

首钢股份 (000959.SZ) 深度报告

强烈推荐-A (首次)

前瞻战略布局、持续降本提效推动业绩腾飞

- **首钢股份是首钢集团旗下唯一钢铁上市公司。**囊括了首钢集团最优良的金属板材业务，目标精品产能差异化。公司热系和冷系两大类板材产品均处于国内领先地位。随着京唐基地二期逐步投产以及股权收购并表，公司权益产能逐年增加，目前已拥有超过2100万吨的精品板材生产能力。公司拥有迁顺、京唐两大生产基地，于2022年3月实现京唐公司完全控股，集团优质资产注入助力公司业绩持续提升。
- **公司以汽车板、电工钢、酸洗板为核心拳头产品，**2021年分别实现生产355万吨、150万吨、63万吨。首钢汽车板产品已实现国内前十重点车企全覆盖，供货份额稳中有增，连续三年蝉联华晨宝马、长城、北汽国内第一供应商；同时，公司积极发展电工钢业务，抓住新能源车领域对高牌号无取向电工钢的需求增长机遇，通过调整产品结构，努力提升高牌号电工钢产品比例；镀锌板方面，公司产品定位高端，努力提升品牌影响力。2020年公司实现宽幅逆晶红牛铁、高成形易开盖产品向行业龙头企业批量稳定供货，薄规格产品比例达56.4%，DR材同比增长77%。
- **首钢致力于远期产品布局，上市二十余年来多次调整产品结构。**公司多次准确预测钢铁市场需求走向，调整业务布局，借势公司搬迁完成从传统长材到高端板材的产品转型。自2010年公司即开始铺垫高端电工钢等业务，成功把握新能源汽车、高端电机等新兴钢材市场需求，并继续探索极薄硅钢等高端钢材业务。同时公司专注降本提效，成功打造现代精益管理型企业，其引入的阿米巴、OEE等管理模式都取得不错的效果，公司人均钢材产量、吨钢净利等关键指标均获得了明显的增长。
- **战略产品营收提升叠加京唐收入并表，公司利润水平提升明显。**2021年首钢实现归母净利润70.24亿元。2021年8月公司公告首期股权激励计划，进一步绑定公司核心员工；同时公司宣布5年来首次分红，开始进入“盈利+红利”双回报模式。公司目前ROE水平处于同业领先，未来虽受资产负债率降低影响，但叠加净利率与资产周转率提升，公司有望保持ROE水平。
- **投资建议：**公司在过去二十余年中每每能够成功把握钢铁市场需求变化，最大化收获市场红利。随着首钢进一步优化产品结构，我们看好公司营收及利润水平将进一步提升。预计公司2021~2023年实现归母净利润70.24、82.94、86.33亿元，22年EPS为1.07元/股，给与“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**上游原材料价格上涨、下游需求持续性不及预期风险、公司扩产不及预期、市值分析不够全面、疫情持续影响风险。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	69151	79951	133398	136720	138220
同比增长	5%	16%	67%	2%	1%
营业利润(百万元)	2024	2778	9768	10571	10985
同比增长	-36%	37%	252%	8%	4%
归母净利润(百万元)	1251	1786	7024	8294	8633
同比增长	-48%	43%	293%	18%	4%
每股收益(元)	0.24	0.34	1.04	1.07	1.11
PE	21.1	14.8	4.8	4.7	4.5
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司数据、招商证券

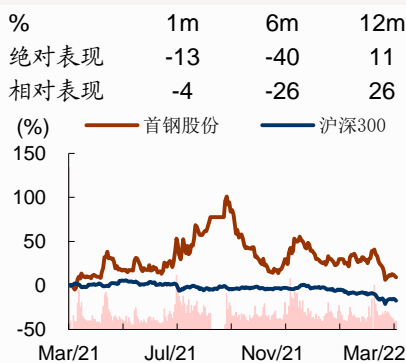
中游制造/钢铁

当前股价：5.0元

基础数据

总股本(万股)	675033
已上市流通股(万股)	521824
总市值(亿元)	338
流通市值(亿元)	261
每股净资产(MRQ)	6.1
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	70.3%
主要股东	首钢集团有限公司
主要股东持股比例	50.94%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 岳恒宇 S1090521050002
yuehengyu@cmschina.com.cn
- 唐笑 S1090521050001
tangxiao2@cmschina.com.cn
- 贾宏坤 研究助理
jihongkun@cmschina.com.cn

正文目录

一、双基地协同，引领国内高端钢材市场	5
1、囊括首钢集团优良板材业务	5
2、迁顺京唐两基地协同发展，成长性良好	5
3、集团优质资产注入，助力业绩稳定增长	6
二、拳头产品优势明显，战略转型快人一步	7
1、三大战略产品引领公司业绩增长	7
(1) 汽车板—市场周期回升，产品覆盖一线车企	7
(2) 电工钢—需求缺口仍在，高端产品行业领先	9
(3) 镀锡板—坚持高端，提升品牌影响力	11
2、发挥区位优势，传统产品降本提效	13
3、多次完成产品转型，战略布局快人一步	15
三、成本降低带来利润迅速增长	16
1、新产能投产，营收快速增长	16
2、费用降低，利润显著增加	18
3、资产负债率稳定并有下降趋势	18
4、股权激励计划推进，五年首度分红	20
四、盈利预测与估值	21
1、盈利预测	21
2、估值分析	23
五、投资建议	24
六、风险提示	24

图表目录

图 1 首钢股份发展历程	5
图 2 首钢股份产品产量变化（万吨）	5
图 3 首钢股份股权结构（截止 2021 年 Q3）	6
图 4 国内汽车产量自 2018 年一度开始下跌	7
图 5 国内新能源汽车产量增速明显	7
图 6 钢材在汽车生产中被广泛应用	7

图 7 汽车板带材是主要的汽车用钢品类 (2020 年)	7
图 8 冷轧板材价格显著高于传统钢材 (元/吨)	8
图 9 冷轧板材吨钢净利逐渐呈现优势 (元/吨)	8
图 10 国内钢企汽车板产量 (含出口) 及首钢占比 (万吨)	8
图 11 汽车产品认证周期较长	9
图 12 首钢股份近年汽车板产量情况及未来产量预测 (万吨)	9
图 13 2025 年国内新能源汽车销量有望达到 800 万辆	9
图 14 国内变频空调产量占比持续提升	9
图 15 国内电工钢产量变化 (万吨)	10
图 16 高端电工钢价格有望维持高位 (元/吨)	10
图 17 2020 年国内无取向硅钢产量分布	11
图 18 2020 年国内取向硅钢产量分布	11
图 19 首钢股份历年电工钢产量情况及未来产量预测 (万吨)	11
图 20 国内重点企业镀锡板产量变化 (万吨)	12
图 21 2021 年国内镀锡板价格上升明显 (元/吨)	12
图 22 首钢镀锡板产品工艺流程	12
图 23 首钢股份 2021 年各月镀锡板产量	13
图 24 公司两基地毗邻港口、矿区, 物流成本具优势	13
图 25 曹妃甸、京唐两港铁矿石到货量 (万吨)	13
图 26 2022 年国内钢材价格较去年同期更高且缓慢上行	14
图 27 2022 年国内钢材库存水平偏低 (万吨)	14
图 28 阿米巴经营模式图解	15
图 29 首钢与同业公司人均产钢量对比 (吨/人)	15
图 30 首钢营业成本占比下降明显	15
图 31 首钢在线材行情峰值选择逐渐减少产能 (单位: 元/吨)	16
图 32 首钢产品迭代历程	16
图 33 首钢股份钢材产量变化 (万吨)	17
图 34 首钢股份近年营收变化 (亿元)	17
图 35 首钢股份吨钢收入变化 (元/吨)	17
图 36 首钢股份毛利率走势 (%)	17
图 37 首钢股份吨钢毛利 (元/吨)	17
图 38 首钢股份费用率变化 (%)	18

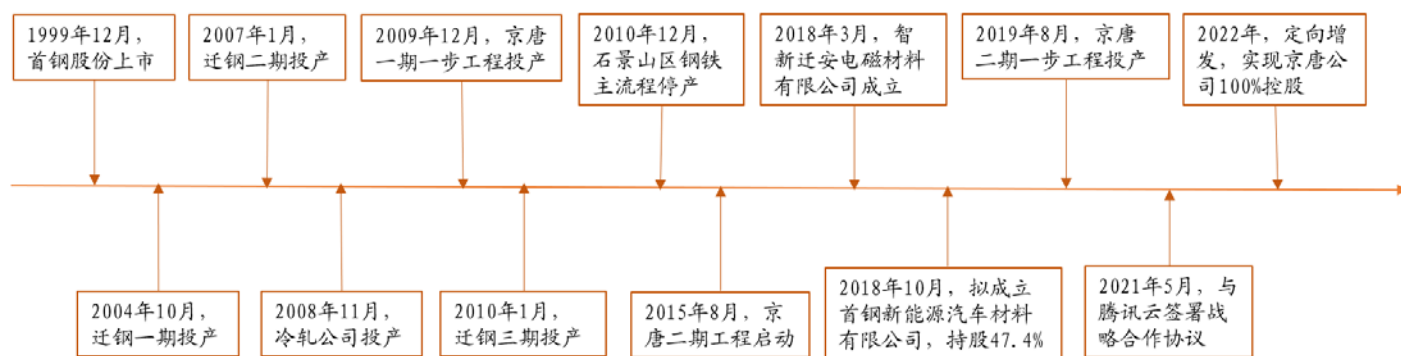
图 39 首钢吨钢净利（元）与人均创利（万元）水平	18
图 40 首钢股份归母净利润水平（亿元）	18
图 41 首钢股份现金流净额（亿元）	19
图 42 首钢股份资本支出（亿元）	19
图 43 首钢吨钢折旧自 2019 年开始下降（元/吨）	19
图 44 公司资产负债率在同业公司中较高	19
图 45 公司流动负债率有所提升	19
图 46 首钢同业 ROE（加权）对比	20
图 47 首钢权益乘数与同业公司对比	20
图 48 首钢资产周转率与同业公司对比	21
图 49 首钢同业公司销售净利率	21
表 1: 首钢股份各公司生产设备及主要产品	6
表 2: 首钢股份主要汽车板产品类别	9
表 3: 首钢股份电工钢系列产品	10
表 4: 首钢股份镀锡板产品应用场景	13
表 5: 首钢股份家电板系列产品	14
表 6: 首钢主要热轧产品下游应用	14
表 7: 首钢股份首次股权激励内容	20
表 9: 毛利率预测	22
表 10: 费用率预测	22
表 11: 少数股东权益占比预测	22
表 12: 盈利预测简表	23
表 13: 首钢高端电工钢业务估值	23
表 14: 首钢中低端电工钢业务估值	24
表 15: 估值对比表	24
附: 财务预测表	26

一、双基地协同，引领国内高端钢材市场

1、囊括首钢集团优良板材业务

北京首钢股份有限公司是首钢集团唯一的钢铁上市公司，于 1999 年 12 月在深圳证券交易所上市。公司拥有首钢股份公司迁安钢铁公司，控股首钢京唐钢铁联合有限责任公司、北京首钢冷轧薄板有限公司、首钢智新迁安电磁材料有限公司等钢铁实体单位，囊括了首钢集团最优良的金属板材业务。公司具有焦化、炼铁、炼钢、轧钢、热处理等完整的生产工艺流程，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。

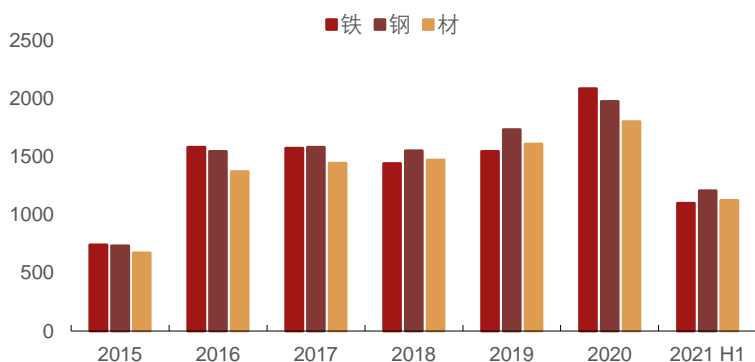
图 1 首钢股份发展历程



资料来源：首钢股份官网、招商证券

公司专注高端金属板材业务，目标精品产能差异化。公司钢铁产品包括热系和冷系两大类板材产品，其中热轧形成以管线钢、集装箱用钢、汽车结构钢、酸洗板为主的特色产品系列；冷轧形成汽车板、硅钢、家电板、镀锡板等产品系列，产品均处于国内领先地位。近年来，随着京唐基地二期逐步投产，公司权益产能逐年增加，2020 年公司实现生产铁 2090 万吨、钢 1978 万吨、材 1833 万吨。根据公司 2021 年生产计划，首钢股份目前已拥有超过 2100 万吨的精品板材生产能力。

