

首钢股份 (000959.SZ) 钢铁行业

评级：买入 维持评级

公司深度研究

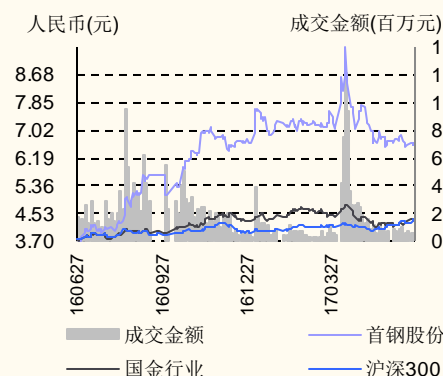
市场价格 (人民币): 6.64 元

大集团小公司，改革预期再起

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)	2,966.52
总市值 (百万元)	35,121.55
年内股价最高最低 (元)	9.49/3.70
沪深 300 指数	3622.88
深证成指	10366.78



公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	-0.215	0.076	0.403	0.445	0.490
每股净资产 (元)	4.41	4.61	5.01	5.46	5.95
每股经营性现金流 (元)	0.14	1.49	0.88	2.21	1.98
市盈率 (倍)	-18.99	87.33	16.33	14.79	13.42
行业优化市盈率 (倍)	25.61	25.61	25.61	25.61	25.61
净利润增长率 (%)	-1914.42%	135.28%	431.57%	10.41%	10.24%
净资产收益率 (%)	-4.88%	1.64%	8.04%	8.15%	8.25%
总股本 (百万股)	5,289.39	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

投资逻辑

■ **百年首钢，国内板材龙头之一。** 公司是国内钢铁龙头企业之一，前身为 1919 年成立的石景山炼厂。第一大股东为首钢集团，持股比例 79.4%，是首钢集团所属的境内唯一上市公司平台，实际控制人则为北京市国资委。

- ✓ 上市公司目前拥有迁钢公司、控股京唐钢铁、首钢冷轧薄板钢铁实体单位，拥有权益产能 1450 万吨，产品包括热系和冷系两大类板材产品。
- ✓ 2016 年，在供给侧改革行业稳步向好背景下，公司通过置入京唐钢铁优质钢铁资产，盈利能力得到大幅提升并成功实现扭亏为盈。
- ✓ 做优做强钢铁主业，京唐钢铁重要发力点。位于曹妃甸地区的京唐钢铁，是首钢搬迁调整的重要载体，15 年通过资产置换方式置入上市公司。作为集团优质钢铁资产，其产品结构、盈利能力均高于原有钢铁资产，是公司做优做强钢铁主业的重要一环。其未来发展有三大看点：1) 京唐钢铁自身的高起点、高规格、高标准；2) 京唐钢铁二期项目建设前景良好；3) 循环经济（海水淡化项目与能源运行中心）。

■ **大股东完成改名+整体改制，改革预期再起。** 近期，经北京国资委批复，首钢总公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，企业名称由“首钢总公司”变更为“首钢集团有限公司”。此次大股东更名整体改制完成后，从法律以及产权的角度来看，为未来的更大转型发展奠定了体制基础，转型改革预期再次升温。

- ✓ 大股东提升资产证券化率有其必要性和紧迫性。公司地处经济发达地区，大股东首钢集团背景实力较强、非钢产业发达，而资产证券化率不到 20%。根据北京市《关于全面深化市属国资国企改革的意见》中“到 2020 年，国有资本证券化率力争达到 50% 以上”。
- ✓ 微观层面其加快资产证券化率提升的步伐迹象明显。从 2010 年迁钢的资产注入，到 2015 年京唐钢铁的资产注入，以及非公开发行收购曹建投股权（最终终止），再到 2016 年的上市公司筹划重大事项停牌，其节奏不断加快。公司管理层也公开表示“目前上市公司资产在集团内资产占比很小，未来 3-5 年首钢会有超过千亿元的资产实现证券化，注入首钢股份。”
- ✓ 同时，首钢集团近期也完成了 60 亿元的可交换公司债发行，转股标的为首钢股份 A 股股票，转股价格为 7.82 元/股，转股期间为 2017 年 10

相关报告

1. 《获机构举牌，继续看好-首钢股份公司点评》，2016.10.17
2. 《继续看好转型，持续推荐！-首钢股份公司点评》，2016.9.6
3. 《PPP 概念股之一，继续首推！-首钢股份业绩点评》，2016.8.30
4. 《博弈定增及转型落地-首钢股份公司研究简报》，2016.8.17
5. 《Q2 业绩大幅改善，继续看好转型-首钢股份业绩点评》，2016.7.17

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

月 29 日至 2020 年 4 月 7 日（发行 6 个月后）。

- **大集团小公司，诸多优质非钢资产值得关注。**目前，首钢集团已确立“一根扁担挑两头”的发展战略定位，即钢铁和城市综合服务商协同发展。首钢集团作为钢铁行业中非钢资产最发达的企业，截至 2016 年底，集团公司总资产规模已超过 4400 亿元，涵盖土地、金融、医疗、养老、教育、环保、高端装备制造、新能源等诸多传统支柱性产业以及新兴产业，非钢资产体量庞大。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 17-19 年实现 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.49 元；对应 PE 分别为 16.3 倍、14.8 倍、13.4 倍。维持“买入”评级。。

风险

- 改革、转型发展不达预期；钢铁行业景气度下滑。

内容目录

百年首钢，国内板材龙头之一.....	5
公司简介.....	5
做优做强钢铁主业，京唐钢铁是重要发力点.....	6
大集团小公司，改革预期再起.....	11
集团加快资产证券化步伐.....	11
大股东完成改名+整体改制，改革预期再起.....	13
大集团小公司，诸多优质非钢资产值得关注.....	14
盈利预测&投资建议.....	18
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：公司股权结构.....	5
图表 2：集团公司产能分布.....	5
图表 3：上市公司品种产能分布.....	6
图表 4：公司净利润统计.....	6
图表 5：公司销售净利率、毛利率统计.....	6
图表 6：京唐钢铁一期产品情况.....	7
图表 7：京唐钢铁的高起点、高规格、高标准.....	7
图表 8：京唐钢铁主要生产设备、产线.....	7
图表 9：首钢与重点钢企主要平均技术经济指标对比.....	8
图表 10：京唐二期建设现场.....	9
图表 11：京唐海水淡化项目优势分析.....	10
图表 12：京唐钢铁循环经济示意图.....	11
图表 13：京唐钢铁海水淡化项目.....	11
图表 14：钢铁国企改革主要方向.....	11
图表 15：钢铁国企改革模式分析.....	11
图表 16：钢铁行业集团资产证券化率.....	12
图表 17：首钢集团的资本运作.....	12
图表 18：首钢集团历史沿革.....	13
图表 19：首钢集团可交换公司债券基本条款.....	14
图表 20：2016 年国内钢企粗钢产量统计.....	14
图表 21：首钢集团股权结构.....	15
图表 22：首钢集团资产规模、营业收入统计.....	16
图表 23：集团公司各业务板块在毛利润中占比.....	16
图表 24：首钢集团新业务板块.....	16
图表 25：新首钢高端产业综合服务区示意图.....	17
图表 26：曹妃甸园区示意图.....	17

