

首钢股份 (000959.SZ)

量、价、利齐升助业绩同比显著改善，投资收益对冲二季度板材业绩下滑

一、量、价、利齐升助业绩同比显著改善，投资收益对冲二季度板材业绩下滑

量、价、利齐升助业绩同比显著改善：(1) 营业收入 282.57 亿元，同比增 54.39%；(2) 营业成本 246.12 亿元，同比增 53.20%；(3) 钢材产量为 719 万吨，同比增 6.50%；(4) 吨钢毛利为 506.95 元/吨，同比增 52.99%。2017 年上半年，公司实现基本每股收益为 0.18 元，同比增 5687.10%。

分季度来看，公司二季度营业收入环比降幅显著超出成本降幅，与行业变化趋势一致；二季度投资收益达 3.32 亿元，高于一季度的 0.12 亿元，投资收益的大幅增加将对冲板材业绩下滑的部分影响。根据公司对投资收益的拆分可知，可供出售金融资产在持有期间的投资收益达到 2.98 亿元、权益法核算的长期股权投资收益为 0.43 亿元。而公司可供出售金融资产主要为北汽股份的股权，截至报告期末，公司共持有北汽汽车 10.29 亿股。

二、制造升级：三大基地，区位与协同优势将逐步显现，海水淡化等新产业注入新活力

公司钢铁产能达 1700 万吨，2017 年上半年，冷轧薄板、热轧营收占比分别高达 60%、35%，毛利占比分别高达 58%、32%。

三基地地理位置优越、交通便利。在三基地协同上，迁钢公司资源供给优势明显，与首钢冷轧形成上下游一体化的生产经营体系和产品研发体系，同时公司钢材可通过京唐钢铁自有码头销往沿海地区，降低物流成本。

三、聚焦 3+1：需求放量及高端化发展助龙头钢企抢占市场，试水军工或为增长注入新动力

汽车板：16 年汽车板产量 122 万吨，市占率国内前三；冷轧产能的提升将持续增强汽车板生产能力。公司汽车板定位高端并日趋优化，成功开发了增强塑性双相钢，DH780 实现了国内首发；汽车用酸洗板实现复相钢 HR800CP、高强扩孔用钢 780HE 和 580DP 等牌号的批量供货。

电工钢：迁钢公司具备年产无取向硅钢 105 万吨、取向硅钢 15 万吨的能力。16 年市占率国内第一，跻身变压器材料供应商世界第一梯队。宝武合并电工钢行业的集中度进一步提升，将增强龙头公司的定价能力，更有助于公司市占率的进一步提升。而强强联合也将为公司带来新挑战。

镀锡板：16 年镀锡板在奥瑞金和中粮的供货份额国内第一。镀锡板事业部已实现一次材 T1 到 T5 钢种的薄规格全覆盖，在行业属于领先地位。

军工钢：2016 年 X65 野战输油专用管线钢经受实战演练考验。

四、内外机遇：集团境内钢铁上市平台，区域龙头有望享受供给侧改革红利

内部：公司为集团境内唯一钢铁产业上市平台；为首钢集团下属 17 家企业提供管理服务，该业务年收入超 3 亿元。

外部：京津冀一体化加速推进改善供需格局，严厉环保政策加速不达标产能退出，京津冀地区龙头钢企首钢股份或能够享受供给侧红利。

五、盈利预测与投资建议：预计 2017-2019 年 EPS 为 0.58 元、0.64 元、0.68 元，对应于 2017 年 8 月 23 日收盘价，2017-2019 年 PE 为 12.49X、11.33X 和 10.66X，对应于 2017 年的 PB 为 1.40X，给予“买入”评级。

六、风险提示：宏观经济持续下滑；汽车板、硅钢等高端产品产量低于预期；资产证券化进程低于预期；京津冀协同发展进程低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	17,843.23	41,850.41	62,535.75	68,812.21	74,984.09
增长率(%)	-25.61%	134.54%	49.43%	10.04%	8.97%
EBITDA(百万元)	1,109.73	7,452.29	13,415.99	13,920.87	14,312.45
净利润(百万元)	-1,136.62	400.96	3,070.40	3,383.76	3,597.40
增长率(%)	-1,914.42%	135.28%	665.75%	10.21%	6.31%
EPS (元/股)	-0.215	0.076	0.580	0.640	0.680
市盈率 (P/E)		87.33	12.49	11.33	10.66
市净率 (P/B)	0.93	1.44	1.40	1.24	1.11
EV/EBITDA	34.04	11.83	6.21	5.93	5.52

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	7.33 元
前次评级	买入
报告日期	2017-08-23

相对市场表现



分析师：李莎 S0260513080002

020-87574792

lisha@gf.com.cn

相关研究：

- 【广发钢铁李莎】首钢股份 (000959.SZ) 深度报告：高端产品放量增厚业绩，龙头钢企享供给侧改革红利 2017-06-21
- 【广发钢铁李莎】首钢股份 (000959.SZ) 2016 年年报点评：量价齐升、京唐并表改善盈利，京津冀一体化利好区域龙头 2017-03-30
- 【广发钢铁李莎】首钢股份 (000959.SZ)：获易诊科技及其一致行动人举牌，看好转型升级带来的投资机会，维持“买入”评级 2016-10-16

联系人：陈潇 020-8757-1273

gzchenxiao@gf.com.cn

目录索引

一、量、价、利齐升助业绩同比显著改善，投资收益对冲二季度板材业绩下滑	4
（一）营运能力同比有所上升	7
（二）偿债能力同比有所增强	8
（三）现金流量运转情况同比有所恶化	8
二、制造升级：三大基地，区位与协同优势将逐步显现，海水淡化等新产业注入新活力..	9
三、聚焦 3+1：需求放量及高端化助力龙头钢企抢占市场，试水军工钢或为增长注入新动力	9
四、内外机遇：集团境内钢铁上市平台，区域龙头有望享受供给侧改革红利	10
五、盈利预测与投资建议：高端产品放量增厚业绩，龙头钢企享供给侧改革红利，给予“买入”评级	11
六、风险提示	13

