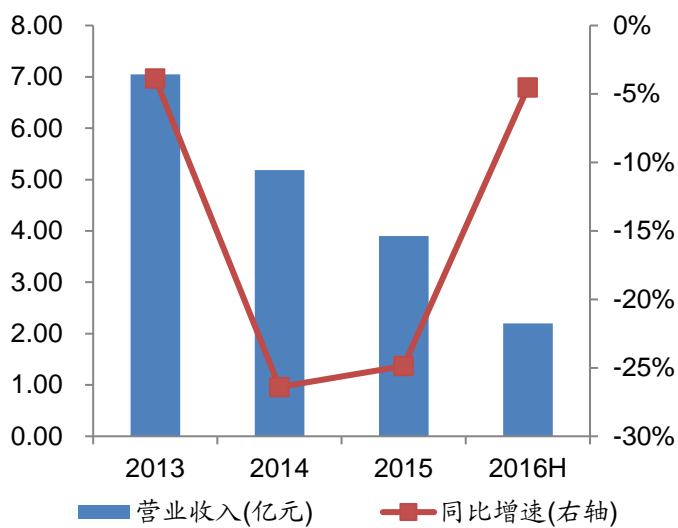
(二) 现有业务结构: 立足齐鲁辐射华东, 焦化与动力稳盈利, 卷材、板材、型材稳营收、抗风险

从总量结构来看, 受累全球经济深度调整、经济复苏缓慢, 国内经济“三期叠加”、下行加压, 公司的营收自2013年以来同比持续负增长, 但负增长幅度自2015年以来逐年减弱; 毛利基本呈现与营收同样的走势。2016年上半年, 受益行业低迷叠加需求向好带来的短期的供需缺口, 钢价止跌回升, 钢企盈利明显改善, 山东钢铁业不例外, 营收达到21959.74万元, 同比负增长4.54%, 2016年上半年毛利达到1261.69万元, 同比负增长1.23%。

接着, 我们通过分析公司2014年-2016上半年的产品营收、毛利结构和各细分品种的盈利情况来分析公司的经营情况。

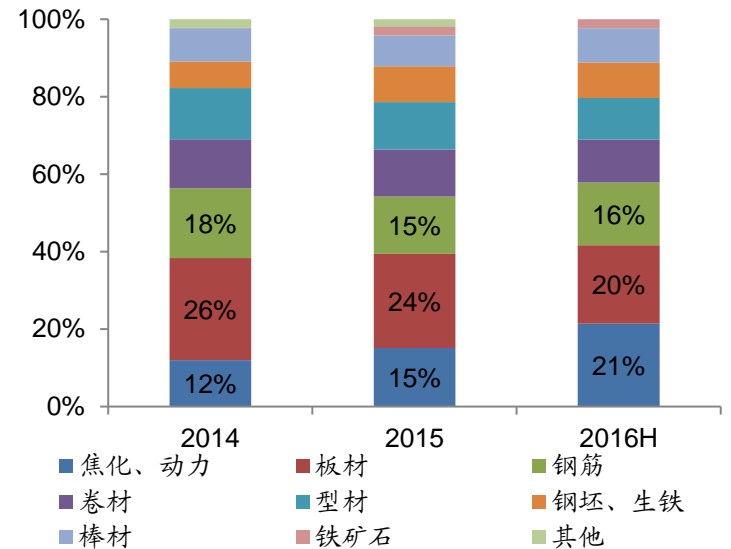
(1) 从营收结构来考虑, 公司的营收格局整体稳定, 每年都稳定贡献20%以上的业务为板材, 2014年-2016年上半年, 分别贡献26.39%、24.27%和20.20%的营收; 焦化与动力业务营收占比呈现持续攀升的格局, 2014年仅占11.99%, 2016年上半年一跃至21.43%; 钢筋业务营收贡献占比始终位于公司业务前三, 2014年-2016年上半年, 分别贡献17.96%、14.77%和16.19%的营收; 卷材业务营收贡献占比不断下降, 由2014年的12.67%下降至2016年上半年的11.13%; 型材营收占比由2014年的13.25%下降至2016年上半年的10.72%; 其余业务如钢坯与生铁、铁矿石等营收贡献占比不超过10%。

图 3: 2015 年公司营收同比增速止降回升, 2016 年中报同比-4.54%



数据来源: 公司公告、广发证券发研究中心

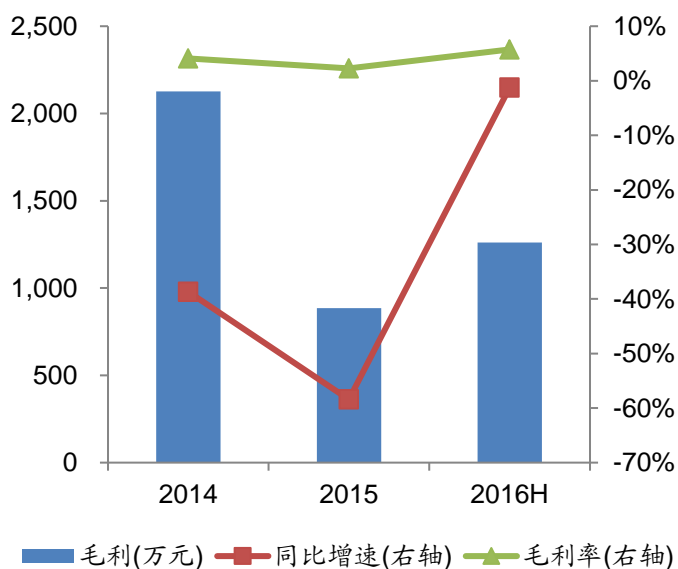
图 4: 公司营收结构整体稳定, 贡献营业收入前三的业务版块是焦化与动力、板材和钢筋



数据来源: 公司公告、广发证券发研究中心

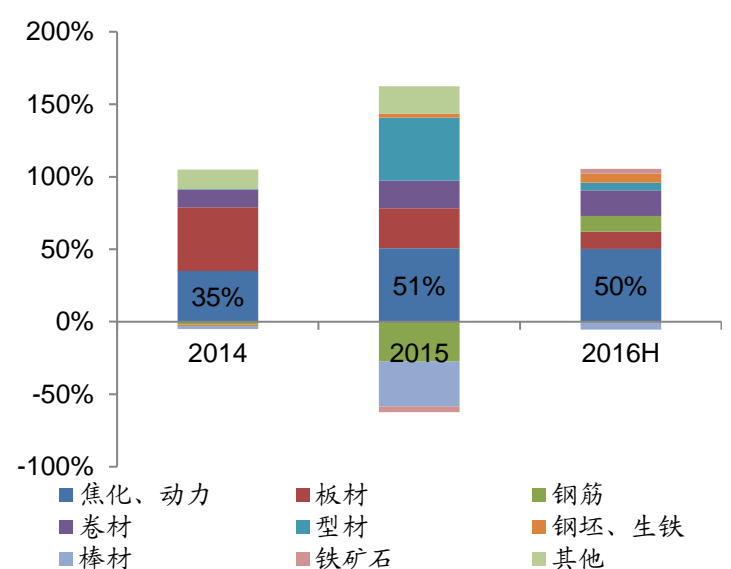
(2) 从毛利结构来考虑, 2015 年至 2016 年中报, 焦化与动力贡献了超过 50% 的毛利; 板材业务毛利占比由 2014 年的 44.04% 下滑至 2016 年中报的 12.10%; 卷材毛利占比整体呈现上升格局, 2016 年上半年达到 17.63%; 钢筋产品与宏观经济紧密联系, 毛利占比 2014 年至 2016 年上半年分别达到 -1.78%、-27.59% 和 10.63%; 型材业务毛利占比则由 2015 年的 43.48% 下降至 2016 年上半年的 5.52%、棒材则由 2015 年的 -30.76% 上升至 -5.52%。

图 5: 2016 年上半年公司毛利率升幅明显



数据来源: 公司公告、广发证券发研究中心

图 6: 2014-2016 年上半年公司毛利结构情况

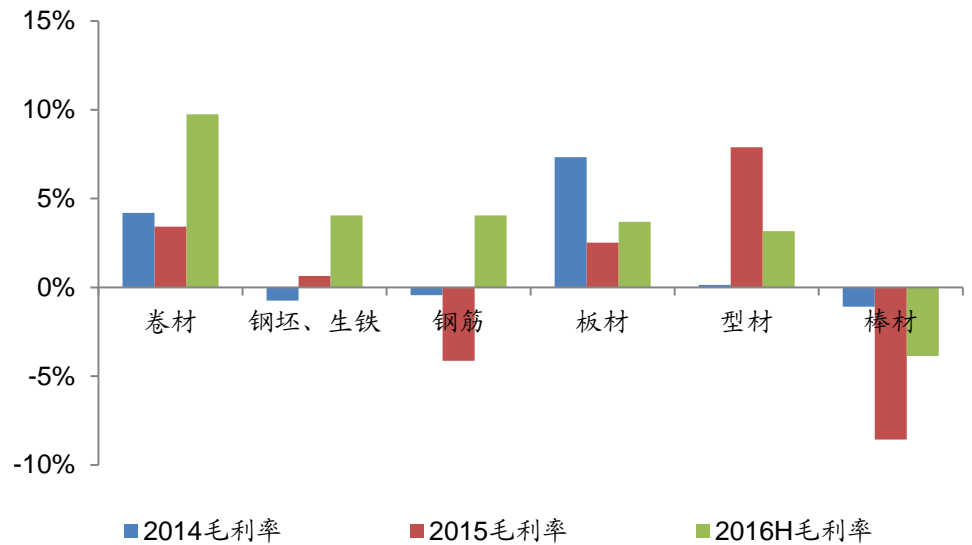


数据来源: 公司公告、广发证券发研究中心

(3) 从各细分品种的毛利率来考虑, 公司盈利能力强且具备高抗风险能力的业务是卷材、板材和型材, 2014 年至 2016 年上半年均录得为正的毛利率; 棒材表现与

之相反，近两年均呈现毛利亏损的状态；钢坯、生铁和钢筋与市场行情密切相关，2014年至2015年，整体毛利率低于1%，2016年上半年分别达到4.05%和4.04%。

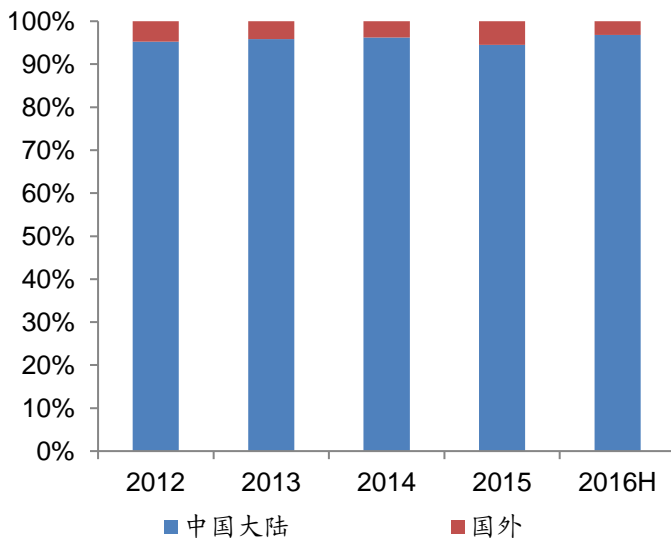
图7：山东钢铁各钢铁产品毛利率情况比较



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

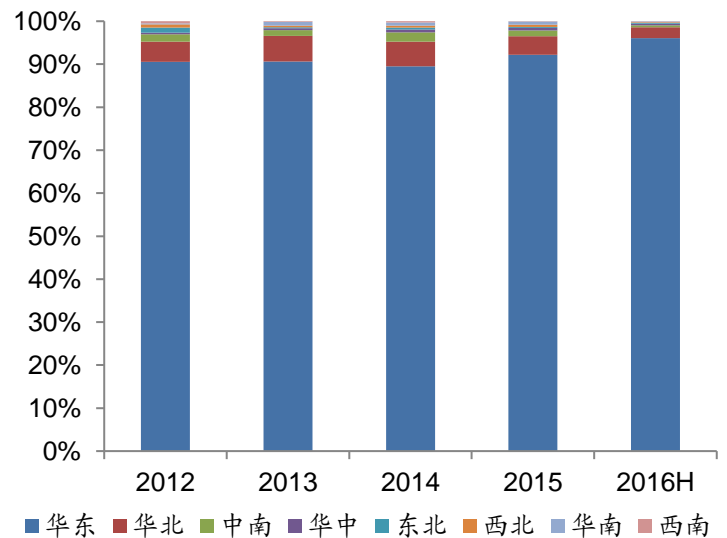
接着我们再来考量公司产品的辐射范围，公司立足于山东省，辐射华东地区。通过分析历史数据可知：1) 公司销往海外的产品营收占比不超过5%，根据2016年中报，销往中国大陆的营收为196.85亿元，占比高达96.79%；销往海外的营收为6.53亿元，占比仅为3.21%。2) 根据公司2015年年报，公司全年钢材的直销率达到54.3%，山东省内的销售比例达到73.5%，公司产品销售立足于山东省；3) 在中国大陆销售方面，公司超过90%的营收来自华东地区，根据2016年中报，公司销往华东地区的营收为189.05亿元，占比高达96.04%。

