

辽宁棒线材龙头钢企，“增持”评级

——凌钢股份（600231）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 公司系辽宁省最大棒线材龙头钢企

辽宁乃至东三省产能以板材为主，公司是东三省最大的棒线材企业，其中螺纹钢产能占比达 38%，若基建、房地产投资等超预期增长，公司或将受益。2016-2017 年，辽宁省共退出地条钢产能 1448.7 万吨，地条钢多为螺纹钢，地条钢产能退出，进一步规范东北螺纹钢竞争市场，并改善公司在东北的竞争环境。

❖ 距离河北省较近，或受益于采暖季限产

根据测算，限产区域粗钢产能合计大于 3.5 亿吨，全国占比大于 30%，采暖季限产预计影响粗钢产量 4000-5000 万吨；限产区域的螺纹、线材、型材、中厚板、热卷、带钢等品种，在全国占比分别为 28%、53%、46%、35%、32%、82%，且生产螺纹、带钢的钢企多为中小钢企，限产力度较大。公司距离唐山等采暖季限产城市较近，产能产品覆盖螺纹钢、带钢，公司有望受益。

❖ 收购集团资产，扩张盈利能力

2016 年底，公司收购凌钢集团炼铁、炼钢等资产，实现产能产量及利润扩张，考虑到去产能背景下，炼铁、炼钢等资产具有稀缺价值，公司资产负债表也获改善。公司铁矿石自供比在 10% 左右，若铁矿石价格上涨，可抵消部分成本上涨影响、提升盈利弹性。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

首次覆盖给予“增持”评级。根据钢材供需平衡表测算，判断 2017Q4 吨钢毛利较 2017Q3 有小幅增长，公司 2017Q4 业绩季环比持平；判断明年地产、基建等投资需求缓慢下滑，钢铁行业继续去产能及提高行业集中度，行业基本面稳中向好。在需求端增速保守假设下，预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 170、180、183 亿元，归属于母公司净利润分别为 15、17、19 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.66、0.76 元，对应 PE 分别为 10.15、9.15、7.94 倍。考虑行业估值水平，8-10 倍 PE 较为合适，故给予公司“增持”评级。

❖ 风险提示：固定资产投资增速；产业政策变化；限产不及预期等。

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	14463	17022	17996	18347
+/-%	16.1%	17.7%	5.7%	2.0%
净利润(百万)	134	1494	1657	1909
+/-%	181.3%	1015.4%	10.9%	15.2%
EPS(元)	0.05	0.59	0.66	0.76
PE	105	9	8	7

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📌 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	钢铁
报告时间	2017/11/9
前收盘价	6.02 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

邱瀚萱

证书编号：S11000517070001
010-66495651
qiuhanxuan@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、投资主线	4
1.1. 关键催化剂	4
1.2. 盈利假设与盈利预测	4
1.3. 估值水平与投资结论	4
二、公司概况	5
2.1. 公司简介：辽宁省地方国有钢企	5
2.2. 产能产品：长材为主、带钢为辅	6
2.3. 财务表现：17Q3 单季盈利 6 亿元	7
三、投资看点	10
3.1. 东北最大棒线材钢企，地理位置佳	10
3.2. 毗邻华北，将受益华北采暖季限产	13
3.3. 收购集团钢铁资产，扩张盈利能力	14
四、估值评级：给予“增持”	15
风险提示	16
盈利预测	17

图表目录

图 1:	公司股权结构图.....	5
图 2:	公司带息负债、利息支出及利率.....	8
图 3:	公司货币现金、利息收入及利率.....	8
图 4:	主营业务收入占比.....	9
图 5:	主营业务毛利占比.....	9
图 6:	主营业务毛利率.....	9
图 7:	钢铁产品毛利率.....	9
图 8:	公司地处辽宁省朝阳市.....	11
图 9:	分地区营业收入占比.....	11
图 10:	分地区毛利占比.....	11
图 11:	东三省轧钢产能分布.....	12
图 12:	凌钢股份粗钢产能东三省占比 6%.....	12
图 13:	凌钢股份螺纹钢产能东三省占比 38%.....	12
图 14:	凌钢股份线材产能东三省占比 5%.....	12
图 15:	凌钢股份周边省份轧钢产能分布.....	14
图 16:	凌钢股份螺纹钢产能周边省份占比 9%.....	14
表格 1.	公司盈利预测与估值.....	4
表格 2.	公司盈利预测比较.....	5
表格 3.	公司产能产品.....	6
表格 4.	公司产量、销量及库存.....	6
表格 5.	截止 2017 年 3 月末公司自有矿山情况.....	7
表格 6.	铁矿石自供占比.....	7
表格 7.	公司钢铁产品部分生产成本拆解.....	9
表格 8.	公司盈利预测（部分）.....	15

