

评级：审慎推荐（维持）
钢铁行业
公司研究报告

 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）
——增发助力公司提升长期盈利水平
事件：

河北钢铁 16 日晚发布了公开增发招股意向书及相关安排的公告，公司拟发行不超过 38 亿股，募集资金不超过 169.15 亿元向股东邯钢集团收购其持有的邯宝公司 100% 股权。发行价格为 4.28 元/股。公司大股东河北钢铁集团承诺，集团及/或下属企业将以现金参与认购，认购的股份数量合计不低于本次发行股份总数的 50%。

点评：
● 增发价为4.28元，大股东可能大比例认购

招股意向书显示，本次发行价格为4.28元/股（为2010年末每股净资产），发行的募集资金金额将不超过160.15亿元（含发行费用）。我们判断，公司选择这一时机，一是证监会批文即将在11月30日到期，时间异常紧迫；二是由此也表明公司完成此次收购的意义远大过从市场上融资。我们以募资金额最高160.15亿计，发行完成后可新增股本37.42亿股，从而使总股本增长为106.19亿股。由于公司目前股价为4.02元，低于本次发行价格，理性来讲投资者认购意愿将不强烈，大股东有可能大比例认购。若此，大股东持股比例很可能将由45.4%上升至50%以上，从而触发要约收购义务，而河北钢铁集团也将因此向证监会申请豁免要约收购义务。

● 收购邯宝资产可使公司产品迈向高端化

本次发行募集资金扣除发行费用后将全部用于向股东邯钢集团收购其持有的邯宝公司100%股权。公告显示，邯宝公司一、二期工程已全部完工，其中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，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，2010年底前建成投产。邯宝公司产品定位为目前国内较为短缺的管线钢、汽车板、家电板等高附加值产品，装备、技术、工艺均处于国际领先水平，是河北钢铁集团最为优质的钢铁主业资产之一。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：公司公告，第一创业证券

表 2 邯宝装备先进、产品附加值高

热轧产品

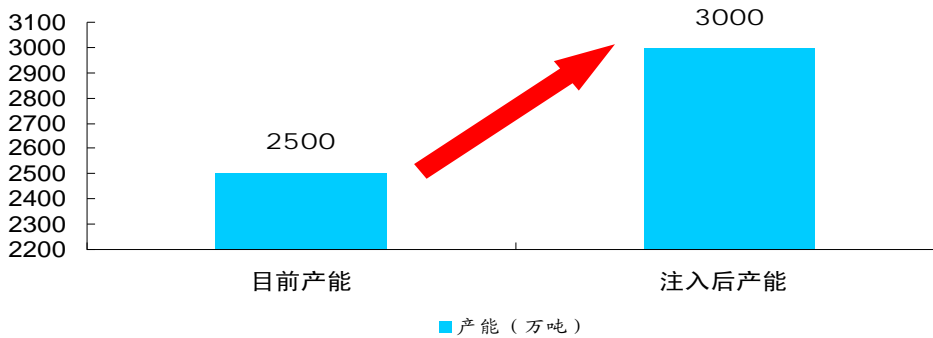
- 热轧生产线产品厚度范围为 1.2mm-25.4mm，宽度最大可达 2130mm
- 主要品种有汽车用钢、船体用结构钢、高耐候性结构钢及高强度管线钢等

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

● 邯宝盈利能力短期未能呈现，使收购价偏高，未来业绩将逐渐转好

公告显示，邯宝钢铁 2010 年实现净利润 3.38 亿元，毛利率不到 4%，低于同期河北钢铁 7.14% 和钢铁行业 8.6% 的毛利水平。我们认为，这主要是由于邯宝钢铁属于投产初期，2010 年主要是热轧板，冷轧还面临着开拓市场和固定费用较高的问题，盈利能力尚未发挥，预计随着公司产线更加成熟，冷轧效益逐步体现，渠道逐渐打开和稳定，盈利能力有望逐步转强。正因为如此，也使得公司此次增发收购价格显得偏高。从 PE 来看，公司收购价对应 2011 年预计净利润 PE 约为 35.7 倍，对应目前预计每股净资产 PB 为 1.28 倍，分别高于河北钢铁的估值水平，由此也造成投资者对本次增发难以看好的原因。

