

山东钢铁 (600022)

公司研究/调研报告

调整生产格局，日照基地蓄势待发

公司调研报告/钢铁

2018年01月23日

报告摘要：

● 全流程挖潜提效，成本有望降低

公司聘请麦肯锡公司针对运营情况进行分析诊断，采取系列改革措施加强精益化管理、实施全流程对标、降低配料、工序、物流成本等以严控生产成本。2016年，公司主要技术经济指标优于重点钢企平均水平：入炉焦比、综合焦比、吨钢综合能耗、吨钢耗新水分别为367.89、492.52、580.14、2970千克/吨（重点钢企平均水平分别为373.78、501.87、585.66、3100千克/吨）。

● 延伸上下游产业链

铁矿石外购比例约60%，进口占比约90%，上游主要向矿石资源企业延伸，加快整合省内规模铁矿企业，目前参股金岭铁矿、莱芜矿业、鲁南矿业、唐克里里铁矿石等7家矿业公司；截至2017年3月，国内持股主要矿山资源储备量合计25579万吨，铁精粉年产能388万吨，能对钢铁主业原料需求形成一定支撑。持有的国外矿山企业唐克里里铁矿储量丰富，已探明资源储量137亿吨，磁铁矿资源储124亿吨，但品味相对较低。下游向用钢企业延伸，积极建设钢材加工配送中心。

● 日照钢铁精品基地定位高端，是新的利润增长点

《日照市钢铁及配套产业升级计划实施方案(2017—2021年)》提出，要建设国家级“先进钢铁制造基地”，总投资1300亿元以上，总目标是全力打造5000亿级“先进钢铁制造基地”；具体目标到2021年，日照市形成钢铁综合产能2250万吨，产值突破1000亿元，板（带）材中高端产品比例达到90%以上，板（带）材深加工规模达到800万吨水平。山钢日照精品基地是日照当地两家支柱性钢铁企业之一，方案称要全力推动山钢日照钢铁精品基地建设，加快推进日照钢铁技术创新和产品结构调整。该项目获得韩国浦项设计支持，区位优势显著，定位高端，在工艺、装备、科技、效率等方面均达到国际先进水平，环保投入执行2020年国内环保最高标准。

● 盈利预测与投资建议

公司原料供应稳定、对标标杆企业持续挖潜提效，且未来日照精品基地发展空间巨大，我们看好公司未来几年的发展。预计公司2017-2019年营业收入分别为577.25亿元、652.58亿元和711.96亿元，归母净利润分别为16.68亿元、24.04亿元和25.89亿元，对应EPS分别为0.15元、0.22元和0.24元，对应PE分别为14.4X、10X和9.3X。首次覆盖，给予“推荐”的评级。

● 风险提示 需求大幅下降，原燃料价格大幅增长。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	50,143	57,725	65,258	71,196
增长率（%）	28.7%	15.1%	13.1%	9.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	(600)	1,668	2,404	2,589
增长率（%）	-890.1%	378.0%	44.1%	7.7%
每股收益（元）	(0.07)	0.15	0.22	0.24
PE（现价）	(30.8)	14.4	10.0	9.3
PB	1.2	1.4	1.2	1.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 2.24元

交易数据

2018-1-23

收盘价（元）	2.24
近12个月最高/最低	2.57/1.95
总股本（百万股）	10,946
流通股本（百万股）	10,689
流通股比例（%）	127
总市值（亿元）	188.61
流通市值（亿元）	239.42