图表索引

图 1: 2017 年上半年首钢股份基本 EPS 上升至 0.18 元	6
图 2: 2017 年上半年首钢股份 ROE 和 ROA 同比升幅明显	6
图 3: 2017 年上半年首钢股份盈利能力销售净利率、销售毛利率和营业利润率同比升幅明显	6
图 4: 2017 年上半年首钢股份销售费用率同比微幅下降, 销售费用率和财务费用率同比大幅下降	6
图 5: 2012-2016 年首钢股份存货周转率变动情况	7
图 6: 2012-2016 年首钢股份应收账款周转率变动情况	7
图 7: 2012-2016 年首钢股份流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率变化情况	7
图 8: 2017 年上半年首钢股份资产负债率同比下降 1.61 个百分点至 73.27%	8
图 9: 2017 年上半年首钢股份流动比率和速动比率分别上升至 0.35 和 0.25	8
图 10: 2016 年首钢股份每股经营活动产生现金流量净额大幅上升	8
表 1: 2017 年上半年首钢股份生铁、粗钢、钢材产量同比分别增长 3.43%、8.20% 和 6.50%	4
表 2: 2017 年上半年冷轧板卷 (1.0mm) 和热轧板卷 (3.0mm) 均价同比分别提升 38.77% 和 41.86%	4
表 3: 2017 年上半年冷轧和热轧吨钢毛利同比分别提升 248.77% 和 78.84%	5
表 4: 从营收、成本和毛利三个角度来解析 2017 年上半年首钢股份业务格局	5
表 5: 首钢股份 2017 年一季度和二季度业绩表现	5
表 6: 首钢股份产能简介及 2016-2017 年公司主要产品产量情况	12
表 7: 2013-2017 年热轧板卷与冷轧板卷均价及同比变化 (单位: 元/吨)	12
表 8: 首钢股份主要产品毛利率情况	13
表 9: 主要钢材品种 2017 年价格、毛利及毛利率表现	13

一、量、价、利齐升助业绩同比显著改善，投资收益对冲二季度板材业绩下滑

2017年上半年，公司实现营业收入282.57亿元，同比增长54.39%；营业利润14.49亿元，同比增长3784.41%；利润总额14.32亿元，同比增长1677.53%；归属于上市公司股东的净利润9.49亿元，同比增长5667.78%；基本每股收益为0.18元。

(1) **量增**：根据公司2017年中报，2017年上半年公司共生产铁、粗钢和钢材808万吨、604万吨和719万吨，同比分别增长3.43%、8.20%和6.50%。

表 1：2017 年上半年首钢股份生铁、粗钢、钢材产量同比分别增长 3.43%、8.20%和 6.50%

主要产品	生铁 (万吨)	同比	粗钢 (万吨)	同比	钢材 (万吨)	同比
迁钢公司	370	14.20%	370	15.30%	256	14.30%
京唐公司	438	-4.20%	234	-1.40%	376	-0.04%
冷轧公司					87	16.00%
合计	808	3.43%	604	8.20%	719	6.50%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(2) **价升**：根据我的钢铁网披露的冷轧板卷（1.0mm）和热轧板卷（3.0mm）两个品种在广州、上海、武汉、北京和沈阳五个地区的价格，我们计算得到2017年上半年冷轧板卷和热轧板卷的均价分别为4339.06元/吨和3511.48元/吨，同比分别增加38.77%和41.86%。

表 2：2017 年上半年冷轧板卷（1.0mm）和热轧板卷（3.0mm）均价同比分别提升 38.77%和 41.86%

主要产品	2017H (元/吨)	同比	2017Q2 (元/吨)	同比	2017Q1 (元/吨)	同比
冷轧	4229.06	38.77%	3785.81	16.91%	4679.57	63.99%
热轧	3511.48	41.86%	3267.23	18.52%	3759.74	71.71%

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

量价齐升对应到公司经营情况，则体现为营业收入的大幅增长，2017年上半年，冷轧和热轧的营业收入同比分别增长49.82%和58.46%。

(3) **利升**：根据我的钢铁网披露的冷轧和热轧两个品种的毛利，我们计算得到2017年上半年冷轧和热轧的吨钢毛利分别为572.06元/吨和630.23元/吨，同比分别增加248.77%和78.84%。

表 3: 2017 年上半年冷轧和热轧吨钢毛利同比分别提升 248.77%和 78.84%

主要产品	2017H (元/吨)	同比	2017Q2 (元/吨)	同比	2017Q1 (元/吨)	同比
冷轧	572.06	248.77%	281.07	2.31%	872.75	1658.46%
热轧	630.23	78.84%	513.66	-2.22%	750.69	332.12%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

结合公司各细分品种的营收和成本同比变化可知: (1) 营收增幅大于成本增幅, 单位产品的毛利率同比改善; (2) 冷轧营收增幅大于成本增幅, 毛利率提升 2.05% 至 1250%; (3) 热轧营收增幅小于成本增幅, 毛利率下滑 4.19% 至 11.63%。

表 4: 从营收、成本和毛利三个角度来解析 2017 年上半年首钢股份业务格局

主要产品	营收 (亿元)	同比	成本 (亿元)	同比	毛利 (亿元)	同比
冷轧	169.43	58.46%	148.25	54.85%	21.18	89.62%
热轧	99.03	49.82%	87.51	57.28%	11.52	10.13%
其他产品	14.11	40.96%	10.37	11.87%	3.75	406.76%
合计	282.57	54.39%	246.12	53.20%	36.45	62.94%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

受限于各细分品种的产量数据尚未披露, 在此我们仅计算整个钢材品种吨钢毛利的变化情况: (1) 营业收入 282.57 亿元, 同比增 54.39%; (2) 营业成本 246.12 亿元, 同比增 53.20%; (3) 钢材产量为 719 万吨, 同比增 6.50%, 由此我们可以计算得出 2017 年上半年吨钢毛利为 506.95 元/吨, 同比增 52.99%。

