

山东钢铁 (600022.SH) 深度报告

量价提升、降本增效助力业绩改善，改革利好优质龙头

一、2016 营业利润亏幅收窄，2017Q1 扭亏为盈，钢市向好、降本增效为主因

2016 年公司实现营业收入 501.43 亿元，同比增加 24.80%；营业利润-5.32 亿元，同比增加 15.84 亿元，增幅达 74.86%；净利润-5.38 亿元，亏损同比大幅增加 704.49%。主要原因为 2016 年因拟将济南分公司经营性资产出售，相关资产年末计提固定资产减值准备达 5.72 亿元。

从业务具体来看：(1) 钢铁业务毛利率均明显提升；(2) 钢材、焦化及动力和钢坯及生铁成为毛利和净利增长的关键业务。

从钢材业务盈利拆解来看：(1) 销量增长：2016 年钢材销量 1266.35 万吨，同比增加 16.51%；(2) 钢价上涨速度高于原材料：吨钢营收上升 7.54%，吨钢营业成本增长 6.64%；吨钢毛利 44.61 元/吨，同比增长 22.12 元/吨，增幅达 98.36%；(3) 吨钢期间费用减少：受益于降本增效措施，2016 年吨钢期间费用 104.09 元，同比下降 39.29%。(4) 吨钢净利亏损减少：2016 年吨钢净利为-59.48 元/吨，同比增长 89.48 元/吨，涨幅达 60.07%

2017Q1 实现营业收入 164.88 亿元，同比增长 55.54%；净利润 4.53 亿元，同比增长 244.32%，实现扭亏为盈。具体来看：(1) 钢材价格的增长：吨钢营收达 3176.05 元/吨，与 2016 年相比增加 707.67 元/吨、上升 28.67%；(2) 原材料等成本增加：吨钢营业成本 3122.83 元/吨，与 2016 年相比增加 699.06 元/吨、增长 28.84%，主要是原材料价格的增加。

二、钢铁主业：减产能提质促产品升级，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，最大产能将超过 1485 万吨。

1、减产能：(1) 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，具体为向山钢集团转让产能 770 万吨，负债减少 94 亿。(2) 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，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公司中盈利能力最弱。

2、提质：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%；优钢在国内领先，齿轮钢国内市占率第一。

三、盈利预测和投资建议：预计 2017-2019 年 EPS 为 0.10 元、0.13 元、0.18 元，对应于 2017 年 4 月 24 日收盘价，2017-2019 年 PE 分别为 28.01X、21.15X 和 15.07X，2017 年的 PB 为 1.33，维持“买入”评级。

四、风险提示：国企改革进度不达预期；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：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	38,972.32	50,142.94	37,229.50	42,868.00	48,481.50
增长率(%)	-24.86%	28.66%	-25.75%	15.15%	13.09%
EBITDA(百万元)	835.11	2,059.49	2,604.13	3,262.38	4,036.80
净利润(百万元)	75.93	-599.89	799.56	1,059.05	1,485.96
增长率(%)	105.43%	-890.06%	233.28%	32.45%	40.31%
EPS (元/股)	0.009	-0.071	0.095	0.126	0.176
市盈率 (P/E)	344.89		28.01	21.15	15.07
市净率 (P/B)	1.57	1.31	1.33	1.25	1.15
EV/EBITDA	32.44	11.33	10.49	8.92	7.65

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	2.66 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-24

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)	22,819
每股净资产(元)	1.90
资产负债率(%)	58.41
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：

【广发钢铁 李莎】山东钢铁 2017-03-06

(600022.SH) 深度报告：

立足齐鲁、辐射华东，减量

提质增强盈利能力

联系人：陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、16年营业利润亏幅收窄，17Q1扭亏为盈，钢铁市场向好、降本增效为主因，减量提质为业绩注入新动力	4
(一) 2016年受出售济南分公司影响、盈利能力有所下降，2017Q1显著回升	9
(二) 2016年公司营运能力有所上升	11
(三) 2016年偿债能力有所下降，2017Q1上升明显	12
(四) 2016年-2017Q1经营活动产生的现金流能力下降	12
二、钢铁主业：减产能提质促产品升级，优特钢稳增长、精品钢增弹性	13
三、国企改革：2017或是国企改革落地见效年，公司将受益国企改革持续推进.....	17
四、盈利预测和投资建议：量价提升、降本增效助力业绩增长，改革利好优质龙头，维持“买入”评级.....	17
五、风险提示	19

图表索引

图 1: 2016 年山东钢铁基本 EPS 下降至-0.08 元, 2017 Q1 上升至 0.12 元.....	10
图 2: 2016 年山东钢铁 ROE 降幅明显, ROA 小幅下降, 2017Q1 ROE 上升至 2.78%, ROA 上升至 0.91%.....	10
图 3: 2016 年山东钢铁期间费用率 4.22%、同比下降 3.20%, 2017Q1 期间费用率为 3.82%, 较 2016 下降 0.40%.....	10
图 4: 2016 年山东钢铁销售毛利率 4.52%、同比增长 2.25%, 销售净利率-1.07%、同比下降 1.30%, 2017Q1 均显著回升.....	10
图 5: 2016 年山东钢铁存货周转率上升至 17.38 次, 同比大幅上升 5.56 次.....	11
图 6: 2016 年山东钢铁应收账款周转率上升至 49.97 次, 同比上升 2.33 次.....	11
图 7: 2016 年流动资产周转率 2.66 次、同比下降 0.03 次, 固定资产周转率为 1.98 次、同比上升 0.71 次, 总资产周转率为 0.93 次、同比上升 0.15 次。.....	11
图 8: 2016 山东钢铁资产负债率 58.41%、同比增加 1.80%, 2017Q1 为 50.82%、较 2016 年大幅下降 7.6%.....	12
图 9: 2016 年山东钢铁流动比率和速动比率显著下降, 2017Q1 较 2016 显著上升.....	12
图 10: 2016 年山东钢铁每股经营活动产生现金流量净额微幅下降, 2017Q1 为 0.46 元, 同比下降 0.18 元.....	13
图 11: 公司转让济南分公司部分资产和负债的进程.....	14
图 12: 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% 股权的进程.....	14
图 13: 受让前山钢集团占山钢码头股权 35%.....	16
图 14: 受让后山钢股份占山钢码头股权 35%.....	16
图 15: 山东钢铁和 SW 钢铁指数 PE 对比, 公司 2012 年、2014 年和 2016 年均发生亏损, PE 指标不太具备可比性.....	18
图 16: 山东钢铁和 SW 钢铁指数 PB 对比, 2016 年 8 月开始, 公司 PB 持续低于行业平均.....	18
表 1: 2016 年山东钢铁的钢铁业务盈利能力拆解 (单位: 亿元).....	5
表 2: 2016 年山东钢铁的钢材盈利能力拆解.....	6
表 3: 2017Q1 山东钢铁的钢材盈利能力拆解.....	9

一、16年营业利润亏幅收窄，17Q1扭亏为盈，钢铁市场向好、降本增效为主因，减量提质为业绩注入新动力

山东钢铁股份有限公司（600022.SH）（以下简称“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、H型钢、优特钢、热轧带肋钢筋等。其中，低合金结构钢热轧H型钢获“2016年国家冶金产品特有质量奖”称号，船舶及海洋工程结构钢热轧宽厚钢板、非调质机械结构钢等7类产品荣获“2016年国家冶金产品实物质量金杯奖”，是全国著名的中厚板板材和H型钢生产基地。产品广泛应用于汽车、石油、铁路、桥梁、建筑、电力、交通、机械、造船、轻工、家电等多个重要领域，远销美、英、德、印、日、韩等几十个国家和地区。目前，公司生产主要集中于济南和莱芜两个分公司，同时正在加快日照钢铁精品基地建设。

