

资产置换带来投资机会

买入(首次评级)

目标价 5.38

投资要点:

- 资产置换承诺即将到期，迁钢和首钢矿业成为置换标的的概率较大。
- 松河煤矿将在 2010 年四季度投产、预计会为公司带来丰厚收益。

报告摘要:

➤ 资产置换带来投资机会。

根据首钢总公司承诺，在 2010 年底前履行在股改期间所做的资产置换的承诺；因压产使公司停产的设备，将由首钢总公司通过资产置换或收购方式置出公司，保证公司法人财产不受损失。随着 2010 年底的临近，资产置换承诺即将到期。通过对首钢总公司中的钢铁企业中设备资产、生产规模、资产规模、关联度和公司战略规划进行对比分析，认为迁钢成为置换标的的概率较大。

➤ 首钢矿业公司置入可能性提升。

首钢矿业公司和迁钢存在大宗原料交易，因此首钢矿业对迁钢的生产有较大的影响。同时从公司战略规划可以看到首钢矿业-迁钢-首薄和首钢京唐公司成为首钢总公司两条高端板材产业链。因此，迁钢作为置换标的概率增加带来首钢矿业置入的可能性提升，如果首钢矿业置入公司将会大幅改善公司盈利能力。

➤ 松河煤矿将在 2010 年四季度投产，公司又增加了新的盈利增长点。

公司全资子公司贵州首钢产业投资公司持有松河煤矿 35% 股权。由于一些客观原因，松河煤矿投产期推后，随着问题的解决，项目进展顺利，预计在 2010 年四季度投产。该矿是年产 240 万吨的优质焦煤矿，投产后必然会为公司带来丰厚的利润。

分析师

赵丽明

电话： 010 88085099

Email: zhaoliming@hsec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100331	4903	
20091231	4960	
20090930	4702	

数据来源：港澳资讯

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	245.13	227.88	231.17	393.50	434.34
同比增长率	-10.28	-7.04	1.44	70.22	10.38
净利润	4.10	3.68	3.21	23.83	30.55
同比增长率	-35.62	-10.44	-12.62	641.68	28.21
每股收益(元)	0.14	0.12	0.11	0.39	0.50
净资产收益率	5.35	4.77	4.20	12.46	14.29

目录

一、资产置换带来投资机会	4
(一) 钢铁主业资产分析	4
1、北京首钢新钢有限责任公司	5
2、首钢京唐钢铁联合有限责任公司	5
3、首钢迁安钢铁有限责任公司	5
4、秦皇岛首秦金属材料有限公司	6
5、秦皇岛首钢板材有限公司	6
6、首钢总公司冷轧镀锌薄板厂	6
7、首钢水城钢铁(集团)有限责任公司	6
8、首钢贵阳特殊钢有限公司	6
9、首钢长治钢铁有限公司	7
10、首钢通化钢铁有限公司	7
11、首钢伊犁钢铁有限公司	7
(二) 矿产资源资产分析	7
1、首钢矿业公司	8
2、首长国际	8
3、首钢秘鲁铁矿股份有限公司	8
4、贵州首钢产业投资公司	8
5、首钢控股公司	9
(三) 首钢总公司钢铁产业其他资产	9
1、中国首钢国际贸易工程公司	9
2、迁安中化煤化工有限责任公司	9
(四) 首钢总公司钢铁主业公司资产质量比较分析	9
1、设备资产比较	9
2、生产规模比较	11
3、资产规模比较	12
4、同业竞争和关联度比较	13
5、迁钢作为置入标的符合首钢总公司发展战略	13
(五) 迁钢置入预期提升首钢矿业公司同期置入的可能性	14
二、参股煤矿企业即将投产，降低原料价格风险	15
三、假定资产置换预案分析和估值	15
(一) 假定资产置换预案分析	15
(二) 假设条件及估值	16

插图

图 1: 首钢总公司收入占比.....	4
图 2: 首钢总公司毛利润占比.....	4
图 3: 钢铁主业分布图.....	5
图 4: 矿业资产分布图.....	7
图 5: 首钢集团北京、河北钢铁企业设备资产表.....	10
图 6: 首钢集团其他地方省市钢铁企业设备资产表.....	11
图 7: 钢铁产业主要资产表.....	11
图 8: 首钢股份资产表.....	12
图 9: 2009 年末各公司资产表.....	13
图 10: 2009 年首钢股份和首钢总公司关联交易供给统计.....	13
图 11: 首钢总公司北京地区钢铁产业链.....	14
图 12: 近几年铁矿石矿山估值表.....	16
图 13: 上海市场热轧卷板和冷板价格.....	16
图 14: 开滦、邢台和临汾焦煤价格.....	16
图 15: 产品产量、价格和吨利润假设.....	17

表格

表 1: 利润表(百万元).....	17
--------------------	----

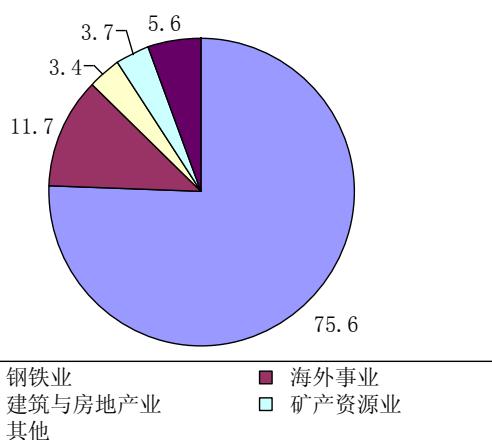
一、资产置换带来投资机会

首钢总公司是国家特大型企业集团，其实际控制人为北京市国资委。首钢总公司以钢铁业为主，兼营矿产资源、建筑业、海外贸易等行业，截至2009年末，总公司拥有46家控股子公司和22个职能部门。

近年来，首钢总公司明确了“做强做大核心产业钢铁业，大力发展战略性新兴产业、建筑与房地产业、服务业、矿产资源等优势产业，提升拓展海外事业”的发展战略，使钢铁主业得到较大发展，同时，发展有优势的非钢产业，形成互为促进的发展格局。

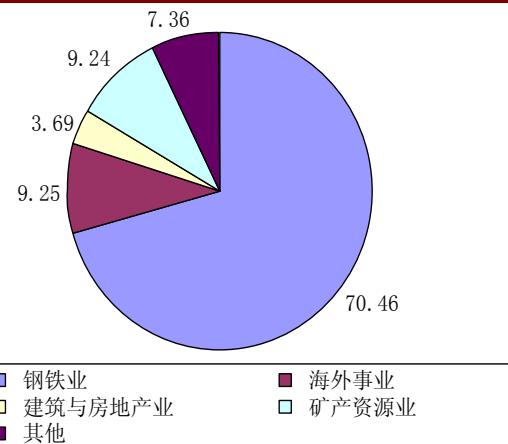
2010年1季度，首钢总公司实现营业收入377亿元，毛利润27亿元。其中钢铁业占比分别为75.6%和70.46%，说明钢铁业在首钢继续保持核心地位。不过从毛利润看，矿产资源业虽然只占了收入的3.7%，却贡献了毛利润的9.24%，未来公司可能会在矿产资源重点发展。