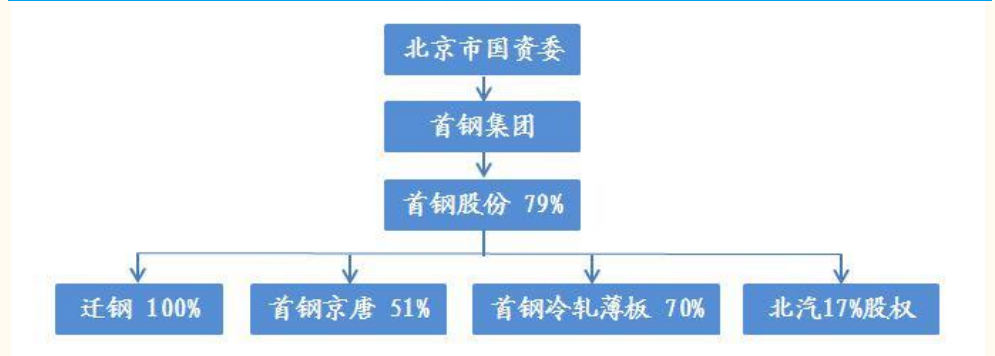
图表 27：首钢集团主要非钢资产梳理.....17

百年首钢，国内板材龙头之一

公司简介

- 公司是国内钢铁龙头企业之一，前身为 1919 年成立的石景山炼厂，于 1999 年 10 月由首钢总公司独家发起募集设立，1999 年 12 月在深交所上市。
- ✓ 公司第一大股东为首钢集团，持股比例 79.4%，是首钢集团所属的境内唯一上市公司平台，实际控制人则为北京市国资委。

图表 1：公司股权结构



来源：公司年报、国金证券研究所

- 上市公司拥有迁钢公司，控股首钢京唐钢铁联合有限责任公司、顺义首钢冷轧薄板有限公司等钢铁实体单位，拥有权益产能 1460 万吨。
- ✓ 为配合北京奥运会及城市规划建设，2005 年国家发改委批复首钢搬迁曹妃甸的方案。2010 年，位于石景山厂区的主流程全部停产。同年 10 月，公司通过北京地区停产涉及资产与首钢总公司下属迁钢公司全部资产进行置换，迁钢资产置入上市公司；
- ✓ 2015 年，公司以持有的贵州投资 100%股权与首钢总公司持有的曹妃甸京唐钢铁 51%股权进行置换，京唐钢铁置入上市公司。

图表 2：集团公司产能分布



来源：公司官网、国金证券研究所

- 公司具备焦化、炼铁、炼钢、轧钢、热处理等完整工艺流程，拥有品种齐全、规格配套的冷热系全覆盖板材产品序列。
- ✓ 公司钢铁产品包括热系和冷系两大类板材产品，其中热轧形成以管线钢、集装箱用钢、高强钢、汽车结构钢、锯片钢、酸洗板为特色的产品系列；冷轧形成汽车板、硅钢、家电板、专用板、镀锡板、彩涂板、普板产品系列，产品均处于国内领先地位。

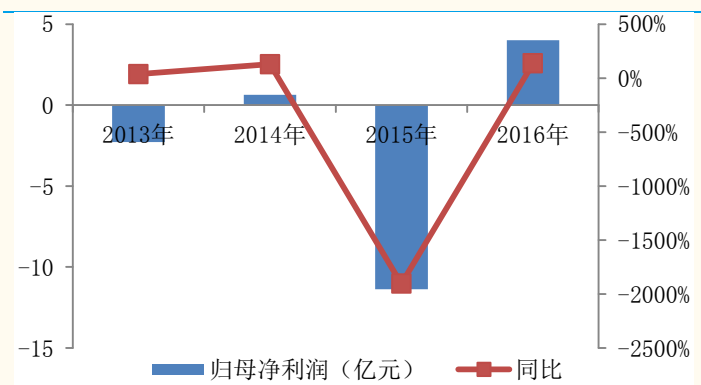
图表 3：上市公司品种产能分布

	钢厂	总产能产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	主要产品
首钢股份	京唐钢铁	1000	51%	板材
	迁钢	800	100%	板材
	顺义冷轧薄板	150	100%	冷轧
	总计	1950	1450	
非上市公司	首秦、水钢、长治、贵阳、通钢、伊犁等	1150	49%	长材为主

来源：公司官网、国金证券研究所

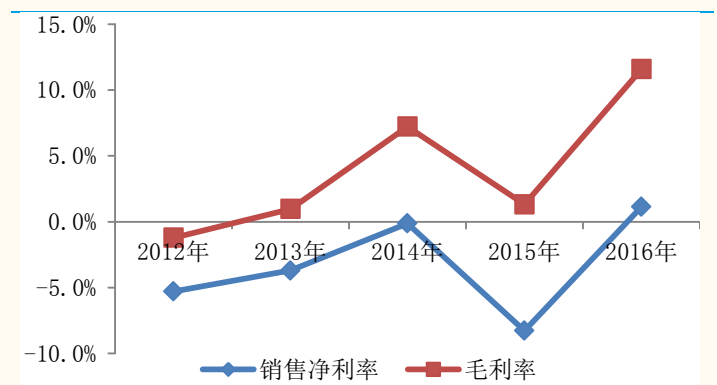
- 过去几年，受制于宏观经济增速下滑以及行业产能过剩的影响，公司经营业绩波动较大。在 2015 年全行业巨亏的背景下，2016 年钢铁行业去产能等各项政策陆续出台且取得阶段性成果，市场稳中趋好，全行业实现扭亏。公司在置入京唐钢铁优质钢铁资产后，盈利能力得到大幅提升并成功实现扭亏为盈。

图表 4：公司净利润统计



来源：wind、国金证券研究所

图表 5：公司销售净利率、毛利率统计



来源：wind、国金证券研究所

做优做强钢铁主业，京唐钢铁是重要发力点

- 京唐钢铁——国内第一个临海靠港的千万吨级板材基地。
- ✓ 首钢京唐公司钢铁项目一期设计年产铁 898 万吨、钢 970 万吨、钢材 913 万吨，于 2007 年 3 月 12 日开工建设。2009 年 5 月，1 号 5500 立方米高炉送风点火出铁，随后炼钢、热轧、冷轧部分工序相继投产，一步工程全线贯通；2010 年 6 月，一期工程竣工投产。
- ✓ 京唐钢铁产品定位于高端精品板材，主要产品分为热轧、冷轧两大类。目前，热轧产品已经达到 14 大类、26 个类别、153 个牌号，包括以高强钢、管线钢、集装箱板为特色的热轧产品系列；冷轧产品 6 大类、18 个类别、145 个牌号，主要有镀锡板、汽车板、家电板、专用板四大类。

图表 6：京唐钢铁一期产品情况

品种	产能	规格	产品	下游客户
热轧	940 万吨	14 大类、26 个类别、153 个牌号	高强钢、管线钢、集装箱板等	奥瑞金、中粮包装、海尔、美的、格力、北汽现代、北汽福田、长安福特、上海通用、比亚迪、宝马、奔驰、三一、中联等
冷轧	519 万吨	6 大类、18 个类别、145 个牌号	镀锡板、汽车板、家电板、专用板等	

来源：京唐公司官网、国金证券研究所

- 位于曹妃甸地区的京唐钢铁，是首钢搬迁调整的重要载体，15 年通过资产置换方式置入上市公司。作为集团优质钢铁资产，其产品结构、盈利能力均高于原有钢铁资产，是公司做优做强钢铁主业的重要一环。其未来发展有三大看点：

看点 1、京唐钢铁的高起点、高规格、高标准

- 首钢京唐钢铁作为具有国际先进水平的新一代钢铁厂，从规划初期就提出了“高起点、高标准、高要求，产品一流、管理一流、环境一流、效益一流”的定位要求和建设目标。具有区位优势，产业支撑；布局合理、流程紧凑；设备大型、技术先进；产品高端、循环经济等显著特点。

