

钢铁

2017年01月12日

河钢股份 (000709)

——供给侧改革再升级，长材占比高的龙头钢企将充分受益

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据:	2017年01月11日
收盘价(元)	3.46
一年内最高/最低(元)	3.6/2.62
市净率	0.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	36735
上证指数/深证成指	3136.75/10215.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2016年09月30日
每股净资产(元)	4.17
资产负债率%	74.14
总股本/流通A股(百万)	10619/10617
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《晨会推荐 170112》 2017/01/12

《钢价弱势企稳，“地条钢”治理加码，建议超配钢铁股——钢铁行业周报（2017/01/02——2017/01/06）》 2017/01/09

证券分析师

孟焱勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

姚洋 A0230114070002
yaoyang@swsresearch.com

联系人

郇悦轩
(8621)23297818×7425
liyxx@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- 河北省本轮供给侧改革再升级，唐山地区中频炉或面临一刀切，利好周边长材钢企。“十三五”期间，河北省计划压减炼铁、炼钢产能 4989、4913 万吨，2016 年去产能任务提前完成；目前全国中频炉产能约 1.5 亿吨，年产量达 7500 万吨，如果全部淘汰建筑钢材有效供给将减少 6750 万吨。目前唐山地区中频炉产能约 2000 多万吨，日产量 2 万多吨，如果全部清除预计影响河北省长材的 24%，利好周边高炉长材占比高的企业。
- 2017 年地产投资和新开工不应悲观，财政刺激基建发力拉动钢材需求。2016 年地产销售火爆，去库存明显，土地成交持续走低，据我们测算，2017 年在地产销售降幅不超过 16.75% 的条件下，商品房库存周期将继续下降。政府虽出台政策打压投机性购房和限制“地王”，但同样放松了土地供给。地产企业现金流和净负债率改善，未来拿地能力增强，龙头企业如万科在 2016Q4 已加大拿地力度，对 2017 年地产投资和新开工不应悲观。货币政策边际效用减弱，稳增长下基础设施建设仍是重点，预计 2017 年基建投资增速 18% 左右，规模 18 万亿以上，拉动钢材需求。
- 河北省钢企航母，综合实力突出，长材占比相对较高。1) 四大核心板块打造多元化产品结构，长材占比相对较高。公司产品几乎涵盖市场所需所有钢材，拥有优质建筑用钢材、精品板材基地、优质钒钛基地和汽车板四大板块。公司长材合计占比 33.12%，相对较高。2) 产品结构调整优化不断，盈利能力位居行业前列。公司积极开发品种、开拓市场，着力增加适销对路的重点品种，有效促进了品种结构的调整优化，2016Q1-3 公司总体毛利率 12.78%，2016H1 吨钢毛利 282 元，均位居行业前列。3) 原燃料长协锁定供应稳定，降本增效，公司成本控制能力强。铁矿石采用外部采购+自有矿石补充的模式，资源供应稳定。集团自有矿产不断增加，上市公司铁矿石供应保障进一步提高。公司自身焦化系统一定程度抵消焦炭价格快速上涨带来的影响，长协协议锁定供应。4) 环保违规成本提高，监管趋严，利好行业龙头河钢。“十三五”规划钢铁环保能耗指标再升级，小钢企无力承担环保成本或将面临停产淘汰，河钢股份在环保方面走在前列，提前达到国家十三五标准。
- 背靠集团国际化战略，全球资源配置能力提高。集团依托德高建设国际市场开发主基地，依托 PMC 建设海外实业发展主基地。全球化战略提高集团全球资源配置能力，也符合国家“一带一路”战略、促进中国优势产能“走出去”，同时国内钢铁行业过剩产能境外转移是趋势。河钢股份必将依托集团优势，进一步打开国际市场，原燃料供应更有保障。
- 投资建议：公司是河北省龙头钢企，综合实力突出，背靠集团国际化战略，在供给侧改革和“去中频炉”的背景下将巩固竞争优势。2017 年地产投资和新开工不应悲观，财政刺激基建继续发力，公司长材占比较高充分受益。我们看好公司的中长期发展，预计 2016-2018 的 EPS 分别为 0.11、0.20、0.21 元/股，当前股价对应 PE 为 31、17、17 倍。公司目前 PB 仅 0.83 倍，低于行业平均的 1.09 倍，首次覆盖，给予“买入”评级！

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	73,103	59,112	77,297	96,493	92,531
同比增长率(%)	-25.60	-3.40	5.74	24.83	-4.11
净利润(百万元)	573	933	1,190	2,101	2,181
同比增长率(%)	-17.75	83.90	107.52	76.55	3.81
每股收益(元/股)	0.05	0.09	0.11	0.20	0.21
毛利率(%)	13.3	12.8	13.3	13.6	13.7
ROE(%)	1.3	2.1	2.7	4.5	4.5
市盈率	64		31	17	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是国内最大的综合性钢企之一，也是钢铁供给侧改革重省河北省的龙头钢企。在供给侧，落后产能、中频炉的产能压减将提高行业集中度。需求端，财政刺激基建发力，地产投资和新开工有望超预期，看好长材需求。河钢股份四大核心板块打造多元化产品结构，长材占比相对较高；原燃料长协锁定供应稳定，降本增效，公司成本控制能力强；环保违规成本提高，监管趋严，利好行业龙头河钢。另外公司背靠集团国际化战略，全球资源配置能力提高。

我们看好公司的中长期发展，预计 2016-2018 的 EPS 分别为 0.11、0.20、0.21 元/股，当前股价对应 PE 为 31、17、17 倍。公司目前 PB 仅 0.83 倍，低于行业平均的 1.09 倍，首次覆盖，给予买入评级。

关键假设点

房地产销售未大幅下降

供给侧改革去产能顺利推进

有别于大众的认识

在供给端，市场对于去“地条钢”和“中频炉”对于长材供给带来的巨大压力预期不充分，我们认为目前国家已将去地条钢上升为政治任务，对于地条钢零容忍。对于中频炉的去产能步步加码，如果中频炉生产的建筑钢材被全部淘汰，建筑钢材有效供给将减少 6750 万吨，而这一部分需求将由以高炉为主的合法合规的钢厂来供给。唐山中频炉建材产量占河北建材产量 24%，如果届时一刀切将极大利好周边长材占比高的高炉企业。

在需求端，市场对于 2017 年的需求比较悲观，认为政策压力导致销售率下滑，房地产投资必将遭受极大影响。我们认为 2016 年地产销售火爆，去库存明显，土地成交持续走低，未来新增商品房供应将减少，未来地产销售不大幅下降的情况下，商品房库存还会继续下降，政府虽出台政策打压投机性购房和限制“地王”，但同样放松了土地供给，地产企业现金流和净负债率改善，未来拿地能力增强，龙头企业已加大拿地力度，对 2017 年地产投资和新开工不应悲观。

市场认为在全球钢铁企业忙于收缩、玻璃和出售资产的背景下，河钢集团全球资产收购显得不合时宜，但我们认为集团国际化战略意义重大。1) 符合国家“一带一路”战略、促进中国优势产能“走出去”；2) 集团全球资源配置能力提高。3) 国内钢铁行业产能过剩，过剩产能境外转移是趋势。而背靠集团的河钢股份必将受益，进一步打开国际市场，原燃料供应更有保障。

股价表现的催化剂

钢铁供给侧改革去产能政策趋严

钢材价格上涨

房地产新开工面积超预期

核心假设风险

钢铁供给侧改革低于预期

固定资产投资增速大幅下滑

目录

1. 供给端：供给侧改革重地河北去产能打赢第一仗，唐山中频炉或一刀切利好周边长材钢企	7
1.1 河北省是供给侧改革急先锋，2016 年提前超额完成任务	7
1.2 唐山地区中频炉或面临一刀切，利好周边长材钢企	10
2. 需求端：2017 年地产投资和新开工不应悲观，财政刺激基建发力拉动钢材需求	12
2.1 2017 年地产投资和新开工不应悲观.....	12
2.2 财政刺激基建发力拉动钢材需求	15
3. 河钢：河北省钢企航母，综合实力突出，长材占比相对较高	17
3.1 四大核心板块打造多元化产品结构，长材占比相对较高	17
3.2 产品结构调整优化不断，盈利能力位居行业前列	18
3.3 原燃料长协锁定供应稳定，降本增效，公司成本控制能力强	20
3.4 环保违规成本提高，监管趋严，利好行业龙头河钢	22
3.5 获现能力增强，偿债指标修复，公司实际偿债能力无忧	23
4. 背靠集团国际化战略，全球资源配置能力提高	25
4.1 集团国际化战略，提高全球资源配置能力	25
5. 盈利预测与投资建议	28

图表目录

图 1: 2016 年去产能加速完成	7
图 2: 2016 年去除产能以无效产能为主	7
图 3: 河北省钢材结构占比.....	11
图 4: 40 大中城市房屋销售面积当月同比 (%)	12
图 5: 40 大中城市房屋新开工面积累计同比 (%)	12
图 6: 各线城市商品房可销售面积同比 (%)	12
图 7: 各线城市商品房库存周期 (月)	12
图 8: 100 大中城市未来 2 年住宅供给将下滑 (万平方米)	13
图 9: 龙头地产企业净负债率显著降低 (%)	14
图 10: 龙头地产企业经营性现金流/负债大幅改善.....	14
图 11: 基建投资细分行业情况一览 (亿、%)	15
图 12: 入库项目正在加速落地, 落地率稳步提升	16
图 13: 9 月末 PPP 项目数行业分布情况.....	16
图 14: 9 月末 PPP 项目投资额行业分布 (亿元)	16
图 15: 2015 年河钢股份产销规模上市公司第一	17
图 16: 依托四大核心板块打造多元化产品结构.....	17
图 17: 2008-2016Q3 公司营业收入	18
图 18: 2008-2016Q3 公司净利润.....	18
图 19: 申万钢铁指数 35 家上市公司净利润 (亿元)	19
图 20: 2016Q1-3 总体毛利率位居行业前列	19
图 21: 河钢股份 2016H1 吨钢毛利 282 元, 位居行业前列.....	19
图 22: 铁矿石价格走势 (元)	21
图 23: 焦炭焦煤价格走势 (元)	21
图 24: 资产负债率上升趋势在下半年有所缓解.....	24
图 25: 河钢股份资产负债率处于行业较高水平	24
图 26: 2016 年公司流动比率和速动比率止跌修复	25
图 27: 资源、制造、贸易三大核心业务板块	26