图 2 首钢股份产品产量变化（万吨）



资料来源：Wind、首钢股份公告、招商证券

2、迁顺京唐两基地协同发展，成长性良好

目前，首钢股份共拥有两大生产基地，分别是迁顺基地和京唐基地。迁顺基地包括迁钢公司、智新公司、冷轧公司，其中智新公司成立于 2018 年 3 月，原为迁钢公司硅钢事业部，目前重点推进公司电工钢产品研发与生产。京唐基地主要是京唐公司，为公司北京石景山厂区关停后，在河北唐山曹妃甸新建的钢铁企业，目前京唐二期一步已经投入生产，拥有大比例球团炼铁技术以及 MCCR 多模式连续铸轧生产线等先进冶炼技术，实现了高效率、低能耗、产品成材率大幅度提高。公司未来有望利用双基地协同优势，持续推出更多高端产品。

表 1: 首钢股份各公司生产设备及主要产品

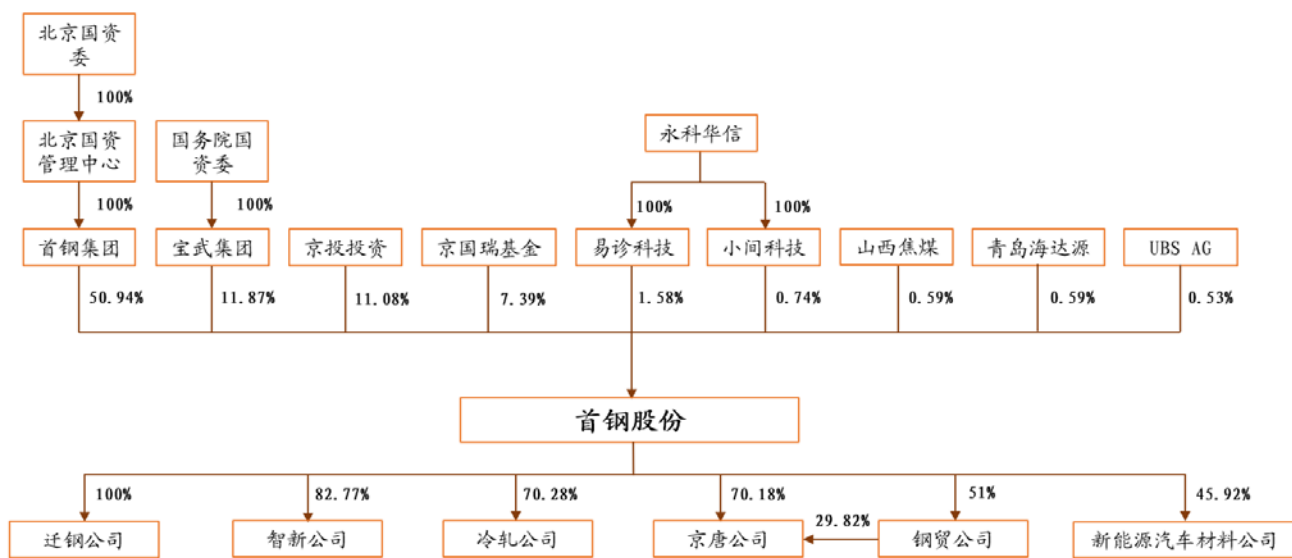
	主要设备	主要产品	设计产能
迁钢公司	2 座 2650m ³ 高炉、1 座 4000m ³ 高炉、5 座 210 吨转炉、4 台双流板坯连铸机、2250mm 和 1580mm 热轧宽钢带轧机各 1 条	酸洗汽车用钢、耐候钢等热轧产品，同时向冷轧公司及智新公司提供钢材	800 万吨钢材及配套产品
迁顺基地	冷轧公司	浅槽紊流酸洗—五机架全六辊 CVCPLUS 轧机联合机组、连续退火机组、连续热镀锌机组 2 条、落料生产线 1 条、重卷检查机组 5 条	中高端汽车板、家电板和高档建筑板
	智新公司	酸连轧机组、连续退火机组、常化酸洗机组、二十辊轧机等生产机组	电工钢 目前拥有年产 150 万吨电工钢能力
京唐基地	京唐公司	6 座 7.63m 焦炉，3 座 5500 m ³ 高炉，5 座 300 吨转炉和 3 座 200 吨转炉，1580mm 和 2250mm 热轧生产线各 1 条，3500mm 和 4300mm 中厚板生产线各 1 条，多模式连铸连轧生产线 1 条，1420mm、	汽车板、镀锡板(含镀铬板)、家电板、热轧板、中厚板等 设计年产铁 1347 万吨、钢材 1370 万吨、钢材 1341 万吨

资料来源：首钢股份公告、首钢股份官网、招商证券

3、集团优质资产注入，助力业绩稳定增长

公司目前控股股东为首钢集团，截止 2021 年 Q3 持股比例为 50.94%，实控人为北京市国资委。第二大股东为中国宝武钢铁集团，持股 11.87%。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，为解决同业竞争，首钢股份 2012 年第一次重组期间即承诺未来将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。2018 年 12 月首钢集团再次承诺，集团其他从事钢铁经营生产业务的公司若实现连续 3 年盈利，且行业整体状况不出现较大波动的情况下，首钢集团将相关优质资产注入首钢股份。

图 3 首钢股份股权结构（截止 2021 年 Q3）



资料来源：Wind、招商证券

收购集团钢贸公司股权，实现京唐公司 100% 控股。2022 年 3 月，公司公告以 58.6 亿元收购首钢集团持有的钢贸公司 49% 股权，实现对钢贸公司 100% 控股，并借此获得钢贸公司所持有的京唐公司剩余 14.6% 股权，实现对京唐公司的完全控股。根据公司公告，京唐公司 2021H1 实现净利润 29.3 亿元，依此计算，本次收购并表后，全年利润有望增厚 8 亿元以上。

二、拳头产品优势明显，战略转型快人一步

1、三大战略产品引领公司业绩增长

首钢股份公司目前三大战略产品为汽车板、电工钢、镀锡板，2021年分别累计生产355万吨、150万吨、63万吨，合计占公司权益产量超过25%，利润占比超过50%。随着公司产品结构持续调整，高端产品产量不断提升，公司主要战略产品将占据更多权益产量，其利润占比也将进一步提升。

(1) 汽车板—市场周期回升，产品覆盖一线车企

国内汽车市场自2018年出现拐点，连续三年累计产量同比下跌，2020年国内全年累计生产汽车2463万辆，同比下降1.40%。但2021年以来，汽车行业开始回暖，2021年我国汽车产销分别完成2652.8万辆和2627.5万辆，同比分别增长4.8%和3.8%，结束了连续3年的下降趋势。新能源汽车的高景气度是带动整体汽车行业回暖的关键因素。2021年，新能源汽车发展势头强劲，实现生产367.7万辆，同比增长145.6%。我国汽车行业在新能源汽车的带动下，行业景气度有所回暖，发展势头良好。

图4 国内汽车产量自2018年一度开始下跌

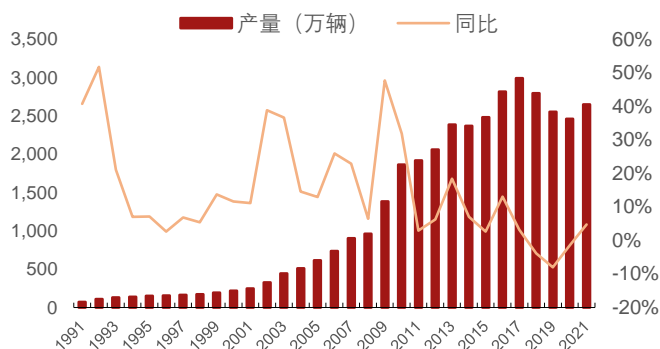
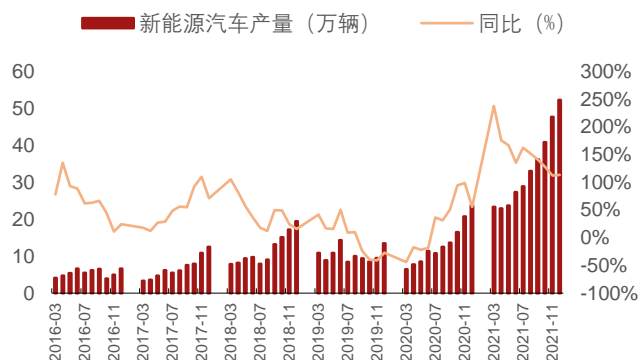


图5 国内新能源汽车产量增速明显



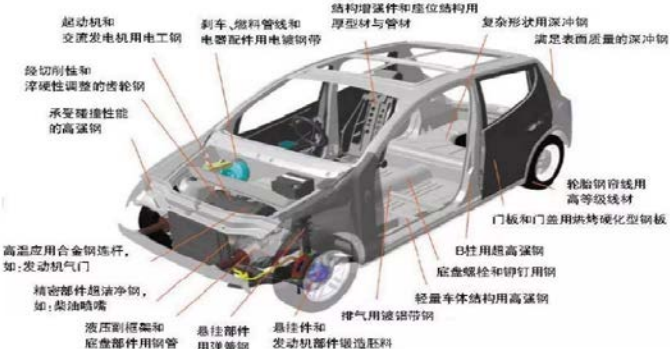
资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

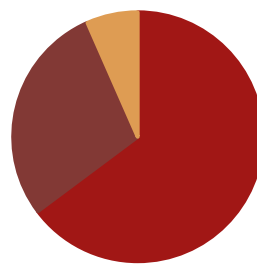
汽车用钢需求仍处高位。钢铁一直是汽车工业的基础材料。在一般车身结构材料中，钢铁材料用量超过85%。虽然汽车制造中铝合金、镁合金、塑料及复合材料的用量不断增加，但以高强度钢为代表的先进钢铁材料以其具有的高减重潜力、高碰撞吸收能、高疲劳强度、高成型性等优势，依然是目前汽车车身的基础结构材料。而汽车板是汽车用钢中用量最大的品种，板带材占汽车用钢总量的65%左右，包括冷轧板、镀锌板、热轧薄板、热轧中板及热轧酸洗板等。

图6 钢材在汽车生产中被广泛应用

图7 汽车板带材是主要的汽车用钢品类 (2020年)



■消费板带材 ■棒线材 ■管材及其他



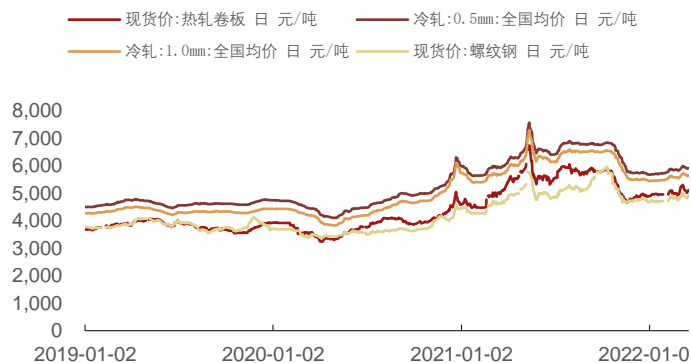
资料来源: 新材料在线、招商证券

资料来源: 华经产业研究院、招商证券

汽车板材产品利润高、生产工艺复杂，为厂家带来高额回报的同时也对公司的生产人员层次和生产技术能力提出较高要求。从产品价格来看，无论是0.5mm还是1mm冷轧卷板价格都显著高于传统钢材如螺纹钢的价格，最新0.5mm冷轧卷板均价接近6000元/吨；从吨钢毛利来看，随着国内钢材生产逐步向电炉转变，冷轧卷板产品的吨钢毛利也逐

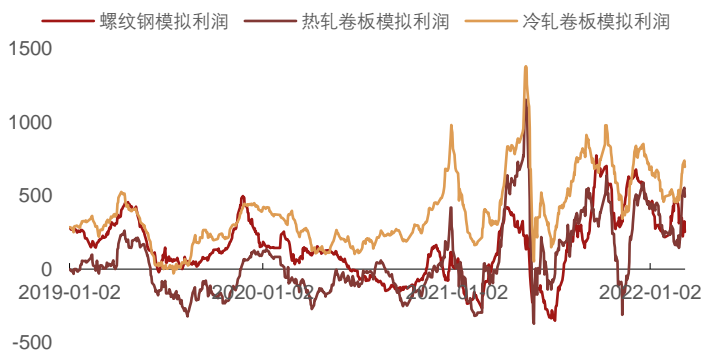
渐体现出优势，根据我们的估算，目前国内冷轧卷板吨钢净利已接近 700 元/吨。

图 8 冷轧板材价格显著高于传统钢材（元/吨）



资料来源：iFind、招商证券

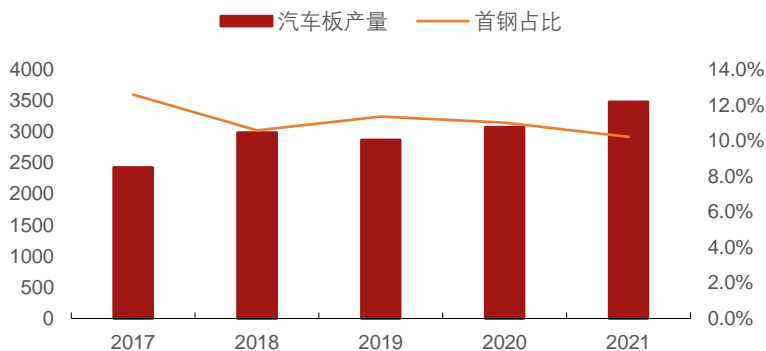
图 9 冷轧板材吨钢净利逐渐呈现优势（元/吨）



资料来源：iFind、招商证券

首钢股份汽车板产品品类完善，可满足各类汽车板材需求，“十三五”期间，公司汽车板销量稳定上涨。公司目前拥有酸洗连轧、连续退火、热镀锌三种冷轧生产工艺，其冷轧连退产品、热镀锌产品均按照国内及国际先进企业内控标准组织生产。“十三五”期间，在国内汽车板需求出现波动的大环境下，公司汽车板产销量增长稳定，年产量由 2016 年的 245 万吨增长至 2021 年的 355 万吨，复合增长率达到 8%。