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：赵梦秋

执业证号： S0100117110078

电话： 010-85127433

邮箱： zhaomengqiu@mszq.com

相关研究

1. 行业动态报告：唐山钢铁行业错峰限产超预期，关注钢铁板块投资机会

目录

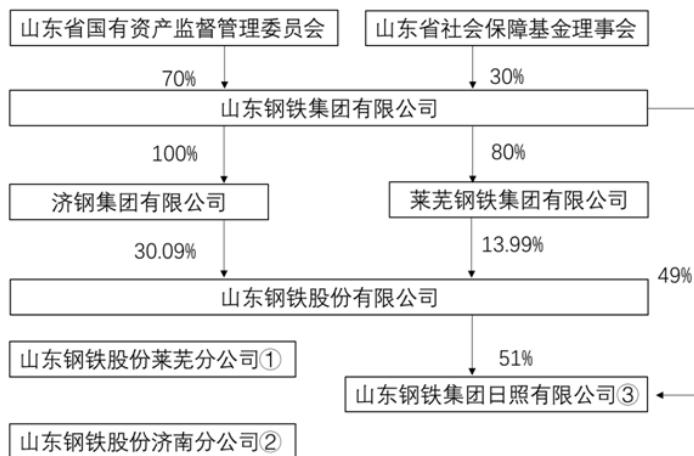
一、 山东规模钢企，实力雄厚	3
1、 大型钢企，业务布局广泛	3
2、 工艺装备先进，产品获得认可	4
3、 加码研发，追求销售个性化	5
二、 调整生产格局，业绩将改善	6
三、 延伸上下游产业链，日照精品基地是新看点	7
1、 上游控资源，下游紧跟用钢企业	7
2、 全流程挖潜提效，成本有望降低	7
3、 日照钢铁精品基地定位高端，是新的利润增长点	8
三、 公司主要财务指标	10
四、 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

一、山东规模钢企，实力雄厚

1、大型钢企，业务布局广泛

山东钢铁前身系济南钢铁股份有限公司，成立于2000年12月，于2004年6月在上交所上市，2012年3月更名为山东钢铁股份有限公司，公司两大股东分别为济钢集团、莱钢集团，实际控制人是山东省国资委。

图1：股权结构



资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司所属的山钢集团成立于2008年3月，是由济钢集团、莱芜钢铁集团和山东省冶金工业总公司所属单位的国有产权划转而设立的国有独资公司。按照山东省委、省政府“资产重组、淘汰落后、调整布局、提升档次”的指导方针，制定实施“突出沿海、优化内陆，精品与规模并重”的发展战略。主要从事钢铁冶炼和加工等生产制造业务，产能超2000万吨，是我国大型钢铁生产企业之一，同时兼具房地产、金融、机械与建筑施工、物流与加工配送、信息与工程技术、矿业、耐火材料等非钢业务，下辖济钢、莱钢、山东工业职业学院、矿业有限公司、日照有限公司、山东省耐火材料公司、张店钢铁总厂、山东金岭铁矿、烟台钢铁企业集团公司等子公司，整体优势和协同效应不断显现。

表1：钢铁板块主要公司2016年资产及盈利状况

公司名称	总资产	营业收入	净利润	经营性净现金流
山东钢铁	544.15	55.90	501.42	-5.38
济钢集团	255.42	42.81	143.44	12.16
莱钢集团	1,641.79	78.23	596.34	11.13
银山型钢	236.16	91.32	159.87	-5.86
淄博张钢	96.98	94.91	10.54	-8.22

资料来源：公司年报，民生证券研究所

山钢集团立足钢铁主业，致力于生产高端、高质、高效产品，主要钢材品种有中厚板、热轧板卷、冷轧板卷、H型钢、优特钢、热轧带肋钢筋等，已经成为全国著名的中厚板材生产基地和H型钢生产基地，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。

2017年，山钢20多项重大改革全面铺开，129项重点工作务实推进，有效激发出企业活力和动力。2017年7月31日，山钢召开全面深化改革工作会议，相继出台《权属企业经理层等高级管理人员市场化选聘、契约化管理实施办法》《权属企业领导班子自主组阁实施办法》《推进领导人员能上能下实施细则》以及产权制度改革、规范法人治理等举措。2017年9月29日，山钢金控竞聘上岗的经理层人员签订了《经理层人员聘用协议》、《2017年度经营业绩目标责任书》，山钢第一次通过市场化选聘并实施契约化管理的权属企业高级管理人员正式上岗。11月15日，山钢国贸市场化选聘经理层工作完成并签约。山钢集团全面深化改革实现重大突破，经理层市场化选聘、契约化管理进展顺利，“三项制度”改革迈出新步伐，混合所有制改革取得显著成效。

2、工艺装备先进，产品获得认可

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信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。

表2：截至2017年3月主要产线及设备

生产环节	产线及设备
炼铁	9×1,080m ³ 高炉、3×1,750m ³ 高炉（其中1座停炉）、2×1,880m ³ 高炉、2×3,200m ³ 高炉、2×1,350m ³ 高炉、2×420 m ³ 高炉、2×530m ³ 高炉
炼钢	3×50吨转炉、3×60吨转炉、14×120吨转炉、1×210吨转炉、1×50吨电炉、1×100吨电炉
轧钢	16条型材生产线（含棒材、螺纹，其中1条小型线停产）、3条H型钢生产线、1条2,500mm中板生产线、1条3,500mm中厚板生产线、2条4,300mm宽厚板生产线（其中1条停产转移）、3条热轧钢带生产线、4条冷轧钢带生产线、5条线材生产线、4条钢管轧机、1条镀锌生产线、1条彩涂生产线

