

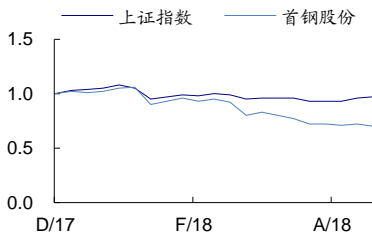
证券研究报告—深度报告

黑色金属

钢铁 II

首钢股份(000959)
中性

2018年05月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	5,289/2,967
总市值/流通(百万元)	21,951/12,311
上证综指/深圳成指	3,155/10,564
12个月最高/最低(元)	8.34/4.12

联系人: 王海涛

电话: 010-88005311

E-MAIL: wanghaitao@guosen.com.cn

联系人: 冯思宇

E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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。

首次覆盖

精品板材企业,一业多地谋长远发展

● 首钢集团所属境内唯一上市公司

首钢集团拥有 3000 万吨以上的钢铁产能,近 3000 万吨的铁矿年产量。首钢股份定位于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,目前产能超过 1700 万吨。

● 三大基地协同发展

首钢股份已初步形成迁钢公司、冷轧公司、京唐钢铁协同发展的格局,成为京津冀协同发展的示范区。迁钢公司与京唐钢铁作为板材生产企业具有很强的互补性,有利于提高效率,降低成本。此外,各厂区从始至终的高环保标准,也使首钢股份受到的“2+26”城市限产影响被降到最低。

● 聚焦高端产品快速成长

首钢股份的产品转型仅有十余年的历史,但是发展迅猛,已快速成长为我国重要的高端板材生产厂。汽车板、电工钢、镀锡板三大战略产品由“跟随”转向“引领”。公司汽车板产量已突破三百万吨,产品定位高端,具备较好的客户基础,在钢铁企业中享有一定的优势地位。电工钢技术领先,具备 HiB 生产能力,产品国内市场占有率仅次于宝武集团。镀锡板高端客户全覆盖,产量超过河钢集团成为第二大镀锡板生产企业。

● 京唐二期建设为公司提供新的增长点

京唐钢铁二期一步核定炼铁产能 439 万吨、炼钢产能 510 万吨。按照项目建设计划,京唐二期一步将在两年内建成投产,四年内达产,使首钢股份产量规模得到进一步的提升,产品结构进一步优化。在产能严控的背景下,公司是少量规模仍具备成长性的企业之一。

● 风险提示

钢材下游需求大幅下滑;京唐二期建设进展不及预期。

● 公司合理估值在 4.1 元~5.0 元

我们预计 18/19/20 年首钢股份实现归母净利润 24.05/29.67/32.01 亿元,折合每股收益 0.45/0.56/0.61 元。通过多角度估值分析,我们认为:公司每股合理价值在 4.1 元~5.0 元,首次覆盖给予“中性”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	60,250	68,926	76,094	77,236
(+/-%)	44.0%	14.4%	10.4%	1.5%
净利润(百万元)	2211	2404.63	2966.74	3201.08
(+/-%)	451.3%	8.8%	23.4%	7.9%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.45	0.56	0.61
EBIT Margin	8.6%	9.3%	9.4%	9.4%
净资产收益率(ROE)	8.4%	8.6%	9.8%	9.9%
市盈率(PE)	9.9	9.1	7.4	6.9
EV/EBITDA	11.6	9.9	8.9	8.3
市净率(PB)	0.83	0.78	0.73	0.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

首钢股份定位于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，在完成收购首钢京唐公司 51% 股权收购后，已逐步转型成为优质精品板材企业。目前，首钢股份已形成迁钢公司、冷轧公司、京唐钢铁协同发展的格局，汽车板、电工钢、镀锡板三大战略产品保持高速增长。从始至终的高环保标准，也使首钢股份受到的“2+26”城市限产影响被降到最低。随着京唐二期的建设投产，预期公司产量规模、产品结构将不断优化。我们预计 18/19/20 年首钢股份实现营业收入 689.26/760.94/772.36 亿元，实现归母净利润 24.05/29.67/32.01 亿元，折合每股收益 0.45/0.56/0.61 元，按照 5 月 24 日价格 4.15，对应动态 PE 分别为 9.1/7.4/6.9x。通过多角度估值分析，我们认为：公司每股合理价值在 4.1 元~5.0 元，鉴于京近期钢铁板块走势较弱，首次覆盖给予“中性”评级。

核心假设或逻辑

(1) 产量假设：基于京唐二期一步两年内建成投产、第三年达产 80%、第四年达产 100% 的建设进程目标，假设 18/19/20 年公司的钢材产量增长率分别为：9%/11%/4%。

(2) 钢材价格假设：2017 年受益于供给侧结构性改革，钢材价格大幅上升。预计 2018 年房地产及基建钢材需求增量趋缓，制造业需求延续高增长，同时考虑到新建项目多为热卷产能，板材供需或继续延续平衡状态。鉴于 2017 上半年钢材价格仍较低，我们预计 2018 板材价格增长率为 5%。

(3) 原料成本假设：鉴于铁矿石供过于求，价格走势或弱于钢材。同时京唐基地临海靠港，其投产可大幅降低铁矿石物流成本。

与市场预期的差异之处

市场认为随着京唐二期的建设投产，公司净利润能快速大幅提高。但我们认为较低的资产效率使公司仍将保持较高的折旧水平，导致净利润难以快速体现，但从长期看，公司高质量建设的京唐基地的投产将成为公司的一大增长点。

股价变化的催化因素

我们认为京唐二期的顺利建设投产，将使公司的规模，高端板材占比，产品市场占有率上升到新的高度，助推公司估值水平的提高。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，钢材下游需求大幅下滑；

第二，京唐二期建设进展不及预期。

内容目录

估值与投资建议	5
相对法估值	5
绝对法估值	5
情景假设分析	5
投资建议	6
首钢集团所属境内唯一上市公司	7
精品板材企业	8
2017 年业绩创新高	9
积极应对采暖季限产，产量稳定	10
三大生产基地协同发展	11
三大基地生产协同	11
供应、销售协同	12
信息协同	12
聚焦高端产品快速成长	13
汽车板突破三百万吨	13
电工钢国内市场占有率仅次于宝武	15
镀锡板高端客户全覆盖	17
智能制造助力企业提质增效	18
京唐二期建设为公司提供新的增长点	20
京唐二期建设符合河北省钢铁产业发展方向	20
产品定位于高档次精品板材	21
京唐二期建设有序开展	21
财务分析	22
资产负债率有待降低	22
盈利能力持续提高	23
资产效率较低	24
现金流较为稳定	25
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 首钢股份股权关系图	8
图 2: 首钢股份历史沿革	8
图 3: 分产品营业收入 (亿元)	9
图 4: 分产品毛利润 (亿元)	9
图 5: 首钢股份归母净利润 (亿元)	10
图 6: 生铁产量 (万吨)	10
图 7: 粗钢产量 (万吨)	10
图 8: 公司产能及主要装备情况	11
图 9: 首钢集团主要钢铁生产基地、铁矿资源分布情况	12
图 10: 我国汽车产量 (万辆)	13
图 11: 首钢股份汽车板产量 (万吨)	15
图 12: 重点企业电工钢板带产量 (万吨)	16
图 13: 首钢取向电工钢牌号	16
图 14: 首钢股份电工钢产量 (万吨)	17
图 15: 重点钢厂镀锡板产量 (万吨)	18
图 16: 宝钢镀锡板卷上海价格 (元/吨)	18
图 17: 首钢智能制造发展线路图	19
图 18: 首钢股份人均产钢量 (万吨, 吨)	20
图 19: 京唐二期建设计划	22
图 20: 首钢股份资产负债率 (%)	23
图 21: 首钢股份和 SW 钢铁板块 ROE 对比 (%)	23
图 22: EBITDA/营业总收入对比 (%)	23
图 23: 资本支出/折旧和摊销 (%)	25
图 24: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)	25
表 1: FCFE 法对公司估值的测算 (百万元)	5
表 2: 情景模拟分析	5
表 3: 首钢集团主要钢铁生产基地产能情况 (万吨)	7
表 4: 首钢集团主要自有铁矿情况	7
表 5: 2017 年首钢股份主要控股或参股公司情况 (亿元)	10
表 6: 国内主要冷轧汽车板 (家电板) 生产线	14
表 7: 首钢京唐钢铁二期一步钢铁项目产能减量置换方案	21
表 8: 京唐钢铁一期及二期项目计划投资成本及效能情况	22
表 9: 2017 年主要钢铁企业盈利能力 (%)	23
表 10: 2017 年主要钢铁企业吨钢资产 (元)	24

估值与投资建议

我们拟采用相对法估值，并辅之以现金流折现进行估值。

相对法估值

我们预计 18/19/20 年首钢股份实现营业收入 689.26/760.94/772.36 亿元，实现归母净利润 24.05/29.67/32.01 亿元，折合每股收益 0.45/0.56/0.61 元，按照 5 月 24 日价格 4.15，对应动态 PE 分别为 9.1/7.4/6.9x。从 Wind 获取 2018 年度申万钢铁板块预测 PE 的算数平均数为 11.64。鉴于公司地处京津冀，受到环保影响相对较大，按照市盈率 9 倍计算，公司股票的合理价格在 4.1 元左右。