图 10 国内钢企汽车板产量（含出口）及首钢占比（万吨）

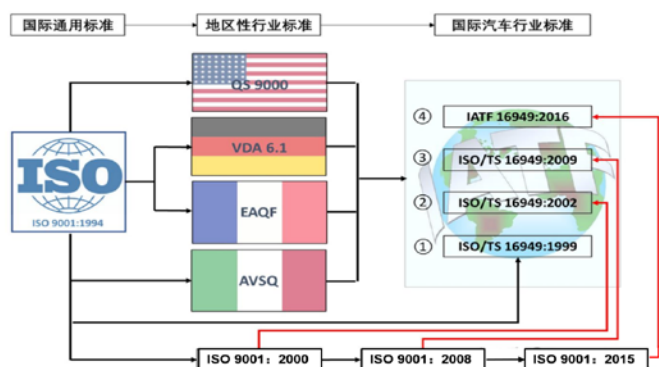


资料来源：中钢协、首钢公告、招商证券

汽车板需求高，更新周期短，认证周期长。我国汽车品牌格局复杂，导致汽车板标准、规格和品种需求个性化和多样化，在一定程度上加大了汽车板的生产难度。同时随着汽车市场竞争的加剧，汽车厂为了保持在市场竞争中的优势地位，不断推出采用新技术的新车型，带动了汽车板更新换代的加速，目前国内汽车板材已从过去的低碳铝镇静钢、IF 钢转变为镀锌板以至于高强钢。汽车板产品的快速迭代叠加汽车产品必需的认证周期成为行业后来者短时间内不得不面对的壁垒。

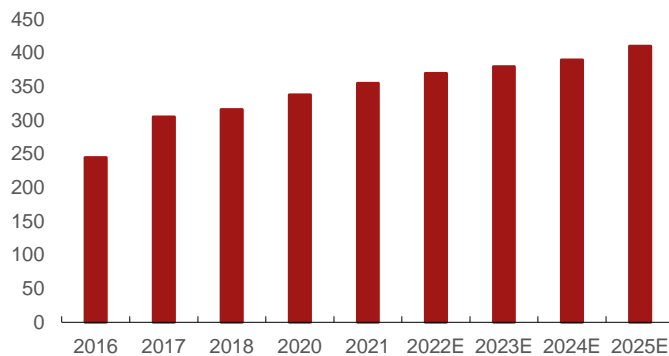
目前国内汽车板市场整体呈现“一超多强”局面，首钢汽车板市占率虽不及宝钢，但公司聚焦结构优化调整，不断提高高端产品供货量，2021 年实现镀锌、高强、外板产量同比增长 15%-20%，锌铝镁产品同比增长 90%，客户结构方面，公司向主机厂供货比例增长 2%，日系用户供货量同比增长 58%，合资品牌用户供货同比增长 3%，全年实现生产 355 万吨，同比增加 5%。公司预计将持续增加宝马、大众等一线车企的供货量，汽车板业务有望在未来几年内获得显著增长，2025 年公司汽车板产量有望增长至 400 万吨以上。

图 11 汽车产品认证周期较长



资料来源: ISO、BSI、招商证券

图 12 首钢股份近年汽车板产量情况及未来产量预测 (万吨)



资料来源: 公司公告、招商证券 注: 2019 年数据未公布

表 2: 首钢股份主要汽车板产品类别

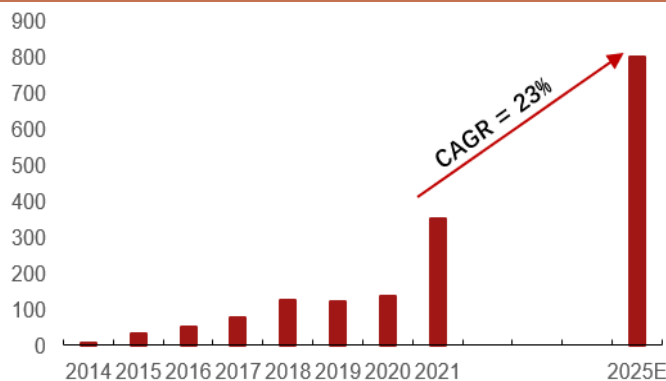
细分类别	主要应用
冷轧低碳超低碳钢板/钢带	大量用于门内板、行李箱盖板、油底壳等极难冲件
碳素结构钢板/钢带	适用于简单加工的构件, 如车厢边框/中底板和各种加强板
低合金高强度冷轧钢板/钢带	主要用于汽车座椅、横梁等结构件
冷轧退火钢板/钢带	用于汽车门外板、发动机盖板等外覆件
烘烤硬化高强度冷轧钢板/钢带	用于汽车车轮、保险杠、悬挂系统; 也可用于汽车内外板
双相高强度冷轧钢板及钢带	车门外板、发动机盖板、顶盖等外覆盖件, 及横梁、纵梁等加强
加磷高强度钢	主要用于汽车外板、内板和部分结构件
高强度无间隙原子钢板/钢带	汽车内外板以及结构件和加强件
热镀锌钢板及钢带	冲压、结构及冷成形用高强度钢

资料来源: 公司官网、招商证券

(2) 电工钢—需求缺口仍在, 高端产品行业领先

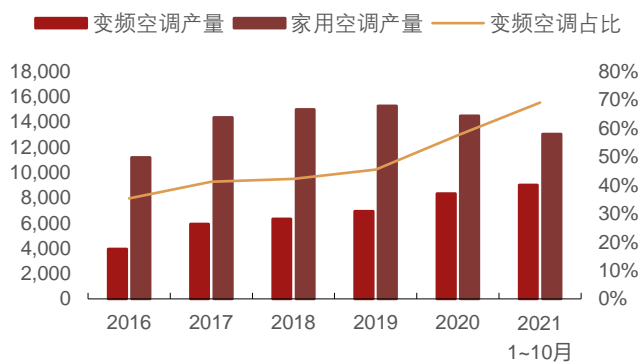
电工钢俗称硅钢, 可分为取向电工钢和无取向电工钢。其中无取向电工钢又分为中低牌号无取向电工钢和高牌号(高效、高磁感)无取向电工钢。取向电工钢主要用于变压器制造。无取向电工钢主要用于电机制造。随着国内电源发展动力由传统煤电向清洁能源转变, 大型电机需求将明显提升无取向硅钢用量; 同时, 新能源汽车产业的发展将为高牌号无取向电工钢提供十分快速的需求增量, 根据 IHS Markit 预计, 全球混合动力及电动汽车的驱动电机对于高牌号无取向电工钢的需求量将从 2020 年的 32 万吨增长到 2027 年的 250 万吨, 到 2033 年将超过 400 万吨; 此外随着变频空调等高端家电产销量的增加, 家电用压缩机对电工钢的需求也有望提高。

图 13 2025 年国内新能源汽车销量有望达到 800 万辆



资料来源: Wind、中国汽车业协会、招商证券

图 14 国内变频空调产量占比持续提升

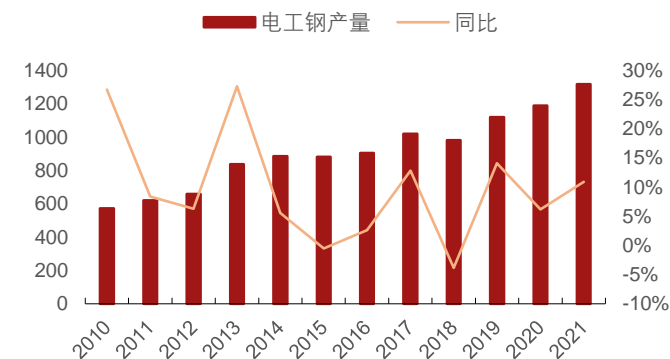


资料来源: 产业在线、招商证券

2021 年全国电工钢产量约为 1318.28 万吨, 同比增长了 11%, 实现连续 3 年电工钢产量超过 1100 万吨。其中取向电工钢产量完成 180.09 万吨, 无取向电工钢产量完成 1138.19 万吨。目前国内无取向电工钢产品仍以中低牌号为主。以 2020 年数据为例, 当年中低牌号无取向电工钢产量约 760.2 万吨, 而高牌号无取向电工钢只有 146.7 万吨, 高牌

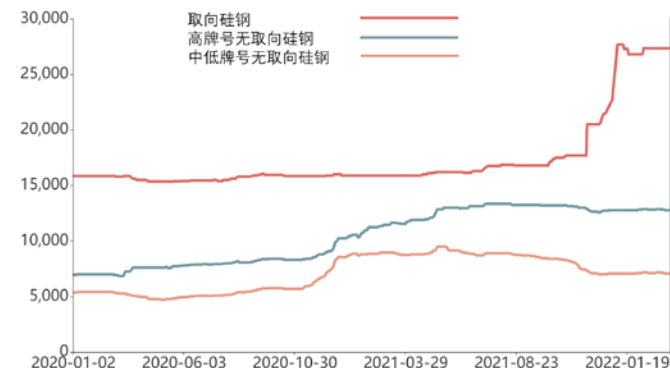
号无取向电工钢供给仍存较大缺口。随着新能源汽车产业发展，高牌号无取向电工钢市场需求大幅释放，急需扩产。市场预测到 2025 年全球新能源汽车用电工钢将达到 100 万吨以上。高牌号电工钢供给不足的问题在逐渐显现。供需不平衡条件下，预计未来高端电工钢价格将维持较高水准，直接利好相关公司电工钢产品业务，提高其盈利能力。

图 15 国内电工钢产量变化(万吨)



资料来源: Wind、招商证券

图 16 高端电工钢价格有望维持高位(元/吨)



资料来源: 钢联数据、招商证券

首钢智新迁安电磁材料有限公司专注公司电工钢业务。智新公司是北京首钢股份有限公司控股子公司，2018 年 3 月 22 日成立，自主研发掌握了低温板坯加热工艺生产高磁感取向电工钢技术，成为取向电工钢全球第四家全低温工艺产业化的企业，产品广泛应用于 500kV 及以上超、特高压变压器生产制造，正在成长为“全球领先的电工钢制造商”。公司生产的无取向电工钢形成了通用产品、高效产品、去应力退火产品、新能源汽车用产品 4 大系列 97 个牌号的产品体系，其中新能源汽车用无取向电工钢形成了 21 个牌号的专用产品体系，3 款产品实现全球首发，获得高端乘用车用户的认可。

表 3: 首钢股份电工钢系列产品

产品系列	主要规格	适用行业
无取向电工钢	通用系列 0.35mm、0.5mm、0.65mm	常规电机
	高效系列 0.5mm	高效电机、变频电机等
	去应力退火系列 0.35mm、0.5mm	空调电机
	中频薄带用系列 0.3mm、0.27mm、0.2mm	汽车电机、变压器
取向电工钢 普通型、高磁感型、细化磁畴型	0.23mm、0.27、0.3mm、0.35mm	各类变压器

资料来源: 公司官网、招商证券

首钢股份电工钢产品包括无取向和取向电工钢。公司已实现通过新能源电机用户认证 14 家，批量供货 10 家，全面推进丰田、日产、通用等乘用车用户产品认证。目前首钢拥有年产 150 万吨电工钢的能力，无取向电工钢与取向电工钢产量均居行业内第二位。具体应用行业方面，公司是国内唯二能够提供新能源汽车用电工钢的企业，市占率在 50% 左右；取向电工钢方面，公司 0.20mm 及以下超薄规格产品市场国内占有率超过 70%，连续 3 年国内市场占有率第一。

图 17 2020 年国内无取向硅钢产量分布

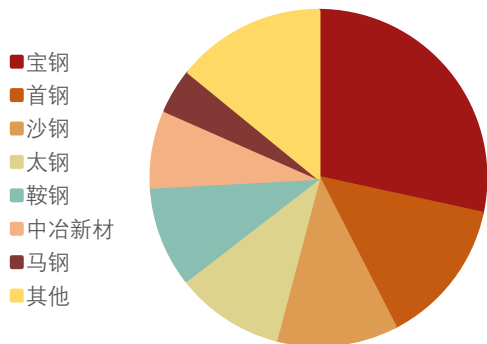
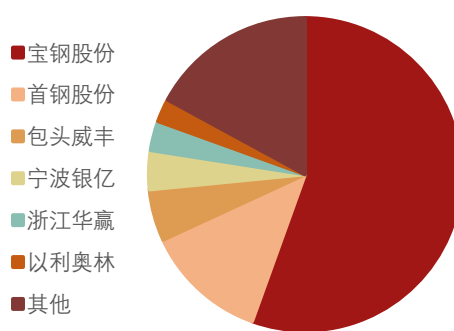


