

河北钢铁(000709) 成长中的巨人

研究员: 印晓明
执业证书编号: S0570209090337
电话: 025-84784691
E-mail: yxmwwq@sina.com
地址: 南京市中山东路 90 号

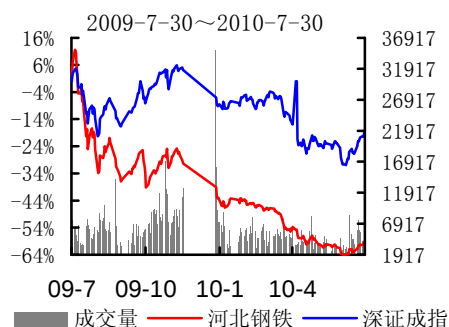
投资评级: 推荐(首次评级)

钢铁

当前价格(元): 4.18

目标价格(元): 4.58

股价走势图



相关研究

2010/3/31 《铁矿石短期定价钢企压力加大》
2010/5/27 《预期不确定 投资需等待》
2010/6/25 《寻找弱势中的机会》

投资要点:

- **规模产生优势** 公司实际控制人河北钢铁集团是国内规模最大、全球第二的特大型钢铁集团，拥有 4000 万吨钢铁产能。河北钢铁集团整合内部钢铁类资产、打造国内领先、世界一流的钢铁企业战略，将使公司面临较大的成长空间，公司有望成为国内规模最大、最具竞争力的“优质建材、钒钛制品和精品板材”生产基地。
- **资产注入增厚业绩** 公司拟增发收购的邯宝公司装备先进，人均钢产量达 1270 吨/年，处于国内领先水平。2009 年在钢材产量 300 万吨以上钢铁类上市公司中，净利润排名第四位。待冷轧工程投产以后，盈利能力将得到充分释放。增发完成后，10 年预计增厚公司每股收益 0.05 元。未来集团铁矿石资源如注入公司，将进一步提升公司竞争力和盈利能力。
- **整合提升效益** 公司重组以来，通过采购系统整合，变分散采购为集中采购，提高了市场话语权，能降低采购费用约 10 亿元。重组后打破了原有的技术、管理和信息壁垒，三家公司的先进技术和管理经验进入统一平台，促进了管理升级和产品开发。2009 年公司开发新品种 100 多个规格，产品增效超过 4.2 亿元。
- **估值与建议** 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.20 元、0.27 元和 0.32 元（未考虑增发因素）。随着集团优质资产注入以及内部整合的完成，未来公司业绩将有明显的提升。我们参考目前钢铁上市公司 PB 中值，给予公司 1.1 倍 PB，对应合理股价 4.58 元/股，给予公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	687678.05
流通 A 股(万)	375539.59
52 周内股价区间(元)	3.58-11.32
总市值(亿)	287.45
总资产(亿)	1027.34
每股净资产(元)	4.16

