

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

资产注入年底有望启动，钢铁龙头整合效应开始显现

事件描述

我们于 18 日走访了河北钢铁，与公司管理层进行了深入的交流。

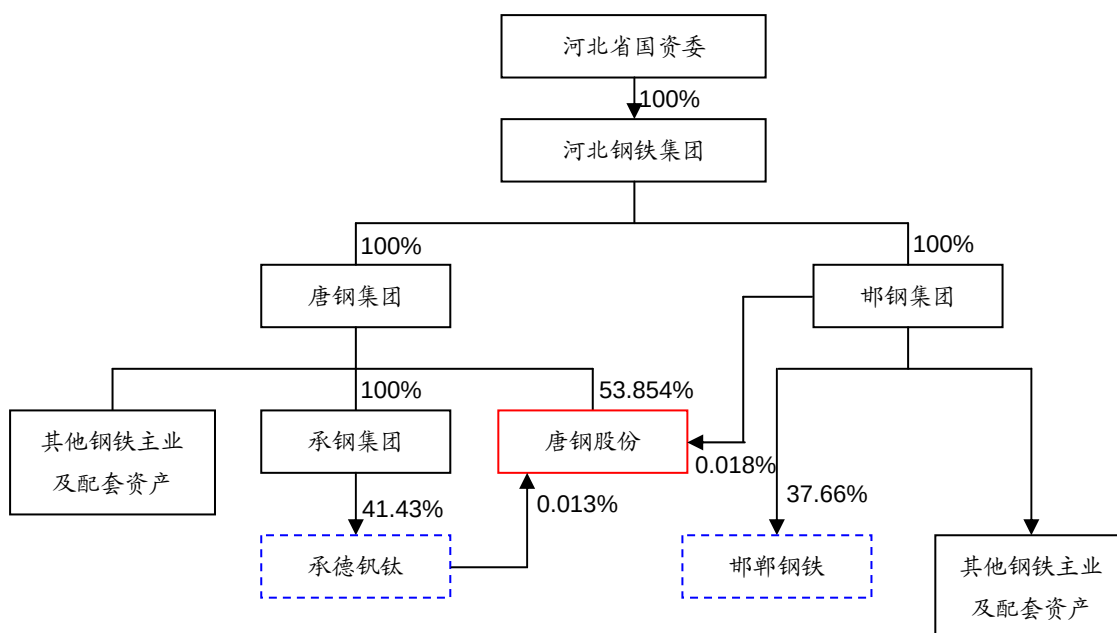
事件评论

第一，新河北钢铁成立后实现了采购和销售的统一

2009 年 12 月 10 日，证监会审批通过了唐钢股份吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛的资产重组计划，河北钢铁集团下属唐钢股份以换股方式吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛。

在换股吸收合并前，三家公司唐钢股份、邯郸钢铁及承德钒钛各自具有一定的比较优势，合并之后公司改名为河北钢铁。合并后的河北钢铁已经实现了采购和销售的统一管理，目前采购公司在石家庄，销售公司在北京。

图 1：河北钢铁集团成立后主要股权关系结构图



资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，合并后河北钢铁粗钢产能超过 2500 万吨，品种结构方面长材占比接近一半

✓ 公司目前粗钢产能合计超过约 2500 万吨；

其中唐钢约为 1200 万吨，邯钢约为 600 万吨，承钢约为 700 万吨。

表 1: 唐钢 2006-2008 年分产品产量统计

唐钢股份近三年产量	2006	2007	2008
生铁	922	935	1112
粗钢	1010	1084	1137
钢材	877	1041	1007
螺纹钢	216	192	209
线材	213	162	131
型材	47	47	47
热轧板	284	367	321
冷轧板	87	123	160
中厚板	27	144	136
其他	3	6	3

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 2: 邯钢 2006-2008 年分产品产量统计

邯郸钢铁近三年产量	2006	2007	2008
生铁	513.7	479	411.67
粗钢	640	600	602.42
钢材	546.8	562	560.86
螺纹钢	106	63	79
线材	45	65	50
热轧板	145	144	138
冷轧板	107	118	106
中厚板	139	172	178
其他	4	1	10

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3: 承钢 2006-2008 年分产品产量统计

承德钒钛近三年产量	2006	2007	2008
含钒低合金钢	275.16	402	390
含钒低合金钢材	263.43	365	371
——含钒二级螺纹钢	63.37	69	74
——含钒新三级螺纹钢	69.02	119	103
——四级螺纹钢			
——英标螺纹钢		18	18
高速线材	52.91	70	93
圆钢	20.25	15	18
含钒低合金热轧带钢	54	71	62.4
——含钒热轧窄带钢			60
——含钒热轧宽带钢			2.4