图表 7：京唐钢铁的高起点、高规格、高标准

高起点	首钢搬迁重要载体，习近平、李克强等中央领导先后视察调研
高规格	优质产能，一期设计年产 800 万吨，远期规划 1800 万吨产能
高品种	产品定位高端精品板材，部分高端产品填补了国内空白
高标准	项目获得专利授权 271 项，软件著作权登记 23 项，科技奖励 56 项。获得国家优质工程金质奖 2 项、鲁班奖 3 项，获得省部级工程质量奖 20 项
核心优势	区位（临海靠港）+装备（2 座 5500m ³ 高炉，世界共 6 座）+技术（220 余项技术专利）+产品（高端板材）
循环经济	海水淡化、自发电项目、固废处理

来源：公司官网、国金证券研究所

- ✓ 区位优势，背靠京津冀及港口。京唐钢铁临海靠港、运输便捷；曹妃甸拥有的 25 米深水港口，是我国北方最佳条件的深水港。钢铁厂临海优势明显，有利于大幅度降低原料和产品运输成本。
- ✓ 装备大型且先进。京唐钢铁集中采用了目前我国最大、世界上为数不多的大型焦炉、烧结机、球团焙烧机、高炉、转炉、板坯连铸机、热连轧机和冷连轧机等。包括 5500 立方米高炉、7.63 米特大型焦炉。炼钢厂单体生产能力达到 1000 万吨规模，生产流程以及规模达到国际先进水平。

图表 8：京唐钢铁主要生产设备、产线

主要设备	详细
工艺设备	4 座 7.63 米焦炉及配套的干熄焦设施，2 台 550 平方米烧结机，1 台 504 平方米球团带式焙烧机，2 座 5500 立方米高炉
炼钢设备	2 座 300 吨脱磷转炉、3 座 300 吨脱碳转炉、1 座 LF 精炼炉、2 座 CAS 精炼装置、2 座 RH 真空精炼装置、2 台 2150 毫米双流板坯连铸机、2 台 1650 毫米双流板坯连铸机
轧机设备	2250 毫米、1580 毫米热连轧机组各 1 套，2230 毫米、1700 毫米、1420 毫米酸洗——冷轧联合机组各一套以及配套的连续退火机组、

	罩式退火、热镀锌、横切机组生产线等
辅助工程	一个大型综合料场，2 台制氧机，2 座供热发电机组、2 座燃气—蒸汽联合循环发电机组，海水淡化设施和相应的公辅配套设施

来源：京唐钢铁官网、国金证券研究所

- ✓ 技术先进。京唐钢铁采用了 220 余项国内外先进技术，自主创新和集成创新达到了三分之二。自主研发高炉无料钟炉顶，打破国外的技术垄断；联合研发顶燃式热风炉，风温 1300℃，达世界最高水平；自主研发高炉—转炉界面“一罐到底”技术，为世界大型钢铁企业首家使用；自主创新“全三脱”炼钢工艺，打造出国内第一个高效率低成本的洁净钢生产平台。
- ✓ 产品高端。产品定位于高质量、高技术含量、高附加值的高端精品板材。主要应用于用于汽车、造船、管线、家电等，产品规格齐全，均达到国际先进水平。
- ✓ 布局紧凑。在布置上最大限度地实现紧凑合理、流程顺畅，最大限度地缩短中间环节物流运距。京唐钢铁吨钢占地为 0.9 平方米，达到国际先进水平。
- ✓ 循环经济，节能减排。京唐钢铁实现了企业内、外物质、能量的循环。1) 内部。充分利用生产过程中的余热、余压、余气、废水、含铁物质和固体废弃物等，基本实现废水、固废零排放，铁元素资源 100% 回收利用。吨钢综合能耗 669 千克标准煤，吨钢耗新水 3.84 立方米，水循环率达到 97.5%，吨钢粉尘排放量 0.3 千克、二氧化硫排放量 0.25 千克，达到国际先进水平。2) 企业外部的循环。每年采用海水淡化技术，可提供 1800 万吨浓盐水用于制盐；提供 330 万吨高炉水渣、转炉钢渣、粉煤灰等用于生产水泥等建筑材料，并可消纳大量的社会废钢及废塑料等。

图表 9：首钢与重点钢企主要平均技术经济指标对比

指标	项目	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
入炉焦比 (kg/t)	公司	307.22	318.86	324.13	318.27
	重点钢企平均	360.15	358.01	361.83	361.35
	公司排名	2	4	6	4
综合焦比 (kg/t)	公司	498.97	490.44	486.43	480.68
	重点钢企平均	498.02	496.97	503.56	506.27
	公司排名	37	22	10	7
平均风温 (℃)	公司	1,184.18	1,186.95	1,190.36	1,213.68
	重点钢企平均	1,142.80	1,142.62	1,145.71	1,167.78
	公司排名	10	13	11	8
吨钢综合能耗 (千克标煤/t)	公司	599.86	598.22	600.85	607.41
	重点钢企平均	582.63	571.85	584.7	619.74
吨钢耗新水 (t/t)	公司	3.1	2.92	2.91	2.92
	重点钢企平均	2.95	3.08	3.30	3.03

来源：首钢集团 2017 中票募集说明书、国金证券研究所

看点 2、京唐钢铁二期项目建设

- 京唐钢铁按年产 2000 万吨产品规模进行总体规划，分二期实施。京唐钢铁二期工程总体设计规模为年产 1000 万吨级。
- ✓ 京唐二期将形成年产铁水 900 万吨、钢坯 900 万吨、钢材（一次热轧材）860 万吨的产量规模。其中二期一步工程总体设计规模为年产

500万吨级，形成年产铁水450万吨、钢坯450万吨、钢材423万吨的产量规模。

- ✓ 根据计划安排，一步建设期2年，第3年一步产量达到设计产量的80%，第4年一步达到设计产量。第3年开始建设二步，二步建设期2年第5年二步产量达到设计产量的80%，第6年二步达到设计产量，项目产量于第6年达到设计产量。
- ✓ 此外，对于满足钢铁厂总体规划需要的土地及外部供电、供水、铁路运输、公路运输、码头、土地等配套设施，均已按照远期规划的2000万吨/年的规模需求在一期工程项目中一次建成。并已按远期规划的规模从产品的功能分工、设施配置、能源动力条件、土地使用及总图布局等方面进行了统筹规划和预留。
- 京唐二期投产后，将成为国内单体生产能力最大的钢铁厂。
 - ✓ 京唐钢铁二期工程建成后，京唐钢铁总体产能规模达到2000万吨/年，形成了系统协同的“生产规模化、规格系列化、品种多元化、综合竞争力强”的高效率、低成本钢材精品生产体系，并将成为国内单体生产能力最大的钢铁厂。
- 京唐钢铁二期产品竞争力更强。二期工程产品同样定位为高档精品板材，产品结构更合理，品种更齐全，部分产品将填补国内空白，替代进口。
 - ✓ 二期产品定位方面：以替代进口和未来下游用钢产业对钢材产品的需求趋势为指导，一方面瞄准特殊行业、特殊领域、特殊用途，开发具有一定独有性的、专用性的、高精尖的产品，另一方面兼顾中低端市场，以高效率、低成本、批量化、通用化生产满足大众市场需求的产品。
 - ✓ 二期产品竞争力方面：在一期精品板带材产品基础上，依托靠海建厂优势，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。
- 我们认为，首钢京唐公司二期工程作为经国务院批准的《河北省钢铁产业结构调整方案》调整优化产业布局的重点项目，是落实京津冀协同发展战略的重点载体之一，也是首钢做大做优做强、建设最具世界影响力钢铁厂的重要举措，未来前景值得期待。