主要经营指标预测

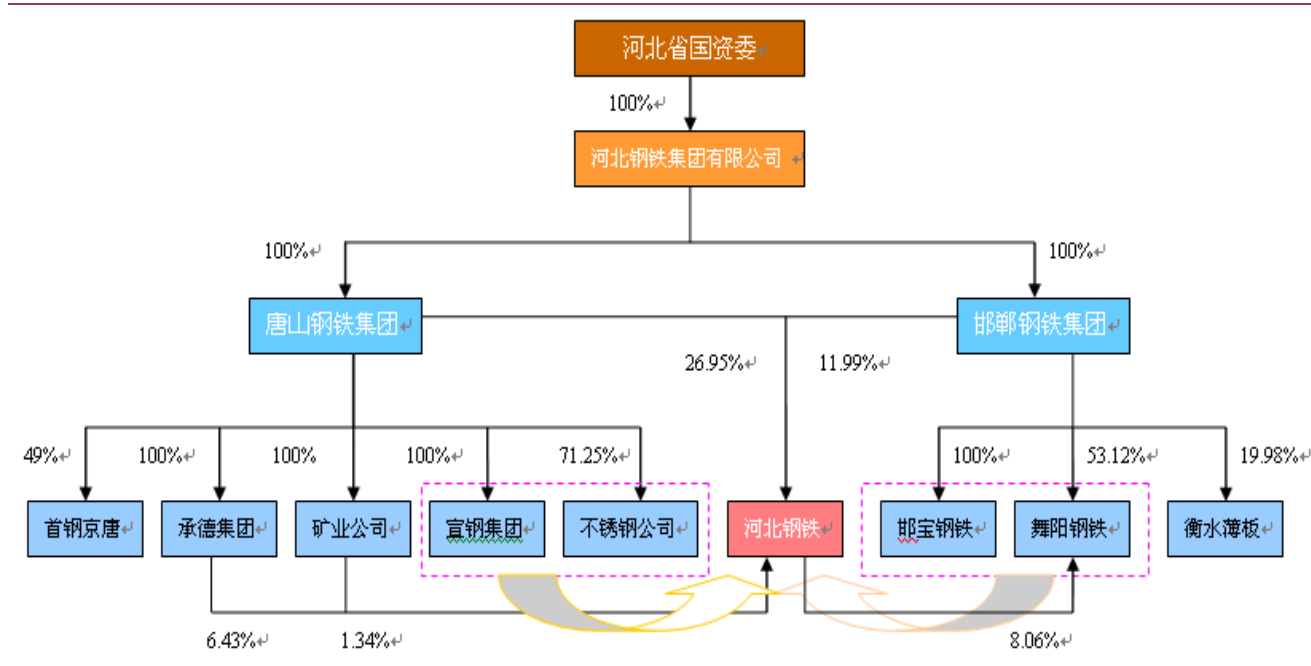
	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	871.86	1025.30	1150.38	1288.43
+/-%	51.11	17.6	12.2	12.0
净利润(百万)	944.20	1408	1848	2223
+/-%	-51.32	49.2	31.2	20.3
EPS(元)	0.14	0.20	0.27	0.32
P/E	30.44	20.41	15.56	12.93

1. 公司概况

1.1 历史沿革

2008年6月河北省政府批准组建河北钢铁集团，同时河北省国资委将其持有的唐钢集团、邯钢集团的各100%国有产权整体划入河北钢铁集团。2008年9月河北钢铁集团启动以唐钢股份为平台、吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛整合钢铁主业的工作，2010年1月唐钢股份变更为河北钢铁。河北钢铁集团合计持有公司46.71%的股权，是公司实际控制人。河北钢铁集团将继续整合集团内钢铁类资产，打造国内领先、世界一流的钢铁企业。