但与此同时我们也注意到, 板材二季度的盈利较一季度明显减弱, 冷轧和热轧吨钢毛利环比分别下滑 67.79% 和 31.58%。而就公司而言, 分季度来看, 公司二季度营业收入环比降幅显著超出成本降幅, 与行业变化趋势一致; 但受益于其他经营收益环比增 2666.67% 至 3.32 亿元, 致使公司营业利润仅下滑 13.03%。

表 5: 首钢股份 2017 年一季度和二季度业绩表现

	2017Q1	2017Q2	环比
营业总收入 (亿元)	151.43	131.13	-13.41%
营业总成本 (亿元)	143.8	127.86	-11.08%
其他经营收益 (亿元)	0.12	3.32	2666.67%
营业利润 (亿元)	7.75	6.74	-13.03%
利润总额 (亿元)	7.84	6.49	-17.22%
净利润 (亿元)	7.81	5.21	-33.29%
归属母公司股东的净利润 (亿元)	4.97	4.52	-9.05%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(4) 投资收益大幅提升对冲板材业绩下滑影响。2017年上半年，公司实现投资收益3.44亿元，同比增长90.53%；其中一季度和二季度分别达到0.12亿元和3.32亿元。根据公司对投资收益的拆分可知，可供出售金融资产在持有期间的投资收益达到2.98亿元、权益法核算的长期股权投资收益为0.43亿元。而公司可供出售金融资产主要为北京汽车的股权，截至报告期末，公司共末持有北京汽车10.29亿股。

(5) 投资筹资流出剧增，现金流入大幅减少。2017年上半年，公司的现金流量净额为-8.64亿元，同比大幅减少78.56%，主要是由于固定资产投资和偿还债务同比增加，导致投资活动和筹资活动产生的现金流分别大幅减少15.44亿元和6.49亿元。

图1: 2017年上半年首钢股份基本EPS上升至0.18元

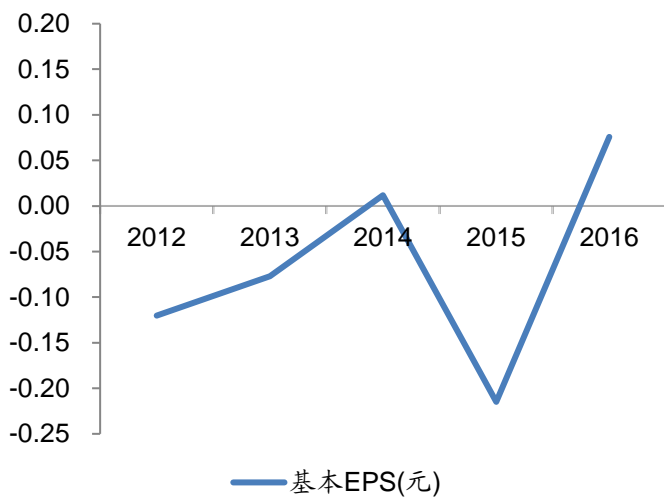
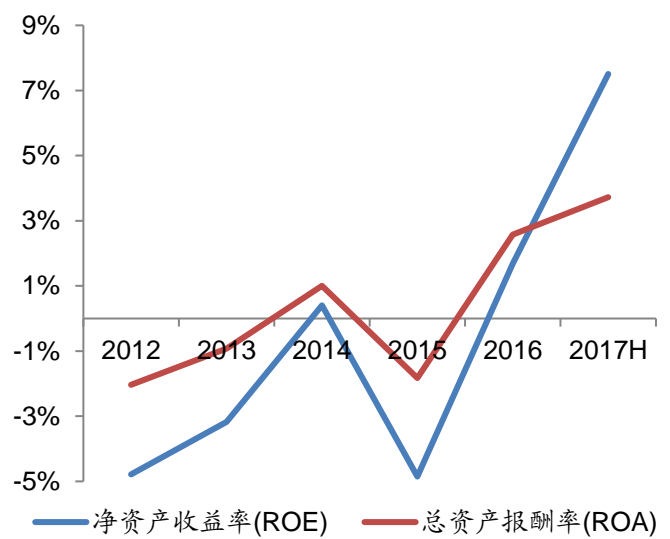


图2: 2017年上半年首钢股份ROE和ROA同比升幅明显



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图3: 2017年上半年首钢股份盈利能力销售净利率、销售毛利率和营业利润率同比升幅明显

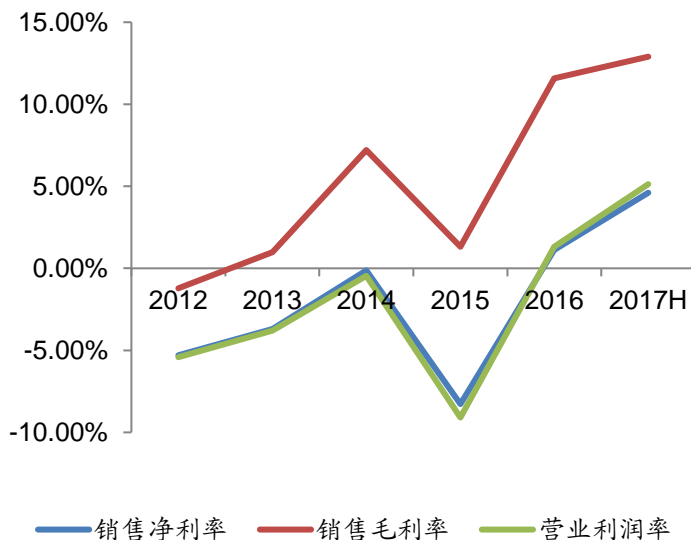
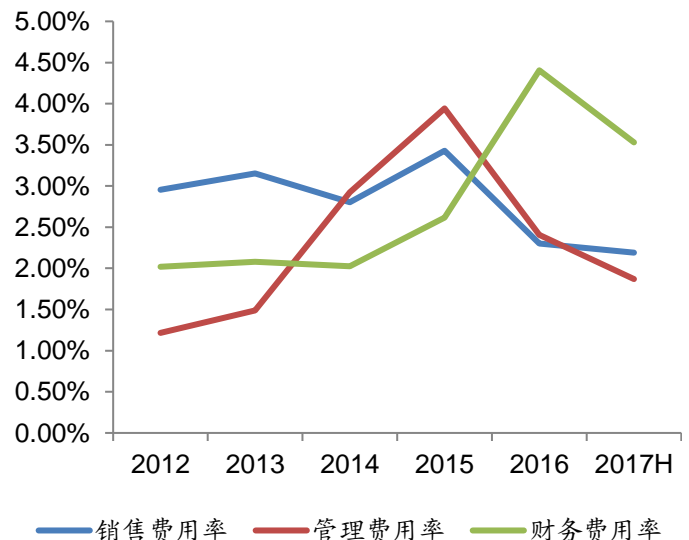