图表 10：京唐二期建设现场



来源：京唐钢铁官网、国金证券研究所

看点 3：循环经济（海水淡化项目与能源运行中心）

- 海水淡化项目。京唐钢铁位于水资源匮乏的华北地区，且钢铁行业为耗水大户，需要大量除盐水等级的纯水，考虑冶金企业大量余热资源以及临海钢厂海水利用的地理优势，京唐钢铁建成为了目前世界最高水平能耗标准的海水淡化项目，并钢铁联合企业的节能减排、循环经济方面起到带头示范作用。
 - ✓ 该项目作为低压余热利用和水资源开源增量的重要技术，实现了煤气、蒸汽的零排放，每年可节约地表水资源约 2400 万吨；
 - ✓ 目前，首钢京唐公司海水淡化工程设计一期采用热法低温多效蒸馏工艺，产水规模为每天 5 万吨，单套装置产水规模每天 1.25 万吨；
 - ✓ 此外，公司正规划饮用水厂分期建设，一期供全公司日程生活使用，二期建设海水淡化瓶装水生产车间，实现外销并有望成为未来公司新的业绩增长点。

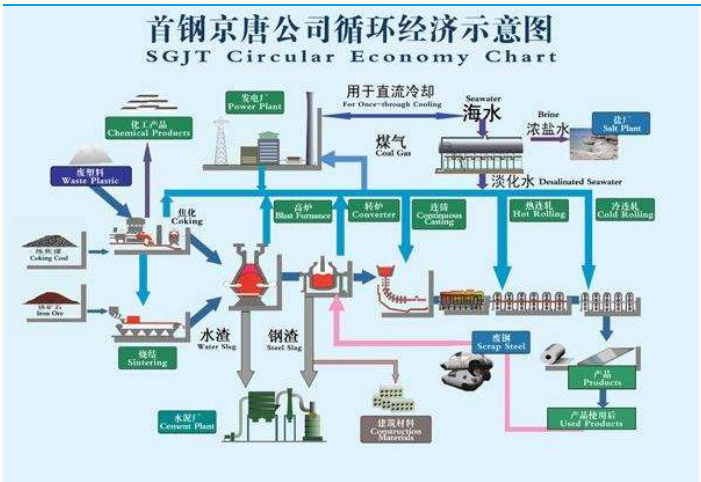
图表 11：京唐海水淡化项目优势分析

京唐海水淡化项目优势分析	每年节约地表水资源约 2400 万吨，约占年产 975 万吨钢铁公司总水量的三分之一
	海水淡化除盐水代替软化水，每月减少 816 吨工业盐消耗
	利用海水淡化装置取代汽轮发电机的冷凝器，大幅度的降低成本
	浓盐水拟送往制盐场制盐或进行盐化工，目前用于电站海水脱硫，实现了环境的友好
	实现钢铁厂煤气、蒸汽“零”排放，污水“零”排放
设备国产化比例最高，为国内海水淡化装置制造起到示范作用	

来源：京唐钢铁官网、国金证券研究所

- 能源运行中心项目。首钢京唐公司按循环经济理念设计，以“减量化、再利用、资源化”为原则，以“低消耗、低排放、高效率”为特征，对生产过程中的余热、余气和固体废弃物充分循环利用，是新一代可循环钢铁流程的示范工厂和“资源节约型、环境友好型”的试点企业。
 - ✓ 余热发电。首钢京唐公司按照循环经济的理念，充分回收钢铁冶炼过程副产的二次能源进行余能发电。两台 300MW 机组分别于 2009 年 9 月 9 日、2010 年 5 月 5 日正式投产运行，单机设计发电能力为 300MW，供热能力为 220t/h，担负着京唐公司发电与供热的重任。同时，余热回收生产过程中产生的余热资源，除满足企业自用外，还向周边企业供应。
 - ✓ 固体废弃物资源化利用。通过对全流程废渣、尘泥等固体废弃物高效回收、再资源化和产品化技术集成，实现了零排放，并通过深加工提升固废再资源化产品的价值。高炉水渣、钢渣、粉煤灰、除尘灰、轧钢氧化铁皮等各类固体废弃物，实现了 100% 循环利用。

图表 12: 京唐钢铁循环经济示意图



来源: 京唐钢铁官网、国金证券研究所

图表 13: 京唐钢铁海水淡化项目



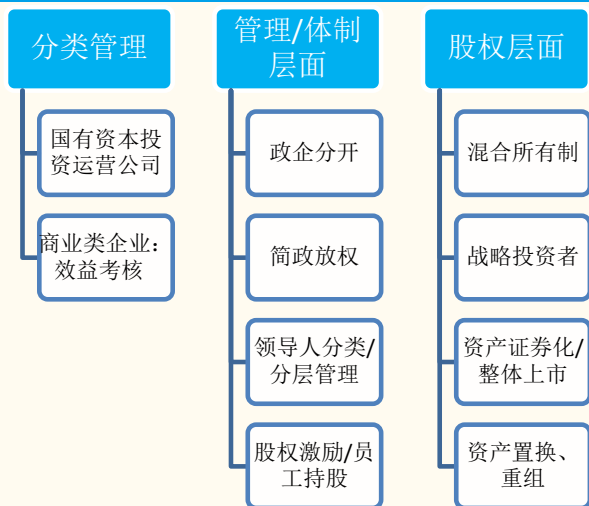
来源: 京唐钢铁官网、国金证券研究所

大集团小公司，改革预期再起

集团加快资产证券化步伐

- 钢铁行业是典型的充分竞争性行业，产能过剩且资产证券化率不高。在当前国企改革大背景下，考虑国资保值、增值，其隐含对于竞争性行业盈利导向的要求。而根据我们前期的研究梳理，主要的几个方向中，资产证券化率提升（资产注入/置换）最值得期待。
 - ✓ 考虑到钢铁是重资产，实业层面彻底改革/转型难度较大，资本运作的可行性更高，如通过资产注入、资产置换、收购等。
 - ✓ 钢铁行业中的资产注入/置换，非钢产业发达的公司尤其值得关注。一方面，大股东实力较强，具备转型的基础；另一方面具备比较优势，如所处地区的资源禀赋、相关渠道优势等。

图表 14: 钢铁国企改革主要方向



来源: 国金证券《钢铁股: 掘金国企改革》、国金证券研究所

图表 15: 钢铁国企改革模式分析

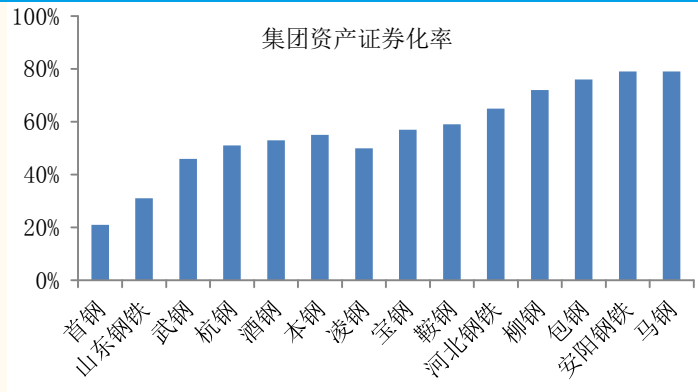
改革方式	主要思路
资产证券化	集团整体资产上市的平台、上市公司承接集团相似资产注入（将主业做大做强）、上市公司承接集团非主业资产、上市公司作为产业平台，整合国资委旗下多个集团的相关资产、上市公司被卖出出售
组建国有资本投资运营公司	根据国家授权履行出资人职能，进行国有资本管理；实现国家战略意图，在关系国家安全和国民经济经济命脉和重要产业和领域，进行产业投资；推进国有资本合理流动，提高资源配置效率；重塑有效的行业结构，避免重复建设、恶性竞争；建立政企分开的隔离墙，塑造有效的企业运营架构，培育具有国际竞争力的大企业集团。
竞争性行业扭亏	完全按照市场原则考核价值创造能力，盈利导向
员工持股	所有权和经营权分离、风险共担、互相监督、
混合所有制	盘活存量资产、有利于政企分开、集聚资本发展规模经济、转换企业经营机制