图 1：公司股权结构

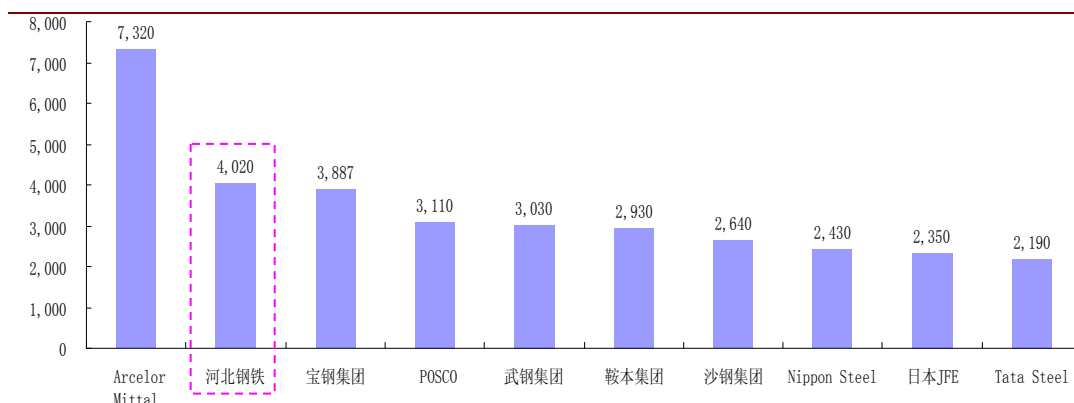


资料来源：公司报告 华泰证券研究所

1.2 行业竞争地位

河北钢铁集团是国内最大、全球第二的特大型钢铁集团，2009 年产钢 4024 万吨，仅次于安赛乐米塔尔公司。今年上半年，集团粗钢产量 2368.32 万吨，居国内同行业首位；实现利润 23.45 亿元，同行业中排名第四。公司是在唐钢股份、邯郸钢铁及承德钒钛三家上市公司基础上整合而成的大型钢铁企业，具有一定的比较优势。唐钢股份生产规模较大，距离主要钢材市场较近，且靠近沿海，原材料和产品运输成本较低；邯郸钢铁高端产品占比较高；承德钒钛的含钒钢材和钒钛产品在市场上具有较高的知名度。公司整合三家上市公司的优势，行业地位和竞争实力大大增强，产品结构更加合理。公司 2009 年钢材产量 2070 万吨，营业收入 872 亿元，在国内钢铁行业上市公司中均排名第 2 位，规模优势明显。

图 2：2009 年世界大型钢铁企业钢材产量

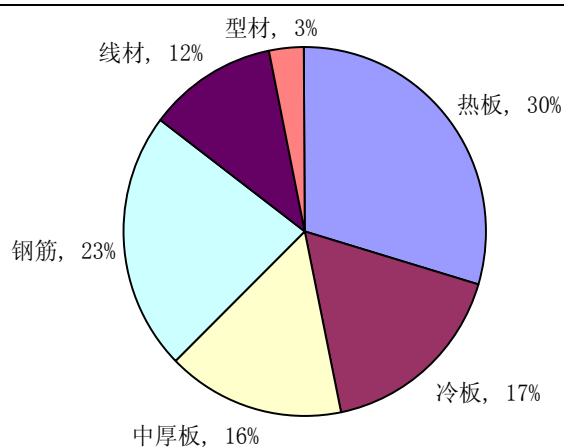


资料来源：环球钢讯、华泰证券研究所

1.3 公司主营业务分析

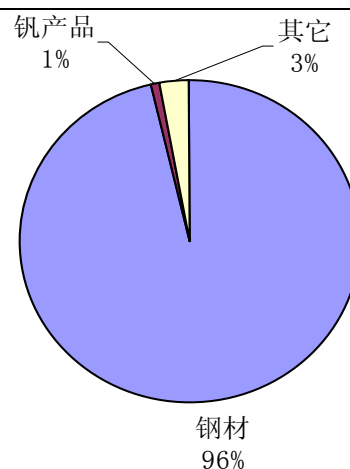
公司是华北地区最大的钢铁上市公司，产品主要分为板材、棒材、线材、型材以及钒产品等五大类。2009年公司钢材产品销售收入占主营业务的96%，毛利率约8.12%；钒产品销售收入占主营业务收入的1%，毛利率高达16.77%。公司是中国钒钛产业基地之一，在钒钛钢铁冶炼和钒产品生产技术方面处于世界领先地位。2009年公司先后拆除了邯郸分公司4座300m³级小高炉，提前淘汰落后产能近170万吨，淘汰落后产能任务基本完成。2010年4月开始的房地产宏观调控，对公司生产影响较小，1-6月份公司生产钢材约1200万吨。公司根据市场需求变化，灵活调整各品种产量，钢材库存较低。由于公司加强精细化管理，有效地控制了生产成本，上半年经济效益预期有较大幅度增长。