图4: 2017年上半年首钢股份销售费用率同比微幅下降, 销售费用率和财务费用率同比大幅下降



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(一) 营运能力同比有所上升

2017年上半年，公司营运能力同比有所上升。2017年上半年，公司存货周转率为4.14次，比上年同期增加0.72次；应收账款周转率28.48次，比上年同期增加4.99次；流动资产周转率为1.66次，比上年同期减少0.40次；固定资产周转率为0.37次，比上年同期增加0.03次，总资产周转率为0.22次，比上年同期增加0.03次。

图5：2012-2016年首钢股份存货周转率变动情况

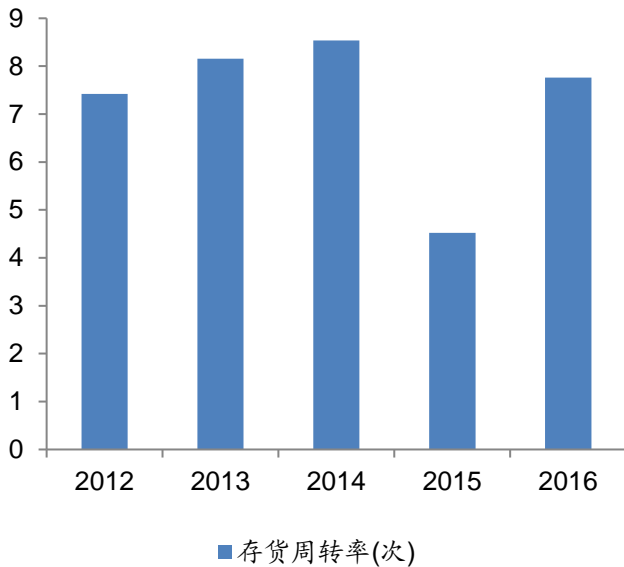
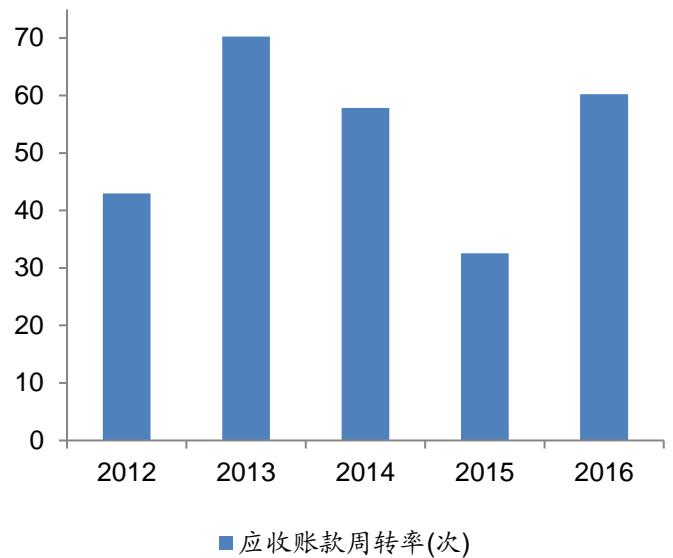


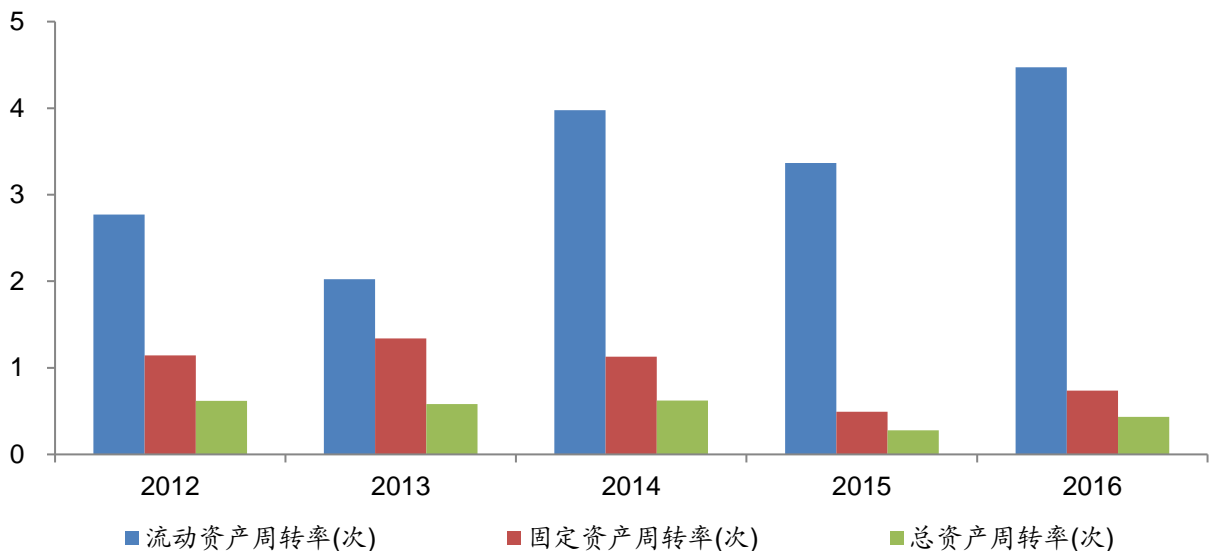
图6：2012-2016年首钢股份应收账款周转率变动情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：2012-2016年首钢股份流动资产周转率、固定资产周转率和总资产周转率变化情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