1 2016年度：营业收入501.43亿元、同比增加24.80%，营业利润-5.32亿元、同比增加74.86%，实现亏幅收窄

2016年报告期内，公司主要产品产量完成情况：**2016年生产生铁787万吨，同比大幅下降17.33%；粗钢903万吨，同比大幅下降17.91%；钢材780万吨，同比大幅下降26.07%。**

2016年公司实现营业收入501.43亿元，同比增加24.80%；营业利润-5.32亿元，同比增加15.84亿元，增幅达74.86%；利润总额-4.87亿元，同比大幅减少512.28%；净利润-5.38亿元，亏损同比大幅增加704.49%。

我们对山东钢铁的财务报表分析后，可以发现亏损的主要原因为：**公司2016年因拟将济南分公司经营性资产出售给股东济钢集团子公司山东钢铁集团济钢板材有限公司，相关资产年末计提固定资产减值准备达5.72亿元。若不考虑计提济南分公司的相关减值准备，经营活动产生的营业利润为0.40亿元（不考虑计提减值资产的相关折旧），2015年营业利润-21.16亿元，实际在主业经营上公司实现了扭亏为盈。**

接下来，我们对公司的主营业务——钢铁业进行拆分分析，通过拆分了解公司主营业务增长的引擎：

（1）公司钢铁业业务毛利率均明显提升：2016年钢材、焦化及动力、钢坯及生铁和铁矿石毛利率分别为1.81%、9.69%、10.19%和2.28%，同比增幅达到0.83%、2.29%、9.54%和5.91%，各钢铁业务毛利率提升明显；

（2）钢材、焦化及动力和钢坯及生铁成为公司毛利增长的关键业务：2016年，占钢铁业收入71.34%的**钢材业务**，其毛利为**5.66亿元**，同比增长131.97%；占钢铁业收入16.23%的**焦化及动力业务**，其毛利为**7.13亿元**，同比增长81.89%；占钢铁业收入11.58%的**钢坯及生铁业务**，其毛利为**5.35亿元**，同比增长2447.62%；占钢铁业收入0.68%的**铁矿石业务**，其毛利为**0.07亿元**，同比增长122.58%；

（3）焦化及动力和钢坯及生铁为公司净利增长的主要业务：我们按照业务营业占比将期间费用分配到各个业务中，只考虑营业成本和期间费用的情况下，钢材净

利为-7.52亿元，对比之下，焦化及动力净利为4.03亿元，钢坯及生铁净利为3.13亿元，焦化及动力和钢坯及生铁这两项业务为公司贡献了正的净利。

表 1: 2016 年山东钢铁的钢铁业务盈利能力拆解 (单位: 亿元)

		营业收入	营业成本	毛利	毛利率	占钢铁业 收入比例	占营业收 入比例	按营收比 例归属的 期间费用	业务净利
钢材	2015	249.48	247.04	2.44	0.98%	71.34%	64.02%	18.50	-16.06
	2016	312.59	306.93	5.66	1.81%	68.95%	62.34%	13.18	-7.52
	增幅	25.30%	24.24%	131.97%	0.83%	-2.39%	-1.68%	-28.73%	53.15%
焦化、 动力	2015	53.02	49.1	3.92	7.39%	15.16%	13.60%	3.93	-0.01
	2016	73.6	66.47	7.13	9.69%	16.23%	14.68%	3.10	4.03
	增幅	38.82%	35.38%	81.89%	2.29%	1.07%	1.07%	-21.04%	34387%
钢坯、 生铁	2015	32.38	32.17	0.21	0.65%	9.26%	8.31%	2.40	-2.19
	2016	52.52	47.17	5.35	10.19%	11.58%	10.47%	2.22	3.13
	增幅	62.20%	46.63%	2448%	9.54%	2.33%	2.17%	-7.74%	243.06%
铁矿石	2015	8.53	8.84	-0.31	-3.63%	2.44%	2.19%	0.63	-0.94
	2016	3.07	3	0.07	2.28%	0.68%	0.61%	0.13	-0.06
	增幅	-64.01%	-66.06%	122.58%	5.91%	-1.76%	-1.58%	-79.53%	93.69%
其他	2015	6.32	4.85	1.47	23.26%	1.81%	1.62%	0.47	1.00
	2016	11.59	7.22	4.37	37.70%	2.56%	2.31%	0.49	3.88
	增幅	83.39%	48.87%	197.28%	14.45%	0.75%	0.69%	4.31%	287.60%
合计	2015	349.73	342	7.73	2.21%	100.00%	89.74%	25.93	-18.20
	2016	453.37	430.79	22.58	4.98%	100.00%	90.42%	19.12	3.46
	增幅	29.63%	25.96%	192.11%	2.77%	-	0.68%	-26.26%	118.99%

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: 1、钢材产品包括: 型材、板材、棒材、卷材和钢筋

2、归属于产品期间费用=产品营业收入占比*公司期间费用

进一步，我们对公司钢铁业务中占比最多的钢材产品的业绩做一个简单拆分，可以更为清楚地了解钢材产品盈利变动及其原因：

(1) 来自销量的增长：2016年公司钢材销量1266.35万吨，同比增加16.51%；

(2) 钢材价格上涨速度高于原材料上涨速度：吨钢营收达2468.38元/吨，同比增加173.07元/吨、上升7.54%；吨钢营业成本为2423.77元/吨，同比增加150.95元/吨、增长6.64%，主要是因为原材料价格的增加；虽然钢材价格及原材料价格同时在上漲，但由于钢材价格上涨速度高于原材料，2016年公司钢材吨钢毛利为44.61元/吨，较2015年增长22.12元/吨，增长幅度高达98.36%；

(3) 吨钢期间费用的减少：受益于公司降本增效措施，2016年吨钢期间费用104.09元，同比大幅下降39.29%；

(4) 吨钢净利亏损减少：2016年吨钢净利为-59.48元/吨，同比增长89.48元/吨，涨幅达60.07%。

表 2：2016 年山东钢铁的钢材盈利能力拆解

项目名称	2015	2016	增幅
钢材营业收入（亿元）	249.47	312.58	25.30%
钢材营业成本（亿元）	247.03	306.93	24.25%
归属于钢材产品期间费用（亿元）	18.63	13.18	-29.26%
扣除非经常性损益后的净利润（亿元）	-21.39	-6.72	-68.60%
归属于母公司净利润（亿元）	0.87	-6.00	-791.12%
钢材产量（万吨）	1055.00	780.00	-26.07%
钢材销量（万吨）	1086.88	1266.35	16.51%
吨钢营业收入（元/吨）	2295.31	2468.38	7.54%
吨钢营业成本（元/吨）	2272.82	2423.77	6.64%
吨钢毛利（元/吨）	22.49	44.61	98.36%
吨钢期间费用（元/吨）	171.45	104.09	-39.29%
吨钢净利（元/吨）	-148.96	-59.48	60.07%

数据来源：公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

备注：1、钢材产品包括：型材、板材、棒材、卷材和钢筋。

2、归属于钢材产品期间费用=钢材产品营业收入占比*公司期间费用

2016年，公司围绕止损扭亏目标，以解决导致亏损的突出问题为出发点，精准发力，实现大幅减少亏损。公司2016年主要采取了包括加快推进混合所有制改革，对权属企业负责人实行减亏目标风险抵押金制度；整合营销资源，强化对标管理，