图 3：2010 年 1 季度公司产品结构



资料来源：华泰证券研究所

图 4：2009 年公司主营业务收入构成



资料来源：华泰证券研究所

表 1：公司产能分解（万吨）

	钢材	螺纹钢	线材	型材	热轧板	冷轧板	中厚板	棒材
唐钢股份	1050	210	100	50	380	160	150	
邯鄲钢铁	610	80	60		150	120	200	
承德钒钛	400	280	100					20
合计	2060	570	260	50	530	280	350	20

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

1.4 加大科研投入 依靠新产品增效

2009 年公司开展科研项目 200 余项，研发投入 9.72 亿元，占销售收入的 1.12%；申请专利 67 项，其中发明专利 14 项。公司成功开发出焊瓶钢、X80 管线钢、SGC540 高强度镀锌板、Φ20mm-PSB500 精轧螺纹钢等新产品 100 多个，其中有 12 个品种填补国内空白，成功替代进口。120 万吨新产品相继打入京沪高铁等 60 多项国家重点工程，冷轧产品成功打入国际高端市场。2010 年公司将加大科研力度，不断优化品种结构，实现新产品增效。

2、增发收购邯宝 业绩有望提升

公司拟通过向不特定对象公开增发方式发行不超过38亿股A股股份，募集资金用于收购邯宝公司100%股权。河北钢铁集团承诺集团或下属企业将以现金参与认购，认购的股份数量合计不低于发行股份总数的50%。

2.1 邯宝公司概况

邯宝公司于2007年9月由邯钢集团与宝钢集团共同出资组建。2009年3月，由于邯钢集团与宝钢集团实施战略调整，邯钢集团收购宝钢集团持有的邯宝公司50%股权。邯宝公司于2009年9月成为邯钢集团全资子公司。邯宝公司是邯钢新区项目的投资及经营主体，邯钢新区项目是河北省“十一五”时期钢铁工业结构调整的标志性工程。

邯钢新区项目总投资约 193.68亿元，分两期建设。一期工程已完工并投产，年产热轧卷板450万吨；二期工程年产215万吨高端板材，预计2010年底前建成投产。一期热轧生产线主要产品是碳素结构钢、低合金结构钢、汽车车轮钢、汽车大梁钢、船板、管线钢等；二期冷轧生产线主要产品是汽车面板、汽车用高强板、耐指纹电镀锌基板等高端板材。

2.2 邯宝公司技术装备先进

该公司热轧工程引进了由德国西马克公司设计的具有当代先进水平的热连轧带钢生产线，冷轧工程引进德国 SMSD 公司生产的酸洗-轧机联合机组，配备 SIMENS 公司电器设备，镀锌技术由比利时 CMI 公司提供。自动控制系统由日本 TMEIC 公司提供，生产实现自动化和高

效化，人均钢产量高达 1270 吨/年，处于国内领先水平。

邯宝公司采用焦炉干熄焦、烧结余热、煤气等二次能源进行发电，年发电量达 14 亿度以上，约占厂区总用电量的 78%。该公司实现了废弃物零排放和炼钢全工序负能炼钢，位于国内领先水平，高效的节能环保措施转化为成本优势。

表 2：邯宝一期投产装备

3200m3 高炉	两座	年产生铁	500 万吨
42 孔 7m 焦炉	四座	年产焦炭	210 万吨
360m2 烧结机	两台	年产烧结矿	726 万吨
机械化原料场	一座	年处理量	1000 万吨
250T 转炉	两座	年产量	520 万吨
2250mm 热轧联机	一套	年产热卷板	450 万吨
二次能源发电机组	八套	年发电量	15 亿度