图 18 2020 年国内取向硅钢产量分布



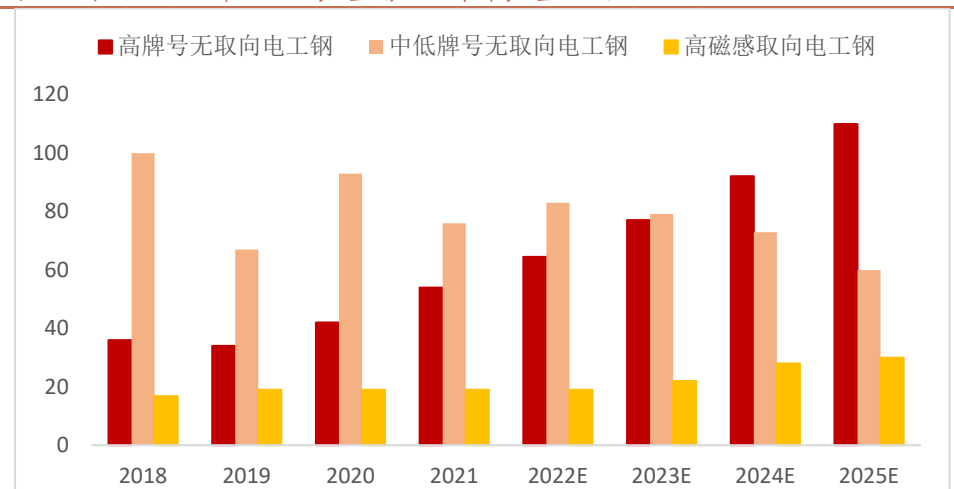
资料来源：中国金属学会、招商证券

资料来源：中国金属学会、招商证券

公司 2021 年实现电工钢产量 150 万吨，同比下降 2.7%。但公司通过调整产品结构，努力提升高牌号电工钢产品比例。2021 年高牌号无取向电工钢预计产量 54 万吨，较 2020 年增加 12 万吨，其中新能源汽车用电工钢 9 万吨以上；取向电工钢预计产量 19 万吨，与 2020 年产量持平。

未来，首钢新能源汽车用取向电工钢项目预计 2022 年 6 月投产，年产能将增加 35 万吨；取向电工钢二期预计 2023 年 8 月投产，新增一条超薄规格取向电工钢专有生产线，年产能 9 万吨，由此预计 2022 年无取向电工钢产量增加新增产能的一半数量，即 147.5 万吨，高牌号无取向电工钢产量达到 71.5 万吨。后续根据产能利用率爬坡过程和公司规划，我们预计 2025 年首钢股份无取向电工钢产量达到 170 万吨，高牌号无取向电工钢 110 万吨，取向电工钢产量达到 30 万吨，全部为高磁感取向电工钢，总产量达到 200 万吨。

图 19 首钢股份历年电工钢产量情况及未来产量预测（万吨）



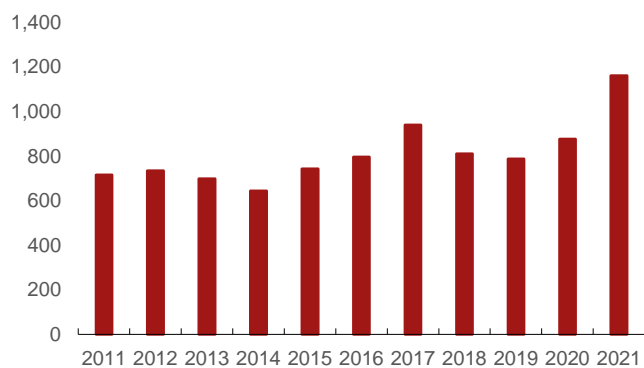
资料来源：Wind、公司公告、中国金属学会、招商证券

（3）镀锡板—坚持高端，提升品牌影响力

镀锡板（俗称马口铁）是指两面镀有一层极薄金属锡的冷轧薄钢板，它将钢的硬度和强度与锡的易焊接性、抗腐蚀性和光亮的外表集于一体。镀锡板具有无味无毒、质量轻、易于加工成型等优点。印制不同的图案还可以美化产品，因此在食品罐头工业、电子器件、化工油漆等行业上得到了广泛应用。

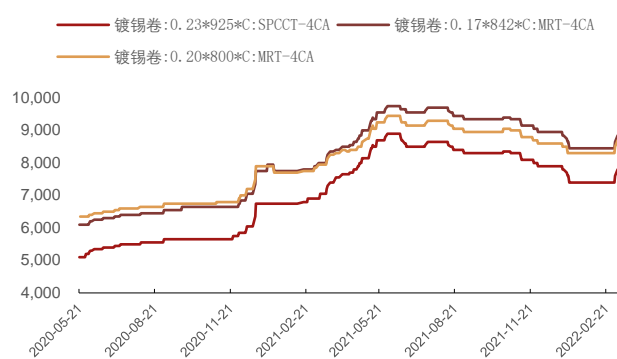
国内镀锡板产量近年波动上升，2021 年重点企业累计生产镀锡板 1160.7 万吨。同时受行业限产和下游行业需求上升的双重影响，镀锡板行业价格明显上升。进入 2022 年后由于需求下降，整体价格水平有所回调，但仍处于高位。

图 20 国内重点企业镀锡板产量变化 (万吨)



资料来源: iFind、招商证券

图 21 2021 年国内镀锡板价格上升明显 (元/吨)

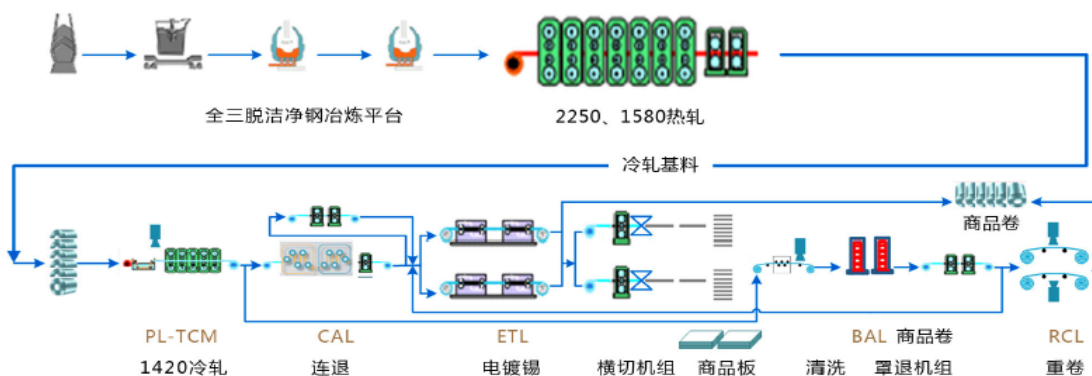


资料来源: iFind、招商证券

预计 2022 年镀锡板价格将维持高位。从下游行业来看,国内奶粉、罐头等镀锡板主要需求行业产量保持稳定,其中国内奶粉产销量稳定上升,2021 年销售 2.9 亿件,同比上升 31%。下游产业的需求将帮助国内镀锡板价格水平维持高位;另一方面,随着国外疫情反复,海外镀锡板生产商开工意愿低、减产、甚至关停变多,国内镀锡板出口量开始增长,2021 年实现出口 135.3 万吨,同比增长 21.6%。海外增长的需求也将帮助镀锡板价格保持目前水平。

镀锡板是首钢三大战略产品之一。首钢京唐公司拥有年产电镀锡产品 45 万吨的能力,产品定位为高档食品包装用电镀锡板。拥有先进的工艺装备、丰富的生产管理经验、良好的服务以及一流的产品研发队伍,具备从冶炼、热轧、冷轧到涂镀全流程的制造能力。产品面向全球销售,广泛应用于食品、饮料和工业品包装等领域。

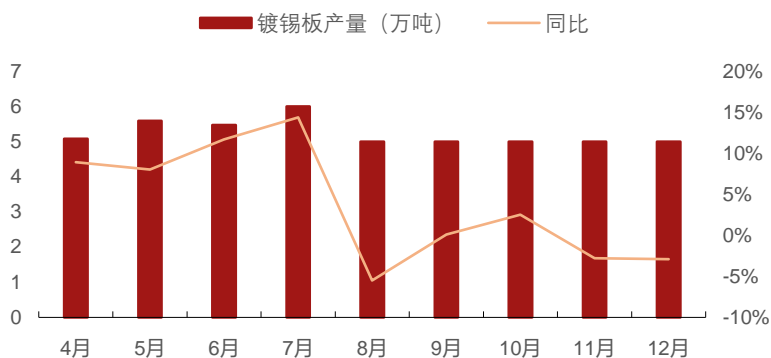
图 22 首钢镀锡板产品工艺流程



资料来源: 公司官网、招商证券

公司产品定位高端,努力提升品牌影响力。首钢京唐公司镀锡板产线是国内唯一一家全品种、全流程生产线,是国内首位通过奥瑞金辽宁、广东、江苏三大基地认证的镀锡板产品。2021 年公司成功开发 0.19 毫米减薄红牛铁,高端产品奶粉铁、高抗硫、红牛铁实现了奥瑞金、中粮包装等国内高端客户全覆盖,品牌影响力迈入“第一方队”。2021 年上半年镀锡板十大类重点产品同比提升 12 个百分点。连退薄规格比例平均达到 74%,罩退薄规格平均达到 64%。全年首钢镀锡板产品实现总产量 63 万吨,同比增长 6.2%。

图 23 首钢股份 2021 年各月镀锡板产量



资料来源: Wind、招商证券 注: 2021Q1 数据未公开

表 4: 首钢股份镀锡板产品应用场景

产品应用领域	具体应用场景
消费品、工业品的包装	主要用于食品、饮料等产品包装, 也用于汽油、油脂、颜
电子方面	电极、电缆带、电磁屏幕罩壳等
工程方面	汽车滤油器、汽车空滤、垫片等
建筑方面	气体流量计内部件、热交换器、厨具、货架等

资料来源: 公司官网、招商证券

2、发挥区位优势，传统产品降本提效

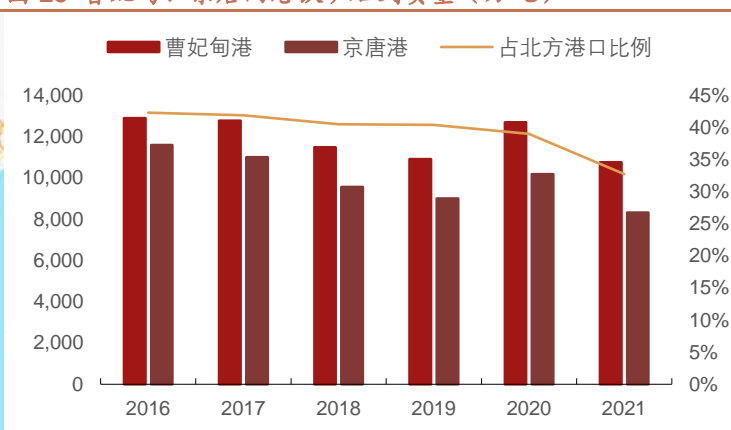
首钢两大基地具备物流优势。公司京唐基地毗邻曹妃甸、京唐港，二者是北方主要的铁矿石港口，其中曹妃甸港拥有 25 米深水港口，是我国北方最佳条件的深水港，京唐基地和码头紧密衔接，不但大幅降低了原料的运输成本，同时成品码头也承担了首钢集团其他公司产品的发运，海运交货期较快，物流成本优势凸显。另一方面，迁钢公司临近首钢矿业水厂、杏山两大矿区，能够较为便利的获得生产所需的铁矿石原料，目前公司用矿中，集团供矿比例超过 50%；同时，首钢集团的马城铁矿预计 2023 年底投产，精矿粉年产能 700 万吨，投产后矿粉通过地下管道运输供迁钢公司使用，届时集团供矿比例将达到 70%左右。

图 24 公司两基地毗邻港口、矿区，物流成本具优势



资料来源: 公司公告、招商证券

图 25 曹妃甸、京唐两港铁矿石到货量 (万吨)



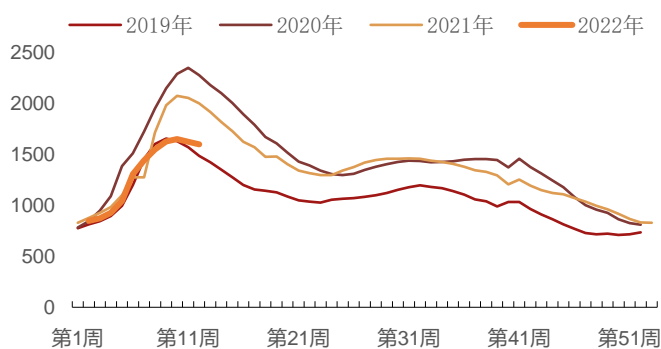
资料来源: Wind、招商证券

钢铁需求有望低速增长，传统钢铁产品回报无需担心。2021 年，国内钢材价格波动较大，10 月份之后，受房地产、基建需求趋弱的影响，钢价一度大幅回调。进入 2022 年后，考虑钢材库存相对过去两年处于较低水平，在后续补库存需求推动下，钢铁价格有望缓慢上行。同时，考虑两会提出的经济增速目标 5.5% 仍不低，与稳增长政策直接相关的基建、制造业等将有效带动用钢需求，预计国内钢材需求总体平稳增长，因此对全年钢铁价格不悲观。首钢传统冷轧、热轧产品利润有望维持去年水平。