图1：首钢总公司收入占比



资料来源：公司资料 宏源证券

图2：首钢总公司毛利润占比



资料来源：公司资料 宏源证券

根据北京市政府的规划，首钢总公司在北京的全部钢铁冶炼业务和部分钢材轧制业务将会在2010年底全部停产，首钢股份公司和首钢新钢公司全部冶炼业务和绝大部分钢材轧制业务包括其中。根据首钢总公司承诺，在2010年底前履行在股改期间所做的资产置换的承诺；因压产使公司停产的设备，将由首钢总公司通过资产置换或收购方式置出公司，保证公司法人财产不受损失。随着2010年底的日益临近，首钢总公司将那块资产置入上市公司备受投资者关注。

目前，首钢总公司资产主要分为两部分，一部分集中以钢铁业为核心产业链上，包括钢铁主业、矿产资源及焦化等副业；另一部分集中在非钢产业。由于首钢股份是首钢总公司唯一的钢铁产业上市公司，所以首钢股份未来可能成为首钢钢铁产业整合的上市平台。因此首钢股份资产置换还将以钢铁产业链资产作为置换标的的可能性较大。

(一) 钢铁主业资产分析

首钢总公司的钢铁主业资产主要分布在北京、河北、山西、贵州、吉林和新疆。其中北京主要有首钢股份、首钢新钢和首钢镀锌冷轧薄板厂；河北则集中了首钢京唐钢铁公司、迁安钢铁公司、首钢秦皇岛金属材料公司和首钢秦皇岛中板厂；贵州有两家公司，分别是首钢水城钢铁公司和贵阳特殊钢厂；山西、吉林和新疆分别布局首

钢长治钢铁公司、通化钢铁公司和首钢伊犁钢铁有限公司。

图 3：钢铁主业分布图



资料来源：宏源证券

1、北京首钢新钢有限责任公司

北京首钢新钢有限责任公司2000年成立，是首钢总公司实施债转股，与中国华融、信达、东方三家资产管理公司合资组建的有限责任公司，其中首钢总公司占股权的54.12%。新钢公司所属企业主要包括第一炼钢厂、第三炼钢厂、型钢轧钢厂、中厚板轧钢厂、动力厂、设备维检中心、运输部及特钢部。由于首钢总公司承诺在2008年压产400万吨产能，首钢新钢公司的钢铁冶炼业务在2008年已经停产。

2、首钢京唐钢铁联合有限责任公司

首钢京唐钢铁联合有限责任公司成立于2005年，首钢占股权51%。该项目设计年产铁898万吨、钢970万吨、钢材913万吨。计划分两个阶段建成投产，第一步工程形成年产钢485万吨生产能力，整个一期工程于2010年建成投产。该项目主要包括4座70孔7.63米焦炉，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，2座300吨脱磷转炉、3座300吨脱碳转炉、1座LF精炼炉、2套RH真空精炼装置、2台2150毫米双流板坯连铸机、1台1650毫米双流板坯连铸机，2250毫米、1580毫米热连轧机组各1套，2230毫米、1700毫米、1550毫米酸洗-冷轧联合机组各1套以及配套的连续退火机组、热镀锌线等。

2009年全年，首钢京唐公司生产生铁234万吨、粗钢219万吨、钢材208万吨。截至2009年末，首钢京唐公司总资产571.00亿元，净资产240.10亿元，2009年实现营业收入64.60亿元。2010年1-3月，首钢京唐公司生产生铁116万吨、粗钢114万吨、钢材106万吨。截至2010年一季度末，首钢京唐公司总资产628.90亿元，净资产263.30亿元，2010年1~3月实现营业收入43.20亿元。

3、首钢迁安钢铁有限责任公司

河北省首钢迁安钢铁公司组建于2002年，由首钢总公司、迁安市重点项目建设公司投资建设，首钢拥有99.96%的股份。迁钢年设计生产能力850万吨，装备2650立方米高炉2座、4000立方米高炉1座、210吨转炉5座、方坯连铸机2台、大板坯连铸机2台、2160和1580两条热轧机生产线，1条冷轧生产线、年设计生产能力800-900万吨。

2009年，首钢迁安公司生产生铁483万吨、粗钢485万吨、钢材381万吨。截至2009年末，首钢迁安公司总资产320.9亿元，净资产56亿元；2009年实现营业收入159亿元，净利润2.10亿元。2010年1-3月，首钢迁安公司生产生铁168万吨、粗钢165万吨、钢材115万吨。截至2010年一季度末，首钢迁安公司总资产356亿元，净资产56亿元，2010年1-3月首钢迁安公司实现营业收入57.20亿元，净利润415万元。

4、秦皇岛首秦金属材料有限公司

秦皇岛首秦金属材料有限公司是首钢总公司、香港首长国际企业有限公司与韩国现代重工业株式会社合资建设经营的钢铁联合企业，股权分别为4%、76%和20%，其中首长国际控股52%，另24%由首长国际全资子公司首钢秦皇岛中板厂持有。首长国际是首钢总公司的全资子公司首钢控股的控股子公司，首钢控股持有首长国际42.6%的股权。

目前该公司拥有160平方米烧结机、170平方米环冷机各2套，设计年产炉料310万吨；1200立方米高炉、1780立方米高炉各1座，设计年产生铁255万吨；100吨转炉3座，RH炉1座，板坯铸机2套，设计年产板坯260万吨；4300宽厚板轧机1套，设计年产高附加值板材180万吨。2009年度，首秦公司生产板坯238万吨、中厚板129万吨。2009年实现营业收入87.7亿港元，净利润-9.05亿港元。

5、秦皇岛首钢板材有限公司

秦皇岛首钢板材有限公司成立于1992年，在2005年成为香港首长国际企业有限公司的全资子公司。该公司主体设备是一套产能80万吨的3800mm宽中厚板生产线，可生产厚6-80mm、宽1500-3000mm的普碳板、低合金板、造船板、桥梁板和锅炉板等高附加值产品。2009年度，秦皇岛首钢板材厂生产70万吨、2009年实现营业收入29.97亿港元，净利润-2.78亿港元。

6、首钢总公司冷轧镀锌薄板厂

首钢冷轧镀锌薄板厂于2003年以后陆续建厂，由六条生产线组成，分别是：一条年产77万吨推拉式酸洗和酸再生生产线，一套年产35万吨的6H3C单机架可逆式冷轧机组和一套年产30万吨UCM单机架可逆冷轧机组，年产54.5万吨的两条热镀锌生产线和一条年产17万吨的彩涂板生产线，产品定位于家电板、建筑板和汽车内板。

7、首钢水城钢铁（集团）有限责任公司

水城钢铁是西南地区最大的建筑钢材生产企业，首钢完成收购后占其股权比例为51.02%。经过多年发展，水城钢铁成为拥有采矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢、轧钢以及发电、水泥、机电制造和建筑安装等产业，年产300万吨钢的大型钢铁联合企业。

2009年度，水城钢铁生产生铁326万吨、钢319万吨、钢材303万吨。主导产品螺纹钢、普线、高线及淮高线等的产销率均达100%。截至2009年末，水城钢铁总资产113.90亿元，净资产38.00亿元；2009年实现营业收入106.30亿元，净利润0.2亿元。2010年1-3月，水城钢铁生产生铁78万吨、钢78万吨、钢材77万吨。截至2010年一季度末，水城钢铁总资产118.50亿元，净资产38.30亿元；2010年一季度实现营业收入27.60亿元，净利润0.4亿元。

8、首钢贵阳特殊钢有限公司

首钢贵阳特殊钢有限责任公司（简称首钢贵钢公司）是西部重要特钢企业，全国最大的凿岩用钎钢钎具产品的科研与生产基地。目前，具有年生产优质特殊钢50万吨、材46万吨的能力，拥有电弧炉六座；型钢轧机一套、冷拔钢管机组9套等装备。

2009年8月12日，贵钢和首钢成功联合重组，2009年9月20日，首钢贵钢公司新建项目“新特材料循环经济工业基地”开工建设。新区建设投资100亿元以上，力争在2012年建成年产200万吨特、优钢，销售收入上百亿元的精品特钢基地，成为首钢又一个“循环经济型、节能环保型、清洁高效型”的钢铁示范企业。“新特材料循环经济工业基地”建成后，装备一流，达到国际先进水平、国内领先水平，将拥有2280立方高炉为核心的炼铁系统，120

吨转炉炼钢系统，原60吨及30吨电炉炼钢系统，大棒及扁钢轧机、精品棒线轧机轧钢系统，精整热处理中心，制钎和锻钢系统，铁路车轮生产系统等；产品主要是钎钢钎具系列产品、精密锻材、模具扁钢、易切削钢、铁路用车轮、合金钢棒线材等。

9、首钢长治钢铁有限公司

长治钢铁（集团）有限公司原为长治市国有工业资产经营有限公司100%控股企业，2009年8月8日，首钢集团对长治钢铁（集团）有限公司进行了兼并重组，首钢占90%股权比例。首钢长钢公司主要从事钢铁冶炼、钢压延加工、矿山开采加工、炼焦生产、耐火材料等业务。

2009年度，首钢长钢公司生产生铁216万吨、钢207万吨、钢材185万吨。截至2009年末，首钢长钢公司总资产80.60亿元，净资产7.10亿元，2009年实现主营业务收入76.50亿元元，净利润-7000万元。2010年1-3月，首钢长钢公司生产生铁70万吨、粗钢67万吨、钢材51万吨。截至2010年一季度末，首钢长钢公司总资产83.30亿元，净资产66.40亿元，2010年一季度实现主营业务收入24.50亿元。

10、首钢通化钢铁有限公司

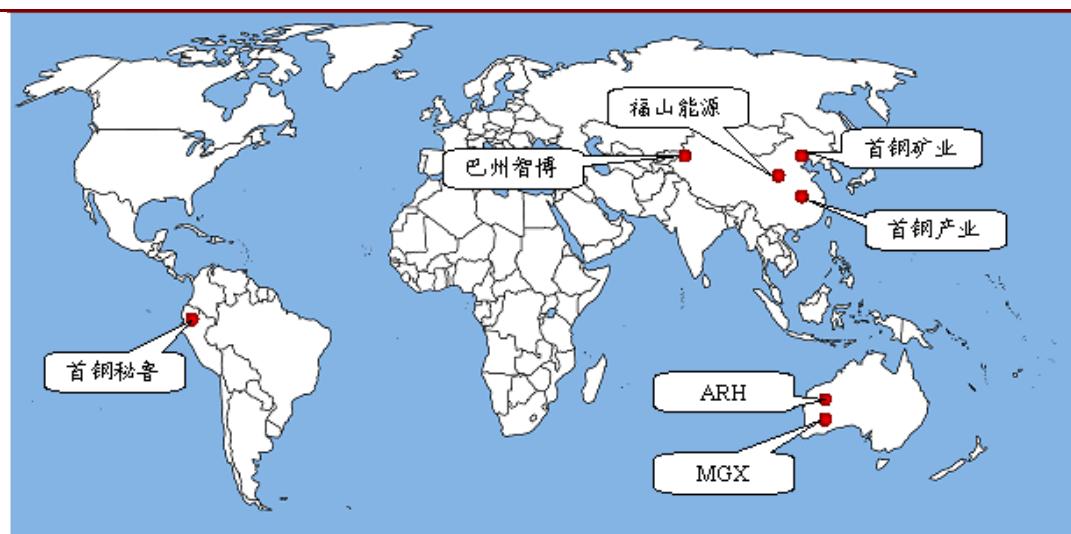
通化钢铁集团股份有限公司（以下简称“通钢集团”），是吉林省大型钢铁联合企业，现具备年产钢600万吨的生产能力。2010年7月16日首钢重组通钢集团，重组后首钢总公司及首钢控股公司将合计持有通钢集团77.59%的股份。通钢集团下辖通化钢铁公司、通化矿业公司、磐石无缝钢管有限公司和四平钢铁制品有限公司。通钢集团铁矿石储量约为1.89亿吨，产能380万吨。2009年度，通钢集团生产生铁516万吨、钢519万吨、钢材517万吨。

11、首钢伊犁钢铁有限公司

首钢伊犁钢铁有限公司的前身是伊犁兴源实业有限公司。公司现拥有5个分厂、14个职能部门，集烧结、炼铁、冶金白灰、制氧、炼钢、轧钢、钢材制品为一体的钢铁联合企业。2009年8月18日，与首钢控股公司签订了合作协议，更名为首钢伊犁钢铁有限公司。首钢以资产加现金方式进入，持股75%；目前，伊犁钢铁产能为60万吨/年铁，120万吨/年，其中棒材70万吨，线材60万吨。首钢实现对该企业控股经营后，将力争在2011年实现年生产铁175万吨、钢180万吨；在2015年达到年生产铁470万吨、钢500万吨。