资料来源：大公国际，民生证券研究所

公司产品结构丰富、覆盖面广、规格较齐全、适应市场能力强。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，且是全国著名的中厚板和H型钢生产基地，国内市场占有率分别达到6%和14%，宽厚板产品制造水平得到冶金行业最高权威机构认可。国内核心客户包括郑州煤矿机械集团股份有限公司、平顶山煤矿机械有限责任公司、中国铁路物资总公司、青岛东方铁塔股份有限公司等。

表 3：主营产品介绍

主营产品	介绍
棒材	高强度锚杆钢筋，碳素结构钢热轧圆钢，钢筋混凝土用热轧带肋钢筋 系列1： 碳素结构钢板，优质碳素结构钢板，低合金高强度结构钢板，桥梁用钢结构钢板，建筑结构钢，耐候、耐蚀钢板，锅炉压力容器用钢板，船体结构用钢板
板材	系列2： 碳素结构钢板、优质碳素结构钢板、低合金高强度结构钢板、造船钢板及采油平台钢板、工程机械用钢板
钢带	镀锌及彩涂产品： 连续热镀层冲压钢带 (Z80~Z180)、结构用热镀锌钢带 (Z80~Z180)、冲压用彩色涂层钢带 (Z80~Z180)、结构用彩色涂层钢带 (Z80~Z180)； 冷轧宽钢带： 冷轧低碳钢板和钢带，碳素结构钢和低合金结构钢冷轧钢板和钢带，优质碳素结构钢冷轧钢板和钢带，普通冲压用冷轧钢带； 热轧宽钢带： 碳素结构钢和低合金结构钢热轧厚、薄钢板及钢带，优质碳素结构钢热轧薄、厚钢板和宽钢带，热轧低碳钢板、薄板和钢带，一般钢管用热轧碳素钢带，石油天然气输送管用热轧宽钢带，一般结构钢管用热轧宽钢带，集装箱用热轧宽钢带，石油套管用热轧宽钢带，热轧花纹钢板和钢带，汽车结构用热连轧及钢带，集装箱用高耐候钢，中温和高温压力容器用碳素钢板钢板，汽车轴管用钢，碳素结构钢热轧厚、薄钢板
型钢	热轧翼板钢，船体用球扁钢，热轧等边角钢，热轧不等边角钢，碳素结构钢热轧槽钢，热扎槽钢，叉车用热轧门架槽钢
特钢	船用锚链圆钢，弹簧钢，石油油井用圆管坯，优质碳素钢圆/低合金管坯，轴承钢热轧圆钢，保证淬透性结构钢热轧圆钢，合金结构钢热轧圆钢，优质碳素结构钢热轧圆钢

资料来源：公司官网，民生证券研究所

3、加码研发，追求销售个性化

2017年10月17日，山钢印发《科技创新体系建设方案》，通过人才驱动、协同创新和智赢市场，力争到2020年，建成系统完善的科技创新体系，形成“一院多中心/分院”的科研机构组织体系，科技创新活动产生的营业收入占比达到30%以上。技术创新体系包括现有国家级技术中心、国家级质检中心、博士后科研工作站、山东省院士工作站等。先后与清华大学、中国科学院、中国工程院、东北大学、北京科技大学、钢铁研究总院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，大大提升了研发能力和技术水平，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，是继宝钢之后国内第二家具备20万立方米大型储罐用钢生产资质的企业；海洋工程用钢已逐步实现系列化。

此外，公司进一步加强市场开拓力度，研发新产品满足客户个性化需求。以重点工程和终端客户为重点，先后与壳牌石油、中石化、中建钢构、中国重汽、杭州叉车等国内外知名企建立终端直供关系；中标中石化碳素容器钢板项目、实现桥梁耐候钢销售“零突破”；继成功夺得亚马尔项目整体供货后，H型钢产品再次突破壳牌荷兰项目，不断打入通用电气、美浮、道达尔、挪威可瓦纳等国际高端制造项目。

