

首钢股份 (000959.SZ)

钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司点评

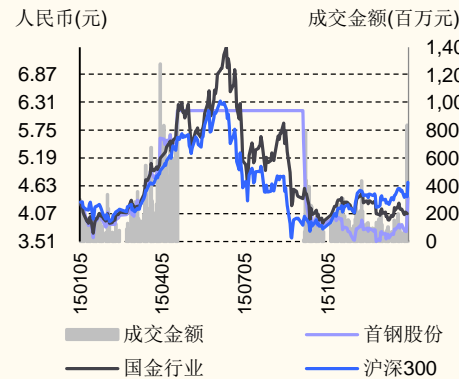
市场价格 (人民币): 4.39 元

大集团小公司+低 PB 板材股

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,206.15
总市值(百万元)	23,220.42
年内股价最高最低(元)	6.14/3.51
沪深 300 指数	3974.93
深证成指	13160.33



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	-0.077	0.012	-0.096	0.031	0.037
每股净资产(元)	2.40	4.47	4.37	4.40	4.44
每股经营性现金流(元)	0.13	0.59	-0.86	1.81	0.71
市盈率(倍)	-26.55	350.41	-38.05	118.02	99.03
行业优化市盈率(倍)	20.24	36.17	50.35	50.35	50.35
净利润增长率(%)	-35.85%	127.34%	-912.26%	132.24%	19.17%
净资产收益率(%)	-3.22%	0.27%	-2.20%	0.70%	0.83%
总股本(百万股)	2,966.53	5,289.39	5,289.39	5,289.39	5,289.39

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布重大资产置换实施进展公告，置出资产股权变更手续已经办理完成，置入资产股权变更手续正在办理过程中。

评论

- **股价与增发价倒挂。**公司近期通过股权置换置入京唐钢铁 51% 股权，通过三年期增发收购曹建投 67% 股权，其中三年期增发价格 4.91 元/股，较当前股价 (4.08 元) 折价 20%。
- **PB 最低的单体钢厂，较高安全边际**
 - ✓ **钢铁资产 PB 仅为 0.6。**本次资产置换后公司持有钢铁权益产量 1550 万吨 (含京唐二期)，而目前市值仅 200 亿元，剔除掉所持的港股北汽集团股权 (63 亿元) 后，其钢铁资产实际对应的 PB 仅为 0.63，钢铁股中最低；对应的吨钢市值则仅为 778 元，仅高于华菱。故存在安全边际。
 - ✓ **受益冷轧景气度中期向上。**受益汽车行业增速回暖 (购置税减半及自然增长)，及供给侧改革推动的行业去产能，16 年冷轧产能利用率阶段性将超过 90%，吨毛利也将挑战 14 年高点 (吨毛利 400+ 元)。首钢是钢铁上市公司中板材及冷轧占比最高的公司之一，将充分受益。
- **大集团小公司，关注潜在转型预期**
 - ✓ **置入曹建投，迈开转型第一步。**此次增发收购曹建投 PPP 项目后或意味着向非钢产业转型。公司管理层 9 月份也曾公开表态：“未来 3-5 年首钢会有超千亿元的资产证券化”。北京市《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，“推进具备条件的一级企业整体上市，到 2020 年国有资本证券化率力争 50% 以上”。
 - ✓ **后续转型值得期待。**典型的大集团、小公司：首钢是钢铁行业中非钢资产最发达的企业，总资产超过 4000 亿元，而目前资产证券化率不到 20% (首钢股份是唯一上市平台)。我们梳理，除钢铁资产外，首钢总公司旗下优质非钢资产涵盖了医院、环保、体育、IT、地产、金融、装备制造等，在国企改革大背景下，进一步资产证券化值得关注。

投资建议

- 考虑资产置换，预计公司 15-17 年净利润分别为 -5.10 亿元、1.64 亿元、1.95 亿元，同比分别增长 -912.3%、132.2%、19.2%，对应摊薄后 EPS 分别为 -0.01、0.03、0.04 元。维持“买入”评级。

