

河北钢铁 (000709)

吨钢市值明显被低估 资产注入可期

增持/ 首次评级

股价: RMB3.92

分析师

黄静

SAC 执业证书编号:S1000208120164

+755-82492060 huangjing@lhqz.com

联系人

陈雳

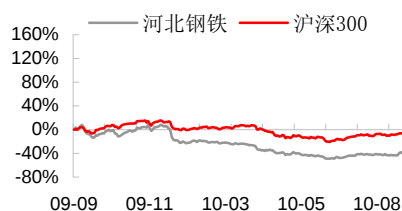
+755-82125092 chenliyjs@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	6877
流通 A 股(百万股)	3756
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	15698

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

- 在河北省政府的鼎力支持下,河北钢铁经过近年业内最大力度的实质性重组,已成为钢铁行业及区域内龙头企业,在盈利能力不断提升的同时,目前吨钢市值明显处于底部区域,是其最不容忽视的现状与机遇。河北钢铁由唐钢、邯钢、承德钒钛三家上市公司换股吸收合并完成,彻底消除了原三家公司产品在北方区域的竞争,通过统一的战略规划、采购、销售、进出口和投融资管理体系,各方面优势凸现,使得公司盈利能力不断增强。
- 集团发展目标明确,符合国家推进钢铁企业兼并重组、节能减排要求。中国钢铁行业面临着巨大的节能减排、关停淘汰落后产能压力,2010年8月份以来,钢产量最大的河北省多个县市引来政策性限电的高峰,当地众多中小型钢厂被强制性停产或限产,对河北钢铁这样在淘汰落后产能已经先行一步、节能减排方面压力较小的大型钢厂而言无疑是利好。
- 数量庞大的铁矿石资源储备,为企业长远发展奠定了基石。铁矿石是钢铁生产成本中最重要的原料,未来对生产原料铁矿石的掌控力,将是衡量钢铁企业投资价值和竞争力的重要指标。河北钢铁集团2008年9月组建矿业公司以来,已获得国土资源部、省政府、省国土资源厅明确批示的铁矿石资源达到44亿吨,规模全国第一,为企业长远稳定发展打下了牢固基础。
- 舞阳、邯宝两大优质资产注入,将快速提升上市公司资产规模、优化产品结构。河北钢铁集团承诺,拟在换股吸收合并完成1年内注入宣化钢铁集团有限责任公司资产、舞阳钢铁有限责任公司资产,3年内注入邯钢集团邯宝钢铁有限公司资产、唐山不锈钢有限责任公司,其中我们重点看好未来舞阳钢铁、邯宝钢铁这两项业内优质资产的注入,将实质性地优化提高企业的产品结构和竞争力。
- 首次给予“增持”投资评级。预计公司2010-2012年收入分别为926.92亿、1050.95亿和1207亿元,对应EPS分别为0.17元、0.23元、0.30元。现公司PB仅为0.96,参照行业内市值前十的可比上市公司平均PB为1.52,以及宝钢、武钢、鞍钢PB在1.18-1.33水平,我们认为公司当前合理价格区间在4.48—6.11元,首次给予“增持”评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	87185.9	58685.4	92692	105095	120700
(+/-%)	51.1	219.5	6%	13%	15%
归属母公司净利润(百万元)	944.2	719.6	1180	1613	2071
(+/-%)	-45.2	652.6	25	37	28
EPS(元)	0.14	0.10	0.17	0.23	0.30
P/E(倍)	30.4	39.9	23.24	17.01	13.25

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

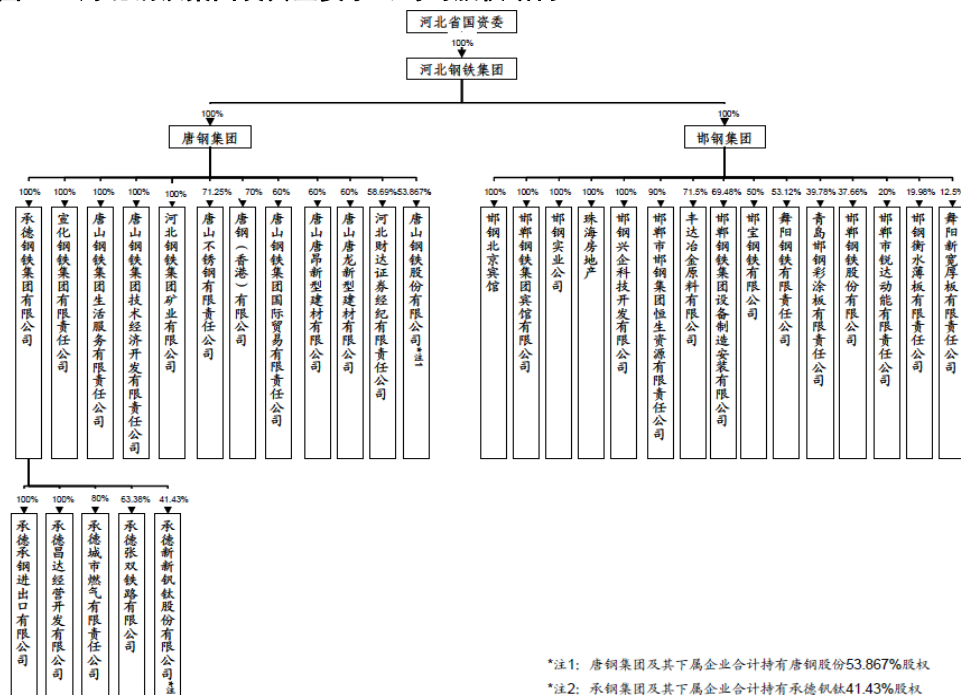
政府及产业政策护航重组完成，由做大到做强的再升级	3
实质性兼并重组，确立公司行业及区域龙头地位	3
行业虽内忧外患，但公司盈利能力持续增强	5
注重内生增长，产品结构及经营管理持续改善	8
积极技术革新，符合装备现代化及节能减排要求	10
资源储备丰厚及优质资产注入，促进企业可持续发展	12
铁矿石储备数量庞大，资源优势明显	12
优质资产注入可期，将极大提升公司产品竞争优势	12
内外兼修，公司具备可持续发展空间	14
估值与投资评级	15
吨钢市值被明显轻算，公司具备较大的估值提升空间	15
投资评级	16
风险提示	16

政府及产业政策护航重组完成，由做到做强的再升级

实质性兼并重组，确立公司行业及区域龙头地位

2008年6月30日，在河北省政府的强力倡导支持及国家钢铁产业发展规划政策指引下，河北钢铁集团正式挂牌成立，由唐钢集团和邯钢集团联合重组而成，拥有员工13万人，总资产2237亿元，河北省国资委100%控股河北钢铁集团，下辖唐钢、邯钢、宣钢、承钢、舞钢等11个控股或参股子公司，以及销售总公司、采购总公司两个分公司和钢铁技术研究院。

