



华泰联合证券
2011-11-21
原材料/钢铁

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 公告点评

首钢股份 (000959) 中性/首次评级

股价 : RMB4.42

分析师

赵湘鄂

SAC 执业证书编号:S1000511030004

(021)6849 8628

zhaoxiange@mail.hthsc.com.cn

陈雳

SAC 执业证书编号:s1000511110005

(021)5010 6003

chenliyjs@mail.hthsc.com.cn

联系人

薛蓓蓓

(021)6849 8509

xuebeibei@mail.hthsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	2,967
流通 A 股 (百万股)	2,967
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,112

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

迁钢将整体置换方式注入

- 首钢股份 19 日公布重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案，并于停牌一年多后 21 日正式复牌，我们持中性态度，主要点评如下：
- 4.29 元/股是股份公司对价基准。**本次交易基准日 2010 年 12 月 31 日，置出资产按照持续经营假设的预估值约为 53 亿元，另外本次重组涉及的因提前解除《土地使用权租赁合同》首钢总公司对首钢股份的补偿金额预计约 10 亿元；置入资产的预估值约为 180 亿元；差额部分将由首钢股份以 4.29 元/股为价格向首钢总公司发行预计不超过 30 亿股股份作为对价。首钢股份现有总股本约 296,652 万股，本次交易完成后，首钢股份的股本总额不超过约 596,652 万股，其中社会公众股为 109,063 万股，最少占比约 18.28%。
- 置换迁钢产能在市场预期之中，但涉矿资产延后注入略低于市场预期。**首钢股份受钢铁主流程于 2010 年年底全面停产影响，现有钢铁生产经营业务明显减少，只保留第一线材厂和首钢冷轧公司；第一线材厂根据首都城市总体规划要求，也将于 2012 年停产。整合后公司将具备年产 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，产能结构以由重组前以线棒材系列产品为主转变为高附加值热卷、冷板为主；同时首钢总公司承诺本次重组完成后三年内将推动下属首钢矿业公司注入首钢股份。
- 公司未来盈利面临市场考验。**按照简单的匡算，首钢股份未来总股本为 59.6 亿股，假设股价为 4.29 元/股，以当前钢铁公司 10 倍 PE 计算，对应 EPS 为 0.429 元，对应净利润要求约为 25.6 亿元，800 万吨板材达到这一标准，吨钢净利润需要达到 320 元，若以年均 5000 元钢价为基数，净利率要达到 6.4% 以上，若不考虑未来矿业部分的注入和其它投资性收益，单从钢铁主业盈利角度来看压力较大。考虑到行业及公司所面临的盈利难度，当前净资产约 2.61 元可作为参照，考虑后期铁矿石注入预期，估值水平略高于其它如宝钢、鞍钢等可比公司显得更为合适。
- 给予复牌后的“中性”评级。**同时由于资产置换未全部完成、之前产能陆续关停，我们附表中公司的经营预测与估值不作为判断依据，待事件确定后结合新的产能及市场情况加以更新，我们对本次预案持中性态度。
- 风险提示：**宏观经济及钢铁产业政策；资产置换进程；钢材市场波动等。

经营预 与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	27906.0	22788.0	22788.0	22788.0
(+/-%)	22.5	-18.3	0.0	0.0
归属母公司净利润(百万元)	349.7	305.0	348.0	378.0
(+/-%)	-4.9	-12.8	14.1	8.6
EPS(元)	0.12	0.10	0.12	0.13
P/E(倍)	37.5	41.7	36.6	33.7

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

风险提示

宏观经济及钢铁产业政策；资产置换进程；钢材市场波动等。

盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5829	7590	8317	9187	营业收入	27906	22788	22788	22788
现金	2822	4481	5207	6089	营业成本	26970	21873	21873	21873
应收账款	366	597	538	513	营业税金及附加	20	54	51	49
其他应收款	20	14	15	15	营业费用	382	216	219	223
预付账款	320	280	291	297	管理费用	317	268	270	273
存货	1487	1433	1445	1454	财务费用	256	207	184	167
其他流动资产	814	785	820	819	资产减值损失	-8	27	26	23
非流动资产	11720	10650	9948	9191	公允价值变动收	-11	1	4	7
长期投资	1508	1274	1319	1332	投资净收益	350	205	219	226
固定资产	9422	8939	8326	7628	营业利润	308	348	387	413
无形资产	13	6	-1	-7	营业外收入	14	7	7	8
其他非流动资	777	431	304	238	营业外支出	1	3	3	3
资产总计	17549	18240	18266	18378	利润总额	321	352	392	417
流动负债	5431	5734	5714	5681	所得税	88	113	124	130
短期借款	1408	1479	1464	1461	净利润	232	239	268	287
应付账款	1907	1880	1922	1934	少数股东损益	-117	-66	-80	-91
其他流动负债	2116	2375	2328	2286	归属母公司净利	350	305	348	378
非流动负债	3715	3862	3802	3828	EBITDA	1313	1303	1335	1351
长期借款	3549	3614	3635	3653	EPS (元)	0.12	0.10	0.12	0.13
其他非流动负	166	248	166	175					
负债合计	9146	9596	9515	9509					
少数股东权益	542	476	396	305					
股本	2967	2967	2967	2967					
资本公积	3318	3318	3318	3318					
留存收益	1577	1883	2065	2268					
归属母公司股	7862	8168	8354	8564					
负债和股东权	17549	18240	18266	18378					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	388	1201	980	987	成长能力				
净利润	232	239	268	287	营业收入	22.5%	-18.3%	0.0%	0.0%
折旧摊销	750	748	764	772	营业利润	-32.4%	12.9%	11.3%	6.6%
财务费用	256	207	184	167	归属母公司净利	-4.9%	-12.7%	14.0%	8.6%
投资损失	-350	-205	-219	-226	获利能力				
营运资金变动	-493	159	0	-13	毛利率(%)	3.4%	4.0%	4.0%	4.0%
其他经营现金	-7	52	-17	1	净利率(%)	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%
投资活动现金	-261	421	175	214	ROE(%)	4.4%	3.7%	4.2%	4.4%
资本支出	412	0	0	0	ROIC(%)	4.5%	4.7%	5.3%	6.0%
长期投资	-239	-234	45	13	偿债能力				
其他投资现金	-89	188	219	227	资产负债率(%)	52.1%	52.6%	52.1%	51.7%
筹资活动现金	-192	36	-428	-320	净负债比率(%)	55.36	53.91	54.47	54.67
短期借款	-80	71	-15	-2	流动比率	1.07	1.32	1.46	1.62
长期借款	0	65	21	17	速动比率	0.80	1.07	1.20	1.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.55	1.27	1.25	1.24
其他筹资现金	-112	-100	-433	-335	应收账款周转率	52	39	34	36
现金净增加额	-65	1659	727	881	应付账款周转率	11.58	11.55	11.51	11.35

数据来源：华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准：**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码：518048

电 话：86 755 8249 3932

传 真：86 755 8249 2062

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码：200120

电 话：86 21 5010 6028

传 真：86 21 6849 8501

电子邮件：lzrd@mail.hthsc.com.cn

免责申明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供投资建议。