绝对法估值

钢铁企业盈利情况与行业波动紧密相关，2017 年行业供需格局改善，盈利情况大为改善。随着供给侧改革的持续深入，以及良好的经济环境下，需求侧稳中有升的态势，预计 2018 年行业盈利将保持较高水平。同时，基于京唐二期一步两年内建成投产、第三年达产 80%、第四年达产 100% 的建设进程目标，产品结构将进一步优化，首钢股份盈利将不断提升。

应用 FCFE 法，公司每股合理估值为 5.0 元。但鉴于周期性企业业绩波动较大，绝对估值法仅作参考。

表 1: FCFE 法对公司估值的测算 (百万元)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
FCFF	8698	9044	7303	4131	7349	9537	11662	11734	11777	11810	
(利息费用 - 利息收入)*(1-t)	-1965	-1731	-1532	-1416	-1311	-1158	-988	-791	-590	-386	
长期贷款的增加/(减少)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
循环贷款的增加(减少)	-7490	-5375	-5000	-1404	-3596	0	0	0	0	0	
FCFE	-758	1938	771	1311	2442	8379	10674	10943	11187	11425	66179
PV(FCFE)	-633	1354	451	640	998	2862	3048	2612	2233	1906	11043
股票价值	26,514.										
每股价值	0										
每股价值	5.01										

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

情景假设分析

针对于行业波动，我们考虑不同情景下营业收入和生产成本变化对公司估值的影响。在一般情景下，假设首钢股份 18/19/20 营业收入增长率分别为 14.4%/10.4%/1.5%，营业成本/销售收入分别为 85.5%/85.5%/85.5%。在较好情景下，假设公司各年营业收入增长率等比一般情景大 3%。在较差情景下，假设公司各年营业收入增长率等比一般情景小 3%。在不同情景假设下，对应预测新钢股份 18/19/20 年的净利润和每股收益情况。

表 2: 情景模拟分析

		2017	2018E	2019E	2020E
较好情景	营业收入增长率	44.0%	14.8%	10.7%	1.5%
	营业成本/销售收入	86.8%	82.9%	82.9%	82.9%
	净利润(百万元)	2211	3541.79	4250.31	4525.12
	每股收益(元)	0.42	0.67	0.80	0.86
一般情景	营业收入增长率	44.0%	14.4%	10.4%	1.5%
	营业成本/销售收入	86.8%	85.5%	85.5%	85.5%

	净利润(百万元)	2211	2404.63	2966.74	3201.08
	每股收益(元)	0.42	0.45	0.56	0.61
		2017	2018E	2019E	2020E
	营业收入增长率	44.0%	14.0%	10.1%	1.5%
较差情景	营业成本/销售收入	86.8%	88.1%	88.1%	88.1%
	净利润(百万元)	2211	1292.70	1713.70	1893.98
	每股收益(元)	0.42	0.24	0.32	0.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

按照 5 月 24 日价格 4.15，针对较好情景、一般情景、较差情景，18/19/20 年对应每股收益分别为 0.67/0.80/0.86、0.45/0.56/0.61、0.24/0.32/0.36。通过情景模拟可知，基于现有预测即使在行业较差的情况下，公司股价仍具备一定的安全边际。

投资建议

通过多角度估值分析，我们认为:公司每股合理价值在 4.1 元~5.0 元，鉴于京唐二期建设为公司提供的盈利弹性以及近期钢铁板块走势较弱，首次覆盖给予“中性”评级。

首钢集团所属境内唯一上市公司

首钢集团通过搬迁调整和联合重组，钢铁板块形成了 3000 万吨以上钢铁生产能力，技术装备达到国际一流水平，产业布局拓展到沿海和资源富集地区，形成了京唐、迁钢、首秦、冷轧、长钢、水钢、通钢、贵钢、伊钢九个生产基地，覆盖了我国北京、河北、山西、贵州、吉林、新疆多地。

表 3: 首钢集团主要钢铁生产基地产能情况 (万吨)

生产基地	生铁	粗钢	钢材
京唐公司	898	970	940
迁钢公司	780	800	830
水城钢铁	330	330	350
通钢公司	520	460	598
长钢公司	260	360	375
贵阳特钢	-	50	76
伊犁钢铁	56	60	58
首钢冷轧	-	-	170
合计	2844	3030	3397

资料来源: 募集说明书, 国信证券经济研究所整理

首钢集团为满足钢铁业发展需求, 是国内较早开展上游产业链延伸的企业之一, 集团矿产资源业务主要依靠自身的矿产资源以及矿产国际贸易, 主要原料基地分别位于河北省迁安市以及秘鲁伊卡省纳斯卡市。

表 4: 首钢集团主要自有铁矿情况

铁矿山名	所在地	采矿证期限	可采储量	年产量	自用比例	矿石品位
			万吨	万吨	%	%
水厂铁矿	河北迁安	2008.12 ~ 2035.12	18,015	689	100	25.16
杏山铁矿	河北迁安	2012.04 ~ 2021.05	5,411	238	100	25.52
丹东棚铁	辽宁丹东	2009.07 ~ 2039.07	11,300	200	100	22.88
宜昌长阳铁矿	宜昌长阳	2015.12 ~ 2020.12	14,200	60	0	28 ~ 48
巴州凯宏铁矿	新疆	2013.09 ~ 2021.12	19,000	150	100	40 ~ 63
秘鲁铁矿	秘鲁	永久	166,300	1,000	63.17	47 ~ 58
吉布森铁矿	澳大利亚	2009 ~ 2030	5,600	500	0	63 ~ 67
马城铁矿	河北深南	办理中	106,200	-	-	30 ~ 35
合计	-	-	346,026	2,837	-	-

资料来源: 募集说明书, 国信证券经济研究所整理

北京首钢股份有限公司 (简称“首钢股份”) 作为首钢集团所属的境内唯一上市公司, 集中了集团优质钢铁资产, 产能超过 1700 万吨。2012 年 7 月 17 日, 首钢集团出具的《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》中载明, 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。

图 1: 首钢股份股权关系图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

精品板材企业

近年来, 首钢股份经过几次资产结构调整, 在置入首钢迁钢公司、完成收购首钢京唐公司 51% 股权收购后, 已逐步成为优质精品板材企业, 汽车板、电工钢、镀锡板三大战略产品市场占有率不断提升。

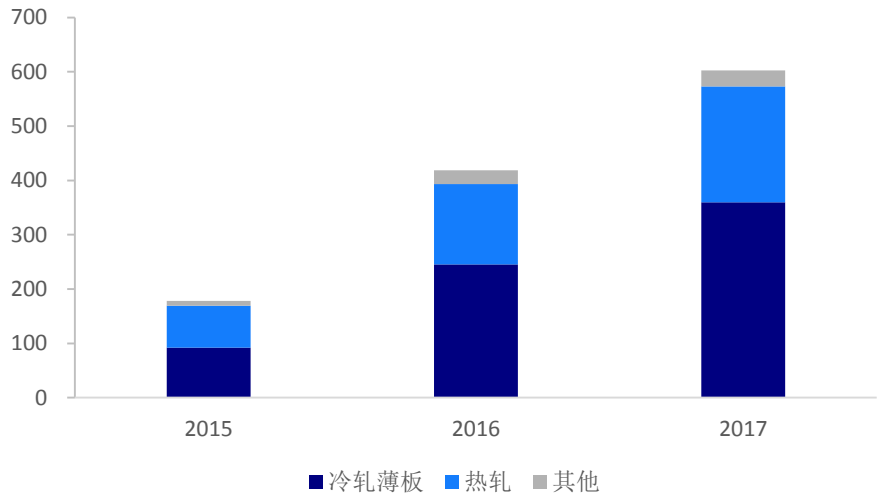
图 2: 首钢股份历史沿革



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司营业收入主要来源于冷轧薄板和热轧, 2017 年分别实现营业收入 359.82 亿元、213.36 亿元, 同比增加 146.60%、143.97%, 分别占到总营业收入的 59.72%、35.41%。

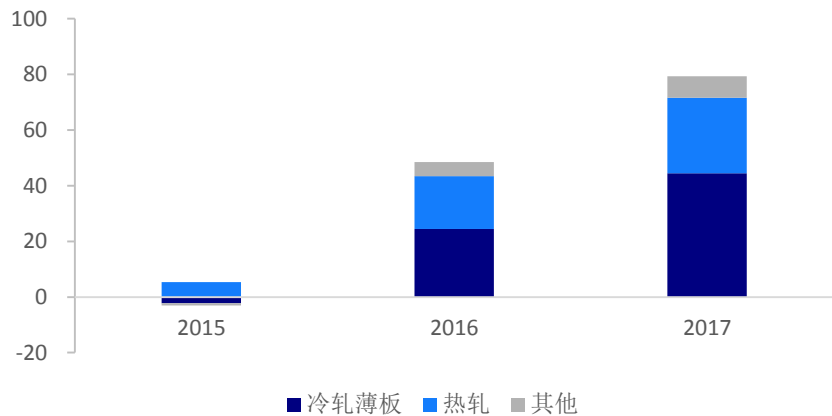
图 3: 分产品营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年, 首钢股份利润主要来源于冷轧薄板, 毛利润达 44.42 亿元, 占当年毛利润的 55.99%。冷轧产品毛利率 12.34%, 与热轧毛利率 12.75% 相近。