图 1、河北钢铁集团及其主要子公司的股权结构



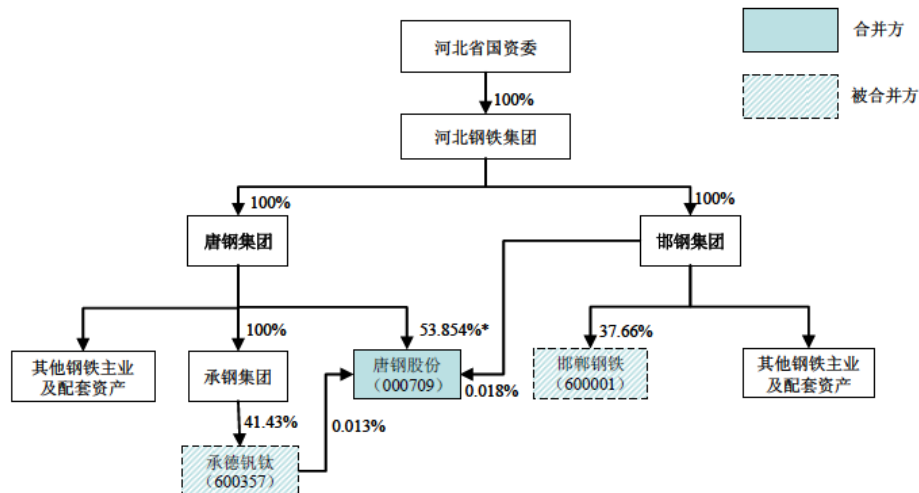
资料来源：公司换股吸收合并暨关联交易报告书，华泰联合证券研究所整理

唐钢股份于2008年12月28日分别与邯钢钢铁股份有限公司、承德新新钒钛股份有限公司签署了《换股吸收合并协议》，本次交易由唐钢股份以换股方式吸收合并邯钢钢铁和承德钒钛。本次换股吸收合并完成后，唐钢股份作为合并完成后的存续公司，将成为河北钢铁集团有限公司下属唯一的钢铁主业上市公司。

2010年1月20日，唐钢股份（000709）公告，公司换股吸收合并邯钢钢铁和承德钒钛工作完成，公司全称将由“唐山钢铁股份有限公司”变更为“河北钢铁股份有限公司”，股票简称变更为“河北钢铁”。

唐钢集团依然为最大股东，持有河北钢铁26.95%的股份，邯钢集团和承钢集团分别为第二和第三大股东，持股比例分别为11.99%和6.28%，由于唐钢集团、邯钢集团、承钢集团和河北钢铁集团矿业有限公司均为河北钢铁集团的直接或间接全资子公司，由此河北钢铁集团合计持有上市公司46.6%的股份，仍然是上市公司间接控股股东。

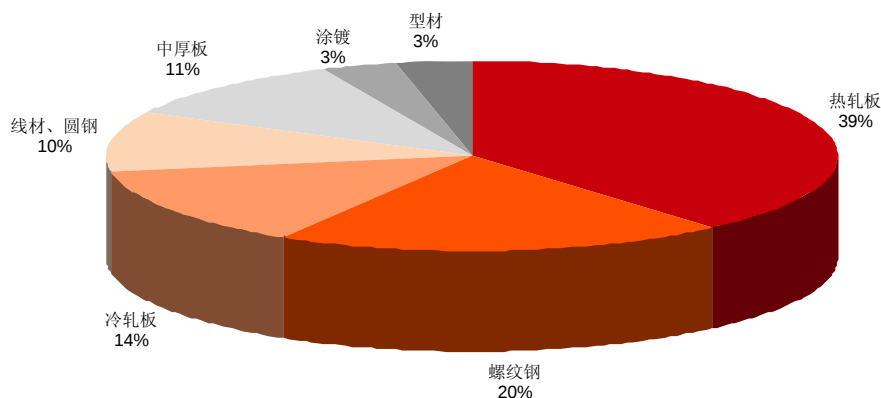
图 2、河北钢铁集团成立后主要股权结构关系



资料来源：公司换股吸收合并暨关联交易报告书，华泰联合证券研究所整理

合并完成后，河北钢铁股份股本从原唐钢股份 36.3 亿股增加到 68.8 亿股，增加近 90%。合并完成后，公司铁、钢、材产能分别扩张至 1927 万吨、2330 万吨和 2302 万吨，钢材产量增长近 100%。其中热轧板产能 890 万吨位居第一，其次螺纹钢产能为 460 万吨，冷轧板产能为 320 万吨，线材和圆钢产能为 230 万吨，中厚板产能为 250 万吨，彩涂和镀锌板产能为 77 万吨，型材产能为 75 万吨，其中，长材占比在 40% 左右，板材占比 60% 左右。

图 3、河北钢铁主要生产品种结构占比情况



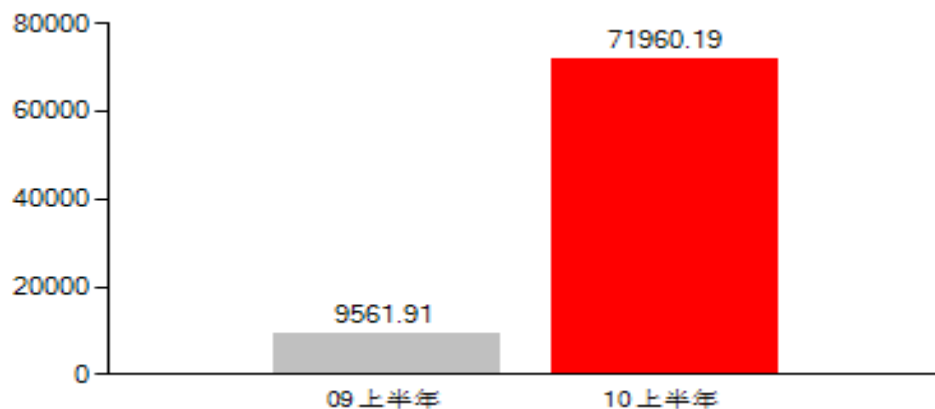
资料来源：华泰联合证券研究所整理

通过兼并重组，河北钢铁在北方长材市场的定价能力更为突出，同时板材产品的影响也大为增强。而河北钢铁集团后续将钢铁主业资产未来陆续注入上市公司后，预计上市公司的钢材产量将超过 3000 万吨，规模优势进一步提升。

此外，唐钢集团还持有 49%首钢京唐公司的股权，首钢京唐成立于 2005 年 10 月 9 日，注册资本 60 亿元，设计年产钢材 913 万吨，产品定位于高质量、高技术含量、高附加值的精品板材。

2010 年以来，虽然受到上游成本增加、下游需求放缓的双重夹击，重组后的河北钢铁上半年各项业绩指标仍较上年同期仍出现了显著增长。上半年公司实现营业收入 586.85 亿元，同比增加 43%；实现营业利润 8.6 亿元，同比增加 1052%；归属母公司净利润 7.2 亿元，同比增加 974.89%；实现 EPS 为 0.10 元，同比增加 0.09 元；其中 1 季度实现 0.06 元，2 季度实现 0.04 元。

图 4、河北钢铁 2010 年上半年盈利情况

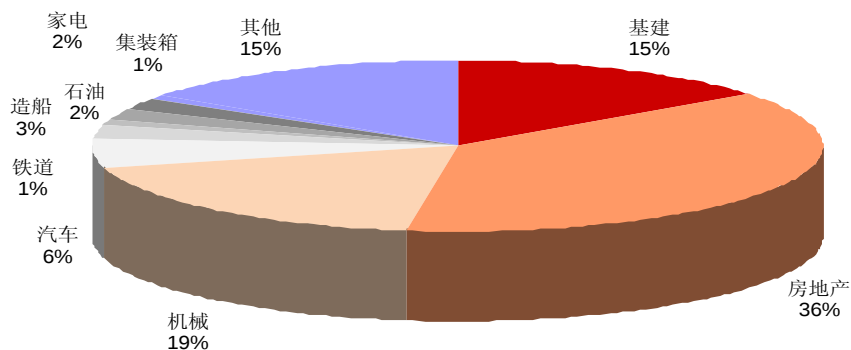


资料来源：上市公司半年报，华泰联合证券研究所整理

行业虽内忧外患，但公司盈利能力持续增强

近两年以来，钢铁行业仍面临着多重困难和挑战，集中体现在：产能过剩矛盾仍未改观，行生产企业间竞争激烈；高矿价成本难以在短期内改变，钢铁企业的成本压力较重；随着今年以来国际钢铁产能的明显恢复，国际竞争更加激烈。其中，钢铁行业受国家政策、房地产基建两方面影响最为直接、程度最为广泛。