杨件 分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130515080001
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	10,103	9,250	23,985	18,687	33,096	33,256	货币资金	614	394	548	700	800	900
增长率		-8.4%	159.3%	-22.1%	77.1%	0.5%	应收款项	753	214	1,078	662	1,173	1,179
主营业务成本	-10,226	-9,160	-22,254	-17,917	-30,312	-30,424	存货	1,214	1,032	4,184	2,111	3,571	3,584
%销售收入	101.2%	99.0%	92.8%	95.9%	91.6%	91.5%	其他流动资产	376	4,551	67	56	93	93
毛利	-123	90	1,731	770	2,783	2,831	流动资产	2,957	6,191	5,876	3,529	5,637	5,757
%销售收入	n.a	1.0%	7.2%	4.1%	8.4%	8.5%	%总资产	18.3%	39.3%	9.5%	6.2%	10.0%	10.6%
营业税金及附加	-16	-5	-44	-37	-66	-67	长期投资	2,205	2,280	7,017	7,018	7,017	7,017
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	10,291	6,702	46,773	44,805	42,651	40,280
营业费用	-298	-292	-672	-523	-927	-931	%总资产	63.8%	42.5%	76.0%	78.7%	75.3%	74.4%
%销售收入	3.0%	3.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	无形资产	611	594	1,837	1,551	1,312	1,111
管理费用	-123	-138	-702	-551	-976	-981	非流动资产	13,162	9,581	55,670	53,376	50,982	48,410
%销售收入	1.2%	1.5%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	81.7%	60.7%	90.5%	93.8%	90.0%	89.4%
息税前利润 (EBIT)	-560	-344	314	-342	814	852	资产总计	16,118	15,771	61,546	56,905	56,620	54,167
%销售收入	n.a	n.a	1.3%	n.a	2.5%	2.6%	短期借款	1,654	135	6,349	19,229	10,950	8,277
财务费用	-204	-192	-485	-515	-774	-773	应付款项	3,228	1,993	19,104	10,962	18,654	18,726
%销售收入	2.0%	2.1%	2.0%	2.8%	2.3%	2.3%	其他流动负债	106	4,152	300	250	437	439
资产减值损失	-74	-21	-55	-3	-3	0	流动负债	4,988	6,279	25,753	30,440	30,041	27,441
公允价值变动收益	-1	-5	17	0	0	0	长期贷款	3,269	1,986	3,050	3,050	3,050	3,051
投资收益	291	212	100	100	100	100	其他长期负债	62	49	8,770	0	0	0
%税前利润	-54.5%	-62.4%	-104.0%	-13.4%	65.8%	51.6%	负债	8,319	8,314	37,573	33,490	33,091	30,492
营业利润	-547	-351	-110	-760	137	179	普通股股东权益	7,344	7,114	23,618	23,109	23,273	23,469
营业利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.4%	0.5%	少数股东权益	455	343	356	306	256	206
营业外收支	12	12	14	15	15	15	负债股东权益合计	16,118	15,771	61,546	56,905	56,620	54,167
税前利润	-535	-339	-96	-745	152	194	比率分析						
利润率	n.a	n.a	n.a	n.a	0.5%	0.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	0	-3	68	186	-38	-48	每股指标						
所得税率	n.a	n.a	n.a	n.a	25.0%	25.0%	每股收益	-0.120	-0.077	0.012	-0.096	0.031	0.037
净利润	-535	-342	-29	-559	114	145	每股净资产	2.476	2.398	4.465	4.369	4.400	4.437
少数股东损益	-178	-113	-91	-50	-50	-50	每股经营现金净流	0.111	0.131	0.587	-0.861	1.809	0.711
归属于母公司的净利润	-357	-229	63	-509	164	195	每股股利	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	n.a	0.3%	n.a	0.5%	0.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-4.86%	-3.22%	0.27%	-2.20%	0.70%	0.83%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	-2.22%	-1.45%	0.10%	-0.89%	0.29%	0.36%
净利润	-535	-342	-29	-559	114	145	投入资本收益率	-4.40%	-3.62%	0.27%	-0.56%	1.63%	1.83%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	479	380	2,152	2,924	2,906	2,882	主营业务收入增长率	-19.28%	-8.44%	159.29%	-22.09%	77.11%	0.48%
非经营收益	-87	-12	470	-1,226	681	677	EBIT 增长率	2.42%	-38.57%	-191.18%	#####	#####	4.72%
营运资金变动	472	363	512	-5,695	5,868	54	净利润增长率	N/A	-35.85%	127.34%	#####	132.24%	19.17%
经营活动现金净流	329	390	3,106	-4,556	9,569	3,760	总资产增长率	-2.26%	-2.15%	290.24%	-7.54%	-0.50%	-4.33%
资本开支	-312	-245	-3,067	-654	-494	-295	资产管理能力						
投资	-586	-184	15	-1	0	0	应收账款周转天数	8.5	5.2	6.3	6.5	6.5	6.5
其他	290	53	374	100	100	100	存货周转天数	49.2	44.7	42.8	43.0	43.0	43.0
投资活动现金净流	-608	-375	-2,678	-555	-394	-195	应付账款周转天数	64.2	63.6	114.3	115.0	115.0	115.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	312.4	204.3	567.1	686.3	361.6	332.7
债权募资	-170	-25	532	5,798	-8,279	-2,672	偿债能力						
其他	-236	-202	-991	-535	-796	-792	净负债/股东权益	55.02%	22.98%	36.92%	92.16%	56.10%	44.05%
筹资活动现金净流	-406	-227	-459	5,262	-9,075	-3,465	EBIT 利息保障倍数	-2.7	-1.8	0.6	-0.7	1.1	1.1
现金净流量	-684	-213	-31	152	100	100	资产负债率	51.61%	52.72%	61.05%	58.85%	58.44%	56.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD