

研究员：印晓明 执业证书编号：S0570510120001

☎ 025-84784691 ✉ yxmwwq@sina.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4086

河北钢铁(000709)

短期等待邯宝注入，长期关注河钢矿业

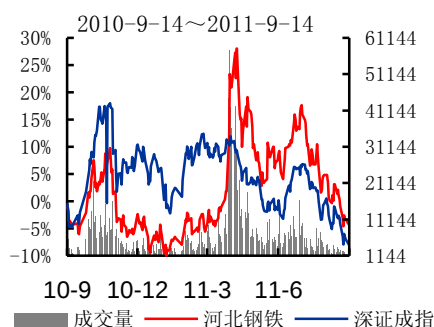
投资评级：推荐(维持)

钢铁 II

当前价格(元): 3.89

目标价格(元): 4.40

股价走势图



相关研究

1《河北钢铁(000709): 业绩有提升 未来看邯宝》2011. 4

2《河北钢铁(000709): 业绩符合预期》2010. 8

3《河北钢铁(000709): 成长中的巨人》2010. 7

投资要点:

◆ 公司重组完成之后，目前钢材总产能超过 2700 万吨，集团其他钢铁资产将陆续注入公司，预计公司钢铁产能 2012 年将超过 3000 万吨，“十二五”期末将超过 5000 万吨，位居上市公司第一。

◆ 公司上半年吨钢均价 5514 元，吨钢成本 5157 元，吨钢毛利 357 元，毛利略低于行业均值。三项费用率 5.12%，位居行业较高水平。随着公司整合的深入，旗下唐钢、邯钢和承钢协同效应逐步发挥，预计未来几年公司费用控制将能逐渐赶上规模相当的宝钢、武钢等。

◆ 司家营一期今年上半年实现净利润 5.52 亿元，归属于河北钢铁的投资收益约 1.79 亿元，贡献了归属于母公司净利润的 22.35%，和以往年份相比，铁矿石业务的净利润贡献创出新高，对于目前公司两头受挤的炼钢业务来说，司家营一期盈利贡献增加无异于雪中送炭。

◆ 邯宝增发距结束时间仅剩 2 个月，公司目前正在全力推进增发事宜，预计将按计划顺利完成。收购邯宝后公司吨钢净利约 78 元，提高 13%，EPS 将出现小幅下滑。增发虽然短期降低公司业绩，但注入资产的高盈利能力将有利于公司长远发展。另外集团公司旗下河钢矿业掌握铁矿石资源量超过 40 亿吨，未来资产注入非常值得期待。

◆ 唐钢转债 2012 年底到期，公司将积极推进转股，预计未来公司将向下修正转股价同时可能推出相应资产注入计划以提振股价。

◆ 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.26 元、0.27 元、0.29 元。公司目前 PB 仅为 0.88，PE 为 15 倍。鉴于邯宝增发价不低于每股净资产及公司目前较低的估值水平，给予“推荐”评级，目标价 4.40 元。

公司基本资料

总股本(万)	687678.10
流通 A 股(万)	375550.99
52 周内股价区间(元)	3.63-5.54
总市值(亿)	267.51
总资产(亿)	1064.40
每股净资产(元)	4.40

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	1169.19	1253.23	1317.87	1362.92
+/-%	34.10	7.19	5.16	3.42
净利润(百万)	1410.83	1779.10	1890.00	2024.75
+/-%	47.80	26.10	6.23	7.13
EPS(元)	0.21	0.26	0.27	0.29
P/E	18.52	14.96	14.40	13.41

一、存续资产-炼钢资产协同效应尚待挖掘

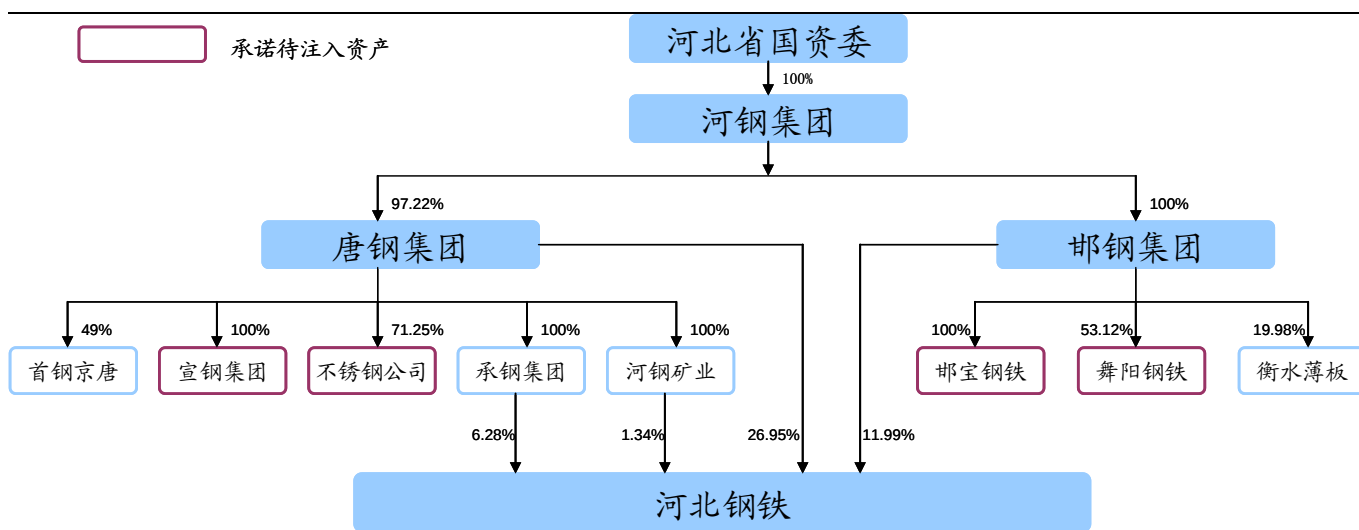
1.1 钢铁资产三合一，协同效应空间巨大

1.1.1 三合一打造钢铁巨人

为整合河北省钢铁产业，提升河北省钢铁行业竞争力，2008 年 6 月，河北钢铁集团成立，主要资产为唐钢集团和邯钢集团。河北钢铁集团是当前国内最大、全球第二的特大型钢铁集团，仅次于安赛乐米塔尔公司，产量位居国内钢铁集团第一。

2010 年初，集团旗下三家上市公司唐钢股份、邯钢钢铁和承德钒钛合并为河北钢铁股份有限公司，成为河北钢铁集团下属唯一的钢铁主业上市公司。重组完成之后，河北钢铁集团仍然是上市公司的间接控股股东。为了解决同业竞争，集团承诺宣钢集团、邯宝钢铁、舞阳钢铁和不锈钢公司将陆续注入上市公司。

图 1：河北钢铁股权结构

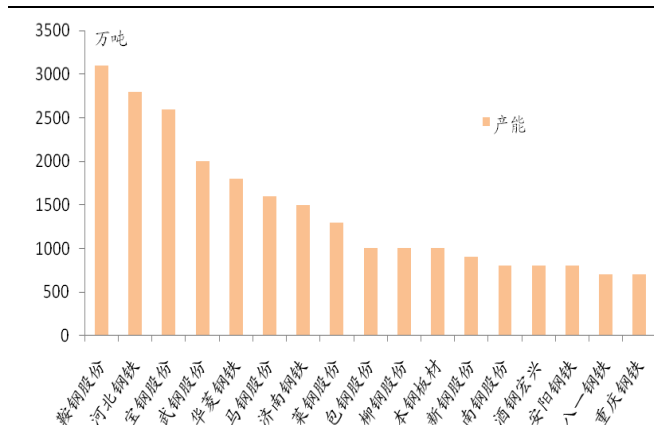


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

目前公司主要钢铁资产为唐钢股份和唐钢中厚板、邯钢股份和承德钒钛。总产能超过 2700 万吨，暂时位于鞍钢股份之后，位居第二，其中长材约 1000 万吨，板材约 1550 万吨，型材约 150 万吨。集团长期规划陆续将其他钢铁资产注入到上市公司，预计公司钢铁产能 2012 年将超过 3000 万吨，十二五期末将超过 5000 万吨，届时公司钢铁产能将跃居第一。

