

## 首钢股份(000959): 收购集团资产时间仍未明朗 中性(首次)

钢铁行业 2007年11月15日

执笔: 王招华 组长: 施海仙  
010-66045585 wangzh@txsec.com

### 事件描述:

2007年11月9日, 我们组织机构联合调研首钢股份顺义冷轧厂, 与公司董秘及技术主管就公司经营业绩及未来几年发展规划进行了介绍, 并参观了顺义冷轧厂生产基地。

### 评论:

- 公司定位于钢铁企业。**公司在06年底公告置出持有包括保险、IT、生物科技等领域股权, 同时置入北京汽车投资控股有限公司(北汽投) 23.62%的股权, 标志着公司回归钢铁主业, 未来将成为总公司钢铁项目在A股的融资主体。这与首钢总公司以搬迁为契机, 巩固钢铁作为核心产业地位的思路一致。
- 目前关联交易严重。**06年公司关联采购占销售成本的比重及关联销售占销售收入的比重分别达到60.50%和43.43%, 远高于行业30%左右的平均水平。但该关联交易问题有历史成因, 其紧迫性和重要性位居首钢搬迁之后, 预计在短期内尚难得到有效解决。
- 土地补偿、税收返还以及集团减产与公司关系不大。**(1) 公司在石景山使用的162万平方米工业用地是租用首钢总公司的土地, 搬迁后将交还总公司处理;(2) 国家发改委将对首钢搬迁进行财税和资金支持总计57亿元(其中增值税、所得税38亿元, 国债贴息19亿元), 预计这部分资金将主要用于国有资产项目京唐钢的建设, 分拨给股份公司的可能性较小;(3) 首钢总公司石景山地区的粗钢产量在2007年年底之前将由800万吨压缩至400万吨, 2008年7-9月减产70%, 预计受影响的将主要是首钢新钢公司, 股份公司08年在石景山的钢材产量预计减少13%左右, 至400万吨。
- 顺义冷轧厂预计于08年7月初投产, 头两年毛利率可能偏低。**公司总产能为150万吨的冷轧厂在11月上旬进行了试生产, 但实现真正意义上的投产可能需要到08年7月初。受开拓市场以及固定资产摊销等因素影响, 钢厂新产品头两年毛利率普遍偏低, 预计首钢也难打破这一局面。
- 预计未来将实现渐进式整体上市, 迁钢公司将首先被注入, 但注入时间仍未明确。**首钢总公司承诺钢铁资产在2010年前后实现整体上市, 预计公司可能效仿华菱管线(000932.SZ)实现渐进式整体上市。根据与收购资产股权的复杂程度以及与现有资产的关联性, 我们认为迁钢公司首先被注入的可能性最大, 并且可能让首钢股份享受较大的优惠。由于公司在08年仍有望维持460万吨钢材的产量, 因此迁钢资产注入缺乏紧迫性, 具体注入的时间仍未明确。如果迁钢资产在2008年1月1日并表注入, 粗略估计, 将增厚公司08年EPS0.14元, 09年EPS0.13元, 增厚比例均在30%以上。
- 给予“中性”评级。**不考虑资产注入因素, 预计公司07-09年EPS分别为0.25元、0.28元和0.40元, 以11月14日收盘价计算, 07年PE为29倍, 08年PE为25倍。公司未来1-2年内最大的看点是收购集团钢铁资产, 由于具体收购的时间在目前来看仍未明确, 我们认为目前股价已经反映公司价值, 暂时给予“中性”评级。未来我们将紧密跟踪公司动态。

图表 1 首钢系钢铁资产介绍

	首钢系权益	2006 年产量 (万吨)		备注
		粗钢	钢材	
首钢总公司	100%	1054.62	1016.55	07 年石景山地区 800 万吨钢产量底压缩至 400 万吨, 08 年 7-9 月石景山地区减产 70% 以上, 2010 年底完成搬迁, 关闭在石景山的所有钢铁产能
首钢股份 (000959.SZ)	63.24%	506	464	08 年 7-9 月石景山地区钢铁减产
其中: 顺义冷轧厂	63.24%	0	0	预计于 08 年 7 月初正式投产, 产能为 150-170 万吨
首钢新钢公司	100%	约 300	约 300	位于北京的钢铁产能可能在 2007 年底前被完全关闭
首钢特钢公司	100%	0	80	
首钢迁钢公司	约 99.6%	238	0	设计年产能 450 万吨铁, 450 万吨钢, 400 万吨热轧板带钢。07 年前 8 月生产 102 万吨热轧板, 未来将供货给顺义冷轧厂, 多余部分外卖
京唐钢公司	51%	0	0	一期预计于 08 年底投产, 形成粗钢 485 万吨产能; 二期 2010 年底投产, 形成粗钢 970 万吨, 钢材 906 万吨产能
秦皇岛首钢板材公司	45.96%	0	76.1	首钢总公司控股 45.96% 的首长国际 (0697.HK) 的全资子公司
秦皇岛首秦金属公司 (首秦)	34.93%	185	0.97	首长国际 (0697.HK) 及秦皇岛首钢板材合计控股 76%, 韩国现代重工参股 20%
首钢唐山宝业公司	约 70%	300	>300	首钢总公司 07 年 3 月收购, 部分设备可能来自首钢新钢公司
贵州水钢集团	34.56%	289	约 294	