图 26 2022 年国内钢材价格较去年同期更高且缓慢上行



图 27 2022 年国内钢材库存水平偏低 (万吨)



资料来源: iFind、招商证券

资料来源: iFind、招商证券

首钢股份冷轧系列的家电板、热轧系列的耐候钢、管线钢、高强钢、专用板等产品广泛应用于各类领域。

首钢冷轧家电板产品广泛应用于家电市场。在海尔、美的、海信等家电龙头企业份额保持稳定，公司家电板市场占有率居全国第一。2021 年上半年公司家电板十大用户供货量同比增长 10.45 万吨；家电锌铝镁实现海尔、美的、格力、海信等知名企业批量供货。

表 5: 首钢股份家电板系列产品

产品系列	产品名称	牌号	用途
家电板	冷轧低碳钢板及钢带	JD1、JD2、JD3	冰箱侧板、冰柜外板、微波炉外板、洗衣机外板等成型件
	罩退产品	DC01、DC03、SPCC	应用于各类家电
	低碳铝镇静钢	DC51D、DC52D	主要用于汽车板和家电板
	IF 钢	DC53D、DC54D	深冲用/特深冲用无间隙原子钢

资料来源: 首钢股份官网、招商证券

公司耐候钢产品涉及 13 个型号、5 大系列，具有优质钢的强韧、塑延、抗疲劳等特性，其耐候性为普碳钢的 2~8 倍。主要应用于长期暴露在大气中的结构，如集装箱、铁道车辆、搅拌罐、石油井架等。2021 年随着国际海运逐步恢复，公司抓住市场机遇，抢抓集装箱板订单，2021 年前三季度累计完成 203.6 万吨，创历史最好水平，同比增幅 157%，薄规格比例达 67%。此外，公司车轮钢、管线钢、热基锌铝镁等板材产品也广泛覆盖轻量车轮、输气管道、电力塔架、光伏支架等下游市场。

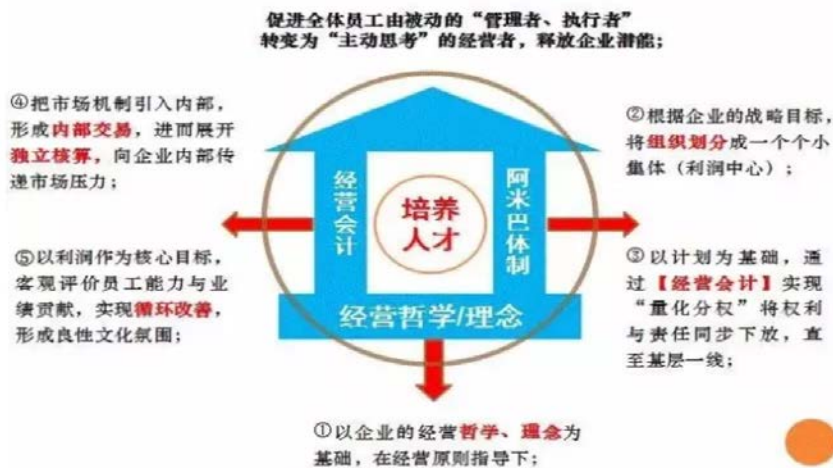
表 6: 首钢主要热轧产品下游应用

公司产品	主要成果与应用场景
车轮钢	率先开发 31kg 商用车车轮，国内最轻；市占率领先
管线钢	B 级到 X120 全覆盖，重点工程西气东输二线、三线、中俄东线主要供应商；
桥梁钢	应用于沪通大桥工程等超过 120 座重点桥梁项目
耐候钢	新型电力塔架用耐候钢
热基锌铝镁	重点应用于光伏发电项目（光伏支架）

资料来源: 公司公告、招商证券

专注降本提效，打造现代精益管理型企业。首钢做实精益管理，推进成本打开、固废回吃、增加出钢量、提高金属收得率等多项措施落地，不断降低吨钢成本，坚定不移地推动精益制造路线。首钢股份提出了经营拉动和生产拉动两个模式，经营拉动即以阿米巴思维为核，将公司划分成若干个小集体，并对最小的经营组织进行业绩评估，实现全员参与经营改善，达到降本增效的目的；生产拉动即以 OEE（Overall Equipment Effectiveness，设备综合效率）为切入点，在寻找设备管理中的停顿点、浪费点中实现设备综合效率的改进与提升。以两者为支柱，公司首创性地提出“经济准时化生产”管理模式（JIET），以“生产拉动、经营拉动”为支柱，通过机制驱动、改善驱动、人才驱动、文化驱动，形成持续改善的机制和文化，充分激发人的主观能动性，消除制造中的各种浪费，实现“高质量、高效率、高素质、低成本”的目标。

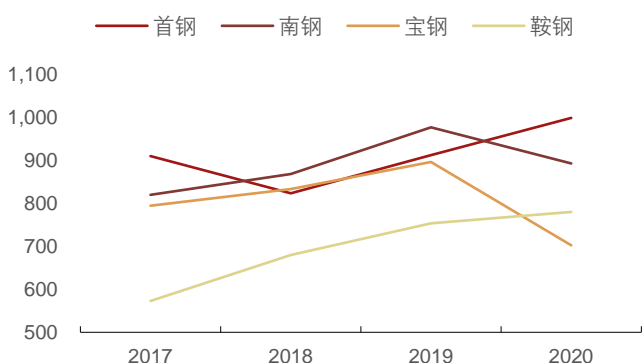
图 28 阿米巴经营模式图解



资料来源：和道和、招商证券

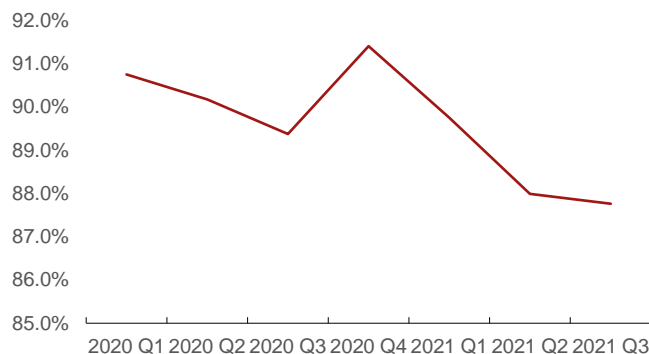
同时首钢注重人工成本控制，力求使每位员工发挥出最大的生产效率。2020 年在营收明显增长的同时职工薪酬支出并未出现明显上涨，占比同比下降 0.5 个百分点。同时公司的人均产钢量稳定上升，2020 年实现人均生产钢材 998 吨，在同业公司中处于领先水平。在此促进下，首钢公司的经营成本不断下降，2021Q3 报告公司营业成本占比已降至 87.8%，相较 2020 年初下降了 3 个百分点。

图 29 首钢与同业公司人均产钢量对比（吨/人）



资料来源：各公司公告、招商证券

图 30 首钢营业成本占比下降明显



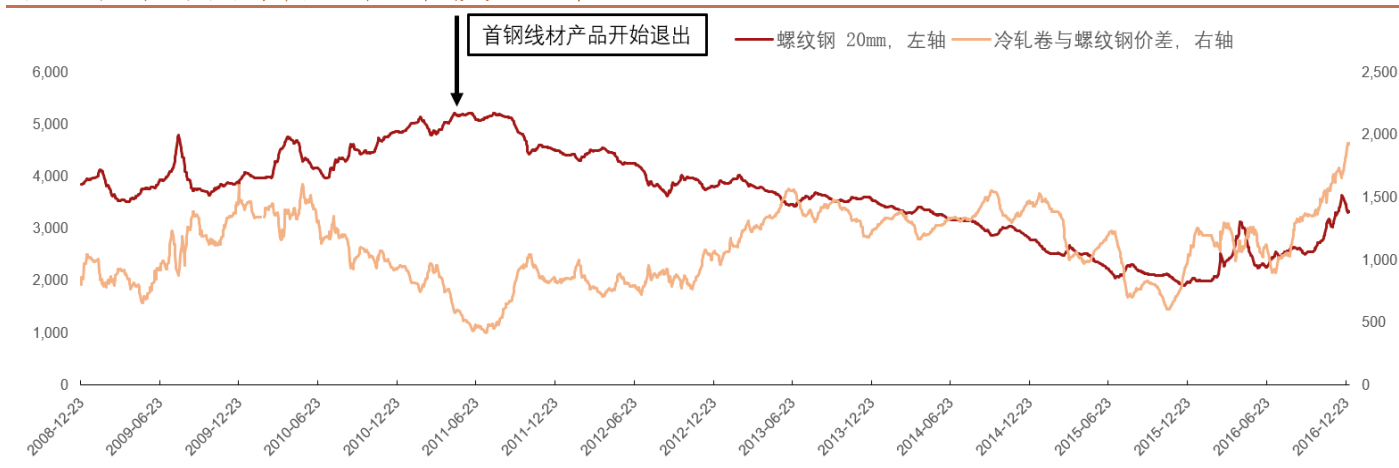
资料来源：公司公告、招商证券

3、多次完成产品转型，战略布局快人一步

首钢股份上市二十余年以来，经历多次资产重组与产品转型，持续探索钢铁市场需求。公司 1999 年上市，由首钢集团所属焦化厂，烧结厂，第二炼铁厂，第二炼钢厂及第一、二、三线材厂改组而成，是国内生产规模最大的线材生产企业。2002 年后中国加入 WTO 后，房地产的崛起带动了钢铁尤其是棒、线材需求的快速增长，在此期间首钢获得了长足的发展。传统长材市场火热的大环境下，首钢领导层高瞻远瞩，提前布局公司的产品转型，2003 年 12 月首钢通过发行可转债募集资金 19.43 亿元，并承诺全部用于投资冷轧薄板项目。2008 年冷轧公司建成投产，标志公司首次产出板材产品。

2010 年公司原石景山产线停产，首钢原棒、线材产能开始逐步退出。正值国内人口红利逐渐消退，钢铁需求增速开始放缓，传统长材产品利润大不如前，而首钢及时完成转型，于 2014 年完成资产重组，将迁钢公司并入。首钢成功由线材制造商转为冷轧、热轧板材制造商，面向市场由建筑地产转向汽车、家电等下游行业。同时公司开始布局电工钢，2013 年即实现硅钢生产 110 万吨。

图 31 首钢在线材行情峰值选择逐渐减少产能（单位：元/吨）

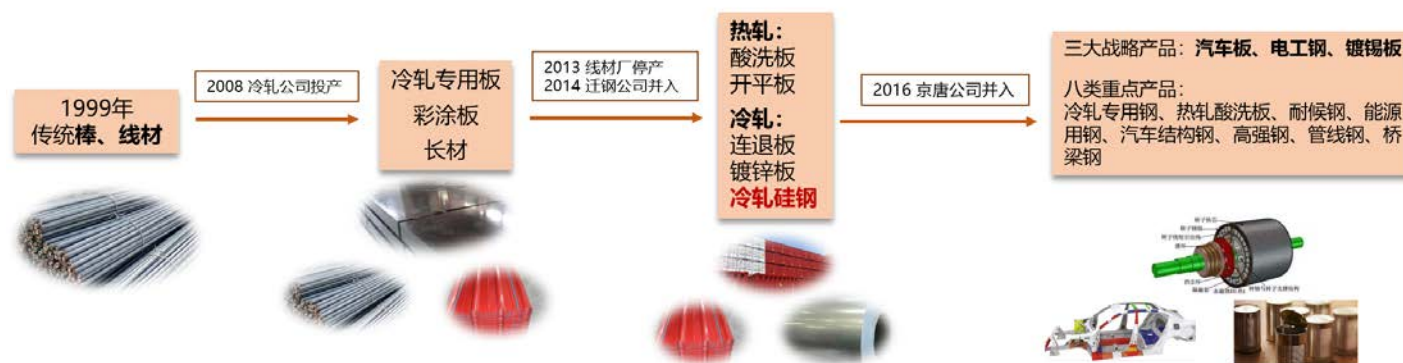


资料来源：Wind、招商证券

前瞻性的产品结构转型布局帮助公司迅速度过了钢厂搬迁初期高昂费用导致的亏损期。首钢在 2012~2016 年迅速实现了扭亏为盈，公司业务很快重回正轨，这与首钢领导层对钢铁行业需求走向的准确把握密不可分。

2016 年京唐公司并入首钢后，公司进一步布局高端产品，于 2016 年 11 月开始建设 MCCR 多模式全连续铸轧生产线，并于 2019 年成功试产，产线设计生产能力 210 万吨/年，能够实现从“钢水”到“钢卷”一次生产完成，时间上仅为传统热连轧工艺的八分之一。同时公司继续扩展冷轧高端产品如电工钢、汽车板的产能，并在 2020 年后依靠新能源汽车及高端家电市场的发展获得了丰厚的收益。此外，公司致力于探索钢铁生产过程中的节能减碳技术，并于 2020 年完成迁钢、京唐双环保绩效 A 级企业评估，成功获得自主减排资格，避免了“十四五”后“碳达峰碳中和”政策带来的限产压力。