(二) 偿债能力同比有所增强

2017年上半年，公司偿债能力同比有所增强。2017年上半年，公司资产负债率为73.27%，同比下降1.61个百分点；流动比率为0.35，比上年同期增加0.11；速动比率为0.14，比上年同期增加0.11。

图8: 2017年上半年首钢股份资产负债率同比下降1.61个百分点至73.27%

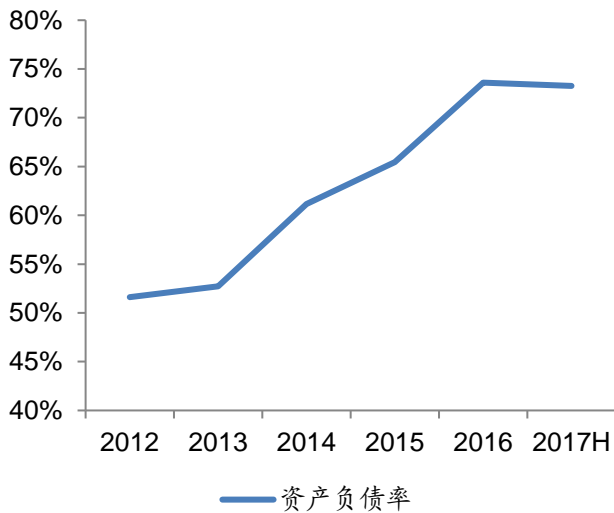
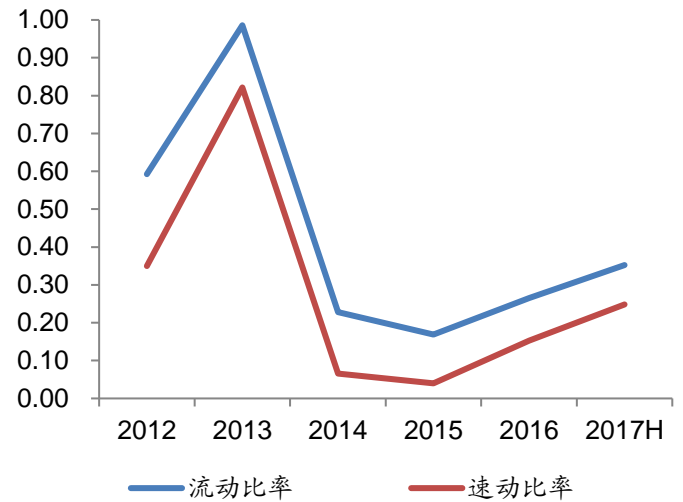


图9: 2017年上半年首钢股份流动比率和速动比率分别上升至0.35和0.25



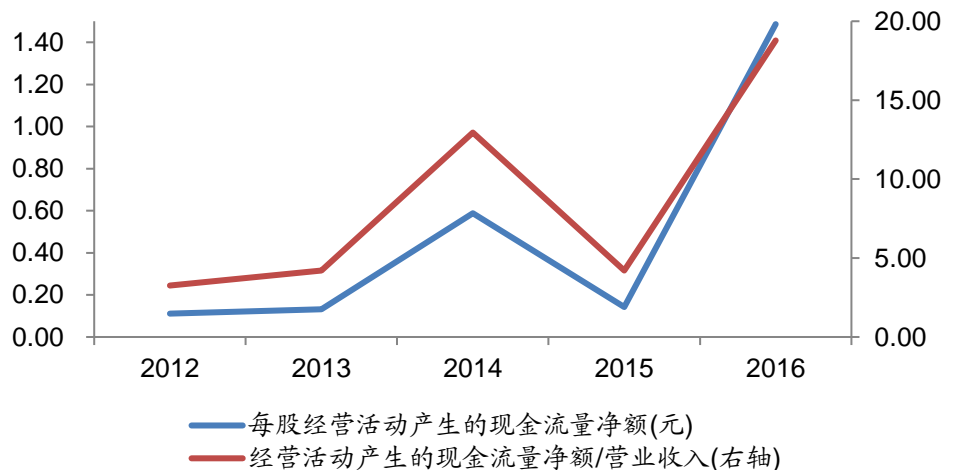
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(三) 现金流量运转情况同比有所恶化

2017年上半年，公司现金流量运转情况同比有所恶化。2017年上半年，公司每股经营活动产生的现金流量净额为0.25元，同比微幅增加0.04元；经营活动产生的现金流量净额/营业收入为6.19，比上年同期减少1.49。

图10: 2016年首钢股份每股经营活动产生现金流量净额大幅上升



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

二、制造升级：三大基地，区位与协同优势将逐步显现，海水淡化等新产业注入新活力

2013年至今，首钢股份产品产能及结构发生重大变化。按照国家发改委的规划，首钢股份需整体由北京石景山搬迁至河北曹妃甸。2013年3月，以第一线材厂停产为标志，首钢股份位于北京的钢铁主流程全部停产，公司仅保留产能为170万吨的顺义冷轧厂。首钢股份被定位为首钢集团境内钢铁、铁矿产业的唯一上市平台，多次与首钢集团进行资产置换，其中：2014年4月，完成与迁钢公司全部资产置换，钢铁产能扩张至800万吨，产品结构由以冷轧薄板和钢材为主转变为以冷轧、热轧等板材为主；2016年4月置入京唐钢铁51%股权，钢铁产能再增900万吨，高端板材营收占比进一步提升；2017年6月30日，据河北省发布的《首钢京唐钢铁二期一步钢铁项目产能减量置换方案》，京唐二期一步拟通过置换河北省638万吨炼钢产能，新建510万吨钢铁产能。截至2017年上半年，公司冷轧薄板、热轧营收占比分别高达59.96%、35.04%，毛利占比分别高达58.11%、31.61%，盈利能力随着产品高端化发展将显著增强。