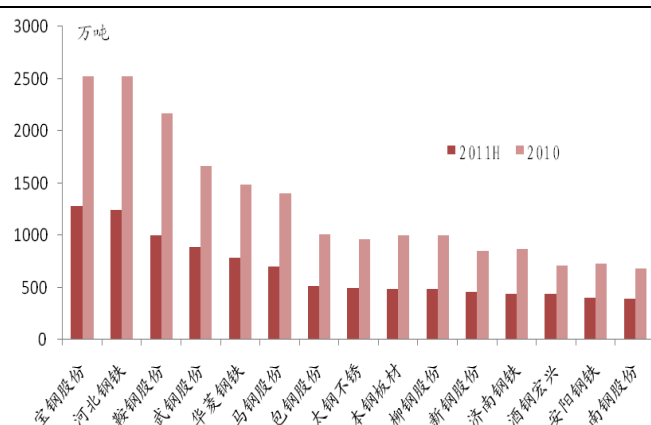
2011 年上半年生产粗钢 1244 万吨，与宝钢相比，差距甚微，预计随着邯宝钢铁的注入，公司钢材产量将一举超过宝钢股份。公司在积极的外延式扩张的同时，也在不断的挖掘内部协同效应，目标建成全国最大的优质建材基地、精品板材基地和钒钛制品基地，成为国内领先的现代化国际钢铁上市企业。

图 2：河北钢铁产能暂居第二



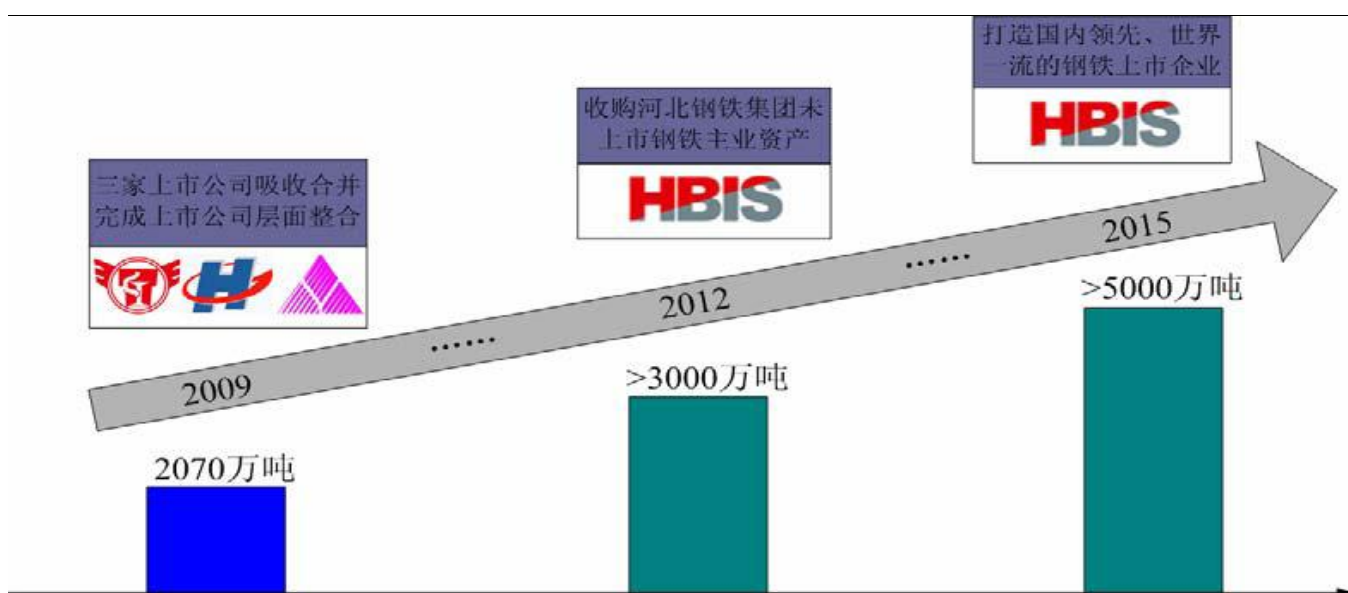
资料来源：华泰证券研究所

图 3：河北钢铁产量仅次于宝钢



资料来源：华泰证券研究所

图 4：河北钢铁未来发展目标



资料来源：华泰证券研究所

钢铁行业产能过剩较严重，近几年国家对于钢铁行业落后产能淘汰的力度不断加大，从我们与上市公司的交流情况来看，公司目前设备已经不存在落后产能，存续资产的产能较为稳定。唐钢及中厚板公司产能有长材 330 万吨、板材 690 万吨，型材 130 万吨；邯钢产能有长材 330 万吨，板材 450 万吨；承钢产能有长材 375 万吨，板材 405 万吨；另外承钢还有 3.2 万吨钒产品和 8 万吨钛产品产能。公司的长材以棒材和高线为主；板材中热轧占据半壁江山，中厚板其次，冷轧较少；型材仅仅在唐钢有少量产能。钒产品以五氧化二钒、50 钒铁、80 钒铁为主，钛产品主要为钛精矿。

表 1: 公司主要炼钢设备

钢铁资产	高炉炼铁	转炉炼钢	长材	板材	其他
				酸洗热轧 100 万吨	
唐钢及唐 钢中厚板	3200m ³ × 2、2000 m ³ × 2、1580 m ³ × 1、1780 m ³ × 1	150T × 2、 120T × 3、55T × 4	高线 130 万吨 棒材 200 万吨	3500mm 中板线 240 万吨 冷轧 200 万吨 镀锌板 135 万吨 彩涂板 15 万吨	型材 130 万吨
邯钢	3200m ³ × 1、2000 m ³ × 2、1000m ³ × 1	120T × 2、 100T × 4	线棒 190 万吨 重轨 140 万吨	中厚板 180 万吨 CSP 热轧 270 万吨	
承钢	2500 m ³ × 3、1260 m ³ × 1、450 m ³ × 1	150T × 2、 120T × 2、 100T × 2	高线 100 万吨 棒材 275 万吨	670 中宽带 65 万吨 1780 热轧 340 万吨	钒产品 3.2 万吨 钛产品 8 万吨

资料来源：华泰证券研究所

表 2: 公司产能及产量最新情况

钢铁资产（万吨）	炼铁产能	炼钢产能	长材产能	板材产能	型材产能	钢材产量
唐钢及唐钢中厚板	1220	1300	330	690	130	1066
邯钢	700	800	330	450	-	667
承钢	800	800	375	405	-	677
合计	2720	2900	1035	1545	130	2410

资料来源：华泰证券研究所

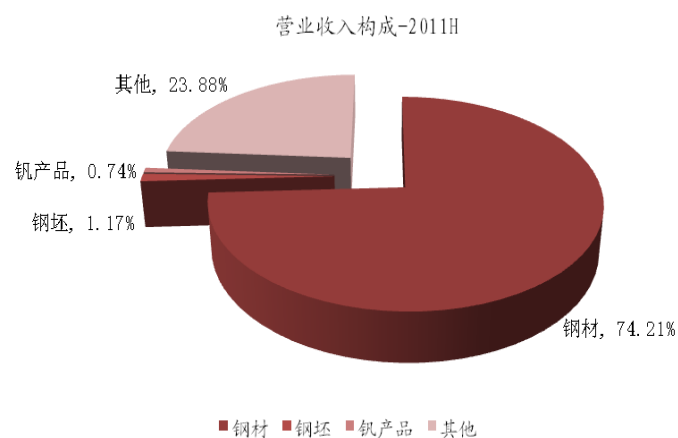
1.1.2 钢铁资产盈利稍弱，协同效应空间巨大

➤ 营业收入以钢材为主

公司钢铁为主业，2010 年钢材类产品营业收入 906 亿元，占营业总收入的 77.50%，今年上半年钢材类产品实现营业收入 509 亿元，占营业总收入的 74.21%，与去年相比略有下降；钢坯和钒产品营业收入占比较小，2010 年营业收入占比分别为 2.50%和 0.75%，今年上半年占比分别为 1.17%和 0.74%。公司主要经营收入来源为钢铁，钒产品虽然有一定产能，但由于近期需求不足同时公司产能有限，营业收入贡献很小。