图8：山东钢铁海外营收占比低于5%，主要市场在中国大陆



数据来源：公司公告、广发证券发研究中心

图9：山东钢铁国内超90%销往华东地区，华北地区占比次之



数据来源：公司公告、广发证券发研究中心

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年山东省需要粗钢7800万吨，缺口在1100万吨左右。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。

由此可以看出，山东钢铁享有得天独厚的区位优势，立足山东，辐射华东。

（三）业务发展趋势：顺遂山东省钢铁产业转型升级之势，减量提质、提高沿海钢铁产能占比

根据《山东钢铁产业转型升级实施方案》，山东省的转型升级目标主要涉及产业布局、集约经营、产品结构、节能减排和创新能力五个方面，并针对五个方面提出了量化的目标。

表 1：《山东钢铁产业转型升级实施方案》确定的转型升级主要目标

	具体要求
产业布局	推进落实《山东省钢铁工业结构调整试点方案》，立足实际，压减现有钢铁产能，优化产业布局，提高发展质量，到 2017 年末，沿海钢铁产能占比达到 35%左右，建成钢铁产业循环经济示范区和碳排放考核示范基地。到 2020 年末，进一步压减钢铁产能，循环经济得到全面推广，沿海钢铁产能占比达到 40%左右。
集约经营	到 2017 年末，培育山钢集团成为世界一流的大型钢铁企业集团，综合竞争力进入国际钢铁企业前 10 强；培育 5 家专业化生产的区域钢铁集团。到 2020 年，6 家主要钢铁企业集团实现集约化经营，竞争能力明显提高。
产品结构	到 2017 年末，板（带）材中高端产品比例达到 18%以上，三级及以上钢筋比例达到 85%以上，板（带）材深加工规模达到 1500 万吨以上。到 2020 年末，板（带）材中高端产品比例达到 20%以上，三级及以上钢筋比例达到 95%以上，板（带）材深加工规模达到 2000 万吨水平。
节能减排	到 2017 年，吨钢综合能耗降至 580 千克标准煤以下，吨钢耗新水低于 3.0 吨，吨钢烟粉尘排放量降至 1.1 千克以下，吨钢 SO ₂ 排放量降至 1.6 千克以下。到 2020 年吨钢综合能耗降至 570 千克标准煤以下，吨钢耗新水低于 2.95 吨，吨钢烟粉尘排放量降至 0.8 千克以下，吨钢 SO ₂ 排放量降至 1.2 千克以下。
创新能力	到 2017 年末，全行业研发投入占销售收入的比重提高到 1.8%以上，攻克一批制约产业转型升级的关键共性技术。到 2020 年末，全行业研发投入占销售收入的比重提高到 2.0%以上，行业技术、产品研发能力明显提高。

数据来源：《山东钢铁产业转型升级实施方案》、广发证券发展研究中心

山东钢铁顺遂山东省钢铁产业转型升级的发展大势，一方面致力于提高高档钢材比例、另一方面致力于提高沿海钢铁产能占比来实现转型升级，具体体现在以下两个方面：

（1）**建设日照钢铁精品基地**。公司以自有资金和非公开发行募集资金合计66.91亿元对日照公司进行投资，加快日照钢铁精品基地建设。日照钢铁精品基地将建成

年产铁810万吨、钢坯850万吨、钢材790万吨的钢铁生产系统。一期一步工程计划于2017年7月投产；一期二步工程计划于2018年投产。

(2) **陆续转让济南分公司的资产和负债**。根据2015年10月15日公司发布的《关于向山东钢铁集团有限公司转让济南分公司部分资产和负债的关联交易公告》和后续公告，公司已向山东钢铁集团转让济南分公司770万吨炼钢产能，资产和负债分别转让128.20亿元和93.62亿元；此外，根据2016年12月24日公司发布《关于向山东钢铁集团济钢板材有限公司出售部分资产的关联交易公告》，公司拟向山东钢铁集团济钢板材有限公司出售济南分公司固定资产与在建工程、公司持有的济南鲍德气体有限公司100%股权等非流动资产及存货等部分流动资产。根据公司公告，此次交易完成后，公司在济南市区将不再有钢铁生产业务。

表 2: 山东钢铁主导产品的产能及产量比较 (单位: 万吨)

	2014 年		2015 年		2015 年转让部分济钢后
	产能	产量	产能	产量	产能
螺纹钢	385	323	385	262	265
板材	480	375	480	336	180
热轧钢带	250	100	250	100	0
冷轧钢带	80	47	100	35	0
型钢	220	218	220	203	220
优钢	230	134	210	119	210
合计	1645	1197	1645	1055	875

数据来源: 《山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

根据《山东钢铁股份有限公司08莱钢债跟踪评级报告》，2015年公司的生产仍主要集中于莱芜和济南分公司；为配合济南市政府转型升级，济南分公司逐步关停产能。随着济南分公司产能的全部转让，以及日照公司产能的逐步建成，未来公司产能将主要集中于山东钢铁股份有限公司莱芜分公司（以下简称“莱芜分公司”）以及日照公司。

根据莱芜分公司前身莱芜股份2012年1月5日披露的《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》，截至2012年年初，莱钢股份具备240万吨H型钢、290万吨棒材生产能力和150万吨优特钢生产能力。后续山东钢铁无上马板材产能项目，即莱芜分公司目前并不具备板材生产能力。因此，我们推断：2016年12月24日出售固定资产与钢铁相关的部分只涉及180万吨板材产能。

根据山东钢铁2015年年报中披露，莱芜分公司生铁产能550万吨，钢产能780万吨，钢材产能695万吨。莱芜分公司钢材产能与上述去除板材后公司目前产能一致。

我们将日照钢铁精品基地的产能和莱芜分公司的产品进行加总，则可以得到在不新建产能、不兼并收购其他钢铁公司的前提下，山东钢铁能达到的最大产能：

根据规划，日照钢铁精品基地将建成年产铁810万吨、钢坯850万吨、钢材790万吨的钢铁生产系统，产品方案为热轧商品卷180万吨、冷轧商品卷110万吨、镀锌板卷80万吨、酸洗热轧商品卷60万吨、中（宽）厚板360万吨。

据此计算，山东钢铁最大能达到的产能为铁1360万吨，钢1630万吨，钢材1485万吨。各类产品产能如下：

表 3：山东钢铁日照项目建成后最大产能（单位：万吨）

	莱芜分公司	日照项目
热轧商品卷	0	180
冷轧商品卷	0	110
镀锌板	0	80
酸洗热轧商品卷	0	60
中（宽）厚板	0	360
螺纹钢	265	0
型钢	220	0
优钢	210	0
合计	695	790

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

一、钢铁主业：减量提质促产品升级，优特钢稳增长、精品钢增弹性

2011年12月30日，经中国证监会批准，济南钢铁股份有限公司换股吸收合并莱芜钢铁股份有限公司，并于2012年2月17日更名为山东钢铁股份有限公司，下设莱芜分公司和济南分公司。

前言部分我们分析到：山东钢铁顺遂山东省钢铁产业转型升级的发展大势，一方面致力于提高高档钢材比例、另一方面致力于提高沿海钢铁产能占比来实现转型升级，接下来我们将重点分析山东钢铁产能变化趋势，并在此基础上，尝试分析山东钢铁进行这种转变的内、外生因素；具体分析从济南分公司、莱芜分公司和正在建设的日照钢铁精品基地三个区域进行展开。

(一) 减量：两步转让济南全部钢铁业务，剥离盈利较差产能，大幅降低资产负债率

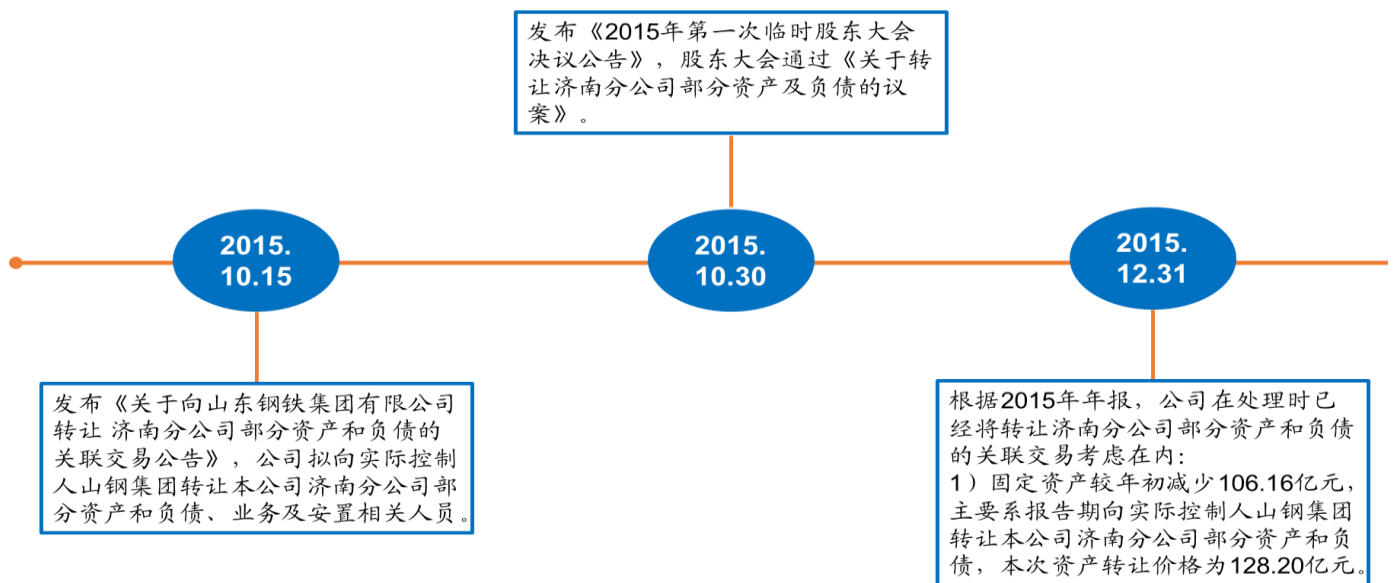
1 向山东钢铁集团转让128.20亿元资产、93.62亿元负债，涉及770万吨产能

2015年10月15日，山东钢铁发布《关于向山东钢铁集团有限公司转让济南分公司部分资产和负债的关联交易公告》，公司拟向实际控制人山钢集团转让本公司济南分公司部分资产和负债、业务及安置相关人员。

双方达成了收购意向，收购价格按评估值为准，山钢集团以现金、持有的对山东钢铁的债权及承接山东钢铁部分负债作为支付方式。2015年10月31日，公司发布《2015年第一次临时股东大会决议公告》，股东大会通过《关于转让济南分公司部分资产及负债的议案》。

公司未披露上述关联交易的进程，但通过公司披露的2015年年报，可知公司在处理时已经将该项关联交易考虑在内：固定资产较年初减少106.16亿元，主要系公司为适应公司战略发展要求，为未来公司资产结构调整和产业布局奠定良好基础，在报告期向实际控制人山钢集团转让本公司济南分公司部分资产和负债，本次资产转让价格为128.20亿元。

图 10：公司转让济南分公司部分资产和负债的进程



数据来源：公司公告、广发证券发研究中心

根据《山东钢铁股份有限公司08莱钢债跟踪评级报告》，截至评估基准日2015年6月30日，本次收购涉及资产账面值为108.77亿元，评估值为128.20亿元，评估增值19.43亿元，增值率为17.86%。本次资产转让价格为128.20亿元，山钢集团以现金、承接本公司部分负债作为支付方式，其中现金支付34.58亿元、承接负债93.62亿元。

接着，我们来讨论该项关联交易给公司带来的影响，主要从以下几个方面进行展开：

(1) 产能变化：产能减少770万吨，主要减少的产能为盈利能力较弱的板材、

钢带和螺纹钢。济南分公司部分产能转让后，公司钢材产能显著减少，由2015年末的1645万吨下降至875万吨，其中冷轧钢带和冷轧钢带产能合计减少350万吨，螺纹钢产能减少120万吨，板材产能减少300万吨。根据前言部分的业务分析，我们可以看到主要减少的产能为盈利能力或抗风险能力低的板材、钢带和螺纹钢。此外，根据2016年1月17日经济观察网发布的新闻《山东钢铁抛售百亿资产：大变革启幕、老钢厂谢幕》提到：山东钢铁两次剥离的钢铁产能在整个山东钢铁中盈利能力最弱。