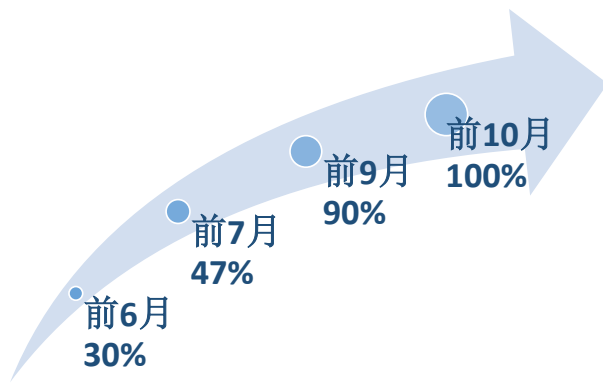
表 1: 十二五”河北省钢铁产能淘汰汇总 (万吨)	7
表 2: 河北省 2016 年化解钢铁过剩产能企业及装备名单 (截止 11 月底) (万吨) 8	
表 3: 河北供给侧改革要点.....	10
表 4: 中频炉政策和影响	10
表 5: 2017 年地产库存周期预测.....	13
表 6: 本轮调控主要措施和城市	14
表 7: 公司主要产品的产量、销量情况 (万吨)	18
表 8: 2015 年末河钢集团铁精粉产能和规划产能情况	20
表 9: 公司主要原燃料的采购情况 (万吨、亿元)	21
表 10: “十三五”钢铁工业调整升级主要环保能耗指标目标	22
表 11: 中国钢材吨钢环保成本测算 (单位: 元/吨)	22
表 12: 2013~2015 年公司主要排放情况	23
表 13: 2013~2015 年公司偿债能力分析.....	24
表 14: 河钢集团海外收购案例	26
表 15: 收入成本拆分表 (百万, %)	28
表 16: 可比公司估值表.....	29
表 17: 盈利预测表 (百万元、元)	29

1. 供给端：供给侧改革重地河北去产能打赢第一仗，唐山中频炉或一刀切利好周边长材钢企

1.1 河北省是供给侧改革急先锋，2016 年提前超额完成任务

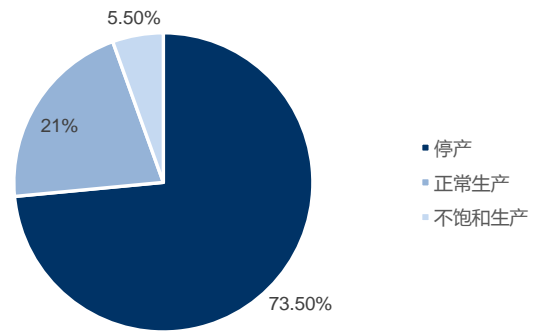
2016 年前 10 月全国去产能提前完成。今年上半年钢铁去产能仅完成全年任务量的 30%，7 月去产能大幅提速，单月完成 17%，2016 年 1-7 月份全国共退出钢铁产能 2126 万吨，完成全年进度进度的 47%，8 月份发改委等有关部门进一步加大去产能监督力度，压力自上而下传导，各省市抓紧加大执行力度，去产能加速，前 9 月完成 90%，10 月底完成国家 4500 万吨的目标，全年基本完成合计 9000 万吨的各省去产能目标，仅部分省份未完成验收。虽然去产能数量上大超预期，但其中有效产能占比较低，2016 年各省去产能目标中，73.5% 已经处于停产状态，21% 正常生产，5.5% 不饱和和生产状态。

图 1：2016 年去产能加速完成



资料来源：申万宏源研究

图 2：2016 年去除产能以无效产能为主



资料来源：申万宏源研究

坚决遏制产能扩张，加速转型升级，河北省是供给侧改革急先锋。河北省是首个与国家签订去产能责任书的省份，并提出“6643”工程（到 2017 年压减钢铁产能 6000 万吨、煤炭消费 4000 万吨，“十二五”末压减水泥 6100 万吨、平板玻璃 3600 万重量箱）。2014 年 6 月，《河北省钢铁产业结构调整方案》受国务院批复后，河北省压减产能、整合重组、优化布局、转型升级、国际产能合作等工作全面展开。“十二五”期间，河北省共关停拆除高炉 87 座、转炉及电炉 94 座，压减炼铁产能 3391 万吨、炼钢 4106 万吨。截至 2015 年底，全省炼钢产能 2.83 亿吨，并在经济、就业、等问题上实现了软着陆，未发生区域性系统风险。

表 1：“十二五”河北省钢铁产能淘汰汇总（万吨）

	炼铁	炼钢
2011-2012	828	1413
2013	558	761
2014	1448	1302
2015	557	630

十二五合计

3391

4106

资料来源：申万宏源研究

河北省本轮供给侧改革再升级，2016年提前超额完成任务，2017年目标再提高。“十三五”期间，河北省计划压减炼铁产能4989万吨、炼钢4913万吨，其中到2017年压减炼铁产能3715万吨、炼钢3117万吨。为减轻2017年的压力，河北省在2016年第一批压减炼铁1077万吨、炼钢820万吨的基础上，调增全年压减任务，同步下达第二批炼铁649万吨、炼钢602万吨任务，两批共压减炼铁1726万吨、炼钢1422万吨。截止11月底，全省完成化解炼铁产能1761万吨，炼钢产能1624万吨。今年全国去除4500万吨钢铁产能的任务，河北省占了三分之一。2016年12月，河北省经济工作会议将2017年去产能工作目标再次提高，计划压减炼铁产能1714万吨、炼钢产能1986万吨。

表2：河北省2016年化解钢铁过剩产能企业及装备名单（截止11月底）（万吨）

序号	企业名称	炼钢(转炉)			炼铁(高炉)		
		炉容(吨)	座数	产能	炉容(m3)	座数	产能
	合计		24	1624		33	1761
一	唐山市		12	783		15	786
1	河钢集团有限公司		2	120		3	125
		55	2	120	450	1	52
	唐山钢铁集团有限责任公司	2座55吨转炉炼钢产能166万吨，其中：46万吨用于河钢集团石钢公司搬迁项目产能指标置换。					
					450	1	21
	宣化钢铁集团有限责任公司	450立方米高炉炼铁产能52万吨，其中31万吨用于唐山1580立方米高炉项目产能置换。					
	承德钢铁集团有限公司				450	1	52
2	唐山松汀钢铁有限公司				450	1	52
3	唐山燕山钢铁有限公司				450	2	104
4	河北鑫达钢铁有限公司	60	1	75	450	1	52
					580	1	65
5	迁安市九江线材有限责任公司	50	1	70	480	1	54
6	河北荣信钢铁有限公司	50	1	70			
7	唐山东海钢铁集团有限公司	40	1	60			
8	唐山兴隆钢铁有限公司				450	1	52
9	唐山安泰钢铁有限公司	35	1	53			
10	唐山贝氏体钢铁(集团)公司				600	1	65
11	唐山市清泉钢铁集团有限责任公司	45	2	130			
12	唐山新宝泰钢铁有限公司				450	1	52
13	河北津西钢铁集团正达有限公司	60	1	75	500	1	58
14	唐山市玉田建邦实业有限公司	40	1	60	450	1	52
15	迁安轧一钢铁集团有限公司	40	1	70	450	1	55
二	邯郸市		7	462		6	353
16	崇利制钢有限公司				505	1	58
17	河北纵横钢铁集团有限公司	65	1	78	450	1	52

18	河北新武安钢铁集团烘熔钢铁有限公司				620	1	67
19	武安市永诚铸业有限责任公司	55	1	83	460	1	53
		50	1	75	630	1	60
20	河北普阳钢铁有限公司	购买宣化县坤源矿业有限公司 630 立方米高炉 68 万吨炼铁产能中的 60 万吨，用于完成压减任务。					
21	河北新金钢铁有限公司	40	1	60	600	1	63
22	河北文丰钢铁有限公司	35	1	53			
23	河北新武安钢铁集团东山冶金有限公司	40	1	60			
24	河北新武安钢铁集团文安钢铁有限公司	35	1	53			
三	秦皇岛市		1	75		4	277
25	河北安丰钢铁有限公司				550	1	64
26	昌黎县兴国精密机件铸造有限公司				680	1	70
					450	1	52
27	卢龙百恒实业有限公司				450	1	52
28	秦皇岛佰工钢铁有限公司	60	1	75			
					580		39
29	秦皇岛顺先钢铁有限公司	580 立方米高炉已于 2015 年 12 月拆除，炼铁产能 67 万吨，其中 28 万吨计入 2015 年压减任务。					
四	邢台市		2	132		4	140
30	沙河市华远冶金有限责任公司				206	1	24
					318	1	37
31	内丘顺达重工机械有限公司				440	1	52
32	河北钢铁集团龙海钢铁有限公司	40	1	60			
33	邢台金丰球铁科技有限公司				230	1	27
34	南宫市双龙金属制品有限公司	60	1	72	方案基数内未投产，不申领奖补资金		
五	石家庄市		1	100			
35	河北敬业集团有限责任公司	80	1	100			
六	廊坊市		1	72		3	156
36	霸州市新利钢铁有限公司				450	1	52
37	河北前进钢铁集团有限公司	60	1	72	450	2	104
七	辛集市					1	49
38	辛集市澳森钢铁有限公司				420	1	49
八	张家口市					1	60
					630	1	60
39	宣化县坤源矿业有限公司	630 立方米高炉炼铁产能 68 万吨，其中：8 万吨由唐山市曹妃甸区腾达科技有限公司购买，用于铁合金项目产能指标置换；60 万吨由河北新武安普阳钢铁有限公司购买，用于完成压减炼铁产能指标，计入邯郸市任务。					

资料来源：《河北省 2016 年完成化解钢铁过剩产能》、申万宏源研究

优化产业布局和着眼转型升级同步跟上。除了对于产能的压减之外，河北省在对于钢铁行业产业升级方面提出了“2310”产业格局。力争到2020年，形成以河钢、首钢两大集团为主导，以迁安、丰南、武安三个地方钢铁集团为支撑，10家特色钢铁企业为补充的“2310”产业格局，实现由钢铁大省向钢铁强省的转变。