表 4: 2016 年产品开发

产品系列	开发产品
宽厚板	开发高端耐磨板、容器板、高建板、高强钢及海洋工程用钢等高效产品
建材	开发Ⅳ级抗震钢筋、高等级精轧螺纹等高效产品
型钢	大力开拓俄标、美标型钢、耐候、耐蚀、耐火、耐候等高性能型钢，履带钢、钢板桩等高效产品
特钢	大力销售高端机械用钢、齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、非调质钢、风电用钢等高效产品

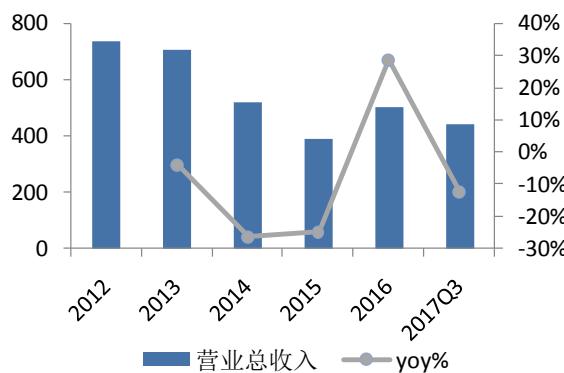
资料来源：第一财经，民生证券研究所

二、调整生产格局，业绩将改善

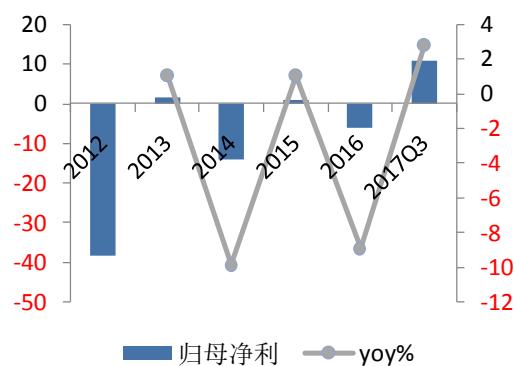
山东钢铁济南分公司向山东钢铁集团转让 770 万吨产能，128.20 亿元资产，93.62 亿元负债，向山东钢铁集团济钢板材有限公司出售固定资产，在建工程，股权投资等资产，公司在济南市区将不再有钢铁生产业务重点发展城市服务业、现代物流业。目前，产能主要在莱芜分公司及新建的日照精品基地。

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。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%。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。公司凭借优钢优势成为美国福特、中国一汽、东风等著名汽车制造商的合格供应商。

自 2012 年起行业低迷，公司连续几年处于低盈利或亏损状态。2016 年，随着行业逐渐转暖，公司前三季度扭亏，但四季度因出售济南不良钢铁资产而计提大额资产减值损失导致全年亏损。2017 年一季度扭亏，前 3 季度累计实现营业收入 439.08 亿元，同比增长 26.5%，归母净利润 10.73 亿元，同比增长 4370.83%。销售主要面向华东区，营收占比约 80%。

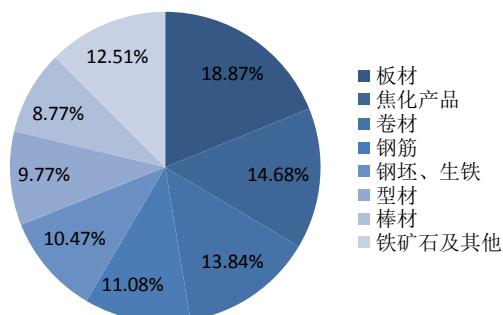
图 2: 近 5 年营收 (亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 3: 近 5 年净利及归母净利 (亿元)


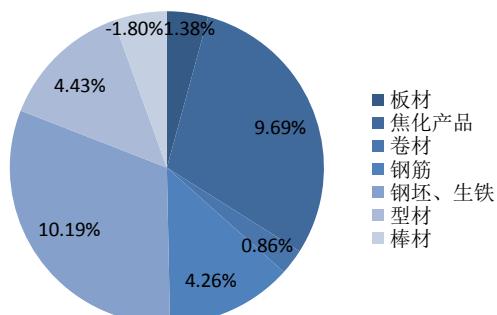
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：板材营收占比近 20%