一、投资主线

1.1. 关键催化剂

1) 采暖季限产影响较大的钢材品种包括螺纹、带钢等，公司产能产品覆盖螺纹钢、带钢，且距离唐山等采暖季限产城市较近，公司有望受益；2) 辽宁乃至东三省产能产品以板材为主，公司是东三省最大的棒线材企业，若基建、房地产投资等超预期增长，公司或将受益；3) 公司铁矿石自供比在 10%左右，若铁矿石价格上涨，可抵消部分成本上涨影响、提升盈利弹性；4) 2016 年底，公司收购凌钢集团炼铁、炼钢等资产，实现产能产量及利润扩张；去产能背景下，炼铁、炼钢等资产具有稀缺价值，公司资产负债表亦获改善。

1.2. 盈利假设与盈利预测

盈利假设：1) 根据钢材供需平衡表测算，判断 2017Q4 吨钢毛利较 2017Q3 有小幅增长，公司 2017Q4 业绩季环比持平；2) 判断明年地产、基建等投资需求缓慢下滑，钢铁行业继续去产能及提高行业集中度，行业基本面稳中向好，盈利可维持。

盈利预测：在需求端增速保守条件下，预计 2017-2019 年公司营收为 170、180、183 亿元，归属于母公司净利润分别为 15、17、19 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.66、0.76 元，对应 PE 分别为 10.15、9.15、7.94 倍。

1.3. 估值水平与投资结论

公司 2017 年业绩对应 PE 为 10 倍，考虑行业估值水平，8-10 倍 PE 较为合适，故给予公司“增持”评级。

表格 1. 公司盈利预测与估值

钢铁公司	最新评级	现价 (元)	流通市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	
凌钢股份	增持	5.79	93.10	0.05	0.59	0.66	0.76	113	10	9	8	2.46

资料来源：WIND，川财证券研究所；注：现价为 2017 年 11 月 8 日收盘价

表格 2. 公司盈利预测比较

证券代码	钢铁公司	EPS 川财预测 (元)				WIND 一致预期			
		16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
600231	凌钢股份	0.05	0.59	0.66	0.76	0.05	0.60	0.67	0.72

资料来源: WIND, 川财证券研究所

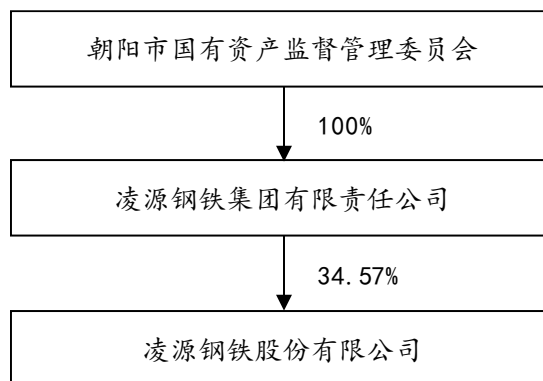
二、公司概况

2.1. 公司简介: 辽宁省地方国有钢企

凌源钢铁股份有限公司 (以下简称“公司”) 是经辽宁省体改委辽体改发批准, 于 1994 年 5 月 4 日由原凌源钢铁公司 (1997 年 12 月 29 日改制为凌源钢铁集团有限责任公司, 以下简称“凌钢集团”) 独家发起, 以定向募集方式设立的股份有限公司。

公司现有股本 25.19 亿股, 控股股东为凌源钢铁集团有限责任公司 (以下简称“凌钢集团”), 持股比例达到 34.57%, 公司实际控制人是辽宁省朝阳市国资委。公司流通股 16.08 亿股, 占比 64%, 以 2017 年 11 月 8 日收盘价计, 流通市值 96.80 亿元。

图 1: 公司股权结构图



资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

2.2. 产能产品：长材为主、带钢为辅

东北最大的棒线材生产基地。公司生铁产能 535 万吨，拥有两座 450m³ 高炉、两座 1000m³ 高炉及一座 2300m³ 高炉；公司粗钢产能 616 万吨，公司拥有三座 35 吨转炉、三座 120 吨转炉。公司轧钢产能 741 万吨，棒材、线材、带钢、钢管产能分别为 490、60、140、51 万吨。其中，带钢的用途极其广泛，主要使用在汽车工业、机械制造行业、建筑工程、钢结构、日用五金等领域，是冷轧带钢、冷弯型钢、焊接钢管等钢材的原材料。