截至2016年，公司钢铁产能增加至1700万吨，生产基地主要为京唐钢铁、迁钢公司、首钢冷轧，产品结构日趋“冷系化”，产能持续升级。在区位上，京唐钢铁布局紧凑、临海靠港，物流优势明显，迁钢公司位于环渤海经济圈内的河北省迁安市，紧邻曹妃甸深水码头和迁曹铁路，为原料进口和产品运输带来极大便利；首钢冷轧毗邻机场、紧邻六环路和京承铁路线；地理位置优越、交通便利。此外，首钢冷轧与其下游客户北京汽车集团有限公司约10公里，运费成本较低。在三基地协同上，迁钢公司资源供给优势明显，铁矿及其它矿物资源较为丰富，与首钢冷轧形成了上下游一体化的生产经营体系和产品研发体系，同时，公司钢材可以通过京唐钢铁自有码头销往沿海地区，进一步发挥京唐钢铁自有码头优势，降低物流成本。

三、聚焦 3+1：需求放量及高端化助力龙头钢企抢占市场，试水军工钢或为增长注入新动力

首钢股份聚焦“3+1”（汽车板、电工钢、镀锡板，军工钢）精品服务战略：

汽车板：汽车产业仍处普及期、需求将持续放量，消费升级推动着汽车消费高端化发展。而从市场供给上，国内汽车板市场供给呈现出“一超多强”的格局。宝武合并后宝钢股份汽车板产能达到1200万吨。鞍钢、首钢冷轧汽车板的起步晚于宝武，鞍钢产能在250万吨左右、首钢产能在160万吨左右。2016年汽车板产量达到122万吨，市占率占据国内前三；此外，冷轧产能的提升将持续增强首钢股份冷轧汽车板生产能力。在结构上，公司汽车板定位高端并日趋优化，汽车板产品成功开发了增强塑性双相钢，DH780实现了国内首发；汽车用酸洗板实现复相钢HR800CP、高强扩孔用钢780HE和580DP等牌号的批量供货。2016年，公司供宝马汽车板5个月质量零缺陷，锁定2017年宝马部分新车型50%的供货份额，累计3个月被评为长城一级供应商，

供货份额扩展到30%；实现奔驰213车型6个零件批量供货；组织20家客户1432个零件的认证备料，通过率90.4%。2017年上半年汽车板获得神龙汽车，宝马，长城，郑州日产、北京奔驰、一汽大众、广汽丰田等24家客户、547个零部件的认证备料，并在客户处开展并通过了615个零部件的认证。在国内汽车消费持续增长同时高端化的背景下，首钢股份汽车板结构优势将逐渐显现。此外，与首钢MA公司的合作，将有助于公司捕捉国内高端汽车板的发展方向，而且能够推进首钢汽车板产销研一体化，促进首钢汽车板产业链进一步升级；高质量使得客户认同度持续提高。

电工钢：受益电网投资回升和出口需求激增，电工钢订单将陆续放量。迁钢公司具备年产120万吨的电工钢生产能力，其中无取向硅钢105万吨，取向硅钢15万吨。其中，无取向硅钢：2016年以129万吨成为世界最大的无取向电工钢生产基地，已实现全系列、全规格产品生产覆盖，市场占有率国内第一，成为世界上重要的无取向硅钢生产基地。无取向电工钢通过韩国LG电子等12家用户认证，与上海日立电器建立电工钢应用技术联合实验室，完成新能源汽车驱动电机用钢、高压电机用钢等5个新产品。取向硅钢：成为全世界第四家掌握低温板坯加热工艺生产高磁感取向硅钢技术的厂家，跻身变压器材料供应商世界第一梯队。宝武的合并，公司作为第二大寡头，将迎来新挑战和新机遇，挑战在于两大巨头的强强联合将融合双方产能、技术和研发资源，发展将更为迅速；而机遇则在于电工钢行业的集中度进一步提升、垄断力的增强将增强企业的定价能力；此外，电力企业为避免单一货源，也会倾向于选择2家或以上的供货商供货，宝武的合并将助力公司进一步提升市占率。

镀锡板：首钢年产电镀锡产品45万吨，产品定位为高档食品包装用电镀锡板。根据公司2016年年报显示：镀锡板全面进军国内高端客户，实现在奥瑞金和中粮的供货份额国内第一。目前镀锡板事业部已实现一次材T1到T5钢种的薄规格全覆盖，最薄的可达到0.16毫米，在行业属于领先地位。

军工用钢：我国国防建设仍存“量”和“质”的相对不足，军工钢需求受益于军工产业的快速发展而陆续释放。公司正积极布局军工钢，根据2015年年报，公司2015年生产海底抗酸X60MOS、正火态抗酸J55NS、抗挤毁TG26T、军工野战X65共计约3855吨。2016年年报，公司合作开发的X65野战输油专用管线钢，经受实战演练考验。

四、内外机遇：集团境内钢铁上市平台，区域龙头有望享受供给侧改革红利

从转型与发展来看，主要从两个角度来阐述。

内部：

根据首钢集团2012年7月17日出具的《首钢总公司关于本次重组后同业竞争的解决措施及避免同业竞争的承诺》中提出，根据首钢钢铁业发展规划，首钢股份将作为首钢集团在中国境内的钢铁及上游铁矿资源产业发展、整合的唯一平台，最终实现首钢集团在中国境内的钢铁、上游铁矿资源业务整体上市。

