

首钢股份(000959.SZ)

大平台有大梦想

评级： 增持
前次： 增持

分析师

分析师 郭皓

笃慧

S0740513080001

S0740510120023

021-20315196

021-20315133

guohao@r.qizq.com.cn

duhui@r.qizq.com.cn

联系人 赖福洋

2016年04月10日

021-20315128

laify@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5,289
流通股本(百万股)	1,206
市价(元)	4.82
市值(百万元)	25,495
流通市值(百万元)	5,814

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	26,216.	23,985.	17,119.	34,166.	34,846.
营业收入增速	159.48	-8.51%	-28.62%	99.57%	1.99%
净利润增长率	127.68	-36.62%	-1430.6	116.20	69.46%
摊薄每股收益(元)	0.03	0.01	-0.16	0.03	0.04
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	61.53	350.41	—	159.82	94.32
PEG	0.48	—	—	1.38	1.36
每股净资产(元)	8.59	3.87	3.70	3.73	3.77
每股现金流量	2.01	0.59	-0.75	2.28	0.74
净资产收益率	0.39%	0.31%	-4.26%	0.69%	1.15%
市净率	0.24	1.07	1.10	1.10	1.08
总股本(百万股)	2,966.5	5,289.3	5,289.3	5,289.3	5,289.3

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 三周期共振助行业基本面持续改善：**自今年一月份以来钢铁行业在库存周期、需求周期、产能周期三周期共振之下基本面不断改善，行业呈现钢涨矿涨利涨的三张态势，吨钢毛利回升至2010年以来的最好水平，企业盈利大幅好转。目前而言三周期依然向好：1)需求方面：二季度前段需求及存货环境仍可支持基本面强势。需求方面4月仍处于年内需求强度最好的阶段，叠加经济复苏周期，下游需求支撑力度强。2)库存方面，钢材社会库存同比下降幅度超过30%，可流通资源不足，支撑市场心态，原料库存经历时间消耗及钢厂开工率回升后仍然偏低，产业链存货环境优秀，一旦需求变化造成价格弹性极大。3)产能方面：前几年行业低利润状态下，投资大幅下滑，新增产能极少。同时由于去年下半年停产减产期过长和长期行业熊市带来企业对复产观望心理较重，造成钢铁冶炼业成本曲线后端变得更加陡峭，单位产能利用率回升带来较以往更大的盈利弹性。总体来看在经济复苏周期内，钢价有望维持强势格局。公司作为业内超大型钢铁企业，受益于行业基本面复苏，业绩有望持续改善；
- 资产整合优化钢铁主业：**首钢股份是首钢集团旗下众多钢铁、矿石及非钢资产整合的唯一上市平台，通过资产置换引入京唐钢铁优化了钢铁主业，进一步加强了汽车板和取向硅钢等核心产品的竞争力。汽车板方面，虽然未来伴随新增产能投放加快，但行业产能利用率长期依然有望保持在高位。公司汽车板定位高端，置入的京唐钢铁不仅可以带来超宽幅汽车板生产技术，产能也将由原来的160万吨扩充至220万吨，且一并获得宝马等6家国际资格认证资质，实现技术、产能、认证资质一石三鸟；取向硅钢方面，未来供给增加有限，而需求在基建、出口的带动下有望呈现稳步增长态势，供需格局相对乐观，这为公司取向硅钢平稳发展奠定了基础。具体到公司产品层面，14年首钢取向硅钢产量8.2万吨，京唐钢铁置入后取向硅钢产能将增加至15万吨，首钢整体取向硅钢产能将位列第三，占比达23.8%，市场占有率进一步提升；

- **转型升级进行时-定增&资产置换:**公司此次拟定增110亿最大的亮点在于收购曹建投以及投资其后续的PPP项目,一方面公司将充分享受产业区红利,增厚业绩,预计相关项目的税后净投资收益约为实际总投资成本的8%;另一方面也可切入转型城市综合服务运营领域,实现公司业务升级与多元化发展,实现从产品制造商向综合服务商转变。另外,定增用于京唐二期工程也将进一步发挥靠海建厂优势,有利于实现公司最优产能的系统协同,促进公司产品结构的升级,打造高效率、低成本钢材精品生产体系,进一步增强公司在行业内的市场竞争力;
- **未来看点-优质非钢资产注入预期:**首钢集团和公司为典型的大集团小公司模式,相对首钢集团庞大的资产总量,其资产证券化率却仅为15%,远低于行业内平均水平。首钢集团已经承诺将公司作为钢铁产业链发展、整合的唯一平台,尽管还未明确非钢资产注入计划,但从国企改革大背景出发,公司超低资产证券化率确保了资产注入的可能性及广阔空间。就目前集团旗下的非钢资产来看,可大体分为三类:以矿业、贸易、机电和汽车零部件产业为主的钢铁业协同类资产,以金融和文体医教为主的综合服务软件类资产和以园区、建筑、房地产、环保、IT、材料等为主的综合服务硬件类资产。另外公司入股曹建投可看做与集团“钢铁+城市综合服务”的发展战略正式同步,未来公司通过资产注入向非钢产业转型发展看点颇多;
- **盈利预测:**2015-2017年归属母公司净利润分别为-8.34亿元、1.35亿元、2.29亿元,增速分别为-1424%、116%、70%。对应EPS分别为-0.16元、0.03元以及0.04元;
- **投资建议:**公司作为年产能超过1800万吨的大型钢企,核心产品汽车板和取向硅钢市场占有率皆位居国内前三,重点战略产品镀锡板和军工钢持续放量,在京唐项目资产注入之后,公司的钢铁主业优势将进一步巩固,业绩有望持续改善。而收购曹建投、优质非钢资产的预期注入则进一步打开了公司的转型发展战略空间。我们预计2015-2017年公司的EPS分别为-0.16元、0.03元以及0.04元,维持公司“增持”评级。
- **风险提示:**钢铁行业景气度下行影响公司盈利;定增方案无法获得证监会通过;转型发展不达预期。

内容目录

资产整合助产业优势延伸	- 5 -
公司概况	- 5 -
京唐注入有望扩大汽车板优势	- 7 -
取向硅钢产能扩张	- 9 -
转型升级进行时：定增&资产置换	- 10 -
定增方案概况	- 10 -
收购曹建投，切入城市综合服务运营领域	错误!未定义书签。
京唐置入改善产品结构	- 12 -
未来看点：优质非钢资产注入预期	- 13 -
背靠大树好乘凉	- 14 -
重点优质非钢资产解析	- 15 -
小结——未来看点在转型	- 17 -
盈利预测与投资建议	- 17 -
盈利预测	- 17 -
投资建议	- 18 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1：公司组织架构图	- 5 -
图表 2：公司京唐钢铁置换项目产权变更示意图	- 6 -
图表 3：京唐钢铁物流成本优势明显	- 6 -
图表 4：京津冀三地在一体化中各自承担不同角色定位	- 6 -
图表 5：汽车用钢各品种分布	- 7 -
图表 6：汽车当月产销量及累计同比	- 7 -
图表 7：2015-2016 年拟建汽车用钢产线统计	- 7 -
图表 8：未来几年汽车板需求预测	- 8 -
图表 9：2014 年我国主要汽车板材用钢供应占比情况	- 8 -
图表 10：硅钢分类介绍	- 9 -
图表 11：各国取向硅钢产能一览	- 9 -
图表 12：中国取向硅钢产能分布	- 9 -
图表 13：取向硅钢上下游行业近年情况	- 9 -
图表 14：募集资金净额将用于以下项目（单位：亿元）	- 10 -
图表 15：曹妃甸建设已经上升至国家战略	- 11 -
图表 16：曹妃甸产业园区规划	- 11 -
图表 17：“曹建投”目前股权结构示意图	- 11 -