表格 3. 公司产能产品

	产能 (万吨)	备注
生铁	535	高炉设备: 450m ³ *2, 1000m ³ *2, 2300m ³ *1
粗钢	616	转炉设备: 35t*3, 120t*3
钢材:	741	
带钢	140	
线材	60	
棒材	490	
钢管	51	

资料来源：跟踪评级报告，川财证券研究所

表格 4. 公司产量、销量及库存

产能	2014			2015			2016		
	产量	销量	库存	产量	销量	库存	产量	销量	库存
生铁	535	498		329			294		
粗钢	616	514		345			312		
钢材:	741	518		365			353	482	21
带钢	140	113	114	107	108	1.3	104	103	2.1
线材	60	36	30	25	24	0.6	49	47	1.4
棒材	490	355	353	221	328	12.5	192	325	17.1
钢管	51	7	8	6	6	0.6	7	6	0.7

资料来源：跟踪评级报告，公司公告，川财证券研究所；单位：万吨

2016 年，公司主要产品产、销量基本与上期持平。销量远大于产量，主要原因是从 2015 年二季度起，凌钢集团将原租赁给公司的转炉炼钢资产和 2300m³高炉资产收回，改由其自行组织生产，并将所生产的钢水委托公司加工成钢材后全部销售给公司，由公司统一对外销售。

原燃料供应有保障，铁矿石自供占比 1 成左右。公司钢材生产的原材料主要

为铁精矿（粉）、喷吹煤、焦炭及废钢等。主要燃料采购方面，喷吹煤供应商主要为沈阳成源通商贸有限公司、辽宁瑞昌煤焦有限责任公司和宁夏通达新能源集团有限公司，焦炭主要采购自凌钢集团。其中，铁矿石采购渠道包括自有矿山、凌钢集团矿山、周边矿山及进口。

公司自有矿山由全资子公司凌钢股份北票保国铁矿有限公司（以下简称“保国铁矿”），保国铁矿主要产品为铁精矿，拥有 3 个自有矿区，分别是铁蛋山、黑山、边家沟。从保国铁矿近四年的经营情况看，公司自供铁矿占比在 1 成左右。2016 年上半年、2017 年下半年，保国铁矿铁精矿的成本分别在 480 元/吨、450 元/吨左右。

表格 5. 截止 2017 年 3 月末公司自有矿山情况

矿山	探明储量	保有储量	可采储量	品位	原矿设计产能	实际产能
铁蛋山	3271	1684	1347	31.54	180	100
黑山	1983	1346	1077	30.45	80	0
边家沟	1424	1032	826	30.38	110	53
合计	6678	4062	3250	30.88	370	153

资料来源：跟踪评级报告，川财证券研究所

表格 6. 铁矿石自供占比

	2014		2015		2016		2017Q1	
	采购量	供应占比	采购量	供应占比	采购量	供应占比	采购量	供应占比
自给矿	111	13%	83	14%	62	9%	18	11%
集团供应	53	7%	44	6%	91	12%	101	59%
国内采购	599	76%	307	46%	292	42%	2	1%
国外采购	32	4%	208	34%	257	37%	44	29%
合计	795		643		702		164	

资料来源：跟踪评级报告，川财证券研究；单位：万吨

2.3. 财务表现：17Q3 单季盈利 6 亿元

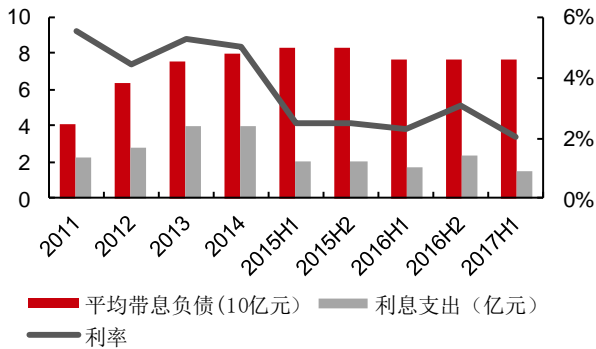
公司 Q3 盈利约为上半年 1.5 倍。2017 年，公司前三季度实现营业收入约 134.06 亿元，同比上升 32.28%；归属于母公司净利润 9.96 亿元，同比上升 9.82 亿元；基本每股收益 0.40 元，同比上升 0.03 元；加权平均净资产收益率 17.47%，比上年上升 17.20 个百分点。其中，第 3 季度实现营业收入约 50.44 亿元，环比上升 12.75%、同比上升 25.12%；归属于母公司净利润