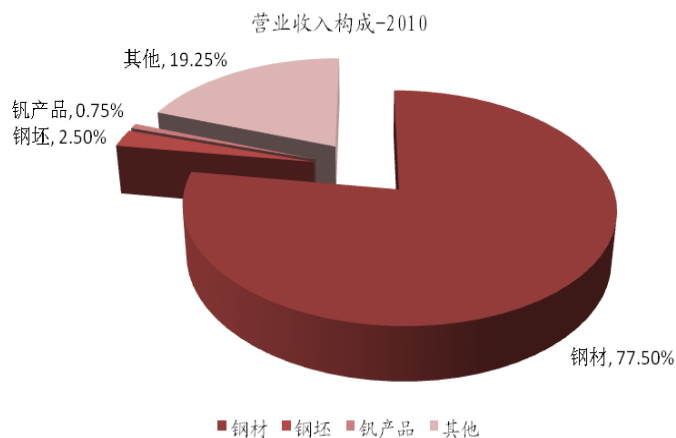
今年上半年，长材类产品和板材类产品需求分化较为严重，公司钢材 1/3 左右为长材，2/3 左右为板材，由于板材下游的汽车需求大幅降低，板材价格上涨乏力，对公司业绩产生一定负面影响，预计下半年汽车需求或将好转，板材盈利有望走出低谷。

图 5: 公司营业收入构成—2011H



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图 6: 公司营业收入构成—2010

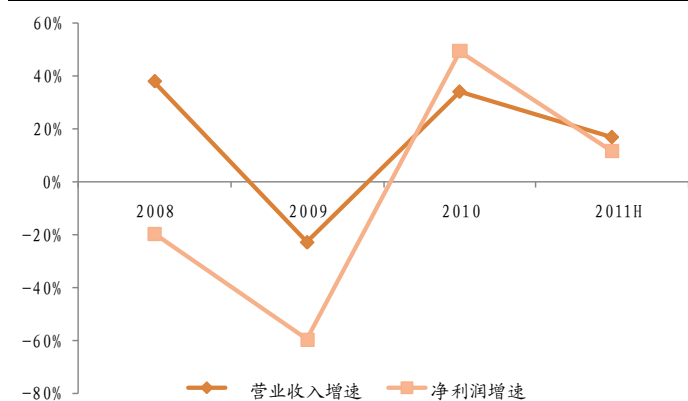


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

➤ 收入增长较为稳定, 钢材毛利持续低位

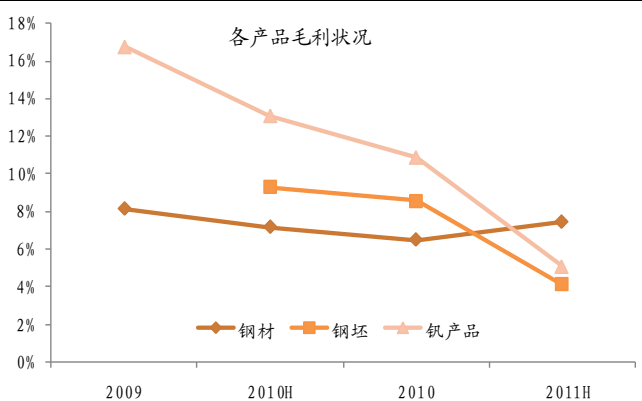
河钢营业收入近几年呈现较稳定的增长, 特别是 2010 年重组完成之后, 收入与利润均实现增长, 但从以往的业绩来看, 净利润增速在大多数年份都低于收入, 主要原因是钢铁行业上游成本压力较大所致。钢材产品毛利率长期在 10% 以下, 今年上半年钢材毛利率略有回升, 但仍然只有 7.42%, 仅仅为行业均值附近, 钒产品近两年价格波幅很大, 毛利下降明显, 预计未来几年会有回升, 但钒产品比例较小, 贡献有限。

图 7: 公司收入与利润增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图 8: 钢材毛利持续低位



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

➤ 协同效应尚待挖掘, 费用较高拖累吨钢净利

截止今年 8 月底, 钢铁行业中报披露完毕, 数据显示整体行业毛利率仍然很低, 我们统计了具有代表性的普钢行业的 14 家上市公司, 目前平均毛利率为 6.94%, 净利率 1.54%。河钢的毛利和净利水平均低于行业均值, 与规模相当的宝钢、武钢、鞍钢相比也处于落后状态。根据我们测算, 公司上半年吨钢均价 5514 元, 吨钢成本 5157 元, 吨钢毛利 357 元, 毛利水平略低于行业均值。公司三项费用率 5.12%, 位于行业中较高水平, 公司主要费用为管理费用, 其中占比较大的为员工薪酬、修理费和技术开发费。

我们认为：

- ◆ 公司作为大规模国企，承担较大的社会责任，具有国企一贯的员工负担重的特点。
- ◆ 公司刚刚整合完毕，内部人员安置及设备修理工作必然造成费用增加，随着时间推进将逐渐降低。
- ◆ 构成管理费用主要部分的技术开发费，从中长期来看，将对公司成长有利。

随着公司整合的不断深入，旗下唐钢、邯钢和承钢的协同效应将逐步发挥，预计未来几年公司费用控制水平将能逐渐赶上规模相当的宝钢、武钢等。

表 3：公司高费用降低吨钢净利水平

2011H	产量 (万吨)	吨钢售价 (元/吨)	吨钢成本 (元/吨)	吨钢毛利 (元/吨)	吨钢净利 (元/吨)	吨钢费用 (元/吨)	毛利率	净利率	三项费用
宝钢股份	1276	8698	7864	834	417	295	9.59%	4.80%	3.39%
本钢板材	488	4928	4421	508	122	380	10.30%	2.48%	7.72%
武钢股份	887	5730	5286	444	139	243	7.75%	2.42%	4.25%
南钢股份	396	4842	4433	408	148	256	8.44%	3.06%	5.29%
八一钢铁	318	4410	4042	368	122	211	8.34%	2.78%	4.78%
鞍钢股份	1002	4624	4264	360	14	314	7.79%	0.31%	6.78%
河北钢铁	1244	5514	5157	357	69	283	6.47%	1.25%	5.12%
包钢股份	509	4310	3988	322	72	183	7.47%	1.68%	4.24%
莱钢股份	333	6853	6561	292	60	216	4.26%	0.87%	3.16%
济南钢铁	438	3796	3527	269	5	253	7.08%	0.12%	6.67%
安阳钢铁	400	4309	4047	262	18	227	6.09%	0.43%	5.27%
马钢股份	699	6173	5941	232	53	163	3.77%	0.86%	2.65%
新钢股份	457	4365	4133	232	50	174	5.31%	1.14%	3.97%
华菱钢铁	788	4809	4590	219	-28	230	4.56%	-0.57%	4.78%
均值		5240	4875	365	90	245	6.94%	1.54%	4.86%

资料来源：华泰证券研究所

1.2 司家营铁矿一期盈利贡献巨大

1.2.1 上游压力仍然严峻

根据我们了解，公司目前炼钢成本的主要部分仍然为铁矿石和煤炭，占比达到 70%，其中铁矿石、铁精粉和铁合金分别占成本的 21%，16%和 5%，合计占比达到 42%左右；焦炭和煤炭分别占成本的 19%和 9%，合计占比为 28%。从钢铁行业的整体情况来看，铁矿石进口依存度超过 50%，价格受制于人，仍然是国内钢企利润低的主要原因，焦煤资源虽然也较紧缺，但中国是煤炭大国，与铁矿石相比压力较小。

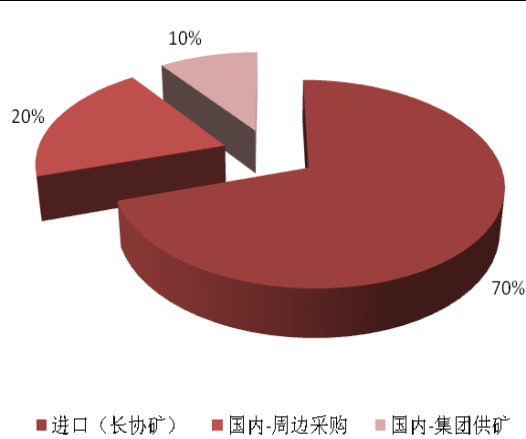
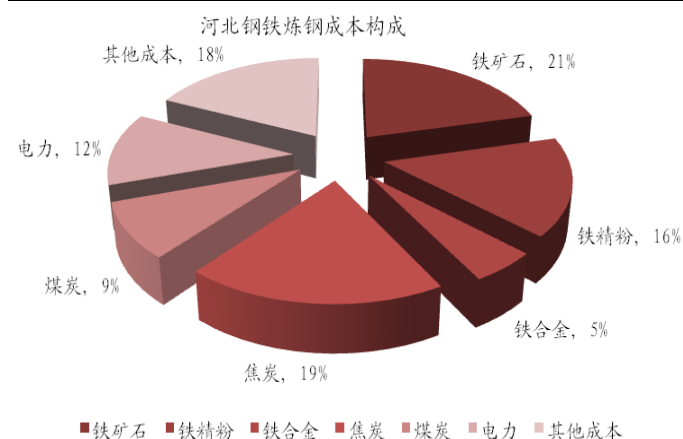
河钢集团的主要铁矿石资源目前集中在河钢矿业，2010 年河钢矿业产铁精粉 564 万吨，目前河钢矿业的铁精粉供给集团炼钢使用，但对集团整体的铁精粉需求而言是远远不够的，自给率在 10%左右。公司的铁矿石 70%左右依靠进口，全部为长期协议矿，其中唐钢占比 80-90%，邯钢 70%以上，承钢 20%左右。邯钢的铁矿石长期以来 70%以上依靠进口，其地处内陆地区，离日照港、青岛港等港口较远，铁矿石到港后需经陆地运输，导致成本相对较高，毛利率略低于唐钢。承德钒钛内购铁矿石大部分购自周边地区，公司掌握铁矿石量较