来源: 国金证券《钢铁股: 掘金国企改革》、国金证券研究所

- 首钢作为典型的大集团小公司模式，非钢产业发达。逻辑上，首钢加快资产证券化步伐有其充分性和必要性：

- ✓ 一方面，首钢地处经济发达地区，大股东背景实力较强、非钢产业发达，而上市公司资产在集团资产中占比较小，首钢集团目前资产规模4000亿元，而资产证券化率不到20%。
- ✓ 另一方面，根据北京市2014年8月出台的《关于全面深化市属国资国企改革的意见》，指出“加快国有企业特别是竞争类企业上市步伐，推进具备条件的一级企业实现整体上市。到2020年，国有资本证券化率力争达到50%以上”。因此，首钢集团作为北京国资委旗下资产规模最大的大型国企，提升资产证券化率有其必要性和紧迫性。

图表 16：钢铁行业集团资产证券化率



来源：国金证券《钢铁股：掘国企改革》、国金证券研究所

- 历史上，首钢集团从未停止过资产证券化的步伐。近两年，微观层面其加快资产证券化率提升的步伐迹象明显。
 - ✓ 从2010年迁钢的资产注入，到2015年京唐钢铁的资产注入，以及非公开发行收购曹建投股权（非公开发行最终终止），再到2016年的上市公司筹划重大事项停牌，其节奏不断加快。
 - ✓ 此外，2015年8月，公司管理层也公开表示“目前首钢的情况是大集团小公司模式，上市公司的资产在集团内的资产占比很小。未来3-5年首钢会有超过千亿元的资产实现证券化，注入首钢股份。”

图表 17：首钢集团的资本运作

时间	事项	详细
2010年10月	首钢迁钢置入上市公司	通过北京地区停产涉及资产与首钢总公司下属迁钢公司全部资产进行置换
2015年4月	京唐钢铁置入上市公司	公司以持有的贵州投资100%股权与首钢总公司持有的曹妃甸京唐钢铁51%股权进行置换
2015年8月	非公开发行股票	拟用于京唐公司二期工程项目、曹建投股权收购及后续PPP项目等
2016年9月	筹划重大事项	上市公司接控股股东首钢总公司通知，控股股东首钢总公司拟筹划重大事项停牌。
2016年9月	终止筹划重大事项	鉴于该项重大事项的有关条件尚不成熟，存在不确定性，经审慎考虑，随后决定终止筹划本次重大事项
2017年3月	终止非公开发行股票	2015年非公开发行股票相关的股东大会决议有效期至2016年9月29日届满，延长有效期的相关议案在2016年9月27日召开的股东大会上未获通过，发行的相关决议失效

来源：wind、国金证券研究所

大股东完成改名+整体改制，改革预期再起

■ 大股东完成更名与整体改制

- ✓ 根据北京市国资委《关于首钢总公司公司制改革方案的批复》，首钢总公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，企业名称由“首钢总公司”变更为“首钢集团有限公司”。
- ✓ 公司于2017年5月27日完成工商变更登记并领取变更后的企业法人营业执照。6月9日，首钢集团有限公司发布《关于首钢总公司改制并更名为首钢集团有限公司的公告》。
- ✓ 改制后，原“首钢总公司”的全部经营业务、业务合同、资产、债权债务、账面净资产等均由“首钢集团有限公司”承继。

图表 18：首钢集团历史沿革

时间	事件	详细
1919年	官商合办龙烟铁矿股份有限公司石景山炼厂	北洋政府核准成立“官商合办龙烟铁矿股份有限公司”，并选定在京西永定河畔、石景山东麓筹建我国北方最大的炼铁厂——石景山炼厂
1958年	更名为石景山钢铁公司	新中国成立后，石景山钢铁厂经冶金工业部批准，改名为石景山钢铁公司
1966年	更名为首都钢铁公司	冶金工业部下发《关于将石钢改名为首钢的通知》，石景山钢铁公司改称“首都钢铁公司”，简称“首钢”
1992年	更名为首钢总公司	经国家工商行政管理局特批，由首都钢铁公司更名为首钢总公司
1996年	进行集团化改革	经北京市人民政府、冶金部研究，正式批准组建首钢集团，按国家有关政策、法规进行集团化改革，以首钢总公司为母公司，按照《公司法》建立现代企业制度，以资产为纽带建立母子公司体制，同年被国家确定为国有重点企业。
2017年	更名为首钢集团	根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会《关于首钢总公司公司制改革方案的批复》，首钢总公司由全民所有制企业整体改制为国有独资公司，企业名称由“首钢总公司”变更为“首钢集团有限公司”

来源：首钢基金微信公众号、国金证券研究所

- 完善现代企业制度，为新一轮国企改革打下基础。此次首钢改制，是在建立现代企业制度中，畅通“最后一公里”。从法律以及产权的角度来看，为未来的更大转型发展奠定了体制基础。
 - ✓ 公司制改革既是国资监管的要求，也是首钢自身发展的内在需要，推进公司制改革是全面深化改革的基础，对首钢未来的发展具有重大意义。
 - ✓ 一方面，建立现代企业制度，完善国有企业法人治理结构，是国企改革的重要方向，也是新一轮国有企业改革的重要任务。改制后的“首钢集团有限公司”，更加符合现代企业制度的公司法人治理结构。
 - ✓ 另一方面，进行公司制改革后，进一步规范了企业的主体权责，清晰了产权关系，为企业市场化经营运作、解决历史遗留问题、防范和规避风险等创造了条件，也为公司全面推进改革转型发展提供基础。
- 我们认为，前期京唐钢铁与首钢股份的融合或是首钢集团全面推进整体上市的第一步。而此次更名整体改制完成后，为后续进一步优质资产注入打下体制基础，转型改革预期再次升温。此外，首钢集团近期也完成了可交换公司债发行。

- ✓ 根据首钢股份 2017 年 1 月发布的《关于控股股东拟发行可交换公司债券的公告》，此次首钢总公司可交换公司债券发行期限不超过 36 个月（含），拟募集资金规模不超过人民币 60 亿元，一期发行 36 亿元。在满足换股条件下，本次可交换债券持有人有权将其所持有的本次可交换债券交换为首钢股份 A 股股票，转股价格为 7.82 元/股，转股期间为 2017 年 10 月 29 日至 2020 年 4 月 7 日（发行 6 个月后）。
- ✓ 集团公司 2017 年非公开发行可交换公司债券的事项已通过深圳证券交易所审批，并获得《关于首钢总公司 2017 年非公开发行可交换公司债券符合深交所转让条件的无异议函》。因发行可交换公司债券（第二期）业务需要，首钢总公司将持有的首钢股份 6 亿股份划至质押专用证券账户并办理了股权质押登记手续，用于对本期非公开发行可交换公司债券之换股事宜等进行担保。