以完全成本口径管控工序成本，提高劳动生产率，以及推进精益运营、内部市场化等措施，各权属单位分解落实目标、责任，常规与非常规措施并举，踏准市场节拍，强化生产运行组织，提高物流保障能力，生产运行平稳有序，产销实现有效衔接，产品盈利能力及营销创效能力显著提升，适应市场能力不断增强。

公司2016年核心竞争力明显，主要体现在以下七个方面：

(1) 工艺装备优势

公司目前拥有相对完善的工艺装备及配套设施，所有钢铁生产设施已全部通过了工业和信息化部钢铁企业规范准入审查，已列入符合国家《钢铁行业规范条件》钢铁企业名单，没有淘汰类设备。生产设施整体装备水平较高，其中，210吨转炉生产系统、4300mm宽厚板生产线、新建大型特钢棒材生产线的工艺装备已达到国内领先水平。

(2) 产品优势

公司主要产品有宽厚板、H型钢、优特钢、热轧带肋钢筋等，拥有4300毫米宽厚板、大型、中型、小型H型钢及异型钢生产线各一条，大型、中型、小型及新建大型特钢生产线各1条及4条螺纹钢生产线，产品结构丰富、覆盖面广、规格较齐全、适应市场能力强。其中，低合金结构钢热轧H型钢获“2016年国家冶金产品特有质量奖”称号，船舶及海洋工程结构钢热轧宽厚钢板、非调质机械结构钢等7类产品荣获“2016年国家冶金产品实物质量金杯奖”，螺纹钢荣获“国家免检产品”称号，已经成为全国著名的中厚板和H型钢生产基地，宽厚板产品制造水平得到冶金行业最高权威机构的认可。

(3) 区位优势

公司所在的山东省属于我国经济发展具有活力、发展速度快、产业基础雄厚、经济实力强的华东地区，介于环渤海经济圈和长三角经济圈之间，属于我国对外开放的前沿地带和中日韩东亚经济圈的核心区域。、随着京津冀协同发展、长江经济带、“一带一路”国家战略及山东省“两区一圈一带”战略实施，都将为公司发展提供广阔的市场空间。

(4) 后发优势

公司正在建设的日照钢铁精品基地项目是国家钢铁产业生产力布局的重大项目，是山东省钢铁产业结构调整试点工作的重要组成部分，也是山钢集团转变发展方式、优化空间布局、提高发展质量的核心工程。项目以建设具有明显市场竞争力的板带材精品基地为目标，在充分借鉴国内外已建成和正在建设的沿海钢铁精品基地的经验，持续对建设方案优化的基础上进行建设的，在工艺技术、产品结构、投资控制、建设模式、建设用地、人力成本、物流成本及管理体制机制等方面具有明显一定后发优势。

(5) 协同优势

山东钢铁集团有限公司是公司的控股股东，现已形成以钢铁产业为主、多元产业协同发展的产业体系。除钢铁产业外，在非钢产业发展上确定了“非钢主业、多元主打”的发展思路，着力打造矿产资源、贸易物流、节能环保、信息技术、钢结构等近钢产业，进一步提升钢铁产业链的竞争优势，积极培育金融、房地产、工程技术、城市服务等远钢产业。

(6) 研发优势

公司建现有国家级技术中心、国家级质检中心等。同时先后与清华大学、中国科学院、中国工程院、东北大学等多家知名高等院校、科研机构建立起了长期稳定的技术合作关系，共建了能源与环境、H型钢、中低速磁浮交通轨排等19个联合研究中心，成为军队一级供应商。先后开发生产了LNG罐体9Ni板、高级别管线、海洋工程、磁悬浮轨排、桥梁等系列新产品，其中，中低速磁浮列车轨道用F型钢及轨排、转底炉技术、氨法脱硫技术等多项成果达到国际领先水平，转炉智能化炼钢等技术达到国际先进水平；通过20万立方米大型油罐用45mm高强度钢板12MnNiVR、160mmQ345R、9Ni钢等高等级容器钢的技术评审。

(7) 绿色发展优势

秉承发展循环经济和科技节能减排的理念，通过技术创新，进一步强化结构节能、技术节能和管理节能，深化资源的梯级和循环利用，节能减排、循环经济工作成效显著。按照新环保法和环境新标准要求，系统策划实施环保提升方案，加大环保投入，对有关工序环保设施进行完善改造，大气污染防治工作取得积极进展，全年基本实现污染物达标排放，厂区环境面貌大有改善。废水实现循环利用，杜绝废水排放产生的环境污染。建设高炉水渣微粉生产线、钢渣微粉生产线等，固废综合利用项目实现循环利用，固废资源综合利用率超过99%。

2 2017Q1：吨钢毛利约53.22元/吨、较2016年增加19.30%，吨钢净利-59.48元/吨、较2016年下降14.39%

2017年4月19日，公司发布2017年第一季度报告，该报告期内实现营业收入164.88亿元，较上年同期增长55.54%；实现净利润4.53亿元，实现扭亏为盈。同样我们做一个简单的拆解和测算：

(1) 来自钢材价格的增长：吨钢营收达3176.05元/吨，与2016年全年相比增加707.67元/吨、上升28.67%；

(2) 来自原材料等成本的增加：吨钢营业成本为3122.83元/吨，与2016年全年相比增加699.06元/吨、增长28.84%，主要是因为原材料价格的增加；

综上，我们可以看到吨钢毛利和净利的变化：**2017年第一季度吨钢毛利达53.22元/吨，与2016年全年相比增加19.30%；吨钢净利-59.48元/吨，较2016年减少8.56，降幅达14.39%，主要是由于吨钢期间费用仍高居不下。**

表 3: 2017Q1 山东钢铁的钢材盈利能力拆解

项目名称	2016	2017Q1
钢材营业收入 (亿元)	312.58	102.10
钢材营业成本 (亿元)	306.93	100.39
期间费用 (亿元)	13.18	3.90
钢材销量 (万吨)	1266.35	321.47
吨钢营业收入 (元/吨)	2468.38	3176.05
吨钢营业成本 (元/吨)	2423.77	3122.83
吨钢毛利 (元/吨)	44.61	53.22
吨钢期间费用 (元/吨)	104.09	121.26
吨钢净利 (元/吨)	-59.48	-68.04

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

备注: 1、钢材产品包括: 型材、板材、棒材、卷材和钢筋;

- 2、2017Q1 归属于钢材产品营业收入=2016 年钢材产品营业收入占比*2017Q1 营业收入
- 3、2017Q1 归属于钢材产品营业成本=2016 年钢材产品营业成本占比*2017Q1 营业成本
- 4、2017Q1 归属于钢材产品期间费用=2016 年钢材产品营业收入占比*2017Q1 期间费用
- 5、2017Q1 钢材销量来源: 2017 年 4 月 20 日公告《2017 年第一季度主要经营数据公告》
- 6、吨钢收入=2017Q1 归属于钢材产品营业收入/2017Q1 钢材销量
- 7、吨钢成本=2017Q1 归属于钢材产品营业成本/2017Q1 钢材销量
- 8、吨钢毛利=吨钢收入-吨钢成本
- 9、吨钢期间费用=2017Q1 归属于钢材产品期间费用/2017Q1 钢材销量
- 10、吨钢净利=吨钢毛利-吨钢期间费用