图 5、钢铁行业终端需求情况

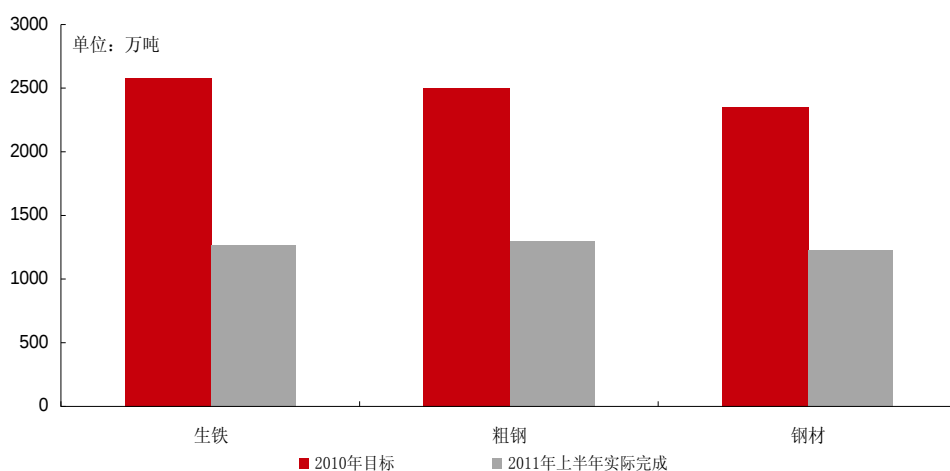


资料来源：上市公司半年报，华泰联合证券研究所整理

具体到河北钢铁来看，公司 2010 年计划生产生铁 2575 万吨、粗钢 2505 万吨、钢材 2345 万吨，钕渣 14 万吨。2010 年半年报显示，报告期内公司生产铁 1274.53 万吨，同比增加 29.38%，完成年目标的 49%；钢 1292.64 万吨，同比增加 24.12%，完成年目标的 52%；钢材 1231.96 万吨，同比增加 30.25%，完成年目标的 53%；钕渣 8.65 万吨，同比增加 52.88%，截至 6 月底，公司生产情况粗钢及钢材计划量完成率均达到 50%。

当前河北钢铁合并后的下属各分公司协同效应明显。在公司重组之前，唐钢和邯钢产品结构较为相似，板材与棒线材产品均占比超过 60%，从而带来较激烈的同业竞争。重组后，新公司在组织架构方面变革在原料采购、下游资源整合方面发挥协同效应，同业竞争得以消减，协同效应使得能够产销效率更高。

图 6、2010 年上半年河北钢铁实际产量完成情况



资料来源：上市公司半年报，华泰联合证券研究所整理

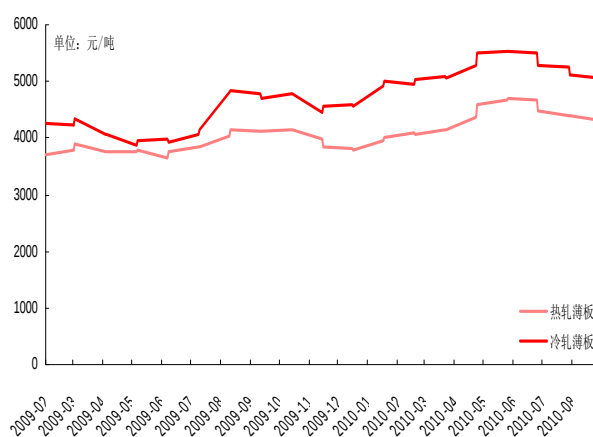
2010 年以来，面对激烈的行业竞争形势，以及铁矿石、煤、焦炭等大宗原燃料价格持续上涨，河北钢铁通过积极推进产品结构升级、提高运营效率，统筹规划产品定价，使得钢价能够随矿价同步波动，保证一定的利润空间。

图 7、国内铁矿石现货价格易涨难跌



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

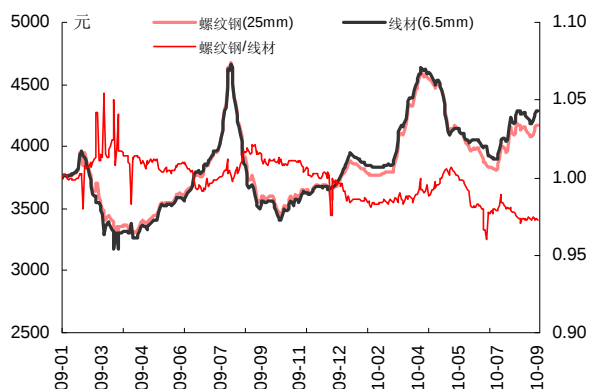
图 8、国内重点钢厂出厂价格随原料涨价不断提升



资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

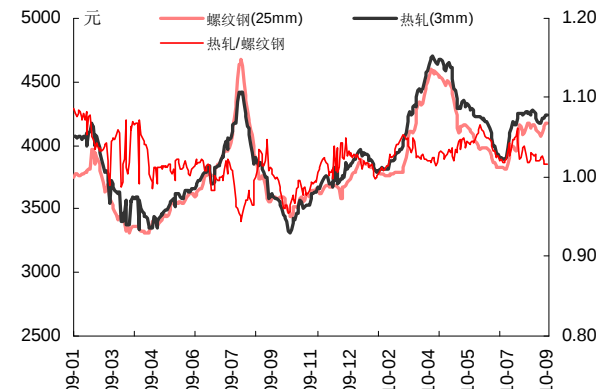
2010 年上半年，公司的主导品种在石家庄和天津市场上最高涨幅在 4 月中旬分别达到热轧 25.77%，冷轧为 23.00%，螺纹为 25.67%，线材为 21.33%。上半年汽车、家电在行业优惠政策延续及需求稳定增长带动下旺销，虽然增速同比有所下滑，但绝对量仍然维持较高水平，对公司产品结构中占比较大的板材销售起到了积极作用，而公司作为北方地区最大的建筑钢材生产企业，受下半年以来建材价格不断领涨的推动，赢利能力不断增强。

图 9、螺纹钢、线材价格走势及对比



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

图 10、螺纹钢、热轧价格走势及对比



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所整理

我们预计下半年建材盈利空间将好于板材，未来河北钢铁建材产品贡献利润能力将上升。从近几年产能建设来看，中国新增钢材产能主要集中在板材，而建筑钢材产能新增加较少；另一方面，国家当前大力推行的节能减排、落后产能淘汰政策所淘汰的多为中小钢厂的建筑类钢材产能，从供需角度来看，我们认为线螺产能不断被压缩，将会使河北钢铁这种建筑类钢材占比较高、受调控政策影响小的大型钢铁企业收益。