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

表 3：邯宝二期在建装备

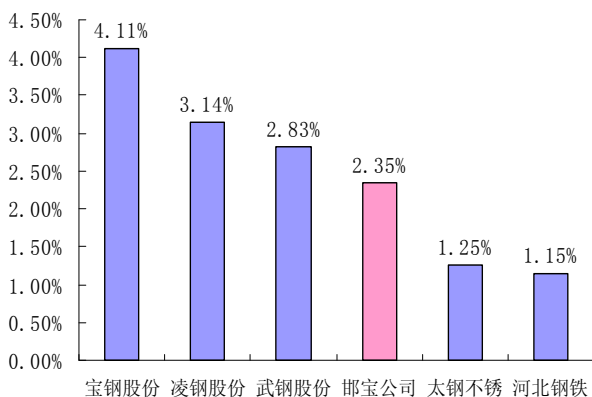
2130mm 酸洗冷轧生产线一条	年产卷板	215 万吨
连续退火生产线一条	年生产能力	100 万吨
2030 mm 镀锌生产线一条	年产镀锌板	45 万吨
1650mm 镀锌生产线一条	年产镀锌板	35 万吨

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

2.3 盈利能力位于行业前列

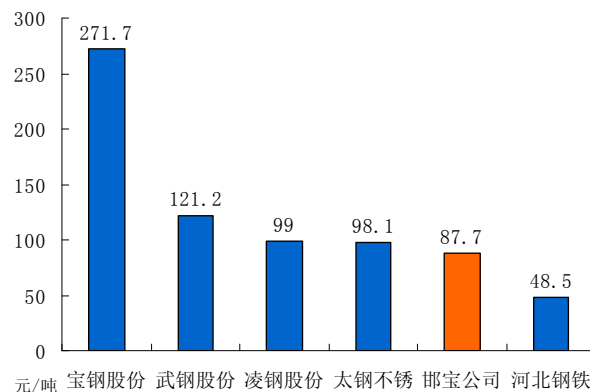
邯宝公司在仅热轧生产线投入运行的情况下，盈利能力已经排名钢铁类上市公司前列。2009 年钢材产量 300 万吨以上钢铁类上市公司中，净利润排第四位，吨钢净利润排第五位。待冷轧工程投产以后，该公司盈利能力将得到充分释放，业绩有望得到进一步提升。2009 年该公司净利润 2.7 亿元，今年 1 季度净利润 1.1 亿元，全年预期净利润可以达到 5.81 亿元。

图 5：2009 年钢铁上市公司净利润率比较



资料来源：华泰证券研究所

图 6：2009 年钢铁类公司吨钢净利润比较



资料来源：华泰证券研究所

2.4 后续注资推动外延式增长

为解决同业竞争问题，河北钢铁集团旗下的宣钢集团、舞阳钢铁、不锈钢公司等控股公司也将陆续注入上市公司。个别公司限于条件限制，不能及时注入公司，集团公司将以委托管理经营、租赁经营等方式将该公司业务委托公司独立管理并享有经营损益。在集团现有资源中，集团拥有的铁矿石资源是一大亮点。

2009 年底，集团掌握铁矿石资源约 44 亿吨；地方政府表示将省内矿产资源优先配置给集团，“十二五”末铁矿石资源掌控量有望达 66 亿吨；其中，国内新增 14 亿吨，国外新增 8 亿吨。集团预计 2015 年铁精粉产量将达 3000 万吨，矿石自给率不断上升。如果未来铁矿石资源能够注入公司，将大幅提升公司竞争实力，有力抵御市场铁矿石价格波动风险。

表 4：集团待注入钢铁资产

	主要产品	09 年钢材产量	集团持股比例	拟注入时间
宣钢集团	线材、螺纹钢、窄钢带、焊管	539 万吨	100%	合并完成后一年内
舞阳钢铁	厚板、特厚板	212 万吨	53.12%	合并完成后一年内
不锈钢公司	热轧窄带钢、热轧板卷	150 万吨	71.25%	合并完成后三年内