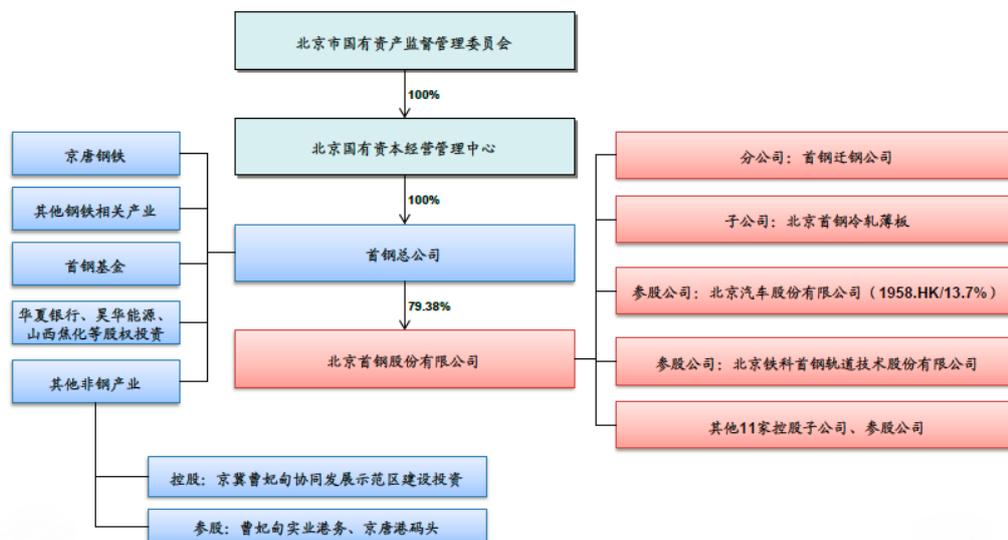
图表 18: “曹建投”部分 PPP 项目工程.....	- 11 -
图表 19: 典型 PPP 项目运作流程示意图.....	- 12 -
图表 20: 贵州投资下属子公司情况.....	- 12 -
图表 21: 京唐钢铁装备及循环经济模式在行业内处于领先地位.....	- 13 -
图表 22: 首钢京唐公司产品结构表.....	- 13 -
图表 23: 国内主要钢铁集团总资产和资产证券化率.....	- 14 -
图表 24: 首钢集团旗下主要非钢资产.....	- 15 -
图表 25: 新首钢高端产业综合服务区布局图.....	- 16 -
图表 26: 鲁家山循环经济（静脉产业）基地示意图.....	- 16 -
图表 27: 公司主要产品盈利预测.....	- 18 -
图表 28: 公司钢材和冷轧薄板销量预测.....	- 18 -
图表 29: 财务预测.....	- 20 -

资产整合助产业优势延伸

公司概况

- **资产注入主业加强：**首钢股份作为首钢集团旗下众多的钢铁、矿石及非钢资产整合的唯一上市平台，公司通过资产置换先后将首钢迁钢和首钢京唐纳入怀中，成为业内大型的钢铁企业航母。目前首钢股份具备 1800 万吨钢及其配套的生产能力，高技术含量、高附加值产品产量占产品总量的二分之一，核心产品以汽车板和取向硅钢为主，市场份额均位列业内前三甲；

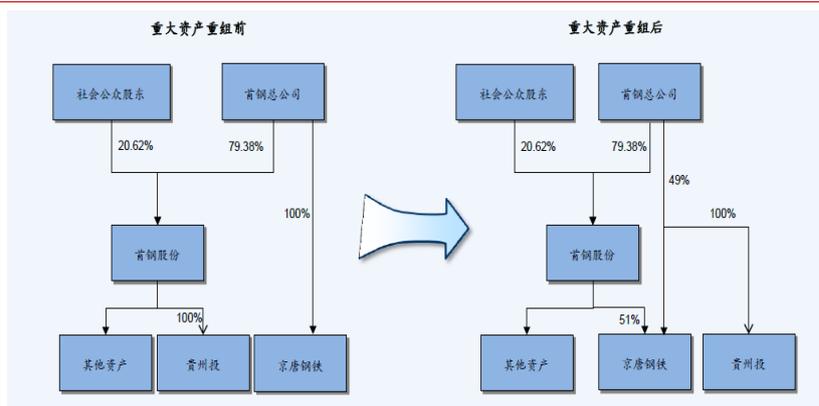
图表 1：公司组织架构图



来源：公司资料

- 2014 年 4 月，首钢股份以停产资产与首钢迁钢公司资产进行置换，重组完成后，首钢股份具备年产 800 万吨钢及其配套的生产能力，具有焦化、炼铁、炼钢、轧钢的完整生产工艺流程，形成具有国际一流装备和工艺水平的热轧板、冷轧板生产体系，实现公司发展的新跨越；
- 2015 年 8 月，首钢股份拟以其持有的贵州投资 100% 股权与京唐钢铁 51% 股权进行置换，此次交易前，首钢股份产品结构主要以热轧产品为主，冷轧硅钢、冷硬产品、冷轧板材产量占比相对较小。京唐钢铁单体生产能力达到 1000 万吨，主要以冷系高端产品为主，2014 年冷轧产品产量占比达 62.30%，未来随着京唐二期工程的建设投产，还将进一步提升其在冷系高端产品领域的市场份额。重组后京唐钢铁和首钢股份之间的协同效应将以发挥，实现产销研用资源的有效整合，增强公司位于曹妃甸港口的物流成本优势；

图表2：公司京唐钢铁置换项目产权变更示意图



来源：公司资料

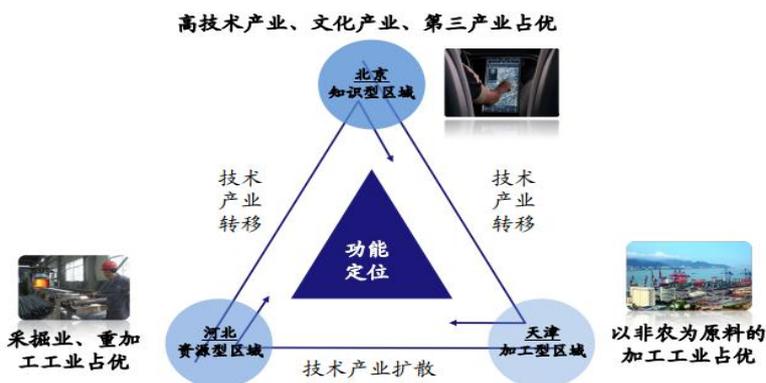
图表3：京唐钢铁物流成本优势明显



来源：公司资料

- 京津冀协同发展领跑者：**2014年京津冀一体化上升为国家战略，曹妃甸产城融合发展示范区在“4+N”产业格局规划中排名首位，将长期享受京津冀一体化带来的制度和政策红利。通过置入京唐钢铁、收购曹建投等一系列资本运作，公司不仅将生产中心转移至曹妃甸，降低了海陆运费，而且成功转型城市综合服务运营商角色，将曹妃甸园区打造成首都战略功能区，成为京津冀协同发展的典范；