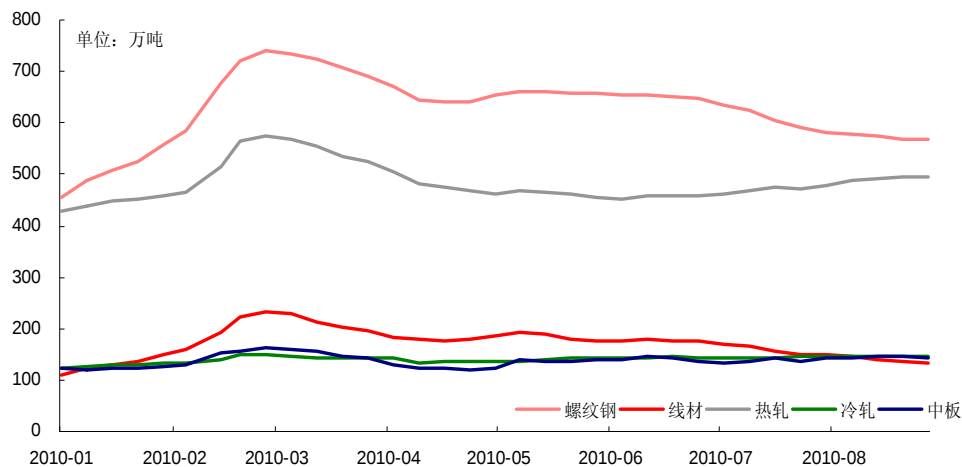
表 1、当前主要钢材品种价格与盈利能力变动

产品	型号	距年内最高 点库存 (万吨)	毛利率 (%)	价格	1 月变动		1 季变动		距年内高点 +/-
					+/-	%	+/-	%	
冷轧	1mm	-4	1.35	5332	76	1.45	-500	-8.57	-864
热轧	3mm	-81	-2.50	4244	-8	-0.19	-41	-0.96	-454
中板	20mm	-18	-0.43	4388	-7	-0.16	-107	-2.38	-439
螺纹	20mm	-174	3.28	4173	17	0.41	75	1.83	-430

资料来源：华泰联合证券研究所整理，注：现货成本计算采用 100% 现货矿市场价格，以 2010 年 9 月第一周末价格为参照

另，从今年的钢铁库存变化不难看出，建筑用线螺的去库存化最明显，而河北钢铁的建筑钢材（螺纹钢、圆钢、线材和型材）钢材产量占比在 40% 左右，并且拥有领先的钒钛磁铁矿冶炼技术，可以冶炼出产品性能更优异的含钒长材，盈利空间将被打开。三季度随着整个钢铁行业成本继续上升及终端需求延续弱势，钢铁公司盈利将有所下滑；整个钢铁行业正逐渐出现供需格局转变，随着 9 月初以来减产限电普遍，未来将直接影响到可供量减少，预计四季度公司将同步行业出现盈利状况回升。

图 11、2010 年主要钢铁品种社会库存情况



资料来源：中联钢，华泰联合证券研究所整理

另，在政策支持层面，国务院 2009 年 3 月正式颁布的《钢铁产业调整和振兴规划》中明确提出要使建筑用钢占国内消费量的比重稳定在 50% 左右，加大保障性住房、城镇化建设、灾后重建和公路、铁路、机场等重大基础设施建设，为建筑钢材的需求提供了长期有力支撑。

综合上述，区别于宝钢、鞍钢、武钢等过度依赖板材为主的同类大型钢厂，河北钢铁在品种结构上的优势将在未来逐步显现。

注重内生增长，产品结构及经营管理持续改善

在内在管理上，河北钢铁集团以统一发展规划、统一资产管理、统一资本运作、统一投资管理、统一财务资金管理、统一人力资源管理、统一市场营销等“七统一”为主要原则，积极稳妥地推进内部实质性整合，先后组建集团国贸公司、矿业公司、销售总公司、采购总公司，实现了矿山资源、进出口贸易、大宗原燃料采购和销售业务的集中统一，集团资源掌控力、市场话语权和抗市场风险能力大大增强。例如 2009 年 6 大类物资共降低采购费用 13 亿元以上；通过整合进出口业务，在钢材出口受阻的情况下，全年出口钢材 38.9 万吨，创汇 2.7 亿美元；增强了集团的融资能力，全年累计获得银行授信 2000 多亿元；全年节约财务费用 3.6 亿元以上。

在内部产品结构上，河北钢铁集团以“精品板材、钒钛制品、优质建材”三大系列为主导，从规格最薄的 0.17 毫米超薄精密冷轧板，到最厚的 700 毫米特宽特厚板，集团已经成为我国规模最大、品种最多、牌号齐全的专业化精品板材生产基地。如舞阳的宽厚板，筑起了 12 大系列、300 多个品种、400 多个厚度规格的名牌体系；以邯钢为代表的家电面板、汽车用板为代表的精品冷轧系列，挺进 20 多家国内外知名家电、汽车制造企业；承德钒钛的五氧化二钒、三氧化二钒、氧化钒、80 钒铁、50 钒铁等钒系列产品，占据全球市场的 8%、国内市场的 35%；在建材领域，集团也具备了年产 1700 万吨的棒材、线材、型材等能力。

表 2、河北钢铁主要钢材品种及应用

钢厂	产品	产品特点	应用案例
唐钢	板材	热轧板产品主要包括热轧普碳板卷、热轧低合金板卷、热轧汽车用钢等，其中热轧普碳板卷和热轧低合金板卷主要为建筑结构用钢，热轧汽车用钢主要用于汽车及其备件制作。 冷轧板产品包括冷轧薄板、镀锌板、彩涂板等，广泛应用于家电行业、摩托车行业、汽车制造业、建筑行业等。 中厚板产品包括中板、厚板及特厚板。其中，中板以船板为主，厚板和特厚板以机械加工用钢为主。	中厚板为韩国现代重工业株式会社等多家大型造船企业所采用。
	棒材	棒材产品主要包括螺纹钢和圆钢。螺纹钢主要用于建筑行业，广泛用于房屋、桥梁、道路等土建工程建设；圆钢可用于制作钢筋、螺栓，也可用于轴料、金属结构件、标准件、油井抽油杆、汽车、拖拉机等机械零件的制作。	三峡水力枢纽工程、黄河小浪底工程、北京中国大剧院工程、北京地铁工程、天津引滦入津工程和广深高速公路工程等。
	线材	主要包括工程及结构用线材、硬线、焊线及合金线材等。工程及结构用线材主要用于建筑行业及拔丝等，硬线主要用于生产预应力钢丝、制钉、钢绞线、钢丝绳等，焊线主要用于生产手工电弧焊焊芯、焊丝等，合金线材主要用于制作标准件及五金工具。	大型重点工程如长江三峡大坝、北京西客站、北京奥体工程等广泛采用。
	型材	主要包括角钢、矿用支撑钢、矿用工字钢、轻轨、槽钢等，广泛应用于工业建筑和金属结构，如厂房、桥梁、船舶、农机车辆制造、输电铁塔、运输机械，也可用于制作各种机械零件、农机配件和工具等。公司的矿用钢、轻轨产品被全国各大煤炭企业及高速公路隧道工程广泛采用	本公司生产的角钢被三峡电力输出工程、国家电网改造、西电东送等多个国家大型重点工程选用。
	板材	邯钢钢铁的热轧板产品包括热轧普碳板卷、热轧低合金板卷、热轧汽车用钢等。邯钢钢铁的冷轧板产品包括冷轧薄板、镀锌板、彩涂板、酸洗板等。	北京中央电视台新台址、上海市虹桥交通枢纽、广州大道北禺东西立交桥、澳门葡京大酒店工程、杭州湾跨海大桥等。
	邯钢	邯钢钢铁生产的棒材产品主要为螺纹钢与圆钢，用于制作各类建筑、机械构件，产品具有抗拉、抗压强度高、冷弯性能好、碳当量低、焊接性能良好等特点，邯钢钢铁生产的线材产品主要为高速线材，其产品具有成分稳定、有害元素低、钢质纯净度高、表面缺陷少、尺寸精度高等优点。	广泛应用于北京东方广场、长江三峡工程、核电站等国家重点工程。
承德钒钛	含钒合金钢	承德钒钛的含钒合金钢产品主要包括含钒螺纹钢筋、含钒低合金带钢、含钒机械用圆钢和含钒高速线材等。含钒螺纹钢筋主要用于钢筋混凝土建筑；含钒低合金热轧带钢主要用于焊接、高速公路护栏、各类汽车、集装箱、输电塔和铁路机车等方面，可以替代部分板材需求；含钒机械用圆钢用于制造较高强度的运动零件以及重型和通用机械的多种关键零部件；含钒高速线材可用于及拔丝、制钉等，主要用于建筑行业。	承德钒钛的“燕山”牌新Ⅲ级螺纹钢筋被应用于上海东方明珠电视塔、北京东方广场、长江三峡大坝等多个大型工程项目。