小，也不利于公司控制成本及铁矿石质量。

河钢集团正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。随着未来集团国产铁矿石自给比例的提高，公司成本控制能力将进一步增强。

图 9：河北钢铁炼钢成本构成

图 10：河北钢铁铁矿石主要依靠进口



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司的进口铁矿石基本都为长协矿，自从 2010 年初进口铁矿石长协改为季度定价之后，铁矿石价格一路上涨，今年三季度长协价一度高于现货矿，出现倒挂。根据力拓三季度的报价 2.7234 美分/千吨度计算，目前 62%品位的澳洲粉矿长协 FOB 价为 168.85 美元，算上海运费 10 美元，目前的到岸价约 179 美元，与现货矿价格相当。根据季度定价规则，四季度协议价将以 6 月、7 月和 8 月的均价为基准，根据我们测算，四季度力拓定价基准在 2.66 美分/千吨度左右，对应 62%品位的澳洲粉矿长协 FOB 价约 165 美元，较三季度略有下降，公司成本压力稍缓，但是考虑到目前的现货价格仍然在一路走高，预计明年一季度公司成本压力依然严峻。

表 4：力拓长协矿 FOB 价

力拓长协矿 FOB 价	美分/千吨度				美元/吨（62%品位）	
	粉矿	涨幅%	块矿	涨幅%	粉矿	块矿
2010 年一季度	97	-	112	-	60.14	69.44
2010 年二季度	193.68	99.67	217.68	94.36	120.08	134.96
2010 年三季度	236.59	22.16	265.91	22.16	146.69	164.86
2010 年四季度	205.13	-13.30	230.55	-13.30	127.18	142.94
2011 年一季度	220.87	7.67	248.24	7.67	136.94	153.91
2011 年二季度	276.38	25.13	310.63	25.13	171.36	192.59
2011 年三季度	272.34	-1.46	301.09	-3.07	168.85	186.68

资料来源：华泰证券研究所

1.2.2 矿山盈利雪中送炭

公司主要资产除了钢铁资产以外，最重要的资产是对河钢矿业一期的股权投资，2009 年之前公司持股

45%，在 2009 年底公司股权被稀释，目前持股 32.51%。

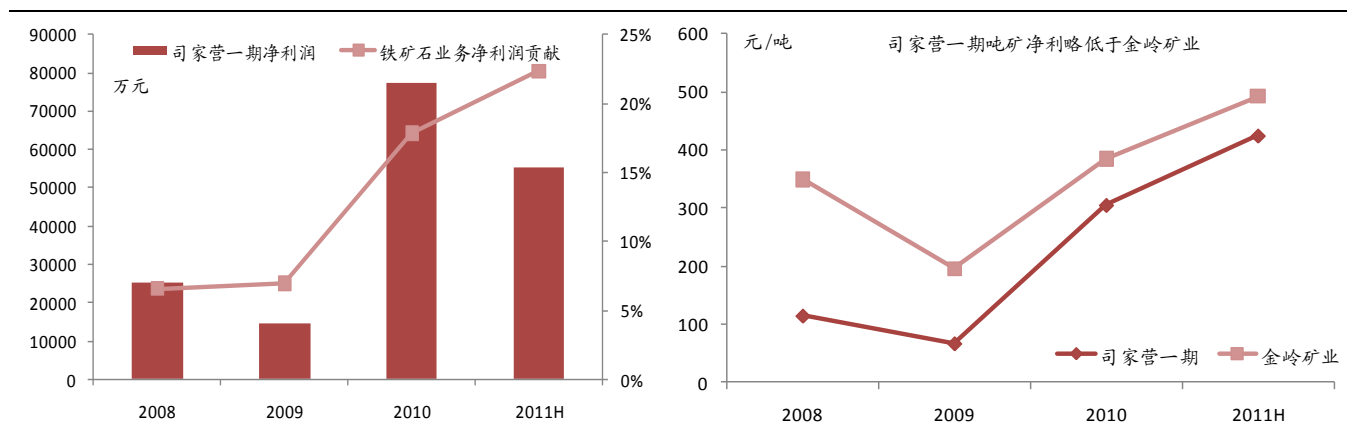
司家营铁矿是冀东铁矿区的重要组成部分，属鞍山式沉积变质铁矿床。矿区范围占地 36 平方公里，南北长 10 公里，以 S6 勘探线（平青大）为界被分为南北两区，南区长 6KM，北区长 4KM。根据目前的地质勘探报告，矿区资源保有储量 23 亿吨（北区 8.9 亿吨、南区 14 亿吨），其中上部氧化矿 3.2 亿吨，深部磁铁矿 20 亿吨，平均品位 30% 以上。整个司家营铁矿和司南铁矿区铁矿石资源总储量超过 36 亿吨，占河北省已经探明铁矿资源总储量的一半以上。

目前司家营矿区建设已经开展到四期，公司目前控股的河北钢铁集团滦县司家营铁矿有限公司即是司家营一期工程，一期设计规模为年采选铁矿石 700 万吨，生产铁精矿 254 万吨，2008 年已经达产，目前铁精粉产能为 254 万吨。

司家营一期今年上半年实现净利润 5.52 亿元，归属于河北钢铁的投资收益约 1.79 亿元，贡献了归属于母公司净利润的 22.35%，和以往年份相比，铁矿石业务的净利润贡献创出新高，对于目前公司两头受挤的炼钢业务来说，司家营一期盈利贡献增加无异于雪中送炭。

图 11：铁矿石投资收益净利润贡献不断提高

图 12：司家营一期吨矿净利仅略低于金岭矿业



资料来源：华泰证券研究所

资料来源：华泰证券研究所

我们估计今年上半年司家营一期产铁精粉约 130 万吨，据此估算，司家营一期吨矿净利约 424 元，目前铁矿石上市公司中盈利状况最好的金岭矿业上半年吨矿净利约 495 元。经过对 2008 年以来吨矿盈利状况的对比，我们发现虽然司家营一期品位较金岭矿业低不少，但盈利状况仅仅略低，司家营一期的盈利状况较好主要得益于其良好的费用控制。我们认为从中长期来看，公司的此项股权投资将对公司整体的业绩的稳定起到关键作用。

二、待注入资产-邯宝时间紧迫、河钢矿业值得期待

2.1 钢铁资产注入正在推进

公司在 2010 年初进行三合一重组之时就承诺将唐钢和邯钢的存续钢铁资产陆续注入到上市公司中，从目前的进度来看，邯宝钢铁的注入工作已经在紧锣密鼓的进行中，宣钢和舞钢已经进入托管，预计在邯宝

注入之后也将进入流程。不锈钢公司的注入还没有启动迹象。

表 5: 公司承诺注入资产及进展

拟注入资产/股权	拟注入时间	进展
宣钢集团	换股吸收合并完成后一年内	已托管
舞阳钢铁	换股吸收合并完成后一年内	已托管
邯宝公司	换股吸收合并完成后三年内	注入中
不锈钢公司	换股吸收合并完成后三年内	尚未启动