表 3：河北供给侧改革要点

重点方向	目标措施
强化目标导向	严控新增产能，一旦发现违规新建钢铁项目，所在市、县党政主要负责同志一律先免职、再处理
聚焦重点难点	力促“僵尸企业”市场出清，把处置“僵尸企业”作为化解过剩产能的“牛鼻子”
突出标准约束	依法加大处置力度，对不达标的企业责令限期整改，整改后仍不达标的依法关停退出
优化产业布局	形成以河钢和首钢两大集团为龙头、3家地方集团为重点、10家左右特色企业为支撑的“2310”新格局，钢铁企业由109家减少到60家左右；“十三五”期间，张家口、保定、廊坊钢铁产能全部退出
强化政策支持	在用足用好国家奖补资金的同时，多方筹集资金设置化解钢铁过剩产能“资金池”，专项用于企业去产能资产损失奖补、职工分流安置等
着眼转型升级	力争到“十三五”末，全省钢铁行业主体装备达到国际先进水平，品种钢和特种钢比重明显提高，非钢业务收入占比达30%以上

资料来源：申万宏源研究

1.2 唐山地区中频炉或面临一刀切，利好周边长材钢企

中央高度重视，强力打击中频炉等违法产能。以江苏省新沂市违法生产“地条钢”为导火索，打击中频炉等违法产能浪潮席卷全国。8月17日，国务院组织10个督查组，赴各省市对钢铁煤炭化解过剩产能工作专项督查。12月初，国家发改委等五部门联合印发了《关于坚决遏制钢铁煤炭违规新增产能 打击“地条钢”规范建设生产经营秩序的通知》，对“地条钢”再度施加政策高压。12月22日，中共中央政治局常委会听取国务院关于华达和安丰两钢厂违法违规行为调查处理的汇报，责成江苏、河北两省政府向国务院作出深刻检查，对于有关领导人和相关责任人进行问责，责令两省对于中频炉进行彻底整治。唐山地区中频炉面临一刀切的消息也将去“中频炉”和“地条钢”推至风口浪尖。

2017年1月10日中国钢铁工业协会理事会议上，国家发改委副主任林念修表示，2017年6月30日之前，“地条钢”生产企业必须全部清除，这是政治任务。另外会中提到，河北用中频炉工频炉轧制、加铬后以“方钢”名义出口问题以引起政府部门注意。

表 4：中频炉政策和影响

省市	政策	产能（万吨）	影响产量
江苏	徐州、连云港、宿迁、盐城范围内，11月29日相关中频炉全部停产拆除、30日市政府检查拆除工作	4000	江苏省建筑钢材日均产量的25%-30%
山东	省政府自11月28日开始要求省内中频炉钢厂开始检修停工，主要从安全、质量、环保等各方面要求各钢厂自查	1610	3.5万吨/天
四川	各市州对非法使用中频炉、工频炉等非法设备要断电、断水并立即拆除	1000	四川省建筑钢材日均产量的40%-45%
唐山	要求排查清除中频炉、工频炉融化生产建筑钢材的装备并于12月12日17时前上报发改委、市工信局	2000	约50万吨/月

合计

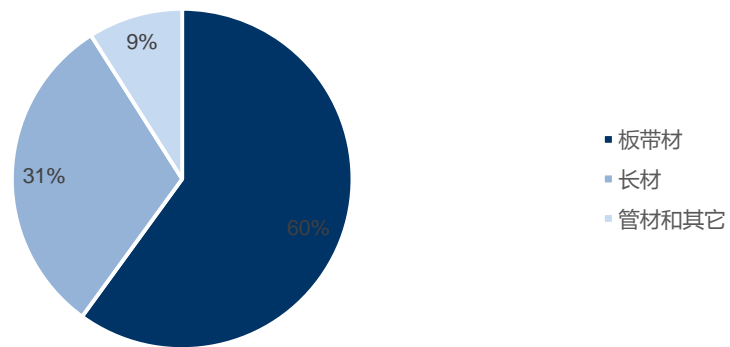
8610

资料来源：Mysteel、申万宏源研究

全国去“中频炉”将减少有效供给 6750 万吨。根据 Mysteel 最新数据，目前全国中频炉产能约 1.5 亿吨，2016 年年产量或达 7500 万吨，90% 以上为长材（螺纹、盘螺、圆钢等）。虽然目前淘汰产能主要集中在生产“地条钢”的中频炉，但我们认为最终用于建筑钢材生产的中频炉都将被淘汰，乐观假设中频炉生产的建筑钢材被全部淘汰，建筑钢材有效供给将减少 6750 万吨，而这一部分需求将由以高炉为主的合法合规的钢厂来供给。

去“中频炉”和“地条钢”利好唐山周边长材钢企。唐山地区作为河北省钢铁重镇，短流程棒线厂家众多，根据 Mysteel 统计，目前唐山地区中频炉产能约 2000 多万吨，日产量 2 万多吨。按照河北省 2015 年底炼钢产能 2.83 亿吨，长材占比约 31%，考虑到 2016 年前 11 个月完成去炼钢产能 1624 万吨，那么预计 2000 多万吨的中频炉产能至少占到河北省 2016 年底炼钢产能的 7.5%，长材产能的 24%，如果这一部分产能被清除，在供给端是极大的收缩，利好周边高炉长材占比高的企业。在 2016 年 12 月 6 日，唐山市钢铁煤炭行业化解产能领导小组下发《关于进一步排查非法生产地条钢的紧急通知》后，基本上唐山地区中频炉进入停产状态，并且 30 吨及以下中频炉或面临限期拆除，40 吨及以上暂不拆除。我们认为即使最后 40 吨以上设备保留，也不会继续用于建筑钢材的生产。

图 3：河北省钢材结构占比



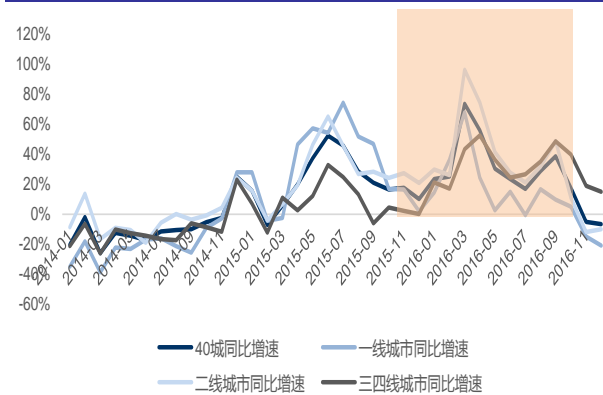
资料来源：Mysteel、申万宏源研究

2. 需求端：2017 年地产投资和新开工不应悲观，财政刺激基建发力拉动钢材需求

2.1 2017 年地产投资和新开工不应悲观

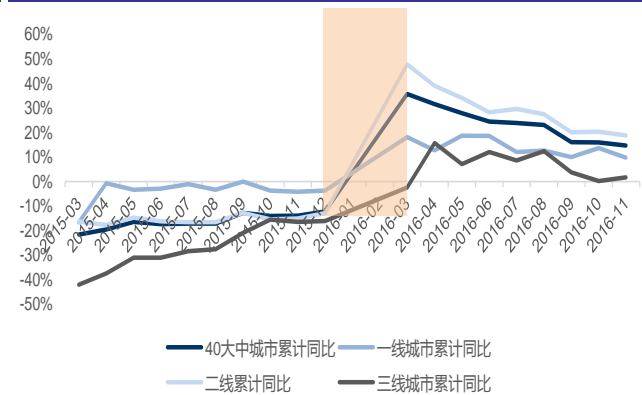
16 年地产销售火热，新开工面积不温不火。2015 年底以来，地产市场持续火热，销售金额和面积大幅增长，2016 前 10 个月中 40 大中城市房屋销售面积当月同比均大幅增加。但房地产开发投资增速不温不火，新开工面积增速由高走低，2016 1-11 月 40 大中城房屋新开工面积累计同比仅增长 16%。

图 4：40 大中城市房屋销售面积当月同比 (%)



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 5：40 大中城市房屋新开工面积累计同比 (%)



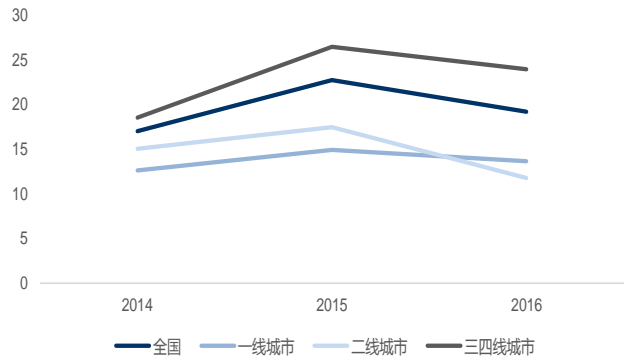
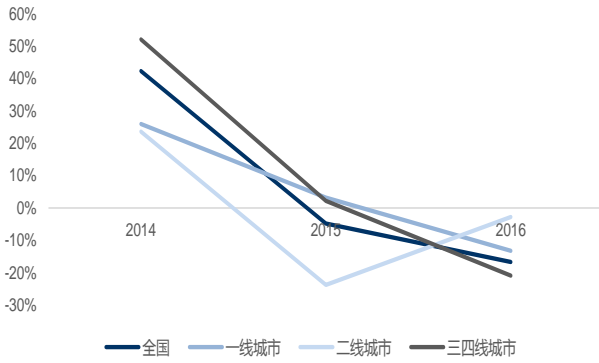
资料来源：Wind、申万宏源研究

房地产处于去库存阶段。我们选取 15 城的商品房可售面积和销售面积作为样本(北京、上海、广州、深圳、苏州、南昌、福州、惠州、南宁、江阴、温州、泉州、南充、蚌埠)，按照一线、二线、三四线城市商品房销售面积的结构比例，放大可售面积和销售面积，再通过对比前一年的可销售面积和今年的销售量模拟相应的商品房库存周期，测算得出 2016 年全国商品房库存周期为 19.2 个月，较 2015 年减少 3.5 个月，2016 年底可售面积为 19.3 亿平方米。

商品房库存预测和实际新开工面积可互相印证。我们发现目前一线和三四线城市商品房可售面积和库存周期均在下降，而二线城市虽然目前可售面积同比较下降不明显，但由于销售增长，商品房库存周期同样在下降。这个结果与 40 大中城市新开工面积增速可以互相印证，二线城市新开工面积增速最快，可售面积下降不明显，一线城市和三四线城市新开工面积增速低于平均水平，可售面积有较大幅度下降，并且三四线城市降幅最大。

图 6：各线城市商品房可售面积同比 (%)

图 7：各线城市商品房库存周期 (月)