5.91 亿元，环比上升 147.77%、同比上升 531.82%，对应基本每股收益 0.23 元，环比上升 0.14 元、同比上升 0.20 元。

公司 Q3 财务费用减少系亮点。公司 2017 年 Q3 财务费用仅 0.35 亿元，季环比下降 0.29 亿元，季同比下降 0.56 亿元。以上主要是公司强化降本增效、提高资金使用效率和产品结构优化管理，以及外部钢材市场价格涨幅较大、效益显著提升，收入大幅增长，商票支付增加，借款利息大幅减少和贴息收入增加所致。

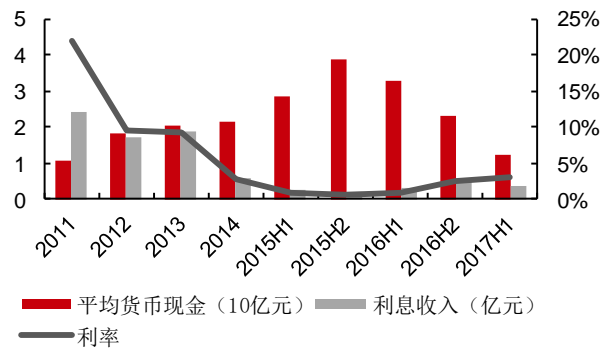
从 2016 年开始，公司带息负债稳定在 76 元左右，利息支出在 2017 年上半年下降明显，负债利率从 2016 年下半年的高点 6% 降至 4%。

图 2： 公司带息负债、利息支出及利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

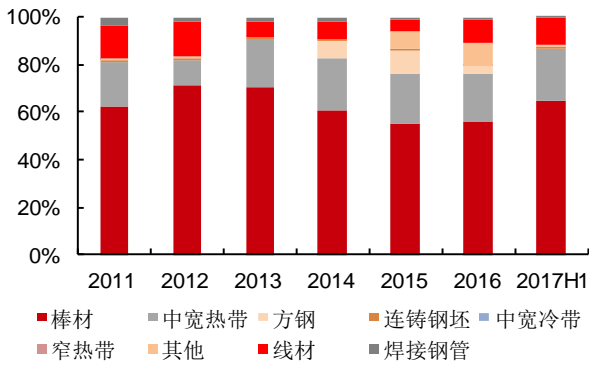
图 3： 公司货币现金、利息收入及利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

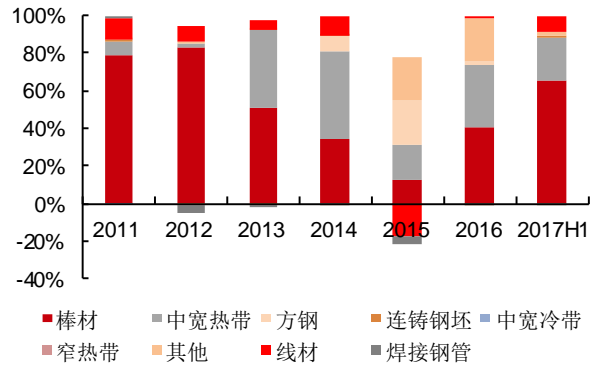
2017H1，棒材贡献公司 6、7 成主营收入、毛利。从历史数据看，棒材大致占据公司主营业务收入的 6 成左右；上半年，受益于地条钢产能去化，棒材盈利增长较快，上半年棒材毛利占比达到 66%，较 2016 年的 41% 上升 15 个百分点。

图 4: 主营业务收入占比



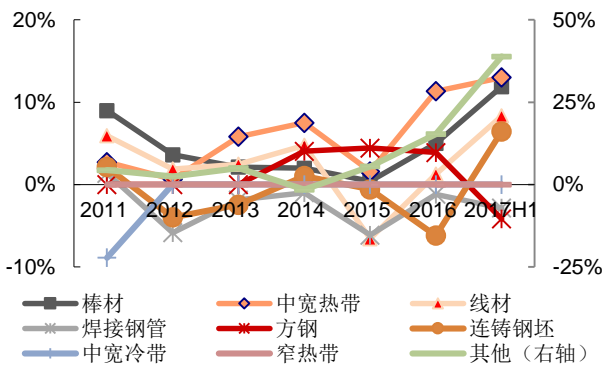
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 5: 主营业务毛利占比