（二）矿产资源资产分析

图4：矿业资产分布图



资料来源：宏源证券

首钢总公司在发展钢铁产业的同时，积极拓展上游，规避上游价格波动风险。目前，首钢总公司通过收购重组取得大量的铁矿、焦煤资源，主要控制在首钢矿业公司、首长国际、首钢控股公司、首钢秘鲁公司和首钢贵州产业投资公司。同时，首钢总公司通过参股、控股国内地方矿山企业或与地方合作办矿以控制矿产资源，其中河北宏达铁矿储量为3586万吨，配套氧化球团生产能力，2009年氧化球团累计产量42.79万吨；岔沟的铁矿资源储量为727万吨，已于2010年4月份进行试车，铁精粉设计能力50万吨/年；辽宁硼铁矿区铁矿资源储量15893.9万吨，其中含硼矿石13387.4万吨；巴州智博铁矿已探明矿床4个矿体，目前初步勘查资源储量5000万吨，预计资源总量1.9亿吨以上，矿石主要类型为磁铁矿。2009年度，发行人铁矿石采供总量2922万吨，其中通过发行人系统内自给采供1314万吨，另向公司系统外部采购1608万吨，2009年度发行人铁矿石自给率达到45%。

1、首钢矿业公司

首钢矿业公司位于河北省迁安市，是首钢的主要原料基地。经过40多年的建设发展，已成为从事采矿、选矿、球团、烧结、和机械制造、矿车制造、电力修造、建筑安装等多行业的国有大型矿山企业。目前，公司拥有水厂、杏山、孟家沟、马兰庄四大产区，总储量8.6亿吨，可开采年限16年。目前，公司选矿系统年处理矿石能力2700万吨，自产铁精粉近500万吨；拥有6台99平方米、1台360平方米烧结机和烧结球团生产线，具有烧结矿氧化球年生产能力350万吨，烧结矿年生产能力1150万吨左右。公司的熟料大部分供给迁安钢铁公司，少部分供给总公司其他公司。2010年上半年自产粉产量完成238.11万吨，达到了年进度计划；生产球团矿201.9万吨，比去年同期多产6.76万吨；烧结矿573.18万吨，比去年同期多产139.14万吨。

2、首长国际

首长国际是首钢总公司全资子公司首钢控股（香港）的持股42.15%的控股子公司，目前在港股上市。首长国际除了控股首秦公司和首钢秦皇岛中板厂外，在资源方面，持有福山能源24.5%的股权、首秦龙江67.84%的股权和Australasian resources Ltd 6.3%股权。

福山能源是国内中西部最具规模的综合焦煤公司之一，以山西为主要生产基地，主要从事煤炭开采以及原焦煤和精焦煤销售业务。福山能源拥有兴无煤矿65%股权、金家庄煤矿65%股权和寨崖底煤矿95%股权，占有焦煤资源1.3亿吨，年产原焦煤630万吨。在铁矿方面，公司持有亚太资源16.8%股权和吉布森山铁矿公司14.28%股权，亚太资源持有吉布森山铁矿公司26.75%股权，福山能源合计直接和间接持有吉布森山铁矿公司18.78%股权。吉布森山铁矿公司拥有铁矿石储量1.04亿吨，矿石品位在60%左右，年产量在500万吨左右。在有色金属方面，亚太资源持有Metal X Limited 29.08%股权，Metal X Limited是全球最大锡生产企业之一，拥有锡金属量23万吨，平均品位0.82%；铜金属量5万吨，平均品位25%。此外Metal X Limited还拥有镍金属资源量约180万吨，矿石品位在1%左右；钴金属资源量14万吨，品位0.076%；品位47%的铁矿石1.8亿吨。

首秦龙江是拥有秦皇岛市的两个磁铁矿和一座球团厂，产能分别为100万吨和200万吨，其中一座铁矿于2009年9月投产。2009年，首秦龙江球团销量35万吨。Australasian resources Ltd 在澳大利亚的Balmoral South项目拥有铁矿石储量16亿吨，矿石品位较低在31%左右，此外还有大量镍矿和铀矿资源还在勘查中。

3、首钢秘鲁铁矿股份有限公司

首钢秘鲁公司是首钢在1992年并购的全资公司。该公司拥有670.7平方公里矿区铁矿资源永久开采权、勘探权和经营权，经最近一次勘查，截至2009年末，该矿区保有铁资源储量16.43亿吨，年产矿产品750万吨，销往中首公司和海外客户。

4、贵州首钢产业投资公司

贵州首钢产业投资公司是首钢股份全资子公司。该公司持有贵州松河煤业发展有限责任公司35%的股权，与盘江股份并列第一大股东。松河煤业探明储量5.5亿吨，设计年产240万吨，松河矿井煤的种类主要有焦煤、肥煤、

瘦煤三类煤种，以焦煤为主，占87.5%，是炼钢的主要原料。由于客观原因，松河煤矿推迟投产，预计在2010年四季度投产。在参股煤矿的同时，公司利用西南煤炭资源丰富优势，成立了贵州首黔资源开发公司，建设年产200万吨的煤焦化项目。项目一期主要产品产量包括：400万吨/年选煤、2*90万吨/年焦炭、20万吨/年甲醇等。

5、首钢控股公司

首钢控股有限责任公司于2004年成立。首钢控股是我国一家大型金融、资源类控股集团，是我国第一家产业类、综合型金融控股公司。首钢控股除拥有华夏银行、中国生命人寿保险、中国评论网络有限公司的股权并作为第一大股东或控股股东外，还拥有蒙古国亚洲资源投资公司、新首钢资源公司、资产新闻公司、华企投资公司、信邦投资公司、中蒙两国策克口岸贸易区等的绝对、相对控股权。目前已拥有储量排名世界前几位的多金属（铂、金、银、锑、铅锌）矿、铁、锰矿和油田、特大型煤矿的产权、开采权。

（三）首钢总公司钢铁产业其他资产

1、中国首钢国际贸易工程公司

中国首钢国际贸易工程公司成立于1992年，为首钢的全资子公司，代表首钢从事海外企业投资。中首公司主要从事进出口贸易、海外工程承包、国际经济技术合作、房地产开发、宾馆、公寓、物流、物业管理以及国内贸易等业务，并经营管理首钢控股（香港）有限公司、首钢秘鲁铁矿股份公司、首钢美国国际有限责任公司、首钢德有限公司、首钢唐明（奥克兰）有限公司、首钢萨发利（印尼）有限公司等境外企业和澳大利亚HISMELT KWINANA合资项目。2009年，中首公司完成矿资源产品内供1195万吨；钢铁产品出口66万吨。截至2009年末，中首公司总资产209.70亿元，净资产44.70亿元；2009年实现营业收入200.60亿元，净利润3.40亿元。截至2010年一季度末，中首公司总资产187.60亿元，净资产14.40亿元；2010年1-3月中首公司实现营业收入51.70亿元。

2、迁安中化煤化工有限责任公司

迁安中化煤化工有限责任公司是2003年由开滦（集团）有限责任公司、首钢总公司、迁安市重点项目投资公司投资兴建的煤化工企业。公司现有6座55孔JN60型焦炉，设计年产焦330万吨。