(2) 资产与负债：负债减少93.62亿，2015年山东钢铁资产负债率由67.07%下降至56.72%。通过深入分析关联交易细则可以发现，山钢集团以现金、承接公司部分负债作为支付方式，其中，现金支付34.58亿元，承接负债93.62亿元，一方面现金支付将补充山东钢铁的流动性；另一方面近百亿债务的承接使得山东钢铁的资产负债率明显下降，2015年下降10.35个百分点至56.72%。

表 4：转让济钢分公司部分资产和负债对山东钢铁的资产负债影响分析（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	同比减少	转让济钢	转让济钢贡献
资产	549.46	531.76	-17.7		
负债	368.53	301.63	-66.9	-93.62	139.94%
资产负债率	67.07%	56.72%	-10.35%		

数据来源：《山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

2 拟向山东钢铁集团济南板材有限公司转让济南分公司固定资产与在建工程、济南鲍德气体有限公司100%股权等非流动资产及存货等部分流动资产

2016年12月24日，山东钢铁发布《关于向山东钢铁集团济钢板材有限公司出售部分资产的关联交易公告》，山东钢铁股份有限公司拟向山东钢铁集团济钢板材有限公司出售部分资产。涉及资产范围为：山东钢铁股份有限公司济南分公司固定资产、在建工程；山东钢铁股份有限公司持有的济南鲍德气体有限公司100%股权等非流动资产，以及存货等部分流动资产。2017年1月9日，公司发布《2017年第一次临时股东大会决议公告》，公司审议通过《关于出售山东钢铁股份有限公司部分资产的议案》，本次出售资产交易额度及支付方式安排如下表4列示。

根据公司2016年12月24日发布的公告《第五届董事会第十五次会议决议公告》，本次交易完成后，公司在济南市区将不再有钢铁生产业务。

表 5：《关于出售山东钢铁股份有限公司部分资产的议案》交易额度及支付方式安排

	账面值(亿元)	评估值(亿元)
出售资产	164.32	160.63
	总资产(亿元)	净资产(亿元)
山东钢铁	532.76	166.22

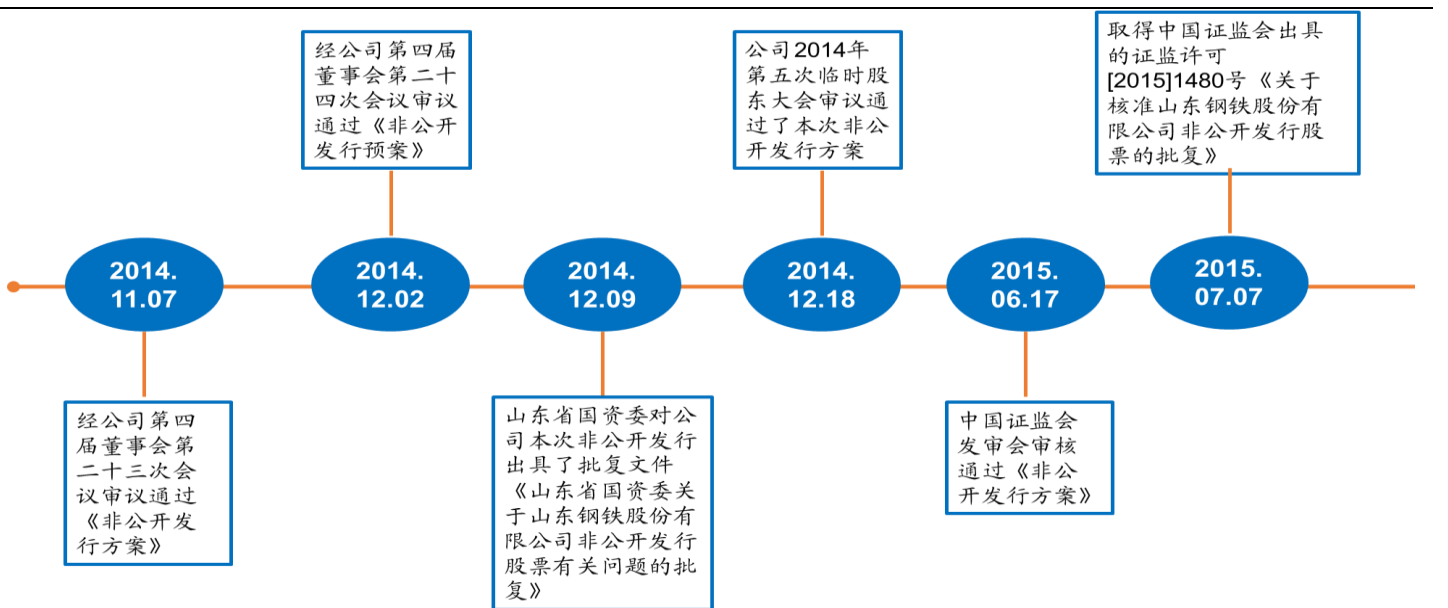
支付方式	拟以现金及承接本公司部分负债作为支付方式
交易体量	资产占比= $160.63/532.76=30.15\%$
	本次出售资产剥离负债后交易额不超过 78 亿元 净资产占比不超过 $78/166.22=46.93\%$

数据来源：《山东钢铁股份有限公司 2017 年第一次临时股东大会会议材料》、广发证券发展研究中心

(二) 提质：日照精品钢铁项目新增 790 万吨产能，生产技术及区位优势明显，项目将显著增强公司盈利能力

公司在2014年11月7日发布《第四届董事会第二十三次会议决议公告》，称公司审议通过《关于公司符合非公开发行股票条件的议案》、《关于公司非公开发行股票方案的议案》，拟非公开发行股票数量不超过276244万股、募集资金总额不超过500000万元（含发行费用），拟全部用于增资山东钢铁集团日照有限公司实施日照钢铁精品基地项目。

图 11：山东钢铁非公开发行进程



数据来源：公司公告、广发证券发研究中心

2015年8月14日，公司发布《非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》，2015年8月13日，本公司获得了中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的截至2015年8月12日收盘后，本次发行特定投资者以现金认购股票的证券变更登记证明。

表 6: 山东钢铁非公开发行股票结果暨股份变动情况

非公开发行 股票结果	发行数量 (股)	发行价格 (元)	募集资金 总额(元)	募集资金 净额(元)	性质	股本结构变动情 况
	1984126 984	2.52	4999999 999.68	4933865 504.22	限售条件流通股, 除山钢集团认购的本次发行新增股份限售期为 36 个月, 认购的股份预计上市可交易时间为 2018 年 8 月 12 日之外, 其余本次发行新增股份限售期为 12 个月, 预计上市可交易时间为 2016 年 8 月 12 日。	原有股份: 6436295797 股 增长: 30.83% 现有股份: 8420422781 股

数据来源: 《非公开发行股票发行结果暨股份变动公告》、广发证券发展研究中心

接着我们重点介绍日照钢铁精品基地:

1 项目简介: 年产钢材790万吨全套生产系统, 年通过能力达910万吨的码头泊位及其他公辅配套设施

根据山东省发改委门户网站2014年7月28日发布的《山东钢铁集团有限公司日照钢铁精品基地项目》, 山东钢铁精品基地项目内容和建设规模主要包括以下三个模块:

(1) **码头泊位**: 1个30万吨级铁矿石接卸泊位, 设计年通过能力1575万吨; 4个1万吨级和1个4万吨级杂货泊位, 设计年通过能力910万吨。

(2) **钢铁生产系统**: 年产铁810万吨、钢坯850万吨、钢材790万吨。产品方案为热轧商品卷180万吨、冷轧商品卷110万吨、镀锌板卷80万吨、酸洗热轧商品卷60万吨、中(宽)厚板360万吨。主要工艺设施包括原料场、烧结、球团、焦炉、高炉、转炉、精炼、连铸、热连轧机组、炉卷轧机、宽厚板轧机、酸轧、热镀锌、电镀锌等。

(3) **主要公辅配套设施**: 2台25兆瓦高炉余压发电机组 (TRT)、2台350兆瓦超临界火电发电机组、2座220kV总降压变电站, 以及制氧、海水淡化、铁路站场、运输设施、检化验中心、维修中心等公辅配套设施。

根据《山东钢铁股份有限公司08莱钢债跟踪评级报告》从项目效益测算看, 该项目建成并全面投产后, 税后内部收益率**9.39%**, 投资回收期**11.36年**(含建设期)。

2 项目进程: 一期一步工程计划于2017年7月投产、一期二步工程计划于2018年投产

截至目前, 日照钢铁精品基地项目按计划顺利推进, 一期一步主体工程全部开工。根据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》和2016年8月25日我的钢铁网发布的新闻《山钢日照钢铁精品基地一期二步工程建设全面启动》, 日照公司

一期工程建设共分两步进行:

(1) **一期一步主要进程如下:** 1#焦炉工程进行桩基检测, 2#焦炉降水完成, 全面挖方; 1号烧结机主厂房工程已基础开挖, 原料场翻车机及汽车受料槽土建施工已出地面, 开始回填; 1号高炉第十带炉壳已经安装; 炼钢连铸厂房和热连轧工程厂房产于6月初开始立柱, 热轧精轧区开始混凝土浇筑; 冷轧酸洗联合机组工程土方开挖。各工艺主体设备选型及订货完成; 各项外围工程及配套设施按计划推进; 征地、征海、防护林征用等各项手续全部办理完成; 施工用水、施工用电全部具备条件; 铁路站场、原料码头、生产用水、制氧、供配电等各项配套工程齐头并进。

(2) **一期二步工程:** 主要包括建设封闭综合料场、两座58孔7.2米焦炉、一台500平方米烧结机、一座5100立方米高炉、炼钢两座210吨转炉、轧钢4300毫米宽厚板生产线和3500毫米炉卷轧机。

一期一步工程计划于2017年7月投产; 一期二步工程已于2016年6月底正式启动, 焦化、原料、烧结、炼铁已发二步工程开工令, 计划于2018年投产。截至2016年6月底, 项目合同签约金额共计236.2亿元, 累计完成投资156.4亿元, 占比为66.22%。

3 项目优势: 满足山东省内高端钢材需求、不与其他项目构成同质化竞争, 区位优势明显

3.1 市场竞争与销售前景: 不与山东省钢铁项目构成同质性竞争, 弥补汽车用钢等多领域用钢需求、销售前景良好

日照钢铁精品基地项目将建设如下钢铁生产系统: 年产铁810万吨、钢坯850万吨、钢材790万吨。产品方案为热轧商品卷180万吨、冷轧商品卷110万吨、镀锌板卷80万吨、酸洗热轧商品卷60万吨、中(宽)厚板360万吨。

根据公司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

日照钢铁精品基地项目产品目标市场立足满足省内需求，积极参与国内外竞争，并鉴于周边企业的情况，定位于生产高品质、竞争力强的板带类产品。主要产品有：热轧薄板、冷轧薄板、酸洗板、热镀锌板、中厚板。主要目标行业：汽车、家电、机械制造、石油化工及能源等。

日照钢铁精品基地主要生产高档次热轧板、冷轧板、宽厚板等产品，在满足我省经济发展对高端板带材钢铁产品需要的同时，参与国内、国际市场的竞争，与公司内陆钢铁企业的板带材产品形成差异化互补优势。

此外，根据《问询函回复》，项目主要产品在用途、质量、型号及规格上均不与日照地区现有钢铁项目或者山东省其他钢铁项目构成同质性竞争，弥补了山东省在汽车用钢，家电用钢，高端制造业、建筑业、新能源业的用钢需求，在山东省市场竞争力大，预计销售前景良好。

3.2 竞争优势：生产设备世界一流水平、生产技术集成最先进成果、管理参考世界最优秀钢企、污染物排放指标居世界领先水平

接着我将从生产设备、生产技术、管理和环保等四个角度来分析日照钢铁精品基地的竞争优势：

(1) 生产设备：日照钢铁精品基地将建设两座5100立方米高炉、四座210吨转炉，同时配备具有世界行业领先水平的RH、LF精炼炉，轧机轧制能力预备20年不落后，炉卷轧机在国内数量很少；采用加压式超快冷设备，实现以水代金等。装备水平达到目前世界一流水平。

(2) 生产技术：项目采用先进成熟技术，围绕总图布局、工艺配置、品种质量、成本降低、节能环保等方面共引进、集成创新了“一罐到底”技术、高炉长寿综合技术、双联冶炼技术、高效除磷技术、精轧后强冷工艺技术、智能化无人料场技术等89项全球首创、国内首创、前沿成熟技术，把近几年钢铁行业的先进成果在项目中得以应用；形成了100余项自主创新技术。