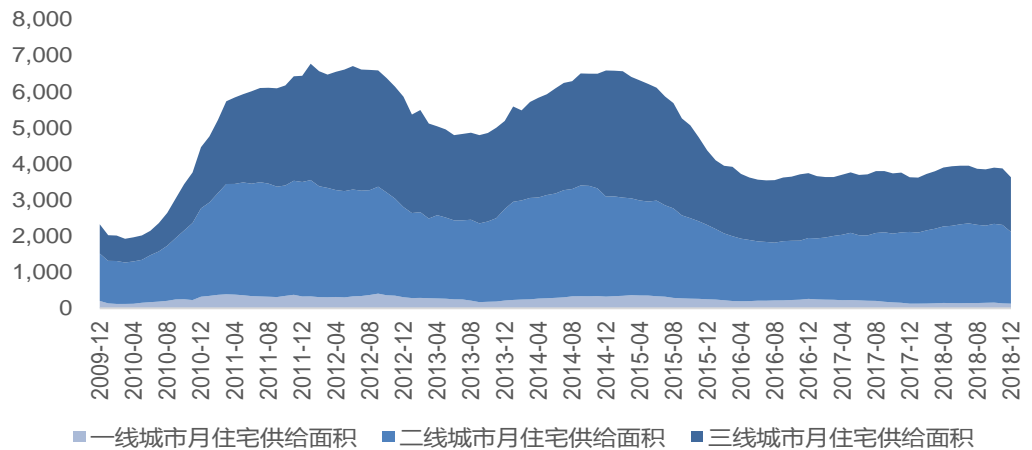


资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

未来 2 年住宅供给仍将保持低位，在 2017 年商品房销售面积下滑不超过 16.75% 的条件下，商品房库存仍将下降。成交土地规划建筑面积自 2010 年以来呈下降趋势，2016 年土地成交面积创近 6 年新低，地产土地开发周期为 1-2 年，通过对过去 12-24 月前月度土地交易数据平均化我们可以发现未来 2 年住宅供给仍将下降，2017 年住宅供给将下降 1.51%。通过敏感性分析，我们认为在 2017 年商品房销售增速不低于 -16.75% 的情况下，房地产库存周期仍然将下降。

图 8：100 大中城市未来 2 年住宅供给将下滑（万平方米）



资料来源：Wind、申万宏源研究

表 5：2017 年地产库存周期预测

销售增速假设	相应年销售面积 (万平方米)	年末可销售面积 (万平方米)	库存周期 (月)
10.00%	159500	137983	14.52
5.00%	152250	145233	15.21
0.00%	145000	152483	15.97
-5.00%	137750	159733	16.81
-10.00%	130500	166983	17.74
-15.00%	123250	174233	18.79

-16.79%	120662	176821	19.19
-20.00%	116000	181483	19.96

资料来源：申万宏源研究

政府虽出台政策打压投机性购房和限制“地王”，但同样放松了土地供给。在百城房价连涨、核心城市地王频出推升房价、房地产投资升温，住房杠杆加大、开发商媒体等过度渲染的背景下，政府出台调控政策，在区别对待房地产去库存问题，一城一策，一二线城市防泡沫，三四线城市结合城镇化进行的总原则下，政府虽出台政策打压投机性购房和限制“地王”，但同样放松了土地供给。尤其在中央经济工作会议中，首次提到要适度增加土地供给，我们认为这对 2017 年开发商拿地有积极影响！

表 6：本轮调控主要措施和城市

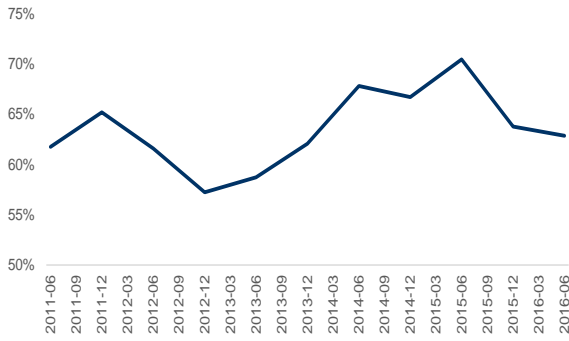
主要调控措施	调控城市
通过限购、限贷遏制无序购房，遏制过度投资投机	北京、上海、天津、深圳、杭州、武汉、成都、南京、广州、济南、厦门、合肥、福州、无锡、郑州、苏州、珠海、中山、东莞、惠州、佛山、南昌等
通过增加土地、新房供应，提高土地竞拍门槛遏制土地过热和地王频出	增加土地和新房供应：北京、成都、无锡、合肥、苏州、南京、深圳、广州、厦门、珠海、福州、上海；加强开发商土地准入限制：无锡、合肥、深圳、珠海、福州、上海
通过预售管理、售价管理，规范网签、销售和广告规范开发商行为，打击捂盘惜售、囤积房源、闲置土地	北京、天津、成都、无锡、合肥、苏州、深圳、广州、佛山、南宁、厦门、珠海、惠州、福州、东莞、上海等
通过严查开发商资金来源，严查企业和个人购房资金来源，严查偷税漏税行为打击和遏制各种资金违规进入房市	深圳、上海
房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地；严格限制房地产开发企业发行企业债券融资，用于商业性房地产项目	全国（上交所）

资料来源：申万宏源研究

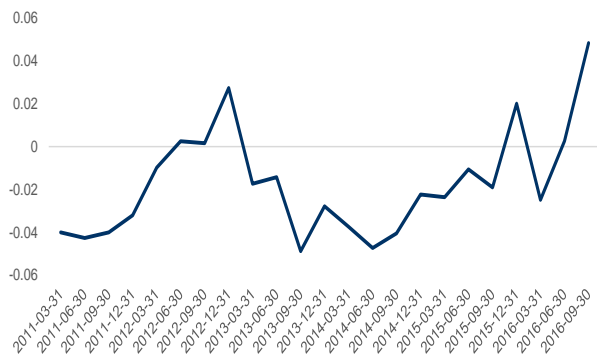
企业未来拿地开发的能力在提升。地产企业因库存下降而将自然产生的补库存需求，地产企业财务状况改善也可支持拿地需求，万科在 10 月地产调控政策出台后拿地 159.9 万平米，为年内第三高，环比 9 月增加超过 400%，12 月拿地 190.74 万平米，创 2013 年来的单月拿地新高，表明龙头企业已开始为明后年项目做储备。

图 9：龙头地产企业净负债率显著降低（%）

图 10：龙头地产企业经营性现金流/负债大幅改善



资料来源：Wind、申万宏源研究



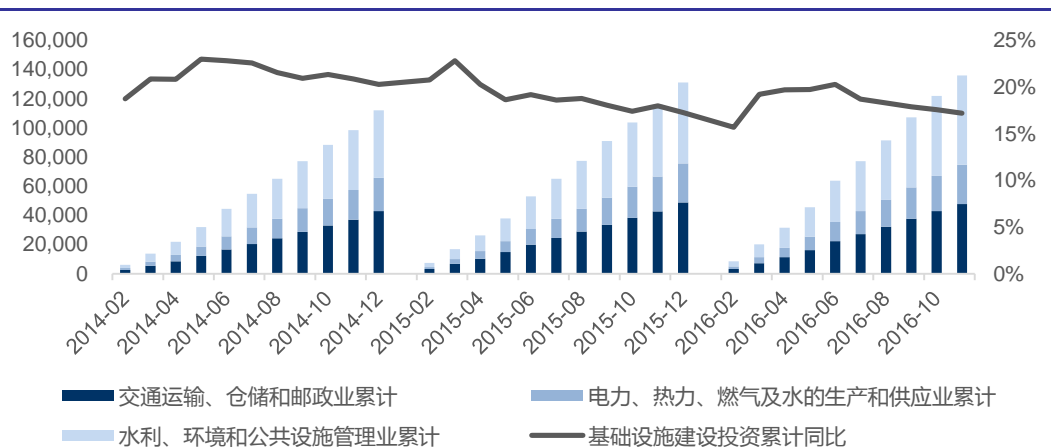
资料来源：Wind、申万宏源研究

对 2017 年地产投资和新开工不应悲观。我们认为 2016 年地产销售火爆，去库存明显，土地成交持续走低，未来新增商品房供应将减少，未来地产销售不大幅下降的情况下，商品房库存还会继续下降，政府虽出台政策打压投机性购房和限制“地王”，但同样放松了土地供给，地产企业现金流和净负债率改善，未来拿地能力增强，龙头企业已加大拿地力度，对 2017 年地产投资和新开工不应悲观！

2.2 财政刺激基建发力拉动钢材需求

货币政策边际效用减弱，稳增长下基础设施建设仍是重点。2017 年经济下行压力依然存在，而长期宽松的货币政策边际效用减弱，目前汇率、资产价值泡沫等问题也一定程度上限制了货币宽松的政策空间，在这样的背景下，财政刺激基建发力仍将是投资重点。2016 年前 11 个月基础设施建设投资累计同比上升 17.21%，其中水利、环境和公共设施管理业是主要增量。

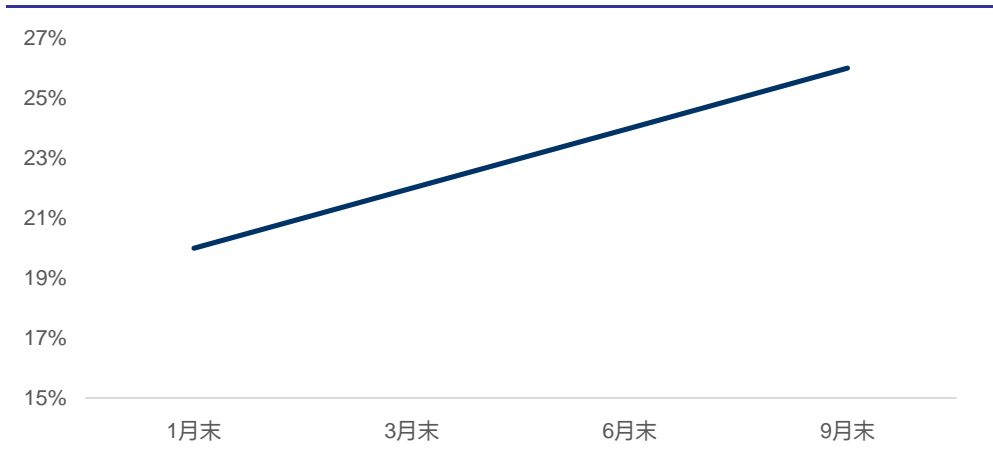
图 11：基建投资细分行业情况一览（亿、%）



资料来源：Wind、申万宏源研究

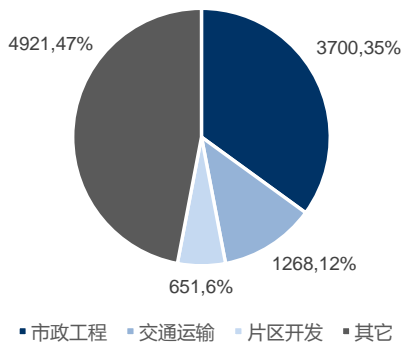
国内 PPP 项目将是基建投资的有力支撑，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。目前 PPP 因其能将社会资本引入基础建设投资的优势，被广泛用于基建投资中。截止 2016 年 9 月 30 日，全国全部入库项目 10,471 个，总投资额 12.46 万亿元，其中已进入执行阶段项目 946 个，总投资额 1.56 万亿元，落地率 26%，与 6 月末相比，入库项目正在加速落地，落地率稳步提升。其中基建类项目是 PPP 主力，其中，市政工程、交通运输、片区开发 3 个行业项目数和投资额均居前三位，分别占入库项目总数、总投资额的 53.7%、68.0%。

