

## 审慎推荐-B (维持)

## 河北钢铁 000709.SZ

目标估值: 9.00-10.00 元

当前股价: 4.50 元

2011年6月1日

### 增发方案通过 集团整合进入快车道

#### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2743      |
| 总股本(万股)    | 687678    |
| 已上市流通股(万股) | 375551    |
| 总市值(亿元)    | 309       |
| 流通市值(亿元)   | 169       |
| 每股净资产(MRQ) | 4.3       |
| ROE(TTM)   | 4.7       |
| 资产负债率      | 70.6%     |
| 主要股东       | 唐山钢铁集团有限责 |
| 主要股东持股比例   | 27.0%     |

#### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 1  | 16 | 9   |
| 相对表现 | 7  | 21 | 1   |



#### 相关报告

#### 张士宝

0755-83734778  
zhangsb@cmschina.com.cn  
S1090511040020

#### 研究助理

#### 黄星

0755-82943245  
huangxing@cmschina.com.cn

河北钢铁增发收购邯宝方案通过, 邯宝注入将完善公司产品结构, 提升盈利能力, 进一步扩大生产经营规模。预计公司对应 10 年、11 年的 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元, 维持“审慎推荐-B”投资评级。

- **国内建筑钢材龙头公司:** 河北钢铁是我国上市公司中产销量最大之一, 是国内建筑用钢绝对产量最大的上市公司, 建筑用钢在京津地区占有约 70% 市场份额, 在建筑用钢产能利用率超过 100% 及旺季来临时, 公司利润对建筑用钢价格变化业绩敏感性最大。
- **铁矿与钢铁主业资产注入预期成为公司股份最大的催化剂。** 河北钢铁换股吸收成立时曾承诺: 自 2010 年起 1 年内将舞钢、宣钢注入上市公司, 3 年内将邯宝、唐钢不锈等钢铁主业资产注入上市。邯宝增发已经获批, 根据我们前期调研所得, 邯宝 2011 年 1 季度盈利 1.5 亿元, 开始进入收获期。增发承购后舞钢、宣钢注入步伐将加快, 从避免同业竞争角度及资本市场接受意愿看, 将集团铁矿与钢铁主业资产搭配注入可能性很大。河北钢铁集团目前掌握 50 多亿 t 铁矿, 其中 27 亿 t 已取得采矿权, 至“十二五”末的 2015 年年产铁精粉 3500 万 t, 河北钢铁上市公司自给率超过 40%。
- 钒钛“十二五”规划即将出台成为公司产销收入及盈利增长的重要一极。
- 河北钢铁整体上市后协同效应进一步发挥, 将大幅提升公司业绩。
- 中国钢铁景气逐步步入景气, 河北淘汰落后钢铁产能加速推进, 在提高产业集中度同时, 将令河北钢铁区域垄断优势加强, 盈利能力大幅提高。
- **估值与投资建议:** 不考虑邯宝注入及铁矿和舞钢、宣钢注入, 我们预计 2011、2012 年河北钢铁 EPS 分别为 0.33 元、0.45 元, 鉴于公司吸收合并后所做的钢铁主业资产及铁矿注入的预期, 我们给予公司“强烈推荐-A”的投资评级, 目标价 9~10 元, 对应目前每股净资产 4.35 元 PB 为 2.07~2.30 倍。
- **风险提示:** 钢价波动、资产注入时间及方式不及预期均会对公司业绩及股价产生负面影响。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2009  | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 87186 | 116919 | 115627 | 121216 | 133338 |
| 同比增长      | 51%   | 34%    | -1%    | 5%     | 10%    |
| 营业利润(百万元) | 1170  | 1639   | 2823   | 3859   | 4667   |
| 同比增长      | -52%  | 40%    | 72%    | 37%    | 21%    |
| 净利润(百万元)  | 944   | 1411   | 2239   | 3076   | 3728   |
| 同比增长      | -45%  | 49%    | 59%    | 37%    | 21%    |
| 每股收益(元)   | 0.14  | 0.21   | 0.33   | 0.45   | 0.54   |
| PE        | 36.4  | 24.4   | 15.4   | 11.2   | 9.2    |
| PB        | 1.2   | 1.2    | 1.1    | 1.0    | 1.0    |