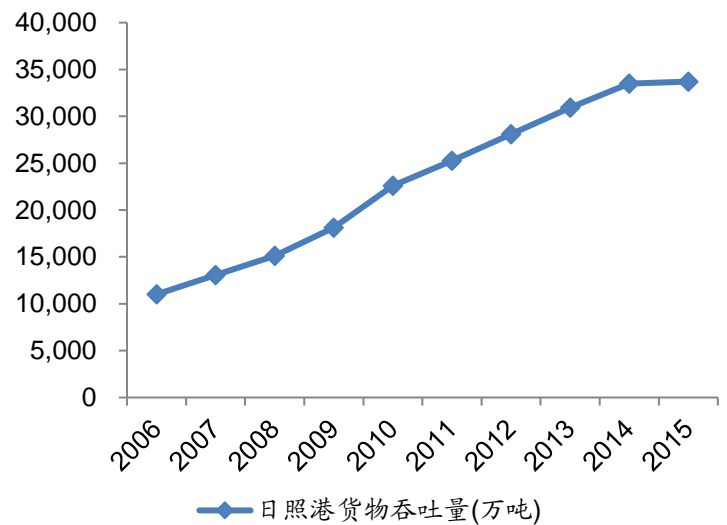
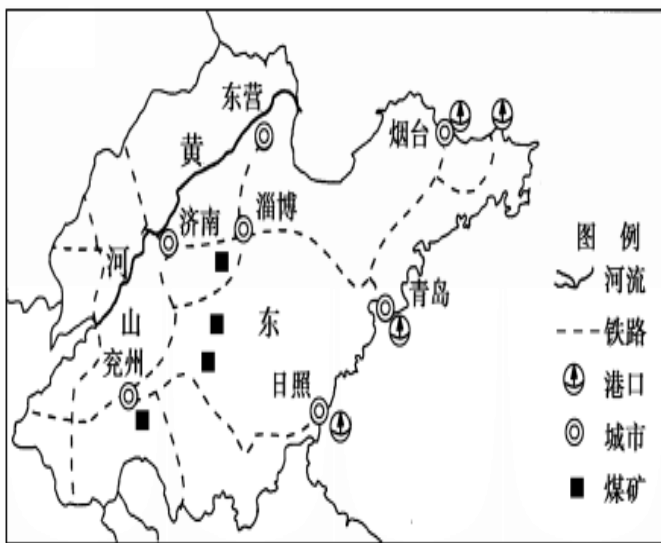
(3) 管理：根据2016年1月5日中国钢铁新闻网发布的新闻《山钢日照公司“牵手”韩国浦项ICT公司》，2015年12月23日，山钢日照公司与韩国浦项信息技术（ICT）公司签署《管理流程创造暨信息化顶层设计咨询服务合同书》，韩国浦项ICT公司将为日照钢铁精品基地创造出全新的管理流程，通过信息化顶层设计构建出明确的信息系统蓝图，以严格的基准推动监理工作，保证咨询结果落地、实施。浦项ICT公司将为日照钢铁精品基地设计构建顶层信息化系统蓝图及管理流程，把全球最优秀钢铁企业的业务实力和经验以拥有世界最高水平的IT技术运用到项目中。

(4) 环保：根据齐鲁网2016年9月17日发布的新闻《山东精品钢基地顺利推进日照新钢城崭露雏形》，日照钢铁精品基地环保预算投资高达64.7亿元，接近总投资的1/7；投资项目涵盖废气治理、废水治理、噪声治理、固废处理、余热利用、环境绿化、环境监测及生态修复等内容。与近年来国内其他钢厂的环保投资相比，日照钢铁精品基地工程是目前国内环保投资及比例最高的钢铁项目。以此标准项目建设投产后，排放指标可达到2020年排放浓度限值要求、居世界领先水平。

3.3 区位优势：临近港口，具备原料与钢材运输成本优势

日照为山东省货物吞吐量超3亿吨的3个港口之一，其余2个超3亿吨的港口分为烟台和青岛；2015年日照港口货物吞吐量达3.37亿吨。根据公司公告，日照市拥有天然深水良港，日照港铁矿石及煤炭吞吐量均居全国前列，处于主要钢铁消费地山东省蓝黄经济区腹地、鲁西南隆起带，大幅减少了项目主要原材料铁矿石的进口成本和产品的运输成本，拓宽了项目的盈利空间。

图 12：日照为山东省货物吞吐量超 3 亿吨的 3 个港口之一
图 13：日照港口 2015 年货物吞吐量达到 33707 万吨



数据来源：百度图片、广发证券发研究中心

数据来源：国家统计局、广发证券发研究中心

根据2016年11月23日山东钢铁集团发布的《山东钢铁集团有限公司2016年度第十二期超短期融资券募集说明书》（简称“募集说明书”），2015年以前，公司自供铁矿石比例在10%左右，外购铁矿石比例在90%左右，其中进口铁矿石约占采购总量80-85%左右。2015年4月，公司全资控股唐克里里铁矿项目，2016年1-6月份生产铁矿石成品矿328.4万吨，2016年度计划产量1200万吨，铁矿石自供比例将提升到40%以上。国内采购约占采购总量15-20%左右。

此外，根据募集说明书，山钢集团主要钢铁企业均地处内陆，进口铁矿石、出口钢材均要在港口与内地之间往来运输，客观造成了运输成本较高。山钢集团从港口运输铁矿石到内地的成本约为100元/吨，每年仅此一项就多支出20亿元。

表 8：按照单位成本为 100 元/吨计算的铁矿石进口单位成本和总成本

	铁矿石进口总量(万吨)	单位成本(元/吨)	总成本(万元)
进口占比为 85%	$85\% \times 3664.20 = 3114.57$	100	311457
进口占比为 80%	$80\% \times 3664.20 = 2931.36$	100	293136

数据来源：《山东钢铁集团有限公司 2016 年度第十二期超短期融资券募集说明书》、广发证券发展研究中心

备注：铁矿石进口总量以已有最新的 2015 年铁矿石总量 3,664.20 万吨为依据

我们利用中国铁路95306网铁路货运运费标准进行测算，整车以标重60吨的车辆进行测算；集装箱按通用标准箱进行测算；20英尺集装箱一般配装重货，配货毛重一般不允许超过21吨，能容纳货物体积约为28立方米；40英尺一般配装轻泡货，配货毛重一般不允许超过24.5吨，能容纳货物体积约为58立方米；假定铁矿石的密度为4.8吨/立方米。如若需要3114.57万吨铁矿石进口，则需要52万个整车、149万个20英尺集装箱和128万个40英尺集装箱；如若需要2931.36万吨铁矿石进口，则需要49万个整车、140万个20英尺集装箱和120万个40英尺集装箱。

经过测算，以日照港为例，进口矿比例分别为85%和80%时，单位运费将达到83.89元/吨和84.80元/吨，总的运输成本将达到26.38亿元和24.86亿元。

表 9：到货车站为济南时不同港口运输方式的单位运费差异计算

	整车(元/车)	20英尺集装箱(元/箱)	40英尺集装箱(元/箱)	单位运费计算
日照港	5072.80	1863.20	2830.60	1) 以日照港为例、进口矿比例为 85%进行计算： 整车： $52 \times 5072.80 / 3114.57 = 83.89$ 元/吨 20英尺集装箱： $149 \times 1863.20 / 3114.57 = 88.28$ 元/吨 40英尺集装箱： $128 \times 2830.60 / 3114.57 = 115.22$ 元/吨
青岛港	4283.10	1631.50	2478.30	2) 以日照港为例、进口矿比例为 80%进行计算： 整车： $49 \times 5072.80 / 2931.36 = 84.80$ 元/吨 20英尺集装箱： $140 \times 1863.20 / 2931.36 = 88.99$ 元/吨 40英尺集装箱： $120 \times 2830.60 / 2931.36 = 115.86$ 元/吨
烟台港	5407.50	1970.20	2997.80	

数据来源：中国铁路 95306 网铁路货运运费查询、广发证券发展研究中心

根据山东钢铁集团日照有限公司官网，日照公司成立于2009年，负责日照钢铁精品基地的前期准备、项目建设及后续的生产运营。公司位于日照具有港口优势，日照钢铁精品项目将建设1个30万吨级铁矿石接卸泊位、4个1万吨级和3个4万吨级杂货泊位。临近港口的地域优势，使得日照钢铁项目整体盈利能力更强。

因此我们可以看到，日照基地的区位优势非常明显，单从原材料运输方面，运费将比内陆济南地区的产能节约至少80元/吨，将显著增强公司整体的盈利能力。

（三）现有产能优势：H型钢规模最大、规格最全，优钢国内处领先地位

如若公司顺利将济南分公司固定资产、在建工程等资产出售给山东钢铁集团济钢板材有限公司，除开日照钢铁精品基地之外，公司现有的主要钢铁生产将集中于莱芜分公司，接着我们重点分析莱芜分公司的产品及市场竞争力。

莱芜分公司前身为莱钢股份，如前所述，莱芜分公司目前的各产品产能如下：

表 10: 莱芜分公司产品产能 (单位: 万吨)

	根据《山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债跟踪评级报告》推算的截至 2016 年 Q1 莱芜分公司产能
螺纹钢	265
型钢	220
优钢	210
合计	695

数据来源:《山东钢铁股份有限公司 08 莱钢债跟踪评级报告》、广发证券发展研究中心

表 11: 截至 2012 年年初山东钢铁莱芜分公司 (原莱钢股份) 产品产能及特点

产品	产能(万吨)	特点
H 型钢	240	产品已实现大、中、小系列化, 并形成了国内规模最大、品种规格最全的 H 型钢生产基地
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。截至 2012 年已是全国产销量最大的齿轮钢生产基地

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》、广发证券发展研究中心

基于公司披露的信息, 基本可以推测 2012-2016 年山东钢铁莱芜分公司尚未建设新品种的钢铁产能, 因此我们结合已有 2012 年《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 2015 年年报、2016 年半年报和《募集说明书》对公司现有产能进行深度分析:

根据《募集说明书》, 山东钢铁股份莱芜分公司主要有型钢、板带、优钢、棒材四大系列产品, 拥有国优、省优产品 21 个, 部分产品填补国内空白, 产品质量在国内外享有较高信誉。

(1) H 型钢: 公司目前是国内规模最大、品种规格最全的 H 型钢生产基地, 国内市占率达到 18%。H 型钢已开发钢种 35 个, 其中公司是目前世界上唯一能生产磁浮轨道热轧 F 型钢的厂家, 为我国推广应用磁浮技术提供重要支持。高强度 H 型钢桩通过香港房屋署认证, 是目前国内唯一能稳定生产提供该类产品的企业。耐火耐候 H 型钢被列入国家 973 重大基础研究项目, 并已应用于磁悬浮列车轨枕。定价方面, 公司 H 型钢、中厚板等产品在国内具备一定的话语权。

(2) 优特钢: 特钢形成六大产品九大钢种系列, 其中, 齿轮钢和轴承钢荣获“国家冶金产品实物质量金杯奖”称号。棒材开发形成 20 余个牌号, 可提供国标、美标、英标、日标、韩标、澳标等系列产品, 其中, 螺纹钢荣获“国家免检产品”称号。公司生产的优钢在国内处领先地位, 目前齿轮钢位列国内市场占有率第一; 全国规模最大的钢结构加工基地, 最大的粉末冶金生产基地, 而其他如合金钢、轴承

钢等优钢品种也占据了相当的市场份额。公司凭借优钢优势已经成为美国福特、中国一汽、东风等著名汽车制造商的合格供应商。

本章总结：

山东钢铁顺遂山东省钢铁产业转型升级的发展大势，一方面致力于提高高档钢材比例、另一方面致力于提高沿海钢铁产能占比来实现转型升级。

(1) 减量：通过两步转让公司在济南的全部钢铁业务，盈利较差产能被剥离、公司资产负债率将明显下滑。

第一步：向实际控制人山钢集团转让本公司济南分公司部分资产和负债、业务及安置相关人员，资产转让价格为128.20亿元，山钢集团现金支付34.58亿元、承接负债93.62亿元。1、产能变化：产能减少770万吨，主要减少的产能为盈利能力较弱的板材、钢带和螺纹钢。2、资产与负债：负债减少93.62亿，2015年山东钢铁资产负债率由67.07%下降至56.72%。

第二步：拟向山东钢铁集团济南板材有限公司转让济南分公司固定资产与在建工程、济南鲍德气体有限公司100%股权等非流动资产及存货等部分流动资产。本次交易完成后，公司在济南市区将不再有钢铁生产业务。此外，根据2016年1月17日经济观察网发布的新闻《山东钢铁抛售百亿资产：大变革启幕、老钢厂谢幕》提到：山东钢铁两次剥离的钢铁产能在整个山东钢铁中盈利能力最弱。