资料来源：华泰联合证券研究所整理，

注：承德钒钛的钒钛产品主要包括五氧化二钒、钒铁合金（50 钒铁和 80 钒铁）、钛精矿等。片状五氧化二钒是冶金工业中的主要合金和微合金添加剂；粉状五氧化二钒主要在合成氨工业中作为脱碳和脱硫催化剂使用，在石油化工行业中作为催化剂和制备含钒化合物的原料使用，还可作为印染和陶瓷的着色材料；钛精矿产品是钛白粉、高钛渣、海绵钛等下游钛产品生产的基础原料。钒铁合金是钢铁工业重要的合金添加剂，分为含钒 50%左右的钒铁即 50 钒铁和含钒 80%左右的钒铁即 80 钒铁。可提高钢的强度、韧性和焊接性能。

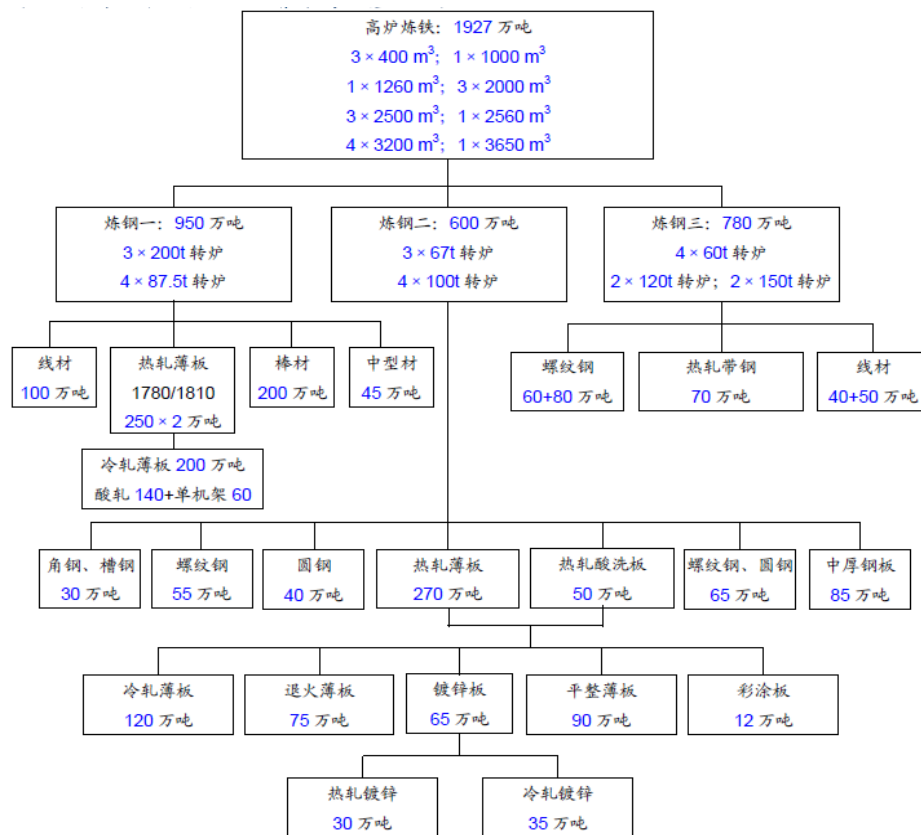
在外部销售模式上，公司采用经销商分销与直供终端用户相结合的销售方式进行产品销售，其中经销商分销采用网络协议户销售的方式，占全部销售量的 90%以上。实际操作中，由网络协议户按年度与公司签订网络户协议，明确每一年的资源量，客户根据该协议确定的资源量按月向公司提报需求计划，由公司根据此计划结合生产现状与客户签订供货合同，并在签订正式合同之前由客户预付全部货款，合同签订后公司将组织生产并按合同约定发货，于每月月底根据实际发货情况与客户进行结算，因此，公司财务风险低、需求相对稳定且提前可测，经营状况很大程度上取决于原材料和钢铁价格的波动。

综合上述，通过合理的优势资源互补，加强企业的经营管理，提高企业的产品结构水平，河北钢铁正逐步发挥自己的区位及政策优势，企业正实现可持续内生增长。

积极技术革新，符合装备现代化及节能减排要求

在装备现代化上，河北钢铁当前作为中国最大的粗钢生产企业，目前拥有 2000m³ 以上高炉 8 座、3200m³ 高炉 5 座，拥有 80 多项具有自主知识产权的核心技术，累计制定出 5 项国家产品标准，200 多个钢材品种替代进口，120 万吨新产品相继打入京沪高铁、大飞机制造等 60 多项国家重点工程。

图 12、河北钢铁产能明细情况



资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所整理

今年上半年，河北钢铁汽车用钢系列产品开发项目取得重大突破，研发的汽车板已获得长城、比亚迪、重汽等国内多家汽车公司的广泛好评，按照目前进展情况，集团有望将汽车面板研发由原来的 5 年缩减到 3 年。同时，河北钢铁集团的轿车轮毂用钢已成功应用于奥迪、红旗轿车轮毂；客运专线弹簧钢实现批量生产，成功应用于温福高铁、武石高铁、京沪站内线、河蚌线、成绵内线等线路。高端产品不断开拓，意味着河北钢铁集团的产品结构正在向高附加值、高科技含量转变。

在钢铁企业生产链条中，初级产品和初始生产环节，能耗、污染负担最重，产业链越末端的生产工序，比如轧钢等，污染、能耗负担越轻。在淘汰落后产能方面，河北钢铁先后积极前瞻性的拆除了当时尚不属于国家产业政策限期淘汰的 3 座 400m³ 级高炉，以及 3 台 60 m² 烧结机和 1 座 8 m² 竖炉、原三轧钢厂和电炉炼钢厂等落后产能和装备，淘汰落后产能 400 万吨，从源头上解决了企业能耗高、污染大的问题。

河北钢铁还建立了健全长效对标机制，长期开展铁前、炼钢、热轧、冷轧、中厚板、棒线材、能源综合利用等专题对标，2009 年该集团 15 项工序制造成本指标中有 7 项进入行业前 3 名，25 项主要技术经济指标中有 12 项进入行业前 3 名。例如通过对标挖潜，该集团 2009 年可比成本降低达 70 亿元以上。

在节能减排方面，河北钢铁集团下属的唐钢是行业的排头兵，2009 年唐钢全年二氧化硫排放量削减了 4200 吨，COD 排放量削减了 220 吨，至此均提前一年完成了“十一五”总量控制考核目标；各部位烟尘排放量均达到“十一五”控制标准，提前一年完成省政府下达的减排考核目标，同时吨钢综合能耗完成 580 千克标准煤，节省标准煤 12.8 万吨以上。