（四）首钢总公司钢铁主业公司资产质量比较分析

1、设备资产比较

烧结设备：首钢股份有7台烧结机，烧结面积合计为 585 m^2 ，首钢京唐公司烧结机单台就达到 550 m^2 ，合计为 1600 m^2 ，明显优于首钢股份。首秦公司烧结机单台面积 160 m^2 ，合计 320 m^2 资产质量略优于首钢股份，水钢和通钢烧结机面积分别为 460 m^2 和 550 m^2 ，均少于首钢股份，资产质量相当。

焦化设备：首钢股份焦化设备严重不如首钢京唐公司，弱于通钢，和水钢相当。

炼铁设备：首钢股份有2座 2635 m^3 高炉。迁钢有2座 2650 m^3 、1座 4000 m^3 高炉，首钢京唐2座 5500 m^3 高炉，这两家公司明显优于首钢股份。水钢有4座高炉分别为 450 、 788 、 1200 、 1350 m^3 ，首秦公司有 1200 m^3 、 1780 m^3 高炉各1座，这两家公司高炉单座容积较小，明显不如首钢股份。通钢有5座 350 m^3 、1座 2680 m^3 ，1座 750 m^3 高炉，长钢有2座 350 m^3 、1座 380 m^3 、2座 1080 m^3 高炉，这两家公司和首钢股份也有很大的差距。因此，炼铁设备优于首钢股份只有迁钢和首钢京唐。由于高炉容积低于 400 m^3 为国家淘汰设备，所以通钢和长钢各有5座高炉和3座高炉低于此标准，因此，将长钢和通钢整体作为置换标的置入上市公司的可能性不大。

炼钢设备：首钢股份有3座210吨转炉，只有首钢京唐和迁钢明显优于首钢股份，其余钢铁企业的炼钢设备和首钢股份有明显差距，尤其是长钢还有国家淘汰设备3座21吨转炉。

轧钢设备：首钢股份有6条摩根三代高速线材生产线，1条线材生产线和1条精品棒材生产线。由于各企业产品结构不同，轧钢设备差别较大，但从品种相近的公司来看，水钢、长钢、伊犁钢铁和通钢线棒材厂的设备质量不如首钢股份。从轧钢设备投入来看，首钢京唐、迁钢设备投入远远大于首钢股份，首秦公司、秦皇岛中板厂和通钢带钢连轧设备大于首钢单台设备投入。

从设备资产综合比较来看，首钢唐钢、迁钢设备资产质量优于首钢股份，其余公司的设备质量均不如首钢股份。因此，从设备资产角度考虑，首钢唐钢和迁钢成为备选置换标的的概率较大。

图 5：首钢集团北京、河北钢铁企业设备资产表

公司	烧结	焦化	炼铁	炼钢	轧钢
首钢股份	7 台烧结机，共 585 m ²	6m 焦炉 1 座， 4.3m 焦炉 3 座	高炉：2 座 2536 m ³	转炉：3 座 210 吨，连铸 机：5 套方坯，1 套板坯	6 条摩根三代高速线材生产 线，1 条线材生产线、1 条精 品棒材生产线
首钢京唐	烧结机：2 台 550 m ² ，1 台 504 m ² 球团焙 烧机	4 座 70 孔 7.63m 焦炉	高炉：2 座 5500 m ³	2 座 300 吨脱磷转炉、3 座 300 吨脱碳转炉、3 台 板坯连铸机、	2250mm、1580mm 热连轧机 组各 1 套，1700mm 酸洗-冷 轧联合机组各 1 套
迁钢			高炉：2 座 2650 m ³ 、1 座 4000 m ³	转炉：5 座 210 吨、大 板坯连铸机 2 台	2160、1580 两条热轧机生产 和一条冷轧生产线
首秦公司	烧结机：2 套 160 m ² 、环冷 机：2 套 170 m ²		高炉：1200 m ³ 、1780 m ³ 各 1 座	转炉：3 座 100 吨，板 坯铸机 2 套	4300mm 宽厚板轧机 1 套
首秦中板厂					3800mm 中板轧机 1 套
总公司薄板厂					35 万吨和 30 万吨单机架冷轧 机组各 1 套、年产 54.5 万吨的 2 条热镀锌生产线和一条年产 17 万吨的彩涂板生产线

资料来源：宏源证券

图 6: 首钢集团其他地方省市钢铁企业设备资产表

公司	烧结	焦化	炼铁	炼钢	轧钢
水钢	烧结机: 2 台 132 m ² 、3 台 65 m ²	焦炉: 2 座 50 孔、2 座 36 孔	高炉: 450、788、1200、1350 m ³ 各 1 座;	转炉: 3 座 35 吨、2 座 100 吨	普通线材、半连续式高速线材及高速线材各 1 套, 小型材轧机 2 套
贵阳特钢				电弧炉 6 座	型钢轧机 1 套、冷拔钢管机组 9 套
长钢			350 m ³ 高炉 2 座、380 m ³ 高炉 1 座、1080 m ³ 高炉 2 座;	转炉: 3 座 21 吨、2 座 80 吨;	H 型钢轧机四套、小型型钢轧机三套、高速线材轧机一套、热轧无缝钢管轧机一套、冷拔钢管轧机三套等
通钢	烧结机: 3 台 64 m ² 、1 台 360 m ² 、4 座 10 m ² 竖炉	焦炉: 2 座 58 型、1 座 43 型、2 座 60 型	高炉: 5 座 350 m ³ 、2680 m ³ , 1 座 750 m ³	120 吨转炉、70 吨电炉	薄板坯连铸连轧、窄带钢连轧、型钢连轧、高速线材、小型连轧、3 条无缝管生产线、单机架冷轧机组
首钢伊犁			高炉: 1 座 750 m ³		螺纹钢生产线、线材生产线

资料来源: 宏源证券

2、生产规模比较

图 7: 钢铁产业主要资产表

公司	产能(万吨)			2009 年产量(万吨)			产品品种
	生铁	粗钢	钢材	生铁	粗钢	钢材	
首钢股份	400	500	400	441	462	294	普通线材、优质线材、棒材
首钢京唐	900	970	913	234	219	208	热轧卷板、冷轧板
迁钢	850	890	830	483	485	381	热轧卷板、冷轧板
首秦公司	255	260	180	220	238	129	中厚板
首秦中板厂			80			70	中厚板
总公司薄板			65				冷轧板、镀锌板、彩涂板
水钢	325	350	350	326	319	303	棒材、线材
贵阳特钢		50	46		15	12	特种钢
长钢	360	360	325	216	207	185	棒材、线材
通钢	525	600	600	516	519	517	线棒材、热轧板卷、冷轧板卷、无缝管
首钢伊犁	60	130	130				线材、棒材

