

证券研究报告

行业



分析师 兰杰
021-3856 5960
lanj@xyzq.com.cn
SAC: S0190511080002

强烈推荐 (维持)

河北钢铁 (000709)

联系人: 郭毅
021-3856 5540
guoyi@xyzq.com.cn

借力铁矿，闯关增发

2011年11月10日

投资要点

事件：公司今天发布《关于河北钢铁集团有限公司承诺注入铁矿石业务资产有关事项的公告》：承诺在 2012 年 12 月 31 日之前将铁矿石业务资产注入本公司，主要包括司家营铁矿、黑山铁矿、石人沟铁矿等，预计资源储量不低于 10 亿吨、铁精粉产能不低于 700 万吨/年。其后将随着条件成熟继续注入，直至铁矿资产全部进入上市公司。预计到 2015 年年产能可达到 3,500 万吨。

点评：

公司铁矿石资产注入的承诺和邯宝钢铁增发项目紧密相关，附上邯宝钢铁增发项目要点：1. 公开发行股票不超过 38 亿股，募集资金总额不超过 160.15 亿元人民币；2. 集团认购不低于 50%，其余面向公众增发；3. 公开增发价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司 A 股股票的均价或前一个交易日 A 股股票的均价（不低于净资产），具体发行价格由董事会与主承销商协商确定。

一、增发和 700 万吨铁矿石对公司市值影响多大？

我们再对这个老问题进行更新分析。在做分析之前假设：1. 公司邯宝钢铁增发成功；2. 铁矿石资产单独非公开增发（不采取和钢铁资产打包的方式。）；3. 公司在注入铁矿之前暂不将唐钢不锈/舞阳等资产注入。

- 邯宝钢铁最新每股净资产 4.43 元，我们假定最终增发价为 4.45 元，公司适度缩减增发股份至 36 亿（大股东可能超过 50% 进行参与），那么增发完成后公司总股份为 $68.76 + 36 = 105$ 亿，公司总资产将 320 亿，邯宝置入后公司净资产为 $320 + 120 = 440$ 亿。
- 铁矿石会增发多少股？如果矿石资产单独置入，通常我们假定采取定向增发，增发资产包括：采矿权评估资产+矿山资产两部分。参考包钢股份/新钢股份/本钢股份等的地采矿权评估价款，尽管各矿体间杂质/可开采性等差异较大，但司家营作为亚洲尚未全面开发的最大的单体铁矿，我们预计其 10 亿先期规划注入的采矿权价值为 40 亿；此外，截止到 2011 年 6 月底，河钢矿业总资产 189.6 亿，所有者权益为 81.52 亿元（来源：公司网站），不考虑期间矿业公司已有资产增值情形以及评估价升值，因此公司如果定向增发，其矿业一期资产合计增发额可能在 120 亿左右的规模（也不构成重大资产重组，相对好操作）。定增价格往低假设在 4.6 元左右（这个涉及变量最多），定增会再增加公司 28 亿股本，公司最终股本将达到 $105 + 26 = 131$ 亿（不考虑剩余钢铁资产置入情形）。

表 1 近期主要铁矿资产采矿权估值

	包钢股份	本钢股份	新钢股份
资源储量 (亿吨)	6.67	2.1	接近 1 亿
采矿权估值 (亿元)	20	13	8

数据来源：相关公司公告

- 公司未来可能的总市值：我们保守假设明年公司铁矿石资产注入前 PB 为 1，钢铁资产预计总市值在 440 亿；而铁矿石资产，我们不按照储量法而按照公司当年铁精粉产出计算，公司 2012 年产量预计在 750 万吨，假设每吨净利 200 元，同时给予铁矿石资产 15 倍 PE（假设铁矿石价格在 120-150 美元区间波动，同时公司未来铁矿石资产增量巨大），那么铁矿石资产对应市值在 225 亿。公司合计市值为 665 亿万。以此推算公司完成铁矿石资产注入后的股价中枢应该在 5.1 元。