图表 19：首钢集团可交换公司债券基本条款

债券代码	117083.SZ	债券简称	17首钢E1
当前余额(亿元)	36.00	债券类型	可交换债
质押券代码	--	折合标准券(元)	--
上市日期	--	摘牌日期	--
交易市场	117083.SZ(深圳)	海外评级	无
最新债项评级	AAA(首次,2017-01-19)	评级机构	大公国际资信评估有限公司
票面利率(当期)	1.0000	发行价格(元)/最新面值(元)	100.0000/100.0000
利率类型	固定利率	息票品种	附息
付息频率	每年付息1次	下一付息日	2018-04-28
利率说明	1%	距下一付息日(天)	310
剩余期限(年)	2.85(加权: 2.85)	期限(年)	3
起息日期	2017-04-28	到期日期	2020-04-28
内含特殊条款	--	下一行权日	--
条款说明	--		
债券全称	首钢总公司2017年非公开发行可交换公司债券(第一期)	是否城投债曲线样本券	否
发行人	首钢集团有限公司	担保人	--
增信方式	质押担保	增信情况	发行人将其持有的120,000万股首钢股份股票及其派生股作为质押担保
缴款日期	--	主承销商	华泰联合证券有限责任公司
发行规模(亿元)	36	发行方式	私募

来源：wind、国金证券研究所

大集团小公司，诸多优质非钢资产值得关注

- 首钢集团目前已发展成为以钢铁业为主，兼营矿产资源业、环境产业、静态交通产业、装备制造、建筑及房地产业、生产性服务业、海外产业等多元化板块的大型国有企业集团。
- ✓ 钢铁主业方面，2016 年，集团粗钢产量 2680 万吨，在国内钢铁企业中排名第五。在技术装备、研发、区位、产品等方面处于国内领先地位，并已形成汽车板、电工钢、镀锌板等十大高端产品系列。

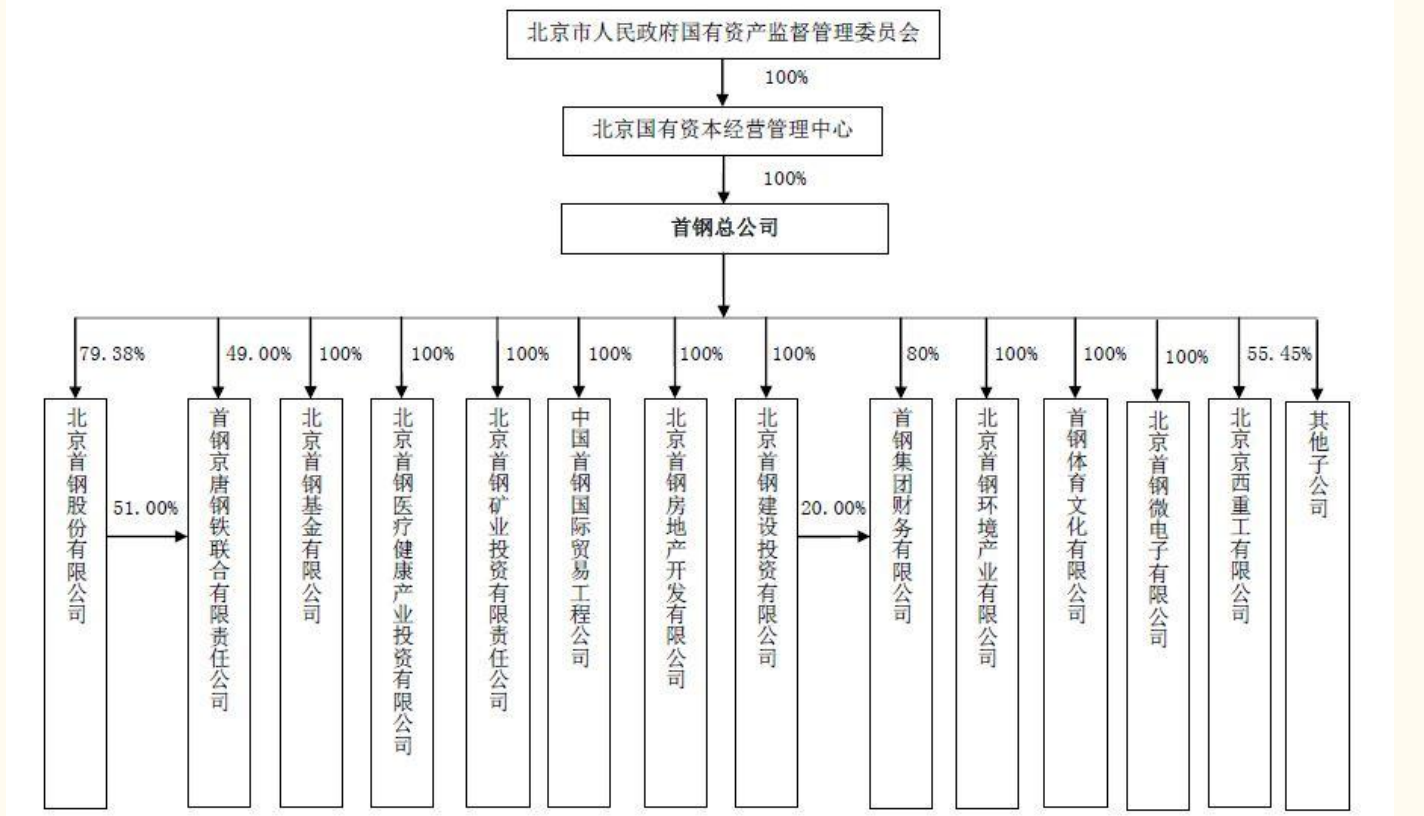
图表 20：2016 年国内钢企粗钢产量统计

序号	钢企	2016 年粗钢产量 (万吨)
1	中国宝武钢铁集团有限公司	6381
2	河钢集团有限公司	4492
3	江苏沙钢集团有限公司	3325
4	鞍山钢铁集团公司	3319
5	首钢总公司	2680
6	山东钢铁集团有限公司	2302

来源：中钢协、国金证券研究所

- ✓ 多元化方面，依托北京老工业区园区和曹妃甸发展示范区，在环境产业、静态交通产业、装备制造、建筑及房地产业、生产性服务业、金融服务等领域不断扩展。
- ✓ 截至 2016 年底，集团公司拥有 96 家主要的全资及控股子公司。上市公司方面，包括 A 股唯一上市平台首钢股份，以及海外经营发展的主体首钢控股（集团公司在香港全资子公司），其控股及参股首长四方集团、首长国际企业、首长宝佳集团、海航实业集团 4 家香港上市公司。