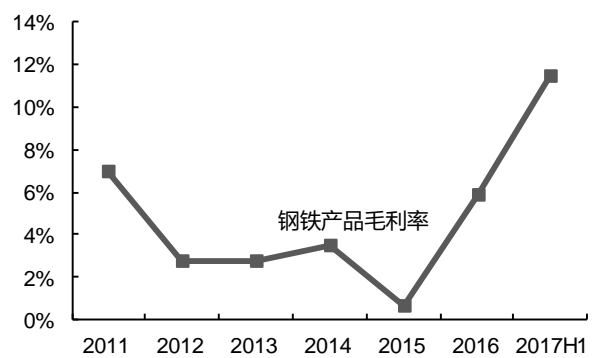
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 6: 主营业务毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 7: 钢铁产品毛利率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 7. 公司钢铁产品部分生产成本拆解

品种	项目	单位	2012	2013	2014	2015	2016
棒材	产量	万吨	265	357	317	285	305
	吨钢人工	元	83	79	86	88	103
	吨钢折旧	元	87	69	88	104	79
	吨钢其他	元	199	256	276	253	135
中宽热带	产量	万吨	37	103	114	108	103
	吨钢人工	元	88	77	82	88	104
	吨钢折旧	元	92	67	84	103	80
	吨钢其他	元	211	249	265	251	136
方钢	产量	万吨			36	43	20
	吨钢人工	元			86	97	106

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

	吨钢折旧	元			88	114	82
	吨钢其他	元			278	277	139
线材	产量	万吨	52	30	37	24	47
	吨钢人工	元	86	82	86	95	115
	吨钢折旧	元	91	72	89	112	88
	吨钢其他	元	208	266	278	272	151
连铸钢坯	产量	万吨	3	4	2	3	1
	吨钢人工	元	75	79	88	99	100
	吨钢折旧	元	78	69	90	116	77
	吨钢其他	元	180	256	282	282	132
焊接钢管	产量	万吨	8	11	8	6	6
	吨钢人工	元	102	98	105	113	132
	吨钢折旧	元	107	86	107	133	102
	吨钢其他	元	245	318	337	324	173

资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、投资看点

3.1. 东北最大棒线材钢企，地理位置佳

公司地处内蒙古辽冀三省交界处，东北、华北是公司最主要销售区域。公司地处辽宁、河北、内蒙古三省交汇的凌源市（县级市，由朝阳市代管），北距辽宁沈阳 360 公里左右，南达北京约 370 公里，距锦州港 200 公里，距秦皇岛港 280 公里，距内蒙古的赤峰市不足 200 公里，是连接东北与华北、沟通内蒙古东部乃至蒙古国与沿海港口的交通要道。独特的地理位置使得公司的资源保障、钢材销售等方面均占有一定优势。

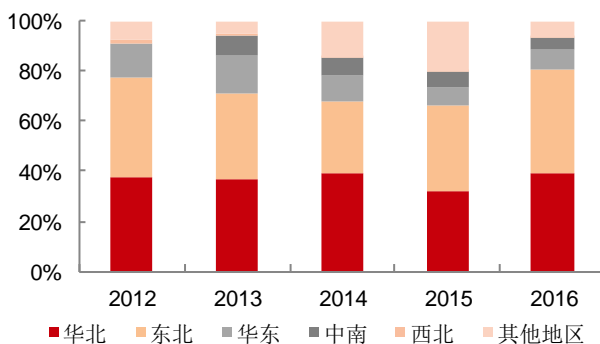
图 8: 公司地处辽宁省朝阳市



资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

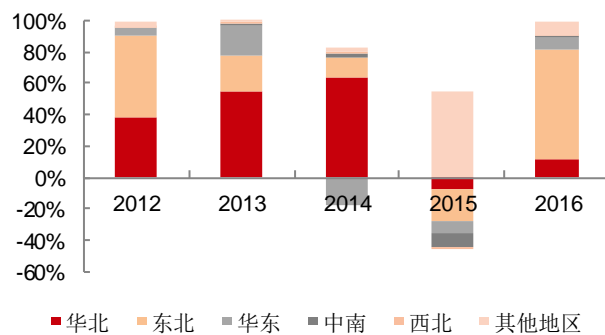
从历年分地区的销售收入、毛利占比看, 东北、华北是公司最主要的区域市场。从 2016 年看, 东北、华北在营业收入中占比均在 4 成左右, 东北在毛利的贡献中占比为 7 成。