资料来源: 招商证券

1. 截止到目前，公司舞阳、宣化、邯宝盈利情况不错，根据我们前期调研所得，其中邯宝 2011 年一季度利润 1.5 亿元。

邯宝项目分两期建设。一期工程包括综合原料场、焦炉、烧结机、链篦机回转窑、高炉、转炉、精炼炉、连铸机、2250 毫米热轧生产线等，于 2006 年 4 月正式开工，2008 年 10 月完工并投产，年可生产热轧卷板 450 万吨；二期工程建设具有世界先进水平的 2130 毫米冷轧生产线，年产 215 万吨高端板材，于 2008 年 11 月正式开工，2010 年底建成投产。邯宝公司一期热轧生产线的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、超低碳钢、管线钢等，二期冷轧生产线的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。邯宝公司一期热轧生产线投产以来，产品销往北京、天津、河北、山东、河南、江苏、上海、浙江、湖北、湖南、陕西、广东等省市。

2. **河北省对河北钢铁铁矿资源支持力度较大。**河北省 2010 年规定对河北省内新发现大中型以上铁矿优先给河北钢铁集团。河北钢铁集团子公司河北钢铁集团矿业公司 2008 年 9 月成立。2010 年矿业公司产铁精粉 566 万 t，实现 13 亿元净利。其中司家营铁矿分四期建设，建成后年产铁精粉 2800 万 t，一期露天开采年产铁精粉 256 万 t，二期年产铁精粉 500 万 t。至“十二五”期末河北钢铁集团铁精粉年产量 3500 万 t，意味着河北钢铁十二五资本性支出一半在铁矿山上，铁矿品位 28%~34%，其中邯郸中关铁矿品位 40%。河北钢铁集团目前拥有铁矿资源 50 多亿 t（近 60 亿 t），远景储量 70 多亿 t，其中有采矿权证的铁矿资源储量 50 多亿 t。采矿权证 12~15 元/t。
3. **河北钢铁集团积极在海外投资铁矿山。**河北钢铁集团在非洲赞比亚、南美智利、澳洲的澳大利亚均有铁矿山投资，近期公司已在智利签了 4.56 亿 t 35% 品位铁矿协议。
4. **唐钢换股吸收合并邯钢时曾承诺：**舞钢、宣化钢铁公司在未来（2010 年开始）1 年内注入河北钢铁股份公司，邯宝、唐钢不锈钢公司 3 年内注入。在公司增发 38 亿股将邯宝钢铁收购进入上市公司后，预计舞钢宣钢注入时点业已日益接近，2010 年底公司前公司已受托管理宣化钢铁集团有限责任公司 100% 股权及舞阳钢铁有限责任公司 53.12% 股权。
5. **2010 年产销实绩与 2011 年产销计划。**河北钢铁目前具备年产 2600 万吨粗钢产能。2010 年实现生铁、粗钢、钢材产量分别为 2492 万 t、2524 万 t、2401 万 t；2011 年生铁、粗钢、钢材产量计划分别为 2627 万 t、2522 万 t、2429 万 t，其中钢材 2011 计划同比 2010 年实绩增 1.17%，公司产品结构以棒材、板材为主，其中板材产销量比重超过建材（棒材）。2010 年公司钢材 2401 万 t 主要构成为：螺纹钢 530 多万 t、线材 270 多万 t、型材 60 多万 t、中厚板 400 万 t、热轧 700 万 t、冷轧 380 万 t。

表 1: 河北钢铁铁钢材 2010 年产量实绩及 2011 年产量计划

| 名称  |        | 生铁     |      |        | 粗钢     |      |        | 钢材     |      |               | 增幅 |
|-----|--------|--------|------|--------|--------|------|--------|--------|------|---------------|----|
| 万 t | 10 年计划 | 10 年实际 | 11E  | 10 年计划 | 10 年实际 | 11E  | 10 年计划 | 10 年实际 | 11E  | ( 2011/2010 ) |    |
|     |        | 2492   | 2627 |        | 2524   | 2522 | 2266   | 2401   | 2429 | 1.17%         |    |

资料来源: 公司年报, 招商证券整理

6. 河北钢铁 2011 年利润目标与 2010 年基本持平。根据我们测算, 目前河北钢铁钢材利润较薄, 只有品种钢较赚钱, 热轧售价 5000~6000 元/t (其中管线较赚钱), 冷轧售价 7000 元/t (冷轧个别品种较赚钱)。