资料来源：wind，民生证券研究所

图 5：钢坯、生铁，焦化产品毛利率较高



资料来源：wind，民生证券研究所

三、延伸上下游产业链，日照精品基地是新看点

1、上游控资源，下游紧跟用钢企业

由于下属各子公司大多拥有自备焦化厂，焦炭基本实现自给。上游主要向矿石资源企业延伸，加快整合省内规模铁矿企业，铁矿石外购比例约 60%，其中进口矿石占比约为 90%，主要从澳大利亚、巴西、智利和印度等地采购，协议矿占比约 65%，与国内外主要铁矿石供应商签订了（中）长期供给协议，直供比例达 80%，供应稳定。参控股铁矿资源详见下表，另持有西非塞拉利昂矿山企业唐克里里铁矿 100% 股权，唐克里里铁矿拥有的矿山已探明的资源储量 137 亿吨，其中，磁铁矿资源储量 124 亿吨，储量丰富但品味相对较低。2017 年上半年销售量 477.27 万吨，比 2016 年增加 215.57 万吨，增幅达 82.37%。下游向用钢企业延伸，积极建设钢材加工配送中心。

表 5：公司主要矿山企业及资源情况（万吨，%）

公司名称	持股比例	品位	资源储量	铁精矿产能	2016年铁精矿产量
山东金岭矿业股份有限公司	58	45.23	12,343	170	110
济南钢城矿业有限公司	100	52.61	809	18	25
莱芜矿业有限公司	35	47.48	5,057	75	101
鲁南矿业有限公司	34	36.09	4,693	40	44
刘岭铁矿公司	20	27.69	2,500	25	22
莱芜市金牛矿业开发公司	17	42.65	147	10	10
合计			25,579	388	312

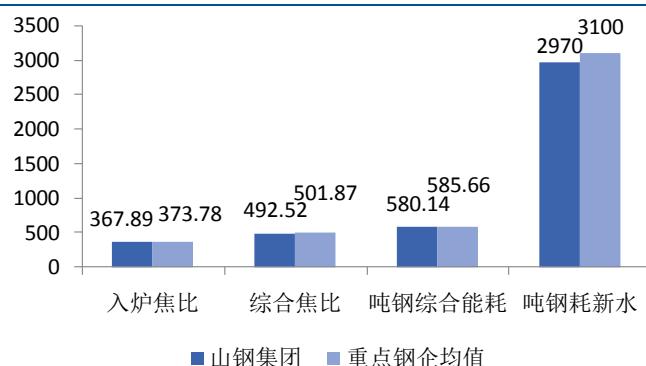
资料来源：大公国际，民生证券研究所

2、全流程挖潜提效，成本有望降低

为应对行业低迷，公司采取系列措施加强精益化管理、实施全流程对标、降低配料、工序、物流成本等以严控生产成本。麦肯锡公司针对公司运营情况进行分析诊断，以 3200m³高炉精益生产为试点，在提高煤气等能源综合利用效率、全成本配料结构优化、降低大宗原材物料消耗、提高炼铁精益操作和精细化管理水平等方面形成优化模型，推进钢铁主业的精

益生产、运营改善及管理提升。在持续改进的同时，与同类型企业、标杆企业、以及内部各单位之间全方位、全流程对标，优化原燃料结构、炉料结构，拓展资源渠道，增加可选择性，提高配料的经济性，同时深挖各工序潜力，系统降低工序成本。此外，统筹港口货源分布，优化港存结构，合理选择运输方式，降低综合运输、港存费用和资金占用。采购方面，山钢股份营销总公司负责原材料采购战略的制定、计划的编制及采购与预算管理，子公司山钢集团国际贸易公司负责大宗原燃料的统一进口，充分发挥公司的集中采购优势。2016年，公司主要技术经济指标优于重点钢企平均水平。

图 6：各项能耗指标（千克/吨）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

3、日照钢铁精品基地定位高端，是新的利润增长点

《日照市钢铁及配套产业提升计划实施方案(2017—2021 年)》提出，要建设国家级“先进钢铁制造基地”，总投资 1300 亿元以上，目标是全力打造 5000 亿级“先进钢铁制造基地”。先进基地具体目标：到 2021 年，日照市形成钢铁综合产能 2250 万吨，产值突破 1000 亿元，板（带）材中高端产品比例达到 90% 以上，板（带）材深加工规模达到 800 万吨水平。山钢日照精品基地及日照钢铁是日照当地的两家支柱性钢铁企业，方案称要全力推动山钢日照钢铁精品基地建设，加快推进日照钢铁技术创新和产品结构调整。