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

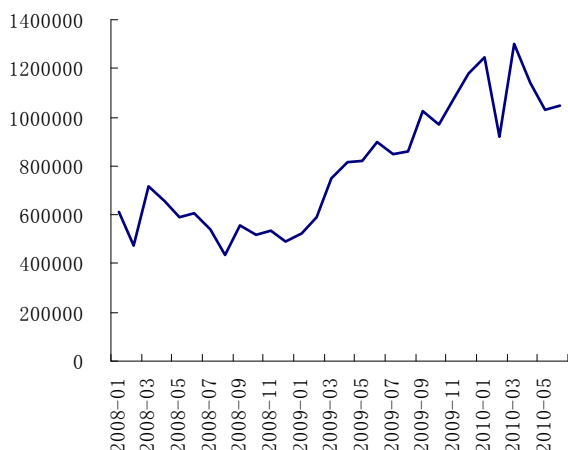
3. 钢铁行业下游需求分析

今年 4 月份以来国内房地产调控措施初见成效，但当前房地产政策出现一定程度摇摆，未来房地产市场走势不确定性较大，下游钢材需求也面临不确定性。国内汽车产量从 4 月份开始出现环比下降，中国制造业采购经理指数已连续两个月回落，地方债务水平较高，固定资产投资高位运行难以持续，这些情况都会对钢铁行业的市场需求带来负面影响。一段时期以来钢材价格的大幅回落就是现象的综合反映。

图 7：中钢协钢材价格指数

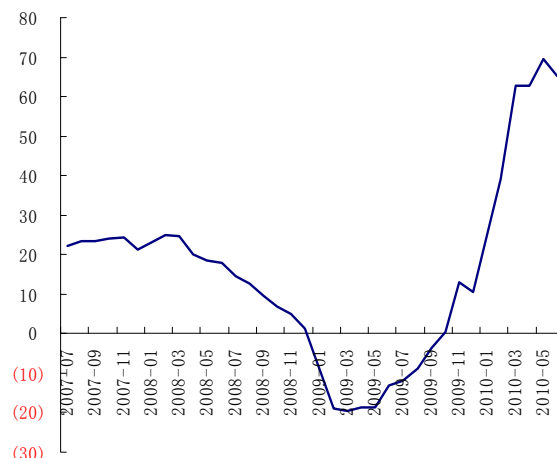
图 8：中国制造业采购经理指数 (PMI)

图 9：中汽协乘用车月产量趋势



资料来源：华泰证券研究所

图 10：国内住宅新开工面积累计同比增长趋势



资料来源：华泰证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1 主要假设条件

预测公司 2010 年产品平均价格时，我们以 2010 年公司上半年价格为基础，并考虑需求和成本变化因素，并假设 2011 年和 2012 年产品平均价格同比均有一定增幅。预测公司未来三年业绩时，我们没有考虑邯宝公司增发因素。

4.2 业绩预测结论

根据对公司主营业务的分析，我们对 2010-2012 年公司营业收入、成本和毛利率预测如下：预计 2010-2012 年营业收入分别为 1025.30 亿元、1150.38 亿元和 1288.43 亿元，毛利率分别为 6.98%、7.13%和 7.00%。基于对公司盈利预测，我们得出公司 2010 年归属母公司股东的净利润为 14.08 亿元，同比增长 49.2%；2011 年净利润为 18.48 亿元，同比增长 31.2%；2012 年的净利润为 22.23 亿元，同比增长 20.3%，对应的 EPS 分别为 2010 年 0.20 元、2011 年 0.27 元和 2012 年 0.32 元。

4.3 公司估值

根据 2010 年 7 月 29 日收盘价，33 家上市钢企 2010 年预测 PE 均值为 19.95x，中值为 15.97x；PB 均值为 2.03x，中值为 1.62x。目前由于上游铁矿石价格波动较大、下游需求不旺、产能整体过剩，周期性的钢铁行业整体处于低谷，公司股票已经出现跌破净资产状况。如使用 PE 均值进行估值将不能反映公司装备较先进的实际状况。我们给予公司 1.1 倍 PB，对应公司股价 4.58 元/股，暂时给予公司“推荐”评级。