图 4: 分产品毛利润 (亿元)

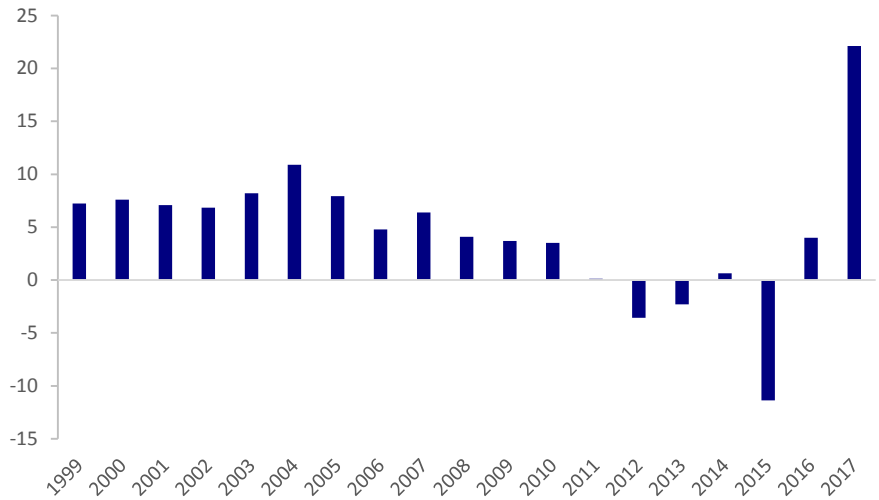


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年业绩创新高

受益于供给侧结构性改革, 2017 年钢铁行业市场供需环境大幅改善, 企业盈利显著提高。公司在采暖季限产的背景下, 仍实现营业收入 602.50 亿元, 同比增长 43.97%; 实现归母净利润 22.11 亿元, 同比增长 451.33%, 创公司上市以来最高利润。

图 5: 首钢股份归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司主要控股参股公司业绩表现优秀。京唐公司盈利大幅增长; 冷轧公司扭亏为盈; 北京汽车保持较高盈利水平。

表 5: 2017 年首钢股份主要控股或参股公司情况 (亿元)

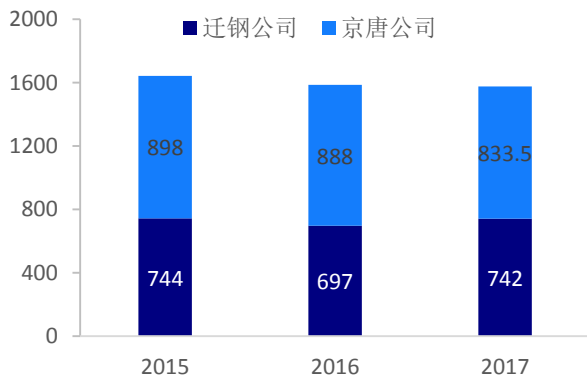
被参控公司	参控关系	直接持股比例	营业收入	净利润
京唐公司	子公司	51.00%	298.31	18.30
冷轧公司	子公司	70.28%	82.98	0.01
北京汽车	联营公司	13.54%	1406.60	109.98

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

积极应对采暖季限产, 产量稳定

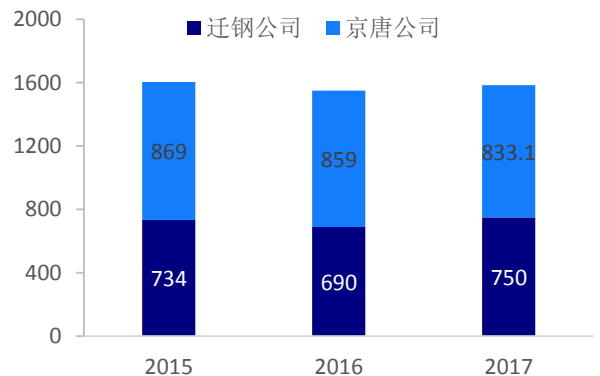
采暖季京津冀地区环保加严, 公司积极响应采暖季限产、极端恶劣天气停产减排要求。受益于前期持续的环保投入, 2017 年, 京唐公司取得全国钢铁行业第一张新版排污许可证, 迁钢公司、冷轧公司也均为第一批取得新版排污证的钢铁企业。检测结果显示, 首钢股份污染排放量远低于国家标准, 污染排放绩效考核为绿色企业, 在唐山市采暖季钢铁行业限产企业中比例最低。公司年铁、钢产量分别为 1575.5 万吨、1583.1 万吨, 同比分别降低 0.6%、上升 2.2%。

图 6: 生铁产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 7: 粗钢产量 (万吨)

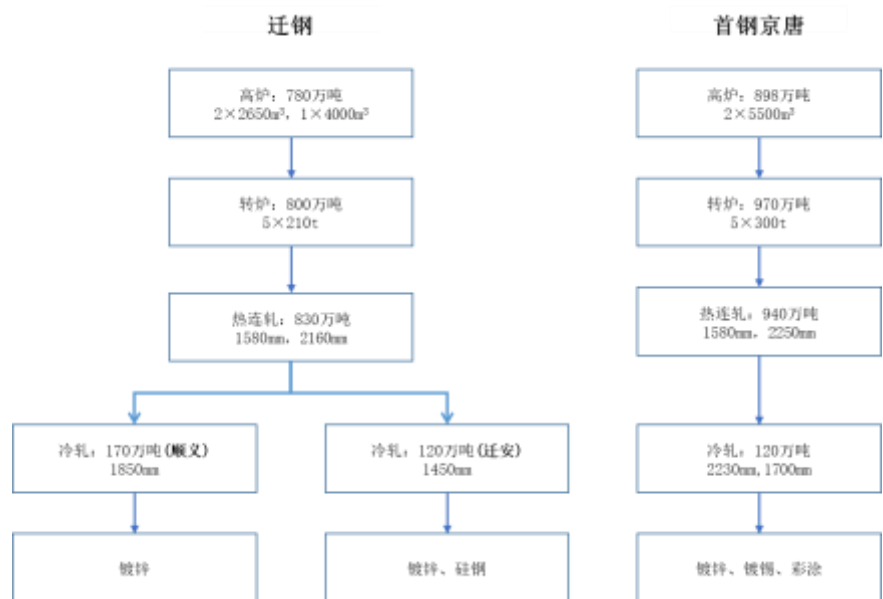


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

三大生产基地协同发展

目前，首钢股份拥有首钢股份公司迁安钢铁公司（简称“迁钢公司”），控股首钢京唐钢铁联合有限责任公司（简称“京唐公司”）、北京首钢冷轧薄板有限公司（简称“冷轧公司”）等钢铁实体单位，具有焦化、炼铁、炼钢、轧钢、热处理等完整的生产工艺流程。首钢股份拥有国际一流装备和工艺水平，具有品种齐全、规格配套的冷热系全覆盖板材产品序列。其中，电工钢、汽车板、镀锌板、管线钢、家电板，以及其它高端板材产品处于国内领先地位。

图 8：公司产能及主要装备情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

首钢集团充分把握京津冀协同发展的战略契机，先后将钢铁产业的生产部分迁往河北迁安和曹妃甸等地。在搬迁过程中，集团将企业的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。

三大基地生产协同

冷轧公司位于北京市顺义区，设计年产能 170 万吨，其中连续退火板 90 万吨，热镀锌板 80 万吨，产品定位于高端冷轧汽车板、家电板为主，发展专用板及出口产品。公司在 2005 年 7 月奠基兴建，2008 年底各生产线相继投产。目前，公司主要采用迁钢公司供应的冷轧基料进行深加工。

迁钢公司位于河北省迁安市，设计年生产生铁 780 万吨、粗钢 800 万吨、钢材 780 万吨，拥有焦化、炼铁、炼钢、轧钢的完整生产工艺流程。公司炼铁、炼钢作业部于 2004 年 10 月投产，热轧作业部于 2006 年底投产，冷轧作业部于 2010 年初成立。基地建设采用国际先进的紧凑型、短流程设计，集中了国内外钢铁工业的先进技术工艺装备，实现了集成、集合，业务流程的标准化，以及专业化生产和社会化协作。在国内钢铁企业中率先实现了“一键式炼钢”、“一键式精炼”，并创造性将“机器人”引进钢铁生产，达到国内领先水平。

京唐钢铁是国内第一个临海靠港的千万吨级钢铁企业，也是具有国际先进水平

的新一代钢铁生产基地，其生铁、粗钢和钢材的设计年产能分别为 898 万吨、970 万吨和 940 万吨。2017 年 7 月，河北省发改委也已同意首钢京唐钢铁二期一步项目恢复备案手续，核定炼铁产能 439 万吨、炼钢产能 510 万吨。京唐二期主要产品为中厚板和无头轧制，其中两条中厚板生产线分别为 3.5m 和 4.3m，3.5m 中厚板为原首钢北京厂区二炼钢装备，4.3m 为首钢秦皇岛装备。无头轧制则采用了意大利 Danile 最先进的生产工艺和装备，预计年底投产，设计产能 220 万吨左右。