表 3 邯宝发行估值高于河北钢铁估值水平

相关指标	河北钢铁	邯宝钢铁
现价/发行价	4.02	4.28
净资产 (亿元)	298.16	122.45
净利润 (亿元)	12.62	4.46
总股本 (亿股)	68.8	37.42
每股净资产 (元)	4.43	3.34
预计 EPS (元)	0.18	0.12
PE (倍)	22.3	35.7
PB (倍)	0.91	1.28

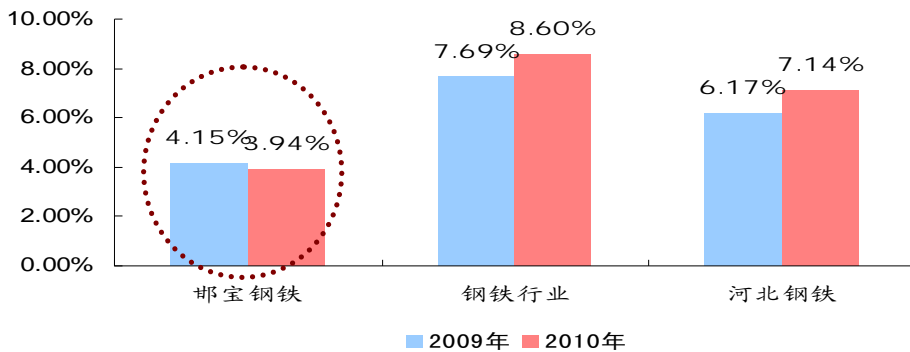
资料来源：公司公告，第一创业证券

注：假设募集资金 160.15 亿元，发行股数 37.42 亿。

河北钢铁净资产取 2011 年三季度末数据，其余取最新预测值。



图2 邯宝钢铁毛利率水平偏低



资料来源：公司公告，第一创业证券

● 注矿成为未来的最大看点

公司此前承诺，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。我们认为，公司本次增发完成的决心很大，成功的几率较高，由此注矿也成为未来可期待的最大亮点。公告显示，矿业公司预计今年可产铁精矿700万吨，我们估计约实现净利润17亿元，合吨矿净利240元/吨，属于盈利能力较强的矿山。若按照我们此前报告中假设注矿完成后的总股本来计算，把铁矿与邯宝资产都考虑进来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4 只考虑注入邯宝钢铁后的备考盈利预测表

项目	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(万元)	16,573,245.90	17,647,726.20	18,539,085.07
YOY(%)	/	6.48%	5.05%
主营业务成本(万元)	15,369,923.74	16,335,408.03	17,119,850.99
毛利率(%)	7.26%	7.44%	7.66%
期费率(%)	5.83%	5.82%	5.77%
净利润(万元)	170,162.31	204,516.88	250,860.39
总股本(万股)	1,052,000.00	1,052,000.00	1,052,000.00
每股收益(元)	0.162	0.194	0.238
YOY(%)	/	20.19%	22.66%

资料来源：公司公告，第一创业证券

表5 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
主营业务收入(万元)	17,172,281.82	18,268,236.60	19,409,595.47
YOY(%)	/	6.38%	6.25%
主营业务成本(万元)	15,662,595.58	16,658,073.44	17,586,096.36
毛利率(%)	8.79%	8.81%	9.39%
期费率(%)	6.22%	6.18%	6.23%
净利润(万元)	322,916.47	351,112.46	449,565.27
总股本(万股)	1,364,477.27	1,364,477.27	1,364,477.27
每股收益(元)	0.237	0.257	0.329
YOY(%)	/	8.73%	28.04%



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 倍、18 倍和 15 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宣布注矿意愿，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，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；邯宝冷轧产品推广难度大；注矿事宜进展不顺利。

表 6 不考虑增发和注矿事宜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

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。

本报告可能在今后一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