表 4：国内上市钢企估值比较

简称	7/29 价格 (元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
		TTM	10E	11E	TTM	10E	11E	
行业均值	n.a	0.24	0.40	0.55	42.83	19.95	16.65	2.03
行业中值	n.a	0.21	0.35	0.45	24.68	15.97	11.74	1.62
*ST 钒钛	8.30	-0.21	0.00	0.19	-39.15	0.00	44.46	3.17
包钢股份	3.40	-0.23	0.08	0.19	-14.88	44.06	17.47	1.75
本钢板材	5.49	-0.39	0.36	0.42	-14.15	15.05	12.97	1.18
莱钢股份	9.03	0.88	0.37	0.48	10.25	24.42	18.74	1.38
宝钢股份	6.55	0.55	0.61	0.74	11.88	10.75	8.89	1.16
大冶特钢	12.53	0.99	1.00	1.20	12.61	12.48	10.49	2.57
济南钢铁	3.95	0.30	0.19	0.31	13.01	20.34	12.56	1.72
新兴铸管	7.47	0.55	0.61	0.73	13.52	12.20	10.24	1.48
凌钢股份	7.18	0.51	0.76	0.89	13.96	9.46	8.03	1.79
马钢股份	3.63	0.24	0.24	0.32	15.43	15.38	11.42	1.04
柳钢股份	5.05	0.32	0.41	0.45	15.55	12.23	11.22	2.55
太钢不锈	6.08	0.36	0.44	0.59	16.78	13.68	10.26	1.62
杭钢股份	5.42	0.28	0.29	0.40	19.39	18.68	13.57	1.29
安阳钢铁	3.85	0.19	0.22	0.31	19.86	17.22	12.31	0.88
韶钢松山	4.19	0.19	0.17	0.27	22.43	24.90	15.50	1.20
河北钢铁	4.14	0.18	0.24	0.35	22.49	17.30	11.97	0.98
鄂尔多斯	11.77	0.48	0.87	1.01	24.68	13.54	11.65	2.95
八一钢铁	11.76	0.47	0.74	1.01	25.01	15.97	11.69	2.96
武钢股份	4.92	0.20	0.35	0.49	25.03	14.16	10.09	1.40
三钢闽光	11.19	0.44	0.81	1.03	25.30	13.81	10.84	2.23
新钢股份	6.46	0.21	0.51	0.71	30.64	12.63	9.15	1.07
首钢股份	3.63	0.12	0.19	0.22	31.46	19.54	16.70	1.39
鞍钢股份	8.80	0.26	0.63	0.79	34.10	13.89	11.09	1.19
南钢股份	3.96	0.10	0.17	0.36	38.39	23.63	10.97	1.49
方大特钢	9.46	0.25	0.55	0.77	38.56	17.28	12.27	3.44
酒钢宏兴	9.59	0.23	0.74	0.90	40.83	13.00	10.66	1.95
广钢股份	6.43	0.15	0.10	0.16	43.87	67.62	40.85	7.65
久立特材	21.85	0.00	0.61	0.93	48.43	35.78	23.52	3.39
华菱钢铁	4.58	0.08	0.22	0.39	54.16	21.30	11.74	0.85
重庆钢铁	4.21	0.05	0.17	0.25	77.31	25.32	16.53	1.31
西宁特钢	7.41	0.08	0.30	0.44	88.48	24.87	16.85	2.23
抚顺特钢	5.65	0.05	0.10	0.07	106.73	57.88	83.94	1.79
方大炭素	7.59	0.01	0.00	0.71	541.27	0.00	10.76	3.79

资料来源：Wind、华泰证券研究所

5. 风险因素

世界经济尚未走出金融危机阴影，国际贸易保护主义趋势加强，铁矿石等原材料价格高位震荡，出口退税的取消加剧钢铁行业供求失衡的矛盾，下游钢材需求的不确定性，这些因素可能使钢铁行业以及公司未来盈利空间受到挤压。