京唐钢铁是依照循环经济理念设计建设的具有国际先进水平的大型钢铁项目，具有临海靠港、设备大型、技术先进及环保设施齐全等优势。京唐基地采用了 220 项国内外先进技术，自主创新和集成创新达到了三分之二，是国际先进水平的精品板材生产基地和自主创新的示范工厂，同时也是节能减排和发展循环经济的标志性工厂。京唐钢铁主要以生产冷系高端产品为主，定位于高质量、高技术含量、高附加值的高端精品板材产品，产品系列涉及汽车板、家电板、高强钢、镀锡板及多种其他高端产品，且产品结构仍在进行不断调整优化。

从生产上，基于协同效应，首钢股份可以根据产能利用情况合理安排三大生产基地的生产计划，优化生产排程，缩短产品交货期，满足客户需求。从产品上，迁钢公司与京唐钢铁作为板材生产企业具有很强的互补性，可以更好地根据客户要求，实现产品的专线化生产，能够进一步提高产品质量，降低成本。

供应、销售协同

基于区位特点，原料端，迁钢公司毗邻首钢集团铁矿原料基地，可充分依托首钢矿业矿产资源优势；京唐钢铁紧邻港口，运输便捷，外矿采购运费低。产品端，各生产基地钢材产品可以通过京唐钢铁自有码头从海上出，大幅度降低运输成本。

基于规模效应，首钢股份借助集团平台，经过整合各生产基地的供应、销售业务，通过集中采购，提高了议价能力，降低了采购成本；通过共享客户资源，提高了生产基地间的协同能力，以更好的发挥各自优势。

图 9：首钢集团主要钢铁生产基地、铁矿资源分布情况



资料来源:首钢采购电子商务平台

信息协同

首钢股份充分应用信息化技术，促进三大基地间的信息交流。2016 年 11 月，首钢股份协同办公项目启动，该项目使迁钢、顺冷、营销管理部等单位的办公系统与集团公司的办公系统贯通，满足公司跨地域、多组织办公需求。2017 年 7 月，首钢钢铁产销一体化经营管理系统项目启动，该项目涉及股份迁钢、冷

轧公司及京唐公司等多家单位，业务覆盖了产供销研及财务、成本、设备等核心业务管理，通过引入大数据、云计算、物联网、移动应用等新技术，建设一个基于冶金知识库和商务智能的业务规范、流程统一、高度集成的钢铁智慧经营管控平台，项目建成后，将实现产销一体化、管控一体化和业财一体化的新模式，也将实现制造模式、采购、财务、营销和数据标准的 5 个统一及合同、质量、计划和物料的 4 个一贯制管理有助于提升首钢“一业多地”的一体化协同水平。

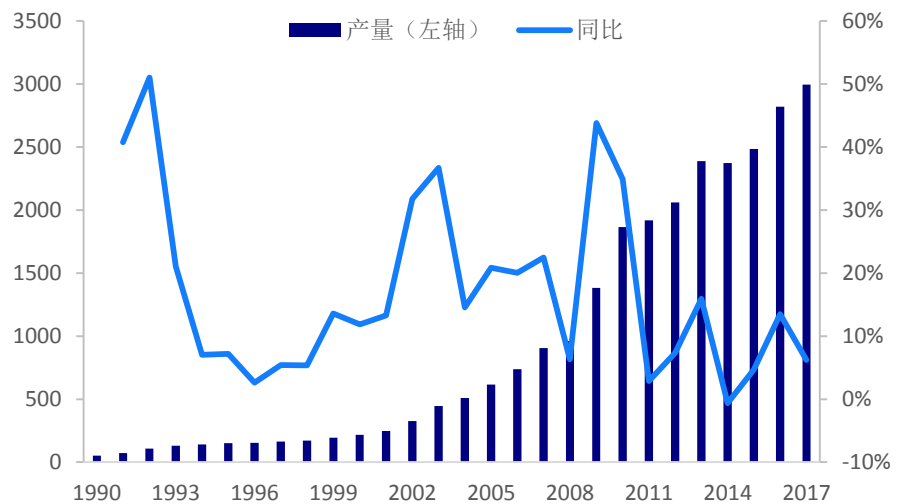
聚焦高端产品快速成长

2005 年，经国务院批准，首钢决定将涉钢产业搬出北京，首钢的搬迁也标志着公司产业结构调整的开始。一方面是地域分布的调整，另一方面是产品结构的调整，由以生产建材为主，转型为高端板材生产企业。首钢的产品转型仅有十余年的历史，但是发展迅猛，已快速成长为我国重要的高端板材生产厂。汽车板、电工钢、镀锡板三大战略产品由“跟随”转向“引领”。

汽车板突破三百万吨

在 1990 年，我国年汽车产量还只有 50.91 万辆，经过一段快速增长，到 209 年即突破 1000 万辆，到 2012 年突破 2000 万辆。截至 2017 年底，我国汽车产量 2994.20 万辆，同比增加 6.20%。随着我国汽车产业的蓬勃发展，汽车用钢需求大幅提升。简单按照 1 万辆车平均用钢 1.5 万吨，我们估算 2017 年汽车行业用钢量大约为 4491.3 万吨。

图 10: 我国汽车产量 (万辆)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

需求刺激下，我国汽车板产能也不断扩张。截至 2016 年，我国已建成和在建的各类冷轧宽带钢轧机 114 套（不含硅钢、不锈钢专业轧机），轧机总产能约为 12756 万吨，其中能生产汽车板和家电板的生产线有 27 套，产能 4948 万吨。主要的汽车板生产企业有宝武、首钢、鞍钢、马钢、本钢、河钢等。

表 6: 国内主要冷轧汽车板（家电板）生产线

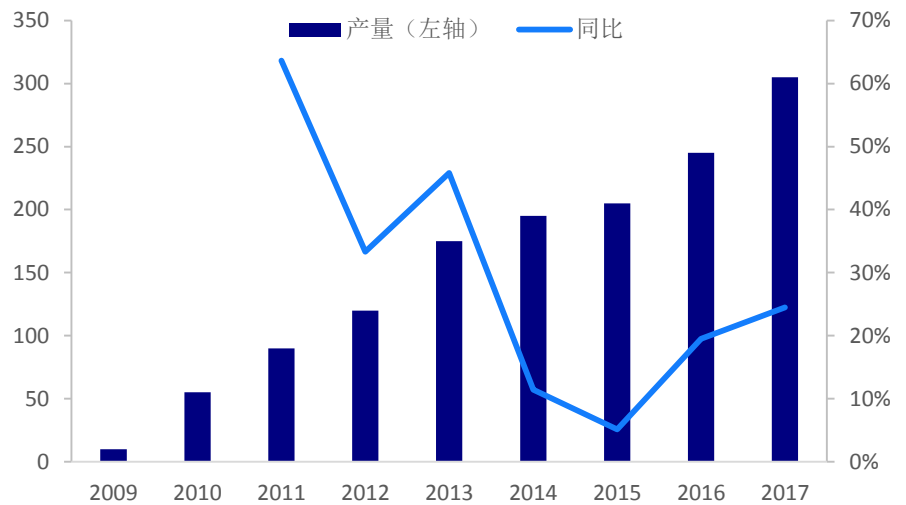
省市	企业名称	轧机规格、型式	产能（万吨）	投产年
山东	山钢日照钢铁精品基地	2030, 冷轧	250	2018
辽宁	本钢三冷轧	2150, 5 机架连轧	220	2017
广东	宝钢湛江钢铁	1550, 冷轧	150	2017
内蒙古	包钢	2030, 冷轧	250	2016
广东	宝钢湛江钢铁	2030, 冷轧	220	2016
河北	唐钢	1600, 冷轧	160	2015
广西	防城港广西钢铁	2030, 冷轧	210	2015
河南	安钢	1550, 冷轧	120	2014
湖南	涟钢	2030, 连轧	200	2014
四川	攀钢（西昌）	2030, 冷轧	210	2013
福建	鞍钢冷轧钢板(莆田)有限公司	1450, 连轧	100	2011
广东	广州 JFE	1800, 5 机架连轧	180	2011
河北	邯钢二冷轧	2200, 连轧	210	2010
河北	首钢京唐曹妃甸（二冷）	2080, 冷轧	220	2009
河北	首钢京唐曹妃甸（一冷）	1580, 冷轧	160	2009
江西	新余钢铁	1550, 5 机架连轧	120	2009
湖北	武钢（三冷）	1550, 连轧	110	2009
北京	首钢（顺义）	1870, 冷轧	170	2008
上海	宝钢（五冷轧）	1780, 5 机架连轧	203	2008
安徽	马钢二冷轧	2130, 5 机架连轧	210	2007
湖北	武钢（二冷）	2150, 5 机架连轧	215	2006
辽宁	鞍钢 3#线	2130, 5 机架连轧	200	2005
辽宁	本钢二冷轧	2000, 6 辊 5 机架连轧	190	2005
上海	宝钢（四冷轧）	1800, 5 机架连轧	170	2005
辽宁	鞍钢 2#线	1700, 5 机架连轧	150	2003
上海	宝钢（三冷轧）	1550, 5 机架连轧	140	2000
上海	宝钢（一冷轧）	2030, 5 机架连轧	210	1988
合计		27 套	4948	