其他	3.88	3	2.6
钒渣	10.7	12	14.7
五氧化二钒	0.1451	0.1740	0.2812
钒铁			
——50 钒铁	0.5604	0.5470	0.4227
——80 钒铁	0.0125	0.0397	0.1293
钒产品合计	0.7180	0.7608	0.8332
钛精矿	2.36	2.8	4

资料来源：公司公告，长江证券研究部

✓ 分品种来看，长材产能占比接近一半；

1、唐钢：螺纹、线材与型材合计产能在 350 万吨左右；

2、邯钢：螺纹、线材合计产能约 200 万吨；

3、承钢：螺纹钢筋、高线及圆钢合计产能约 400 万吨。

表 4：河北钢铁产能统计

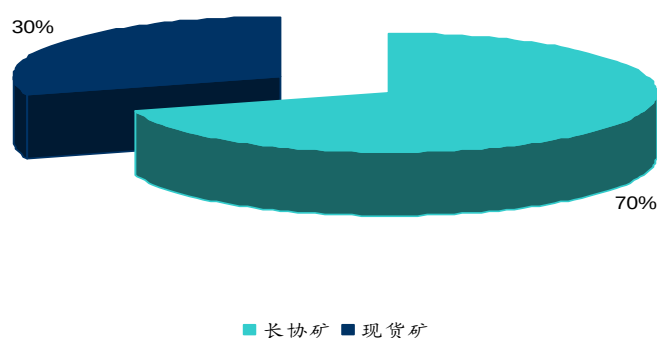
产能统计	炼铁	炼钢	备注
唐钢 1200 万吨	$2 \times 2500\text{m}^3$ 、 $2 \times 3200\text{m}^3$	$3 \times 150\text{t}$ (600wt) + $4 \times 50\text{t}$ (200wt)	
-中厚板分公司	$1 \times 1580\text{m}^3$ 、 $1 \times 1780\text{m}^3$	$2 \times 120\text{t}$ (260wt)	$2 \times 3.5\text{m}$ 轧机
邯钢 600 万吨	$1 \times 1000\text{m}^3$ 、 $2 \times 2000\text{m}^3$	$4 \times 120\text{t}$ (600wt)	
承钢 700-800 万吨	$3 \times 2500\text{m}^3$ 、 $1 \times 1260\text{m}^3$	1780 热轧 300 万吨，线棒 400 万吨 钒渣 30 万吨，月产 1.5 万吨	90%外销

资料来源：长江证券研究部

第三，公司长协矿占比约为 70%

公司目前长协矿占比约为 70%，其中唐钢占比 80-90%，邯钢 70%以上，承钢 20%左右。

图 2：公司长协矿占比约为 70%左右



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

集团目前拥有年产 500 万吨铁精粉的生产能力，并在努力扩大资源控制规模。集团计划，在十二五末达到年产 3500 万吨精矿。预计该目标有望提前实现。

第四，集团资产注入可能于年底启动

除正在进展中的邯宝外，集团资产宣钢、舞阳及不锈钢公司都将在将来逐步注入河北钢铁，随着后续资产的进一步注入，公司产能有望突破 3000 万吨。

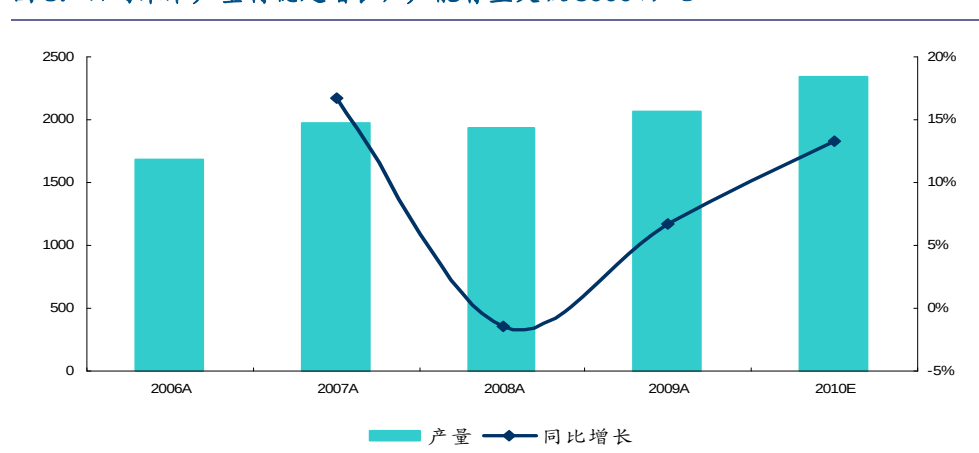
公司承诺资产注入可能将于年底启动。

表 5：吸收换股合并时承诺注入的资产

序号	拟注入资产/股权	拟注入时间
1	宣钢集团	本次换股吸收合并完成后一年内
2	舞阳钢铁	本次换股吸收合并完成后一年内
3	邯宝公司	本次换股吸收合并完成后三年内
4	不锈钢公司	本次换股吸收合并完成后三年内