图表4：京津冀三地在一体化中各自承担不同角色定位

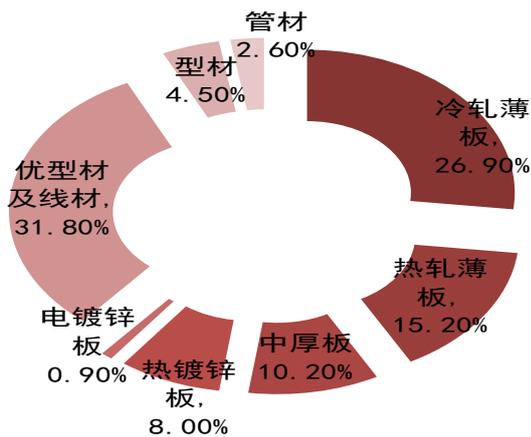


来源：中泰证券研究所

京唐注入有望扩大汽车板优势

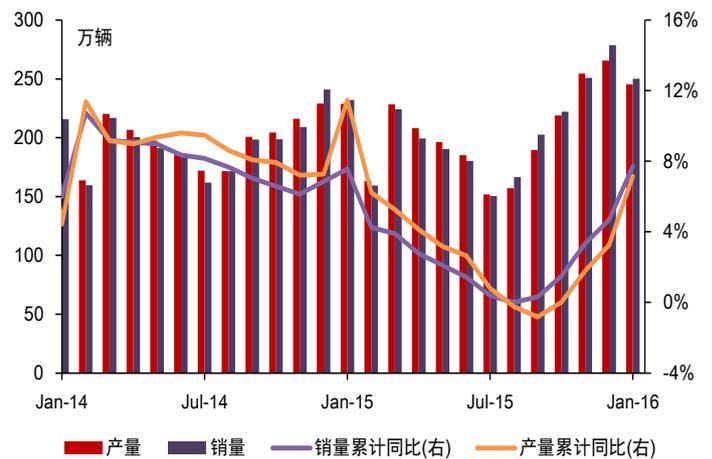
- 未来汽车板供需两端稳步增长：**在钢铁下游需求行业中，汽车行业钢材需求占比仅次于建筑（基建+房地产）和机械，达8%，而汽车用钢中的板材又是生产汽车的最主要原材料。汽车板的生产讲究钢板的光洁度和汽车厂模具的匹配性，具有较高的进入门槛，目前国内仅有宝钢、武钢、首钢、鞍钢等几家大型钢厂能够生产，但正因为如此，汽车板也具备较高的盈利附加值，各大钢企都在积极布局生产线中。就需求端而言，2016年伴随经济回暖、库存削减、优惠政策等有利因素推动，车市有望维持小幅增长态势（预计+5%），汽车用钢有望继续回暖；而在供给端，未来新投放的产能较多，2015~2016年将有9条生产线投产，约1300万吨汽车板产能正在建设中，加上2015年尚未完全达产的新生产线，预计未来两年新增产能将达到1500万吨以上。总体而言，汽车板供需两端未来都有一定增量，对于行业盈利走势的影响需要进一步分析；

图表 5：汽车用钢各品种分布



来源：中泰证券研究所

图表 6：汽车当月产销量及累计同比



来源：中泰证券研究所

图表 7：2015-2016 年拟建汽车用钢产线统计

企业名称	投产时间	涉及品种	轧机	产能（万吨）	应用领域
本钢三冷轧	2015年底	冷轧、镀锌汽车板	2150mm	220	定位：冷轧、镀锌、高强钢、汽车板
华菱+安米项目	2014年	冷轧、镀锌汽车板	2200mm	150	6月已经投产汽车板
唐钢二冷	2015年初	酸洗、冷轧、镀锌	1750mm	120	定位家电板、汽车板
鞍钢跟神户制铁合作	2010年10月投产	冷轧、退火线		40	定位冷轧汽车板
鞍钢集团广州汽车钢项目	2016年完工投产	高强镀锌汽车板		45	高强度镀锌汽车用板
鞍钢重庆高强镀锌汽车板	2015年	高强镀锌汽车板		35	高强度汽车用板、热成型镀锌产品
武钢防城港2030mm冷轧项目	2015年上半年投产	冷轧板、热镀锌板	2030mm	220	超高强度汽车用板、高级家电板
包钢550万吨稀土汽车板项目	2015年年底投产	冷轧产线	2030mm	220	定位汽车板、家电板
宝钢湛江	2015年至2016年	冷轧产线		260	高端汽车板
合计				1310	部分新线，明年产量释放

来源：中泰证券研究所

- 未来汽车板盈利长期向好：**基于以上分析，我们认为未来汽车板供需两

端都将呈现稳步增长态势，而为了更好的评估行业利润走势，我们需要通过模型对未来汽车板产能利用率状况进行了测算。从结果看，2013-2016年行业产能利用率呈逐年走低趋势，意味着新增产能增速超过需求增速，行业整体盈利空间将受到压缩。但随着新增产能投放完毕（2016年下半年将是汽车板投产高峰期），在汽车需求稳定增长背景下2017年行业产能利用率有望走高。长期而言，汽车板盈利依旧向好；

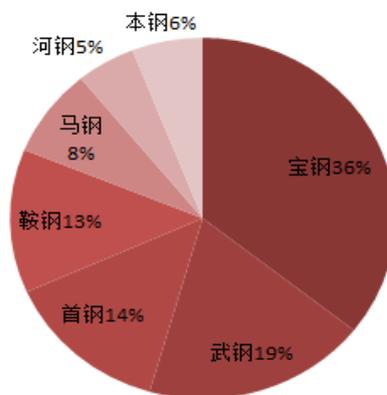
图表 8：未来几年汽车板需求预测

单位：万吨	假设条件	2013	2014	2015	2016E	2017E
汽车产量(万辆)	基于各类型汽车单辆耗钢量	2212	2372	2450	2573	2701
产量增速		14.8%	7.3%	3.3%	5.0%	5.0%
整车用钢合计		2721	2800	2810	2887	2972
生产配套用钢	单辆耗钢量0.151吨	334	358	370	388	408
汽车保有量(万辆)	单辆耗钢量0.156吨	12670	14598	17228	19984	23182
汽车保有量增速		15.9%	15.2%	18.0%	16.0%	16.0%
保有维修费用		1901	2190	2584	2998	3477
非公损科研用钢	直接假设	55	55	55	55	55
汽车用钢合计		5087	5490	5922	6448	7051
汽车板需求量	占汽车用钢52%	2645	2855	3080	3353	3666
汽车板需求量(国产)	国产进口分别占50%	1323	1427	1540	1677	1833
汽车板产能		1600	1750	1955	2145	2240
产能利用率		82.7%	81.6%	78.8%	78.2%	81.8%

来源：中泰证券研究所

- **稳居业内三甲**：首钢汽车板6年内产量由“0”攀升到市场份额进入国内前三甲，2015年汽车板销售量突破200万吨。汽车板品种齐全共62个牌号，其中，退火板强度达到1000MPa级别、镀锌板强度达到800Mpa级别，实现1500Mpa级别热成型钢基板批量化生产，汽车外板比例逐年提高。实现对宝马、福特、通用、北京现代、东风神龙、一汽、上汽等55家汽车企业稳定供货、论证合作关系，其中，2015年首钢股份已为宝马汽车配送供货2.73万吨，覆盖了宝马5系、3系、X1等所有车型，此外还通过了北京奔驰V213车型13%的份额认证；