此外，值得重点关注的是自 9 月 3 日开始，河北省内各设区市、县(市、区)政府陆续对辖区内钢铁、焦化等高耗能高污染行业下达限产限电的通知。河北钢铁下属唐山、邯郸、承德三家分公司相继接到当地政府的的通知后，集团公司对各分公司的产量进行了调整。根据初步测算，三家分公司此次限产共导致公司 9 至 12 月份粗钢产量减少 150 万吨左右，占公司年计划粗钢产量的 6%，但对公司利润的影响目前尚无法估计。随着限产风暴的来临，河北钢铁集团调整了 9 月中旬钢材价格，9 月中旬线材上调 200 元至 4450 元/吨，盘螺上调 200 元至 4650 元/吨，螺纹钢上调 180 元至 4400 元/吨。

综合来看，随着下半年越刮越烈的节能减排风暴展开，受波及影响较重的多为中小型钢铁企业，而当地河北钢铁集团此类大型钢企因节能减排任务前期完成较好、自发电比例已在 60% 以上，不存在类似落后小企业那种的全面关停压力，更多只会配合地政策阶段性的减产，相反我们预计随着全国钢铁可供量的减少、四季度铁矿石价格成本的下降，河北钢铁的吨钢盈利将继续改善。

资源储备丰厚及优质资产注入，促进企业可持续发展

铁矿石储备数量庞大，资源优势明显

河北省矿产资源丰富，铁矿石产量多年居全国第一。冀东地区铁矿石、煤炭等矿产资源丰富，是我国三大铁矿带之一和著名的煤炭生产基地；承德地区钒钛资源丰富，高品位钒钛磁铁矿累计探明储量 2.6 亿吨，近年来新探明的低品位钒钛磁铁矿储量 80 亿吨；邯郸以及临近的周边地区还具有丰富的煤炭资源。

河北钢铁集团成立后，将原唐钢集团和邯钢集团所属矿山整合组建成立矿业有限公司，负责铁矿石采选加工。现有有直属矿山单位 10 个：大型全资铁矿 4 个（石人沟铁矿、棒磨山铁矿、庙沟铁矿、龙烟矿山），控（参）股铁矿 3 个（司家营铁矿、承钢天宝、宁城宏大），正在开发建设铁矿 3 个（中关铁矿、陈家窑铁矿、司家营二期），矿石储量约 10.37 亿吨，规划铁矿石资源储量 46.26 亿吨。

河北省政府表态今后河北省内矿产资源将优先配置给河北钢铁集团，公司作为河北钢铁集团下属唯一的钢铁主业上市平台，可以获得稳定的资源供应，且未来不排除矿业资产也有注入上市公司的市场预期。如 2010 年在唐山市滦南县探明储量达 10.44 亿吨的马城特大型铁矿，7 月 4 日河北省政府已同意以协议出让方式直接划拨给河北钢铁集团开发利用。马城铁矿位于滦南县的马城镇，矿区面积 29 平方公里，探明资源量达 10.44 亿吨，预测远景资源量还有 5 亿吨，矿石平均品位 35%。这是上世纪 80 年代以来，我国基本查明的单矿床规模最大的铁矿资源地。

河北钢铁新增储量中还有资源储量 3.5 亿吨的庆庄子矿区、3000 万吨的庙沟铁矿深度扩建项目、3400 万吨的红山铁矿及滦源地区有色、铁矿资源等。此外，河北钢铁继续通过对外投资、签署中长期供矿协议等多种方式锁定境外资源，提高资源掌控量，保证稳定的资源供应。公司在澳大利亚投资经营西澳洲皮尔巴拉地区津布巴铁矿，每年可为公司提供 350 万吨优质铁矿石，还与澳大利亚必和必拓、巴西淡水河谷和澳大利亚哈默斯利等供应商建立了战略合作关系。

我们看好河北钢铁的铁矿石资源储备，预计中短期铁矿石的供给矛盾难以完全解决，矿价将高位运行，拥有资源的公司未来会有更强的竞争力，因此我们相信公司可以获得更高的估值水平。

优质资产注入可期，将极大提升公司产品竞争优势

河北钢铁集团曾经在合并前做出承诺，在换股吸收合并完成一年内首先将河北钢铁集团所持舞阳钢铁股权和宣钢集团优质钢铁主业资产注入存续上市公司；换股吸收合并完成后三年内，集团将陆续把邯钢集团邯宝钢铁有限公司、唐山不锈钢有限责任公司相关股权也注入上市公司。

河北钢铁今年 6 月已公告拟向不特定对象公开发行不超过 38 亿股，募集资金不超过 160.15 亿元，用于收购邯宝钢铁集团持有的邯宝钢铁公司 100% 的股权。河北钢铁集团及其下属企业将以现金参与认购，认购股份数量合计不低于本次发行股份总数的 50%，增发价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司 A 股股票的均价。

表 3、河北钢铁拟注入上市公司资产情况

拟注入			
公司	生产规模	主要产品	价值分析
宣化钢铁	年产铁 650 万吨、钢 600 万吨、钢材 650 万吨，宣钢集团于 1996 年 12 月 30 日经批准改制为国有独资有限责任公司，注册资本为 18 亿元。	线材、螺纹钢、小型材、窄钢带及焊管	唐钢持有其 100% 的股权，为唐钢的全资子公司。宣钢优质资产有限，我们认为唯一亮点在于可通过淘汰落后产能等量换取新的设备或以低于市场预期价格注入上市公司。
舞阳钢铁	年产 300 万吨钢、260 万吨宽厚钢板，舞阳钢铁成立于 1998 年 4 月 2 日，注册资本 23.48 亿元。舞阳钢铁为邯钢集团的控股子公司，邯钢集团持有其 53.12% 的股权，邯钢钢铁持有其 8.05% 的股权。	厚板、特厚板	舞阳钢铁是钢铁业内公认的最好的特种中厚板生产企业，技术、品牌优势突出，是我国最大军工用中厚板生产基地，我国主战坦克所用钢板 80% 来自舞钢。舞钢宽厚板产品市场定位独特，直销比例高达 96%，盈利能力非常强，是中国首家宽厚板生产科研基地及生产类技术参数制定者，与日本川崎、美国卢肯斯、德国迪林根、法国阿塞洛并称五大具有世界影响的生产厂之一。河北钢铁集团通过子公司邯钢钢铁持有舞阳钢铁 53.12% 的股权，舞阳钢铁拥有 4200mm 和 4100mm 两条宽厚钢板生产线，具有年产钢 300 万吨、宽厚钢板 260 万吨、销售收入超百亿元的综合实力。
邯宝钢铁	邯宝公司成立于 2007 年 9 月，注册资本 120 亿元，年产 450 万吨高档热轧卷板，年产 170 万吨的冷轧卷板，成立时邯钢集团和宝钢集团各持有 50% 的股权。目前，邯钢集团已将宝钢集团所持邯宝公司股权全部收购并首先注入上市公司。邯宝新区是近年来钢铁业内公认的最好的钢铁项目之一，总投资 193 亿元。	热轧卷板、冷轧卷板（汽车面板、高档家电板）	2 座 3200m ³ 高炉（设计年产生铁 500 万吨）及 500 万吨常规热连轧生产线率先投产。2 座高炉的平均利用系数 2.2~2.4，每座高炉平均日产生铁 7500 吨左右，每天产铁水 12 炉（500~700 吨/炉）；高炉铁精粉入炉矿品位 60%~61%。炼钢系统包括 2 座 250 吨转炉，年产钢 520 万吨。特别值得一提的是邯宝新区有二次能源发电机组 8 套，年发电量 15 亿千瓦时，完全符合国家节能减排要求。热轧主要为 1 条 2250mm 常规热连轧生产线，总投资 39 亿元，由 2 架粗轧机、7 架精轧机组成，年设计产热轧板卷 500 万吨，与 CSP 热连轧相比，市场适应性更强，生产的产品主要有 SS400、船板、压力容器板、管线钢等。
唐山 不锈钢	年产铁 265 万吨、钢 300 万吨、材 300 万吨（其中 60 万吨为不锈钢），成立于 2003 年 9 月 27 日，注册资本 12 亿元。不锈钢公司为唐钢集团的控股子公司，唐钢集团持有其 71.25% 的股权。	热轧窄钢带、热轧卷板、不锈钢等	受太钢、宝钢、张家港浦项等不锈钢重点企业的当前已存在激烈市场竞争格局影响，唐山不锈钢成长空间有待观察。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