图 9: 分地区营业收入占比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10: 分地区毛利占比



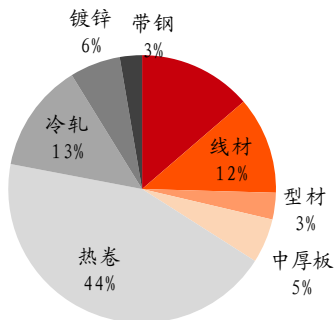
资料来源: Wind, 川财证券研究所

东北钢企以板材为主, 公司具备地域竞争优势。东北三省轧钢产能以板卷为主, 卷板轧钢产能占比 50%左右; 其中, 公司所在辽宁省粗钢产能 8200 万吨, 卷板轧钢产能 4000 万吨, 占比 50%。公司 741 万吨轧钢产能中, 棒

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

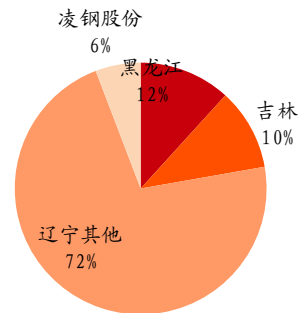
材、线材分别达到 540 万吨，是东北第一大棒线材生产企业。公司粗钢产能在东三省占比仅为 6%，而螺纹占比达到 38%，具备产品差异化优势。

图 11: 东三省轧钢产能分布



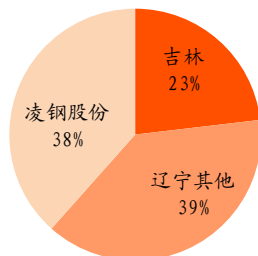
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 12: 凌钢股份粗钢产能东三省占比 6%



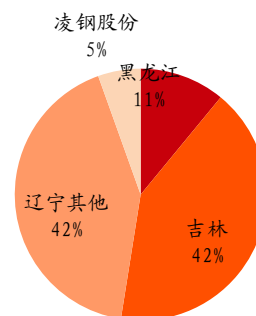
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 凌钢股份螺纹钢产能东三省占比 38%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 凌钢股份线材产能东三省占比 5%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

公司受益于辽宁省压减地条钢。2016 年 2 月 4 日，国务院发布《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，提及从 2016 年开始用 5 年时间压减粗钢产能 1-1.5 亿吨。2017 年 1 月末，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发表署名文章，文中修正了钢铁产能的压减目标，计划 3-5 年压减粗钢产能 1.4 亿吨。2016 年，辽宁省宣布完成“十三五”期间产能压减任务，共压减炼钢产能 602 万吨，其中中频炉产能 442 万吨。

2017 年 2 月 15 日，国家发改委、工信部等联合印发《关于进一步落实有保有压政策促进钢材市场平衡运行的通知》，其中提到：严厉打击违法生产和销

售“地条钢”行为，2017年6月底前依法全面取缔生产建筑用钢的工频炉、中频炉产能。2017年3月，辽宁省排查出“地条钢”产能1006.7万吨，7月，辽宁省全面完成取缔“地条钢”工作，66户“地条钢”生产企业的生产设备被依法彻底拆除。

2016-2017年，辽宁省共退出地条钢产能1448.7万吨。地条钢多为螺纹钢，地条钢产能退出，进一步规范东北螺纹钢竞争市场，并改善公司在东北的竞争环境。

3.2. 毗邻华北，将受益华北采暖季限产

采暖季限产区别对待，放大螺纹钢、带钢限产影响。2017年3月，环保部、发改委等印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》（以下简称《工作方案》），称为确保完成大气十条确定的2017年各项目标任务，制定2017年工作方案。该工作方案实施范围为京津冀大气污染传输通道包括北京市，天津市，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸市，山西省太原、阳泉、长治、晋城市，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市（以下简称“‘2+26’城市”）。

《工作方案》要求实施工业企业采暖季错峰生产，并提及“重点城市加大钢铁企业限产力度”，要求“各地实施钢铁企业分类管理，按照污染排放绩效水平，制定错峰限停产方案。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市，采暖季钢铁产能限产50%，以高炉生产能力计，采用企业实际用电量核实。”