(2) 提质：公司以2.52元/股定增50亿元用于增资山东钢铁集团日照有限公司实施日照钢铁精品基地项目，项目主要包括年产钢材790万吨全套生产系统、年通过能力达910万吨的码头泊位及其他公辅配套设施。项目一期一步工程计划于2017年7月投产、二期工程计划于2018年投产。截至2016年6月底，项目合同签约金额共计236.2亿元，累计完成工程投资156.4亿元，占比为66.22%。项目优势主要体现在：

1、市场竞争与销售前景：日照钢铁精品基地项目将建设如下钢铁生产系统：年产铁810万吨、钢坯850万吨、钢材790万吨。产品方案为热轧商品卷180万吨、冷轧商品卷110万吨、镀锌板卷80万吨、酸洗热轧商品卷60万吨、中（宽）厚板360万吨；且日照项目产品不与山东省钢铁项目构成同质性竞争，弥补汽车用钢等多领域用钢需求、销售前景良好

2、竞争优势：生产设备达到世界一流水平、生产技术集成行业最先进成果、管理参考世界最优秀钢企、污染物排放指标居世界领先水平

3、区位优势：日照为山东省货物吞吐量超3亿吨的3个港口之一，日照港铁矿

石及煤炭吞吐量均居全国前列，处于主要钢铁消费地山东省蓝黄经济区腹地、鲁西南隆起带。日照基地的区位优势非常明显，单从原材料运输方面，运费将比内陆济南地区的产能节约至少80元/吨，将显著增强公司整体的盈利能力。

(3) 现有产能优势：公司现有钢铁生产将集中于山东钢铁莱芜分公司，莱钢股份具备220万吨H型钢、265万吨螺纹钢生产能力和210万吨优钢生产能力。

1、H型钢：公司目前是国内规模最大、品种规格最全的H型钢生产基地，国内市占率达到18%

2、优特钢：特钢形成六大产品九大钢种系列，其中，齿轮钢和轴承钢荣获“国家冶金产品实物质量金杯奖”称号。棒材开发形成20余个牌号，可提供国标、美标、英标、日标、韩标、澳标等系列产品，其中，螺纹钢荣获“国家免检产品”称号。公司生产的优钢在国内处领先地位，目前齿轮钢位列国内市场占有率第一，是全国规模最大的钢结构加工基地，最大的粉末冶金生产基地，而其他如合金钢、轴承钢等优钢品种也占据了相当的市场份额。

二、国企改革：2017 或成国企改革落地见效之年，公司将受益国企改革持续推进

(一) 政策：国家和山东省层面政策陆续完善，2017 年或将成为政策落地见效之年

2014年是我国深化国资国企改革元年，2015年被称为国企改革顶层设计和具体实施方案的落地年，2016年为国企改革政策落实之年，随着我国的国企改革政策逐渐明晰，政策落地逐渐明朗，2017年将成为为国企改革政策的见效之年。

李克强总理在2016年政府工作报告中强调：今明两年，要以改革促发展，坚决打好国有企业提质增效攻坚战。推动国有企业特别是中央企业结构调整。推进股权多元化改革，开展落实企业董事会职权、市场化选聘经营者、职业经理人制度、混合所有制、员工持股等试点。根据2016年12月14日至16日举行的中央经济工作会议，会议强调，要按照统筹推进、重点突破的要求加快改革步伐，更好发挥改革牵引作用。要深化国企国资改革，加快形成有效制衡的公司法人治理结构、灵活高效的市场化经营机制。混合所有制改革是国企改革的重要突破口。加快推动国有资本投资、运营公司改革试点。2017年，国家推进国企改革的决心不改。

接着我们再来看山东省地方层面对于国企改革的决心及具体规划。2015年3月6日，山东省印发了《省委办公厅省政府办公厅关于深化省属国有企业改革几项重点

工作的实施意见》，并陆续出台了《省国资委省审计厅印发关于加强省管企业审计监督工作的意见的通知》、《省国资委省财政厅印发关于进一步加强省管企业财务监督管理工作的意见的通知》、《省国资委省财政厅关于印发山东省省管企业财务等重大信息公开暂行规定的通知》、《省委组织部省国资委党委关于印发〈山东省省管企业领导人员实行任职回避和公务回避及报告说明制度的暂行办法〉的通知》、《省政府关于印发省属企业国有资本划转充实社会保障基金方案的通知》等5个配套文件（以下统称“1+5”文件）。“1+5”文件的发布，确定了国资国企改革发展的目标和工作任务，明确了山东省国有企业改革进入攻坚期和深水区攻坚破难的主要路径和措施。

表 12: 山东省国企改革相关政策文件

日期	文件	发文单位	主要内容	文件来源
2015/2/28	关于加强省管企业审计监督工作的意见	山东省国资委 山东省审计厅	切实加强省管企业审计监督，促进企业规范管理、依法经营、防范和化解风险，服务企业改革发展，实现国有资产保值增值	http://sdqy.dzwww.com/sdgz/zcfg/201504/t20150414_12220233.htm
2015/3/2	关于进一步加强省管企业财务监督管理工作的意见	山东省国资委 山东省财政厅	进一步促进省管企业依法依规经营，加强财务监督管理，完善企业财务约束机制，维护国有权益，实现国有资产保值增值，	http://sdqy.dzwww.com/sdgz/zcfg/201504/t20150414_12220242.htm
2015/3/2	山东省省管企业财务等重大信息公开暂行规定	山东省国资委 山东省财政厅	对省管企业财务等重大信息公开进行界定。此次省管企业财务等重大信息公开包括企业财务预算，年度、中期、季度财务信息，重大决策、重大人事任免、重大项目投资及境外投资情况、大额资金的调动及使用情况等“三重一大”有关事项，履行社会责任以及其他可能对出资人、企业和职工利益产生较大影响及社会关注度高的信息。	http://sdqy.dzwww.com/sdgz/zcfg/201504/t20150414_12220200.htm
2015/3/6	关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见	山东省委办公厅 山东省政府办公厅	按照管资本的模式，进一步改进国资监管方式，切实赋予国有资本控股和参股企业法人财产权和自主经营权。	http://www.shandong.gov.cn/art/2015/3/11/art_285_6967.html
2015/3/12	省属企业国有资本划转充实社会保障基金方案	山东省人民政府	省属企业国有资本划转充实省社会保障基金的企业范围为省属国有企业，包括省国资委履行出资人职责的企业和省直有关部门、单位管理的企业。省属企业国有资本划转按照一次划转、分步到位、逐户完善的原则操作实施。	http://www.shandong.gov.cn/art/2015/3/12/art_285_6968.html
2015/3/25	山东省省管企业领导人员实行任职回避和公务回避及报	山东省国资委	省管企业不准与本企业领导人员的配偶、子女个人所从事的生产经营活动直接发生经济关系；原则上不准与本企业领导人员其他亲属及关系密切的私人朋	http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-03/20/c_1114708740.htm

	告说明制度的 暂行办法		友直接开展业务活动和进行交易活动。因专利、特许经营等原因具有经营项目的独占性，企业必须与其发生经济往来的，需按程序集体研究决定，相关领导人员应当回避。	
2015/12/2	关于开展混合所有制改革试点工作的通知	山东省国资委	决定在省管企业开展混合所有制改革,确定了 58 家试点企业,争取用 3 至 5 年时间打造一批市场竞争力强、发展前景好的混合所有制企业,形成良好的示范带动效应。	http://www.sdcqjy.com/zhuanti/sgqy/sdtz.html
2016/8/19	省属经营性国有资产统一监管实施计划	山东省人民政府	除省国资委及省政府授权的有关部门或机构外,其他省直部门、群团组织和事业单位今后不再履行企业国有资产出资人职责,不再以各种名义投资设立经营性企业和经济实体。	http://sdssf.org.cn/eap/63.news.detail?news_id=527
2017/1/5	山东省属国有企业员工持股试点工作实施细则	山东省国资委 山东省财政厅	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。	http://www.sdsgzw.gov.cn/articles/ch00023/201701/d5233d42-e67a-4eed-b60f-f90be7e0a47c.html

数据来源: 山东省人民政府、山东省国资委、山东省财政厅、山东省审计厅官网、广发证券发展研究中心

2016年8月19日,山东省人民政府发布《省属经营性国有资产统一监管实施计划》(以下简称《计划》),《计划》提出,要进一步推进政企分开和政资分开,完善国有资产管理体制、促进国有资产保值增值。

2017年1月5日,山东省国资委和山东省财政厅共同发布《山东省属国有企业员工持股试点工作实施细则》(以下称《实施细则》),《实施细则》提出,要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。

总体来看,2017年,山东省国有企业改革有望加速推进。

(二) 山钢集团初试国企改革: 2016 山钢集团初试引入职业经理人、改建国有资本投资公司等, 多措施加速国企改革

在山东省国有企业改革加速的大背景下,山东钢铁控股股东山钢集团的改革也正加速推进中。2016年2月,山钢集团子公司淄博张钢钢铁有限公司引入职业经理人管理团队,正式拉开山钢集团职业经理人制度探索的序幕;2016年11月,山钢集团印发《改建国有资本投资公司实施方案》,标志着山钢集团国有资本投资公司改建

工作全面展开，在山钢集团的改建方案中，契约化管理、出资企业改制等混合所有制改革的措施均被山东省人民政府国有监督管理委员会认可。山钢集团的改革加速有望惠及山东钢铁。

1 山钢集团子公司引入职业经理人

根据山钢集团官网2016年3月15日发布的新闻《摸出改革及钢铁产业“止血”“第一瓜”》(<http://www.sdsteel.cc/content-657558985790.htm>)中指出，2016年2月22日，永锋钢铁原副总经理刘长江以淄博张钢钢铁有限公司(以下简称“张钢”)总经理身份出席会议。张钢引入职业经理人管理团队，这不仅标志着山钢集团2016年改革破题，祭出“止血”主业的“第一招”，更标志着山钢集团董事长侯军在2016年度工作会议上提出，“加快推进包括张钢在内的省管企业第一批13家经营单位混合所有制改革”“建立与管资本为主相适应的管理关系和适应现代企业制度要求的公司治理结构，加快探索职业经理人制度，建立健全高级管理人员市场化选聘机制”这一思路的高效落地。

面对钢铁主业经营困局，基于前期综合绩效评价，山钢集团选定张钢作为破局的业务单元，规范业务管理、引入职业经理人管理团队，调整其产业结构，管理职权重新划分定位，由山东钢铁直接负责张钢钢铁板块的运营管理，并按照市场化、契约化原则，聘任并委派职业经营管理团队，通过山东钢铁与该管理团队签订“经营业绩责任书”，实行独立经营。

2 山钢集团改建国有资本投资公司

根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会2016年9月8日发布的新闻《山钢集团改建国有资本投资公司获批》中报道，经山东省政府原则同意，山东省国资委批复《山东钢铁集团有限公司改建国有资本投资公司实施方案》(以下简称《方案》)。山钢集团董事会将被省国资委授予并行使以下权力：

一是根据公司功能定位，决定公司年度投资计划和具体投资项目，特别重大投资事项报省政府审定；

二是按照国家和省有关规定，决定契约化管理的高级管理人员的选聘、考核评价和薪酬分配；

三是决定出资企业的改制、合并、分立、解散、清算、申请破产事项。

四是按照国家有关规定，决定权属企业之间的产权无偿划转、协议转让事项；决定二级及以下国有控制企业持有的产权的公开转让事项；备案公司及权属企业决定事项涉及的资产评估报告；

五是在国资监管法规规定的比例或数量范围内，决定增、减持上市公司股份事项；决定所持上市公司股份质押事项；

六是决定出资企业注册资本及资本金变动事项；

七是根据企业效益增减情况和省国资委调控工资总额的要求决定职工工资总额，报省国资委备案。

2016年11月15日，山钢集团印发《改建国有资本投资公司实施方案》，标志着

山钢集团国有资本投资公司改建工作全面展开。根据方案，其重点工作包括充分发挥党组织的政治核心作用、完善公司治理结构、理顺管理关系、推行职业经理人制度、优化组织结构、强化业务运营、推进发展混合所有制经济、借助国有资本投资公司平台，推动济钢产能调整与山钢转型发展等。

《方案》提出，到2020年，山钢集团将建成钢铁产业竞争力强，非钢产业协同发展，治理规范、经营高效的具有产业经营与资本运营综合能力的国有资本投资公司。改建后，山钢集团总部发挥战略管理、资本运营管理、人力资源管理、资金管理、风险管理、投资管理等职能，重点建设4个“主体”：山东省钢铁产业结构调整转型升级的投资主体、以优质资源和多种平台为依托的融资主体、以钢铁为平台培植非钢主业的产业整合主体、以绿色低碳新材料新技术研发应用为重点的创业投资主体。