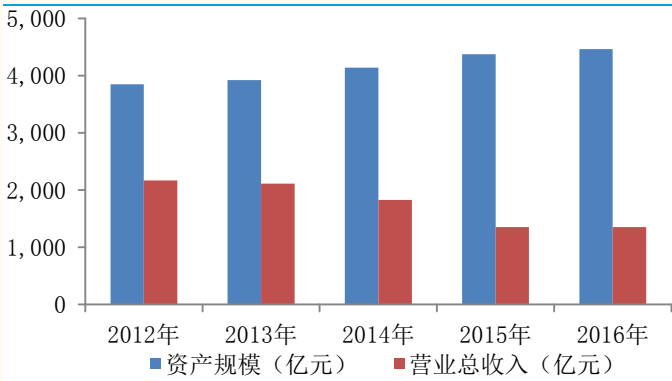
图表 21：首钢集团股权结构



来源：首钢集团 2017 中票募集说明书、国金证券研究所

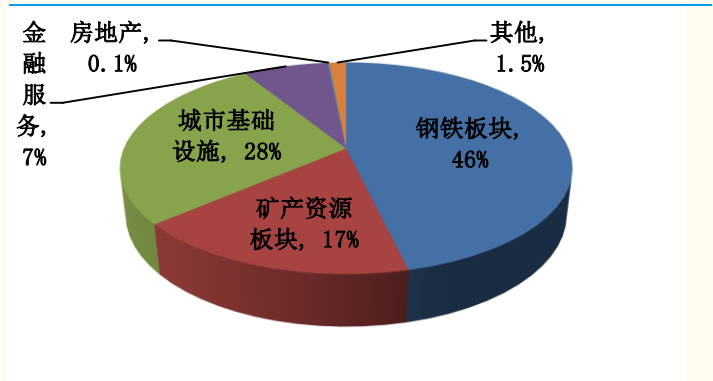
- 截至 2016 年底，集团公司总资产规模已超过 4400 亿元，是目前北京国资委旗下资产规模最大的国有企业。受钢铁行业产业链整体不景气影响，近几年来集团公司营业总收入和毛利润逐年减少，毛利率也有所波动；但非钢业务板块上升趋势明显。
 - ✓ 从业务板块看，钢铁及矿产资源板块受制于行业景气度下滑，营收占比从最高时的 80% 下降至 65%-70% 之间，毛利润占比从最高时的超 80% 下降至 60%，15 年最低时仅占不到 40% 比重。上述两大块业务已不再是毛利润的主要来源。
 - ✓ 城市基础设施、金融服务等非钢产业板块目前在总营收中占比已超过 30%，在毛利润中占比超过 35%，且均呈现持续上升态势。

图表 22: 首钢集团资产规模、营业收入统计



来源: wind、国金证券研究所

图表 23: 集团公司各业务板块在毛利润中占比



来源: wind、国金证券研究所

- 确立“一根扁担挑两头”的发展战略定位，钢铁和城市综合服务商协同发展。
- ✓ 2014 年以来，首钢全面进入转型发展新阶段，按照北京市委市政府“首钢要成为传统产业转型发展的一面旗帜，成为具有世界影响力的综合性大型企业集团”的要求，确定了新的发展战略，即：通过打造全新的资本运营平台，实现钢铁和城市综合服务商两大主导产业并重和协同发展。
- ✓ 具体而言，以多年积累的大量服务设施建设经验为基础，积极发展静态交通、能源环保、综合管廊、钢结构建筑、海水淡化、智慧城市、文化创意、体育健身等城市服务产业、产品，承担城市难点热点设施建设和管理服务。

图表 24: 首钢集团新业务板块



来源: 集团官网、国金证券研究所

- 目前，首钢集团已成为钢铁行业中非钢资产最发达的企业，涉及涵盖土地、金融、医疗、养老、教育、环保、高端装备制造、新能源等诸多传统支柱性产业以及新兴产业，非钢资产体量庞大。具体梳理如下：
- ✓ 首钢园区。2011 年，经北京市政府批准，首钢老工业区正式定位为“新首钢高端产业综合服务区”，园区规划占地 8.63 平方公里，建筑规模 1060 万平方米。根据北京市《关于推进首钢老工业区改造调整和建设发展的意见》和《关于推进首钢老工业区和周边地区建设发展的

实施计划》政策文件，首钢老工业区改造调整和转型升级进入实质性阶段。未来将以首钢主厂区为主要空间载体，重点发展现代金融、商务服务、文化创意、高端商业等产业，完善总部办公、创意体验、会议展览、城市游憩等功能。2016 年至今，冬奥组委正式入驻，并将建设冬奥大跳台以及国家速滑、冰球等训练场馆，石景山景观公园等一批工业遗存利用和生态环境提升项目、世界侨商创新中心等正式落户。

- ✓ 曹妃甸园区。2014 年北京市、河北省签署《共同打造曹妃甸协同发展示范区框架协议》明确：以疏解非首都功能、推进产业转移对接协作、加强公共服务资源共建共享为重点，共同把曹妃甸打造成首都战略功能区和协同发展示范区。由首钢及相关方共同组建曹建投公司统筹协调开发建设工作。2016 年园区计划招商引资签约 150 亿元，全年预计产业先行启动区累计签约 8 个项目，签约额 177.8 亿元，已开工项目 7 个总投资额约 136 亿元。涉及项目包括北京安贞医院、友谊医院等两地医院合作项目、保利通信北斗二代 CAPS 系统研发和生产基地项目、城建重工新能源汽车整车生产及钢结构项目、国家重化工业基地等。

图表 25：新首钢高端产业综合服务区示意图



来源：石景山政府网站、国金证券研究所

图表 26：曹妃甸园区示意图



来源：曹妃甸信息港、国金证券研究所

- ✓ 金融服务。集团公司拥有较为丰富的金融资源：1992 年首钢独资创办华夏银行，为第一大股东；成立南方国际租赁公司，作为集团融资租赁平台；2014 年成立北京首钢基金有限公司，作为集团产业投资运作平台，通过基金公司持有商业保理、小额贷款、融资担保、互联网金融等金融类资产，基金管理规模达 11 支 480 亿元；2015 年成立首钢集团财务有限公司，作为集团金融综合服务平台。
- ✓ 国际业务。集团公司 在 24 个国家和地区设立了境外机构 62 家，境外总资产近 1000 亿元：先后在香港收购 4 家上市公司；在新加坡、马来西亚、韩国和奥地利等国成立多家海外企业；成功收购美国德尔福公司，成为世界领先的汽车减震器和制动业务提供商；具有 670 平方公里永久开采权的首钢秘鲁铁矿。

图表 27：首钢集团主要非钢资产梳理

板块	非钢产业	详细情况
园区	新首钢高端产业综合服务区	位于北京城西石景山区，距离天安门仅 18 公里，占地面积 8.63 平方公里，规划建筑面积 1060 万平方米，以首钢主厂区为主要空间载体，重点发展现代金融、商务服务、文化创意、高端商业等产业
	曹妃甸园区	项目地域范围包括试验区（曹妃甸工业区北侧规划 100 平方公里）和先行启动区（包括生态工业园净地 5.57 平方公里、唐山湾生态城一期

		范围内 3.5 平方公里区域)。其中, 先行启动区总投资约 180 亿元, 包括土地整理及河道、道路、供水及污水处理、供配电、供热、供气、环保基站、标准厂房、展厅等工程
金融	首钢基金	管理京津冀协同发展产业投资基金, 首钢总公司出资 100 亿元
	华夏银行第一大股东	持股 20.38%
	江泰保险经纪大股东	
	阳光保险、交通银行、银河证券参股	
医疗、养老、教育	北大首钢医院	全国七家医院(其中两家三甲医院, 包括北大首钢医院)
	学校	全国 30 多家幼儿园和学校, 其中北京 19 家
	北京高端养老健康区块	
文化体育	首钢体育文化公司、首钢篮球俱乐部、首钢乒乓球俱乐部	
环保	首钢环境	建成世界单体一次投运规模最大的垃圾焚烧发电厂首钢生物质能源公司——鲁家山生活垃圾焚烧发电项目, 日处理能力 3000 吨, 占北京日产出全部垃圾的 1/6
高端装备及工业 4.0	安川首钢机器人	持股 45%, 年收入 10 亿元以上
	北冶、烟台东星磁性材料	军工材料, 北冶收入规模 10 亿, 东星行业排名第五
	研究设计院	
	首自信	涉及传统工业信息化系统、充电桩系统、立体停车库, 收入规模超过 10 亿, 净利润 1.2 亿元左右
	首钢机电	净利润规模 1.5 亿元
新能源	首钢城运	国内第一个静态交通研发示范基地; 充电桩、立体停车库; 智慧停车云平台管理系统“慧停车云平台”
其他	房地产、物业、物流、餐饮、工程、贸易等业务 10 余家公司	