综合上述，按照集团公司的承诺，外延式重组预期值得期待，三年内不断有资产注入、兼并重组方面的亮点，特别是钢铁业内公认的优质资产邯宝新区、舞阳钢铁进入上市部分，将极大的提高公司内在价值。

内外兼修，公司具备可持续发展空间

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，具有一定的成本优势；邯钢钢铁高端产品占比较高，板材比能够达到 75%以上，高于唐钢股份和承德钒钛；承德钒钛的主营业务为钒产品、含钒低（微）合金钢产品和钛产品的生产、销售和开发等业务，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。通过优势互补，使得河北钢铁的重组效应得以显现。

邯钢钢铁的主要原材料铁矿石长期以来 70%以上依靠进口，而其地处内陆地区，离日照港、青岛港等港口较远，进口铁矿石到港后需要经过陆地运输，导致原材料成本相对较高，使其毛利率略低于唐钢股份，随着未来集团国产铁矿石自给比例的提高、邯宝新区高档板材的全面达产，将明显改善邯钢钢铁的盈利情况。

承德钒钛自 2007 年以来投产了一批新建项目，包括两座 2500m³ 高炉，是目前国内最大的钒钛磁铁矿冶炼高炉，承德钒钛在工艺操作、炉料配比等方面缺乏可以借鉴参考的经验。两座高炉投产以来，设备运行一直不够稳定，达到设计能力、喷煤比和入炉焦比等主要指标劣化。此外，两座高炉投产使承德钒钛产能快速扩大，而向承钢集团直接采购的焦炭等主要原燃料比例过低，外购量大，供应厂家较多，导致质量不稳定，运输和倒运损失较大。以上因素导致承德钒钛的生产成本上升，毛利率低于唐钢股份和钢铁行业平均水平。而随着公司兼并重组后原料统一采购、技术不断革新，承德钒钛的新高炉也将由设备调试期逐步进入稳定生产期，钒钛及相关产品盈利空间较大，该分公司的经营状况也改善可期，具备较好的成长性。

在新建项目方面，公司集中精力完成重点项目投资 176 亿元，确保邯钢新区二期等一批结构调整重点项目的建设进度。此外，河北钢铁集团还谋划了一批支撑企业长远发展的重点项目，加快了涞源等地矿产资源整合步伐，启动司家营铁矿二期和南区采选、石人沟铁矿三期、中关铁矿采选等矿山项目。

河北钢铁所在的华北地区包括北京、天津、河北、山西和内蒙古，经济较为发达，交通运输网络完善，是我国主要钢材消费市场之一。公司以华北地区为主要市场，距唐山（含曹妃甸港区和京唐港区）、天津港、秦皇岛港和日照港等港口较近，具有水路运输的优势，不仅减少了公司进口铁矿石的运输成本，也使公司的钢材产品除了在华北地区销售外，还销售到距离较远的华中、华南和华东等地区。

河北钢铁已整合原有三家上市公司的销售网络及营销体系，建立统一的销售部门北京销售总公司，集中制定营销策略和价格政策，合理划分销售地域，从而增强公司在区域市场上的定价能力，并有效避免的内部竞争，降低销售成本。

综合来看，在未来战略发展方面，河北钢铁正积极促使钢铁经营由粗加工向精加工转变，由低端产品向高端产品转变，由内地布局向沿海布局转变，由分散发展向集中发展转变，目标建成全国最大的优质建材基地、优质钒钛基地和精品板材基地，成为国内领先的现代化国际钢铁集团。

估值与投资评级

吨钢市值被明显轻算，公司具备较大的估值提升空间

以钢铁行业总市值前十名的钢铁上市公司作为参照，前十名的总市值约为 4115 亿元（2010.09.15），河北钢铁目前总市值约 274.38 亿元，排在宝钢、鞍钢、*ST 钒钛、武钢、太钢、马钢之后位列第七。其中，宝钢总市值约 1173 亿元位列第一，包钢、酒钢、本钢市值均在 200 亿左右位列河北钢铁之后。

在以上十家钢厂中，重要参照指标市净率 PB 以*ST 钒钛钒钛最高，为 3.10 位列第一；河北钢铁以 0.96 最低；其中，市值前十的钢铁上市公司平均 PB 为 1.52，河北钢铁的 PB 水平远低于平均指标，主要参考指标弹性隐现；另，宝钢、武钢、鞍钢同类大型钢厂的 PB 指标分别为 1.18、1.33、1.13。

图 13、可比上市公司市值情况

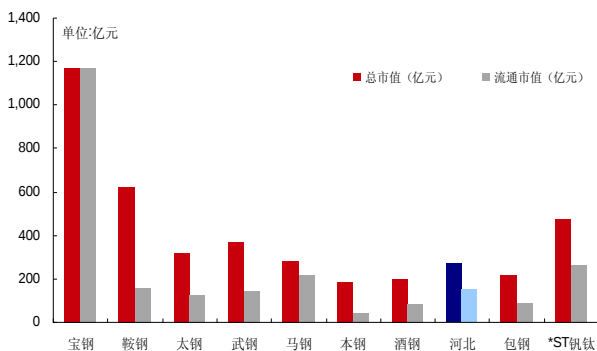
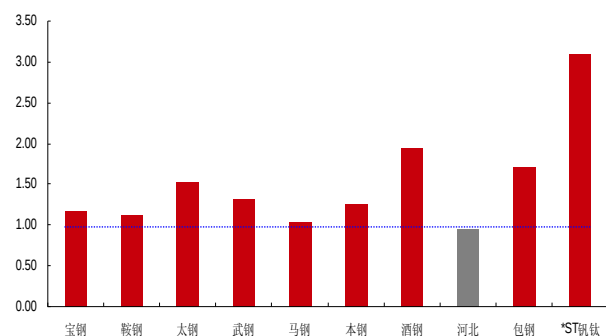


图 14、可比上市公司 PB 情况



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所整理

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所整理

以总市值/2010 年预计钢产量简单推算，当前总市值排名前十之中的 7 家主要钢铁上市公司的折合吨钢市值平均为 2647 元/吨，最高的为宝钢，约 4702 元/吨，最低的河北钢铁，仅 1061 元/吨，不到均值的 50%；对比参照当前普通热轧卷板、线螺产品现货产品价格均在 4000 元/吨以上衡量，显然在宏观调控的背景下，大多数钢铁公司价值已被严重低估。而吨钢市值在 1500 元以下，PB 在 1.0 倍以下的钢铁股具有明显的投资价值 and 较高的安全边际，市场对河北钢铁的认识亟待修正。

表 4、总市值前十名可比钢厂折合吨钢市值情况

钢厂	总市值	2010 年上半年钢产量	2010 年预计年产量=	总市值/2010 年预计产量=
2010.09.15	(亿元)	(万吨)	上半年产量*2 (万吨)	折合吨钢市值 (元/吨)
宝钢	1173.31	1248	2495	4702
鞍钢	618.58	1057	2114	2926
*ST 钒钛	477.02	NA	NA	NA
武钢	366.04	804	1608	2277
太钢	320.7	497	994	3226
马钢	281.07	695	1390	2022
河钢	274.38	1293	2585	1061