（三）国企改革或加速：张钢成功引入职业经理人，集团及其子公司层面或尝试多形式改革

1 职业经理人制度：山钢集团已有成功样本，其他子公司有望陆续引进

正如前文所述，山钢集团旗下子公司淄博张钢钢铁有限公司引入职业经理人管理团队，正式尝试职业经理人进入公司高层的改革方案。同样被列入省管企业第一批13家经营单位混合所有制改革的还有山东钢铁控股子公司钢铁集团日照有限公司，集团及其其他子公司的混合所有制改革过程中也有望引入职业经理人制度，提高其运营管理能力。

2 资产证券化：集团内共有山东钢铁、金岭矿业和鲁银投资三家上市公司，资产证券化为25.08%

我们利用2016年三季度数据计算，目前山东钢铁的总资产规模达到2408.18亿元；旗下有三家上市公司，分别为山东钢铁、金岭矿业和鲁银投资，上市资产合计为603.90亿元。由此我们可以计算得出，山东钢铁集团的资产证券化率为25.08%。

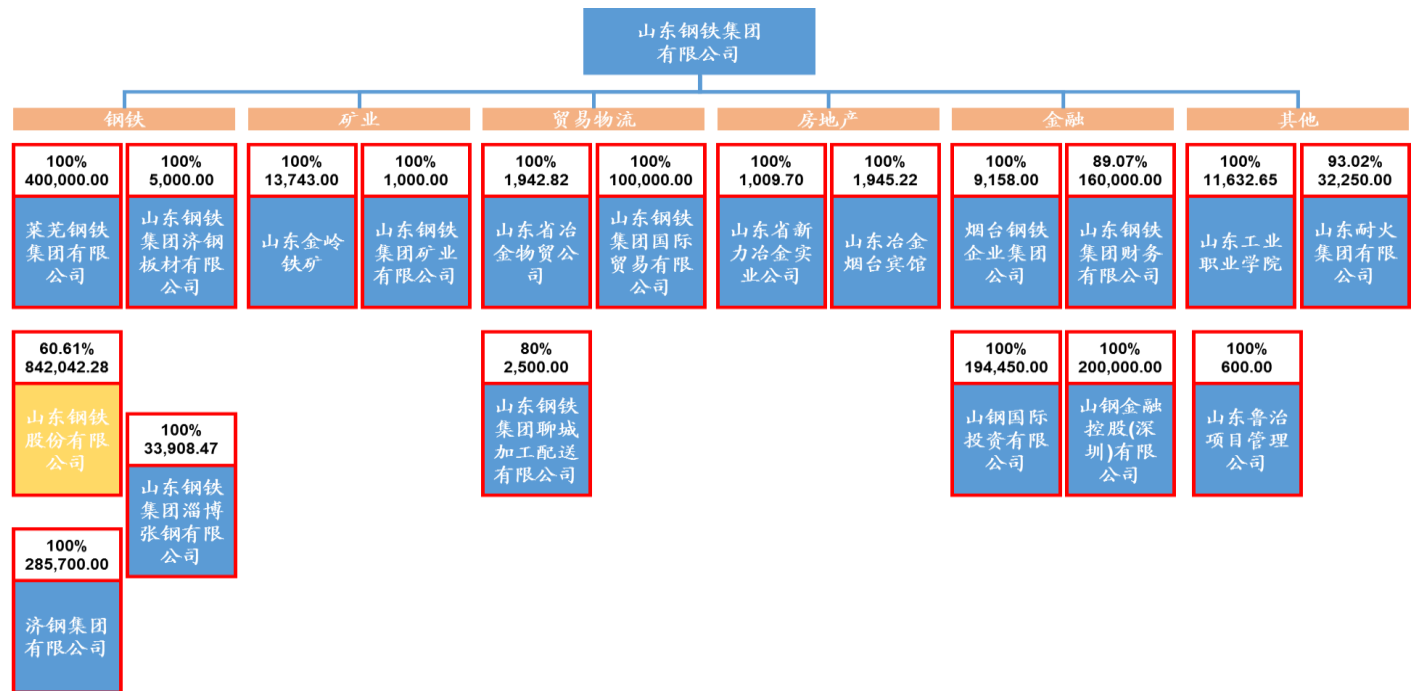
表 13：山东钢铁集团资产证券化率仅为 25.08%

山东钢铁集团总资产(亿元)	山东钢铁总资产(亿元)	金岭矿业总资产(亿元)	鲁银投资总资产(亿元)	上市资产合计(亿元)	资产证券化率
2408.18	525.43	34.50	43.97	603.90	25.08%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：数据更新至2016年第三季度

图 14: 山东钢铁集团 19 家全资及控股子公司 (二级子公司) 股权及注册资本 (单位: 万元)



数据来源: 《山东钢铁集团有限公司 2016 年度第十二期超短期融资券募集说明书》、广发证券发研究中心

表 14: 山钢集团 3 家上市公司基本情况

上市公司	上市时间	2016 年中报营收和毛利结构	主营产品类型	2016Q3 年总资产 (亿元)	2015 年净利润(万元)	2016 年预计净利润
山东钢铁	2004/6/29	从营收结构来看, 板材、焦化与动力业务营收贡献均超过 20%, 分别达到 20.20% 及 21.43%, 钢筋、卷材及型材营收贡献均超过 10%, 分别达到 16.19%、11.13% 及 10.72, 其余业务如钢坯与生铁、铁矿石、棒材等营收贡献占比不超过 10%; 从毛利结构来看, 焦化与动力贡献了 50.16% 的毛利, 卷材、板材、钢筋分别贡献了 17.63%、12.10% 和 10.63% 的毛利, 型材贡献 5.52% 的毛利, 铁矿石贡献 3.44% 毛利, 棒材贡献 -5.52% 毛利。	钢板类、型钢类	525.43	8,871.53	约 -69000 万元 -- 53000 万元
鲁银投资	1996/12/25	从营收结构来看, 商贸和房地产业务贡献了超过 80% 的收入, 分别达到 42.82% 和 39.18%, 钢铁粉末及制品贡献了 13.76% 收入, 纺织及其他业务共计贡献了 4.25% 收入; 从毛利结构上看, 钢铁粉末及制品和房地产贡献了超过 85% 的毛利, 分贝达到 45.65% 和 41.82%, 商贸贡献了 17.48% 毛利, 纺织业务贡献了 2.86% 毛利, 其他业务贡献了 -7.82% 毛利。	钢板类、黑色金属、其他纺织品及原料、人造纤维、商业地产、住宅建筑、专	43.97	-8,146.60	约 4000 万元 -- 6000 万元

			科用制剂			
金岭矿业	1996/11/28	从营收结构来看,铁精粉贡献了 92.41%的收入,铜精粉贡献了 6.09%的收入,机械加工和钴精粉业务贡献了 1.5%收入;从毛利结构来看,公司 2016 中报毛利为负,其中铜精粉业务贡献为 50.21% 钴精粉和机械加工贡献分别为-25.08%和-1.71%,铁精粉业务贡献为-123.42%。	黑色金属、黑色金属矿产、铜、重有色金属	34.50	524.77	约-60500 万元--51000 万元

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

在山钢集团钢铁板块中,上市企业只有山东钢铁一家,根据山钢集团的发展规划,未来将形成专业化管理“1+4+N”的产业格局。实际上,根据公司2016年半年报,目前山钢集团旗下共有9家钢企目前以委托管理的方式委托给山东钢铁管理。

表 15: 山东钢铁托管情况简介

委托方	委托资产	托管类型	起始日	是否关联交易	关联关系	托管收益确定依据
莱芜钢铁集团有限公司	莱钢(淄博)经贸有限公司、莱芜钢铁集团昆明经贸有限公司、莱芜钢铁集团永康经贸有限公司、莱钢合肥经贸有限公司、莱钢日照经贸有限公司、莱钢(东营)经贸有限公司、莱芜钢铁集团徐州经贸有限公司、莱芜钢铁集团四川经贸有限公司。	股权托管	2014.11.17	是	母公司的全资子公司	协商
山东钢铁集团有限公司	山东钢铁集团济钢板材有限公司	股权托管	2015.11.20	是	母公司	协商

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

备注:莱钢(淄博)经贸有限公司等 8 家公司股权托管费为 40 万元/年、莱芜钢铁集团郑州经贸有限公司股权托管费为 10 万元/年、山钢集团莱芜钢铁新疆有限公司股权托管费为 30 万元/年、莱芜钢铁集团银山型钢有限公司股权托管费为 50 万元/年。

本章总结:

2014年是我国深化国资国企改革元年,2015年被称为国企改革顶层设计和具体实施方案的落地年,2016年为国企改革政策落实之年,随着我国的国企改革政策逐渐明晰,政策落地逐渐明朗,2017年将成为为国企改革政策的见效之年。

山东省陆续出台《省委办公厅省政府办公厅关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》等“1+5”文件,确定国资国企改革发展的目标和工作任务,明确了山东省国有企业改革进入攻坚期和深水区攻坚破难的主要路径和措施。

在山东省国有企业改革加速的大背景下,山东钢铁控股股东山钢集团的改革也

正加速推进中。2016年2月，山钢集团子公司淄博张钢钢铁有限公司引入职业经理人管理团队，正式拉开山钢集团职业经理人制度探索的序幕；2016年11月，山钢集团印发《改建国有资本投资公司实施方案》，标志着山钢集团国有资本投资公司改建工作全面展开，在山钢集团的改建方案中，契约化管理、出资企业改制等混合所有制改革的措施均被山东省人民政府国有监督管理委员会认可。山钢集团的改革加速有望惠及山东钢铁。

(1) 山东钢铁集团旗下共有三家上市钢企，分别为山东钢铁、金岭矿业和鲁银投资，集团公司的资产证券化率为25.08%。

(2) 山钢集团旗下子公司淄博张钢钢铁有限公司引入职业经理人管理团队，正式尝试职业经理人进入公司高层的改革方案。集团及其其他子公司在国企改革的过程中也有望引入职业经理人制度，提高公司的运营管理能力。

三、财务分析：业绩暂时低迷，主业提质减量、改革落地显效，未来盈利提升潜力大

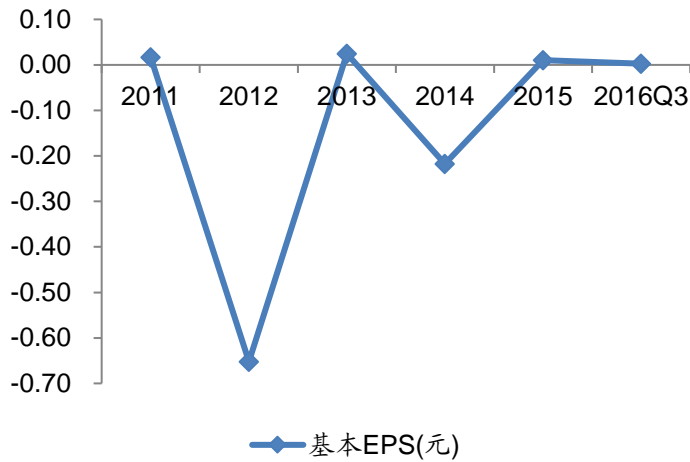
(一) 盈利能力：行业低迷导致业绩下滑，2016年受累减值准备等或亏损5.3-6.9亿元，减量提质或改善公司盈利

山东钢铁的盈利情况受宏观经济环境影响和内部制度调整而波动。2012年，受经济增速放缓的影响，房地产、基建等钢铁下游生产领域钢需走弱，导致钢材市场疲软，钢价大幅下跌且持续低迷，公司的钢铁主业全面亏损。2013年，国内经济增速下滑，钢铁下游需求增速回落，钢价持续走低，但公司通过降本增效，大力降低成本，经营效果得到一定改善。2014年，中国经济增速持续放缓，钢材需求不振的大势仍未改观，产能过剩、低价微利已成为行业常态，全年钢价波动下行，公司盈利持续下降。2015年，市场行情急剧变化，钢价降价明显高于原料、燃料降价，且“剪刀差”逐月扩大，公司虽然持续推行降本增效，但内部工作尚未完全消化市场变化所带来的影响，导致公司整体业绩下滑并亏损。

2016年以来，钢铁行业基本面明显好转，前三季度公司业绩有所改善。2016年前三季度公司盈利0.58亿元，而2015年同期该数据为亏损7.72亿元，业绩同比显著改善。但根据公司2017年1月21日披露的《2016年年度业绩预亏公告》，经财务部门初步测算，预计2016年年度经营业绩将出现亏损，实现归属于上市公司股东的净利润为-53000万元到-69000万元，主要原因在于：出售济南分公司部分资产事宜，固定资产评估减值约6亿元，而资产交割日为2017年1月31日；根据企业会计准则和公司资产减值会计政策的相关规定，对存在减值的固定资产需在资产负债表日计提减值准备，并计入当期资产减值损失。