图表 9：2014年我国主要汽车板材用钢供应占比情况



来源：中泰证券研究所

- **京唐“技术+市场”双助力**：在首钢汽车板原有业绩基础上，与京唐钢铁的资产重组将在技术和市场两方面协同助力首钢汽车板发展。技术方面，

京唐钢铁作为国内仅有的几家可生产超宽幅的钢厂之一，主要汽车板产品包括低碳铝镇静钢、IF钢、高强IF钢、BH钢等。2014年冷轧产品产量占比达62.30%，仅热镀锌板产量就为202.7万吨，占比36.2%，在提升汽车板技术的同时也将预见性的扩充首钢现有汽车板产能；市场方面，京唐钢铁的汽车板业务先后通过了宝马、长安福特、通用汽车、神龙汽车、菲亚特、克莱斯勒等车企的指定车型或零件认证，这部分资格认证和客户资源都将伴随资产注入转移给公司。基于以上推断，首钢汽车板的市场份额进一步增加指日可待；

取向硅钢产能扩张

- “皇冠上的明珠”：**硅钢指含硅量为0.5%至4.5%的极低碳硅铁合金，进一步可划分为无取向硅钢和取向硅钢，其中取向硅钢被誉为现代钢铁业“皇冠上的明珠”，生产工艺复杂、技术要求高、生产周期较长，主要用于制造变压器。正因为取向硅钢属于高端制造，其稀缺性可想而知，全球取向硅钢产能合计304万吨，其中中国占41.45%，而在中国126万取向硅钢产能中，武钢占48%，宝钢占24%，首钢占12%。在需求方面，近年来变压器产量总体保持稳定，直接导致取向硅钢内需表现平淡，但近年来取向硅钢的出口量逐渐增加，预计15年将达到11.03万吨，首次取向硅钢净出口量出现正值；

图表 10：硅钢分类介绍

产品	简介
硅钢	含硅量为0.5%~4.5%，加入硅可提高铁的电阻率和最大磁导率，降低矫顽力、铁芯损耗（铁损）和磁时效。主要用来制作各种变压器、电动机和发电机的铁芯。世界硅钢片产量约占钢材总量的1%。
取向硅钢	含硅量3.0%以上，工艺要求较高，要求钢中氧化物夹杂含量低，磁性具有强烈的方向性，在易磁化的轧制方向上具有优越的高磁导率与低损耗特性。用于变压器铁芯制造。进一步分为普通取向硅钢（CGO）和好磁感应取向硅钢（HiB）。
无取向硅钢	合金的硅含量为1.5%~3.0%，或硅铝含量之和为1.8%~4.0%，工艺要求较低，在形变和退火后的钢中晶粒呈无规则取向分布。主要用于制造电动机和发电机。

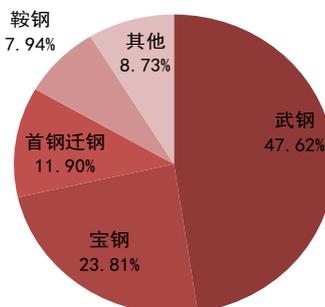
来源：中泰证券研究所

图表 11：各国取向硅钢产能一览

国家	公司	产能（万吨）
中国	武钢、宝钢、首钢、鞍钢及其他	126
日本	新日铁	32
	JFE	23
韩国	浦项	25
美国	AK	29
	Allegheny Ludlum Corp	10
俄罗斯	新利佩茨克	35
德国	蒂森克虏伯	30
英国	Cogent	10
其他		10
合计		304

来源：中泰证券研究所

图表 12：中国取向硅钢产能分布



来源：中泰证券研究所

图表 13：取向硅钢上下游行业近年情况

	单位	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
电网投资额	亿元	2451	2965	3898	3448	3687	3661	3894	4118	4056
YOY	%	16.38%	20.97%	34.66%	-11.55%	6.92%	-0.69%	6.36%	5.75%	-1.49%
变压器产量	亿KVA	9.1	11.61	12.65	13.46	14.3	14.31	15.23	17.01	16.22
YOY	%	23.59%	27.52%	10.11%	6.43%	6.20%	0.11%	6.42%	11.65%	-4.60%
单位消耗量	万吨/亿KVA	6.59	6.44	6.52	6.46	6.92	7.21	7.65	7.03	7.15
取向硅钢变表观消费量	万吨	60	74.8	82.5	87	98.96	103.13	116.54	119.63	116
“油片”进口量	万吨	6.4	7	7	7	7	7	7	7	7
国内产量	万吨	27	32.5	42	53.5	61.91	75.9	94.59	108.36	110
取向硅钢出口量	万吨	0.15	0.03	0.46	1.22	1.25	3.51	2.95	6.43	12
取向硅钢进口量	万吨	26.80	35.30	32.00	26.27	31.30	23.74	17.90	10.71	11.03
取向硅钢净出口	万吨	-26.65	-35.27	-31.54	-25.05	-30.05	-20.23	-14.95	-4.28	0.97

来源：中泰证券研究所

- 取向硅钢有望持续突破：**首钢电工钢生产技术在 2014 年二季度持续突破，成为继武钢、宝钢之后全国第三家掌握低温工艺技术生产高磁感取向硅钢的制造商，市场占有率进入全国前三名，国内每 3 台变频空调就有 1.2 台采用首钢电工钢。2014 年公司全年取向硅钢产量 8.2 万吨，2015 年与京唐钢铁资产重组后，预计 2016 年取向硅钢总产能将达到 15 万吨。全国每年取向硅钢需求量约为 116 万吨，以重组后的产能数据来看，首钢未来的市场占有率有望进一步提升。

转型升级进行时：定增&资产置换

定增方案概况

- 公司 2015 年 9 月拟以不低于 4.91 元/股价格定增发行不超过 22.40 亿股，募集资金总额不超过 110 亿元，扣除发行费用后将用于以下项目：1) 拟募集资金 89 亿元用于首钢京唐钢铁联合有限责任公司二期工程项目；2) 拟募集资金 6.7 亿元用于曹建投股权收购及后续 PPP 项目，其中 1 亿元用于收购首钢总公司持有的曹建投 67% 股权，5.69 亿元用于曹建投 PPP 项目；3) 拟募集资金 14.30 亿元用于偿还银行贷款。此次定增方案最大的亮点在于收购曹建投 67% 股权及投资其后续 PPP 项目，为公司实现业务升级和多元化发展奠定了良好的基础；

图表 14：募集资金净额将用于以下项目（单位：亿元）

项目名称	项目投资总额	募集资金投入额
1. 首钢京唐钢铁联合有限责任公司二期工程项目	439.1	89.0
2. 曹建投股权收购及后续 PPP 项目	9.7	6.7
收购首钢总公司持有的曹建投 67% 股权	1.0	1.0
曹建投 PPP 项目	8.6	5.7
3. 偿还银行贷款	14.3	14.3
合计	463.0	110.0

来源：中泰证券研究所

收购曹建投，切入城市综合服务运营领域

- **曹妃甸产城融合发展示范区**：2014 年京津冀一体化上升为国家战略，曹妃甸产城融合发展示范区在“4+N”产业格局规划中排名首位。示范区主要包括产业城和生态城两方面，将长期享受国家的税收、土地以及其他各项优惠政策。目前在产业城和生态城选取 9 平方公里作为先行启动区。承接行业涵盖航空产业、汽车、装备制造、电子信息、医药、环保行业，并引入招商局、葛洲坝、北控等战略股东进行战略合作，对曹妃甸共同开发；