(一) 2016 年受出售济南分公司影响、盈利能力有所下降, 2017Q1 显著回升

2016年受出售济南分公司影响、盈利能力有所下降, 2017Q1显著回升。2016年, 公司ROE为-3.68%, 同比下降-4.21%, 一方面, 受出售济南分公司影响, 根据公司2016年年报, 公司2016年因拟将济南分公司经营性资产出售给股东济钢集团子公司山东钢铁集团济钢板材有限公司, 年末计提固定资产减值准备达5.72亿元。另一方面, 反观经营活动较2015年有所上升, 2016年公司营业利润为-5.32亿元, 若不考虑计提济南分公司的相关减值准备, 经营活动产生的营业利润为0.40亿元(不考虑计提减值资产的相关折旧), 2015年同期为-21.16亿元, 同比大幅增加21.56亿元。但就经营活动来看, 公司获利能力较2015年有所上升。

2017Q1, 公司ROE为2.78%, 较2016年大幅增加6.46%, 净利润为4.63亿元,

同比增长244.2%。究其原因，一方面，公司处置非流动资产获得营业外收入1.94亿元；另一方面，2017Q1钢价价格上涨相对原材料上涨速度较快，2017Q1公司实现营业利润2.65亿元。长期来看，山东钢铁出售济南分公司等盈利性较差的资产，将显著提升山东整体盈利能力。

图1: 2016年山东钢铁基本EPS下降至-0.08元, 2017 Q1 上升至0.12元

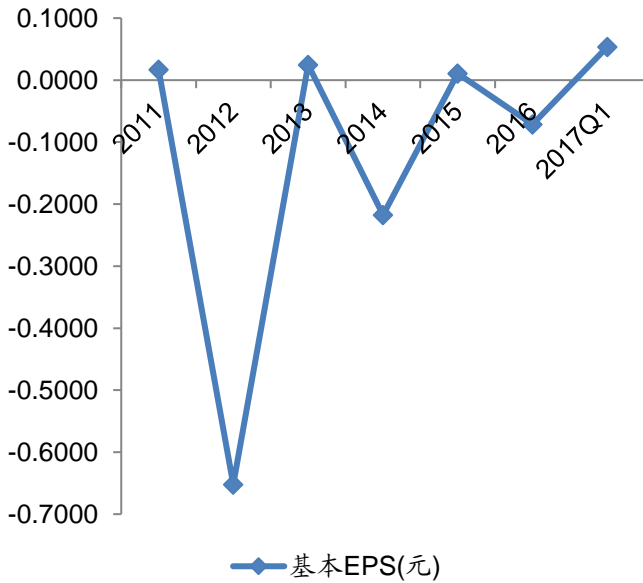
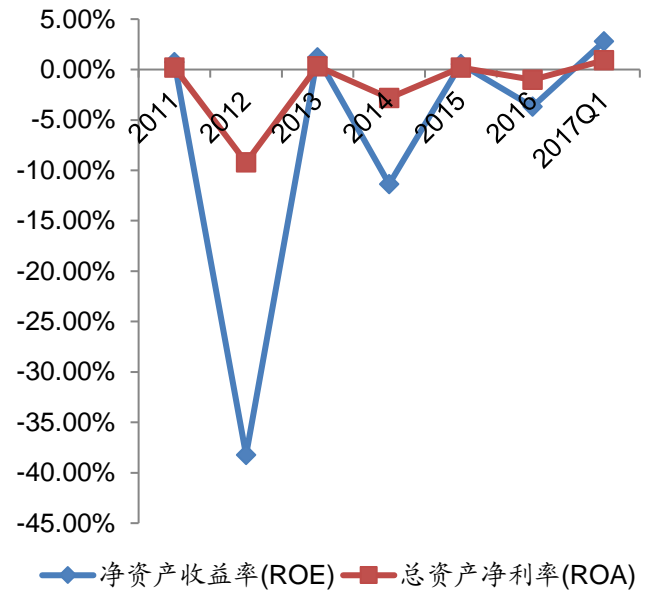


图2: 2016年山东钢铁ROE降幅明显, ROA小幅下降, 2017Q1 ROE上升至2.78%, ROA上升至0.91%



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3: 2016年山东钢铁期间费用率4.22%、同比下降3.20%, 2017Q1 期间费用率为3.82%, 较2016下降0.40%

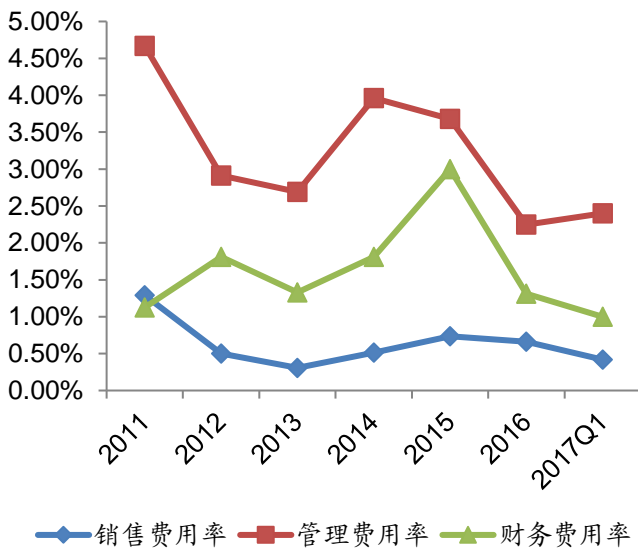
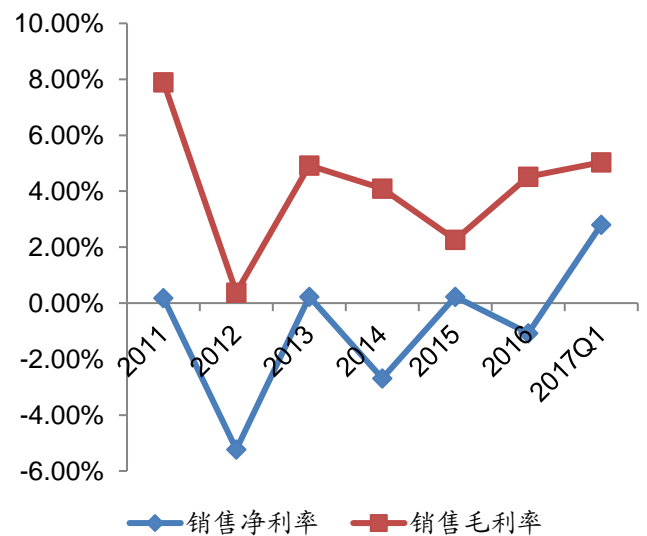


图4: 2016年山东钢铁销售毛利率4.52%、同比增长2.25%, 销售净利率-1.07%、同比下降1.30%, 2017Q1 均显著回升



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

(二) 2016 年公司营运能力有所上升

2016年公司营运能力有所上升，资金流转速度较2015年有所提升。公司2016年存货周转率为17.38次，同比大幅上升5.56次，应收账款周转率为49.97次，同比上升2.33次。资产运营方面，2016年流动资产周转率2.66次、同比下降0.03次，固定资产周转率为1.98次、同比上升0.71次，总资产周转率为0.93次、同比上升0.15次。总体来看，2016年公司营运效率明显改善，较2015年有所上升。