2015 年 8 月，公司定增投资山钢集团日照公司，取得 51% 股权。日照钢铁精品基地主要由山东钢铁日照公司负责前期准备、项目建设及后续生产运营，该项目是山东省钢铁产业结构调整的重点项目，占地 17848 亩，由山钢集团统一融资，计划总投资 438 亿，已完成投资 306 亿，建设期三年。定位高端，目标建设一流生产基地，主要产品为高附加值的热轧薄板、冷轧薄板、镀层钢板、宽厚板等，覆盖海洋工程、高端制造业、新兴产业、建筑用钢、汽车、家电等等领域。满足山东省内高端钢材需求、弥补汽车用钢等多领域用钢需求，不与其他项目构成同质化竞争。区位优势明显，拥有年通过能力达 910 万吨的码头泊位及其他公辅配套设施，港口离高炉 1000 米，原料可由日照港和自建码头运到精品基地，通过封闭皮带运输不落地直接进入生产料场。

一期规模为炼铁 810 万吨、炼钢 850 万吨、钢材 790 万吨，分两步建设。

表 6：日照基地一期规划

规划	建成投产时间	介绍
一期一步	2017年	以热连轧、冷连轧工程为代表，主要生产高档次热轧薄板、冷轧薄板，满足汽车、家电及管线、建筑、机械制造等行业对高端热轧、冷轧钢材的需要。
一期二步	2018年12月	以炉卷工程、宽厚板工程为代表，产品主要为高端中（宽）厚板，可满足海洋工程、造船、机械制造、建筑等行业对高端板材产品的需求。

资料来源：第一财经，民生证券研究所

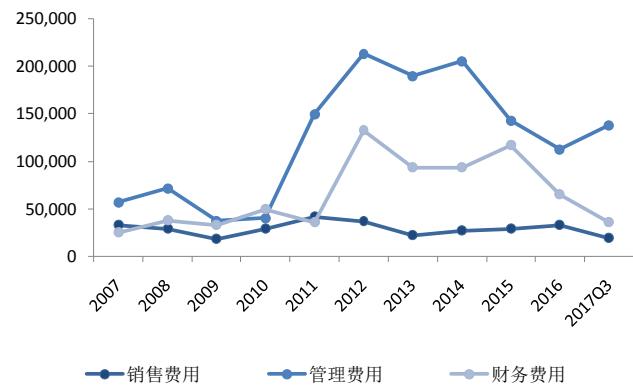
主要工艺有原料厂、烧结、球团、高炉、精炼、连铸、热连轧机组、炉卷轧机、宽厚板轧机、酸轧、热镀锌、电镀锌等，计划建设两座 5100 立方米高炉、四座 210 吨转炉，同时配备具有世界行业领先水平的 RH、LF 精炼炉，轧机轧制能力预备 20 年不落后，炉卷轧机在国内数量很少，装备水平达到目前世界一流水平。同时，配套设施包括 1 个 30 万吨级铁矿石码头接卸泊位，4 个 1 万吨级和 3 个 4 万吨级件杂货泊位，2 台 25 兆瓦高炉余压发电机组，2 台 350MW 超临界火电发电机组等。

2015 年 12 月，山钢日照公司与韩国浦项信息控制技术（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 公司为日照钢铁精品基地设计全新的管理流程及 IT 信息系统，充分利用大数据、云计算、物联网、移动互联等技术，实现全生产流程监测，控制产品质量。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、高效除鳞技术、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。有效提高劳动生产率，人均钢产量设计 1650 吨，达国内先进水平，目标是向世界一流水平浦项学习看齐。

日照基地执行 2020 年国内环保最高标准，环保投入 64.7 亿元，占项目总投资的 1/7 多，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。对海水进行淡化利用，实现废水零排放。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。