图表 15：曹妃甸建设已经上升至国家战略



来源：公司资料

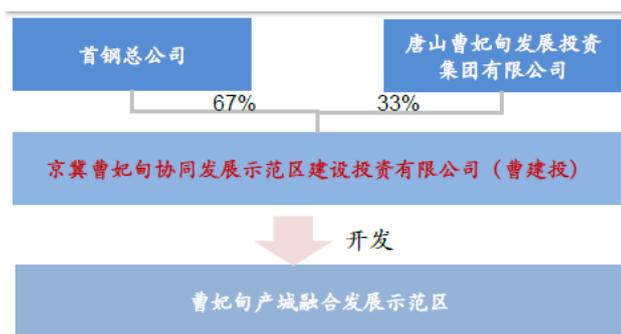
图表 16：曹妃甸产业园区规划



来源：网络资料

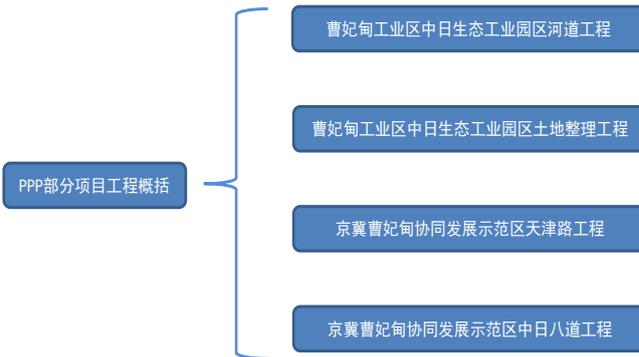
- **定增曹建投**：京冀曹妃甸协同发展示范区建设投资有限公司（下称“曹建投”）成立于 2015 年 01 月 29 日，由首钢总公司及唐山曹妃甸发展投资集团有限公司共同出资设立，主要经营投资与资产管理、项目咨询、技术咨询与服务、土地一级开发、房地产开发与经纪业务等。本次涉及曹建投的定增项目分为两部分，一部分定增 1 亿元用于收购首钢总公司所持有的曹建投 67.00% 的股权，另一部分定增 5.69 亿元用于对曹建投增资后投入到相应的 PPP 项目中；

图表 17：“曹建投”目前股权结构示意图



来源：中泰证券研究所

图表 18：“曹建投”部分 PPP 项目工程

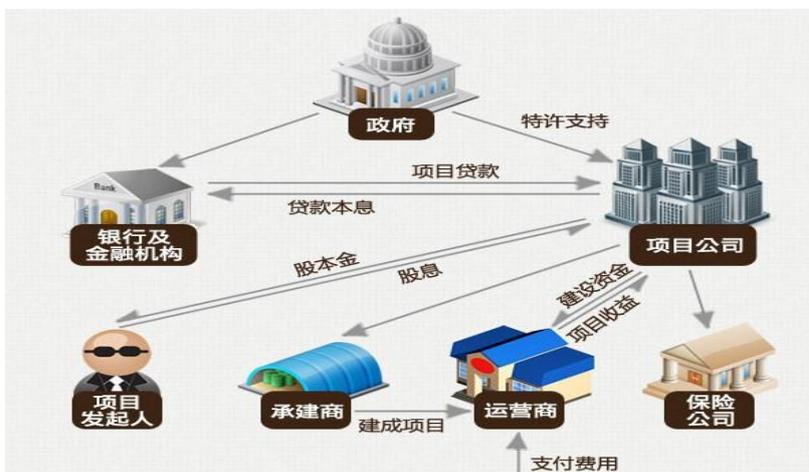


来源：中泰证券研究所

- **主导产业园区发展**：曹建投将主导以下三大区域的开发建设，包括：北京（曹妃甸）现代产业发展试 100 平方公里、曹妃甸工业区原规划的中日生态工业园中约 5.57 平方公里、唐山湾生态城一期范围内约 3.5 平方公里先行启动区。公司与政府的合作模式主要以 PPP 模式为主，政府利用社会资本对先行启动区和试验区进行开发、建设和运营管理。曹建投作为社会资本方参与本项目范围内的土地整理、市政基础设施、能源动

力配套设施、房地产开发等项目的投资、建设和运营，并通过提供服务、对设施进行经营管理、获取工程回购款、分享土地增值收益等方式收回投资并获得合理回报，预计相关项目的税后净投资收益约为实际总投资成本的 8%。曹建投通过 PPP 业务模式，转型城市综合服务运营商角色，将充分享受产业区红利，增厚公司业绩。

图表 19：典型 PPP 项目运作流程示意图



来源：中泰证券研究所

京唐置入改善产品结构

- **去煤加铁：**首钢股份全资子公司贵州投资主要有两大子公司，分别为贵州首黔资源开发有限公司和松河煤业公司，主营业务皆为煤炭资源的开采和销售。由于近年来煤炭行业持续低迷，且 2012 年以来子公司贵州首黔资源项目进展缓慢，致使贵州投资亏损严重，2014 年全年、2015 年半年度净利分别为-0.65 亿元以及-0.61 亿元。鉴于行业景气下行以及子公司项目进展不畅，首钢股份通过置出贵州投资，有助于在当前行业低迷之际提升公司业绩表现，同时将有利于公司长远发展；

图表 20：贵州投资下属子公司情况

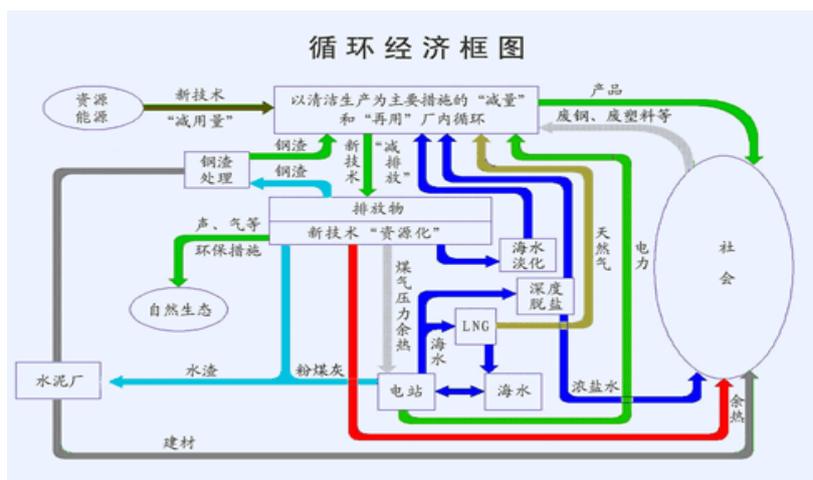
公司名称	实缴金额 (万元)	参控股情况	实缴比例	经营范围
贵州首黔资源开发有限公司	40,400.00	控股子公司	55.95%	煤炭资源开发、煤炭开采（下属分支机构经营）加工及销售；焦炭产品生产及销售；煤焦化产品生产及销售；发电及上网供电；钢铁产品生产及销售；以及自营产品的技术开发、技术咨询、技术服务。劳务输出；建筑安装工程设计、施工、运输；机械及电气、热工仪表修理、加工、制造等
松河煤业公司	22,487.50	参股子公司	35.00%	煤炭开采、销售；洗选加工；煤焦化工；发电（自用）