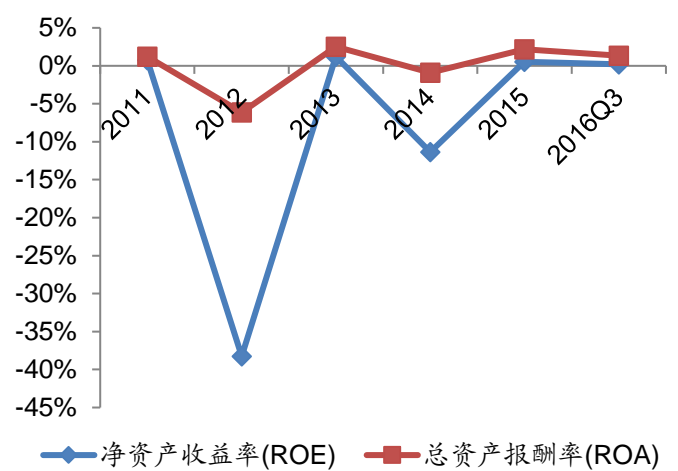
公司完全出售在济南的不良钢铁资产，并且加大力度建设日照精品钢铁项目，公司产品结构更加完善。

图15: 山东钢铁基本EPS变动情况



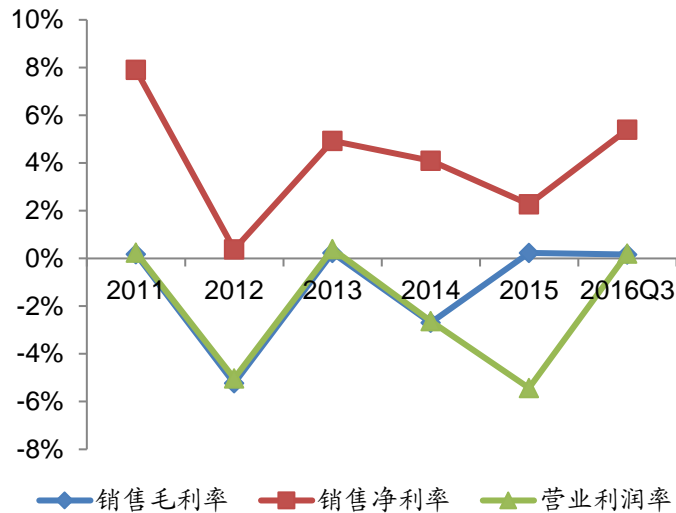
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 山东钢铁ROE和ROA变动情况



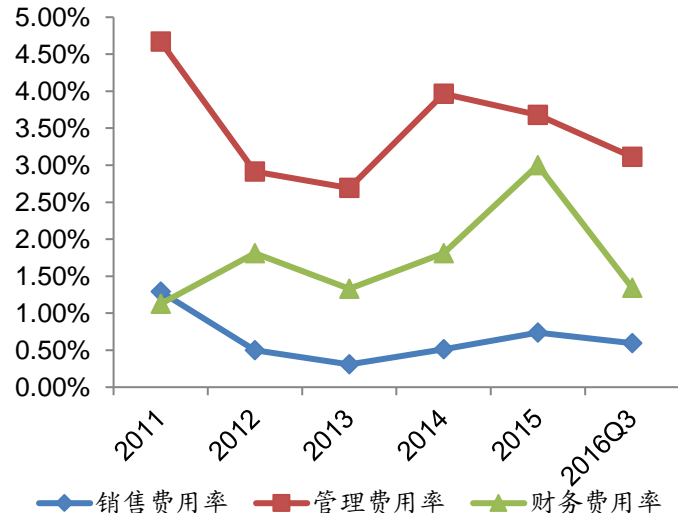
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图17: 山东钢铁销售毛利率、销售净利率、营业利润率变化情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 山东钢铁销售费用率、管理费用率和财务费用变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(二) 营运能力: 钢铁行业供需改善叠加精品钢铁项目有望提升运营能力

2012年, 公司成功完成换股吸收合并莱钢股份暨发行股份购买资产重大资产重组工作, 快速提升了公司的营运能力。2013-2014年, 国际环境复杂多变, 国内经济增速放缓, 钢铁市场持续低迷, 行业危机日益加深, 公司营运能力持续下降。2015年, 公司大力推进“运营转型、管理提升”活动, 营运能力有所上升。2011-2015年, 公司总资产周转率分别为1.02次、1.76次、1.35次、1.05次、0.78次, 连续5年持续

下降。

供给侧改革持续推进，钢铁行业供需情况将有所改善，预计公司钢铁主业运营情况或将好转；此外，公司持续去除不良资产，加大日照精品钢铁项目的建设，日照精品钢铁项目有望提高公司运营效率。

图19: 山东钢铁存货周转率变动情况

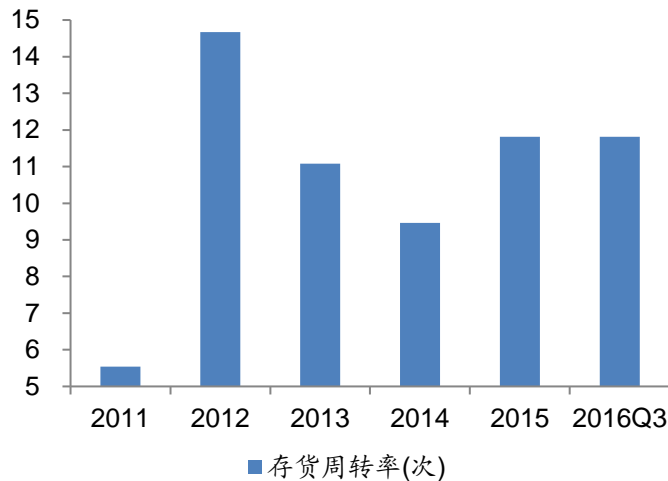
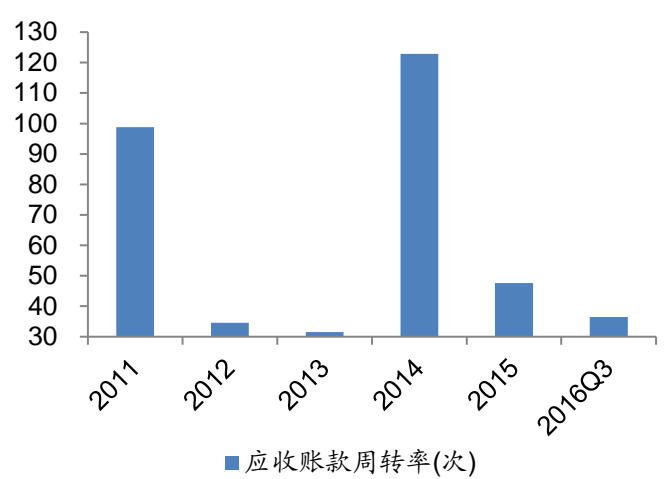


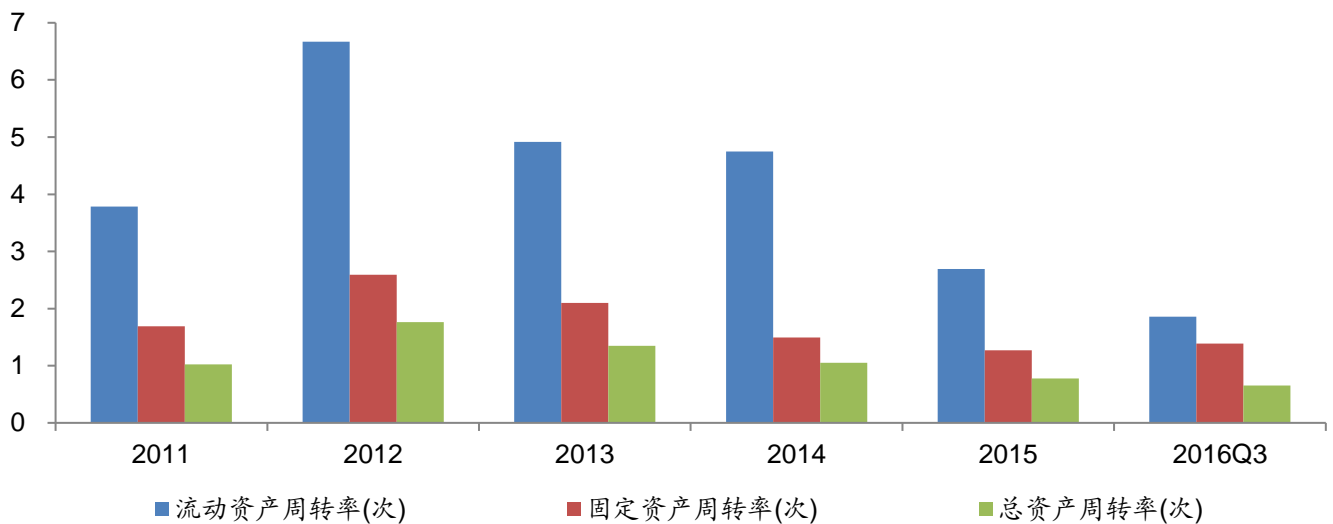
图20: 山东钢铁应收账款周转率变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图21: 山东钢铁流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 偿债能力: 2015 年公司定增大幅改善资产结构, 偿债能力得以提升

公司2015年非公开发行股票, 导致公司资产负债率大幅降低, 流动比率和速动比率大幅上升。2015年8月, 公司非公开发行A股股票, 募集资金净额为493,386.55

万元，资产负债率由2014年年底的75.16%大幅降低至2015年年底的56.62%。此举大幅改善公司资产负债率，同时使得公司流动比率和速动比率大幅上升。2016年第三季度，公司将资金投入日照精品钢铁项目建设，流动比率和速动比率有所下降。

图22: 山东钢铁资产负债率变化情况

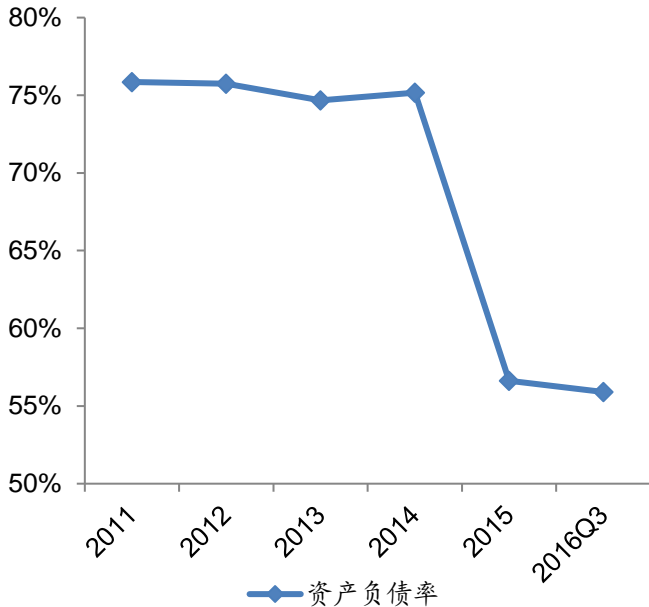
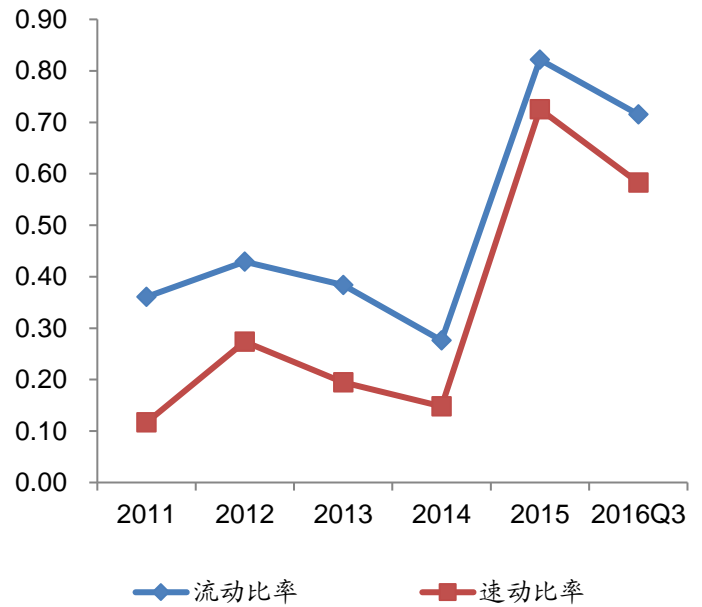