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

随着冷轧产线的陆续投产, 以及汽车产量增速的不断下滑, 汽车板市场竞争会有所加剧。但首钢股份汽车板定位高端, 具备较好的客户基础, 在钢铁企业中享有一定的优势地位。

经过九年发展, 首钢股份汽车板品种实现全车型覆盖, 与 50 余家国内外知名汽车厂建立供货关系, 累计供货量突破 1300 万吨, 2017 年市场占有率排名国内第二。2017 年, 首钢股份汽车板产量突破 300 万吨, 达到 305 万吨, 同比增长 24.5%; EVI 供货量 50 万吨, 同比提高 57.9%。实现日系车企认证供货突破, 向东风日产、广汽丰田供货; 供应上汽、长安、神龙等合资用户同比增长 37%。2017 年 12 月, 被中联钢评为“全国钢铁产业链汽车板优秀制造商 3A 级企业”。

图 11: 首钢股份汽车板产量(万吨)



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

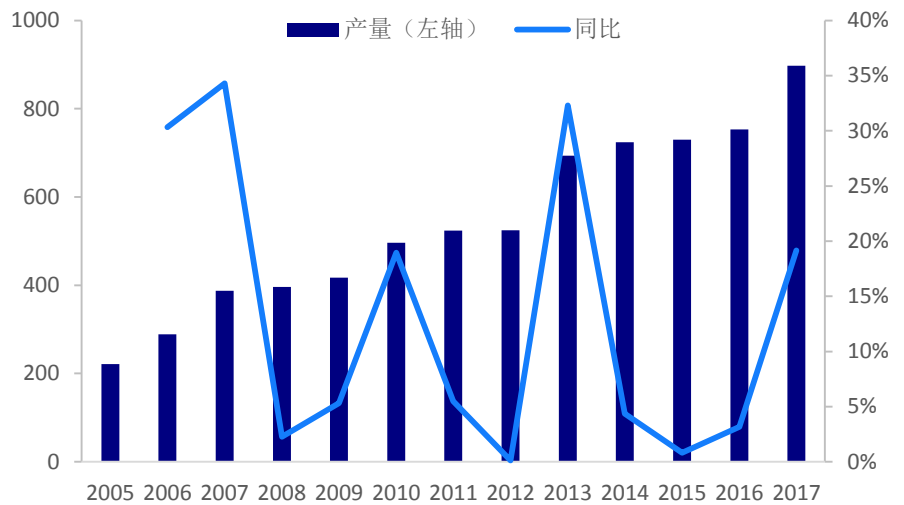
近年来, 汽车板产能快速扩张, 汽车产量增长趋于平缓, 随着新建产线相继投产、达产, 行业竞争愈发激烈。但首钢股份经过几年的快速发展, 具备一定的客户优势, 其汽车用钢实现了对宝马、奔驰、一汽、长城、吉利等 30 余家汽车企业稳定供货, 成为宝马、吉利、长城、北汽、长丰猎豹五家国内知名车企第一大材料供应商。

随着国家节能、排放标准及中国汽车技术研究中心 C-NCAP 碰撞标准的进一步提高, 超高强钢使用比例随新车型的开发而逐年增加, 据汽车轻量化技术创新战略联盟预测, 到 2020 年, 超高强钢用量将达到 150 万吨, 其中镀锌产品的比重将逐步提高。在此背景下, 京唐公司计划建设一条镀锌高强度汽车板专用生产线, 设计年产成品 36 万吨, 其中冷基镀锌产品 32 万吨, 热基镀锌产品 4 万吨。项目计划投产时间为 2019 年 12 月前, 该产线的建设将进一步优化升级公司现有产能和产品结构。

电工钢国内市场占有率仅次于宝武

近几年我国电工钢高速发展, 无论是数量上, 还是质量上均有较大提高, 国内大型电机、大型变压器均采用了国产电工钢, 国产化已达到 96%。我国电工钢产量是世界第一, 到 2017 年底, 重点企业电工钢板带产量达 897.30 万吨, 同比增长 19.14%。

图 12: 重点企业电工钢板带产量 (万吨)



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

我国电工钢主要生产企业有宝武、首钢、鞍钢、太钢等。无取向硅钢生产企业较多，而取向硅钢生产技术壁垒较高，生产企业较少，其中只有宝武、首钢和新钢具备 HiB 生产能力。

图 13: 首钢取向电工钢牌号

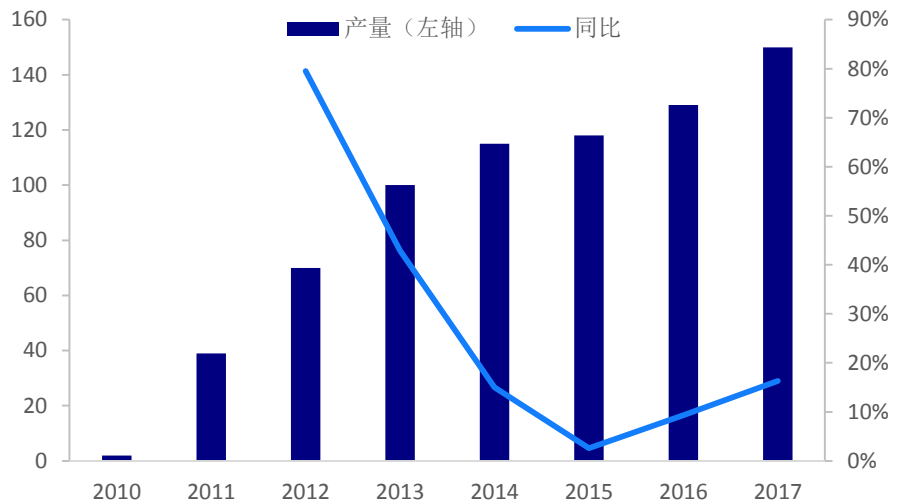
类型 Type	公称厚度 Thickness /mm	首钢 Shougang	宝钢 Baosteel	武钢 WISCO	新日铁 NSC	JFE	蒂森 克虏伯 TKS	浦项 Posco	新日铁波玛 NI & SCo	阿赛可 AK
普通型 Common type	0.23	235Q110	B23G110	23Z110			C110-23			
	0.27	275Q120	B27G120	27Q120	27Z120	27HG120	C120-27	27PG120	NV275-120	M-4
				27Q130	27Z130	27HG130	C130-27	27PG130	NV275-130	M-4
							C140-27	27PD140	NV275-140	
	0.30	305Q120	B30G120	30Q120	30Z120	30HG120		30PG120	NV305-120	
		305Q130	B30G130	30Q130	30Z130	30HG130	C130-30	30PG130	NV305-130	
305Q140		B30G140	30Q140	30Z140	30HG140	C140-30	30PG140	NV305-140	M-5	
高磁感型 High magnetic induction type	0.27	275QG090	B27P090	27Q5090	27Z090			27PH095		
		275QG095	B27P095	27Q5095	27Z095		H095-27	27PH095		
		275QG100	B27P100	27Q5100	27Z100	27JGH100	H109-27	27PH100	NV27P-100	
				27Q5110	27Z110	27JGH110				H-1
	0.30			27Q5120						
		305QG100	B30P100	30Q5100	30Z100	30JGH100		30PH100		
		305QG105	B30P105	30Q5105	30Z105	30JGH105	H105-30	30PH105	NV30P-105	
				30Q5110	30Z110	30JGH110	H111-30			
		305QG120	B30P120	30Q5120	30Z120					
细化晶粒 高磁感型 Domain refined high magnetic induction type	0.23	235QGD080	B23R080	23RK080	23ZDKH80			23PHD080		
		235QGD085	B23R085	23RK085	23ZDKH85			23PHD085		
		235QGD090	B23R090	23RK090	23ZDKH90					
	0.27	275QGD085		27RK085						
		275QGD090	B27R090	27RK090	27ZDKH90	27ZDMH90	27JG5090	H090-27	27PHD090	
		275QGD095	B27R095	27RK095	27ZDKH95	27ZDMH95	27JG5095		27PHD095	H-1DR
		305QGD095		30QG095						
		305QGD100		30RK100						
		305QGD105		30RK105						

资料来源:首钢产品手册, 国信证券经济研究所整理

2017 年, 首钢股份生产电工钢 150 万吨, 同比增长 16.3%。完成了 10 个新产品开发, 新增客户 24 家。公司充分把握新能源汽车驱动电机市场新机遇, 实现对上海电驱动、精进电动等 5 家客户批量供应。取向电工钢完成供货 500kV 及

以上超、特高压变压器 105 台，其中 1000kV 特高压变压器 7 台。

图 14: 首钢股份电工钢产量 (万吨)