图 12：入库项目正在加速落地，落地率稳步提升



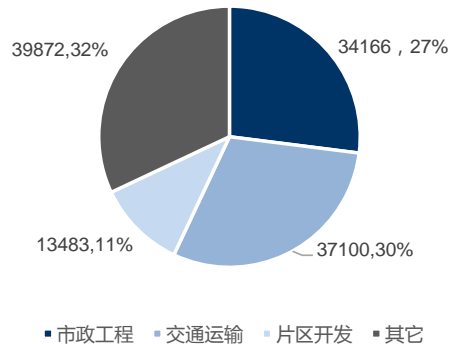
资料来源：财政部、申万宏源研究

图 13：9 月末 PPP 项目数行业分布情况



资料来源：财政部、申万宏源研究

图 14：9 月末 PPP 项目投资额行业分布 (亿元)



资料来源：财政部、申万宏源研究

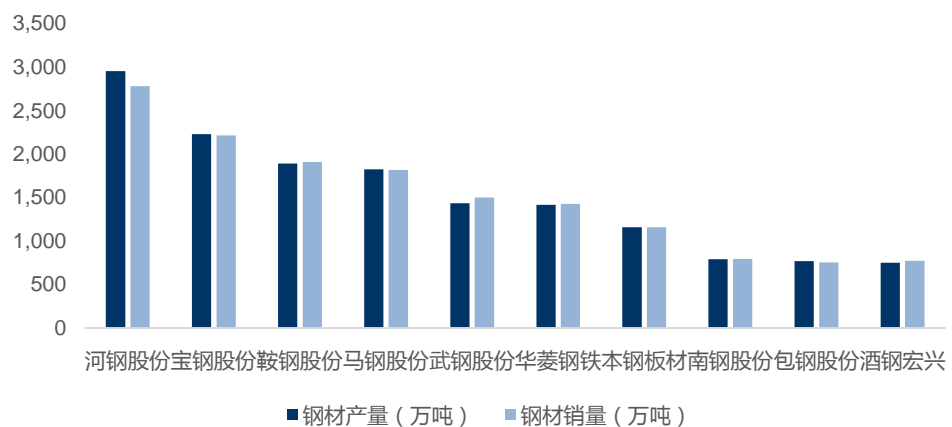
预计 2017 年基建投资增速 18% 左右，规模 18 万亿以上，拉动钢材需求。我们预计 2017 基建投资增速将继续维持高位，全年增速 18% 左右，预计规模达 18 万亿以上，基础设施建设推进将带动制造业温和回升，民间投资有望继续企稳回升，将有利于拉动钢材的消费。

3. 河钢：河北省钢企航母，综合实力突出，长材占比相对较高

3.1 四大核心板块打造多元化产品结构，长材占比相对较高

国内最大钢铁企业之一。河钢集团在宝武钢铁集团成立之前是国内最大的钢铁集团，粗钢产量达 5000 余万吨。作为河钢集团的核心和唯一钢铁主业上市平台，河钢股份是由原唐钢股份、邯钢钢铁和承德钒钛三家上市公司强强联合、通过证券市场吸收合并组建的特大型钢铁企业。公司逐步建设了国家重点技术改造项目 1700 热轧超薄带钢生产线、冷轧薄板深加工项目及带钢表面涂镀层工程、氧化钒生产线技术改造和钒钛资源综合利用技改项目等一系列产品深加工工程。经过不断的技术改造和产业升级，河钢股份的主业装备已经实现了现代化和大型化，整体工艺装备达到国际先进水平，目前钢材年产能达到 3000 余万吨。2015 年公司生铁、粗钢和钢材产量分别为 3090 万吨、3141 万吨和 2955 万吨，钒渣 16.8 万吨，当年钢材销量为 2782 万吨，产量规模位列 2015 年国内钢铁上市公司第一位。

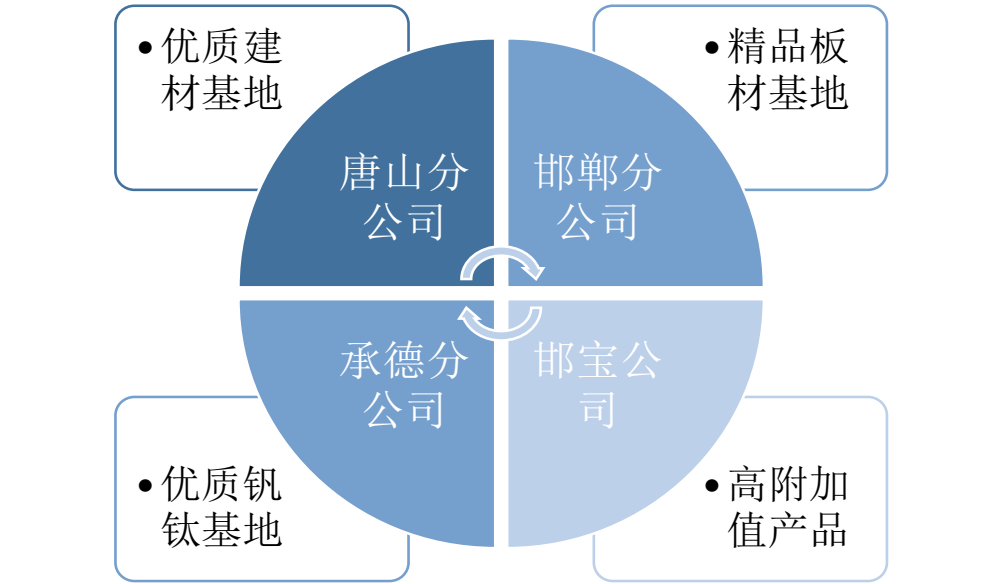
图 15：2015 年河钢股份产销规模上市公司第一



资料来源：Wind、申万宏源研究

公司产品品种几乎涵盖市场所需所有钢材，长材占比相对较高。公司依托唐山分公司打造优质建筑用钢材基地，依托邯郸分打造精品板材基地，依托承德分公司打造优质钒钛基地，邯宝公司则主要定位于汽车板、管线钢、家电板等高附加值产品。2015 年公司板材、棒材及型材、线材、窄带产量分别占比 64.23%、25.11%、8.01% 和 2.86%，长材合计占比 33.12%。我们认为公司长材占比较其他上市钢企占比较高，将充分受益于供给侧改革，尤其在河北省和唐山市对于去产能和去中频炉的高压政策下，所带来的钢材，特别是建材的供给结构的变动。

图 16：依托四大核心板块打造多元化产品结构



资料来源：申万宏源研究

表 7：公司主要产品的产量、销量情况（万吨）

主要产品	2013		2014		2015		2013		2014		2015	
	产量	占比	销量	占比	产量	占比	销量	占比	产量	占比	销量	占比
一、钢材产品	2,974		2,795		2,960		2,835		2,955		2,782	
板材	1,869	62.84%	1,842	65.90%	1,887	63.75%	1,913	67.48%	1,898	64.23%	1,880	67.55%
棒材及型材	753	25.32%	675	24.15%	745	25.17%	658	23.21%	742	25.11%	637	22.89%
线材	267	8.98%	201	7.19%	262	8.85%	198	6.98%	237	8.01%	188	6.74%
窄带	85	2.86%	77	2.75%	66	2.23%	66	2.33%	78	2.65%	78	2.82%
二、钒钛产品	8.23		7.63		7.76		7.58		5.62		5.1	
钒产品	1.71	20.78%	1.4	18.35%	1.49	19.20%	1.09	14.38%	1.34	23.84%	0.96	18.82%
钛精矿	6.52	79.22%	6.23	81.65%	6.27	80.80%	6.49	85.62%	4.28	76.16%	4.14	81.18%

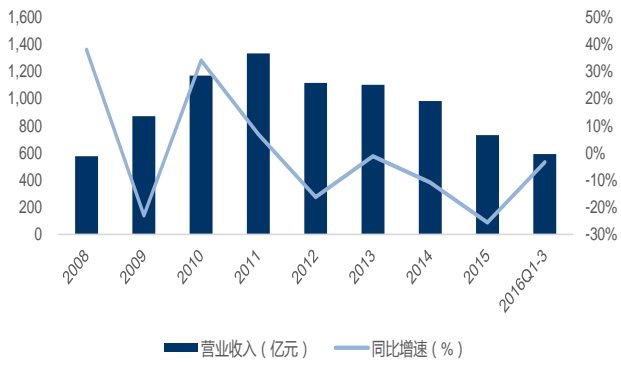
资料来源：公司公告、申万宏源研究

3.2 产品结构调整优化不断，盈利能力位居行业前列

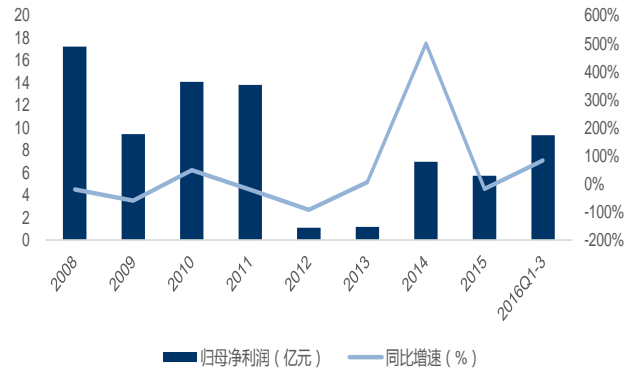
在钢铁行业不景气的大背景下，尽管增速有波动，但河钢股份保持自 2008 年上市以来每年都保持盈利。2015 年在行业普遍亏损，申万钢铁指数涵盖的 35 家上市公司合计亏损 560 亿元，在行业寒冬之中，河钢股份实现营业收入 731.03 亿元，同比下降 25.60%，净利润 5.73 亿元，虽同比下降 17.75%，但依然保持盈利。2016 年在行业总体回暖的情况下，公司前三季度实现营业收入 591.12 亿元，同比下降 3.4%，净利润 9.33 亿元，大幅上升 83.90%。