来源：中泰证券研究所

- **京唐二期跟进：**京唐钢铁以冷系高端产品为主，汽车板、硅钢、家电板以及管线用钢领域在业内处于领先地位。此次公司定增 89 亿元用于首钢

京唐钢铁联合有限责任公司二期工程项目，项目设计规模为年产 1,000 万吨级，形成年产铁水 900 万吨、钢坯 900 万吨、钢材（一次热轧材）860 万吨的产量规模。将立足于一期工程生产高品质的热轧板、冷轧板、涂镀板等精品板带材产品，依托靠海建厂优势，重点发展满足海洋、军工、造船、核电、石油、机械制造、高压容器、桥梁等行业需求的高端宽厚板等产品。京唐二期工程有望在 2018 年底建成投产，届时首钢股份的产能将增加 55.56%，达到年产 2800 万吨钢及其配套的生产能力。

图表 21：京唐钢铁装备及循环经济模式在行业内处于领先地位



来源：中泰证券研究所

图表 22：首钢京唐公司产品结构表

产品用途	钢种	产量 (万吨)	比例	占合计
热轧商品板卷	低碳结构钢	59.8	16.9%	38.7%
	结构钢	91.3	25.8%	
	汽车机构钢	46	13.0%	
	锅炉和压力容器用钢	8	2.3%	
	造船板	37	19.5%	
	管线钢	40	11.3%	
	焊接气瓶用钢板	6	1.7%	
	高耐候性结构钢	51.2	14.5%	
	集装箱及车厢用钢	14	4.0%	
	热轧产品合计	353.3	100.0%	
冷轧商品板卷	冷轧卷	295	52.7%	61.3%
	热镀锌卷	202.7	36.2%	
	彩涂卷	17	3.0%	
	电镀锡卷	45	8.0%	
冷轧产品合计	559.7	100.0%		

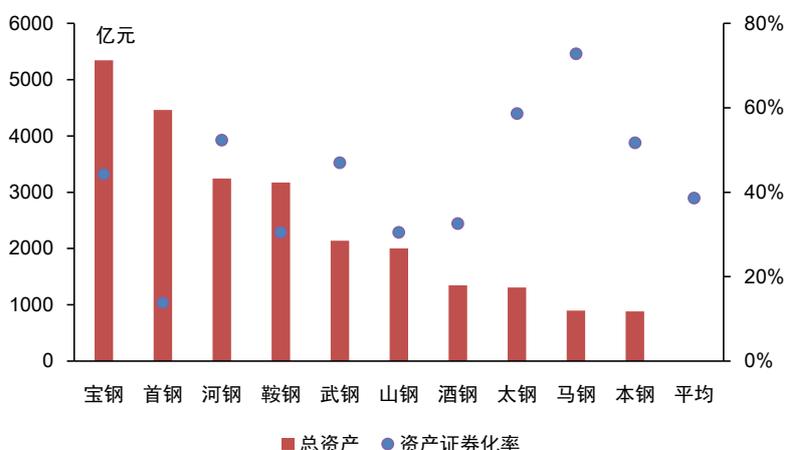
来源：中泰证券研究所

- **小结：**公司此次定增 110 亿最主要的目的在于实现公司业务升级与多元化发展和最优产能的系统协调。针对前者，通过此次收购曹建投成功切入转型城市综合服务运营领域，公司将充分享受产业区红利，增厚业绩；针对后者，在前期置入京唐钢铁的基础之上，此次二期跟进将进一步发挥靠海建厂优势，加强钢铁主业，促进公司产品结构升级。

未来看点：优质非钢资产注入预期

背靠大树好乘凉

- 资产注入空间巨大：**首钢集团和公司为典型的大集团小公司模式，截至2015年9月，首钢集团资产总计为4467.27亿元，仅次于宝钢集团，并且非钢产业布局广泛。但相比资产总量，其资产证券化率却仅为15%，远低于行业内平均水平。公司作为集团在境内唯一上市平台，集团高层多次提及要提升国有资本证券化率。而在国企改革大背景下，北京市出台相关文件提出“到2020年，国有资本证券化率力争达到50%以上”，在钢铁行业整体趋势下行背景下公司有望在这一浪潮之中充当改革先锋的引领作用。高层推动+政策护航+空间巨大，非钢资产注入预期有望打开公司发展想象空间；

图表 23：国内主要钢铁集团总资产和资产证券化率


来源：中泰证券研究所

- 好戏刚刚开始：**目前钢铁板块资产注入正加速完成，京唐钢铁2015年年底已完成股权交割，但市场更关注的是集团大量优质非钢资产的注入可能性。公司通过入股曹建投主导曹妃甸产城融合发展示范区建设，可视为迈出了首钢集团非钢资产上市的第一步。集团战略定位为“通过打造全新的金融和资本运作平台，实现钢铁业和城市综合服务商两大产业协同并重发展”，其中转型城市运营服务商关键是基于园区开发。通过我们梳理的集团旗下的非钢资产来看，不仅布局领域广泛且方向明确，可大体分为三类：钢铁业协同类资产、城市综合服务硬件类资产和城市综合服务软件类资产。钢铁业协同类资产包括矿业、贸易、机电和汽车零部件产业，注入预期较强，有助于公司钢铁产业链横向延伸和完善。城市综合服务匹配资产分为硬件类和软件类，硬件类包括园区、建筑、房地产、环保、IT、材料等，软件类包括金融和文体医教。从城市综合服务类资产来看，类似于建筑、工程、IT等过去都是主要服务于钢铁主业，在转型战略的推动下，开始逐渐向园区开发建设方向靠拢。曹妃甸产业园区有助公司切入城市综合服务运营领域，完善的相关产业布局保证项目的顺利落地开展，在未来有望与新首钢高端产业综合服务区真正形成京津冀协同效应。

图表 24: 首钢集团旗下主要非钢资产

领域	资产名称	持股比例	概况
国际贸易	中国首钢国际贸易	100%	主要从事进出口贸易、海外工程承包、国际经济技术合作等业务，经营管理首钢秘鲁铁矿。
矿产资源	首钢矿业	100%	首钢主要原料基地
机电	首钢机电	49%	主要经营生产各种冶金成套设备、矿山设备等产品
汽车零部件	京西重工	55.45%	汽车零部件实现供应宝马、一汽大众、沃尔沃等主流汽车生产商
园区	新首钢高端产业综合服务区		占地面积8.63平方公里，位于北京城西石景山区，距离天安门仅18公里。未来重点发展电子信息、节能环保、新能源等高新技术产业和高端制造业，商务、金融、会展等生产性服务业，数字娱乐、工业设计等文化创意产业
建筑	首钢建设	35%	首钢总公司唯一的建筑施工企业，拥有冶炼总承包特级资质以及房建、市政、机电安装、钢结构等多项总承包和专业承包一级资质
工程	首钢国际工程	49%	主营冶金、建筑、房地产、市政、环保等工程设计、工程总承包等业务。具有工程设计综合甲级、工程咨询（钢铁、建筑、生态工程）甲级资质以及工程承包、城市规划等资质。
房地产	首钢地产	100%	具有房地产开发企业一级资质，战略布局以北京为首要发展区域，以重庆、环渤海为重点发展区域
环保	首钢环境	100%	经营范围：固体废物治理（危险废物除外）、水污染治理等
信息	首钢自动化信息技术	49%	集企业信息化规划、工厂自动化系统设计、软件开发、系统集成、安装调试、运行维护服务
材料	北冶功能材料	35%	主营软磁合金、永磁合金、弹性合金、膨胀合金、双金属、电阻电热合金、高温合金、特种不锈钢等材料及制品的研发生产
机器人	安川首钢机器人	45%	由首钢总公司和日本株式会社安川电机共同投资，专业从事工业机器人及其自动化生产线设计、制造、安装、调试及销售的中日合资公司
金融	首钢基金	100%	管理京冀协同发展产业投资等多只基金，管理基金总规模达到340亿元
生活服务	首钢实业	35%	业务涵盖工业、物业、餐饮、幼教、旅游、托老、客运服务等10余个产业，分布于北京、河北等地
医疗	北京大学首钢医院	100%	北京西部规模最大的非营利性三级综合医院
体育	首钢男篮	100%	北京体育文化标志品牌