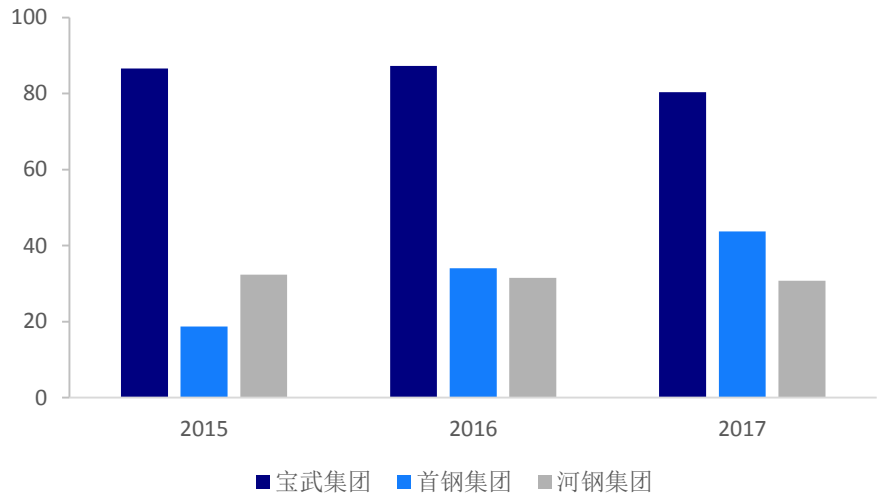
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

首钢股份是全球第四家掌握低温高磁感取向电工钢技术的企业，其电工钢产品国内市场占有率排名第二，无取向电工钢变频空调压缩机市场份额行业占比 47%，国内每 2 台变频空调就有 1 台采用首钢电工钢制造。无取向电工钢连续三年单体工厂产量全球第一，取向硅钢跻身变压器材料供应商世界第一梯队，与浦项制铁、新日铁比肩而立。取向硅钢实现国网交流“双百万”变压器应用突破；成为在建规模全球最大的水电工程白鹤滩水电站变压器供应商；薄规格取向电工钢用于中国高铁首套智能化变电站。

镀锡板高端客户全覆盖

镀锡板主要用于食品、油脂等产品的包装，其生产厂商主要有宝武、首钢、河钢、中山中粤、沙钢等。2017 年，重点钢厂镀锡板产量 171.74 万吨，同比增加 4.98%。

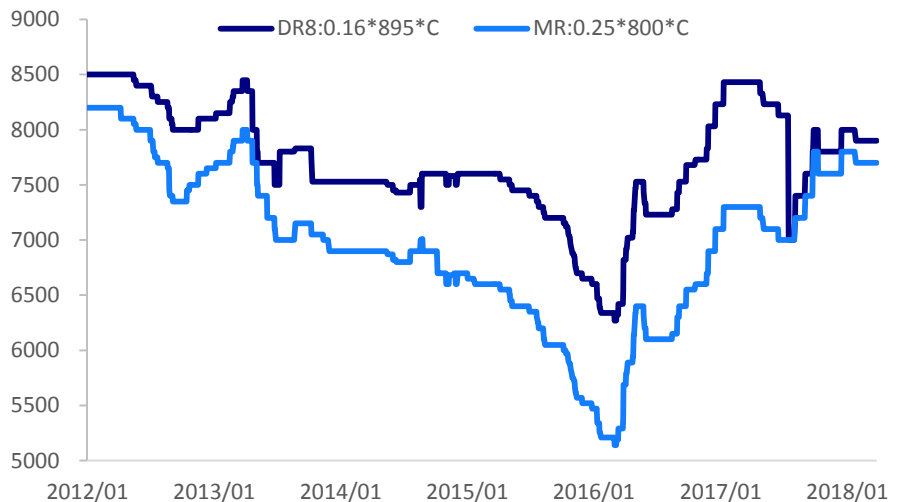
图 15: 重点钢厂镀锡板产量(万吨)



资料来源: Mysteel, 国信证券经济研究所整理

随着行业供需状况的好转, 镀锡板价格也有明显回升。以宝钢 DR8 为例, 2017 年平均价格为 8005.82 元/吨, 同比上升 10.88%。

图 16: 宝钢镀锡板卷上海价格(元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年, 首钢集团镀锡板产量达 43.7 万吨, 超过河钢集团成为第二大镀锡板生产企业。首钢股份的镀锡板已实现对国内高端客户全覆盖及部分进口材料替代, 高端市场占有率排名国内第二, 被中粮集团评为“优秀供应商”。公司 DR 材、高锡铁、奶粉罐、高抗硫、红牛铁等高端品种批量稳定供货。国内首条二次冷轧在线轧制连退线, MR DR-9 CA 上线。国内首发 0.32mmDR7M 减薄用 DR 材。首钢京唐公司镀锡板产线也是国内唯一一家全品种、全流程生产线。

智能制造助力企业提质增效

钢铁制造流程是物质流、能量流与信息流在时间和空间维度上通过相互作用、

相互影响、相互制约、相互协调而相互转化的复杂过程，智能化建设是行业发展的趋势。首钢搬迁建设形成“一业多地”的格局也要求公司在自动化、信息化方面有新的突破。

首钢“十三五”智能化发展规划要求，深度融合物联网、互联网、云计算、大数据等新技术，逐步提升制造装备、全供应链管控、分析决策过程的智能化水平，首钢钢铁产业的信息化与自动化按照典型的五级架构体系进行建设，用以支撑生产管理的全部业务，通过覆盖产品制造全流程的物流、 workflow、资金流与信息流的集成融合，促进企业管理创新、提升企业运营的质量和效益。

图 17：首钢智能制造发展线路图



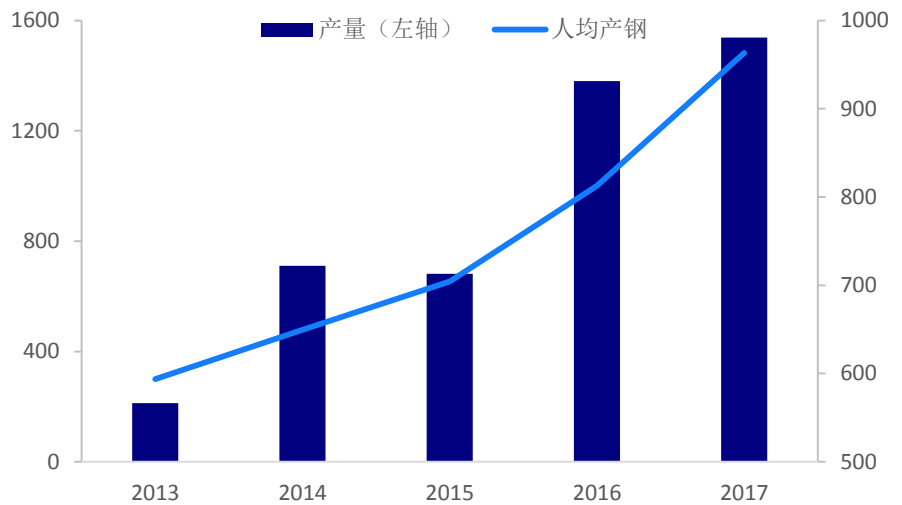
资料来源：《首钢智能的理论探索与实践》，国信证券经济研究所整理

首钢股份硅钢事业部冷轧智能化工厂项目列入工信部“2016 年智能制造综合标准化及新模式应用项目”。2017 年，首钢股份推进硅钢冷轧智能工厂建设，完成酸轧自动拆捆机器人、轧后库 2 台无人天车、连退自动取样等硬件投入；烧结、混匀料场智能控制项目投用，球团智能过程控制系统上线运行；工程信息管理平台全面上线，实现了工程进度实时监控和分析；标准成本预测系统完成搭建，为经营决策提供数据支撑。

首钢股份自主开发计量设备管理信息化系统、协作单位管理系统、信息化私有云平台，提升公司管理效率；完成 72 台天车的操改造，占比提高到 41%；原燃料检验全自动系统投入使用，实现 43 个点位原燃料样品送样及检测自动化，填补国内质检智能化应用空白，提升效率 30%以上，检验周期缩短 80%以上；全自动分析系统酸溶铝检测的精度达到 0.00014%，样品检测全流程耗时只需 150 秒；衡器集中远程管控系统，实现了首钢迁安地区 300 平方公里范围内 35 台大型衡器的集中管控，提升司磅计量效率 40%。

2017 年，首钢钢铁产销一体化经营管理系统项目合同签约，项目将通过引入大数据、云计算、物联网、移动应用等新技术，建设一个基于冶金知识库和商务智能的业务规范、流程统一、高度集成的钢铁智慧经营管控平台。智能工厂的打造有利于公司减员增效。近年来，随着相关工作的展开，首钢股份的劳动效率不断提升。

图 18: 首钢股份人均产钢量 (万吨, 吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

京唐二期建设为公司提供新的增长点

京唐钢铁是按照年产 2000 万吨产品规模进行总体规划, 分二期实施。2007 年 3 月首钢京唐钢铁一期工程开工, 2010 年 6 月全部建成投产。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。

京唐钢铁二期工程初始总体设计规模为年产 1000 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。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。