资料来源: 宏源证券

生产规模是评价钢铁企业生产和质地一个重要指标。置换标的从规模上是否大于首钢股份，可以作为评估钢铁资产是否优良的一个指标。

首钢股份产业链比较完整，从烧结一直延续轧钢，生产规模500万吨，其中烧结矿产能850万吨，焦炭产能180万吨、生铁产能450万吨、粗钢产能500万吨，钢材产能400万吨。在首钢总公司中，产能规模超过首钢股份的只有迁钢、首钢京唐和通钢，其生产规模分别为890万吨、970万吨和600万。水钢和长钢产能分别为350万吨和360万吨，略少于首钢股份。2009年首钢粗钢产量462万吨，超过首钢股份是迁钢和通钢分别为485万吨和519万吨，由于首钢京唐09年刚投产，所以粗钢产量只有219万吨，现在1、2号高炉均已投产预计今年将会超过首钢股份。水钢产能粗钢319万吨，距离首钢股份相差较小。因此，迁钢、首钢京唐和通钢成为备选置换标的从生产规模上考虑概率较大。

3、资产规模比较

由于首钢在2010年底将关停所有在北京地区的钢铁冶炼和大部分轧钢业务，首钢股份除了钢铁冶炼和热加工业务外，还持有贵州首钢产业投资有限公司、首钢薄板厂70.28%股权、首钢嘉华60%股权、首钢富路仕50%股权、清华阳光28.7%股权、北京汽车投资公司23.62%股权和北京铁科7.12%股权。这些公司归属到首钢股份净资产合计为28.63亿。目前，首钢股份总资产183.08亿元，净资产81.23亿。除去参股控股子公司资产外，以置出资产为主的其余资产约为103.55亿元，净资产约为49.43亿元。

图 8：首钢股份资产表

股份公司资产	股权 (%)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)
首钢股份	100	183.08	81.23
贵州首钢投资公司	100	7.13	6.33
首钢薄板厂	70.28	76.42	15.89
首钢嘉华	60	1.22	0.72
首钢富路仕	50	4.7	-1.94
清华阳光	28.7	4.67	2.72
北京汽车投资公司	23.62	67.75	58.89
北京铁科	7.12	3.82	2.09
其余资产	100	103.55	49.43

资料来源：公司公告

2009年末首钢京唐、迁钢和通钢的总资产为571亿元、320.9亿元和216亿元，权益总资产分别为291.21亿元、320.77亿元和167.59亿元，超过了首钢股份置出资产。不过从净资产来看，2009年末首钢京唐、迁钢和通钢的净资产为240.1亿元、56亿元和36.72亿元，权益净资产分别为122.45亿元、55.98亿元和28.49亿元，只有首钢京唐和迁钢超过了首钢股份其余资产，其余企业的资产规模均小于首钢股份其余资产。所以从资产规模上考虑，迁钢作为备选置入标的较为合适，无论从地理位置，人员安置以及资产质量都比较理想。由于首钢京唐资产规模较大，而且建设还没有完成，不太适合作为置换标的。

图 9: 2009 年末各公司资产表

集团钢铁主业	股权 (%)	总资产(亿元)	净资产(亿元)	权益资产(亿元)	权益净资产(亿元)
首钢股份其余资产	63.24	103.55	49.43	103.55	49.43
首钢京唐公司	51	571	240.1	291.21	122.45
迁安钢铁公司	99.96	320.9	56	320.77	55.98
通化钢铁公司	77.59	216	36.72	167.59	28.49
水城钢铁公司	51.6	113.9	38	58.77	19.61
长治钢铁公司	90	80.6	7.1	72.54	6.39

资料来源：宏源证券

4、同业竞争和关联度比较

首钢股份在关停石景山地区产能后，和钢铁产业相关度紧密的主要资产是首钢薄板厂和贵州首钢产业投资公司。贵州首钢产业投资公司参股的松河煤矿将会在2010年投产，占股权51%的贵州首黔资源开发公司建设年产200万吨的煤焦化将会在2011年投产。预计从2010年四季度有可能和水钢发生关联交易，2011年开始将会有较大量额的煤炭和焦炭关联交易产生，由于水钢资产规模较小和资产质量较差，单独作为置换资产标的的可能性不大。首钢薄板厂的原料热轧板卷主要来自迁钢。2009年，迁钢供给首钢薄板厂的热轧卷板数量占到该类产品资金总额98.15%，交易金额占全部关联交易金额45.44%。如果将迁钢作为置入标的有助于解决巨额关联交易。再次，从同业竞争考虑，首钢薄板厂、迁安钢铁公司和首钢京唐公司产品中都有冷轧钢板，而且销售区域相近，将来可能会产生同业竞争，如果将迁钢置入上市公司有助于降低出现同业竞争的可能性。

图 10: 2009 年首钢股份和首钢总公司关联交易供给统计

供应单位	品种	金额	占比 (%)	占同类交易比例 (%)
北京首钢新钢有限责任公司	钢坯	6.27	7.14	100
北京首钢新钢有限责任公司	原燃料	5.29	6.03	13.42
北京首钢新钢有限责任公司	次材	0.76	0.87	100
北京首钢新钢有限责任公司	备件	1.30	1.48	100
北京首钢耐材炉料有限公司	耐火砖	1.50	1.71	100
首钢总公司	金属矿	29.80	33.94	57.92
首钢总公司	原材料	1.96	2.24	0.01
北京首钢合金有限公司	铁合金	0.86	0.98	10.06
北京首钢建设集团有限公司	废钢	0.02	0.02	0.54
河北省首钢迁安钢铁有限责任公司	钢卷	39.89	45.44	98.15
首钢京唐钢铁联合有限责任公司	钢卷	0.15	0.17	0.38

资料来源：宏源证券

5、迁钢作为置入标的符合首钢总公司发展战略

首钢总公司希望在“十二五”期间实现：产业和产品结构更具优势，竞争能力更加明显，体制机制更具活力，人与企业更加和谐，企业发展能力显著增强，向国际一流的大企业集团迈进。具体要求就是：首钢京唐钢铁厂建

成投产并达产达效，成为产品一流、管理一流、环境一流、效益一流的现代化大型企业，成为具有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，成为节能减排和发展循环经济的标志性工厂。**迁钢公司成为同类型国际一流钢厂。顺义冷轧成为国际一流的冷轧板材生产厂。首秦公司成为“专精深强”的国内一流的宽厚板生产厂。**2010年，集团钢产量达到2500万吨，板带比达到75%、冷热比40%。“十二五”期间，进一步提高高档汽车板、家电板产品比重，创出若干个有国际影响力的品牌，生产规模、产品结构、自主创新能力进入国际钢铁业先进行列。