包钢	217.12	NA	NA	NA
酒钢	200.89	NA	NA	NA
本钢	185.65	489	978	1898
小计	3219.73	6082	12165	2647

资料来源：华泰联合证券研究所整理。

注：河北钢铁的 2010 年上半年产量为实际值，2010 年全年产量上表中为简单推算值，结合 9 月份以来河北地区的减产情况，预计河北钢铁全年实际钢产量将比计划量减少 6%，约为 2200 万吨左右，对应推算理论吨钢市值约为 1247 元/吨，仍处于可比公司中的最低水平。

此外，我们认为当前仍处于钢铁行业的周期底部区域，河北钢铁这类被政府重点关爱的大型国有钢铁企业具备极佳的发展良机 and 潜力。

以美国最大钢铁公司纽柯为例，2000 年开始美国钢铁工业开始出现回落，整个行业陷入低迷之时纽柯钢铁却积极大举买进，用超过 11 亿美元的价格兼并收购了 10 余家陷入困境同类对手，而其平均收购价不到原始正常价格的 20%。2003 年，由于大量钢厂被政策性关停，美国钢铁工业的供需平衡发生了改变，行业重新走出低谷，而此时已由做大向做强转变的纽柯钢铁的利润也从 2003 年的 6280 万美元上涨到了 2004 年近 11 亿美元，钢铁股不断下滑，但是纽柯的股价却在不断上扬，在奠定了巨无霸的地位的同时价值也得以体现。

我们认为在整个钢铁行业陷入困局低迷的时候，钢厂最终会出现分化，受到国家关爱、政策扶持的优势钢铁企业在恶劣的市场条件下才能平稳过冬，钢铁上市公司同样有许多潜在机会，一方面具备兼并重组预期的钢铁上市公司在过程中会刺激股价；另一方面，兼并方利用低价获得了新生产能力，结构和产品得以优化。资本市场最终会认识到行业市场的困局之后是会大举淘汰业内的落后产能，并将未来的市场份额留给这些实质性优势重组后的更具竞争力的企业。

投资评级

钢铁除了是国民经济建设中不可或缺的原材料，具备刚性需求特征外，产品的销售还具有较强的区域特性，河北钢铁区位优势突出、战略地位重要，对中国钢铁行业发展影响深远。

但考虑到当前公司价值被严重低估，吨钢市值不到 1500 元/吨，PB 水平仅 0.96，吨钢市值和市净率两项指标均远低于行业的正常水平；后续有舞阳钢铁和邯宝资产注入，这部分优质资产将极大优化提升上市公司产品结构和质量；且未来不排除其它承诺资产折价注入上市公司抑或铁矿石资产注入，再结合该公司区位、政策优势明显，因而应给予河北钢铁一定的估值溢价，因此，给予 PB 对应 1.1-1.5 倍 PB，我们首次予以“推荐”的投资评级，对应股价区间 4.48—6.11 元。

风险提示

(1) **政策性风险**。钢铁行业受国家政策调控影响十分直接，河北钢铁建材较高占比达到了 40%，目前国家仍有对房地产重拳调控的潜在可能，将直接影响到整个钢铁行业的终端需求变化，从而进一步影响企业盈利能力。

(2) **公司盈利能力与行业周期具备较强的相关性。**当前中国钢铁行业普遍盈利能力让铁矿石材料成本上涨所侵蚀，而河北钢铁的自有国产矿在 2010 年刚开始扩产，预计新开产量释放将最快仍需 2 年时间，公司中短期的依然面临着来自上游成本变动的压力。

盈利预测

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	45131	59443	71287	营业收入	87186	92692	105095	120700
现金	11789	11501	20094	26624	营业成本	81807	86774	98006	112474
应收账款	301	516	507	612	营业税金及附加	205	238	262	304
其它应收款	413	337	421	469	营业费用	499	432	527	591
预付账款	4865	5414	6019	6944	管理费用	2522	2247	2712	3052
存货	19039	17622	20872	23582	财务费用	1180	1610	1717	1826
其他	10744	9740	11530	13055	资产减值损失	-8	75	47	56
非流动资产	55582	55975	54351	52571	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1610	1338	1474	1406	投资净收益	189	182	185	184
固定资产	43072	47301	47688	46854	营业利润	1170	1499	2008	2580
无形资产	317	369	437	500	营业外收入	88	84	85	85
其他	10584	6967	4752	3812	营业外支出	151	112	125	121
资产总计	102734	101106	113795	123858	利润总额	1107	1471	1968	2544
流动负债	57791	51953	57960	61808	所得税	103	169	212	281
短期借款	21464	18684	18603	18126	净利润	1004	1301	1756	2264
应付账款	12858	11661	13915	15685	少数股东损益	60	121	143	193
其他	23469	21608	25442	27997	归属母公司净利润	944	1180	1613	2071
非流动负债	14859	18492	23979	28847	EBITDA	5598	7940	9318	10569
长期借款	9939	14325	19561	24513	EPS (元)	0.14	0.17	0.23	0.30
其他	4920	4167	4418	4334					
负债合计	72649	70445	81938	90655					
少数股东权益	1467	1588	1731	1925					
股本	6877	6877	6877	6877					
资本公积	15245	15245	15245	15245					
留存收益	6407	6977	8016	9173					
归属母公司股东权益	28617	29073	30125	31278					
负债和股东权益	102734	101106	113795	123858					

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	4172	6640	9172	9105
净利润	1004	1301	1756	2264
折旧摊销	3249	4831	5592	6163
财务费用	1180	1610	1717	1826
投资损失	-189	-182	-185	-184
营运资金变动	-1429	-1080	257	-989
其它	357	161	34	26
投资活动现金流	-8923	-5216	-3784	-4199
资本支出	9315	5607	3749	4374
长期投资	148	-271	136	-68
其他	540	119	101	107
筹资活动现金流	6418	-1712	3205	1623
短期借款	12874	-2780	-81	-477
长期借款	6934	4386	5236	4953
普通股增加	3251	0	0	0
资本公积增加	12868	0	0	0
其他	-29510	-3318	-1950	-2853
现金净增加额	1666	-288	8593	6529

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	51.1%	6.3%	13.4%	14.8%
营业利润	-51.6%	28.2%	34.0%	28.5%
归属于母公司净利润	-45.2%	25.0%	36.6%	28.4%
获利能力				
毛利率	6.2%	6.4%	6.7%	6.8%
净利率		1.1%	1.3%	1.5%
ROE	3.3%	4.1%	5.4%	6.6%
ROIC	4.0%	4.9%	6.2%	7.4%
偿债能力				
资产负债率	70.7%	69.7%	72.0%	73.2%
净负债比率	45.78%	48.76%	48.42%	48.64%
流动比率	0.82	0.87	1.03	1.15
速动比率	0.49	0.53	0.67	0.77
营运能力				
总资产周转率	1.21	0.91	0.98	1.02
应收账款周转率	153	163	151	157
应付账款周转率	9.30	7.08	7.66	7.60
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.14	0.17	0.23	0.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.61	0.97	1.33	1.32
每股净资产 (最新摊薄)	4.16	4.23	4.38	4.55
估值比率				
P/E	29.06	23.24	17.01	13.25
P/B	0.96	0.94	0.91	0.88
EV/EBITDA	9	7	6	5

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 $\pm 10\%$ 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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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@lhzq.com

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@lhzq.com