京唐二期建设符合河北省钢铁产业发展方向

2016 年底, 河北省发改委印发了《关于产能置换比例不足 1:1.25 的已备案钢铁冶炼项目立即停建整改的通知》(冀发改产业〔2016〕1664 号), 暂时收回了首钢京唐钢铁二期一步项目备案手续。2017 年 6 月, 河北省工业和信息化厅、河北省发展改革委向省政府呈报了《关于首钢京唐钢铁二期一步钢铁项目产能减量置换方案有关情况的请示》(冀工信呈〔2017〕187 号), 提出了调整后的项目减量置换方案。2017 年 7 月, 河北省发改委同意首钢京唐钢铁二期一步项目恢复备案手续, 炼铁产能 439 万吨、炼钢产能 510 万吨。

表 7: 首钢京唐钢铁二期一步钢铁项目产能减量置换方案

	地方	企业名称	主要设备(生产线)名称、规格型号及数量	核定产能	计划拆除时间
建设项 目情况	河北省唐山市	首钢京唐钢铁联合有限责任公司	5500 立方米高炉 1 座、200 吨脱碳转炉和脱磷转炉各 1 座、300 吨脱碳转炉和脱磷转炉各 1 座	炼铁产能 439 万吨、炼钢产能 510 万吨	
	河北省秦皇岛市	秦皇岛首秦金属材料有限公司	1200 立方米高炉 1 座、1780 立方米高炉 1 座、100 吨转炉 3 座	炼铁产能 265 万吨、炼钢产能 390 万吨	
压减淘 汰产能 情况	河北省唐山市	唐山燕山钢铁有限公司	450 立方米高炉 1 座(4 号高炉)	炼铁产能 55 万吨	
	河北省唐山市	天津荣程集团唐山特种钢有限公司	100 吨转炉 1 座(1 号转炉)	炼钢产能 130 万吨	
	河北省唐山市	唐山瑞丰钢铁(集团)有限公司	80 吨转炉 1 座(3 号转炉)	其中的 35 万吨炼钢产能	
	河北省唐山市	唐山国丰钢铁有限公司	450 立方米高炉 1 座(北区 1 号高炉)	其中的 49 万吨炼铁产能	
	河北省唐山市	迁安市九江线材有限责任公司	480 立方米高炉 2 座(2 号、3 号高炉)、50 吨转炉 1 座(二炼钢 1 号转炉)	其中的 58 万吨炼铁产能(2 号高炉 57 万吨、3 号高炉中的 1 万吨)、其中的 13 万吨炼钢产能	首钢京唐钢铁二期一步钢铁项目建成投产前
	河北省唐山市	唐山市玉田建邦实业有限公司	520 立方米高炉 1 座、40 吨转炉 1 座	炼铁产能 61 万吨、炼钢产能 70 万吨	
	河北省唐山市	唐山建龙特殊钢有限公司	450 立方米高炉 1 座(2 号高炉)	炼铁产能 55 万吨	
	河北省廊坊市	霸州市新利钢铁有限公司	1080 立方米高炉 1 座(1 号 1080 立方米高炉)	其中的 6 万吨炼铁产能	
	产能合计		炼铁产能 549 万吨、炼钢产能 638 万吨		

资料来源:河北省政府信息, 国信证券经济研究所整理

京唐二期的建设是河北省进行减量置换、淘汰落后产能的重要举措, 有助于有序推进城市钢厂搬迁, 提高沿海临港和资源优势地区钢铁产能比重; 京唐二期选用国际先进、技术成熟的大转炉、热连炉、冷连轧生产工艺技术, 具有低污染排放低能耗的优势, 也有利于完成节能减排的目标。

产品定位于高档次精品板材

京唐二期产品定位于高品质、高附加值的中板和中厚板产品、薄板坯连铸连轧产品, 以替代国内产品品种空缺和生产能力不足而需进口的产品为方向。产品拟覆盖石油天然气、造船、工程、电力(水电、核电、风电)、基建、军工、汽车等行业, 并且计划程针对军工、核电、海洋工程等特殊行业、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。

中板和中厚板产品包括管线用钢、船舶及海洋工程用钢、压力容器用钢、工程机械用高强度钢、桥梁结构用钢、高层建筑用钢、结构用钢、风电用钢、模具用钢、锯片钢、军工板。薄板坯连铸连轧热轧板产品包括集装箱、酸洗板、高强钢、焊瓶钢、碳素结构钢、高强低合金钢、薄规格冷轧基料、双相钢、薄规格管线钢。

京唐二期建设有序开展

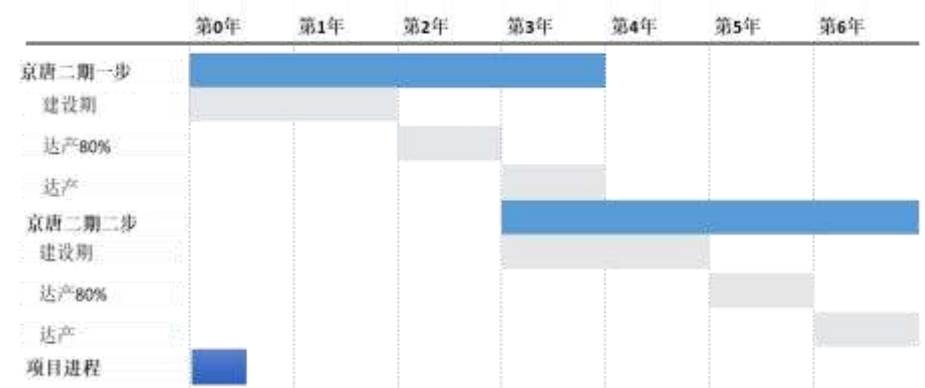
京唐二期建设坚持工艺现代化、利旧技术装备适度改造、新增技术装备先进、经济效益最佳化; 遵循“快、精、省”的建设原则; 尽可能利用首钢集团现有设备、减少现金投入, 以“充分利旧、节约投资、技术升级、产品高端”为指导方针。京唐钢铁一期工程的建设内容包含了为二期工程统筹规划及预留的部分配套设施, 因此二期工程可以充分利用一期工程的前期积累和布局, 单位投资成本优势明显。

表 8: 京唐钢铁一期及二期项目计划投资成本及效能情况

项目	一期工程	二期工程
总投资(万元)	6,773,100	4,390,851
钢产能(万吨)	970	900
单位产能投资成本(元/吨)	6,982	4,879

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

截至 2017 年底,京唐二期一步已完成炼钢主体厂房建设,二期高炉焦炉及设备正在建设调试中,工程累计投入占预算比例至 22.54%。

图 19: 京唐二期建设计划


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

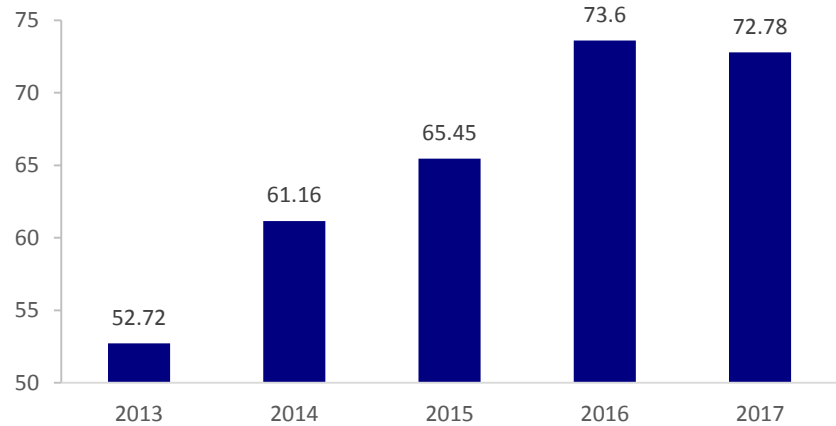
根据目前项目进展情况,我们预计二期高炉可在年底投产,3.5m 中厚板产线目前已经接近达产,无头轧制预计在 11 月可投产。首秦计划在 6 月停产,其 4.3m 中厚板轧机机会搬迁到曹妃甸厂区。按照项目建设计划,京唐二期一步将在两年内建成投产,使首钢股份产量规模得到进一步的提升,产品结构进一步优化。在产能严控的背景下,公司是少量规模仍具备成长性的企业之一。

财务分析

资产负债率有待降低

首钢股份资产负债率较高。2017 年小幅下降至 72.78%,但在钢铁板块中处于较高水平,距离 60%的行业目标有较大差距。这也给企业造成了较大的财务负担,2017 年,公司财务费用达 20.17 亿元,严重吞噬企业利润。

图 20: 首钢股份资产负债率 (%)