图5: 2016年山东钢铁存货周转率上升至17.38次，同比大幅上升5.56次

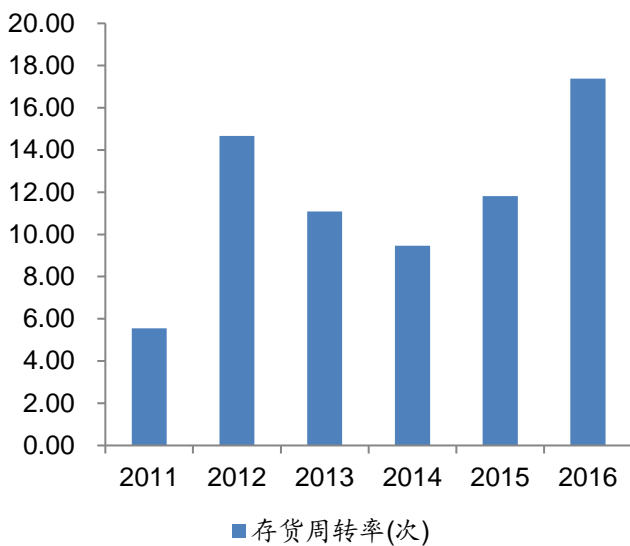
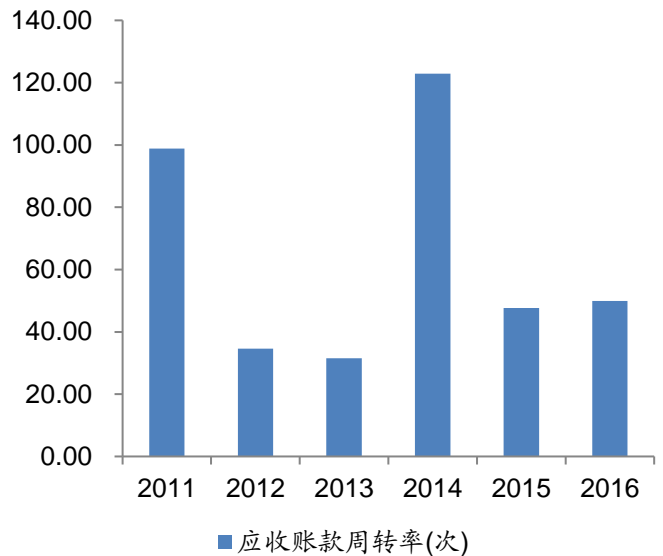


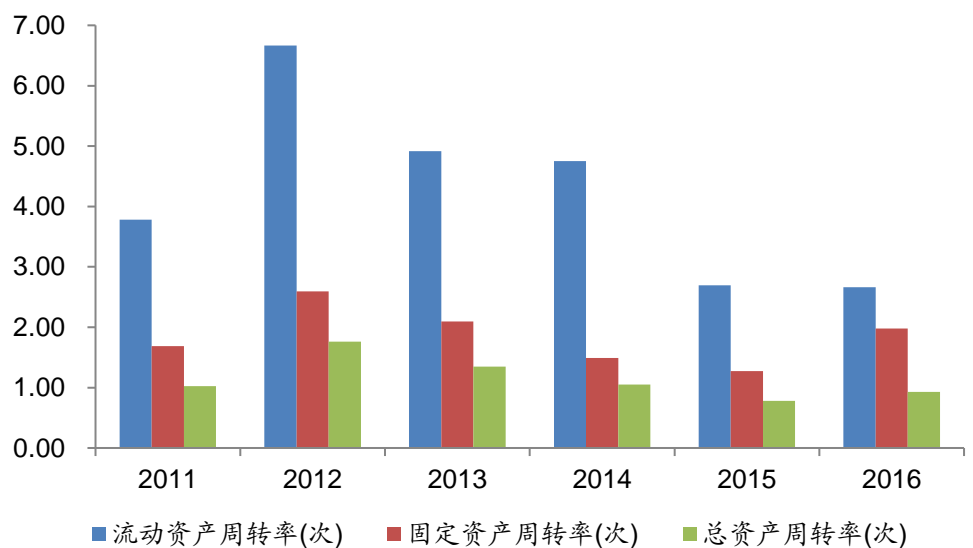
图6: 2016年山东钢铁应收账款周转率上升至49.97次，同比上升2.33次



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 7: 2016 年流动资产周转率 2.66 次、同比下降 0.03 次，固定资产周转率为 1.98 次、同比上升 0.71 次，总资产周转率为 0.93 次、同比上升 0.15 次。



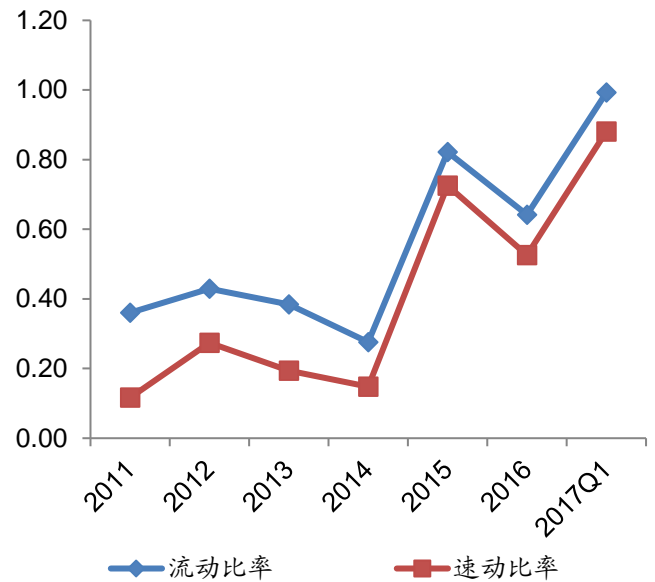
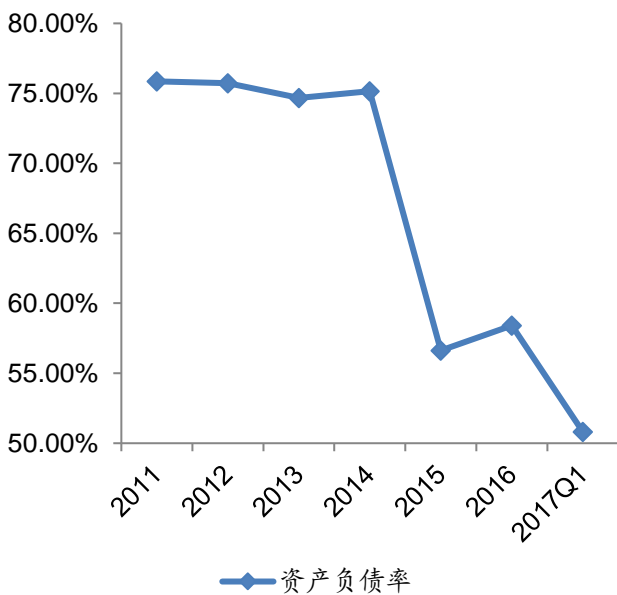
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 2016年偿债能力有所下降, 2017Q1 上升明显

2016年, 公司偿债能力有所下降。安全性来看, 2016年公司资产负债率58.41%, 同比增加1.80%, 主要是应付款项及预付货款增加; 利息保障倍数为0.27, 同比大幅减少77.14%, 安全性所下降; 短期偿债能力来看, 2016年公司流动比率为0.64, 同比减少0.18, 速动比率为0.53, 同比减少0.20, 但从前文可知, 公司整体营运效率有所提高, 虽短期偿债能力有所下降但仍有所保障。

2017Q1, 公司偿债能力显著上升。安全性来看, 2017Q1公司资产负债率为50.82%, 相较2016年大幅下降7.6%, 安全性上升明显; 短期偿债能力来看, 2017Q1公司流动比率0.99, 相较2016年增加0.35, 速动比率为0.35, 相较2016年增加0.35, 短期偿债能力上升明显。