2016年12月，首钢股份、京唐钢铁共同与首钢集团签署《首钢总公司与北京首钢股份有限公司及首钢京唐钢铁联合有限责任公司之管理服务协议》，按照《协议》，管理和服务期限为3年，自2016年1月1日起算。首钢集团向首钢股份及京唐钢铁支付的管理服务费包括固定管理费及浮动管理费两部分：（1）固定管理费：按照管理服务标的的上一年度经审计的资产总额的3‰计算。（2）浮动管理费：根据首钢集团的考核指标要求，在固定管理费基础上按照如下标准进行调整，规则如下：管理服务企业利润额或亏损额相较上年的增盈或减亏比例分别小于5%（含）、大于5%且小于10%（含）、大于10%，可在固定管理费的基础上分别上浮0-3%、5-10%和10-20%。我们基于公开资料找到首钢矿业公司等8家企业在2016年年报中披露的资产规模共计1079.42亿元，如若按照资产总额的3‰收取固定管理费，则2017年首钢股份能获得超过3.24亿元的固定管理费。

外部：首钢股份产能主要分布于河北和北京，2017年是“大气十条”第一阶段收官之年，同时也是《京津冀协同发展规划纲要》近期目标的决胜之年。京津冀一体化加速推进，将从供给和需求两端利好龙头钢企。此外，严厉环保政策将限制现阶段环保不达标企业的产能释放、促进不合规钢厂的产能退出，进而利好产能达标的合规钢厂。

五、盈利预测与投资建议：高端产品放量增厚业绩，龙头钢企享供给侧改革红利，给予“买入”评级

首钢股份先后置入迁钢、京唐钢铁，产能增加至1700万吨，产品结构日益高端化；聚焦“3+1”（汽车板、电工钢、镀锡板，军工钢）精品服务战略，高端化发展助龙头钢企抢占市场，试水军工钢、海水淡化项目或为增长注入新动力。公司作为首钢集团境内唯一钢铁和铁矿产业上市平台，为首钢集团下属17家企业提供管理服务，该业务年收入超3亿元；而京津冀一体化将从供需两方面利好区域龙头企业，严厉环保政策将限制现阶段环保不达标企业的产能释放、促进不合规钢厂的产能退出，进而利好产能达标的合规钢厂。首钢股份作为京津冀地区龙头钢企之一，将享受供给侧改革红利。

公司持续优化产品结构，中高端冷轧产品放量将持续增厚业绩；同时作为京津冀区域龙头，有望充分享受供给侧改革红利，提高市场竞争力。预计2017-2019年EPS为0.58元、0.64元、0.68元，对应于2017年8月23日收盘价，2017-2019年PE为12.49X、11.33X和10.66X，对应于2017年的PB为1.40X，给予“买入”评级。

本报告的盈利预测假设如下：

（1）量：我们首先将历史数据陈述如下，由于2015年9月公司置出贵州投资100%股权及支付现金的方式控股合并首钢京唐钢铁51%的股权，因此可比数据我们选择了2016年。根据2016年年报，公司具备年产1700万吨钢（其中迁钢公司800万吨、京唐公司900万吨）及其配套的生产能力。

表 6: 首钢股份产能简介及 2016-2017 年公司主要产品产量情况

	产能	2017 年计划 (万吨)	2016 年 (万吨)	2017 年同比变化
迁钢公司	800 万吨产钢	684 (170)	652 (164)	+4.91%
首钢冷轧		160	159	+0.63%
京唐公司	900 万吨产钢	757	728	+3.98%
合计	1700 万吨产钢	1601 (1431)	1539 (1375)	+4.03% (+4.07%)

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

备注: 首钢冷轧具备年产 170 万吨/年冷轧薄板 (轧钢产能)

结合对之前三个基地热轧、冷轧产能占比的情况, 如果 2017 年按照生产规划实现, 在产能占比与产量占比相等, 且公司不调整生产战略的情况下, 我们可以推算 2017 年冷轧产量、热轧产量同比分别增加约和 3.34% 和 4.49%。结合公司产品日益“冷系化”和高端化发展和京唐钢铁二期的产能投放, 我们假定 2017-2019 年冷轧薄板销量分别增长 4%、5% 和 4%; 热轧销量年均增长 5%、5% 和 4%。

(2) 价: 环保持续高压叠加采暖季限产将使得整体板材市场供需紧平衡, 假定冷轧卷板 2017-2019 年价格同比分别上涨 45%、5%、5%。热轧卷板 2017-2019 年价格同比分别上涨 50%、5%、5%。

表 7: 2013-2017 年热轧板卷与冷轧板卷均价及同比变化 (单位: 元/吨)

	热轧板卷	同比	冷轧板卷	同比
2013	3758.97	-8.03%	4534.26	-4.15%
2014	3344.25	-11.03%	4040.49	-10.89%
2015	3005.29	-10.14%	3655.12	-9.54%
2016	2788.90	-7.20%	3405.05	-6.84%
2017	3603.41	42.48%	4252.10	38.59%

数据来源: Mysteel、广发证券发展研究中心

备注: 2017 年价格更新截至 2017 年 8 月 22 日, 2017 年价格同比变化利用 2016 年可比价格计算得到 (2016 年 1 月 1 日-2016 年 8 月 22 日)

(3) 毛利: 从历史数据来看, 公司主营冷轧薄板和热轧的盈利较为一般, 但根据 2017 年 4 月 5 日公司披露的《2017 年 3 月 30 日投资者关系活动记录表》可知, 主要是由于锁价、客户认证等因素等影响。假定坚定不移的优化产品结构、并持续推进降本增效, 随着客户资源的高端化和稳定化, 公司板材的盈利将呈现稳中有升的状态。今年上半年, 两种产品的毛利率分别为 9.97% 和 12.79%; 而 7 月份至今, 行业统计的热轧和冷轧的毛利已环比上半年提升 5.05 个百分点和 9.48 个百分点。因此, 我们假定