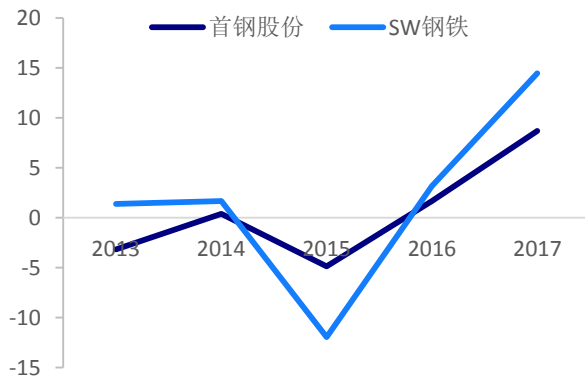


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力持续提高

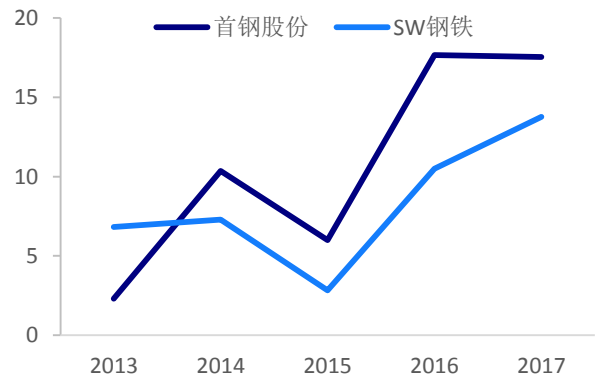
首钢股份转型板材企业后, 聚焦高端产品, 不断优化公司运营情况, 在采暖季限产的挑战下, 公司仍实现增产增效。2017 年, 首钢股份实现归母净利润 22.11 亿元, EBITDA 达到 100.59 亿元。未来, 随着京唐基地建设的进行, 公司占据靠海地利、多基地协同效用、产品结构优化等优势将不断发挥, 有望使公司的盈利能力持续增强。

图 21: 首钢股份和 SW 钢铁板块 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: EBITDA/营业总收入对比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2017 年, 首钢股份净资产收益率为 8.70%, 销售毛利率为 13.17%, EBITDA/营业收入为 17.54%。公司固定资产折旧较高, 对公司业绩造成一定影响。

表 9: 2017 年主要钢铁企业盈利能力 (%)

证券简称	净资产收益率 ROE	销售毛利率	EBITDA/营业总收入
方大特钢	67.67	32.03	28.14
三钢闽光	43.69	26.10	25.76
沙钢股份	23.01	18.17	18.67
首钢股份	8.70	13.17	17.54
西宁特钢	2.06	8.97	16.16
重庆钢铁		3.22	16.00
宝钢股份	12.24	14.07	15.84
南钢股份	36.80	16.34	15.35

安阳钢铁	28.40	14.29	14.67
包钢股份	4.27	15.52	14.65
韶钢松山	146.69	13.26	14.14
马钢股份	18.92	13.21	14.07
凌钢股份	20.80	14.76	14.03
太钢不锈	18.72	16.31	13.54
武进不锈	6.45	19.10	13.39
久立特材	5.02	21.47	13.10
华菱钢铁	49.69	13.82	12.86
鞍钢股份	11.81	13.72	12.02
杭钢股份	11.40	10.75	11.96
本钢板材	11.84	11.92	11.91
永兴特钢	10.96	15.86	11.57
新钢股份	29.86	10.97	10.95
河钢股份	4.02	12.37	10.27
八一钢铁	42.18	14.05	10.26
柳钢股份	44.70	8.97	10.20
新兴铸管	5.73	10.80	7.91
山东钢铁	11.32	7.50	6.91
大冶特钢	10.23	11.56	6.70

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

资产效率较低

2017年, 首钢股份吨钢总资产和吨钢固定资产分别达 8474 元和 5446 元, 远高于行业平均水平, 公司资产效率较低, 导致折旧大, 财务费用高, 拖累公司业绩。

表 10: 2017 年主要钢铁企业吨钢资产 (元)

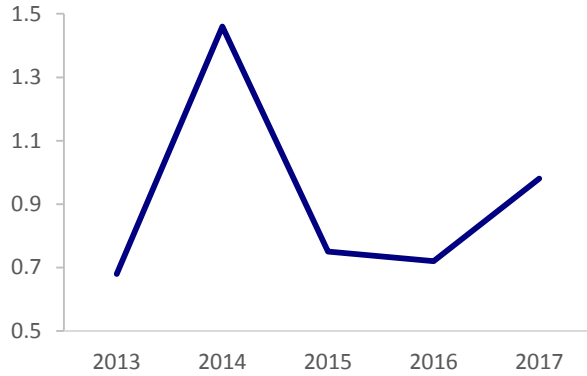
证券简称	吨钢总资产	吨钢固定资产
西宁特钢	19168	8110
包钢股份	11246	5486
首钢股份	8474	5446
太钢不锈	7093	4713
重庆钢铁	6388	4494
河钢股份	7208	4209
酒钢宏兴	6616	3898
新兴铸管	10171	3349
宝钢股份	7586	3340
八一钢铁	3773	2957
华菱钢铁	4498	2391
南钢股份	4297	2350
鞍钢股份	4314	2321
马钢股份	5048	2317
杭钢股份	5612	2226
本钢板材	5557	2104
安阳钢铁	4379	1987
山东钢铁	7950	1818
凌钢股份	2944	1711
韶钢松山	2484	1381
新钢股份	3885	1256
大冶特钢	3214	1199
沙钢股份	3146	1057
三钢闽光	2496	1032
柳钢股份	1867	791
方大特钢	2336	562

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

现金流较为稳定

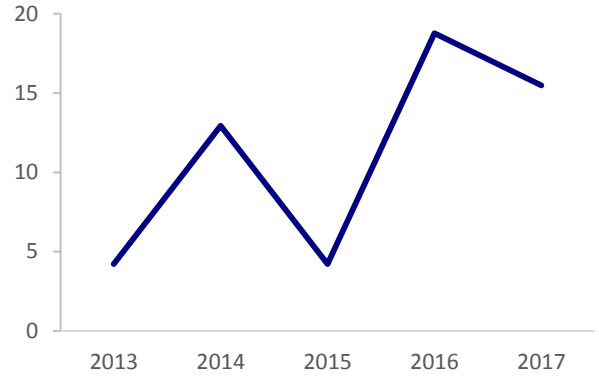
近几年，首钢股份不断提高管理精细度，在行业整体复苏背景下，公司现金流量改善明显，公司的资本支出也保持控制在折旧和摊销范围内。

图 23: 资本支出/折旧和摊销 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 经营活动产生的现金流量净额/营业收入 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

钢材下游需求大幅下滑。

京唐二期建设进展不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	3801	2000	2675	2092	营业收入	60250	68926	76094	77236
应收款项	8306	5665	6254	6348	营业成本	52316	58932	65061	66037
存货净额	5008	4484	4959	5020	营业税金及附加	550	689	761	772
其他流动资产	3478	3446	3805	3862	销售费用	1262	1379	1522	1545
流动资产合计	20593	15595	17694	17322	管理费用	960	1485	1628	1651
固定资产	99452	102044	101227	100213	财务费用	2017	2312	2037	1802
无形资产及其他	2658	2552	2445	2339	投资收益	427	311	340	359
投资性房地产	8784	8784	8784	8784	资产减值及公允价值变动	(226)	(308)	(327)	(287)
长期股权投资	2671	2971	3271	3571	其他收入	4	0	0	0
资产总计	134159	131946	133422	132230	营业利润	3349	4132	5098	5501
短期借款及交易性金融负债	27865	20375	15000	10000	营业外净收支	(5)	0	0	0
应付款项	25571	26901	29756	30123	利润总额	3345	4132	5098	5501
其他流动负债	7157	8596	9507	9626	所得税费用	237	620	765	825
流动负债合计	60593	55872	54263	49749	少数股东损益	897	1108	1367	1475
长期借款及应付债券	26889	26889	26889	26889	归属于母公司净利润	2211	2405	2967	3201
其他长期负债	10160	10210	10260	10310					
长期负债合计	37049	37099	37149	37199	现金流量表 (百万元)				
负债合计	97642	92971	91412	86948	净利润	2211	2405	2967	3201
少数股东权益	10097	10873	11830	12862	资产减值准备	(222)	28	7	0
股东权益	26420	28103	30180	32420	折旧摊销	5123	5178	5589	5833
负债和股东权益总计	134159	131946	133422	132230	公允价值变动损失	226	308	327	287
					财务费用	2017	2312	2037	1802
关键财务与估值指标					营运资本变动	(66)	6044	2400	323
每股收益	0.42	0.45	0.56	0.61	其它	106	747	950	1032
每股红利	0.47	0.14	0.17	0.18	经营活动现金流	7378	14711	12240	10677
每股净资产	4.99	5.31	5.71	6.13	资本开支	(5106)	(8000)	(5000)	(5000)
ROIC	6%	6%	8%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(5527)	(8300)	(5300)	(5300)
毛利率	13%	15%	15%	15%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	9%	9%	负债净变化	(3826)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	17%	17%	17%	支付股利、利息	(2497)	(721)	(890)	(960)
收入增长	44%	14%	10%	2%	其它融资现金流	12672	(7490)	(5375)	(5000)
净利润增长率	451%	9%	23%	8%	融资活动现金流	27	(8212)	(6265)	(5960)
资产负债率	80%	79%	77%	75%	现金净变动	1878	(1801)	675	(584)
息率	11.4%	3.3%	4.1%	4.4%	货币资金的期初余额	1923	3801	2000	2675
P/E	9.9	9.1	7.4	6.9	货币资金的期末余额	3801	2000	2675	2092
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	企业自由现金流	4747	8698	9044	7303
EV/EBITDA	11.6	9.9	8.9	8.3	权益自由现金流	13593	(758)	1938	771

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032