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：公司未来产量将稳定增长，产能有望突破 3000 万吨



资料来源：公司公告，长江证券研究部

➤ 宣钢集团

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。宣钢集团为唐钢集团的全资子公司。宣钢集团的主要产品为线材、螺纹钢、小型材、窄钢带及焊管。2008 年宣钢集团生产各类钢材产品 520 万吨，其中大部分产品与存续公司产品类似，存在同业竞争关系。

➤ 舞阳钢铁

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，邯钢集团持有其 8.05% 的股权。

舞阳钢铁的主要产品为厚板和特厚板，包括低合金高强度板、碳素结构板、合金结构板、桥梁板、建筑结构板、造船及海洋采油平台板、锅炉及压力容器板等十三大系列，规格为厚 8~650mm、宽 1000~4020mm、长 3000~27000mm，主要用于国防军工、船闸板和重大技术装备项目等。2008 年度舞阳钢铁钢材产量约 250 万吨。存续公司生产的中厚板厚度为 8~120mm、宽 1700~3200mm，主要用于建筑、机械和造船。舞阳钢铁的部分产品与存续公司存在同业竞争关系。

➤ 不锈钢公司

不锈钢公司成立于 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。不锈钢公司的主要产品为热轧窄钢带和热轧卷板。2008 年不锈钢公司生产热轧窄钢带 104 万吨、热轧卷板 39 万吨，与存续公司的该类产品规格和用途类似。不锈钢公司与存续公司存在同业竞争关系。

第五，维持“中性”评级

暂不考虑未来资产注入的影响，预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.22 元和 0.27 元，维持“中性”评级

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	87186	121534	135116	156423	货币资金	11789	12153	13512	15642
营业成本	81807	113327	126053	145489	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5379	8207	9062	10934	应收账款	715	876	974	1128
% 营业收入	6.2%	6.8%	6.7%	7.0%	存货	19039	26325	29281	33795
营业税金及附加	205	286	318	368	预付账款	4865	6782	7544	8707
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	372	523	582	673
销售费用	499	729	811	939	流动资产合计	47152	61122	67971	78560
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2522	3524	3918	4536	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	长期股权投资	1610	1610	1610	1610
财务费用	1180	1454	1297	1180	投资性房地产	13	13	13	13
% 营业收入	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	固定资产合计	53444	51610	49621	47597
资产减值损失	-8	34	21	33	无形资产	317	301	286	272
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	189	0	0	0	递延所得税资产	174	9	5	8
营业利润	1170	2179	2697	3878	其他非流动资产	25	25	25	25
% 营业收入	1.3%	1.8%	2.0%	2.5%	资产总计	102734	114690	119531	128085
营业外收支	-63	0	0	0	短期贷款	23319	18927	16484	13994
利润总额	1107	2179	2697	3878	应付款项	22194	30694	34141	39405
% 营业收入	1.3%	1.8%	2.0%	2.5%	预收账款	10803	15070	16754	19396
所得税费用	103	545	674	970	应付职工薪酬	431	565	629	726
净利润	1004	1634	2023	2909	应交税费	-1187	33	40	54
归属于母公司所有者的净利润	944.2	1516.5	1877.1	2699.3	其他流动负债	2232	3050	3392	3915
少数股东损益	60	118	146	209	流动负债合计	57791	68340	71440	77491
EPS (元/股)	0.14	0.22	0.27	0.39	长期借款	9939	9939	9939	9939
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	4172	8053	7131	8070	其他非流动负债	4920	4920	4920	4920
取得投资收益	104	0	0	0	负债合计	72649	83199	86299	92349
收回现金					归属于母公司	28617	29906	31502	33796
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1467	1585	1731	1940
固定资产投资	-9205	-1615	-1751	-1864	股东权益	30084	31491	33232	35736
其他	282	0	0	0	负债及股东权益	102734	114690	119531	128085
投资活动现金流净额	-8923	-1615	-1751	-1864	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	54	0	0	0	EPS	0.137	0.221	0.273	0.393
银行贷款增加 (减少)	8018	-4391	-2443	-2490	BVPS	4.16	4.35	4.58	4.91
筹资成本	1546	-1682	-1579	-1585	PE	28.48	17.73	14.32	9.96
其他	-3200	0	0	0	PEG	0.68	0.42	0.34	0.24
筹资活动现金流净额	6418	-6073	-4022	-4075	PB	0.94	0.90	0.85	0.80
现金净流量	1666	365	1358	2131	EV/EBITDA	8.64	6.14	5.14	3.93
					ROE	3.3%	5.1%	6.0%	8.0%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。