来源: 首钢集团网站、国金证券研究所

盈利预测&投资建议

- 预计公司 17-19 年实现营收分别为 476.8 亿元、498.99 亿元、508.98 亿元, 同比增长分别为 13.9%、4.7%、2.0%; 实现净利润分别为 21.31 亿元、23.53 亿元、25.94 亿元, 同比增长分别为 413.6%、10.4%、10.2%; 对应实现 EPS 分别为 0.40 元、0.45 元、0.49 元; 对应 PE 分别为 16.3 倍、14.8 倍、13.4 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 改革、转型发展不达预期; 钢铁行业景气度下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	23,985	17,843	41,850	47,680	49,899	50,898
增长率		-25.6%	134.5%	13.9%	4.7%	2.0%
主营业务成本	-22,254	-17,607	-37,006	-40,653	-42,383	-42,993
%销售收入	92.8%	98.7%	88.4%	85.3%	84.9%	84.5%
毛利	1,731	236	4,844	7,027	7,516	7,905
%销售收入	7.2%	1.3%	11.6%	14.7%	15.1%	15.5%
营业税金及附加	-44	-51	-318	-358	-374	-382
%销售收入	0.2%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-672	-612	-962	-1,001	-1,098	-1,171
%销售收入	2.8%	3.4%	2.3%	2.1%	2.2%	2.3%
管理费用	-702	-703	-1,006	-1,049	-1,148	-1,171
%销售收入	2.9%	3.9%	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	314	-1,130	2,557	4,620	4,896	5,182
%销售收入	1.3%	n.a	6.1%	9.7%	9.8%	10.2%
财务费用	-485	-467	-1,844	-1,934	-1,915	-1,880
%销售收入	2.0%	2.6%	4.4%	4.1%	3.8%	3.7%
资产减值损失	-55	-250	-448	0	0	0
公允价值变动收益	17	0	0	0	0	0
投资收益	100	224	281	200	200	200
%税前利润	-104.0%	-13.9%	46.9%	6.8%	6.2%	5.6%
营业利润	-110	-1,623	547	2,885	3,181	3,502
营业利润率	n.a	n.a	1.3%	6.1%	6.4%	6.9%
营业外收支	14	14	53	50	50	50
税前利润	-96	-1,609	600	2,935	3,231	3,552
利润率	n.a	n.a	1.4%	6.2%	6.5%	7.0%
所得税	68	133	-128	-734	-808	-888
所得税率	n.a	n.a	21.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-29	-1,476	472	2,201	2,423	2,664
少数股东损益	-91	-340	71	70	70	70
归属于母公司的净利润	63	-1,137	401	2,131	2,353	2,594
净利率	0.3%	n.a	1.0%	4.5%	4.7%	5.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-29	-1,476	472	2,201	2,423	2,664
非现金支出	2,152	2,490	5,343	5,579	5,641	5,686
非经营收益	470	121	1,695	-1,814	2,899	1,832
营运资金变动	512	-382	352	-1,288	715	304
经营活动现金净流	3,106	752	7,861	4,679	11,679	10,486
资本开支	-3,067	-1,669	-3,516	-540	-1,147	-572
投资	15	-5,501	-4,237	-1	0	0
其他	374	306	275	200	200	200
投资活动现金净流	-2,678	-6,864	-7,479	-341	-947	-372
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	532	6,938	3,067	-1,737	-8,205	-7,909
其他	-991	-919	-3,739	-2,024	-2,027	-2,005
筹资活动现金净流	-459	6,019	-672	-3,761	-10,232	-9,914
现金净流量	-31	-93	-290	577	500	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	548	455	1,923	2,500	3,000	3,200
应收账款	1,078	506	4,134	4,049	4,237	4,322
存货	4,184	3,603	5,934	5,569	5,806	5,889
其他流动资产	67	155	2,006	2,102	2,121	2,152
流动资产	5,876	4,719	13,997	14,219	15,164	15,563
%总资产	9.5%	7.1%	11.0%	11.5%	12.8%	13.7%
长期投资	7,017	8,057	11,232	11,233	11,232	11,232
固定资产	46,773	45,876	98,945	93,998	89,598	84,577
%总资产	76.0%	68.9%	77.8%	76.2%	75.5%	74.2%
无形资产	1,837	1,556	2,715	2,671	2,628	2,585
非流动资产	55,670	61,819	113,209	109,103	103,537	98,396
%总资产	90.5%	92.9%	89.0%	88.5%	87.2%	86.3%
资产总计	61,546	66,538	127,206	123,323	118,701	113,959
短期借款	6,349	10,449	24,383	30,049	21,844	13,934
应付款项	19,104	17,392	28,001	26,431	27,576	27,994
其他流动负债	300	108	419	346	362	446
流动负债	25,753	27,950	52,804	56,826	49,782	42,374
长期贷款	3,050	3,200	23,715	23,715	23,715	23,716
其他长期负债	8,838	12,401	17,107	7,000	7,000	7,000
负债	37,641	43,550	93,626	87,541	80,497	73,090
普通股股东权益	23,549	23,306	24,381	26,513	28,866	31,460
少数股东权益	356	-318	9,198	9,268	9,338	9,408
负债股东权益合计	61,546	66,538	127,206	123,323	118,701	113,959

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.012	-0.215	0.076	0.403	0.445	0.490
每股净资产	4.452	4.406	4.609	5.012	5.457	5.948
每股经营现金净流	0.587	0.142	1.486	0.885	2.208	1.983
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.27%	-4.88%	1.64%	8.04%	8.15%	8.25%
总资产收益率	0.10%	-1.71%	0.32%	1.73%	1.98%	2.28%
投入资本收益率	0.27%	-2.48%	2.20%	3.59%	4.05%	4.54%
增长率						
主营业务收入增长率	159.29%	-25.61%	134.54%	13.93%	4.65%	2.00%
EBIT增长率	N/A	-460.17%	-326.31%	80.63%	5.99%	5.84%
净利润增长率	-127.34%	-1914.42%	135.28%	431.57%	10.41%	10.24%
总资产增长率	290.24%	8.11%	91.18%	-3.05%	-3.75%	-4.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.3	11.2	6.1	7.5	7.5	7.5
存货周转天数	42.8	80.7	47.0	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	114.3	262.0	162.6	170.0	170.0	170.0
固定资产周转天数	567.1	717.3	684.0	565.7	505.5	458.8
偿债能力						
净负债/股东权益	37.03%	70.45%	158.35%	162.84%	129.72%	101.42%
EBIT利息保障倍数	0.6	-2.4	1.4	2.4	2.6	2.8
资产负债率	61.16%	65.45%	73.60%	70.99%	67.81%	64.14%

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	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.33

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-01-04	买入	4.39	N/A
2	2016-01-25	买入	3.99	5.00~5.50
3	2016-04-11	买入	4.71	N/A
4	2016-07-17	买入	4.18	N/A
5	2016-08-17	买入	4.95	N/A
6	2016-08-30	买入	5.22	N/A
7	2016-09-06	买入	5.68	N/A
8	2016-10-17	买入	5.32	N/A

来源：国金证券研究所

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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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