7. 河北钢铁集团概况。目前具备 5000 多万 t/年产能, 2010 年以 5200 万吨粗钢产量排名全球第 2 大钢铁集团。河北钢铁集团参股 12 家民营企业 10% 股权, 这 12 家公司与河北钢铁集团关系是协作与同盟关系, 向河北钢铁集团支付管理费, 河北钢铁集团采用“渐进式股权收购”实现参股。上述 12 家民营钢企具有 3000 万 t/年产能, 有些公司只有轧材, 其中河北敬业具有 1100 多万 t/年产能, 2010 年产量只有 600 多万 t。

河北钢铁集团未来规划产能不再扩张, 主要进行结构调整优化升级及工序之间的填平补齐, 如通过技改, 邯钢型材拆除新上轧材。

8. 河北钢铁“十二五”规划定位在钢铁、资源、金融、物流、机械等 5 大板块。河北钢铁集团已控制铁矿资源 50 多亿 t, 远景储量 70 多亿 t, 加上智利 4.56 亿吨, 铁矿石资源总储量 75 亿 t 左右。金融控股财达证券, 全国有 90 多家营业部, 2010 年实现净利 10 多亿元, 居国内券商前 25 位。机械托管宣工, 原是国内最大的推土机械制造商, 现在屈居第二。

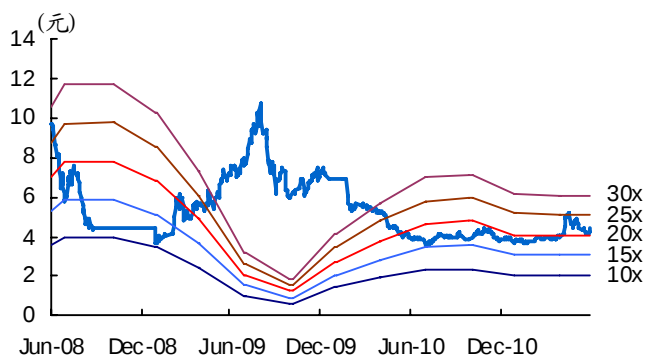
9. 从河北省的钢铁“十二五”规划可以看出, 全国钢铁产能过剩将得以根本性改观。河北省内钢铁十二五规划再扩产不多, 除了河北钢铁集团不扩产, 其他钢铁企业“十二五”扩张钢铁产能也不多。河北省里有 7 个工作组在全省跟踪调查, 省长、省委书记亲自挂帅督查。建设小高炉 (500~1000m<sup>3</sup>) 钢厂 3 个月左右可以建设完成, 若高炉焖炉 1 年后不能开炉。同时, 银行也不给民营钢铁企业扩充钢铁产能再贷款, 因为除了企业经营风险导致银行收不回贷款外, 政策风险也较大, 没有银行敢冒国家严控钢铁产能而“顶风作案”给民营钢企贷款。2009 年河北省曾要求至 2010 年底, 河北钢铁产能从 1.2 亿吨淘汰至 0.8 亿 t, 现在看这一目标落空, 据估算河北省钢铁产能 2 亿 t 左右, 河北省党政一把手对淘汰落后钢铁产能态度坚决、措施严厉。大家对未来几年河北钢铁产能控制情况可持乐观态度。

10. 结合当前钢铁及资本市场环境, 舞钢、宣钢公司盈利水平尚难达到上市公司水平, 将铁矿分步与钢铁资产搭配注入上市公司是公司履行唐钢换股吸收合并成立河北钢铁上市公司所做承诺的最佳选择, 不排除 A+H 股上市融资的可能。河北钢铁集团铁矿注入上市公司原有几套方案, 集团根据市场需求要定调很快, 在今年 6 月邯宝注入完成后, 铁矿注入方案将提速。

11. 钒钛“十二五”规划预计在今年上半年推出, 对河北钢铁形成实质性利好。据悉, 承德钒钛矿山总储量有 80 亿吨, 钒钛远景储量及可开采量较大。公司最大竞争对手攀钢, V<sub>5</sub>O<sub>2</sub> 总储量 1862 万 t, 占世界总储量 11.6%, 占中国总量的 52%; TiO<sub>2</sub> 总储量 6.18 亿 t, 占世界总储量的 35%, 占中国总储量的 95%。公司 2010 年 V<sub>5</sub>O<sub>2</sub> 产量 1 万 t/年。