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

► 邯宝注入时间紧迫

邯宝公司的主要产品为热轧卷板和冷轧卷板，目前已经具备年产 450 万吨高档热轧卷板的产能，冷轧板的 2130 生产线目前已经投产，产能约 215 万吨，公司目前的板材规格主要是热轧板厚度 1.2~25.4mm，宽度 900~2130mm；冷轧板厚度 0.3~2.5mm，宽度 900~2080mm。邯宝公司的板材生产工艺较为先进，产品质量较好，可用于汽车面板、高档家电板等。邯宝 2008-2010 年净利润分别为-3.65 亿元、2.7 亿元和 3.4 亿元。从我们了解的情况来看，邯宝板材定位高端，主要是定点供应，汽车板直供长城、奥迪、北汽等，管材目前销售也不错。今年以来的盈利能力较好，上半年年盈利 3 亿左右，预计今年全年能够实现盈利约 6 亿元。

表 6: 邯宝钢铁设备状况

工序	设备	产能（万吨）
原料场	机械化 x 1	1000
炼焦	42 孔 7m 焦炉 x 4	210
烧结	360m ² 烧结机 x 2	726
炼铁	3200m ³ 高炉 x 2	500
炼钢	250T 转炉 x 2	520
钢材生产线	2250mm 热连轧机	50
	2130 酸洗冷轧生产线	215
	连续退火生产线	100
	2030mm 镀锌生产线	45
	1650 镀锌生产线	35

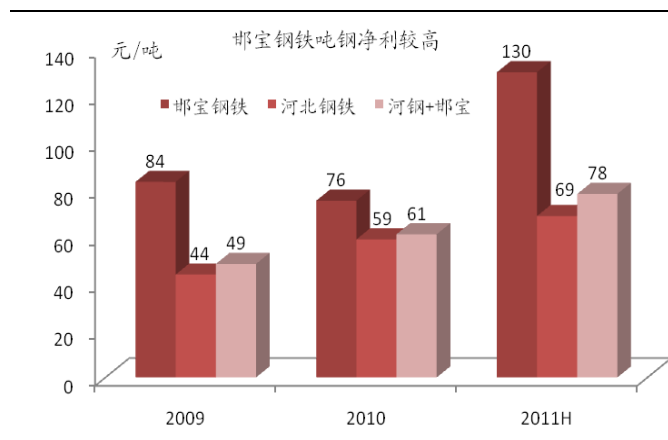
资料来源：华泰证券研究所

公司拟增发不超过 38 亿股，募集资金不超过 160.15 亿元收购邯宝钢铁，于 2011 年 5 月 30 日收到证监会核准。预计公司增发价格将不会低于每股净资产，中报显示目前公司每股净资产为 4.4 元，按照 160 亿元的募集资金预测，将公开发行人股本约 36.36 亿股。按照 2011 年上半年邯宝钢铁 3 亿元净利润的预测，邯宝钢铁产钢约 230 万吨，吨钢净利约 130 元，而上半年河北钢铁吨钢净利约为 69 元，按照我们预计的增发价格及股本，收购邯宝之后的新河钢吨钢净利约为 78 元，较原先河钢的吨钢净利水平提高约 13%。

EPS 方面，2011 年上半年河北钢铁 EPS 为 0.12 元，按照邯宝上半年 3 亿元的净利润，和增发 36.36 亿的对应股本，邯宝的 EPS 为 0.08 元，收购完成之后，新河钢的 EPS 将出现小幅下滑，上半年对应 EPS 约 0.11 元。我们认为增发虽然在一定程度上降低了公司的业绩水平，但从中长期来看，公司的盈利水平上升，

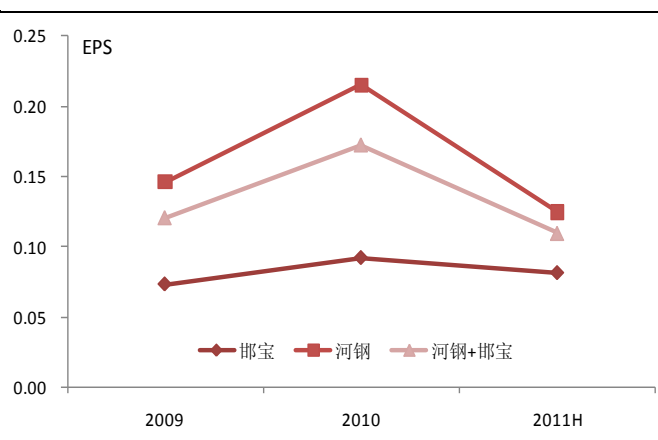
吨钢净利提高，估值水平也应上移。

图 13: 邯宝钢铁吨钢净利水平较高



资料来源：华泰证券研究所

图 14: 邯宝注入将小幅摊薄公司 EPS



资料来源：华泰证券研究所

目前距离证监会批复增发完成的时间下限 11 月 30 日仅仅还剩 2 个月的时间，公司目前正在全力推进增发事宜，考虑到公开增发的盈利要求，连续三年加权 ROE 水平超过 6%，公司如果今年未能按时完成增发，未来公开增发的可能性将几乎为零。我们预计邯宝增发将能按照计划顺利完成。

► 宣钢、舞钢资产托管

宣钢集团主要产品是线材、螺纹钢、小型材、窄钢带及焊管。2009 年生产生铁 590 万吨、粗钢 560 万吨、钢材 539 万吨；2010 年 1-9 月生产生铁 433 万吨、粗钢 412 万吨、钢材 406 万吨。截至 2009 年底，宣钢集团总资产 292.29 亿元，总负债 204.30 亿元，净资产 87.99 亿元，全年实现营业收入 201.58 亿元，净利润 2.40 亿元。截至 2010 年 9 月 30 日，宣钢集团总资产 313.14 亿元，总负债 223.23 亿元，净资产 89.91 亿元，2010 年 1-9 月实现营业收入 178.28 亿元，净利润 1.93 亿元。

舞阳钢铁成立于 1998 年，注册资本 23.48 亿元，目前股权结构为邯钢集团持有 53.12% 股权，本公司持有 8.05% 股权，剩余股权由武汉钢铁(集团)公司、重庆钢铁(集团)有限责任公司和中国华融资产管理公司持有。舞阳钢铁主要产品是厚板和特厚板。2009 年生产粗钢 246 万吨、钢材 212 万吨；2010 年 1-9 月生产粗钢 206 万吨、钢材 177 万吨。截至 2009 年 12 月 31 日，舞阳钢铁总资产 134.59 亿元，总负债 85.42 亿元，净资产 49.17 亿元，全年实现营业收入 105.86 亿元，净利润 -0.25 亿元。截至 2010 年 9 月 30 日，舞阳钢铁总资产 130.22 亿元，总负债 83.56 亿元，净资产 46.65 亿元，2010 年 1-9 月实现营业收入 90.82 亿元，净利润 1.10 亿元。

按照重组计划的承诺，宣钢和舞钢在 2010 年底未能完成注入，公司按计划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。交易有利于公司进一步实现规模效应，发挥协同效应，巩固公司在钢铁行业中的龙头地位，为公司后续收购宣钢集团优质钢铁主业资产和舞阳钢铁股权做好准备。

根据公司披露的宣钢及舞钢的盈利能力，我们测算河北钢铁存续资产的吨钢盈利水平较宣钢及舞钢略高，净利润率也高于宣钢和舞钢。预计宣钢和舞钢的注入在提高新河北钢铁的钢铁产量的同时将小幅降低

资产的盈利能力。但对上市公司的 EPS 的影响目前还不能确定，这取决于宣钢及舞钢的资产评估及收购的具体方案。

表 7: 宣钢、舞钢盈利能力略低于河钢

指标	2009			2010 年 1-9 月 (河钢为 2010)		
	宣钢	舞钢	河北钢铁	宣钢	舞钢	河北钢铁
粗钢产量 (万吨)	560	246	2303	412	206	2524
净利润 (亿元)	2.4	-0.25	10.04	1.93	1.1	14.84
吨钢售价 (元/吨)	3600	4303	3786	4327	4409	4682
吨钢净利 (元/吨)	43	-10	44	47	53	59
净利润率	1.19%	-0.24%	1.15%	1.08%	1.21%	1.27%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

► 不锈钢公司注入尚需时日

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。

不锈钢公司主要产品目前为普碳钢卷, 目前公司的主要工作仍然在推进邯宝钢铁和后续的宣钢及舞钢上, 不锈钢公司的注入按照重组承诺将在 2012 年底之前完成。公司会积极推进不锈钢公司的资产注入工作, 预计将在明年下半年有比较大的进展。

2.2 铁矿石资产注入值得期待

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。目前河钢矿业控制的铁矿石储量超过 40 亿吨, 按照河钢矿业的计划, “十二五” 期末将控制国内铁矿石资源超过 50 亿吨, 控制海外铁矿石资源 8-10 亿吨。