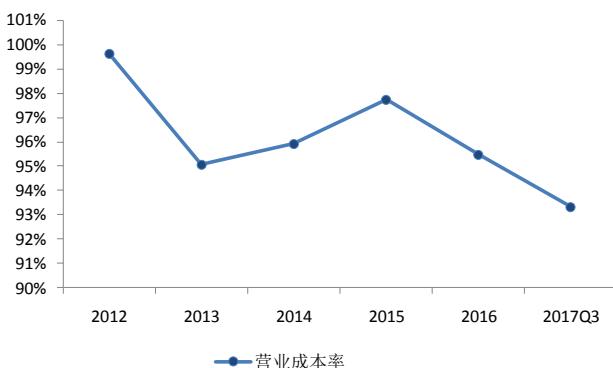
三、公司主要财务指标

图 7：财务费用连年下降，管理费用大幅提升



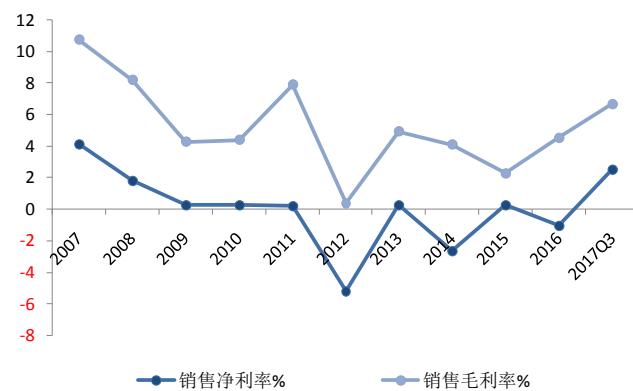
资料来源：wind，民生证券研究所

图 8：营业成本率自 2016 年下降



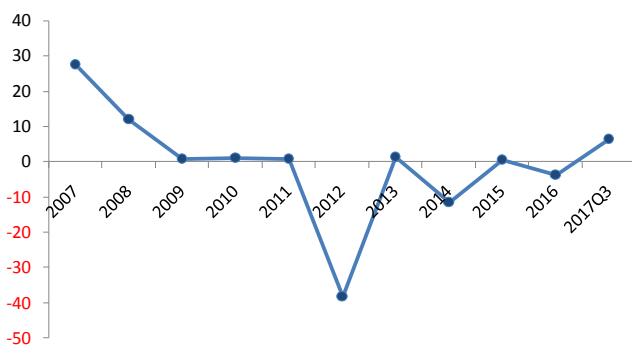
资料来源：wind，民生证券研究所

图 9：毛利率、净利率自 2015 年有所回升



资料来源：wind，民生证券研究所

图 10：ROE 呈波动态势



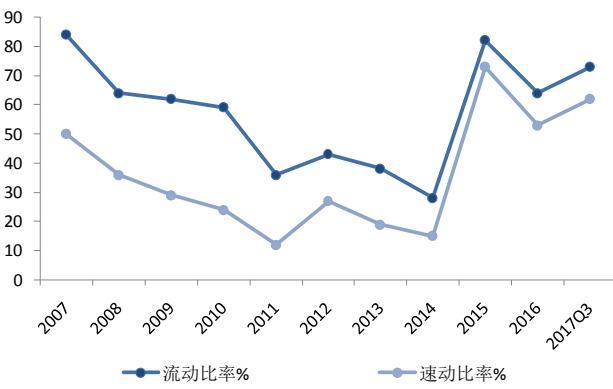
资料来源：wind，民生证券研究所

图 11：资产负债率自 2015 年起大幅下降



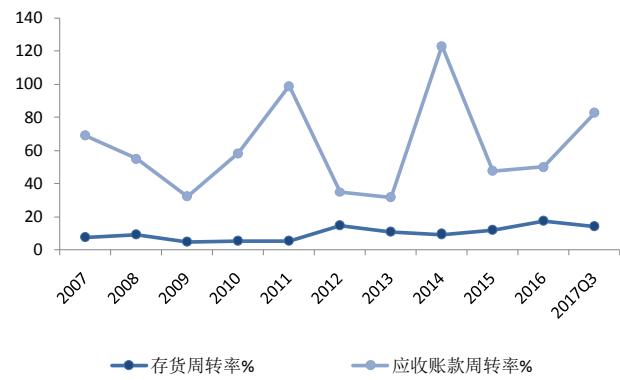
资料来源：wind，民生证券研究所

图 12：流动、速动比率自 2015 年大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究所

图 13：存货周转稳定，应收账款周转率波动提升



资料来源：wind，民生证券研究所

图 14：经营活动现金净流量收入比下降



资料来源：wind，民生证券研究所

四、风险提示

需求大幅下降，限产不及预期，原燃料价格大幅增长。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	50,143	57,725	65,258	71,196
营业成本	47,874	54,123	60,004	65,963
营业税金及附加	161	153	191	198
销售费用	331	912	923	934
管理费用	1,127	1,421	1,437	1,445
EBIT	650	1,116	2,702	2,655
财务费用	657	487	581	618
资产减值损失	587	0	0	0
投资收益	62	41	45	47
营业利润	(532)	670	2,167	2,084
营业外收支	46	1,132	589	860
利润总额	(487)	1,802	2,755	2,944
所得税	51	100	300	300
净利润	(538)	1,702	2,455	2,644
归属于母公司净利润	(600)	1,668	2,404	2,589
EBITDA	2,059	2,461	3,872	3,686
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	9316	11758	15979	20494
应收账款及票据	3050	4420	4997	5452
预付款项	1784	1624	1800	1979
存货	3149	2255	2507	2763
其他流动资产	171	171	171	171
流动资产合计	17536	21809	27242	32809
长期股权投资	956	1021	1086	1151
固定资产	25354	21828	19483	16745
无形资产	2661	2598	2581	2563
非流动资产合计	36879	35015	34210	33318
资产合计	54415	56824	61451	66127
短期借款	6984	6984	6984	6984
应付账款及票据	14293	14543	16155	17748
其他流动负债	104	104	104	104
流动负债合计	27339	28045	30218	32249
长期借款	502	502	502	502
其他长期负债	3946	3946	3946	3946
非流动负债合计	4447	4447	4447	4447
负债合计	31786	32493	34665	36696
股本	8420	10946	10946	10946
少数股东权益	6607	6641	6692	6747
股东权益合计	22630	24331	26786	29430