二. 公司能不能完成本次增发？

- 对完成增发而言，当前股价太低。增发完成截止日期在 11 月 30 号，但如果要增发的话操作上可能在 11 月 23 号左右公司就必须发布《招股意向书及摘要》等规范性公告，毕竟后续还需要进行网上路演/申购/验资等一系列操作。但我们仍假设公司可以推迟到 11 月 28 号发出《招股意向书及摘要》，以争取增发价格在净资产之上。
- 我们以今天（11 月 10 日）为截止计算前 20 天股票的均价（考虑成交量权重）3.84 元，到 28 号前剩下 11 天的交易日，假设有 9 天时间在股价在 5 元左右（其余为今天后随后两个涨停），这样《招股意向书及摘要》天前的均价为 4.46 左右，达到了增发价格的基本条件（高于净资产价格 4.43 元）。
- 这是个理想但也有概率的状态：由于行情很差，尽管是公开增发项目，我们认为河钢也会尽量让步，原来计划融资 80 亿，但可能会尽量少融，对河钢而言，这在一定程度上也是政治任务，公司尚需整合到上市公司的资产不少，铁矿石项目后续也需要不断融资，邯宝钢铁如果此次增发不形成对公司后续项目推进无疑冲击较大；但具体能融资的数额取决于后续几天行情特别是公司和承销团之间就市场反映而相互能否达成共识。

风险：短期宏观和市场不确定性依然较大；中期参与者的机会成本风险。

附 1：邯宝钢铁基本情况

- 邯宝项目无论从厂区设计和装备在国内都处领先水平，当初宝钢将邯宝作为北上的一个重要平台，投入很大，总投资 193.68 亿元建设 460 万吨钢的精品板材基地。邯宝一二期间项目分别于 2008 年 11 月和 2010 年 10 月竣工投产。作为一个新建钢铁项目，邯宝在人工成本方面有很大优势，目前公司 3000 人左右（460 万吨产能），而邯钢 27000 人（600 万吨产能）。邯宝主要品种包括：
 - ✓ 热轧卷板---设计年产热轧卷板 450 万吨（其中 220 万吨用于下游冷轧基板），主要产品包括碳素结构钢、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；下游客户包括建筑，汽车，油田等行业；
 - ✓ 冷轧卷板---设计年产冷轧卷板 215 万吨。（具有世界先进水平的 2130 毫米冷轧生产线，一条连续退火生产线，两条连续热镀锌生产线），主要产品包括汽车面板、汽车用高强板、耐指纹电镀锌基板、高档家电板等；下游用户主要为汽车和家电。
- 目前邯宝钢铁产品开发进展顺利热轧板卷。该项目已基本达产，产品结构逐步升级，表现在：

- ✓ 管线钢：10年10月参与中石油投标，今年一季度，完成X70、X80 管线钢合同4.6 万余吨，目前已成为中石油一级供应商。
- ✓ 船板：日前邯宝生产的7个钢级的横切船板全部通过了六大船级社认证，目前邯宝钢铁横切船板的产量稳定在每月2 万吨左右，从未发生质量异议。
- 冷轧板卷：冷轧板的最终用户主要为汽车和家电，而且瞄准高端用户。但汽车板尤其是外板的认证需要较长时间（通常为3-5年，取决于用户端）。目前邯宝的关键仍然是推动产品研发，我们了解公司正借助北京钢铁研究总院等知名院校在河北设计研发中心，开发汽车板品种。家电用钢的认证推广等相对容易：
 - ✓ 目前邯宝钢铁冷轧厂成功轧制厚度为0.6 毫米，宽度为1250毫米的汽车用超深冲级热镀锌钢板DX53D+Z 40吨。
 - ✓ 一季度邯宝钢铁直供新飞电器近300吨多规格冷轧板，合格率达100%。
 - ✓ 4 月份，邯宝钢铁生产的6000 吨冷轧板出口德国。这是邯宝钢铁4 月初承接的执行欧标标准的2.5 万吨冷轧板合同订单的首批产品。邯钢本次出口欧洲的产品为DC01 冷轧板，主要用途为产品镀锌后加工成卷管。

表 2 邯宝钢铁分产品产量（单位：万吨）

	2010	2011 Q1	说明
一、生铁	522.8	118.9	
二、粗钢	491.8	125.6	
三、钢材合计	497.3	119.4	
热轧板	480	98.9	
冷轧薄宽钢带(卷板)	17.3	17.7	冷卷顺利投产
镀层板带(卷板)		2.8	