目前河钢矿业的主要大型铁矿山为司家营和马城铁矿。其中马城铁矿储量 10.44 亿吨, 2010 年 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, 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。司家营铁矿石目前分为四期, 河钢矿业除了对一期仅仅持有 27.76% 的股权之外, 其余三期都持有 100% 的股权, 司家营南区及北区共有铁矿石储量约 23 亿吨。

河钢矿业控制的铁矿石资产 2010 年产铁精粉约 560 万吨, 位居国内铁矿石生产商第四。从河钢矿业目前的在建产能情况来看, 河钢矿业 “十二五” 末规划产能将达到 3500 万吨左右。届时河钢集团的铁矿石自给率将达到 40% 以上。

现在河钢矿业的注入尚无时间表, 但从集团整体规划来看, 河钢矿业的未来注入仍然存在较大想象空间。我们认为在公司完成邯宝钢铁注入工作之后, 考虑到唐钢转债的较大偿债压力, 公司可能推出相应的河钢矿业注入的计划已提振股价, 预计在 2012 年下半年可能推出相应的注入方案, 根据行业内铁矿石注入

的经验，河钢矿业的注入将较大幅度提升公司业绩。但考虑到注入资产的盈利情况的变化及具体方案的不确定性，对公司业绩的影响尚难测算。

表 8：河钢矿业控制的铁矿石资产一览

矿山	股权	铁精粉产能	投产情况	储量（亿吨）
司家营（北区一期）	27.76%	254	已投产	北区 8.9
研山铁矿（司家营北区二期）	100%	483.95	在建	
田兴铁矿（司家营南区三期）	100%	506.85	在建	
大贾庄铁矿（司家营南区四期）	100%	200	在建	南区 14
马城铁矿	100%	1028	在建	
庙沟铁矿	100%	70	投产	
石人沟铁矿	100%	70	三期在建	1.7
棒磨山铁矿	100%	55	投产	0.26
龙烟矿山	100%	49	投产	0.55
承钢天宝矿业	50%	140	投产	1.75
宁城县宏大矿业	46%	90	投产	1.75
赤诚鑫鼎晨矿业	45%		在建	0.13
沙河中关矿业	70%		在建	0.88
其他		300		3.5
合计		3245		44

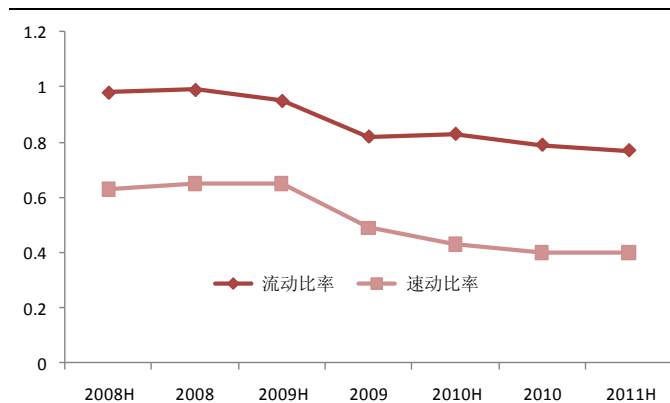
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

三、唐钢转债-公司偿债压力大，寻求转股

3.1 公司偿债能力较弱

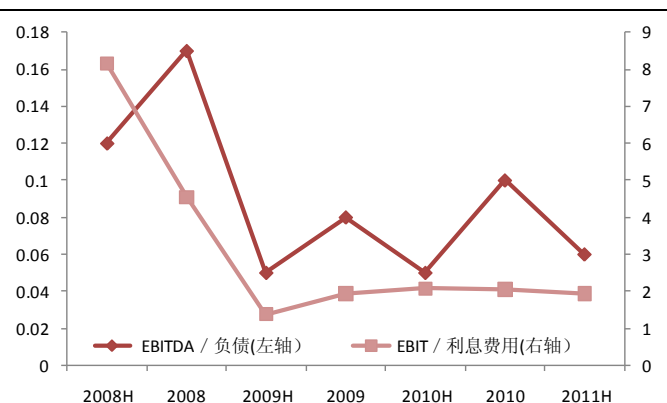
从 2008 年以来，公司的偿债能力一路下滑，流动比例及速动比例目前分别在 1 和 0.5 以下，处于行业较低水平。2011 年半年报显示，公司已获利息倍数（EBIT/利息费用）仅仅为 1.93，EBITDA/负债仅仅 0.06。从时间跨度来看，目前公司整体偿债水平处于历史低位，偿债压力较大。从行业水平来看，我们统计的钢铁行业 15 家可比上市公司中，河北钢铁处于第九位，低于行业平均水平。

图 15：河北钢铁流动速动比例持续下滑



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图 16：河北钢铁利息保障倍数较低



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

考虑到今年年底之前邯宝钢铁应该能完成资产注入，预计邯宝注入之后公司整体偿债能力能有所上升，但从提升的幅度来看，应该不能根本改变公司偿债能力困境。

表 9：河北钢铁偿债能力位于行业平均水平以下

	EBIT / 利息费用	EBITDA / 负债	流动比率	速动比率
宝钢股份	8.79	0.13	0.92	0.40
本钢板材	4.15	0.07	0.99	0.37
八一钢铁	4.01	0.09	0.67	0.44
武钢股份	3.67	0.09	0.43	0.15
南钢股份	2.73	0.07	1.09	0.66
三钢闽光	2.54	0.08	0.90	0.47
莱钢股份	2.23	0.09	0.97	0.48
包钢股份	2.21	0.06	1.15	0.62
河北钢铁	1.93	0.06	0.77	0.40
马钢股份	1.91	0.07	1.01	0.65
新钢股份	1.91	0.06	0.91	0.42
济南钢铁	1.42	0.04	0.60	0.23
鞍钢股份	1.14	0.10	0.87	0.47
华菱钢铁	0.74	0.04	0.56	0.31
均值	2.81	0.07	0.85	0.43

资料来源：华泰证券研究所

3.2 唐钢转债转股压力较大

唐钢转债于 2007 年 12 月 14 日上网发行，募集资金 30 亿元，初始转股价 20.80 元，第一年年息 0.8%，第二年年息 1.1%，第三年年息 1.4%，第四年年息 1.7%，第五年年息 2.0%。后期经过两次调整，目前的转股价格为 9.36 元。从发行日到目前为止，转债回售的数量较少。根据公司最新的中报披露，截止上半年 6 月 30 日，公司账面现金及现金等价物余额为 47.55 亿元，如果公司到 2012 年底需要现金偿还债务，将带来较大压力，虽然转债的融资成本确实很低，从贷款角度来看，公司现金偿还也未尝不可，但考虑到公司目前的经营状况及二级市场上转债都实现转股的事实，我们认为公司未来推进唐钢转债转股的概率很大。

唐钢转债转股方法遐想：

- 转股价向下修正：目前的转股价为 9.36 元，预计邯宝注入之后，转股价下调到 7.7 元附近，但是仍然高于公司股价很多。所以预计 2012 年底之前，公司应该会主动向下修正转股价。转股价下调需要公司股票在任意 30 个连续交易日中至少 20 个交易日的收盘价不高于当期转股价格的 85% 时，才能下调，邯宝注入之后转股价 7.7 元，任意 30 个连续交易日中至少 20 个交易日的收盘价满足不高于 6.54 元即可。我们认为转股价下调的条件完全满足，公司也有足够的动机去修正转股价。
- 注入资产提振股价：在 2012 年年底之前，公司除了修正转股价之外仍然存在其他方法促进可转债转股。我们认为公司由于后续资产注入在陆续推进，通过注入资产下调转股价或者提振股价促进转股的可能性很大。如果公司在 2012 年底之前完成宣钢及舞钢的资产注入，转股价将继续下调，

