

第一创业研究所

张文丰 S1080510120007

电 话：0755-82485194

邮 件：zhangwenfeng@fcsc.cn

河北钢铁（000709）公告点评**——承诺注矿，扔出最后一张王牌****事件：**

河北钢铁 10 日晚发布公告称，在公开增发收购邯宝钢铁有限公司完成后立即启动注入程序，首批力争在 2012 年 12 月 31 日之前将权属清晰、有利于提升上市公司盈利能力的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。

点评：**● 集团承诺首批注入铁矿储量达10亿吨，为公开增发造势**

公告称，集团将在本次增发完成后立即启动注矿程序，首批力争在2012年12月31日之前将权属清晰、有利于提升上市公司盈利能力的铁矿石业务资产注入本公司，预计资源储量不低于10亿吨、铁精粉产能不低于700万吨/年。我们认为，公司承诺的内容基本符合市场预期，但发布该公告的举动及承诺首批注入时机超市场预期。公司作出该承诺的直接原因在于目前公司股价尚未到达每股净资产的位置，尚不具备公开增发的实施条件，此举有利于提升二级市场价格，为公开增发造势。而选择此时发出公告一方面在于增发大限将至（期限为11月30日），时间异常紧迫；二是近期钢铁板块相对比较活跃，且有其他钢铁个股重组获批带来的市场活跃气氛，是个借力打力的好时机。

● 增发项目邯宝钢铁综合产能500万吨，可使公司产品迈向高端化

公司本次公开增发即将收购的邯宝钢铁拥有近500万吨的板材综合产能。据了解，该公司成立于2007年9月，注册资本120亿元，主要投资于邯宝新区项目，共计193.68亿元：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500万吨；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年底前建成投产。本次增发完成后公司将拥有近3000万吨的综合产能，且产品结构逐步向高端化迈进，尽管邯宝短期盈利能力尚未完全发挥，但从长远看可逐步扭转公司原有低端产品盈利能力弱化的趋势。

表 1 邯宝钢铁综合产能 500 万吨

主要设备	数量	产品	单位	产能
3200 立方米高炉	两座	生铁	万吨	500
42 孔 7M 焦炉	四座	焦炭	万吨	210
360 立方米高炉	两台	烧结矿	万吨	726
机械化原料场	/	/	万吨	1000
260 吨转炉	两座	钢	万吨	520
2250MM 热连轧机组	/	热轧卷	万吨	500
2130MM 冷轧机组	/	冷轧板	万吨	215



二次能源发电机组 / 发电量 亿度 20

资料来源：集团调研材料，第一创业证券

表2 邯宝装备先进、产品附加值高

热轧产品

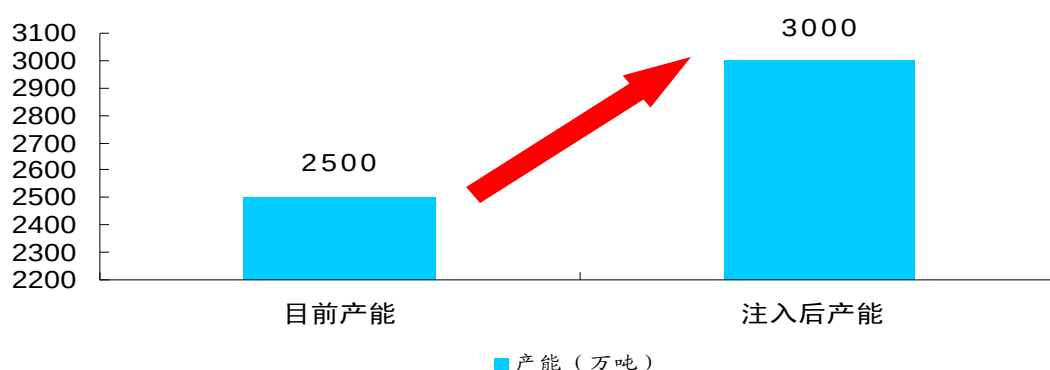
- 热轧生产线产品厚度范围为 1.2mm-25.4mm，宽度最大可达 2130mm
- 主要品种有汽车用钢、船体用结构钢、高耐候性结构钢及高强度管线钢等