图 32 首钢产品迭代历程



资料来源：公司公告、招商证券

公司当下延续前瞻性布局策略。核心业务方面，公司长期看好新能源相关下游产业发展，重点投资氢燃料电池用极薄电工钢，大力研发高端取向硅钢产品，稳定扩张高规格电工钢产能；同时公司着眼汽车轻量化大方向，开发超细晶高强度车身外板 UF 钢系列，此外镀锌、锌铝镁等先进汽车板产品也在积极开发。从首钢过往的业务迭代历程来看，公司领导层总能预见钢铁市场的需求变化，未卜先知提前数年完成产能布局和产品认证，远远走在其他钢铁企业之前。未来我们看好首钢股份能够继续准确把握市场走向，掌握钢铁行业红利。

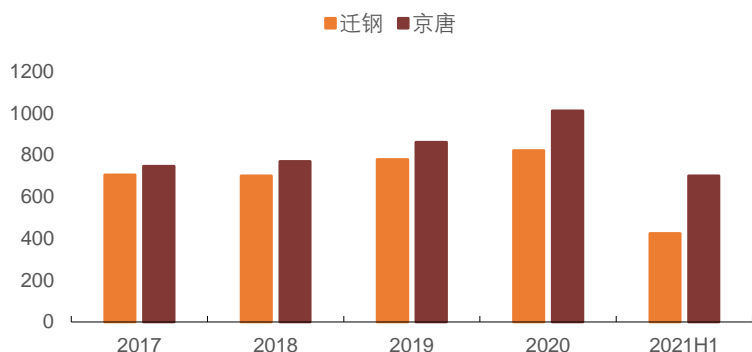
三、成本降低带来利润迅速增长

1、新产能投产，营收快速增长

2020 年迁钢公司和京唐公司的产量均达到历史最大值。2020 年，迁钢公司共生产铁 803 万吨，钢 849 万吨，材 82

万吨(含冷轧公司 192 万吨、智新公司 174 万吨)。京唐公司 2020 年共生产铁 1287 万吨, 钢 1129 万吨, 材 1012 万吨。2021 年, 公司, 2021H1 公司合计产铁 1012 万吨, 钢 1208 万吨, 材 1125 万吨, 钢材产量同比增长 37%, 产销率基本维持在 100%左右。

图 33 首钢股份钢材产量变化 (万吨)



资料来源: iFind、招商证券

受益京唐公司产能释放, 公司近年营收增长显著。2020 年首钢受益于京唐二期逐步投产, 公司产能增加, 全年实现钢材产量 1813.4 万吨, 同比增长 11.9%; 全年实现营业收入 799.5 亿元, 同比增加 16.1%。2021 年受行业限产带来的供给侧变化影响, 公司主要产品价格均明显上升, 业绩进一步增厚, 截止 2021Q3 公司实现营收 995.90 亿元, 同比增长 82%。吨钢收入方面, 公司 2020 年吨钢营收 4416.5 元, 2021H1 受惠于产品价格上涨, 吨钢收入上升至 5633.6 元。

图 34 首钢股份近年营收变化 (亿元)

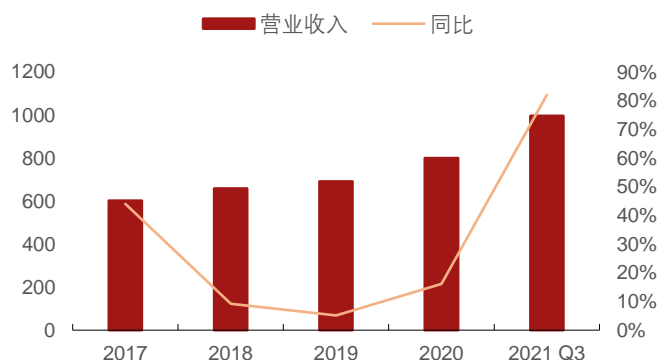
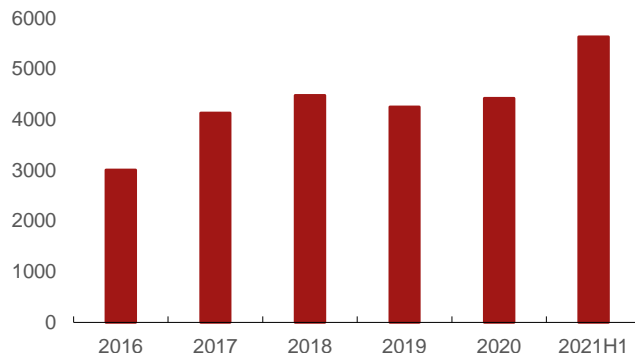


图 35 首钢股份吨钢收入变化 (元/吨)



资料来源: iFind、招商证券

资料来源: iFind、招商证券

冷轧、热轧是公司营业收入及毛利的主要来源。首钢主要营业收入来自其冷轧及热轧两系列产品, 2020 年公司冷轧产品实现营收 417.6 亿元, 热轧产品营收 321.4 亿元, 分别占比 52.2%和 40.2%。从毛利来看, 公司 2020 年冷轧产品占比为 56%, 热轧产品占比约 40%; 2021H1 公司冷轧产品毛利占比略微降低至 54%, 同时热轧毛利占比上升至 45%。吨钢毛利方面, 公司 2021 年回升明显, 2021H1 实现吨钢毛利 676.6 元/吨。

图 36 首钢股份毛利率走势 (%)

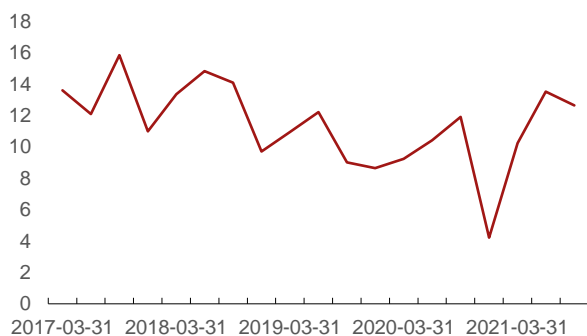
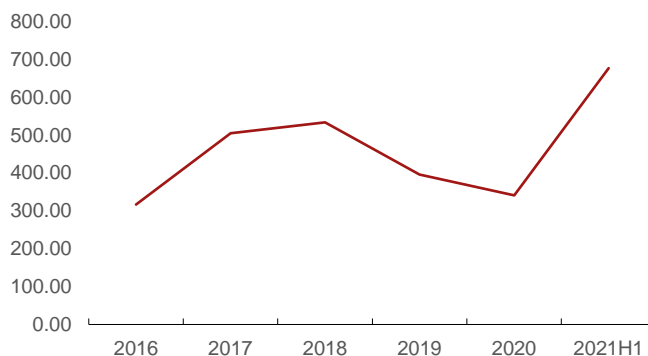


图 37 首钢股份吨钢毛利 (元/吨)



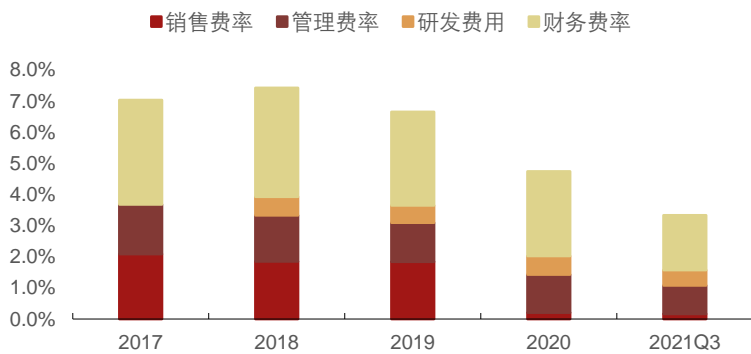
资料来源：iFind、招商证券

资料来源：iFind、招商证券

2、费用降低，利润显著增加

公司费用率持续下降，整体费用控制能力不断提升。公司财务费率稳定下降，主要源于随着公司贷款持续偿还，利息费用不断降低所致。研发费率方面，公司自 2018 年开始投入研发，2021 年 Q3 研发费率 0.6%，目前公司研发费用较低，但随着未来研发逐步投入，公司研发费率有望继续增加。管理费率 0.9%，相较 2020 年数据下降 0.3 个百分点；公司自 2020 年开始更改会计准则，将运费和出口费用调整至营业成本，导致 2020 年销售费率下降明显，2021 年 Q3 公司销售费率 0.2%，与 2020 年数据基本持平；公司整体费率从 2017 年的 7% 下降至 2021Q3 的 3.3%，整体费用支出的持续下降将帮助公司提升整体创利能力。

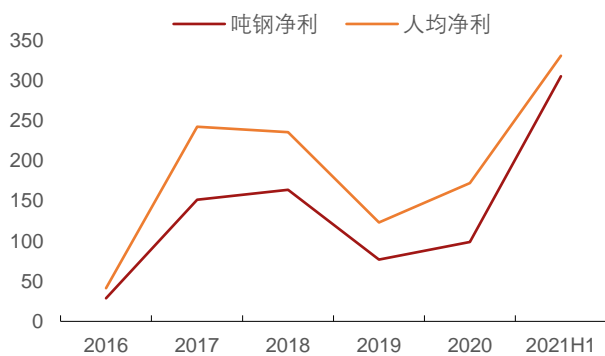
图 38 首钢股份费用率变化 (%)



资料来源：iFind、招商证券

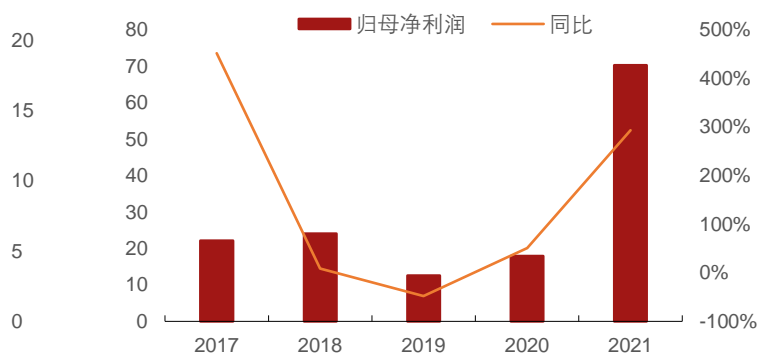
2019~2020 年公司吨钢净利有所下降，预计 2021 年开始将显著提升。受上游原材料价格影响以及京唐投产带来的营业成本提升，2019~2020 年公司吨钢净利水平及人均创利水平均有明显下降，但 2021 年随着公司产品价格上升，折旧基本结束，公司利润大幅增厚，根据 2021 年业绩快报，公司 2021 年实现归母净利润 70.24 亿元，同比增长 293.19%，公司吨钢净利水平也明显增长，根据 2021H1 数据，公司吨钢净利达到 305 元/吨，人均创利 18.9 万元。

图 39 首钢吨钢净利 (元) 与人均创利 (万元) 水平



资料来源：iFind、招商证券

图 40 首钢股份归母净利润水平 (亿元)

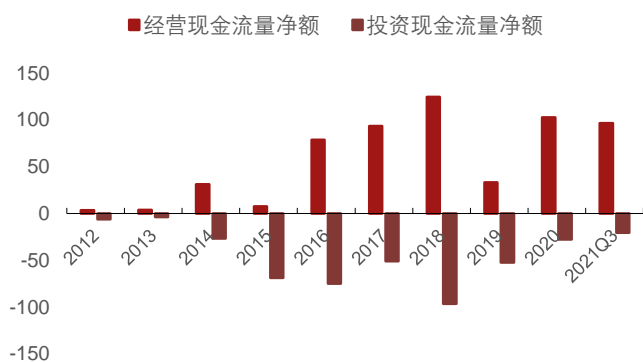


资料来源：iFind、招商证券

3、资产负债率稳定并有下降趋势

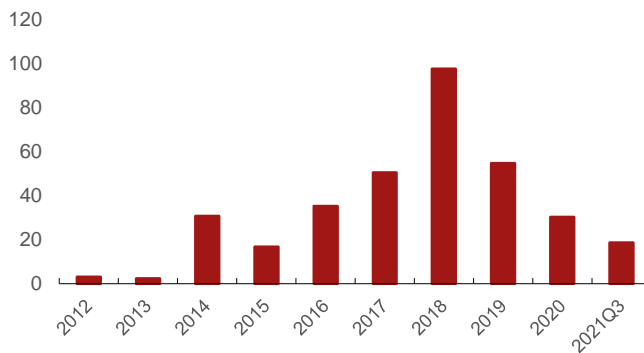
2016 年以后，伴随供给侧改革，公司经营现金流量开始上升，2019 年受公司京唐二期投产影响，公司采购费用增加，经营现金流明显下降，2021 年截止 Q3 公司经营现金流净额为 96.47 亿元，总体回升明显。资本支出方面，自 2015 年京唐二期工程开始建设，投资现金净额维持较高净流出，公司资本支出持续增加；2019 年工程进入尾声，资本开支开始回落。目前公司两基地建设情况基本结束，未来公司资本支出有望维持低点。

图 41 首钢股份现金流净额 (亿元)