图 17：2008-2016Q3 公司营业收入

图 18：2008-2016Q3 公司净利润

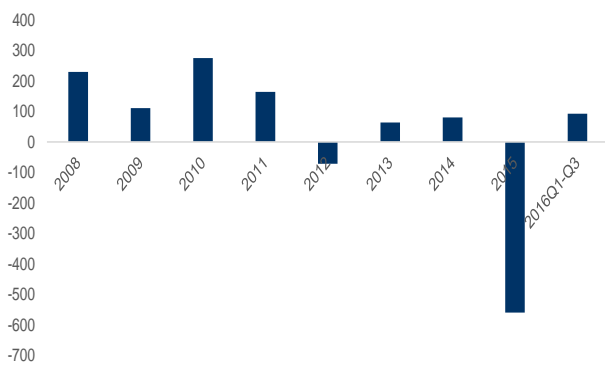


资料来源: Wind、申万宏源研究



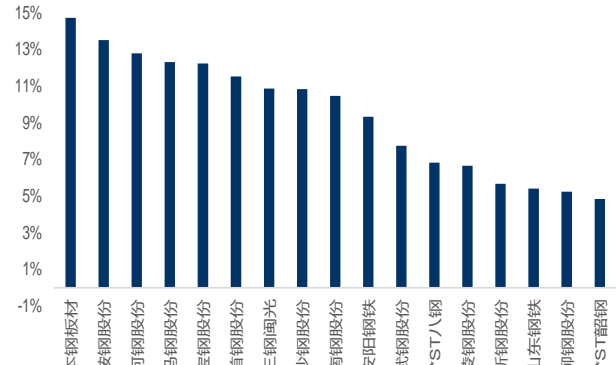
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 19: 申万钢铁指数 35 家上市公司净利润 (亿元)



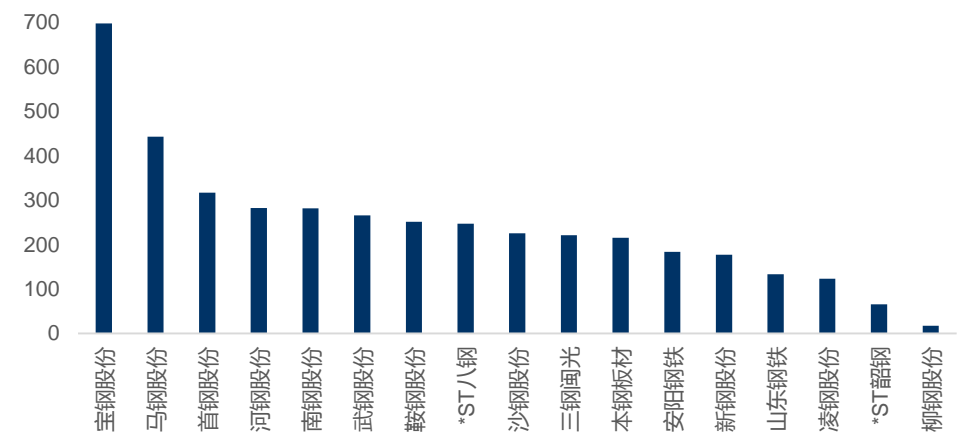
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 20: 2016Q1-3 总体毛利率位居行业前列



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 21: 河钢股份 2016H1 吨钢毛利 282 元，位居行业前列



资料来源: Wind、申万宏源研究

产品结构调整优化，公司吨钢毛利在大型综合性钢企中位居前列。公司瞄准行业一流水平开展全方位的系统对标，形成了以产线为中心配置优质资源的新模式，积极开发品种、开拓市场。公司近三年共投入资金 47.60 亿元，加强产品研发，仅 2015 年就申报专利 499

项,申请计算机软件 161 项,全年累计开发新产品百余个,其中汽车用双相钢 CR550/980DP、中板 Q550D 等产品填补河北省空白。同时,公司明确产线功能定位,强化品种盈利分析,着力增加适销对路的重点品种,有效促进了品种结构的调整优化。另外 2014 年公司更改固定资产折旧年限,调整后导致设备折旧每年减少约 20 余亿元。2016Q1-3 公司总体毛利率 12.78%,位居行业前列。进一步,我们剔除其它业务,仅对比钢材业务,公司 2016H1 吨钢毛利 282 元,同样行业领先。

3.3 原燃料长协锁定供应稳定,降本增效,公司成本控制能力强

公司执行统一的采购政策,设立了统一的采购分公司集中进行铁矿石、焦炭等原材料、燃料以及设备、备品备件的大宗采购,从而提升了公司与供应商的议价能力,降低了单位采购成本

铁矿石采用外部采购+自有矿石补充的模式,资源供应稳定。公司主要的铁矿石资源来自于国内外矿山的外部采购,公司通过与必和必拓等五大国外矿山巨头签订了锁量不锁价长期采购协议,铁矿石资源供应稳定。在自有矿石方面,截至 2015 年底,河钢集团铁矿石资源储备量达 36.7 亿吨。但受制于产能规模制约,公司自有矿山及河钢集团所属矿山的铁矿石供应量较小,2015 年相应供应量占比为 12.38%。同时,河北省承诺将河北境内新探明矿石资源优先配置给河钢集团,河钢集团丰富的矿产资源也保证了公司稳定的矿石来源。

集团自有矿产不断增加,上市公司铁矿石供应保障进一步提高。在矿山开发方面,截至 2016 年 6 月,石人沟铁矿正在办理扩界,扩界方案已获国土厅批复;红山铁矿、常峪铁矿、司家营铁矿、中关铁矿均处于建设期,其余项目也在快速推进。随着集团自有矿产资源不断增加,河钢股份的铁矿石供应保障程度相应提高。

表 8: 2015 年末河钢集团铁精粉产能和规划产能情况

矿区名称	资源储量 (亿吨)	目前铁精粉产能 (万吨/年)	规划产能 (万吨/年)
石人沟铁矿	1.72	80	82
洪山铁矿	0.28	-	-
庙沟铁矿	0.6	83	81
司家营一期		276	288
司家营二期	7.99	400	450
尹谷铁矿		-	-
司家营南区	18.16	-	483
近北庄铁矿	0.34	24	32
庞家堡铁矿	0.04	-	-
陈家窑铁矿	0.13	-	-
黑山铁矿	1.01	58	58
中关铁矿	0.93	-	150
独山城铁矿	3.49	-	-

黄田铁矿	0.01	-	-
常峪铁矿	1.26	-	160
柏泉铁矿	0.15	53	60
宏大铁矿	0.59	-	-
合计	36.7	974	1844

资料来源：Wind、申万宏源研究

自身焦化系统一定程度抵充焦炭价格快速上涨带来的影响，长协协议锁定供应。公司生产需要的焦炭部分通过公司焦化系统生产，不足的部分通过外部采购弥补。煤炭则全部通过外部采购。公司和山西焦煤集团、开滦煤炭集团等大型煤企签订了长期合作协议，保证焦炭和煤炭资源的供应。

表 9：公司主要原燃料的采购情况(万吨、亿元)

主要产品	2013				2014				2015			
	数量	比例	金额	比例	数量	比例	金额	比例	数量	比例	金额	比例
一、铁矿石	5,221		482		4,717		356		5,098		253	
向河钢集团采购	497	9.52%	42	8.73%	608	12.89%	45	12.63%	631	12.38%	30	12.01%
进口铁矿石	3,773	72.27%	347	71.92%	3,330	70.60%	253	70.94%	3,702	72.62%	184	72.67%
国内铁矿石	950	18.20%	93	19.35%	779	16.51%	59	16.43%	765	15.01%	39	15.31%
二、焦炭	580		84		733		82		913		82	
三、煤炭	985		101		1,040		85		1,280		69	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 22：铁矿石价格走势（元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 23：焦炭焦煤价格走势（元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

另外公司采取了一系列的降本增效措施，包括事业部制、生产单元作业长制的推进，薪酬与绩效挂钩、关键人才和待遇向关键岗位配置等人力资源制度的实施。此外，公司通过精益管理、工序服从、产线对标、优化原料入炉结构和物流等供应链管理降低成本。

我们认为公司在长协锁定以及自有资源的不断增加都保证其原燃料的供应，并且一定程度上抵消原燃料涨价带来的影响。这一优势在今年四季度原燃料短缺，特别是 10-11 月份焦煤焦炭供给紧张的局面下尤为明显。

3.4 环保违规成本提高，监管趋严，利好行业龙头河钢

“十三五”规划钢铁环保能耗指标再升级。2016 年 10 月 28 日，工信部发布了《钢铁工业调整升级规划(2016—2020 年)》，规划提到，推进钢铁工业绿色制造，实施绿色改造升级。加快推广应用和全面普及先进适用以及成熟可靠的节能环保工艺技术装备。全面完成烧结脱硫、干熄焦、高炉余压回收等改造，淘汰高炉煤气湿法除尘、转炉一次烟气传统湿法除尘等高耗水工艺装备。全面建成企业厂区主要污染物排放的环保在线监控体系。研发推广先进节能环保技术，开展焦炉和烧结烟气脱硫脱硝、综合污水回用深度脱盐等节能环保难点技术示范专项活动。

表 10：“十三五”钢铁工业调整升级主要环保能耗指标目标

指标	2015 年	2020 年	“十三五”累计增加
能源消耗总量	/	/	下降 10%以上
吨钢综合能耗（千克标煤）	572	≤560	降低 12 以上
吨钢耗新水量（立方米）	3.25	≤3.2	降低 0.05 以上
污染物排放总量	/	/	下降 15%以上
吨钢二氧化硫排放量（千克）	0.85	≤0.68	降低 0.17 以上
钢铁冶炼渣综合利用率（%）	79	90 以上	11 个百分点以上