数据来源：兴业证券研究所

表 3 河北钢铁集团主要铁矿石资产情况

铁矿名称	开采方式	查明保有资源储量	T Fe%品位	当前铁精粉年产量	说明
		万吨	%	万吨	
司家营			28.08		
北区	露/地	84251	28.07		
三采场	地下	6691	28.18		
南区		170600	30.82		该矿区资源总储量有望在25亿吨以上
石人沟	地下	21444	31.13	70	
棒磨山	露天	2729	31.37	68	
庙沟	露天	1358	26.29	70	
近北庄东	露天	1897	34.54		隶属龙烟矿山分公司，年产50万吨
近北庄西	地下	2871	32.99		
庞家堡	地下	654	41.76		
黄田铁矿	地下	197	47.88		
中关铁矿	地下	9250	45.41		2008年5月开工假设
黑山铁矿	露天	3775	34.17		承德矿山分公司，2009年成立
柏泉铁矿	露天	1639	12.38		
宏大铁矿	露天	23931	12.82	90	
陈家窑铁矿		1329	30	30	2008成立，在建
马城铁矿		104400	34.89		2010年4月国土部同意马城铁矿以协议方式出让给河北钢铁集团
2010年铁精粉产量				560	

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	45884	54978	60615	64009
货币资金	5274	7546	7496	7142
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	396	361	460	485
其他应收款	461	510	600	635
存货	22406	26547	29129	31378
非流动资产	59054	58918	57081	53849
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1841	1871	1861	1864
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	45540	53690	52555	49635
在建工程	10852	2570	1785	1393
油气资产	0	0	0	0
无形资产	348	382	420	454
资产总计	104938	113896	117695	117858
流动负债	58188	59476	59932	57009
短期借款	20024	21224	21424	19338
应付票据	8646	10339	12105	12611
应付账款	13414	10985	7074	4574
其他	16105	16928	19330	20486
非流动负债	15773	14599	14899	15199
长期借款	10799	11099	11399	11699
其他	4973	3500	3500	3500
负债合计	73961	74075	74832	72209
股本	6877	6877	6877	6877
资本公积	15245	15245	15245	15245
未分配利润	5440	6598	8715	11308
少数股东权益	1546	1546	1546	1546
股东权益合计	30977	32135	34405	37191
负债及权益合计	104938	106211	109237	109400

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1411	1238	2270	2786
折旧和摊销	4045	5078	5951	6345
资产减值准备	-323	183	-22	8
无形资产摊销	16	14	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1764	1903	2125	2530
投资损失	-329	0	0	0
少数股东损益	73	0	0	0
营运资金的变动	5208	5812	5955	4805
经营活动产生现金流量	1509	2522	4364	6870
投资活动产生现金流量	-2861	-5004	-4094	-3102
融资活动产生现金流量	-1161	-2932	-1093	-4122
现金净变动	-2513	-5414	-823	-354
现金的期初余额	11789	5274	7546	7496
现金的期末余额	9276	-140	6722	7142

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	116919	138666	152283	164816
营业成本	108570	129237	141471	152455
营业税金及附加	184	280	293	313
销售费用	583	730	799	859
管理费用	4501	4853	4568	4944
财务费用	1764	1903	2125	2530
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	329	0	0	0
营业利润	1639	1663	3027	3715
营业外收入	65	60	0	0
营业外支出	40	72	0	0
利润总额	1664	1651	3027	3715
所得税	180	413	757	929
净利润	1484	1238	2270	2786
少数股东损益	73	0	0	0
归属母公司净利润	1411	1238	2270	2786
EPS (元)	0.21	0.18	0.33	0.41

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.1%	18.6%	9.8%	8.2%
营业利润增长率	40.1%	1.5%	82.0%	22.7%
净利润增长率	49.4%	-12.2%	83.3%	22.7%
盈利能力(%)				
毛利率	7.1%	6.8%	7.1%	7.5%
净利率	1.2%	0.9%	1.5%	1.7%
ROE	4.8%	4.0%	6.9%	7.8%

偿债能力(%)

资产负债率	70.5%	69.7%	68.5%	66.0%
流动比率	0.79	0.92	1	1
速动比率	0.40	0.48	1	1

营运能力(次)

资产周转率	112.6%	126.7%	131.5%	139.9%
应收帐款周转率	23787%	27174%	27326%	25597%

每股资料(元)

每股收益	0.21	0.18	0.33	0.41
每股经营现金	0.25	0.37	0.63	1.00
每股净资产	4.28	4.45	4.78	5.18

估值比率(倍)

PE	18.6	21.2	11.6	9.4
PB	0.9	0.9	0.8	0.7

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。