资料来源: iFind、招商证券

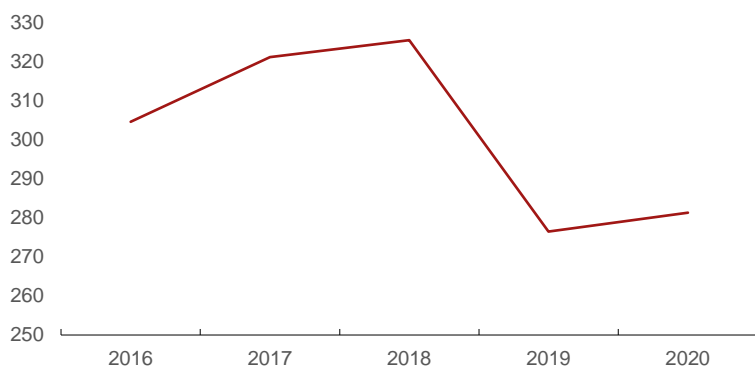
图 42 首钢股份资本支出 (亿元)



资料来源: iFind、招商证券

京唐公司二期一步项目顺利投产,吨钢固定成本将进一步下降。吨钢折旧从 2018 年至今持续走低,2018 年吨钢折旧为 326 元/吨,2020 年降为 281 元/吨,降幅达到 16.6%,并且预计随着京唐公司二期一步工程的产能逐步释放,将于一期形成协同效应,分摊折旧,从而进一步压缩吨钢固定成本。

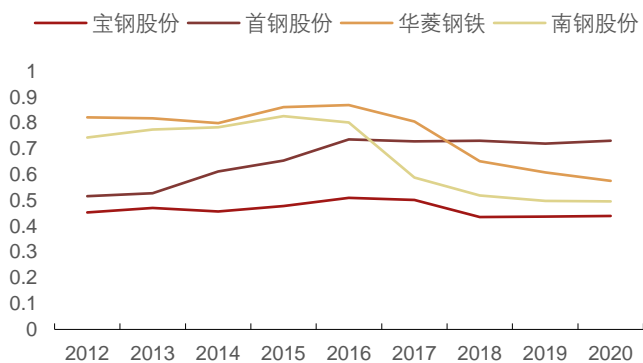
图 43 首钢吨钢折旧自 2019 年开始下降 (元/吨)



资料来源: iFind、招商证券

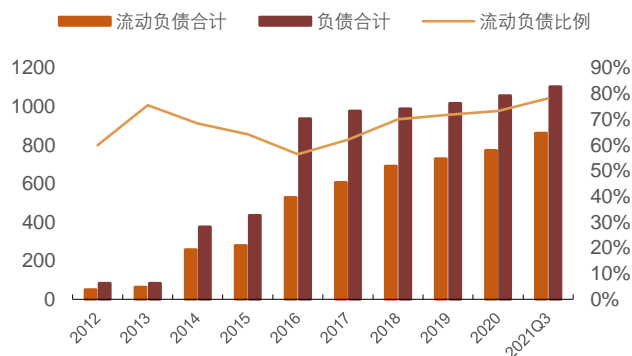
公司资产负债率近年保持稳定,并开始有下降趋势。由于京唐基地建设,公司 2013~2016 年资产负债率逐年提升,2016 年后资产负债率保持在 73%左右,近年随着公司贷款逐渐偿还,资产负债率有下降趋势,2021 三季报显示公司资产负债率下降至 70%,根据公司股权激励计划,公司将在未来 3 年将资产负债率逐步降低至 65%。同时,由于近年公司不断并表京唐公司股权,公司流动负债比率有所增加,2021Q3 公司短期负债比率增加至 78%。

图 44 公司资产负债率在同业公司中较高



资料来源: iFind、招商证券

图 45 公司流动负债率有所提升



资料来源: iFind、招商证券

4、股权激励计划推进，五年首度分红

2021 年随着公司利润情况改善，公司逐渐开始回馈公司核心员工和新老股东。2021 年 8 月公司公告首期股权激励计划，以 3.25 元/股的价格向 412 名公司骨干和核心员工授予 7024.4 万股限制性股票，约占公司股本总额的 1.05%。同时提出相应的考核要求，目标持续降低公司负债率、保持高端战略产品产量高速增长，并保证未来公司科技投入。2021 年 12 月公司公告本次限制性股票授予登记完成，实际向 386 名员工定向授予 6490.2 万股普通股股票，人均授予 54.64 万元。

根据公司股权激励计划，未来三年科技投入比重被列入业绩考核范围内，说明公司未来将继续向高端产品研发深度发展。此外，公司强调战略产品即汽车板、电工钢、镀锡板总产量的增长率不低于 5.6%/13%/13%，预计公司继续巩固高端钢材市场地位，为公司长期稳定盈利提供保障。同时，将降低资产负债率作为主要目标，有利于公司抵抗外部风险。目前，公司正处于向高质量发展转型的关键时期，股权激励计划的实施能够进一步调动员工生产积极性，激发组织内生动力，帮助公司顺利渡过转型期，完成产品结构升级。

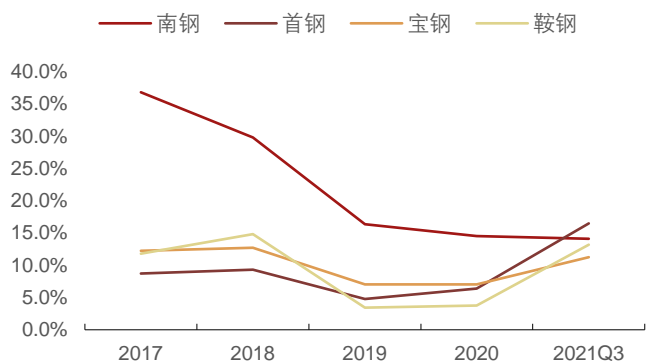
表 7：首钢股份首次股权激励内容

项目	内容
授予数量	6490.2 万股
激励对象人数	386 人，包括公司（含公司控股子公司）董事、高级管理人员、核心技术人员和管理骨干。
占目前股本总额的比例	0.97%
授予价格	3.25 元/股
公司业绩考核条件	2022/2023/2024 年： 净资产收益率不低于 6%/6.28%/6.55% 营业利润增长率不低于 58.1%/75.6%/93.3%（2019 年基准） 资产负债率不高于 69%/67%/65% 科技投入占营业收入比不低于 3.55%/3.6%/3.65% 战略产品产量的增长率不低于 5.6%/13%/13%（2019 年基准） 供应商先期介入产品供货量的增长率不低于 52.3%/73.2%/95.9%（2019 年基准）

资料来源：公司公告、招商证券

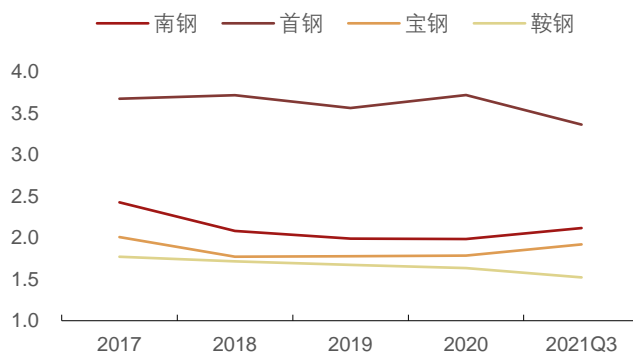
公司 2021 半年报公告，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)，这是公司 5 年来首次分红，一方面代表了公司对于未来稳定高盈利的信心，另一方面，意味着公司开始进入“盈利+红利”双回报模式，持续回报市场。公司净资产收益率伴随利润增加而回升，2021 年加权净资产收益率达到 19.15%，在同业公司中已处于领先地位，结合公司目前较低的 PB 水平，其投资回报率已提升到较为可观的水准。当然目前公司的 ROE 水平很大程度上得益于公司较高的权益乘数，随着公司按计划降低整体负债率，权益乘数将逐步下降。

图 46 首钢同业 ROE（加权）对比



资料来源：iFind、招商证券

图 47 首钢权益乘数与同业公司对比



资料来源：iFind、招商证券

但另一方面，首钢目前销售净利率处于回升状态，2021Q3 净利率 6.9%，随着公司进一步控制生产成本，降低总体费率，公司有望持续降本增效，提升净利率水平。同时随着公司营收的增长与资产基本稳定，公司的资产周转率正逐

年回升，有望逐渐达到和其他钢铁公司相近的水平，根据公司 2021 年业绩快报，其资产周转率已回升至 0.88。按照公司股权激励考核条件与营收增长趋势，假设 2024 年首钢资产负债率下降至 65%，同时资产周转率受益于公司营收增长进一步回升至 0.95，净利率维持当下水平，则到 2024 年公司整体 ROE 仍将维持在 19% 左右，有望继续维持同业公司领先水平。

图 48 首钢资产周转率与同业公司对比

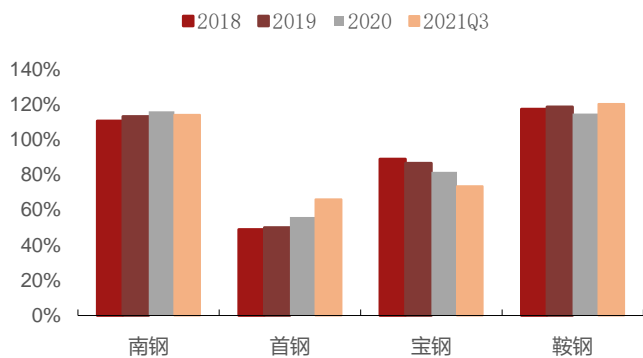
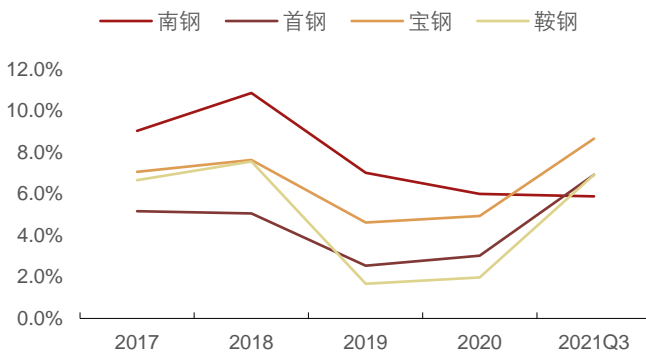


图 49 首钢同业公司销售净利率



资料来源：iFind、招商证券

资料来源：iFind、招商证券

四、盈利预测与估值

1、盈利预测

1) 公司营收预测

首钢股份下属两大生产基地，其中迁钢公司拥有年产 800 万吨钢及配套产品能力；京唐公司设计年产铁 1347 万吨、钢 1370 万吨、钢材 1341 万吨。2020 年公司实现钢材产量 1814 万吨，产能利用率 84.7% 左右。随着 2021 年及 2022 年公司分次收购京唐公司股权，实现 100% 控股，公司权益产能已达到 2100 万吨以上。

随着钢铁行业供给侧改革的持续推进，我们预计公司未来产量将不会出现明显增长。但考虑新能源汽车行业发展带动汽车板、电工钢需求上升，叠加公司高牌号无取向电工钢及取向硅钢产线的投产，公司战略产品汽车板、电工钢的产量将有明显上升。高附加值产品拉动公司吨钢价格稳定提升，公司营业收入有望进一步增长。我们预计首钢股份 2021~2023 年将分别实现营业收入 1333.98、1376.68、1391.32 亿元，同比增长 66.85%、3.20%、1.06%

毛利率方面，在 2021 年产能产量双控背景下，行业盈利提升明显。同时首钢积极优化产品结构，提升高牌号电工钢及先进汽车板产量，公司先进钢材销售比例逐步提升。公司 2020 年吨钢净利较低，仅 98.68 元/吨，但根据 2021 半年报，首钢吨钢净利数据已有显著提升。我们预测公司 2021-2023 年毛利率分别为 12.22%、12.37%、12.57%。

表 8: 收入增速预测

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电工钢					
销量 (万吨)	121	153	150	167	178
销售均价 (元/吨)	7667	7667	11313	11632	12304
销售收入 (百万元)	9241	11710	16970	19329	21888
增长率 (YOY)	—	27%	45%	14%	13%
冷轧 (除电工钢)					
销量 (万吨)	671	682	679	672	665
销售均价 (元/吨)	4517	4403	7200	7200	7200
销售收入 (百万元)	30300	30046	48886	48397	47913
增长率 (YOY)	—	-0.9%	62.7%	-1.0%	-1.0%
热轧					
销量 (万吨)	836	975	975	940	929

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售均价 (元/吨)	3011	3296	6273	6500	6500
销售收入 (百万元)	25181	32142	61187	61120	60389
增长率 (YOY)	—	27.7%	90.4%	-0.1%	-1.2%
其他					
销售收入 (百万元)	4429	6053	6356	6673	7007
增长率 (YOY)	—	36.7%	5.0%	5.0%	5.0%
销售收入合计 (百万元)	69151	79951	133398	136720	138219
增长率 (YOY)	5.13%	15.62%	66.85%	2.49%	1.10%