图8: 2016山东钢铁资产负债率58.41%、同比增加1.80%, 2017Q1为50.82%、较2016年大幅下降7.6% 图9: 2016年山东钢铁流动比率和速动比率显著下降, 2017Q1较2016显著上升



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

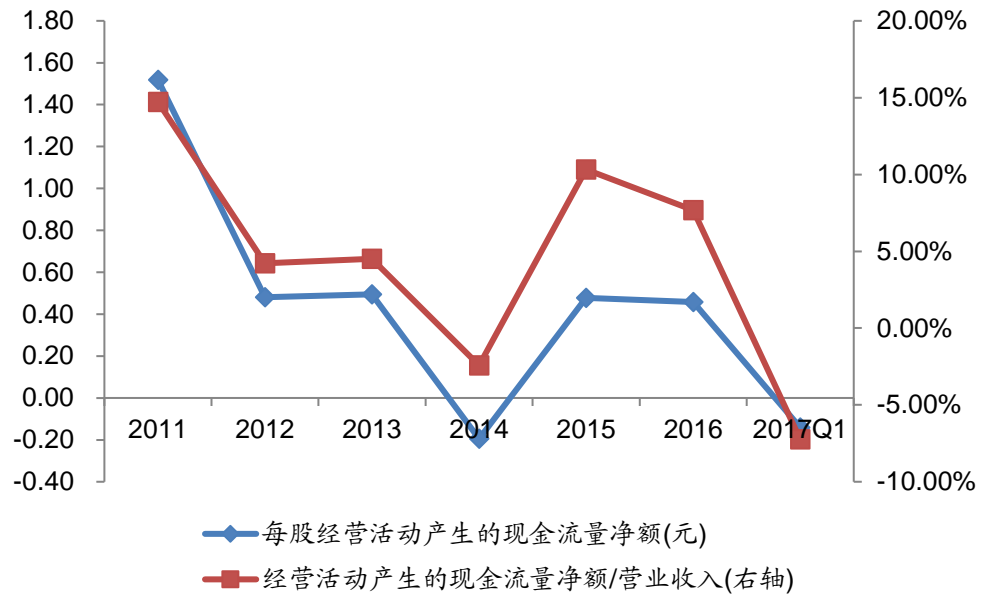
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(四) 2016年-2017Q1 经营活动产生的现金流能力下降

2016年, 公司经营活动产生现金流的能力下降。公司每股经营活动产生的现金流量净额为0.46元, 同比下降0.02元; 经营活动产生的现金流量净额/营业收入7.68%, 同比下降2.64%, 主要是预付材料款项增加所致。从现金流来看, 2016年公司现金流净额为-35.96亿元, 同比减少-145.93%。

2017Q1, 公司经营活动产生现金流的能力持续下降, 公司每股经营活动产生的现金流量净额为0.46元, 同比下降0.18元; 经营活动产生的现金流量净额/营业收入-7.24%, 同比下降10.62%, 主要是采购支出增加所致。但受出售济南分公司影响, 2017年Q1公司取得投资现金收入40亿元, 现金流净额为10.45亿元, 同比增加18.35亿元, 总体来看, 目前公司现金流仍处于正常。

图 10: 2016 年山东钢铁每股经营活动产生现金流量净额微幅下降, 2017Q1 为 0.46 元, 同比下降 0.18 元



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

二、钢铁主业: 减产能提质促产品升级, 优特钢稳增长, 精品钢增弹性

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。

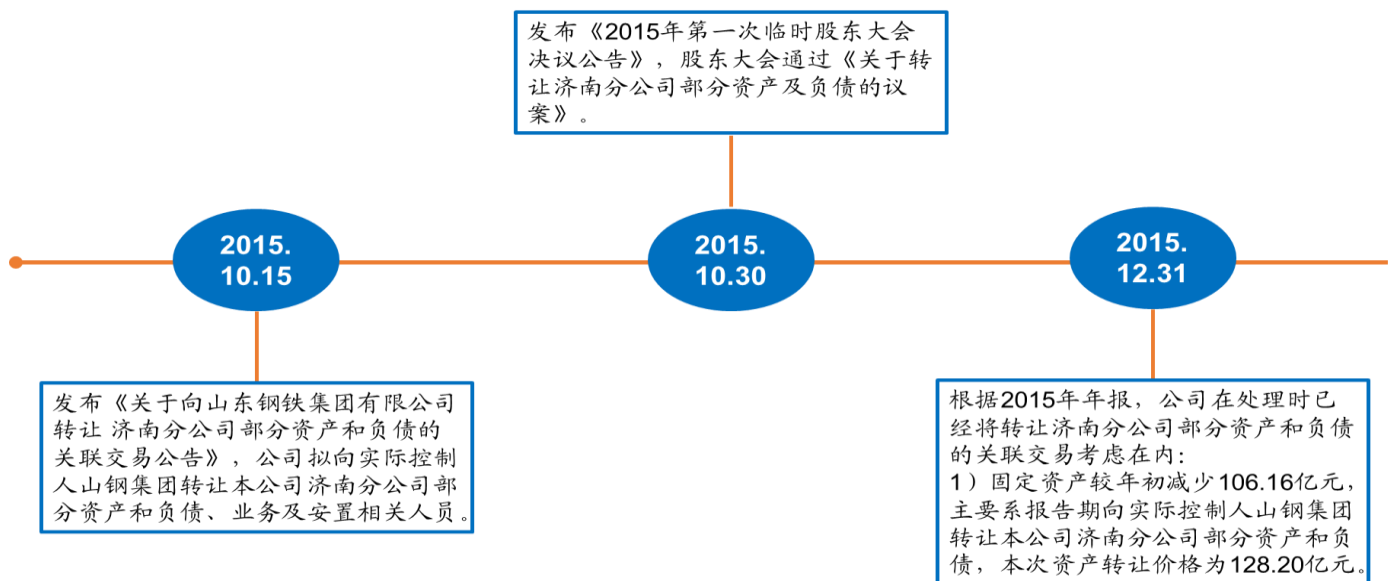
1 减产能: 通过两步转让公司在济南的全部钢铁业务, 盈利较差产能被剥离, 公司资产负债率将明显下滑

第一步: 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; 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。本次出售后, 对于山东钢铁来说, 本次转让的影响主要在两方面:

(1) **产能变化:** 本次出售资产使得公司钢材产能显著减少, 由2015年末的1645万吨下降至875万吨, 下降幅度达46.81%。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, 本次减少的产能为盈利能力较弱的板材、钢带和螺纹钢, 这将能够进一步提升山东钢铁钢材的盈利能力;

(2) **资产与负债:** 本次出售使公司负债减少93.62亿, 2015年山东钢铁资产负债率由67.07%下降至56.72%, 降幅达10.35%, 这将能够大幅增强公司的安全性。