附：公司报表预测摘要

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	47152	45400	52771	60994	营业收入	87186	102530	115039	128843
现金	11789	14354	17256	19468	营业成本	81807	95373	106836	119824
应收账款	301	372	462	478	营业税金及附加	205	271	293	328
其他应收款	413	337	385	458	营业费用	499	517	609	680
预付账款	4865	4814	5431	6249	管理费用	2522	2554	2900	3315
存货	19039	16307	18611	21950	财务费用	1180	1618	1560	1368
其他流动资产	10744	9216	10627	12390	资产减值损失	-8	209	210	173
非流动资产	55582	52215	48769	45156	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1610	1498	1714	1606	投资净收益	189	123	167	160
固定资产	43072	44757	43532	41206	营业利润	1170	2111	2798	3315
无形资产	317	340	368	417	营业外收入	88	131	129	116
其他非流动资产	10584	5620	3156	1927	营业外支出	151	133	169	151
资产总计	102734	97616	101540	106150	利润总额	1107	2109	2758	3280
流动负债	57791	52100	53302	56108	所得税	103	527	690	820
短期借款	21464	22671	19141	16289	净利润	1004	1582	2069	2460
应付账款	12858	9980	11990	14042	少数股东损益	60	173	221	237
其他流动负债	23469	19449	22171	25776	归属母公司净利润	944	1408	1848	2223
非流动负债	14859	14574	15858	16037	EBITDA	5598	8430	9583	10273
长期借款	9939	10939	11939	11939	EPS (元)	0.14	0.20	0.27	0.32
其他非流动负债	4920	3636	3920	4098	主要财务比率				
负债合计	72649	66674	69160	72144	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1467	1641	1862	2098	成长能力				
股本	6877	6877	6877	6877	营业收入	-23.0%	17.6%	12.2%	12.0%
资本公积	15245	15245	15245	15245	营业利润	-64.7%	80.5%	32.6%	18.4%
留存收益	6407	7128	8358	9727	归属于母公司净利润	-59.8%	49.2%	31.2%	20.3%
归属母公司股东权益	28617	29301	30519	31908	获利能力				
负债和股东权益	102734	97616	101540	106150	毛利率(%)	6.2%	7.0%	7.1%	7.0%
现金流量表					净利率(%)	1.1%	1.4%	1.6%	1.7%
单位: 百万元					ROE(%)	3.3%	4.8%	6.1%	7.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	4.0%	5.4%	6.8%	7.7%
经营活动现金流	4172	5622	8926	8617	偿债能力				
净利润	1004	1582	2069	2460	资产负债率(%)	70.7%	68.3%	68.1%	68.0%
折旧摊销	3249	4701	5225	5590	净负债比率(%)	45.78%	51.87%	46.45%	40.92%
财务费用	1180	1618	1560	1368	流动比率	0.82	0.87	0.99	1.09
投资损失	-189	-123	-167	-160	速动比率	0.49	0.55	0.64	0.69
营运资金变动	-1429	-2024	195	-619	营运能力				
其他经营现金流	357	-132	45	-22	总资产周转率	1.21	1.02	1.16	1.24
投资活动现金流	-8923	-1026	-1589	-1788	应收账款周转率	153	214	207	204
资本支出	9315	1488	1502	2003	应付账款周转率	9.30	8.35	9.73	9.21
长期投资	148	-430	215	-108	每股指标 (元)				
其他投资现金流	540	33	128	106	每股收益(最新摊薄)	0.14	0.20	0.27	0.32
筹资活动现金流	6418	-2031	-4436	-4616	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.82	1.30	1.25
短期借款	12874	1207	-3530	-2852	每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.26	4.44	4.64
长期借款	6934	1000	1000	0	估值比率				
普通股增加	3251	0	0	0	P/E	30.44	20.41	15.56	12.93
资本公积增加	12868	0	0	0	P/B	1.00	0.98	0.94	0.90
其他筹资现金流	-29510	-4238	-1906	-1764	EV/EBITDA	10	6	6	5
现金净增加额	1666	2565	2902	2213					

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。