资料来源: iFind、招商证券

表 9: 毛利率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
电工钢					
吨钢毛利 (元/吨)	1533	1687	2602	2675	2830
增长率 (YOY)	—	26.7%	44.9%	26.6%	10.9%
毛利率	20.0%	22.0%	23.0%	23.4%	23.8%
冷轧 (除电工钢)					
吨钢毛利 (元/吨)	254	126	626	634	634
增长率 (YOY)	—	-50.5%	397.2%	1.1%	0.0%
毛利率	5.6%	2.9%	8.7%	8.8%	8.8%
热轧					
吨钢毛利 (元/吨)	328	252	728	715	715
增长率 (YOY)	—	-23.1%	188.6%	-1.7%	0.0%
毛利率	10.9%	7.7%	11.6%	11.6%	11.6%
其他					
毛利率	16.3%	16.2%	16.5%	16.5%	16.5%
平均毛利率	10.15%	8.60%	12.22%	12.69%	12.97%

资料来源: iFind、招商证券

3) 公司费率预测

公司费用控制能力不断提升,随着公司管理架构的不断完善,公司销售费率有望继续保持低点;另一方面,公司股权激励计划对公司未来研发投入规模提出了较为明确的要求,预计公司研发费率在未来几年内将有明显增长;此外,公司股权激励计划带来限制性股票总摊销费用 2.3 亿元,对公司管理费用率略有影响,预计 2021 年公司管理费用率略降至 0.9%,2022 年约为 0.6%。财务费用方面,随着公司先期贷款的逐步偿还,利息支出将逐渐降低,财务费率将明显下降。

表 10: 费用率预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.8%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	1.2%	1.2%	0.9%	0.6%	0.6%
研发费用率	0.6%	0.6%	1.0%	2.0%	2.5%
财务费用率	3.0%	2.7%	1.8%	1.0%	0.7%

资料来源: iFind、招商证券

公司 2021 年 4 月公告收购京投控股与京国瑞公司持有的京唐公司共计 19.1% 股权;2022 年 3 月再次公告收购钢贸公司 49% 股权,进而实现对京唐公司 100% 控股。故我们预计公司 2021 年和 2022 年少数股东权益占比进一步下降,2021 年少数股东权益占净利润比例为 10.0%,2022 年进一步下降至 4%。

表 11: 少数股东权益占比预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益/净利润	28.7%	25.9%	10.0%	4.0%	4.0%

资料来源: iFind、招商证券

4) 盈利预测: 基于以上假设, 我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 70.26 亿元、82.94 亿元、86.33 亿元, 分别增长 293.3%、18.1%、4.1%。2021-2023 年的预测吨钢净利润为 389、472、485 元/吨。EPS 分别为 1.04、1.07、1.11 元/股。

表 12: 盈利预测简表

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	69151	79951	133398	136720	138220
营业成本	62130	73073	117096	119608	120514
营业税金及附加	670	774	1292	1324	1338
营业费用	1275	167	279	286	289
管理费用	863	976	1201	779	774
研发费用	386	480	1334	2734	3455
财务费用	2076	2163	2458	1403	1050
资产减值损失	(72)	(168)	(100)	(80)	(72)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	42	61	64	0	0
投资收益	302	568	135	122	128
营业利润	2024	2778	9769	10558	10785
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	29	3	3	3	3
利润总额	1997	2778	9768	10557	10784
所得税	243	367	1599	1732	1598
少数股东损益	503	625	1144	530	551
归属于母公司净利润	1251	1786	7026	8296	8634
EPS (元)	0.24	0.34	1.04	1.07	1.11

资料来源: iFind、招商证券

2、估值分析

首钢股份是国内唯二能够提供新能源汽车电工钢产品的钢铁企业。公司电工钢整体市占率全国第二, 高牌号无取向电工钢市场占有率全国第一。目前高端电工钢中, 高牌号无取向电工钢应用场景包括大型发电机、新能源汽车、高效节能的家用电器电机等领域; 取向电工钢应用场景则主要在电力变压器领域。从应用领域考虑, 高牌号无取向电工钢的应用领域与钕铁硼永磁材料高度重合, 而取向电工钢应用领域则与非晶合金材料类似。目前市场上钕铁硼永磁材料主要生产企业中科三环、金力永磁等公司和非晶合金材料主要企业云路股份、安泰科技等公司的市盈率 TTM 都在 50-60 倍左右, 首钢电工钢业务价值有待重估。

根据首钢公告, 公司负责冷轧电工钢业务的子公司智新公司 2021H1 实现归母净利润 5.5 亿元, 据此推测, 首钢 2022 年电工钢业务利润有望达到 13 亿元, 按公司目前生产结构, 按 60% 利润为高端电工钢产品贡献计算, 高端电工钢业务利润将达到 8 亿元, 通过与稀土永磁材料和非晶合金行业市盈率对比, 保守估计首钢高端电工钢业务市值在 200 亿左右。

表 13: 首钢高端电工钢业务估值

	PE (TTM)	市值 (亿元)
中科三环	55.6	151
金力永磁	61.4	258
安泰科技	48.7	84
首钢高端电工钢	25 (2022E)	200

资料来源: iFind、招商证券

另一方面, 中低牌号无取向电工钢目前主要作为部分家用电器电机、中小型工业电机、压缩机等产品的铁芯材料。可以以电机企业的市盈率对中低牌号无取向电工钢生产企业进行价值估计, 目前电机生产企业市盈率大多在 20-40 倍左

右。按 2022 年首钢中低端牌号电工钢利润 4 亿元计算，保守估计首钢中低端电工钢业务市值在 60 亿左右。

表 14: 首钢中低端电工钢业务估值

	PE (TTM)	市值 (亿元)
汇川技术	40.9	1445
卧龙电驱	18.8	172
东方电气	18.3	412
首钢中低端电工钢	15 (2022E)	60

资料来源: iFind、招商证券

对于首钢的其他业务，我们选取国内 4 家头部钢铁企业作为可比公司。首钢非电工钢业务预计 2022 年净利润 68 亿元左右，从行业中位数来看 2022 年 PE 为 4.09。考虑这些公司仍有部分电工钢业务，则首钢非电工钢业务市盈率应适当下调。预计 2022 年首钢非电工钢业务净利润约为 68 亿元，按 3.5 倍 PE 估计对应市值为 238 亿元。按此估计，首钢股份 2022 年目标市值 500 亿元，对应目标价 7.4 元/股。

表 15: 估值对比表

公司	代码	PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		20	21E	22E			
南钢股份	600282.SH	6.74	5.57	4.71	0.84	15.50	223
鞍钢股份	000898.SZ	14.45	4.74	4.69	0.55	12.40	333
华菱钢铁	000932.SZ	4.58	3.61	3.37	0.83	24.75	362
马钢股份	600808.SH	10.33	5.33	3.57	0.89	17.44	293
平均		8.38	4.48	4.09	0.90	20.76	310

资料来源: 公司数据、招商证券

注: 同业公司预测数据取自 wind 一致预期

五、投资建议

首钢股份专注高端金属板材业务，目标精品产能差异化。公司前瞻布局能力强，在过去二十余年中多次完成产品结构转型，每每能够成功把握钢铁市场需求变化，最大化收获市场红利。目前公司已经成功完成针对新能源产业的产品布局，其主要战略产品已广泛应用于下游汽车、家电等市场。同时公司降本提效卓有成效，在钢材总产量变化不大的同时人均产钢量、人均创利、吨钢净利等重要指标均提升明显。预计随着首钢进一步优化产品结构，提升高端板材产销量，公司营收及利润水平将进一步提升。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.04、1.07、1.11 元/股，22 年目标市值 500 亿元，对应目标价为 7.4 元/股。首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

六、风险提示

- 1. 上游原材料价格上涨:** 由于需求的回暖加上限产的影响，公司生产所需原材料如铁矿石、焦炭等价格从 2020 年 3 月至 2021 年 7 月持续上涨。如果未来原材料价格仍保持上涨趋势，将对公司的盈利情况有一定的冲击。
- 2. 下游需求持续性不及预期:** 钢铁行业周期性较强，行业景气度与宏观运行情况紧密相关，同时公司核心产品汽车板、电工钢市场需求与下游行业如新能源汽车的发展关系紧密，若新能源汽车行业发展不佳，未能带动汽车行业整体回暖，公司产品销量将受到冲击。
- 3. 公司扩产不及预期:** 公司目前主要研发布局集中在超薄取向硅钢等先进钢材，若对应高端电机等市场对其需求增长不及预期，公司未来业务提升可能面临风险。
- 4. 市值分析不够全面:** 我们对首钢电工钢业务估值分析仅对比了稀土永磁材料和非晶合金行业情况，实际电工钢业务价值可能不能简单地与这两类行业简单对比，电工钢业务市值估计可能不够准确。

5. 疫情持续影响风险。若疫情下人员聚集与流动持续受限，公司的钢材产销量可能不及预期，从而导致营业收入不及预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	23076	30062	39286	51860	61084
现金	4472	6292	6670	18505	27466
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	5259	6120	6670	6836	6911
应收款项	837	1424	3947	4045	4090
其它应收款	16	22	37	37	38
存货	6594	10600	11703	11955	12046
其他	5899	5604	10260	10481	10534
非流动资产	118295	114305	108980	103255	97741
长期股权投资	2949	3341	3508	3157	2842
固定资产	82862	96221	90937	85712	80605
无形资产商誉	2763	4055	3650	3285	2956
其他	29722	10688	10885	11101	11338
资产总计	141371	144367	148266	155115	158825
流动负债	72906	77240	81542	82009	83008
短期借款	30267	23712	6162	5000	5000
应付账款	27705	33344	58548	62196	62667
预收账款	3423	4659	7026	10765	10846
其他	11511	15524	9807	4048	4494
长期负债	28766	28296	20340	18895	17595
长期借款	19101	20639	14448	13003	11702
其他	9665	7657	5892	5892	5892
负债合计	101672	105536	101882	100904	100602
股本	5289	5289	6750	7765	7765
资本公积金	20093	19759	24887	29731	29731
留存收益	31	3911	9731	15169	18630
少数股东权益	12670	9872	5015	1545	2096
归属于母公司所有者权益	27029	28959	41369	52666	56127
负债及权益合计	141371	144367	148266	155115	158825

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3319	10275	35804	22599	17246
净利润	1251	1786	7024	8294	8633
折旧摊销	5934	6518	7290	6871	6461
财务费用	2076	2163	2447	1313	966
投资收益	(302)	(568)	(187)	(45)	(244)
营运资金变动	(5889)	(157)	18054	5636	880
其它	249	532	1176	529	550
投资活动现金流	(5223)	(2765)	(7777)	(5100)	(702)
资本支出	(5470)	(3033)	(1600)	(1280)	(1024)
其他投资	247	267	(6177)	(3820)	322
筹资活动现金流	1852	(6953)	(27650)	(5664)	(7583)
借款变动	7738	(2790)	(28824)	(7353)	(1445)
普通股增加	0	0	1461	1015	0
资本公积增加	2	(334)	5128	4844	0
股利分配	0	0	(1204)	(2856)	(5172)
其他	(5888)	(3829)	(4211)	(1313)	(966)
现金净增加额	(52)	556	377	11835	8961

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	69151	79951	133398	136720	138220
营业成本	62130	73073	117096	119608	120514
营业税金及附加	670	774	1292	1324	1338
营业费用	1275	167	279	286	289
管理费用	863	976	1201	779	774
研发费用	386	480	1334	2734	3455
财务费用	2076	2163	2447	1313	966
资产减值损失	(72)	(168)	(100)	(80)	(72)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	42	61	58	0	111
投资收益	302	568	129	45	133
营业利润	2024	2778	9768	10571	10985
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	29	3	3	3	3
利润总额	1997	2778	9768	10571	10985
所得税	243	367	1600	1747	1801
少数股东损益	503	625	1144	529	551
归属于母公司净利润	1251	1786	7024	8294	8633

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业总收入	5%	16%	67%	2%	1%
营业利润	-36%	37%	252%	8%	4%
归母净利润	-48%	43%	293%	18%	4%
获利能力					
毛利率	10.2%	8.6%	12.2%	12.5%	12.8%
净利率	1.8%	2.2%	5.3%	6.1%	6.2%
ROE	4.6%	6.2%	17.0%	15.7%	15.4%
ROIC	3.6%	4.4%	13.9%	13.5%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	71.9%	73.1%	68.7%	65.1%	63.3%
净负债比率	41.6%	38.5%	18.1%	12.5%	11.3%
流动比率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9
存货周转率	10.5	8.5	10.5	10.1	10.0
应收账款周转率	9.3	11.7	14.7	12.7	12.6
应付账款周转率	2.2	2.4	2.5	2.0	1.9
每股资料(元)					
EPS	0.24	0.34	1.04	1.07	1.11
每股经营净现金	0.63	1.94	5.30	2.91	2.22
每股净资产	5.11	5.47	6.13	6.78	7.23
每股股利	0.00	0.10	0.41	0.67	0.69
估值比率					
PE	21.1	14.8	4.8	4.7	4.5
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	13.0	11.4	6.6	6.9	7.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

唐笑：12年证券从业研究经验，曾任职于广发证券、天风证券担任建筑行业首席分析师，2021年加入招商证券，现为建筑和钢铁首席分析师。

岳恒宇：CPA非执业会员，对外经济贸易大学会计硕士，7年建筑工程行业研究经验，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

贾宏坤：CFA，FRM，同济大学工学硕士，曾就职于天风证券，2021年加入招商证券，研究建筑工程和钢铁行业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。