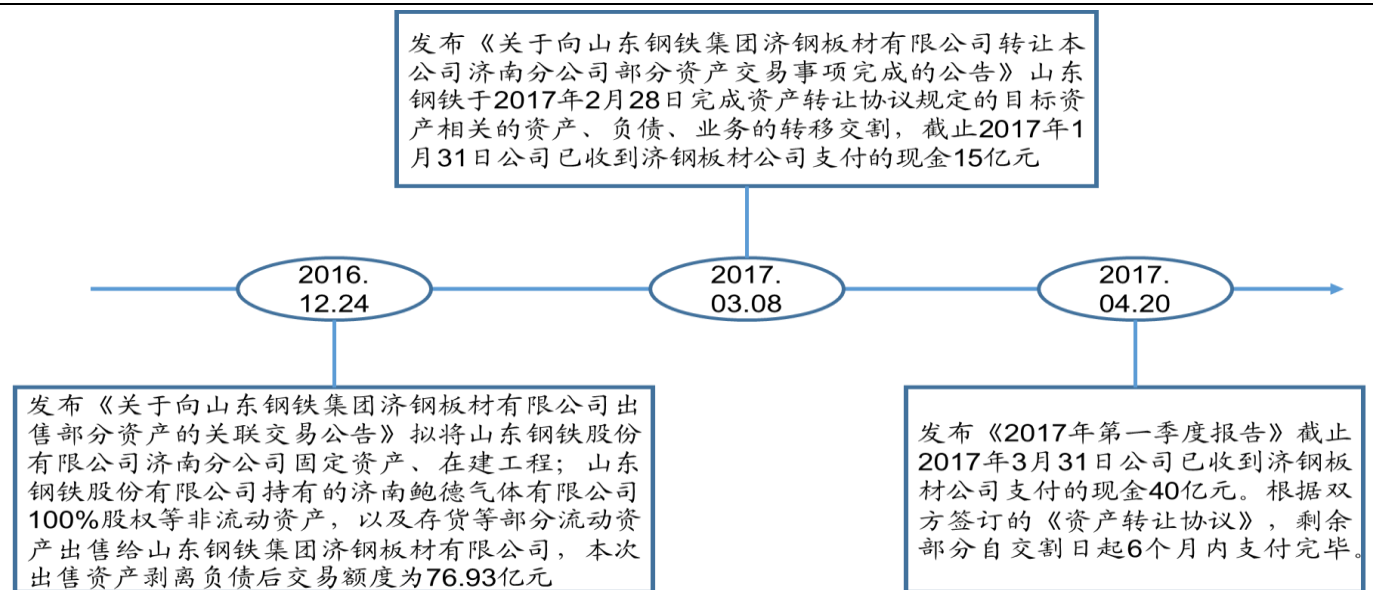
图 11: 公司转让济南分公司部分资产和负债的进程



数据来源：公司公告、广发证券发研究中心

第二步：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》。**本次交易完成后，公司在济南市区将不再有钢铁生产业务。**

图 12: 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%股权的进程



数据来源：公司公告、广发证券发研究中心

2 提质：日照钢铁精品基地项目具备三大优势，可达年产钢材790万吨，预计

2018年投产

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、一期二步工程计划于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%。

根据中国冶金报2017年3月31日新闻《山钢日照钢铁2号高炉开工》中披露，3月22日10时16分，山钢集团日照钢铁精品基地2号5100立方米高炉开工仪式举行。作为一期二步标志性重点工程之一，2号高炉的开工对于早日全面建成、建好精品基地，落实山钢集团转型发展战略具有重要意义。

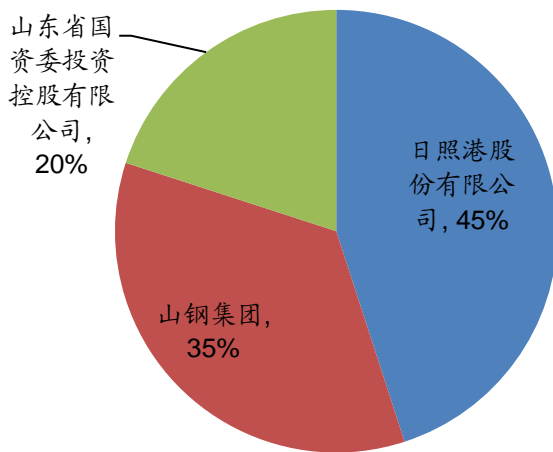
日照钢铁精品基地项优势主要体现在：

(1) 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，其余2个超3亿吨的港口分别为烟台和青岛；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。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。

根据公司2017年4月20日发布的《关于山东钢铁集团日照有限公司协议受让山东钢铁集团有限公司所持日照港山钢码头股权的关联交易公告》中披露，山东钢铁集团日照有限公司以10486.86万元协议受让山东钢铁集团有限公司所持日照港山钢码头有限公司35%股权。根据公司2016年年报披露，山东钢铁集团日照有限公司是山东钢铁的控股子公司，持股占比为51%。

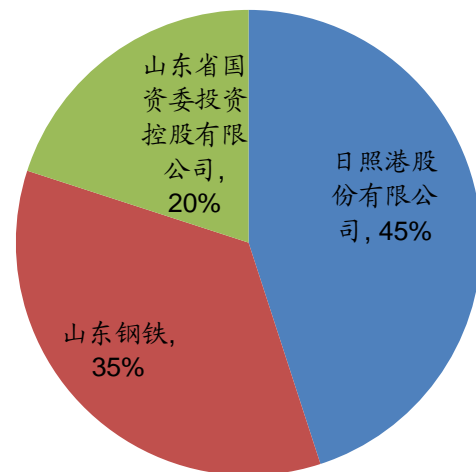
日照港山钢码头有限公司（以下简称“山钢码头”）成立于2014年3月20日，是日照港股份有限公司与山东钢铁集团有限公司、山东省国有资产投资控股有限公司共同组建的合资公司，目前注册资本金3亿元。其中日照港股份有限公司占注册资本的45%；山钢集团占注册资本的35%；山东省国有资产投资控股有限公司占注册资本的20%。

图13: 受让前山钢集团占山钢码头股权35%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图14: 受让后山钢股份占山钢码头股权35%



数据来源: 广发证券发展研究中心

山钢码头主要从事日照钢铁精品基地配套原材料、产成品码头及相应配套设施的建设、运营、管理。根据批复, 山钢码头将投资建设日照港岚山港区北作业区1个30万吨级矿石泊位(水工结构按照靠泊40万吨级散货船设计)和2个4万吨级、5个1万吨级钢材产成品泊位以及相应配套设施, 项目投资概算50.3亿元。项目预计完工时间为2018年, 建成投产后新增铁矿石进口通过能力约2070万吨/年, 钢材、水渣及其他副产品通过能力约850万吨/年。

山钢码头承担着日照钢铁精品基地的原料码头和成品码头建设和运营的重要任务, 是日照公司产业链的延伸。日照公司受让山钢集团所持山钢码头35%股权后, 将成为山钢码头第二大股东, 可有效参与公司运营决策, 对投产后的矿石、钢材运输发挥着优化物流运输、降低物流成本的积极作用, 有利于公司整体效益提升。

(2) 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;

(3) 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 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%。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，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。

三、国企改革：2017 或是国企改革落地见效年，公司将受益国企改革持续推进

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克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。

四、盈利预测和投资建议：量价提升、降本增效助力业绩增长，改革利好优质龙头，维持“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。