同时如果公司可以推出河钢矿业的资产注入方案（预计 2012 年底之前完成矿业注入时间不够），对二级市场股价将带来提振，促进转股。

四、行业近况-或处于黎明前的黑暗里

3.1 成本压力依旧严峻

钢铁行业今年以来的成本压力不断增大，进口铁矿石价格自从 2010 年二季度季度定价以来也一路上涨，目前铁矿石价格在历史最高水平附近，63%/63.5%的印粉 CFR 价格目前在 189 美元/吨，61.5%的澳粉 CFR 价格在 179 美元/吨。国内矿方面，66%的迁安矿最新价 1525 元/吨，也逼近历史最高价。从全球铁矿石需求来看目前主要需求国中国、印度的需求仍然保持较快的增长，虽然三大矿目前的扩产步伐在加速，业内普遍看好未来几年全球铁矿石需求发生根本变化，将带来铁矿石价格下调的动力。但我们应该清醒的认识到目前不论是三大矿或是国内矿企新建采矿生产线的成本将较以往高出很多，根据淡水河谷最新的数据，目前淡水河谷新建采矿生产线的吨矿成本将达到 160 美元附近，可以预见，未来即使供需状况发生较大变化，如果三大矿山仍然处于铁矿石全球供应的垄断地位，矿价仍然难以出现大幅回调。我们认为对于中国的钢铁企业来说，被动的等待供需好转是不明智的，需要不断的去海外开拓铁矿石储备，增加权益资源，才能在本质上解决问题。

表 10：钢铁行业上游成本压力大

原材料价格涨跌幅	日期	最新价	周环比(%)	月环比(%)	半年涨幅(%)	年累计涨幅(%)
铁精粉价格:66%干基含税:迁安	2011-09-13	1,525.00	0.00	5.17	13.81	9.71
青岛港:印度:粉矿:63.5%	2011-09-13	1,335.00	0.00	0.75	4.71	4.71
主焦煤:邢台	2011-09-09	1,490.00	0.00	0.00	0.68	2.76
二级冶金焦价格:唐山	2011-09-09	1,990.00	0.51	0.51	-1.97	7.57
方坯:Q235:唐山	2011-09-09	4,460.00	-0.45	1.13	6.95	5.94
废钢:6-8mm:唐山	2011-09-09	3,480.00	0.87	1.46	10.48	16.00
巴西图巴朗-北仑/宝山(BCI-C3)	2011-09-12	28.40	4.60	42.36	50.36	40.43
西澳-北仑/宝山(BCI-C5)	2011-09-12	11.74	6.90	43.92	62.33	44.95

资料来源：WIND、华泰证券研究所

3.2 长材需求持续，板材需求有望回升

今年年初以来，长材板材的需求就出现较大分化，板材的主要下游需求为汽车、家电等，今年上半年汽车需求下滑明显，其中 4 月、5 月连续两个月出现同比负增长的情况，下半年以来 7 月份汽车依然低迷，增速为-1.30%，8 月的情况有所好转，实现同比 9.50%的增长，为连续 5 个月以来的首次超过 5%的增幅。从累计数据来看，今年 1-8 月增速为 4.70%，较 1-7 月数据有较大回升。板材的另外的较大需求来自家电、船舶和集装箱，今年家电增速虽略有下滑，但仍然保持高位，其中空调增速维持在 40%以上。船舶增速不容乐观，集装箱增速也有较大下滑。整体来看，板材需求目前处于较低迷的状况，但下半年预期汽车产量将走出低谷，预计板材下半年盈利状况将能好转。

长材类产品今年主要受益于保障房概念，长材的价格保持较好的上涨格局。住房和城乡建设部的最新数据显示，今年1-8月，全国城镇保障性住房和棚户区改造住房已实物开工86%（不含西藏自治区）。开工率超过100%的有河北、辽宁、附件、山东和陕西，另外还有14个省市开工率超过86%。我们认为保障房的集中开工将大幅提高市场上长材产品的热度，预计下半年长材市场将继续维持较为热销的状况，长材价格有望保持较高位置。

表 11: 今年长材涨幅大于板材

上海钢材价格涨跌幅	日期	最新价	周涨跌	周环比(%)	月涨跌	月环比(%)	年累计涨幅(%)
螺纹钢 HRB335 20mm	2011-09-09	4,710.00	4730	-0.42	4730	-0.42	3.74
线材:6.5 高线	2011-09-09	4,960.00	4980	-0.40	4960	0.00	5.53
热轧板卷:3.0mm	2011-09-09	4,840.00	4840	0.00	4800	0.83	4.09
冷轧板卷:1.0mm	2011-09-09	5,500.00	5490	0.18	5430	1.29	0.55
中板:普 20mm	2011-09-09	4,870.00	4870	0.00	4850	0.41	-0.20
涂镀:0.5mm 镀锌	2011-09-09	5,700.00	5650	0.88	5650	0.88	-0.87
涂镀:0.476mm 彩涂	2011-09-09	8,050.00	8000	0.63	7750	3.87	-0.62

资料来源: WIND、华泰证券研究所

表 12: 板材需求有望提升

下游需求	2011-08	2011-07	2011-06	2011-05	2011-04	2011-03
粗钢产量 (万吨)	5,875.12	5,929.70	5,992.78	6,024.54	5,903.40	5,941.62
同比增速 (%)	13.78	15.48	11.87	7.82	7.06	8.98
粗钢表观消费量 (万吨)	-	5,596.72	5,669.83	5,660.95	5,547.98	5,593.31
同比增速 (%)	-	15.43	14.85	8.12	5.66	5.02
固定资产投资累计增速	25.00	25.40	25.60	25.80	25.40	25.00
房屋新开工面积累计增速	25.80	24.90	23.60	23.80	24.40	23.40
汽车产量累计同比增速	4.70	3.99	4.97	5.21	6.90	10.24
空调产量累计同比增速	40.75	41.58	41.85	39.40	42.74	41.14
冰箱产量累计同比增速	18.34	19.13	18.72	17.65	17.58	24.81
手持船舶订单万载吨累计同比	-	-6.42	-1.36	-1.21	-0.44	3.23
金属集装箱累计同比增速	72.16	88.85	117.99	143.59	140.85	154.26

资料来源: WIND、华泰证券研究所

五、盈利预测与估值建议

5.1 盈利预测与估值建议

► 炼钢资产

对河北钢铁集团来说，产能的扩建计划基本为零。我们认为上市公司河北钢铁未来几年的产能及产量的增长主要来自于资产注入。对上市公司的存续炼钢资产进行盈利预测，暂不考虑注入产能。

基于公司已经公布的上半年业绩，我们认为今年公司经营的长材类产品售价将上涨约5%左右，板材类产品同比基本没有增长，产量方面略有上涨。

表 13: 河北钢铁炼钢资产盈利预测

2010	长材	热轧	中厚板	冷轧	其他钢材	钢坯	钒渣	其他产品	合计
产量 (万吨)	889	689	437	312	73	91.4275	15		2400
售价 (元/吨)	3500	3500	3500	5000	6200	3200	5904		
营业收入 (万元)	3111500	2411500	1529500	1560000	452600	292568	88560	2250000	11696228
吨钢净利 (元/吨)	42	35	35	85	74	45	236		
净利润 (万元)	37338	24115	15295	26520	5431	4096	3542	675	117013
2011E	长材	热轧	中厚板	冷轧	其他	钢坯	钒渣	其他产品	合计
产量 (万吨)	990	700	420	300	73	91	14		2588
售价 (元/吨)	3850	3710	3500	5000	6324	3456	5904		
营业收入 (万元)	3811500	2597000	1470000	1500000	461652	314496	82656	2295000	12532304
吨钢净利 (元/吨)	62	41	35	75	89	48	236		
净利润 (万元)	60984	28567	14700	22500	6463	4403	3306	689	141612
2012E	长材	热轧	中厚板	冷轧	其他	钢坯	钒渣	其他产品	合计
产量 (万吨)	1000	700	420	300	73	90	15		2598
售价 (元/吨)	4043	3896	3675	5250	6450	3525	6199		
营业收入 (万元)	4042500	2726850	1543500	1575000	470885	317261	92988	2409750	13178734
吨钢净利 (元/吨)	65	47	40	74	90	49	248		
净利润 (万元)	64680	32722	16979	22050	6592	4442	3720	723	151907
2013E	长材	热轧	中厚板	冷轧	其他	钢坯	钒渣	其他产品	合计
产量 (万吨)	1000	700	420	300	73	90	15		
售价 (元/吨)	4164	4012	3785	5460	6579	3596	6323		
营业收入 (万元)	4163775	2808656	1589805	1638000	480303	323606	94848	2530238	13629230
吨钢净利 (元/吨)	62	56	53	82	92	50	253		
净利润 (万元)	62457	39321	22257	24570	6724	4530	3794	759	164413