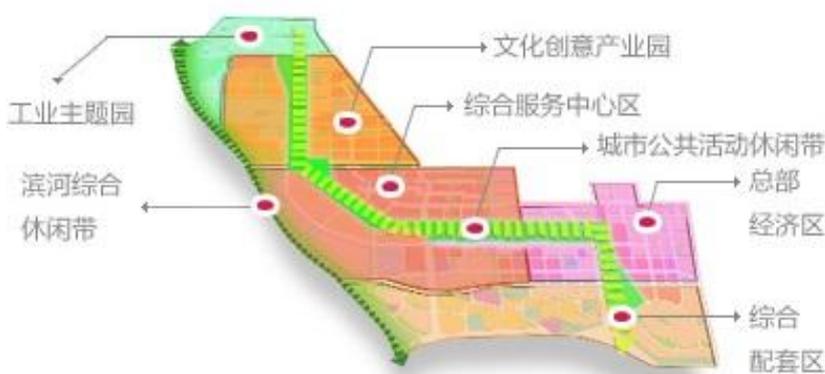
来源：中泰证券研究所

重点优质非钢资产解析

- 新首钢高端产业综合服务区：**园区所在地为公司2010年钢铁产业全面退出北京城区后腾出，2011年获批，占地面积8.63平方公里，位于北京城西石景山区，距离天安门仅18公里，土地资源价值高达2000~3000亿元。园区主导产业包括信息、节能环保、新能源等高新技术产业，商务、金融等生产性服务业，数字娱乐、工业设计等文化创意产业，吸引国内外制造企业和设计机构进驻。集团目标要把打造北京园区与曹妃甸园区结合起来，将企业总部和研发实体落户北京园区，形成创新驱动的承载平台；把生产制造环节放在曹妃甸园区，形成产业结构优化升级的辐射基地。联动打造曹妃甸高端装备制造产业集群，使之成为推动京津冀协同发展的重要载体，成为京津冀协同发展的示范区。北京市委市政府单独成立园区发展建设领导小组并出台相关政策文件，足见其重视及政策支持力度。而未来首钢股份可以从园区开发建设及区内优质企业股权投资中持

续获益；

图表 25：新首钢高端产业综合服务区布局图



来源：公司网站

- 环保：**首钢环境产业有限公司成立于 2014 年 1 月，注册资本 1.6 亿元，经营范围：固体废物治理（危险废物除外），水污染治理等。环境公司下设全资子公司 3 家：北京首钢资源综合利用科技开发公司、北京首钢生物质能原科技有限公司、北京首华科技发展有限公司。2013 年建成鲁家山生活垃圾焚烧发电项目，年处理能力 100 万吨/年，项目投产后，每年发电量为 3.6 亿度，年上网电量为 2.8 亿度，年最大供热量为 34.9 万吉焦，是世界单体一次投运规模最大的垃圾发电厂；后续陆续启动建筑垃圾、餐厨垃圾等项目；组织编制鲁家山静脉产业基地规划，并成功申报“国家级循环经济示范园区”。其中鲁家山循环经济（静脉产业）基地建设总投资约 90 亿元，至 2017 年基地建成投产后，将实现年处理城市固废约 285 万吨，可以解决北京市 30% 生活垃圾、30% 地沟油、30% 市政污泥、25% 废玻璃、20% 餐厨垃圾等固废处理问题；

图表 26：鲁家山循环经济（静脉产业）基地示意图



来源：中泰证券研究所

- **信息技术**：首钢自动化信息技术有限公司始创于 1972 年，具有集企业信息化规划、工厂自动化系统设计、软件开发、系统集成、安装调试、运行维护服务于一体的综合服务能力。公司传统主营业务为向钢铁企业提供系统和软件信息化服务，目前正致力于向“工业智能化和智慧城市”两大领域发展。2014 年末，首自信公司资产总额 10.03 亿元，净资产 4.41 亿元。2014 年实现营业收入 10.15 亿元，净利润 1.16 亿元；
- **功能材料**：北京北冶功能材料有限公司始建于 1960 年，是我国最大的特种金属功能材料的研发生产基地，国家重点航天军工配套生产定点基地。公司在精密合金（软磁、包括钕铁硼及稀土材料在内的永磁、膨胀、弹性、热双金属、电阻电热）、高温合金和不锈钢材料及制品的研究、开发、试制和生产等方面居国内先进水平，部分产品达到国际水平。2014 年实现营业收入 5.48 亿元，净利润 0.31 亿元。

小结——未来看点在转型

- 首钢集团已经承诺将公司作为钢铁产业链发展、整合的唯一平台，尽管还未明确非钢资产注入计划，但从国企改革大背景出发，公司超低资产证券化率确保了资产注入的可能性及广阔空间。另外公司入股曹建投可看做与集团“钢铁+城市综合服务”的发展战略正式同步，未来公司通过资产注入向非钢产业转型发展看点颇多。

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 京唐项目已于 2015 年年底完成资产交割，2016 年正式并表，主要对公司钢材和冷轧薄板的盈利产生重大影响，根据产能增量我们对两类产品未来的销量变化进行了预测。此外置出贵州投资意味着公司停止了煤炭开采和销售业务；
- 我们对公司主要产品收入、成本、毛利、毛利率的假设及预测如下表。预测公司 2015-2017 年归属母公司净利润分别为-8.34 亿元、1.35 亿元、2.29 亿元，增速分别为-1424%、116%、70%。对应 EPS 分别为-0.16、0.03、0.04。

图表 27: 公司主要产品盈利预测

	主要产品	2014	2015E	2016E	2017E
收入(百万元)	钢材	14877.4	10414.2	14579.8	14871.4
	YOY	2283.4%	-30%	40%	2%
	冷轧薄板	8088.6	6470.9	19412.7	19800.9
	YOY	-4.8%	-20%	200%	2%
	气体产品	128.5	129.9	129.9	129.9
	YOY	-	1%	0%	0%
	煤炭	89.6	62.7	-	-
	YOY	1203.8%	-	-	-
	钢坯	28.4	19.9	20.9	20.9
	YOY	-	-30%	5%	0%
成本(百万元)	其他	28.0	22.4	23.1	23.1
	YOY	-	-20%	3%	0%
	合计	23240.5	17057.3	34166.4	34846.2
	YOY	154.7%	-26.6%	100.3%	2.0%
	合计	21533.7	17237.8	33000.2	33000.2
毛利(百万元)	钢材	13483.6	10786.9	14023.0	14303.4
	冷轧薄板	7829.0	6576.3	17427.3	17601.6
	气体产品	94.7	95.8	95.8	95.8
	煤炭	78.3	70.4	-	-
	钢坯	24.8	17.4	17.4	17.4
	其他	23.3	19.8	19.8	19.8
毛利率	合计	1706.8	-446.6	2583.2	2808.3
	钢材	9.4%	-3.6%	3.8%	3.8%
	冷轧薄板	3.2%	-1.6%	10.2%	11.1%
	气体产品	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
	煤炭	12.6%	-12.3	-	-
	钢坯	12.8%	12.8%	17.0%	17.0%
	其他	16.9%	11.7%	14.2%	14.2%
	合计	7.3%	-2.6%	7.6%	8.1%