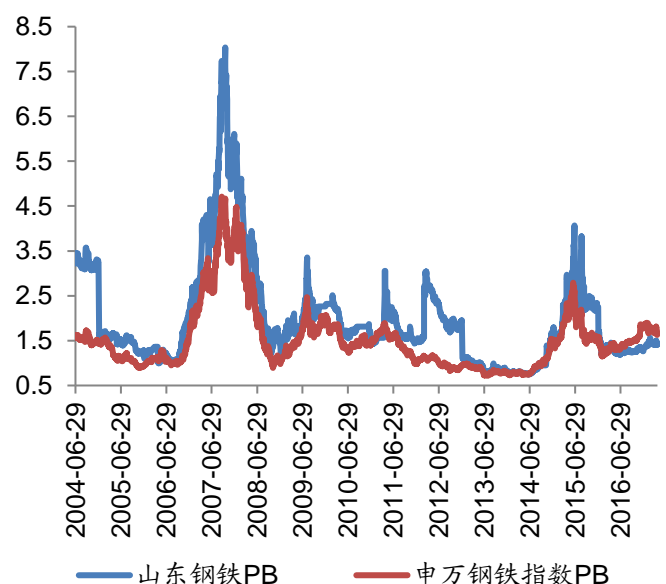
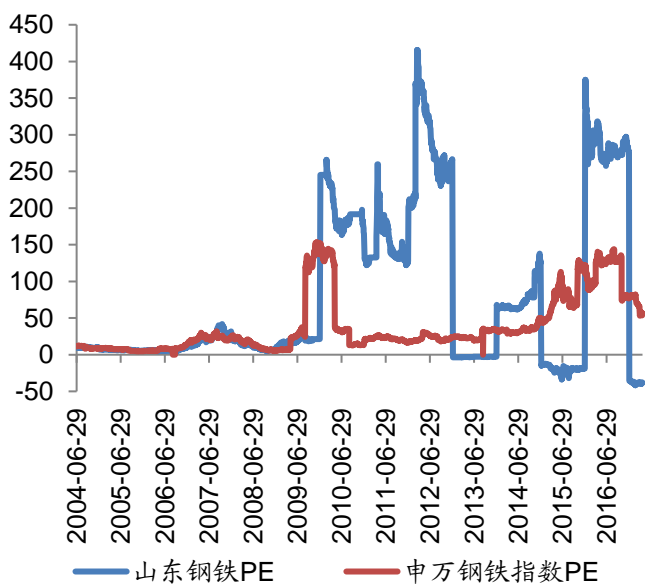
在钢铁主业上，公司提高高端高档钢材比例、提高沿海钢铁产能占比以实现产品结构升级。减产能：通过两步转让公司在济南的全部钢铁业务，盈利较差产能被剥离、公司资产负债率明显下滑。提质：公司定增50亿元增资日照钢铁项目，日照项目设计年产钢材790万吨，其产品弥补汽车用钢等多领域需求、销售前景良好；生产设备、生产技术、环保、管道世界领先；区位优势明显，位于主要消费地，单从原材料运输方面，运费将比济南地区的产能节约至少80元/吨。公司现有钢铁生产将集中于莱芜分公司，莱钢股份具备220万吨H型钢、265万吨螺纹钢和210万吨优钢生产能力，H型钢国内规模最大、品种规格最全，国内市占率达到18%；优钢在国内处领先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

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。

我们利用市盈率（PE）及市净率（PB）将山东钢铁与SW钢铁指数的估值大致进行大致判断。从PE来看，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、13.98亿元和亏损5.32亿元，PE指标不太具备可比性，因此我们主要跟踪公司的PB指标；从PB来看，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，具有较高的投资价值。预计2017-2019年EPS为0.10元、0.13元、0.18元，对应于2017年4月24日收盘价，2017-2019年PE分别为28.01X、21.15X和15.07X，2017年的PB为1.33，维持“买入”评级。

图15: 山东钢铁和SW钢铁指数PE对比，公司2012年、2014年和2016年均发生亏损，PE指标不太具备可比性

图16 山东钢铁和SW钢铁指数PB对比，2016年8月开始，公司PB持续低于行业平均



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

五、风险提示

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

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	20127	17536	16505	17076	17276
货币资金	10924	9316	9224	8903	8056
应收及预付	6694	4900	4719	5216	5965
存货	2361	3149	2407	2625	2990
其他流动资产	149	171	156	332	265
非流动资产	33149	36879	37925	40797	44894
长期股权投资	17	956	956	956	956
固定资产	25339	25376	23720	26851	31568
在建工程	5312	7619	8631	6508	4085
无形资产	152	2661	4294	6204	8003
其他长期资产	2329	268	325	278	282
资产总计	53276	54415	54430	57872	62170
流动负债	24490	27339	26051	28979	31930
短期借款	7581	6984	10049	11854	13165
应付及预收	15610	18137	14397	16025	18152
其他流动负债	1299	2218	1605	1101	613
非流动负债	5629	4413	4938	4451	4379
长期借款	1080	502	602	700	793
应付债券	2000	2000	2000	2000	2000
其他非流动负债	2549	1912	2337	1751	1586
负债合计	30119	31752	30989	33430	36309
股本	8420	8420	8420	8420	8420
资本公积	10640	10616	10616	10616	10616
留存收益	-2453	-3029	-2229	-1170	316
归属母公司股东权益	16666	16057	16856	17915	19401
少数股东权益	6491	6607	6585	6527	6459
负债和股东权益	53276	54415	54430	57872	62170

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	38972	50143	37230	42868	48482
营业成本	38088	47874	34916	39820	44681
营业税金及附加	81	161	106	127	142
销售费用	287	331	255	290	329
管理费用	1434	1127	819	900	1018
财务费用	1169	657	580	706	790
资产减值损失	57	587	-329	-110	-93
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	27	62	50	54	53
营业利润	-2116	-532	934	1189	1667
营业外收入	2238	102	4	10	10
营业外支出	20	56	44	48	47
利润总额	101	-487	893	1151	1630
所得税	13	51	116	150	212
净利润	89	-538	777	1002	1418
少数股东损益	13	62	-22	-57	-68
归属母公司净利润	76	-600	800	1059	1486
EBITDA	835	2059	2604	3262	4037
EPS (元)	0.01	-0.07	0.09	0.13	0.18

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	4024	3852	-377	3655	4764
净利润	89	-538	777	1002	1418
折旧摊销	1753	1409	1470	1531	1725
营运资金变动	3420	1855	-2754	646	1066
其它	-1238	1126	130	476	554
投资活动现金流	-264	-5103	-2179	-4268	-5718
资本支出	1520	-6054	-2229	-4322	-5771
投资变动	-1784	952	50	54	53
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	4040	-2346	2463	292	108
银行借款	13466	8488	3166	1903	1404
债券融资	-15250	-9786	-209	-1014	-641
股权融资	5000	27	0	0	0
其他	824	-1075	-494	-597	-655
现金净增加额	7799	-3596	-93	-321	-846
期初现金余额	2217	10924	9316	9224	8903
期末现金余额	10016	7327	9224	8903	8056

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-24.9	28.7	-25.8	15.1	13.1
营业利润增长	-55.6	74.8	275.4	27.4	40.2
归属母公司净利润增长	105.4	-890.1	233.3	32.5	40.3
获利能力(%)					
毛利率	2.3	4.5	6.2	7.1	7.8
净利率	0.2	-1.1	2.1	2.3	2.9
ROE	0.5	-3.7	4.7	5.9	7.7
ROIC	-3.7	3.0	3.6	5.0	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.5	58.4	56.9	57.8	58.4
净负债比率	-	0.1	0.2	0.3	0.3
流动比率	0.82	0.64	0.63	0.59	0.54
速动比率	0.69	0.46	0.50	0.45	0.40
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.93	0.68	0.76	0.81
应收账款周转率	42.14	44.63	43.77	44.05	43.96
存货周转率	11.64	17.22	14.85	15.56	15.32
每股指标(元)					
每股收益	0.01	-0.07	0.09	0.13	0.18
每股经营现金流	0.48	0.46	-0.04	0.43	0.57
每股净资产	1.98	1.91	2.00	2.13	2.30
估值比率					
P/E	344.9	-35.1	28.0	21.1	15.1
P/B	1.6	1.3	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	32.4	11.3	10.5	8.9	7.6

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	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31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。