资料来源: 公司资料、联合金属网、天相投顾整理

图表 2 2006 年首钢股份关联交易远超过行业平均水平

金额 (亿元)		金额 (亿元)	
关联采购	125	关联销售	96
销售成本	207	销售收入	221
关联采购/销售成本	60.50%	关联销售/销售收入	43.43%
行业平均水平	不超过 30%	行业平均水平	不超过 30%

资料来源: 公司资料、天相投顾整理

图表 3 如果首钢股份 2008 年 1 月 1 日通过两种方式收购迁钢资产对业绩的影响

EPS (元)	银行贷款		增发新股		主要假设条件: (1) 迁钢公司吨钢投资额 4000 元, 资产负债率为 65%; (2) 08、09 年迁钢热轧产量 400 万吨, 净利润率 6%-8%; (3) 增发新股的收购价格为 7.50 元/股。
	2008 年 EPS	2009 年 EPS	2008 年 EPS	2009 年 EPS	
收购前	0.28	0.40	0.28	0.40	
收购后	0.42	0.55	0.43	0.53	
增厚	0.14	0.15	0.15	0.13	
变化	49.49%	38.61%	51.96%	32.84%	

资料来源: 天相投顾

图表 4 首钢股份 (000959) 盈利预测 (万元)

单位: 万元	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	2,121,802	2,214,128	2,536,719	2,728,894	3,185,317
<b>增长率 (%)</b>	18.4	4.4	14.6	7.6	16.7
减: 主营业务成本	1,939,548	2,071,207	2,345,755	2,523,893	2,919,050
主营业务税金及附加	7,298	7,919	9,073	9,761	11,393
主营业务利润	174,956	135,002	181,891	195,240	254,874
<b>增长率 (%)</b>	(12.6)	(22.8)	34.7	7.3	30.5
<b>主营业务利润率 (%)</b>	8.25	6.10	7.17	7.15	8.00
加: 其他业务利润	978	933	1,069	700	700
减: 营业费用	17,058	21,545	24,684	26,554	30,996
管理费用	24,910	26,797	30,701	33,027	38,551
财务费用	17,575	18,514	21,212	22,819	26,636
<b>期间费用率 (%)</b>	2.81	3.02	3.02	3.02	3.02
营业利润	116,390	69,078	106,362	113,540	159,392
<b>营业利润率 (%)</b>	5.49	3.12	4.19	4.16	5.00
加: 投资收益	1,097	1,289	10,000	3,030	3,060
补贴收入	0	0	0	0	0
营业外收入	50	99	113	122	142
营业外支出	1,960	84	96	104	121
利润总额	115,578	70,430	116,379	116,588	162,473
<b>增长率 (%)</b>	(26.2)	(26.2)	65.2	0.2	39.4
<b>利润率 (%)</b>	5.45	3.18	4.59	4.27	5.10
减: 所得税	40,291	25,772	38,405	29,147	40,618
<b>实际税负比率 (%)</b>	35	37	33	25	25
少数股东损益	-3,974	-3,916	3,000	3,500	3500
净利润	79,260	48,574	74,974	83,941	118,355
<b>增长率 (%)</b>	(30.0)	(30.0)	54.3	12.0	41.0
<b>净利润率 (%)</b>	3.74	2.19	2.96	3.08	3.72
每股收益 (元)	0.34	0.21	0.25	0.28	0.40

资料来源: 天相投顾

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

**北京富凯** 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室  
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100032

**北京新盛** 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层  
电话： 010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

**北京德胜园** 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层  
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

**上海天相** 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座  
电话： 021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

**深圳天相** 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801  
电话： 0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编 518041

**山东天相** 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C  
电话： 0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014