冷轧产品

- 高附加值的汽车、家电、建筑结构及轻工五金行业用冷轧、热镀锌板材

资料来源：公司公告，第一创业证券

图1 收购邯宝后公司产能扩充至 3000 万吨



资料来源：公司公告，第一创业证券

● 首批铁矿注入后自给率达 15%，并可进一步提升至 60%

公告显示，集团承诺在本次增发完成后首批力争在 2012 年底前注入。若注矿顺利完成的话，公司将拥有近 10 亿吨的铁矿储量及 700 万吨/年的精矿产能，自给率可达到 15% 左右，而且随着后续矿山的逐步注入，最终铁矿产能在 2015 年可提高至 3500 万吨，则自给率可随之提升至 60% 以上，届时河北钢铁将成为铁矿自给率最高的钢铁上市公司，这对于保障公司原料来源，提升公司整体盈利能力有着重要意义。

表3 集团公司可掌控的铁矿储量已经达到 56.73 亿吨

矿区名称	资源储量情况 (单位: 亿吨)		
	已取得采矿证	已取得政府协议出让批示	争取掌控资源
一、唐山地区			
1 石人沟铁矿	0.78	1.03	
2 棒磨山铁矿		0.36	
3 庙沟铁矿	0.14		0.4
4 司家营北区一期	3.8		
5 司家营北区二期	2.5		5.7
6 司家营南区	17.06		
7 大贾庄铁矿			2.4
8 滦南马城铁矿		10.44	
9 迁安彭店子铁矿			0.7
10 尹峪铁矿		0.5	
11 青龙山庆庄子铁矿		3.65	
小计	24.28	15.98	9.2
二、张家口地区			
1 宣化龙烟矿业	0.36	0.25	
2 陈家窑铁矿		0.132	

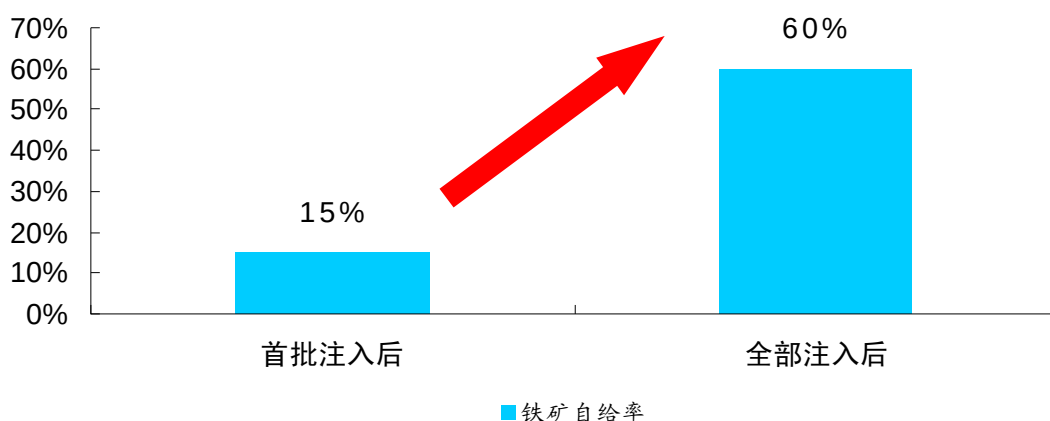


小计		0.36	0.382	0
三、承德宁城地区				
1	黑山铁矿	0.24	1.26	0.55
2	柏泉铁矿	0.16		
3	宁城宏大铁矿	0.76		
4	天宝矿业		1	
小计		1.16	2.26	0.55
四、邢台保定地区				
1	中关铁矿	0.93		
2	独山城铁矿		1.55	
3	于诚铁矿	0.08		
小计		1.01	1.55	0
合计		26.81	20.17	9.75

资料来源：集团公司公告，第一创业证券

注：橘红色标记为可能注入的铁矿资源

图2 公司铁矿自给率未来可能上升到60%



资料来源：公司公告，第一创业证券

● 邯宝及首批矿山注入后公司股本或大幅提升至136.4亿

我们分别以资源储量和PE指标对待注入的首批铁矿进行了粗略的估价。在采用资源储量估价时，我们主要参考了今年以来四家钢铁上市公司收购铁矿矿权的估价，其平均吨矿估价约为8.6元/吨，考虑到河北钢铁配套产能已经较完善，且盈利能力较强，至少可给予较高溢价至12元/吨的水平，则公司待注入的10亿吨铁矿评估价为120亿元。从PE来看，我们预计待注入公司铁矿2011年净利润为15亿元，若给予12倍PE的话，评估价为180亿元。我们初步取两者中值为评估价150亿元。假设公司届时发行价定为4.8元，则新增股本为31.25亿股。这表明，如果邯宝和铁矿增发全部完成后，公司总股本将上升为136.4亿股。