冷轧卷板2017-2019年的毛利率分别为15%、14.5%和14%；假定热轧卷板的毛利率分别为14%、13.8%和13.5%。

表 8: 首钢股份主要产品毛利率情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年中报
冷轧	2.01%	3.21%	--	9.97%	12.50%
热轧	--	--	6.92%	12.79%	11.63%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 9: 主要钢材品种 2017 年价格、毛利及毛利率表现

	2017 年 1-6 月			2017 年 7 月至今		
	均价 (元/吨)	均毛利(元/吨)	毛利率	均价 (元/吨)	均毛利(元/吨)	毛利率
冷轧	4229.06	572.06	13.53%	4328.70	803.96	18.57%
热轧	3511.48	630.23	17.95%	3909.03	1072.08	27.43%

数据来源：Mysteel、广发证券发展研究中心

备注：2017 年至今表示的区间段为 2017 年 7 月 1 日-2017 年 8 月 22 日

六、风险提示

- 1、宏观经济持续下滑；
- 2、汽车板、硅钢等高端产品产量低于预期；
- 3、资产证券化进程低于预期；
- 4、京津冀协同发展进程低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4719	13997	18219	19464	21227
货币资金	455	1923	2046	2157	2575
应收及预付	645	6096	8294	9023	9653
存货	3603	5934	7845	8247	8961
其他流动资产	16	44	34	38	36
非流动资产	61819	113209	116542	120911	124135
长期股权投资	630	2249	2249	2249	2249
固定资产	35209	79351	73878	68448	62897
在建工程	10667	19594	27827	36906	45035
无形资产	1556	2715	3296	4015	4661
其他长期资产	13758	9299	9291	9294	9293
资产总计	66538	127206	134761	140376	145362
流动负债	27950	52804	56982	58538	59318
短期借款	8960	19887	12803	11854	8836
应付及预收	17500	28392	40666	42834	46744
其他流动负债	1489	4524	3512	3850	3737
非流动负债	15601	40822	40587	40665	40639
长期借款	3200	23715	23715	23715	23715
应付债券	3000	7000	7000	7000	7000
其他非流动负债	9401	10107	9871	9950	9924
负债合计	43550	93626	97569	99203	99957
股本	5289	5289	5289	5289	5289
资本公积	13101	20093	20093	20093	20093
留存收益	948	-6188	-3117	267	3864
归属母公司股东权益	23306	24381	27452	30836	34433
少数股东权益	-318	9198	9740	10337	10972
负债和股东权益	66538	127206	134761	140376	145362

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	752	7861	20170	13686	15439
净利润	-1476	472	3612	3981	4232
折旧摊销	2240	4895	6796	6916	7009
营运资金变动	-382	352	8129	1025	2549
其它	370	2143	1632	1763	1648
投资活动现金流	-6864	-7479	-10255	-11451	-10425
资本支出	-1669	-3516	-10517	-11719	-10692
投资变动	-5188	-4079	262	268	266
其他	-6	116	0	0	0
筹资活动现金流	6019	-672	-9792	-2124	-4595
银行借款	11560	29178	-7084	-950	-3018
债券融资	-4622	-26111	-1052	351	-117
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-919	-3739	-1656	-1525	-1461
现金净增加额	-93	-290	123	111	419
期初现金余额	548	455	1923	2046	2157
期末现金余额	455	165	2046	2157	2575

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-25.6	134.5	49.4	10.0	9.0
营业利润增长	-1,370.	133.7	772.9	10.2	6.4
归属母公司净利润增长	-1,914.	135.3	665.8	10.2	6.3
获利能力(%)					
毛利率	1.3	11.6	14.9	14.5	14.1
净利率	-8.3	1.1	5.8	5.8	5.6
ROE	-4.9	1.6	11.2	11.0	10.4
ROIC	-3.1	2.6	6.8	6.8	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	65.5	73.6	72.4	70.7	68.8
净负债比率	0.7	1.6	1.2	1.1	0.9
流动比率	0.17	0.27	0.32	0.33	0.36
速动比率	0.03	0.12	0.14	0.14	0.16
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.43	0.48	0.50	0.52
应收账款周转率	30.74	56.72	52.14	52.14	52.14
存货周转率	4.41	7.59	7.30	7.60	7.60
每股指标(元)					
每股收益	-0.21	0.08	0.58	0.64	0.68
每股经营现金流	0.14	1.49	3.81	2.59	2.92
每股净资产	4.41	4.61	5.19	5.83	6.51
估值比率					
P/E	-19.0	87.3	12.5	11.3	10.7
P/B	0.9	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	34.0	11.8	6.2	5.9	5.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	17843	41850	62536	68812	74984
营业成本	17607	37006	53239	58849	64442
营业税金及附加	51	318	488	550	615
销售费用	612	962	1251	1376	1500
管理费用	703	1006	938	1032	1125
财务费用	467	1844	1649	1518	1452
资产减值损失	250	448	456	491	517
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	224	281	262	268	266
营业利润	-1623	547	4777	5264	5600
营业外收入	14	62	46	51	49
营业外支出	0	9	6	7	7
利润总额	-1609	600	4816	5308	5643
所得税	-133	128	1204	1327	1411
净利润	-1476	472	3612	3981	4232
少数股东损益	-340	71	542	597	635
归属母公司净利润	-1137	401	3070	3384	3597
EBITDA	1110	7452	13416	13921	14312
EPS(元)	-0.21	0.08	0.58	0.64	0.68

广发钢铁行业研究小组

- 李莎：首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。2016年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014年新财富钢铁行业第二名（团队），2013年新财富钢铁行业第三名（团队），2012年新财富钢铁行业第三名（团队），2011年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈潇：研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。2016年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队），电话 020-87571273。
- 雷文：研究助理，华中科技大学金融学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，电话 020-87578481。
- 刘洋：联系人，清华大学材料科学与工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。