资料来源: 华泰证券研究所

司家营一期 32.5%投资收益

公司目前持有司家营一期 32.51%的股权, 现在铁矿石价格上涨动力较强, 公司的此项投资将对业绩产生较大影响, 预计今年司家营一期铁精粉均价将较去年同期上涨约 25%, 达到 1200 元/吨。考虑到司家营一期 2010 年及 2011 年上半年的盈利情况, 预计今年吨矿盈利约 430 元/吨。

表 14: 司家营一期投资收益预测

司家营一期	2010	2011E	2012E	2013E
产量 (万吨)	254	254	254	254
售价 (税后, 元/吨)	959	1200	1260	1323
营业收入 (万元)	243543	304800	320040	336042
吨矿净利 (元/吨)	305	430	450	460
净利润 (万元)	77512	109220	114300	116840
股权 (%)	32.51	32.51	32.51	32.51
司家营投资收益 (万元)	25199	35507	37159	37985

资料来源: 华泰证券研究所

整体来看，公司 2011 年业绩将出现约 20% 的增长，增长的主要动力来自两个方面，一方面是炼钢业务钢材售价提高带来，吨钢净利略有提升；另一方面是公司投资的司家营一期工程由于铁矿石价格大幅走高，净利润预计将提高约 1 亿元。不考虑注入资产，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.26、0.27、0.29 元。

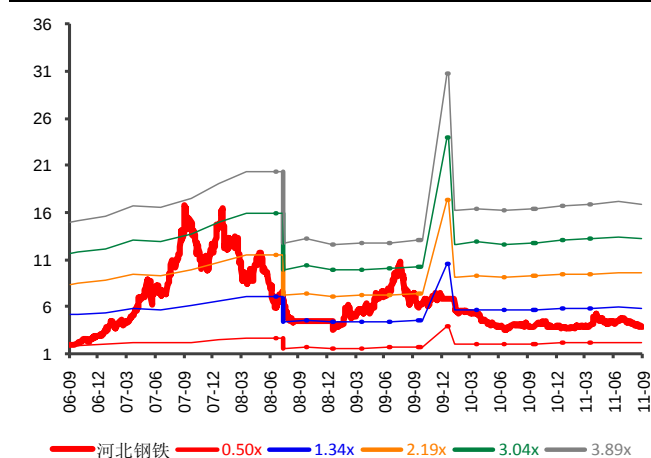
表 15：公司 2011-2013 年 EPS 估计

不考虑资产注入	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	11696228	12532304	13178734	13629230
净利润（万元）	142212	177119	189066	202397
股本（万股）	687678	687678	687678	687678
EPS	0.21	0.26	0.27	0.29

资料来源：华泰证券研究所

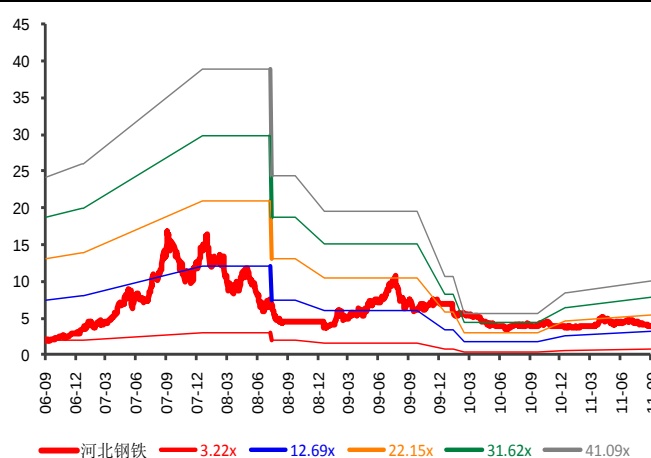
从目前整个行业的估值来看，PB 水平处于历史底部，行业中出现 9 家公司市值跌破净资产，估值修复需求日渐强烈。河北钢铁目前的 PB 水平为 0.88 倍，PE 水平为 15 倍。一方面公司估值水平处理历史底部，行业及公司二级市场上的价值修复需求不断增加；另一方面公司增发时间下限日渐临近，增发价将不会低于每股净资产 4.4 元，目前股价 3.89 元，有 13% 左右的空间。考虑以上两个方面，我们认为公司估值水平较低，应该给予公司一倍 PB 的估值水平，对应股价约 4.40 元，“推荐”评级。

图 17：河北钢铁 PB 处于历史底部



资料来源：华泰证券研究所

图 18：河北钢铁 PE 水平也较低



资料来源：华泰证券研究所

5.2 风险提示

铁矿石价格大幅上涨，下游需求恢复低于预期。公司增发项目未能按计划完成。

图 19: 河北钢铁三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	45884	51153	64573	73579	营业收入	116919	125323	131787	136292
现金	5274	9558	18675	26890	营业成本	108570	117177	122825	127024
应收账款	396	485	488	507	营业税金及附加	184	253	254	259
其他应收款	461	460	520	525	营业费用	583	660	692	710
预付账款	5889	6177	6676	6833	管理费用	4501	3542	4280	4436
存货	22406	22541	25024	25453	财务费用	1764	1802	1810	1781
其他流动资产	11458	11931	13189	13370	资产减值损失	7	109	55	65
非流动资产	59054	54147	49201	43986	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1841	1645	1706	1708	投资净收益	329	380	390	400
固定资产	45540	46259	43917	40023	营业利润	1639	2162	2260	2416
无形资产	348	382	420	454	营业外收入	65	90	82	82
其他非流动资产	11325	5861	3157	1802	营业外支出	40	108	92	89
资产总计	104938	105300	113773	117565	利润总额	1664	2144	2250	2409
流动负债	58188	58432	62510	62222	所得税	180	221	235	251
短期借款	20024	19443	19551	19312	净利润	1484	1924	2014	2159
应付账款	13414	14258	15749	15911	少数股东损益	73	144	124	134
其他流动负债	24751	24731	27210	26999	归属母公司净利润	1411	1779	1890	2025
非流动负债	15773	14048	16861	19240	EBITDA	7448	8662	9163	9486
长期借款	10799	13423	16177	18572	EPS (元)	0.21	0.26	0.27	0.29
其他非流动负债	4973	625	684	668					
负债合计	73961	72480	79370	81462	主要财务比率				
少数股东权益	1546	1690	1815	1948	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	6877	6877	6877	6877	成长能力				
资本公积	15245	15245	15245	15245	营业收入	34.1%	7.2%	5.2%	3.4%
留存收益	7131	8910	10368	11934	营业利润	40.1%	31.9%	4.6%	6.9%
归属母公司股东权益	29431	31130	32588	34154	归属于母公司净利润	49.4%	26.1%	6.2%	7.1%
负债和股东权益	104938	105300	113773	117565	获利能力				
					毛利率 (%)	7.1%	6.5%	6.8%	6.8%
					净利率 (%)	1.2%	1.4%	1.4%	1.5%
					ROE (%)	4.8%	5.7%	5.8%	5.9%
					ROIC (%)	4.9%	6.6%	7.4%	8.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	70.5%	68.8%	69.8%	69.3%
					净负债比率 (%)	46.47%	45.34%	45.01%	46.51%
					流动比率	0.79	0.88	1.03	1.18
					速动比率	0.40	0.49	0.63	0.77
					营运能力				
					总资产周转率	1.13	1.19	1.20	1.18
					应收账款周转率	277	264	238	244
					应付账款周转率	8.27	8.47	8.19	8.02
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.26	0.27	0.29
					每股经营现金流 (最新)	0.25	1.66	1.20	1.15
					每股净资产 (最新摊薄)	4.28	4.53	4.74	4.97
					估值比率				
					P/E	27.05	21.45	20.19	18.85
					P/B	1.30	1.23	1.17	1.12
					EV/EBITDA	10	8	8	8

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1749	11402	8227	7935
净利润	1484	1924	2014	2159
折旧摊销	4045	4698	5092	5288
财务费用	1764	1802	1810	1781
投资损失	-329	-380	-390	-400
营运资金变动	-5138	3141	-231	-857
其他经营现金流	-78	218	-68	-36
投资活动现金流	-6128	476	263	364
资本支出	6331	-53	10	4
长期投资	84	-91	63	-16
其他投资现金流	287	333	335	352
筹资活动现金流	-1882	-7594	627	-84
短期借款	-1440	-580	108	-239
长期借款	861	2623	2754	2395
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1302	-9637	-2235	-2241
现金净增加额	-6261	4284	9117	8215

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 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;

- 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。

免责声明:

本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、完整性或可靠性不作任何保证，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。在法律许可的情况下，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。

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翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。