表4 以资源量对首批注入铁矿评估价约为120亿元

公司	权益储量(亿吨)	评估价(亿元)	吨矿估价(元/吨)	备注
包钢股份	6.67	60	9.00	采矿权+产能
新钢股份	1.27	14.81	11.66	未定采矿权
本钢板材	1.41	13	9.22	探矿权
攀钢钒钛	21.12	99	4.69	采矿权+产能+在建产能
平均			8.64	
河北钢铁	10	120	12	采矿权+正常盈利产能

资料来源：公司公告，第一创业证券



表 5 以 PE 估值方式对首批注入铁矿评估价为 180 亿元

项目	数值
预计 2011 年净利润 (亿元)	15
PE (倍)	12
评估价 (亿元)	180

资料来源: 公司公告, 第一创业证券

表 6 两次收购资产完成后总股本有望达到 136.4 亿股

一、本次增发收购邯宝钢铁	
1、发行评估价 (亿元)	160.15
2、公开增发定价 (元/股)	4.4
3、新增股本 (亿股)	36.40
二、明年增发收购首批铁矿	
1、发行评估价 (亿元)	150
2、增发定价 (元)	4.8
3、新增股本 (亿股)	31.25
三、新增股本总和 (亿股)	67.65
四、两次收购完成后总股本 (亿股)	136.4

资料来源: 公司公告, 第一创业证券

● 注入铁矿可有效解决邯宝增发摊薄业绩的问题

由于邯宝钢铁处于投产初期, 完全达效尚需时日, 预计 2011 年可实现净利润为 4.4 亿元, 按照我们估计本次增发 36.4 亿股 (假设增发定价为 4.4 元) 计, 则增发资产的 EPS 为 0.12 元, 低于所预测的河北钢铁现有资产 EPS0.18 元, 这表明本次公开增发将可能摊薄公司目前业绩, 也成为该项目一直难以成行的根由。不过, 集团承诺注入的铁矿却是难得的优质资产, 预计今年矿业公司可产铁精矿 700 万吨, 实现净利润 17 亿元, 合吨矿净利 240 元/吨, 属于盈利能力较强的矿山。若按照我们以上假设的总股本来计算, 把铁矿与邯宝资产都考虑进来则 2011 年备考 EPS 可达到 0.24 元, 明显强于仅注入邯宝的 0.16 元预测 EPS, 可见注入矿山可有效弥补因邯宝钢铁盈利能力尚未发挥带来业绩的摊薄问题。

表 7 只考虑注入邯宝钢铁后的备考盈利预测表

项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入 (万元)	16,573,245.90	17,647,726.20	18,539,085.07	19,151,820.08	19,785,765.25
YOY (%)	/	6.48%	5.05%	3.31%	3.31%
主营业务成本 (万元)	15,369,923.74	16,335,408.03	17,119,850.99	17,643,142.55	18,183,063.38
毛利率 (%)	7.26%	7.44%	7.66%	7.88%	8.10%
期费率 (%)	5.83%	5.82%	5.77%	5.76%	5.74%
净利润 (万元)	170,162.31	204,516.88	250,860.39	293,884.49	341,051.39
总股本 (万股)	1,052,000.00	1,052,000.00	1,052,000.00	1,052,000.00	1,052,000.00
每股收益 (元)	0.162	0.194	0.238	0.279	0.324
YOY (%)	/	20.19%	22.66%	17.15%	16.05%

资料来源: 公司公告, 第一创业证券

表 8 同时考虑注入邯宝钢铁及首批铁矿后的备考盈利预测表

项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
主营业务收入 (万元)	17,172,281.82	18,268,236.60	19,409,595.47	20,022,330.48	20,656,275.65
YOY (%)	/	6.38%	6.25%	3.16%	3.17%
主营业务成本 (万元)	15,662,595.58	16,658,073.44	17,586,096.36	18,109,387.92	18,649,308.75
毛利率 (%)	8.79%	8.81%	9.39%	9.55%	9.72%
期费率 (%)	6.22%	6.18%	6.23%	6.18%	6.13%