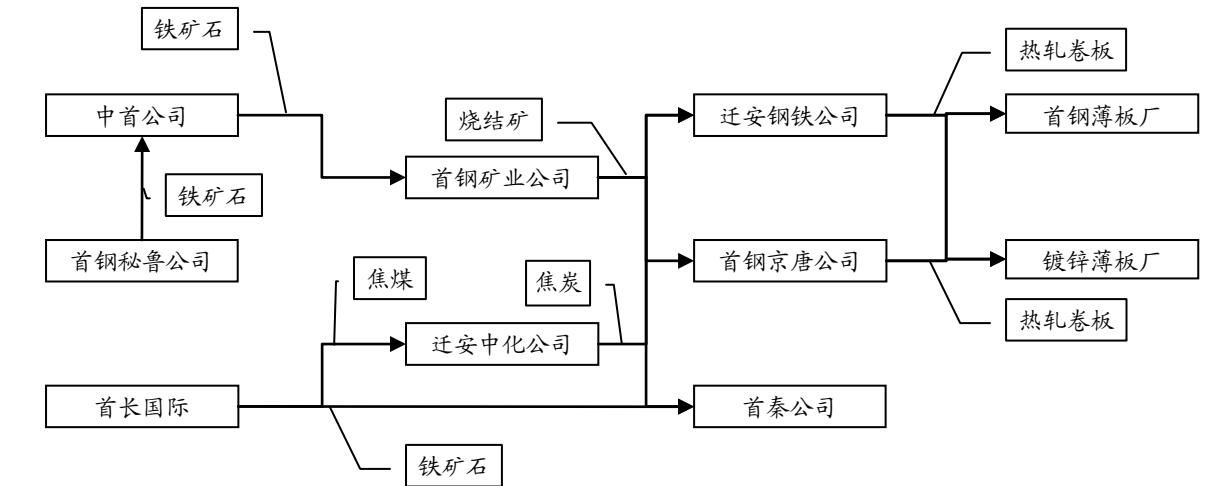
目前，首钢总公司在北京、河北地区的京唐公司、迁钢公司和首钢薄板厂均是采用国际一流装备，体现了公司在板材生产上占领国际高端品种的决心。从首钢股份的控股公司首钢薄板厂来看，如果将迁钢置入上市公司后，迁钢装备优良，可以向有意走向高附加值板首钢薄板厂提供更为优质热轧卷板，对于生产管理和质量控制会更加完善。首钢总公司在高端板材将会形成迁钢-首薄和京唐公司两个产业基地，符合首钢总公司发展战略。

(五) 迁钢置入预期提升首钢矿业公司同期置入的可能性

如果迁钢作为置入标的，首钢矿业公司随其一同置入的可能性大幅提升。首先、迁钢目前遇到生产障碍是没有选烧厂，迁钢所需的炼铁熟料主要来自首钢矿业公司。由于考虑原料来源的稳定性和需求量，大型钢铁联合企业的生产流程均是以铁矿石为起点，以烧结矿为起点在原料供应方面会有风险。因此，迁钢单独作为置换标的，迁钢生产受到首钢矿业公司的影响。

其次，钢铁企业联合生产，生产环节之间互相影响较为严重，尤其在生产高精尖钢铁制品，更是要求各工序质量得到有效保证。如果将首钢矿业和迁钢一起作为置入标的，可以彻底理顺生产流程，有效降低产品质量风险，实现产品高端化。

图 11: 首钢总公司北京地区钢铁产业链



再次，如果将迁钢作为置入资产，其盈利能力优于置出资产较为合理。不过由于今年钢铁产业整体形势不好，迁钢的板材盈利能力暂时不如首钢股份的线材盈利能力，2010年一季度，首钢股份实现净利润6300万，而迁钢只有415万。如果以迁钢和首钢矿业公司做置入标的，盈利能力将会得到保证，有利于获得中小股东和证监会支持。

最后，首钢矿业公司-迁钢-首钢薄板厂和进口铁矿-首钢京唐公司两个高端板材基地已经形成，首钢在北京地区产能关闭后，迁钢粗钢产量将会达到890万吨，首钢矿业的矿产品产能正好满足迁钢需求。首钢京唐在曹妃甸决定了它利用进口铁矿石进行钢铁业务，而且首钢在国外有相当数量的铁矿产量和份额矿，铁矿石供应可以得到保证。当前铁矿石国际价格定价机制的转变推动了首钢矿业公司价值提升，公司股价处于低位，现在注入首钢

矿业对于首钢总公司也是较好的时机。

这种方案存在的风险是首钢总公司可能提出采用市场定价来解决烧结矿的关联交易和迁钢产业链问题。这个解决方案存在的问题是烧结矿市场化程度不高，大型钢铁企业买烧结矿都是作为原料补充，采用市场定价明显对迁钢不利。除非首钢总公司做出承诺保证迁钢有充足烧结矿供应的同时，采用合理价格供应迁钢烧结矿，可以解决烧结矿关联交易问题。但是迁钢当前盈利能力不如首钢股份的置出资产的问题并没有得到解决，在股东大会通过会遇到困难。

如果将首钢矿业公司和迁安钢铁公司作为置入标的一起置入上市公司，不仅有利于中小股东，而且也符合首钢总公司发展做的整体战略。

本次资产置换预案分析仅是假设方案，具有很大的不确定性。由于首钢总公司有大量优质资产，具体是采用何种方案须等到公司公告方可确定。

二、参股煤矿企业即将投产，降低原料价格风险

贵州首钢产业投资公司是首钢股份的全资子公司，该公司参股松河煤矿35%。松河煤业探明储量5.5亿吨，设计年产240万吨；松河矿井煤的种类主要有焦煤、肥煤、瘦煤三类煤种，以焦煤为主，占87.5%。煤质较好，原煤大部分为中灰、低及中硫煤为主，煤的工艺性能指标较稳定。煤的粘结指数高，胶结好，为炼焦配煤的主要原料。洗混煤可作为动力燃料。该煤田已于2007年7月取得采矿许可证，由于客观原因，该煤矿生产比预期时间滞后。目前项目进展顺利，预计2010年四季度有望实现煤炭生产。由于煤炭行业进入整合期，焦煤价格一直在高位运行，公司参股松河煤业有助于公司降低原料价格波动风险。

在参股煤矿的同时，公司利用西南煤炭资源丰富优势，成立了贵州首黔资源开发公司，建设年产200万吨的煤焦化项目。项目1期主要产品产量包括：400万吨/年选煤、2*90万吨/年焦炭等。该项目与公司先期投资的以焦煤为主的松河煤田相邻，公司采取投资控股方式建设该项目有利于该地区煤炭资源开发利用，有利于煤炭产业链的延伸，有助于提升公司投资的综合回报率。该项目投产后，将会向水钢供应部分焦炭。

由于山西省煤炭行业大规模整合，焦煤生产集中度得到大幅提升。再加上国际焦煤价格改为季度定价，焦煤价格一直在高位运行。因此，松河煤矿的投产必然为公司带来可观的收益。

三、假定资产置换预案分析和估值

(一) 假定资产置换预案分析

如果首钢矿业公司和迁钢作为置入标的一起置入上市公司，首钢股份产品将以板材为主。首钢股份将转变为铁精矿产能500万吨、烧结矿产能1150万吨，球团矿产能350万吨、生铁产能830万吨、粗钢产能890万吨、热轧卷板产能830万吨、冷轧产能280万吨的大型钢铁联合企业。由于公司从单纯钢铁加工转变为从矿石开采开始的全流程钢铁生产企业，公司铁矿石自给率达到37%，盈利能力得到明显改善。