图23: 山东钢铁流动比率和速动比率变化情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

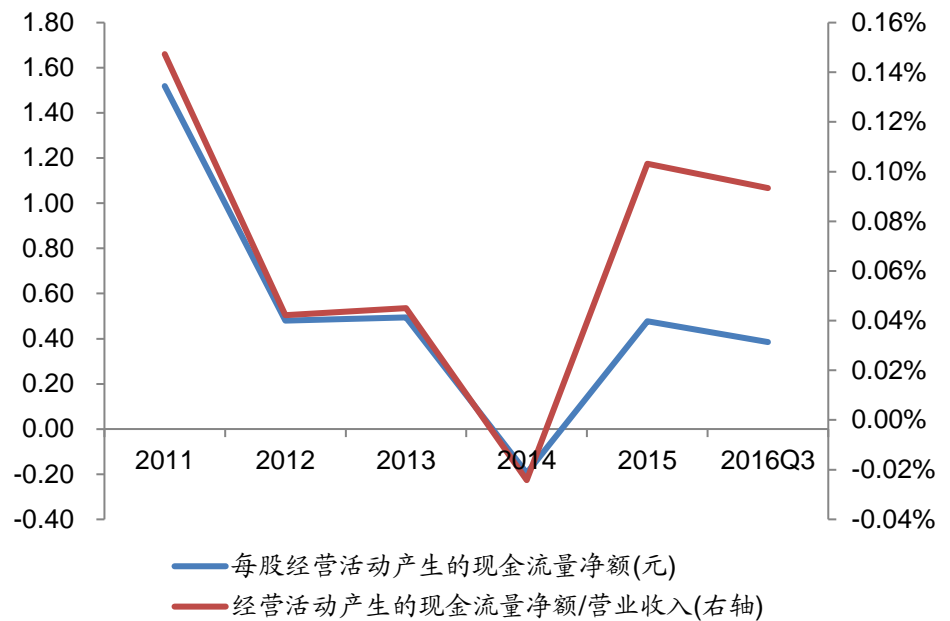
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(四) 现金流量: 2015年受益于合并山钢日照, 现金流量大幅改善

2011-2014年, 公司受累于钢铁行业持续低迷, 公司现金情况持续恶化。2015年公司受益于系同一控制下企业合并山东钢铁集团日照有限公司, 经营现金流有所改善。2011-2014年, 每股经营活动产生的现金流量净额分别为1.52元、0.48元、0.49元、-0.20元; 同期, 经营活动产生的现金流量净额/营业收入分别为0.15%、0.04%、0.05%、-0.02%; 2015年, 现金流量指标大幅好转, 每股经营活动产生的现金流量净额增至0.48元, 而经营活动产生的现金流量净额/营业收入则上升至0.10%。2016年第三季度, 钢铁行业供需错配带来钢价大幅上涨, 钢企经营状况有所好转, 公司现金流量保持稳定。

随着供给侧改革持续推进, 钢铁行业供给端将显著优化, 加上山东钢铁稳定推行降本增效, 预计未来公司现金流量情况有所好转。

图24: 山东钢铁经营活动产生现金流量净额/质量的变动情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议: 减量提质增强盈利能力, 多举措国企改革提升竞争力, 给予买入评级

山东钢铁是山东省最大的钢铁联合企业, 公司立足齐鲁辐射华东, 第一大股东为济钢集团, 实际控制人为山东省国资委。

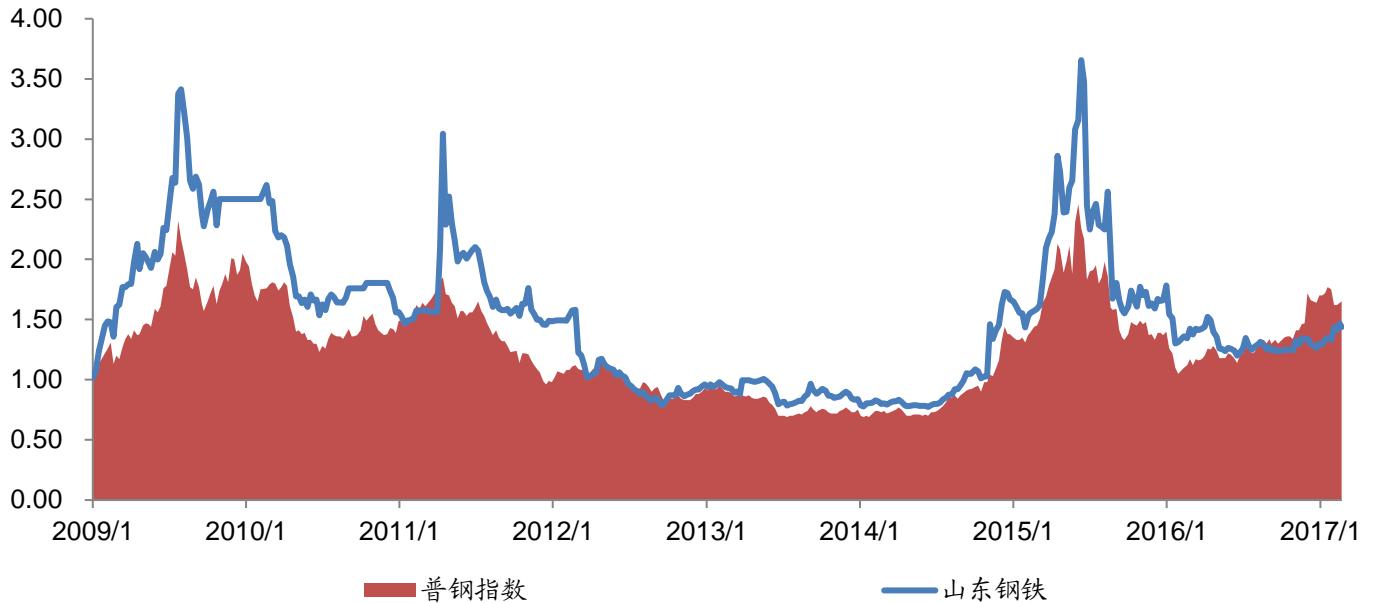
在钢铁主业上, 公司提高高端高档钢材比例、提高沿海钢铁产能占比以实现产品结构升级。减量: 通过两步转让公司在济南的全部钢铁业务, 盈利较差产能被剥离、公司资产负债率明显下滑。提质: 公司定增50亿元增资日照钢铁项目, 日照项目设计年产钢材790万吨, 其产品弥补汽车用钢等多领域需求、销售前景良好; 生产设备、生产技术、环保、管道世界领先; 区位优势明显, 位于主要消费地, 单从原材料运输方面, 运费将比济南地区的产能节约至少80元/吨。公司现有钢铁生产将集中于莱芜分公司, 莱钢股份具备220万吨H型钢、265万吨螺纹钢和210万吨优钢生产能力, H型钢国内规模最大、品种规格最全, 国内市占率达到18%; 优钢在国内处领先地位。

在国企改革上, 山东省陆续出台《省委办公厅省政府办公厅关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》等“1+5”文件, 确定国资国企改革发展的目标和工作任务, 明确了山东省国有企业改革进入攻坚期和深水区攻坚克难的主要路径和措施。山东钢铁作为山东省国有企业, 或将逐步尝试国有企业改革。

结合历史数据来看一下公司的估值, 受累钢铁行业低迷、报告期内计提巨额资产减值等不利因素, 公司2012年、2014年和2016年分别亏损38.37亿元、13.98亿元和预计亏损5.3-6.9亿元, PE指标不太具备可比性, 因此我们主要跟踪公司的PB指

标。可以看到公司的PB估值从2009年1月-2016年7月均高于或略低于行业平均，而从2016年8月开始，公司PB持续低于行业平均。

图25: 山东钢铁与普钢指数PB估值比较



数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

备注：普钢指数选择申万普钢（850411.SI）

预计公司2016-2018年EPS分别为-0.07元、0.04元、0.08元，对应于2017年3月3日收盘价，2017年-2018年PE分别为73.55X、36.57X。虽然目前来看公司的PE偏高，但其或是受累于出售济南分公司时所计提的减值准备。现公司已将盈利能力较弱的济南分公司产能陆续剥离给集团，公司盈利能力将显著提升，而日照钢铁精品基地陆续放量也将提升公司业绩弹性。

对应于2017年3月3日收盘价，PB为1.46X。公司自2016年8月以来PB估值持续低于行业平均水平；此外，2017年国企改革加速落地，国企改革有望为公司发展增添新动力。

五、风险提示

- 1、2016年业绩预告亏损；
- 2、国企改革进度不达预期；
- 3、日照钢铁精品基地达产不达预期；
- 4、矿石巨头联合限产保价控制铁矿石价格；
- 5、宏观经济下滑致使需求走弱风险。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016	2017	2018	
流动资产	8824	20127	21932	12444	11992	
货币资金	2217	10924	12824	5027	3456	
应收及预付	2388	6694	5094	4166	4731	
存货	4087	2361	3876	2880	3371	
其他流动资产	132	149	138	371	434	
非流动资产	38138	33149	53058	69846	76772	
长期股权投资	15	17	17	17	17	
固定资产	35961	25339	38363	49058	59065	
在建工程	1657	5312	12224	18348	15225	
无形资产	156	152	145	138	132	
其他长期资产	349	2329	2308	2284	2333	
资产总计	46963	53276	74990	82290	88764	
流动负债	31981	24490	47989	54739	59676	
短期借款	13306	7581	28049	39943	42574	
应付及预收	16332	15610	17945	13396	15450	
其他流动负债	2343	1299	1995	1399	1651	
非流动负债	3317	5673	4550	4742	5564	
长期借款	483	1080	1130	1230	1350	
应付债券	2000	2000	2000	2000	2000	
其他非流动负债	833	2593	1420	1512	2213	
负债合计	35298	30163	52539	59481	65239	
股本	6436	8420	8420	8420	8420	
资本公积	7664	10640	10640	10640	10640	
留存收益	-2502	-2453	-3052	-2734	-2094	
归属母公司股东权	11613	16622	16023	16341	16981	
少数股东权益	53	6491	6428	6468	6543	
负债和股东权益	46963	53276	74990	82290	88764	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
营业收入	51865	38972	42595	31768	37266	
营业成本	49738	38088	40112	29297	33979	
营业税金及附加	144	81	98	71	84	
销售费用	266	287	282	218	253	
管理费用	2055	1434	1406	985	1118	
财务费用	939	1169	770	1111	1155	
资产减值损失	87	57	645	-300	-102	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	27	19	22	21	
营业利润	-1360	-2116	-699	408	799	
营业外收入	15	2238	4	10	10	
营业外支出	31	20	24	23	23	
利润总额	-1376	101	-719	395	786	
所得税	18	13	-56	37	70	
净利润	-1394	89	-662	358	716	
少数股东损益	5	13	-63	40	76	
归属母公司净利润	-1398	76	-599	318	640	
EBITDA	1485	835	2297	3263	4287	
EPS (元)	-0.22	0.01	-0.07	0.04	0.08	

现金流量表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	-1255	4024	4835	803	5816	
净利润	-1394	89	-662	358	716	
折旧摊销	1822	1753	1599	2066	2456	
营运资金变动	-2665	3420	2363	-2849	958	
其它	982	-1238	1535	1228	1687	
投资活动现金流	-574	-264	-22108	-18647	-9269	
资本支出	-598	1520	-22127	-18669	-9290	
投资变动	24	-1784	19	22	21	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	1659	4040	19174	10048	1882	
银行借款	16565	13466	20518	11994	2751	
债券融资	-15021	-15250	-454	-412	932	
股权融资	0	5000	0	0	0	
其他	116	824	-891	-1534	-1801	
现金净增加额	-170	7799	1900	-7796	-1571	
期初现金余额	2116	2217	10924	12824	5027	
期末现金余额	1946	10016	12824	5027	3456	

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-26.4	-24.9	9.3	-25.4	17.3
营业利润增长	-587.2	-55.6	67.0	158.3	95.8
归属母公司净利润增长	-983.4	105.4	-889.5	153.1	101.1
获利能力(%)					
毛利率	4.1	2.3	5.8	7.8	8.8
净利率	-2.7	0.2	-1.6	1.1	1.9
ROE	-12.0	0.5	-3.7	1.9	3.8
ROIC	-1.3	-3.7	1.6	1.8	2.6
偿债能力					
资产负债率(%)	75.2	56.6	70.1	72.3	73.5
净负债比率	1.4	-	0.9	1.7	1.9
流动比率	0.28	0.82	0.46	0.23	0.20
速动比率	0.12	0.69	0.36	0.16	0.13
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.78	0.66	0.40	0.44
应收账款周转率	100.50	42.14	52.25	48.38	49.61
存货周转率	9.24	11.59	10.68	10.97	10.87
每股指标(元)					
每股收益	-0.22	0.01	-0.07	0.04	0.08
每股经营现金流	-0.19	0.48	0.57	0.10	0.69
每股净资产	1.80	1.97	1.90	1.94	2.02
估值比率					
P/E	-14.4	344.9	-39.9	75.1	37.4
P/B	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	24.2	32.4	19.2	19.4	15.9

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专业硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。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 年新财富最佳分析师钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇： 研究助理，中山大学数量经济学专业硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心，电话 020-87571273。

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。
- 谨慎增持： 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
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，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。