负债和股东权益合计	54415	56823	61451	66127

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	28.7%	15.1%	13.1%	9.1%
EBIT 增长率	170.8%	71.7%	142.0%	-1.7%
净利润增长率	-890.1%	378.0%	44.1%	7.7%
盈利能力				
毛利率	4.5%	6.2%	8.1%	7.3%
净利润率	-1.2%	2.9%	3.7%	3.6%
总资产收益率 ROA	-1.1%	2.9%	3.9%	3.9%
净资产收益率 ROE	-3.7%	9.4%	12.0%	11.4%
偿债能力				
流动比率	0.64	0.78	0.90	1.02
速动比率	0.53	0.70	0.82	0.93
现金比率	0.34	0.42	0.53	0.64
资产负债率	58.41%	57.18%	56.41%	55.49%
经营效率				
应收账款周转天数	7.30	2.40	2.40	2.40
存货周转天数	21.0	15.0	15.0	15.0
总资产周转率	0.93	1.04	1.10	1.12
每股指标 (元)				
每股收益	(0.07)	0.15	0.22	0.24
每股净资产	1.90	1.62	1.84	2.07
每股经营现金流	0.46	0.12	0.42	0.41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	(31.5)	14.7	10.2	9.5
PB	1.18	1.39	1.22	1.08
EV/EBITDA	10.27	7.60	3.74	2.70
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(538)	1,702	2,455	2,644
折旧和摊销	1,409	1,344	1,169	1,031
营运资金变动	1,855	(1,123)	961	979
经营活动现金流	3,852	1,331	4,591	4,445
资本开支	6,054	(1,717)	(289)	(786)
投资	904	(65)	(65)	(65)
投资活动现金流	(5,103)	1,693	270	768
股权募资	27	0	0	0
债务募资	(1,297)	0	0	0
筹资活动现金流	(2,347)	(582)	(640)	(698)
现金净流量	(3,598)	2,442	4,221	4,515

插图目录

图 1: 股权结构	3
图 2: 近 5 年营收 (亿元)	6
图 3: 近 5 年净利及归母净利 (亿元)	6
图 4: 板材营收占比近 20%	7
图 5: 钢坯、生铁, 焦化产品毛利率较高	7
图 6: 各项能耗指标 (千克/吨)	8
图 7: 财务费用连年下降, 管理费用大幅提升	10
图 8: 营业成本率自 2016 年下降	10
图 9: 毛利率、净利率自 2015 年有所回升	10
图 10: ROE 呈波动态势	10
图 11: 资产负债率自 2015 年起大幅下降	10
图 12: 流动、速动比率自 2015 年大幅上升	10
图 13: 存货周转稳定, 应收账款周转率波动提升	11
图 14: 经营活动现金净流量收入比下降	11

表格目录

表 1: 钢铁板块主要公司 2016 年资产及盈利状况	3
表 2: 截至 2017 年 3 月主要产线及设备	4
表 3: 主营产品介绍	5
表 4: 2016 年产品开发	6
表 5: 公司主要矿山企业及资源情况 (万吨, %)	7
表 6: 日照基地一期规划	9

分析师和研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

赵梦秋，中央财经大学会计硕士，1年德勤会计事务所审计从业经历，2017年11月加入民生证券从事钢铁行业研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。