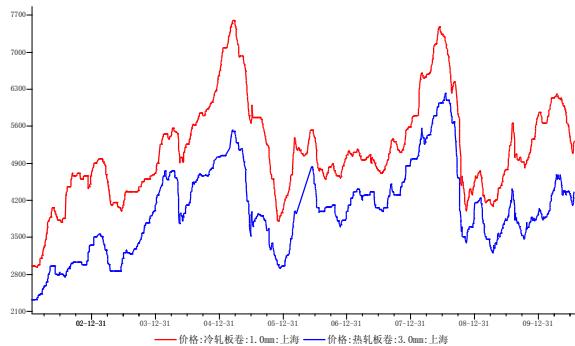
通过对近几年铁矿估值、位置和品位比较，首钢矿业虽然品位较低，但是所处地理位置较好，而且生产比较成熟，给予首钢矿业吨储量10元，首钢矿业铁矿资产估值约为86亿元。首钢矿业和迁钢净资产合计可能会达到159亿，如果和首钢股份其余资产净资产冲抵后，仍有110亿资产差额。若按每股3.5元，需要增发31.43亿股，公司股本将增至61.09亿股。

图 12: 近几年铁矿石矿山估值表

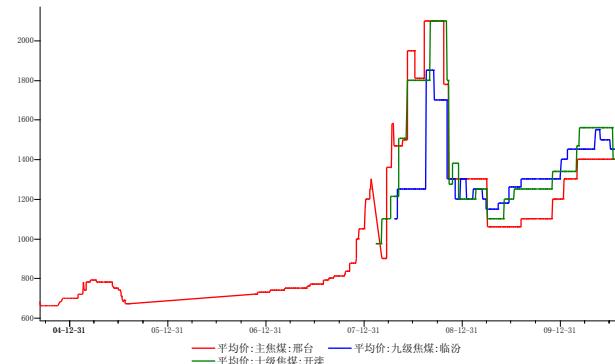
企业	位置	时间	品位/%	储量/万吨	权益/%	矿权估值/亿元	吨储价格(元/吨)
肃北博伦	甘肃	2009 年	38	10300	49	4.58	4.45
哈密博伦	新疆	2009 年	31	4700	29	2.88	6.13
哈密博伦	新疆	2010 年	31	4700	20	2.88	6.13
神龙矿业	湖南	2009 年	30.5	9107	48	5.49	6.03
凌钢股份	辽宁	2008 年	31	6678	100	13.92	20.84
酒钢宏兴	甘肃	2009 年	35.7	42200	100	6.62	1.57
方大炭素	辽宁	2007 年	35	4620	97.99	7.58	16.41
方大特钢	江西	2010 年	32-35	1318	70	1.68	12.75
首钢矿业	河北		24-32	86000	100	86	10.00

资料来源：宏源证券

(二) 假设条件及估值

图 13: 上海市场热轧卷板和冷板价格


资料来源：公司资料 宏源证券

图 14: 开滦、邢台和临汾焦煤价格


资料来源：公司资料 宏源证券

假设首钢矿业2011年产铁精粉500万吨，66%铁精粉含税价格1200元/吨，铁精粉完全成本700元/吨，首钢矿业净利润可以达到12.21亿，每股收益为0.2元，按金岭矿业2011年动态市盈率为16倍，折合每股价格为3.2元。

2010年，铁矿石供应机制由年度定价转变为以现货价格为基准的季度定价，钢企在成本控制方面遇到困难，同时下游需求不振，盈利能力大幅下滑。2011年，随着钢企对新的原料定价机制的适应，在采购、生产和销售协调一致，有望实现微利经营。假设2011年，热轧卷板和冷板含税价格分别为4500元/吨和5300元/吨；首钢股份生产热轧板卷650万吨，冷轧板卷150万吨，吨钢净利100元。钢铁业务实现净利润9.5亿元，每股收益0.16元，按2011年钢铁行业动态市盈率11倍，折合每股价格1.76元。

假设2011年，松河煤矿生产焦煤180万吨，主焦煤含税价格1350元/吨，吨原焦煤利润300元，预计为首钢股份贡献利润1.89亿，贡献每股收益0.03元。按2011年煤炭行业动态市盈率14倍，折合每股价格0.42元。

综上所述，如果首钢股份按照假定方案进行资产置换，每股股价应该为5.38元。目前，公司股价为3.54元，未来具有较大的增长空间，给予“买入”评级。

产品产量、价格和吨利润假设

2011 年					
品种	产量(万吨)	价格(元)	吨净利润(元)	利润(万元)	贡献每股收益
铁精粉	500	1200	244	122000	0.20
热轧卷板	800	4500	100	80000	0.13
冷轧卷板	150	5300	100	15000	0.03
主焦煤	63	1350	300	18900	0.03
2012 年					
品种	产量(万吨)	价格(元)	吨净利润(元)	利润(万元)	贡献每股收益
铁精粉	500	1200	244	122000	0.20
热轧卷板	830	4700	130	107900	0.18
冷轧卷板	280	5500	130	36400	0.06
主焦煤	84	1350	400	33600	0.06

资料来源：宏源证券

表 1：利润表(百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	24,512.86	22,788.18	23,116.87	39,350.00	43,434.40
减：营业成本	23,129.79	21,872.94	22,080.60	34,803.86	37,846.42
营业税金及附加	72.81	71.59	73.97	118.05	130.30
销售费用	138.89	163.57	165.67	331.34	364.47
管理费用	274.38	321.40	332.12	697.45	767.20
财务费用	194.49	189.95	191.35	420.97	463.07
资产减值损失	136.15	-1.93	13.06	11.07	12.09
加：公允价值变动净收益	-101.02	108.21	-15.03	7.62	
投资净收益	71.34	177.02	230.13	253.14	278.46
营业利润	536.67	455.90	475.19	3,212.78	4,129.31
加：营业外收入	5.34	0.32	3.25	19.01	21.05
减：营业外支出	1.94	5.42	2.01	15.11	17.69
利润总额	540.07	450.81	476.43	3,216.68	4,132.67
减：所得税	185.77	146.75	143.60	804.17	1,033.17
净利润	354.30	304.06	332.83	2,412.51	3,099.50
少数股东损益	-56.17	-63.56	11.60	30.00	45.00
归属于母公司所有者的净利润	410.47	367.62	321.23	2,382.51	3,054.50
每股收益(元)	0.14	0.12	0.11	0.39	0.50

资料来源：宏源证券

分析师简介:

赵丽明: 宏源证券研究所钢铁行业研究员，北京科技大学材料学博士，有多年钢铁行业和证券行业从业经验。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。