资料来源：《钢铁工业调整升级规划(2016 2020 年)》、申万宏源研究

小型钢铁企业难以承受环保成本，利好行业龙头。据钢联资讯测算，考虑钢企环保设备的投资、财务、运营成本，我国钢材吨钢环保成本总计将达到 216-261 元/吨，小型钢铁企业盈利不足以支撑环保成本，或考虑退出行业，加速去产能，利好行业龙头。

表 11：中国钢材吨钢环保成本测算（单位：元/吨）

项目	下限	占比	上限	占比
投资成本	29	13%	52	19.90%
财务成本	75	35%	84	32.20%
运营成本	112	52%	125	47.90%
总计	216	100%	261	100%

资料来源：钢联资讯、申万宏源研究

河钢股份在环保方面走在前列，提前达到国家十三五标准。2011-2015 年，公司累计投入 52.61 亿实施节能减排改造。包括唐山分公司高炉煤气除尘系统湿法改造项目、炼铁高炉出铁场、矿槽和焦炭仓的除尘改造、长材部转炉干法除尘改造、邯郸分公司干熄焦项

目、承德分公司水系统节能优化改造项目等，实现了三废排放的减少和吨钢耗新水、吨钢综合能耗等指标的提升，2015 年公司相应的指标已基本达到或好于国家十三五指标。

表 12：2013~2015 年公司主要排放情况

项目	2013	2014	2015
吨钢综合能耗 (kgce)	579.66	576.82	563.27
吨钢耗新水 (吨)	3	2.68	2.7
吨钢 SO ₂ 排放量 (kg)	1.4	1.1	0.85
吨钢 COD 排放量 (kg)	0.04	0.037	0.033
水循环利用率 (%)	97.7	97.7	98.1
固废综合利用率 (%)	100	100	100

资料来源：公司公告、申万宏源研究

掘金荣钢，开钢铁企业掘金环保产业先河。2013 年，唐钢与天津荣程钢铁公司签订环保服务合同，开启了钢铁企业掘金环保产业的先河。在集团层面，2015 年 7 月，集团注资 1 亿元成立河钢能源作为集团节能环保先进技术的研发、引进、产业化输出的服务平台及节能环保项目的投融资与运营管理平台。河钢能源致力于成为国内外最具竞争力的节能环保企业，主营业务为面向钢铁行业的节能环保业务、面向国内外重点行业的污染治理业务等，以合同能源管理(EMC)、工程项目总承包(EPC)、投资-建设-运营(BOO)、环境第三方治理等为主要商业模式。

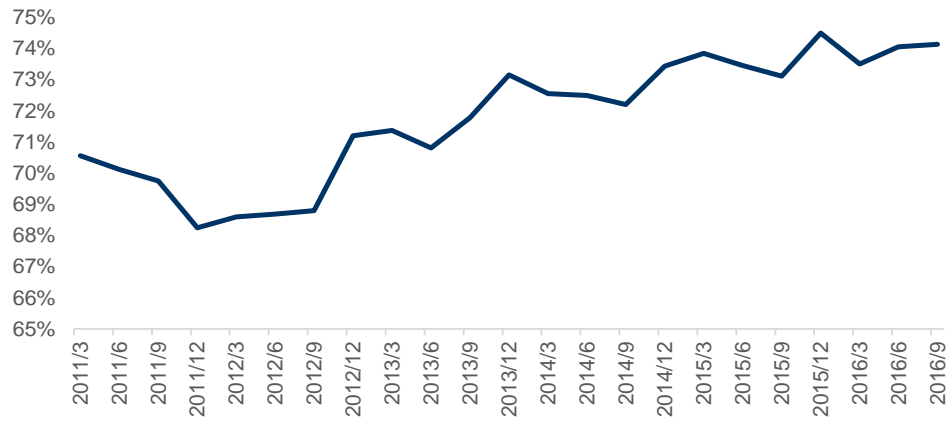
我们认为环保政策趋严，小钢企无力承担环保成本或将面临停产淘汰，加速钢铁行业去产能，提高集中度，河钢股份在环保方面走在前列，且背靠集团环保产业化，环保竞争力凸显。

3.5 获现能力增强，偿债指标修复，公司实际偿债能力无忧

公司债务逐年增长，流动债务占比超 94%。由于近几年经营盈余留存等自有资金增加量难以满足项目投资的需求，公司负债规模逐年保持增长，2015 年末为总负债 1332.15 亿元，同比增长 6.47%，其中流动负债为 1,258.81 亿元，占负债总额的比重为 94.49%，非流动负债为 73.35 亿元，占负债总额的比重为 5.51%，从负债结构来看，公司负债以流动负债为主。

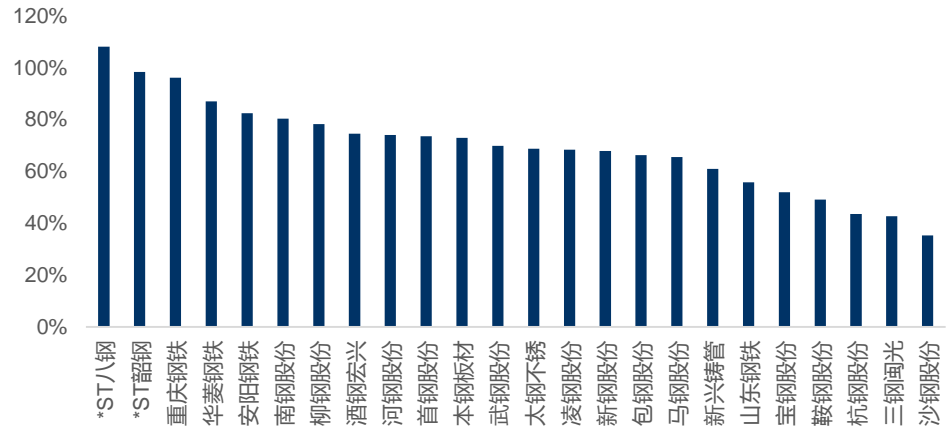
资产负债率上升暂缓，仍居行业较高水平。纵向来看，公司资产负债率经过此前的逐步攀升，从 2011 年底的 68.25%最高上升至 2015 年底的 74.50%，今年以来这一趋势暂缓。横向比较，公司目前的资本负债率仍处于上市公司中较高的水平。

图 24：资产负债率上升趋势在下半年有所缓解



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 25：河钢股份资产负债率处于行业较高水平



资料来源：Wind、申万宏源研究

获现能力增强，偿债指标修复。获现能力方面，2015 年公司 EBITDA 72.54 亿元，获现能力较好。从 EBITDA 对债务本息的保障程度来看，2015 年公司 EBITDA /负债合计以及 EBITDA/利息费用分别为 0.05 和 3.07，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度较强。现金流方面，受益于随着集中采购规模的增加，公司议价能力进一步增强，国内采购付款周期逐年有所延长，公司经营性现金净流入规模逐年提升，现金流量利息保障倍数逐年提升。另外公司流动比率和速动比率在今年止跌修复，短期偿债能力有所回升。

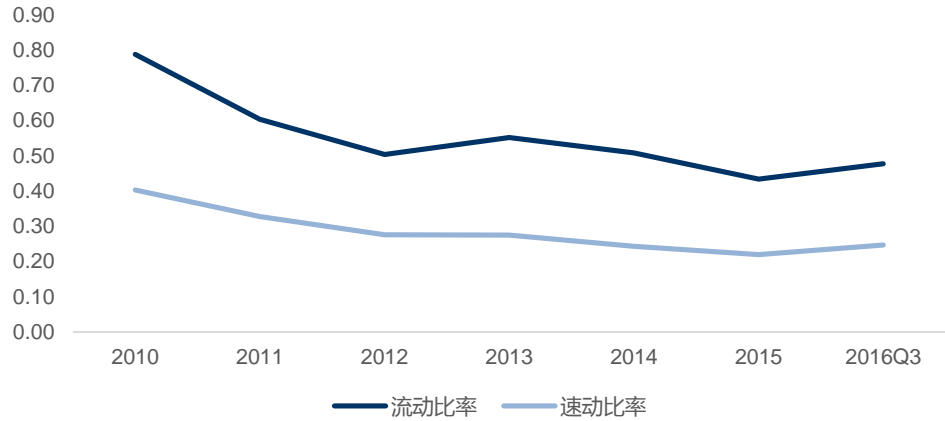
表 13：2013~2015 公司偿债能力分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
流动负债合计	581.88	811.02	1049.83	1076.92	1102.52	1258.81
非流动负债合计	157.73	151.62	52.31	144.16	148.67	73.35
负债合计	739.61	962.64	1102.14	1221.07	1251.19	1332.15
EBITDA	72.99	93.13	77.86	90.09	76.61	72.54
EBITDA/利息费用	4.59	4.44	3.37	3.31	2.51	3.07
EBITDA/负债合计	0.10	0.10	0.07	0.07	0.06	0.05

现金流量利息保障倍数	1.04	8.21	2.21	4.00	4.16	5.57
经营活动产生的现金流量净额/负债合计	0.02	0.19	0.05	0.09	0.12	0.11

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 26：2016 年公司流动比率和速动比率止跌修复



资料来源：Wind、申万宏源研究

当地政府背书，公司实际偿债能力无忧。我们认为公司今年以来在行业向好的大背景下经营向好。考虑到公司作为河北省最大的上市国有企业，不仅获得河北省政府及河钢集团在政策、资金等方面的支持，同时公司与中国银行、中国农业银行、中国建设银行、中国工商银行等商业银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2016 年月末，公司获得的银行授信额度合计 1015.95 亿元，其中尚未使用的银行授信额度为 248.40 亿元。综合来看，公司实际的偿债能力无忧。

4. 背靠集团国际化战略，全球资源配置能力提高

4.1 集团国际化战略，提高全球资源配置能力

集团在建设“全球最具竞争力钢铁企业”的战略地位下，明确了国际化战略思路。意在提升全球竞争力，提高全球资源配置能力，拓展产业链的全球化布局，最终形成“全球最具竞争力的钢铁企业”。2014 年 4 月，由河钢集团牵头的联合体和南非工业发展公司（IDC）组成的收购联合体共同体完成了对 PMC 公司 100% 的股权收购，河钢集团在南非成功掌控了约 2.7 亿吨高品位铁矿资源、2 亿吨铜矿资源和世界第三大蛭石矿。2014 年 9 月集团公司与南非工业发展公司、中非发展基金三方合作，投产年产 500 万吨的钢铁项目。2014 年 11 月，河钢集团以 51% 的股份控股德高集团旗下的德高国际贸易控股有限公司，德高是全球最大的钢铁贸易与综合服务商，拥有从原材料到钢材产品的完整供应链。另外，今年 6 月集团以 4600 万欧元收购斯梅代雷沃钢铁厂，并意在打造中东欧最具竞争力钢铁企业。