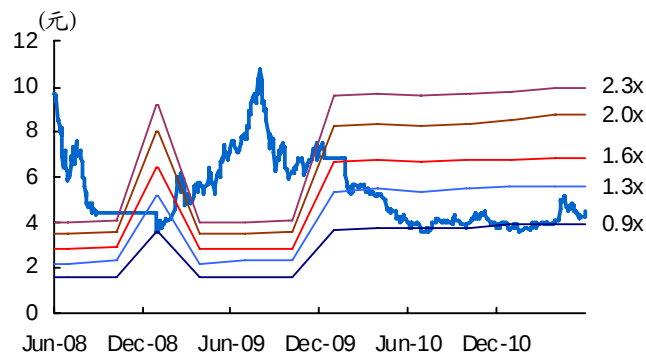
12. 钢铁需求及钢价的判断：谨慎乐观。董秘李总对钢铁需求不担心，因为就业稳定第一位，这几年换届，经济不会大起大落，保障房建设、城镇化、工业化及产业结构转型带来的钢铁需求没问题，5月下旬钢材价格仍可能稍涨些。且河北钢铁在京津地区建筑用钢占70%份额，享有一定程度的区域垄断定价优势，2009年7月河北钢铁曾在国内最早将螺纹钢价调到5050元/t。

图 1：河北钢铁历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：河北钢铁历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | 47152         | 45884         | 48316         | 51677         | 50068         |
| 现金             | 11789         | 5274          | 5460          | 6780          | 4050          |
| 交易性投资          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应收票据           | 10372         | 11454         | 13755         | 14420         | 13334         |
| 应收款项           | 301           | 396           | 555           | 776           | 853           |
| 其它应收款          | 413           | 461           | 456           | 478           | 525           |
| 存货             | 19039         | 22406         | 21327         | 22185         | 24025         |
| 其他             | 5237          | 5894          | 6764          | 7039          | 7280          |
| <b>非流动资产</b>   | 55582         | 59054         | 62779         | 64093         | 56612         |
| 长期股权投资         | 1610          | 1841          | 1610          | 1610          | 1610          |
| 固定资产           | 43072         | 45540         | 60220         | 61539         | 54794         |
| 无形资产           | 317           | 348           | 257           | 231           | 208           |
| 其他             | 10584         | 11325         | 692           | 713           | 0             |
| <b>资产总计</b>    | <b>102734</b> | <b>104938</b> | <b>111095</b> | <b>115770</b> | <b>106679</b> |
| <b>流动负债</b>    | 57791         | 58188         | 65737         | 66657         | 49041         |
| 短期借款           | 21464         | 20024         | 22144         | 21399         | 1983          |
| 应付账款           | 12858         | 13414         | 16043         | 16689         | 18201         |
| 预收账款           | 10803         | 11797         | 13904         | 14463         | 15774         |
| 其他             | 12666         | 12954         | 13645         | 14106         | 13084         |
| <b>长期负债</b>    | 14859         | 15773         | 13254         | 13373         | 13373         |
| 长期借款           | 9939          | 10799         | 9939          | 9939          | 9939          |
| 其他             | 4920          | 4973          | 3315          | 3434          | 3434          |
| <b>负债合计</b>    | <b>72649</b>  | <b>73961</b>  | <b>78991</b>  | <b>80030</b>  | <b>62414</b>  |
| 股本             | 6877          | 6877          | 6877          | 6877          | 6877          |
| 资本公积金          | 15245         | 15245         | 15245         | 15245         | 15245         |
| 留存收益           | 6407          | 7395          | 8962          | 11116         | 13725         |
| 少数股东权益         | 1467          | 1546          | 1659          | 1820          | 2017          |
| 母公司所有者权益       | 28606         | 29252         | 31084         | 33237         | 35847         |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>102734</b> | <b>104938</b> | <b>111095</b> | <b>115770</b> | <b>106679</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E   |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| <b>经营活动现金流</b> | 4172          | 1749          | 17659         | 11881         | 14233   |
| 净利润            |               | 1411          | 2239          | 3076          | 3728    |
| 折旧摊销           |               | 6164          | 7248          | 7480          | 7146    |
| 财务费用           |               | 1764          | 1638          | 1578          | 2488    |
| 投资收益           |               | (329)         | (150)         | (50)          | (50)    |
| 营运资金变动         |               | (4927)        | 6528          | (433)         | 485     |
| 其它             |               | (2334)        | 156           | 231           | 437     |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(8923)</b> | <b>(6128)</b> | <b>(9771)</b> | <b>(8805)</b> | 290     |
| 资本支出           |               | (11800)       | (9800)        | (8800)        | (240)   |
| 其他投资           |               | 5672          | 29            | (5)           | 530     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 6418          | (1882)        | (7888)        | (3076)        | (22973) |
| 借款变动           |               | 2895          | (4070)        | (745)         | (19417) |
| 普通股增加          |               | 0             | 0             | 0             | 0       |
| 资本公积增加         |               | 0             | 0             | 0             | 0       |
| 股利分配           |               | (423)         | (672)         | (923)         | (1118)  |
| 其他             |               | (4354)        | (3146)        | (1409)        | (2438)  |
| <b>现金净增加额</b>  | 1666          | (6261)        | 0             | 0             | (8450)  |