除“2+26”城市外，临汾、徐州、许昌、信阳、平顶山等城市主动提出采暖季限产，限产力度从30%-50%不等。

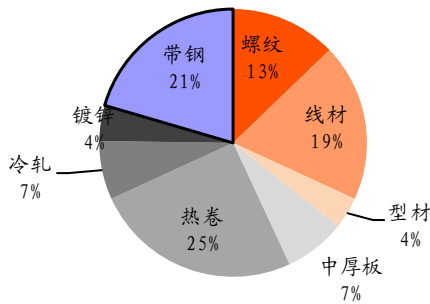
根据我们的测算，“2+26”城市及其他限产城市粗钢产能合计在3.5亿吨以上，粗钢产能在全国占比大于30%，采暖季限产预计影响粗钢产量4000-5000万吨。以上限产区域的主要的轧钢产能包括螺纹、线材、型材、中厚板、热卷、带钢等，在全国占比分别为28%、53%、46%、35%、32%、82%。

尽管限产区域螺纹钢占比相对较小，但由于唐山等区别对待钢企，环保较好的钢企限产较少，环保较差的钢企限产较多。生产螺纹、带钢等钢材的钢企多为环保欠佳的小钢企，限产力度较大，放大了螺纹、带钢产量受影响程度。

公司毗邻河北，有望受益于限产区域螺纹、带钢产量收缩。公司不仅毗邻限

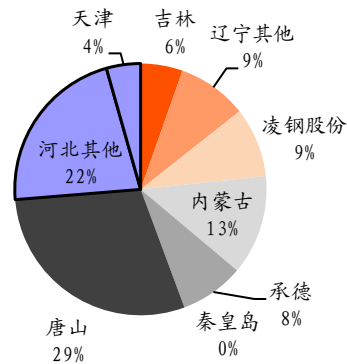
产区域，且产能、产品与限产受影响较大的螺纹、带钢有一定的互补性。凌钢股份周边省份产能以板卷为主，棒线材占比相对较小。公司在周边省份中粗钢产能占比仅为 1%，但螺纹产能占比达到 9%。另外，公司拥有万吨带钢产能 140 万吨，将受益于限产区域带钢产量下降。

图 15: 凌钢股份周边省份轧钢产能分布



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 凌钢股份螺纹钢产能周边省份占比 9%



资料来源: Wind, 川财证券研究所

3.3. 收购集团钢铁资产，扩张盈利能力

国家严控新增产能，上市公司产能扩张手段有限。2013 年 10 月，国务院发布《国关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41 号），要求各地区、各部门不得以任何名义、任何方式备案新增产能的钢铁项目，各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务。从行业新开工规模及固定资产投资看，2013 年后呈现负增长态势，2013 后新开工或投产项目主要为前期审批项目。

在国家严控新增产能、实施供给侧改革的过程中，上市公司难以通过新建产能扩张产能，收购炼铁、炼钢资产是可行的途径。

公司 2016 年收购炼铁、炼钢资产，增厚业绩。2016 年，公司收购凌钢集团炼铁、炼钢资产，包括两座 120 吨转炉和 2300m³ 高炉，有效提升经营规模，并进一步完善公司优特钢生产工艺流程，为公司转型升级、发展优特钢奠定了基础。

2017 年上半年，标的资产 2300m³ 高炉生产经营稳定，计划产铁 98 万吨，实际完成 102.18 万吨，完成计划的 104.27%；平均生产成本 1,995.30 元/吨，同期铁水市场平均价格为 2,301.02 元/吨。标的资产 2300m³ 高炉的平均

生产成本低于同期铁水市场平均价格。

此外，在供给侧改革背景下，各省均在压减炼铁、炼钢产能，高炉、转炉等资产拥有稀缺价值，公司收购母公司资产，有利于优化公司资产负债表。

公司坚持环保节能排放，近年累计投入资金 21 亿元。节能环保方面，公司是首批通过国家工信部《钢铁行业规范条件》审核的 45 家企业之一，是辽宁省首家环保备案的钢铁企业。近几年，公司累计投入节能减排资金约 21 亿元以上，环保投入额占营业收入比率处于行业领先。公司完成了 1#、2#烧结机湿法脱硫系统增设湿式电除尘改造、转炉厂房密封等项目，污染控制能力进一步得到提高。通过大力投资和技术升级，公司节能减排水平不断提高。2016 年，吨钢烟粉尘排放量 0.74 千克，吨钢二氧化硫排放量 0.60 千克，在冶金行业率先实现烧结、球团烟气全脱硫；吨钢耗新水 1.49 千克，连续多年实现污水零排放，污水处理工程被评为国家重点环境实用技术示范工程。

四、估值评级：给予“增持”