表 14：河钢集团海外收购案例

公司名称	并购时间	并购金额	股权占比	公司介绍
南非 PMC 公司	2014 年 4 月	-	-	南非最大的铜产品供应商，铜产品在南非的市场占有率超过 50%；是南非有较强影响力的磁铁矿供应商；是对美国、亚洲、日本、英国和欧洲的最大蛭石供应商。
瑞士德高	2014 年 11 月	4.8 亿美元	51.4%	世界第一大钢铁贸易商，目前在全球范围内拥有 3343 名员工，及遍布世界的 76 家办事处，25 个分销中心和加工配送中心以及 12 个生产单位。
德高马其顿中板公司				Makstil 公司是在原斯科普里钢铁厂（1967 年建成投产）的基础上进行私有化改制而成。公司成立后，进行了多次装备和技术升级改造，具备了较强的市场竞争力。工厂年产能 120 万吨，现有员工 801 人。
德高南非开普顿 DSP 公司				DSP 公司主要机组包括 1 条连续酸洗线、2 套单机架、罩退（12 个炉台）、1 条镀锌线，产品定位于建材。工厂设计年使用 65 万吨热卷或酸洗卷，生产 45 万吨冷硬卷，12 万吨冷轧卷，32 万吨镀锌卷。现有员工 340 名。
德高美国克拉赫公司				Kreher 公司是一家棒材、线材和管材的加工服务中心，综合加工能力达 45 万吨，总资产 8807 万美元，现有员工 179 人。公司总部位于伊利诺伊州。产品主要应用于汽车、石油和天然气行业。是世界知名重工企业卡特彼勒公司的优先供应商。
塞尔维亚钢厂	2016 年 4 月	4600 万欧元	100%	斯梅代雷沃钢厂是塞尔维亚共和国唯一一家由塞尔维亚共和国全资持有的大型支柱性钢铁企业，现已形成每年 220 万吨的钢铁配套生产能力，能够生产热轧板、酸洗卷、冷轧卷和电镀锡板等产品。

资料来源：公司官网、申万宏源研究

集团目前正在打造“2232”的发展格局。培育海外服务国内钢铁主业和海外新事业两大功能事业集群。搭建两大投、融资上市平台。打造资源、制造、贸易三大核心业务板块。并提出到 2020 年实现集团海外公司年合并销售收入 1300 亿元（200 亿美元），占集团比重 30% 的目标。

图 27：资源、制造、贸易三大核心业务板块



资料来源：申万宏源研究

“走出去”和“过剩产能境外转移”背景下国际化战略意义非凡。在全球钢铁企业忙于收缩、剥离和出售资产的背景下，河钢集团全球资产收购看似显得不合时宜，但我们认为集团国际化战略意义重大。**1) 符合国家“一带一路”战略、促进中国优势产能“走出去”，**中国的钢铁行业世界领先，而河钢集团作为国内最大的钢铁集团有能力将其技术和管理经验对外输出。**2) 全球资源配置能力提高。**集团在海外现拥有“四钢一矿一平台”，包括瑞士德高、南非 PMC、河钢塞尔维亚公司、马其顿公司、开普敦公司、克拉赫公司以及 22 个海外服务中心。目前，河钢直接或间接参股、控股境外公司约 70 家，投资遍及美英、澳大利亚、南非、加拿大、新加坡、瑞士、香港等 30 多个国家和地区，控制运营海外资产 60 亿美元，海外员工达 1.2 万人。**3) 国内钢铁行业产能过剩，过剩产能境外转移是趋势。**2015 年 5 月 16 日，国务院《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》提出加快国内充裕产能“走出去”步伐”。目前国内钢铁行业产能过剩，去产能的大背景下，过剩产能境外转移逐渐成为一种趋势。武钢集团就在 2015 年 10 月联手泰富重装集团合资在利比里亚投建年产能为 50 万吨的钢铁厂及建材工业园，并在当地控股了一座大型露天铁矿，是中国企业在非洲建成投产的最大投资项目。

背靠集团，上市公司受益集团国际化战略。作为河钢集团的核心和唯一钢铁主业上市平台，河钢股份必将受益于集团国际化战略。**1) 2015 年上市公司国外营业收入 20.10 亿元，**仅占总营业收入的 2.75%，未来提升空间巨大；**2) 集团海外资源丰富，进一步保障公司资源。**集团 2012 年取得加拿大阿尔德隆矿业 19.9% 股权和佳美铁矿 25% 股权，在 2014 年收购联合体完成对 PMC 公司 100% 的收购，其海外矿产资源大量增加，这有助于提升河钢股份抵御资源市场风险的能力。

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测与投资建议：公司是国内最大的综合性钢企之一，也是钢铁供给侧改革重省河北省的龙头钢企。在供给侧，落后产能、中频炉的产能压减将提高行业集中度。需求端，财政刺激基建发力，地产投资和新开工有望超预期，看好长材需求。河钢股份四大核心板块打造多元化产品结构，长材占比相对较高；原燃料长协锁定供应稳定，降本增效，公司成本控制能力强；环保违规成本提高，监管趋严，利好行业龙头河钢。另外公司背靠集团国际化战略，全球资源配置能力提高。我们看好公司的中长期发展，预计 2016-2018 的 EPS 分别为 0.11、0.20、0.21 元/股，当前股价对应 PE 为 31、17、17 倍。公司目前 PB 仅 0.83 倍，低于行业平均的 1.09 倍，**首次覆盖，给予买入评级！**

表 15：收入成本拆分表(百万, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	133,344	111,630	110,255	98,257	73,103	77,297	96,493	92,531
产品	125,688	105,291	103,040	95,066	70,110	75,142	94,338	90,376
钢材	111,835	93,052	89,985	81,790	57,801	66,273	85,109	81,244
钢坯	1,194	4,871	4,793	4,255	1,370	1,271	1,636	1,539
钒产品	901	729	1,052	814	509	454	450	450
其他	11,758	6,639	7,210	8,207	10,430	7,142	7,142	7,142
其它	7,656	6,339	7,215	3,191	2,993	2,155	2,155	2,155
营业成本	122,545	102,406	100,884	87,546	63,366	66,990	83,392	79,820
产品	115,573	96,556	93,871	84,348	60,444	64,652	81,055	77,483
钢材	103,297	86,291	82,504	72,977	50,565	56,668	72,770	69,275
钢坯	1,114	4,771	4,725	4,181	1,344	1,174	1,479	1,401
钒产品	821	621	864	684	472	359	355	355
其他	10,340	4,874	5,777	6,507	8,063	6,451	6,451	6,451
其它	6,971	5,850	7,014	3,197	2,922	2,337	2,337	2,337
毛利	10,799	9,224	9,371	10,712	9,737	10,307	13,101	12,711
产品	10,115	8,735	9,169	10,718	9,666	10,489	13,283	12,893
钢材	8,537	6,761	7,481	8,814	7,236	9,605	12,340	11,969
钢坯	79	100	67	74	27	97	157	138
钒产品	80	108	188	130	37	95	94	94
其他	1,418	1,766	1,433	1,700	2,366	692	692	692
其它	684	489	202	-6	71	-182	-182	-182
毛利率	8.10	8.26	8.50	10.90	13.32	13.33	13.58	13.74
产品	8.05	8.30	8.90	11.27	13.79	13.96	14.08	14.27
钢材	7.63	7.27	8.31	10.78	12.52	14.49	14.50	14.73
钢坯	6.63	2.06	1.41	1.75	1.94	7.65	9.62	8.96
钒产品	8.88	14.81	17.89	16.01	7.17	21.00	21.00	21.00
其他	12.05	26.59	19.74	20.71	22.69	9.68	9.68	9.68
其它	8.94	7.71	2.80	-0.19	2.39	-8.46	-8.46	-8.46

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 16: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	PB		EPS				PE	
		2017/1/11		LF	2015A	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600019.SH	宝钢股份	6.87	1,130	0.96	0.06	0.49	0.59	0.71	14	12	10
600005.SH	武钢股份	3.60	363	1.26	-0.74	0.07	0.09	0.11	52	42	34
000898.SZ	鞍钢股份	5.54	401	0.91	-0.63	0.17	0.19	0.24	33	29	23
600808.SH	马钢股份	3.00	231	1.20	-0.62	0.15	0.12	0.15	21	25	20
000778.SZ	新兴铸管	5.34	195	1.14	0.16	0.14	0.18	0.23	38	30	23
	行业平均			1.09	-0.36	0.20	0.23	0.29	31	27	22
000709.SZ	河钢股份	3.46	367	0.83	0.05	0.11	0.20	0.21	31	17	17

资料来源: Wind、申万宏源研究

表 17: 盈利预测表 (百万元、元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	133,344	111,630	110,255	98,257	73,103	77,297	96,493	92,531
二、营业总成本	131,946	111,647	110,420	97,654	72,655	76,089	93,494	89,406
其中: 营业成本	122,545	102,406	100,884	87,546	63,366	66,990	83,392	79,820
营业税金及附加	198	178	116	122	140	148	184	177
销售费用	664	588	598	649	612	696	868	833
管理费用	6,055	5,702	5,489	5,327	4,003	4,135	5,162	4,997
财务费用	2,478	2,769	3,285	3,866	4,492	3,816	3,992	3,749
资产减值损失	6	3	47	143	42	304	(106)	(169)
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	338	222	316	295	91	200	200	200
三、营业利润	1,735	206	151	899	539	1,408	3,199	3,324
加: 营业外收入	134	47	92	72	41	50	50	50
减: 营业外支出	92	21	11	34	20	20	20	20
四、利润总额	1,777	231	231	937	560	1,438	3,229	3,354
减: 所得税	325	92	94	220	158	248	757	789
五、净利润	1,453	139	137	717	402	1,190	2,472	2,566
少数股东损益	70	29	21	20	(172)	0	371	385
归属于母公司所有者的净利润	1,383	109	116	697	573	1,190	2,101	2,181
六、基本每股收益	0.13	0.01	0.01	0.07	0.05	0.11	0.20	0.21
全面摊薄每股收益	0.13	0.01	0.01	0.07	0.05	0.11	0.20	0.21

资料来源: Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。