来源: 中泰证券研究所

图表 28: 公司钢材和冷轧薄板销量预测

产销量(万吨)	2014	2015E	2016E	2017E
钢材	710	712	1012	1032
YOY		0.2%	42.1%	2.0%
冷轧薄板	190.17	190	640	640
YOY		-0.1%	236.8%	2.0%

来源: 中泰证券研究所

投资建议

- 公司作为年产能超过 1800 万吨的大型钢企, 核心产品汽车板和取向硅钢市场占有率皆位居国内前三, 重点战略产品镀锡板和军工钢持续放量, 在京唐项目资产注入之后, 公司的钢铁主业优势将进一步巩固, 业绩有望持续改善。而收购曹建投、优质非钢资产的预期注入则进一步打开了公司的转型发展战略空间。我们预计 2015-2017 年公司的 EPS 分别为 -0.16 元、0.03 元以及 0.04 元, 维持公司“增持”评级。

风险提示

- 钢铁行业景气度下行影响公司盈利；定增方案无法获得证监会通过；转型发展不达预期

图表 29：财务预测

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	10,103	26,216	23,985	17,120	34,166	34,846
增长率	-19.28%	159.5%	-8.5%	-28.6%	99.6%	2.0%
营业成本	-10,226	-24,720	-22,254	-17,567	-31,583	-32,038
%销售收入	101.2%	94.3%	92.8%	102.6%	92.4%	91.9%
毛利	-123	1,497	1,731	-447	2,583	2,808
%销售收入	-1.2%	5.7%	7.2%	-2.6%	7.6%	8.1%
营业税金及附加	-16	-27	-44	-60	-120	-122
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-298	-520	-672	-599	-1,196	-1,220
%销售收入	3.0%	2.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-123	-528	-702	-599	-1,196	-1,220
%销售收入	1.2%	2.0%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	-560	423	314	-1,705	72	247
%销售收入	-5.5%	1.6%	1.3%	-10.0%	0.2%	0.7%
财务费用	-204	-444	-485	0	0	0
%销售收入	2.0%	1.7%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-74	-124	-55	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-5	17	0	0	0
投资收益	291	234	100	177	161	156
%税前利润	-54.5%	247.0%	-104.0%	-11.7%	65.4%	37.5%
营业利润	-547	84	-110	-1,528	233	403
营业利润率	-5.4%	0.3%	-0.5%	-8.9%	0.7%	1.2%
营业外收支	12	11	14	13	13	13
税前利润	-535	95	-96	-1,516	246	416
利润率	-5.3%	0.4%	-0.4%	—	0.7%	1.2%
所得税	0	-109	68	152	-25	-42
所得税率	—	114.7%	70.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	-535	-14	-29	-1,364	221	374
少数股东损益	-178	-113	-91	-530	86	146
归属于母公司的净利润	-357	99	63	-834	135	229
净利率	-3.5%	0.4%	0.3%	-4.9%	0.4%	0.7%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	-535	-14	-29	-1,364	221	374
少数股东损益	0	0	0	-530	86	146
非现金支出	479	2,227	2,152	2,849	3,554	4,040
非经营收益	-87	324	470	-189	-174	-169
营运资金变动	472	3,439	512	-5,237	8,473	-321
经营活动现金净流	329	5,976	3,106	-4,472	12,160	4,070
资本开支	312	2,323	3,067	12,272	12,437	10,995
投资	-586	-191	15	0	0	0
其他	290	55	374	177	161	156
投资活动现金净流	-608	-2,459	-2,678	-12,096	-12,276	-10,839
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-170	-2,614	532	-5,438	0	0
其他	-236	-1,005	-991	0	-53	0
筹资活动现金净流	-406	-3,619	-459	-5,438	-53	0
现金净流量	-684	-103	-31	-22,006	-169	-6,769
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	614	573	548	-20,927	-21,182	-28,097
应收款项	753	941	1,078	1,241	2,471	2,522
存货	1,214	4,695	4,184	3,610	6,490	6,583
其他流动资产	376	3,082	67	191	331	336
流动资产	2,957	9,291	5,876	-15,886	-11,890	-18,656
%总资产	18.3%	15.2%	9.5%	-32.3%	-19.1%	-29.9%
长期投资	2,205	3,584	7,017	7,017	7,017	7,017
固定资产	10,291	46,375	46,773	56,199	65,087	72,048
%总资产	63.8%	75.9%	76.0%	114.2%	104.8%	115.6%
无形资产	611	1,782	1,837	1,847	1,855	1,862
非流动资产	13,162	51,785	55,670	65,106	74,002	80,969
%总资产	81.7%	84.8%	90.5%	132.3%	119.1%	129.9%
资产总计	16,118	61,076	61,546	49,220	62,111	62,313
短期借款	1,654	6,382	6,349	911	911	911
应付款项	3,228	22,707	19,104	13,734	26,311	26,114
其他流动负债	106	56	300	200	292	317
流动负债	4,988	29,144	25,753	14,844	27,514	27,341
长期贷款	3,269	3,171	3,050	3,050	3,050	3,050
其他长期负债	62	2,456	8,770	8,770	8,770	8,770
负债	8,319	34,772	37,573	26,663	39,334	39,161
普通股股东权益	7,342	25,482	20,456	19,570	19,705	19,934
少数股东权益	455	343	356	-175	-89	57
负债股东权益合计	16,118	61,076	61,546	49,220	62,111	62,313
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.120	0.033	0.012	-0.158	0.026	0.043
每股净资产 (元)	2.475	8.590	3.867	3.700	3.725	3.769
每股经营现金净流 (元)	0.111	2.014	0.587	-0.745	2.283	0.742
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.010	0.010	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-4.86%	0.39%	0.31%	-4.26%	0.69%	1.15%
总资产收益率	-2.22%	0.16%	0.11%	-1.81%	0.23%	0.39%
投入资本收益率	-5.66%	-0.20%	0.38%	-3.94%	0.16%	0.48%
增长率						
营业总收入增长率	-19.28%	159.48%	-8.51%	-28.62%	99.57%	1.99%
EBIT增长率	-2.42%	175.45%	-25.76%	-643.40%	104.22%	243.49%
净利润增长率	-3130.66%	127.68%	-36.62%	-1430.68%	116.20%	69.46%
总资产增长率	-2.26%	276.01%	-3.65%	-20.03%	26.19%	0.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.5	6.1	11.0	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	49.2	43.6	72.8	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	64.2	107.1	207.1	173.8	184.9	181.2
固定资产周转天数	319.6	308.6	555.1	868.3	506.2	553.1
偿债能力						
净负债/股东权益	55.04%	34.72%	42.53%	128.32%	128.18%	160.37%
EBIT利息保障倍数	-2.7	1.0	0.6	—	—	—
资产负债率	51.62%	57.38%	64.35%	57.89%	66.72%	66.20%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。