净利润（万元）	322,916.47	351,112.46	449,565.27	495,724.19	545,931.86
总股本（万股）	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27
每股收益（元）	0.237	0.257	0.329	0.363	0.400
YOY (%)	/	8.73%	28.04%	10.27%	10.13%

资料来源：公司公告，第一创业证券

● 维持“审慎推荐”的投资评级

在不考虑增发的条件下，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.18 元、0.22 元和 0.26 元，对应 PE 分别为 21.8 倍、18.0 倍和 15.2 倍，与同类大型钢企相比估值依旧偏高。不过，因公司已经明确向市场表达注矿计划，后续更大规模铁矿储量也将逐步注入，可有效提升公司盈利能力及估值水平。此外，公司目前 PB 仅为 0.9 倍，安全性较高，而增发面临关键时刻，可关注近期出现的交易性机会，暂维持公司“审慎推荐”的投资评级。

● 风险提示

下游行业增幅放缓使钢材需求继续下滑；钢价继续下跌并维持低位；公开增发无法在规定时间内完成则注矿也无法进行；大盘系统性下行。

表 9 不考虑任何增发事项的公司盈利预测简表

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（万元）	11,691,901.98	14,010,545.90	14,954,276.20	15,710,962.57
YOY (%)	34.10%	19.83%	6.74%	5.06%
主营业务成本（万元）	10,856,953.96	13,012,239.74	13,862,245.63	14,535,396.28
毛利率 (%)	7.14%	7.13%	7.30%	7.48%
期费率 (%)	5.86%	5.86%	5.86%	5.86%
利润总额（万元）	166,397.35	154,732.03	191,634.49	229,766.35
净利润（万元）	141,083.10	126,162.31	152,426.08	180,527.42
总股本（万股）	688,000.00	688,000.00	688,000.00	688,000.00
每股收益（元）	0.210	0.183	0.222	0.262
YOY (%)	50.00%	-12.68%	20.82%	18.44%
PE（倍）	19.05	21.81	18.05	15.24

资料来源：公司财报，第一创业证券

表 10 邯宝钢铁备考盈利预测简表

项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
钢铁销量（万吨）	490.0	500.0	500.0	500.0	500.0
吨钢收入（元/吨）	5230.0	5386.9	5656.2	5939.1	6236.0
吨钢成本（元/吨）	4811.6	4946.3	5168.9	5401.5	5644.6
吨钢毛利（元/吨）	418.4	440.6	487.3	537.5	591.4
毛利率 (%)	8%	8%	9%	9%	9%
营业收入（万元）	2,562,700.0	2,693,450.0	2,828,122.5	2,969,528.6	3,118,005.1
营业成本（万元）	2,357,684.0	2,473,162.4	2,584,454.7	2,700,755.2	2,822,289.2
毛利额（万元）	205,016.0	220,287.6	243,667.8	268,773.5	295,715.9
费用率 (%)	5.68%	5.60%	5.30%	5.23%	5.10%
期间费用（万元）	145,561.36	150,833.20	149,890.49	155,306.35	159,018.26
利润总额（万元）	59,454.64	69,454.40	93,777.30	113,467.11	136,697.65
净利润（万元）	44000	52090.8	70332.97463	85100.33104	102523.2344
总股本（万股）	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27
贡献 EPS (元)	0.032	0.038	0.052	0.062	0.075

资料来源：公司公告，第一创业证券

表 11 首批待注入铁矿资产备考盈利预测简表



项目	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
司家营一期(27.76%)(万吨)	254	254	254	254	254
司家营二期及其他(万吨)	500	550	800	800	800
权益产量合计(万吨)	570.51	620.51	870.51	870.51	870.51
主营业务收入(万元)	599,035.92	620,510.40	870,510.40	870,510.40	870,510.40
主营业务成本(万元)	292,671.84	322,665.41	466,245.37	466,245.37	466,245.37
期间费用(万元)	102,691.87	102,384.22	139,325.19	135,145.43	131,091.07
吨矿净利(元/吨)	267.75	236.25	228.26	231.86	235.36
净利润(万元)	152,754.16	146,595.58	198,704.88	201,839.70	204,880.47
预计总股本(万股)	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27
贡献EPS(元)	0.11	0.11	0.15	0.15	0.15

资料来源:公司公告,第一创业证券

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120