盈利假设：1) 根据钢材供需平衡表测算，判断 2017Q4 吨钢毛利较 2017Q3 有小幅增长，公司 2017Q4 业绩季环比持平；2) 判断明年地产、基建等投资需求缓慢下滑，钢铁行业继续去产能及提高行业集中度，行业基本面继续稳中向好。

表格 8. 公司盈利预测（部分）

	钢材品种	单位	2016A	2017E	2018E	2019E
销量	棒材	万吨	305	342	349	352
	中宽热带	万吨	103	114	117	118
	方钢	万吨	20	22	22	22
	线材	万吨	47	49	50	51
	连铸钢坯	万吨	1	1	1	1
	焊接钢管	万吨	6	6	6	6
	吨钢毛利	棒材	元	103	546	566
中宽热带		元	251	496	541	603
方钢		元	81	532	550	596
线材		元	28	498	531	579
连铸钢坯		元	-111	231	262	322
焊接钢管		元	-29	376	391	440
毛利润		合计	亿元	6	28	30

资料来源：川财证券研究所

盈利预测及评级：在需求增速保守条件下，预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 170、180、183 亿元，归属于母公司净利润分别为 15、17、19 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.66、0.76 元，对应 PE 分别为 10、9、8 倍。公司 2017 年业绩对应 PE 为 10 倍，考虑行业估值水平，8-10 倍 PE 较为合适，给予公司“增持”评级。

风险提示

国内外宏观经济形势及政策调整

国内外宏观经济形势的变化和货币政策的调整都可能影响到行业的整体表现，若下游需求进一步恶化，钢铁行业仍然可能出现业绩大幅下滑。

环保等政策风险

若环保执行低于预期，有可能导致钢价下行、公司盈利下行。

下游需求持续低迷对钢铁行业的影响

若下游汽车行业产销量低于预期，房地产行业新开工面积继续下滑，钢铁需求将会继续下降，对钢铁行业影响将十分明显。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4794	7747	9676	11210	营业收入	14463	17022	17996	18347
现金	2436	4574	6560	8032	营业成本	13385	14272	15061	15104
应收账款	142	77	92	105	营业税金及附加	55	64	61	62
其他应收款	44	26	43	40	营业费用	240	269	275	278
预付账款	321	442	432	445	管理费用	187	229	215	219
存货	1234	1596	1633	1601	财务费用	386	196	176	138
其他流动资产	619	1031	915	988	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	10605	9783	9299	8823	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	9070	8640	8200	7757	营业利润	212	1992	2209	2545
无形资产	608	574	533	494	营业外收入	16	0	0	0
其他非流动资产	925	568	564	571	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	15399	17530	18974	20033	利润总额	227	1992	2209	2545
流动负债	8499	9158	9378	9399	所得税	93	498	552	636
短期借款	3282	3459	3387	3393	净利润	134	1494	1657	1909
应付账款	1188	1584	1564	1566	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	4030	4115	4427	4439	归属母公司净利润	134	1494	1657	1909
非流动负债	1677	1698	1714	1339	EBITDA	1091	2754	2956	3262
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.05	0.59	0.66	0.76
其他非流动负债	1676	1697	1713	1338					
负债合计	10177	10856	11092	10739					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	2519	2519	2519	2519	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	452	452	452	452	成长能力				
留存收益	2227	3703	4911	6323	营业收入	16.1%	17.7%	5.7%	2.0%
归属母公司股东权益	5222	6674	7882	9294	营业利润	-71.5%	840.5%	10.9%	15.2%
负债和股东权益	15399	17530	18974	20033	归属于母公司净利润	181.3%	1015.4%	10.9%	15.2%
					获利能力				
					毛利率(%)	7.5%	16.2%	16.3%	17.7%
					净利率(%)	0.9%	8.8%	9.2%	10.4%
					ROE(%)	2.6%	22.4%	21.0%	20.5%
					ROIC(%)	5.2%	24.4%	30.3%	36.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	66.1%	61.9%	58.5%	53.6%
					净负债比率(%)	32.26%	31.87%	30.54%	31.61%
					流动比率	0.56	0.85	1.03	1.19
					速动比率	0.42	0.66	0.85	1.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	1.03	0.99	0.94
					应收账款周转率	99	146	199	175
					应付账款周转率	10.51	10.30	9.57	9.65
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.05	0.59	0.66	0.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.95	1.10	1.02
					每股净资产(最新摊薄)	2.07	2.65	3.13	3.69
					估值比率				
					P/E	113.23	10.15	9.15	7.94
					P/B	2.90	2.27	1.92	1.63
					EV/EBITDA	16	6	6	5

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0001