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

| 单位：百万元           | 2009  | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>      | 87186 | 116919 | 115627 | 121216 | 133338 |
| 营业成本             | 81807 | 108570 | 106955 | 111257 | 121337 |
| 营业税金及附加          | 205   | 184    | 347    | 364    | 267    |
| 营业费用             | 499   | 583    | 661    | 693    | 762    |
| 管理费用             | 2522  | 4501   | 3353   | 3515   | 3867   |
| 财务费用             | 1180  | 1764   | 1638   | 1578   | 2488   |
| 资产减值损失           | (8)   | 7      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益         | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益             | 189   | 329    | 150    | 50     | 50     |
| <b>营业利润</b>      | 1170  | 1639   | 2823   | 3859   | 4667   |
| 营业外收入            | 88    | 65     | 50     | 50     | 50     |
| 营业外支出            | 151   | 40     | 100    | 100    | 100    |
| <b>利润总额</b>      | 1107  | 1664   | 2773   | 3809   | 4617   |
| 所得税              | 103   | 180    | 416    | 571    | 693    |
| <b>净利润</b>       | 1004  | 1484   | 2357   | 3238   | 3924   |
| 少数股东损益           | 60    | 73     | 118    | 162    | 196    |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 944   | 1411   | 2239   | 3076   | 3728   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.14  | 0.21   | 0.33   | 0.45   | 0.54   |

主要财务比率

|                | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 51%   | 34%   | -1%   | 5%    | 10%   |
| 营业利润           | -52%  | 40%   | 72%   | 37%   | 21%   |
| 净利润            | -45%  | 49%   | 59%   | 37%   | 21%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 6.2%  | 7.1%  | 7.5%  | 8.2%  | 9.0%  |
| 净利率            | 1.1%  | 1.2%  | 1.9%  | 2.5%  | 2.8%  |
| ROE            | 3.3%  | 4.8%  | 7.2%  | 9.3%  | 10.4% |
| ROIC           | 3.4%  | 4.4%  | 5.8%  | 7.0%  | 12.2% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 70.7% | 70.5% | 71.1% | 69.1% | 58.5% |
| 净负债比率          | 32.4% | 32.8% | 28.9% | 27.1% | 11.2% |
| 流动比率           | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.8   | 1.0   |
| 速动比率           | 0.5   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.8   | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 1.2   |
| 存货周转率          | 6.1   | 5.2   | 4.9   | 5.1   | 5.3   |
| 应收帐款周转率        | 187.9 | 335.4 | 243.2 | 182.2 | 163.7 |
| 应付帐款周转率        | 9.3   | 8.3   | 7.3   | 6.8   | 7.0   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.14  | 0.21  | 0.33  | 0.45  | 0.54  |
| 每股经营现金         | 0.61  | 0.25  | 2.57  | 1.73  | 2.07  |
| 每股净资产          | 4.16  | 4.25  | 4.52  | 4.83  | 5.21  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.06  | 0.10  | 0.13  | 0.16  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 36.4  | 24.4  | 15.4  | 11.2  | 9.2   |
| PB             | 1.2   | 1.2   | 1.1   | 1.0   | 1.0   |
| EV/EBITDA      | 79.3  | 46.3  | 37.8  | 34.3  | 31.0  |

## 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。

**张士宝：**招商证券首席钢铁研究员、证券分析师，新财富钢铁行业最佳分析师。上海财经大学管理学硕士、江西财经大学经济学学士（会计学专业），会计师，中国期货从业资格。宝钢8 年工作经验，撰写过国家发改委委托的专题《2006 年中国钢铁产业地图》。

**黄星：**经济学硕士，2009 年加盟招商证券。

## 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。