

2015年08月27日

河北钢铁 (000709.SZ)

河北钢铁：强化管理出效益

■**收入下降，盈利增长：**中报披露报告期内公司收入424.31亿元，同比下降16.27%；净利润3.57亿元，同比增长7.23%；扣非后净利润为3.12亿元，同比增长12.03%。

■**强化管理出效益：**在上半年钢铁行业整体效益堪称萧条的背景下，公司仍能实现盈利增长，难能可贵。具体指标来看，经营成本同比下降17.8%大于16.27%的收入降幅。在公司整体钢材产品结构较行业平均水平高不太多的情况，毛利率逆势上升1.69%极为难得。管理费用通过大力清理外委从去年同期的22.78亿元下降到今年上半年的18.79亿元，仅此一项就节约成本3.99亿元，可以说公司的上半年盈利就是强化管理省出来的。

■**管理亮点多：**管理体制上以产线为中心实行事业部制和作业长制。人力资源实行关键人才、关键待遇向关键岗位配置。分配考核实行工资总额与企业效益挂钩、领导班子薪酬与经营业绩挂钩。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来降低成本提升产品档次。营销方面，强化直供（板材直供比例达68%），提高周边市场和终端用户的市场占有率，并通过公司的海外渠道提高出口市场规模（出口毛利率高于内销且毛利率提升空间也最大）。

■**投资建议：**公司同时受益于京津冀一体化和环保严格执法，战略清晰，管理亮点多，经营质量改善，善于利用资本市场，规模和地位决定其有望成为行业淘汰整合后的生存者。维持公司2015年到2017年的营收预测不变，上调每股EPS预测至0.03元、0.04元和0.11元。继续给予买入-A评级，6个月目标价7元。

■**风险提示：**宏观经济超预期下滑，钢材需求超预期萎缩。

| 摘要(百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 110,255.0 | 98,257.4 | 86,355.4 | 90,848.5 | 98,033.9 |
| 净利润 | 116.2 | 697.2 | 333.2 | 416.0 | 1,143.1 |
| 每股收益(元) | 0.01 | 0.07 | 0.03 | 0.04 | 0.11 |
| 每股净资产(元) | 4.01 | 4.05 | 4.08 | 4.12 | 4.22 |
| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 市盈率(倍) | 466.1 | 77.7 | 162.5 | 130.2 | 47.4 |
| 市净率(倍) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 净利润率 | 0.1% | 0.7% | 0.4% | 0.5% | 1.2% |
| 净资产收益率 | 0.3% | 1.6% | 0.8% | 1.0% | 2.5% |
| 股息收益率 | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 2.3% | 3.9% | 3.2% | 3.0% | 3.8% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

板材

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

7.00元

股价(2015-08-26)

5.10元

交易数据

| | |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元) | 54,154.90 |
| 流通市值(百万元) | 54,146.15 |
| 总股本(百万股) | 10,618.61 |
| 流通股本(百万股) | 10,616.89 |
| 12个月价格区间 | 2.05/7.00元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|--------|
| 相对收益 | 0.41 | 34.36 | 107.02 |
| 绝对收益 | -27.14 | -7.44 | 137.21 |

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-66581658

报告联系人

秦源

021-68763590

qinyuan3@essence.com.cn

相关报告

| | |
|-------------------------------|------------|
| 河北钢铁：利用资本市场增强公司综合竞争力 | 2015-08-25 |
| 2009年业绩符合预期，期待后续资产注入：河北钢铁公司快报 | 2010-04-27 |
| 唐钢股份：第三季度盈利能力环比好转：唐钢股份公司快报 | 2009-11-02 |

1. 收入下降，盈利增长

中报披露报告期内公司收入 424.31 亿元，同比下降 16.27%；净利润 3.57 亿元，同比增长 7.23%；扣非后净利润为 3.12 亿元，同比增长 12.03%。报告期内，公司产生铁 1574.15 万吨，同比增长 6.00%，完成年度计划的 51%；粗钢 1595.59 万吨，同比增长 5.19%，完成年度计划的 52%；产钢材 1474.68 万吨，同比增长 0.02%，完成年度计划的 50.4%。生产钒渣 9.86 万吨，同比下降 13.6%，完成年度计划的 45%。

2. 强化管理出效益

今年上半年钢铁行业的整体效益堪称萧条，据多家媒体披露上半年中钢协统计的大中型重点钢企合计盈利仅 16.7 亿元，同比 73.3%。在此经营环境下，公司仍能实现盈利增长，难能可贵。从具体指标来看，公司经营成本同比下降 17.8% 大于 16.27% 的收入降幅。在公司整体钢材产品结构较行业平均水平高不太多的情况，毛利率逆势上升 1.69% 极为难得。管理费用通过大力清理外委从去年同期的 22.78 亿元下降到今年上半年的 18.79 亿元，仅此一项就节约成本 3.99 亿元，可以说公司的上半年盈利就是强化管理省出来的。

3. 管理亮点多

管理体制上大力推进事业部制和生产单元作业长制，构建以产线为中心的扁平化组织架构。人力资源配置方面，关键人才、关键待遇向关键岗位配置。分配考核机制方面，工资总额与企业效益挂钩、领导班子薪酬与经营业绩挂钩。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来降低成本提升产品档次。营销方面，强化直供（报告期内，板材直供比例达到了 68%），提高周边市场和终端用户的市场占有率，并通过公司的海外渠道提高出口市场规模（报告期内，出口市场毛利率高于国内市场，且毛利率提升空间也最大）。

4. 投资建议

公司地处京津冀是我国最大的粗钢生产企业，也是河北省最大的工业企业，充分受益于京津冀一体化。同时也是环保标准提高，环保从严执法的受益标的。公司战略规划清晰，管理亮点多，经营质量逐步改善，善于利用资本市场，体量规模和行业地位更是决定其有望成为钢铁行业淘汰整合后的少数生存者。

预计公司 2015 年到 2017 年的营收分别为 863.55 亿元、908.49 亿元和 980.34 亿元，上调盈利预测至 3.33 亿元、4.16 亿元和 11.43 亿元，每股 EPS 分别为 0.03 元、0.04 元和 0.11 元。继续给予买入-A 评级，6 个月目标价 7 元。

5. 风险提示

宏观经济超预期下滑，钢材需求超预期萎缩。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年08月26日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 110,255.0 | 98,257.4 | 86,355.4 | 90,848.5 | 98,033.9 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 100,884.1 | 87,545.6 | 78,390.3 | 82,196.4 | 88,182.3 | 营业收入增长率 | -1.2% | -10.9% | -12.1% | 5.2% | 7.9% |
| 营业税费 | 116.5 | 122.3 | 86.4 | 90.8 | 107.8 | 营业利润增长率 | -26.7% | 496.8% | -60.6% | 27.1% | 240.4% |
| 销售费用 | 597.9 | 649.1 | 500.9 | 499.7 | 539.2 | 净利润增长率 | 6.2% | 500.1% | -52.2% | 24.8% | 174.8% |
| 管理费用 | 5,489.5 | 5,327.2 | 4,749.5 | 4,951.2 | 5,293.8 | EBITDA 增长率 | 15.5% | -11.1% | -18.5% | -0.8% | 11.6% |
| 财务费用 | 3,284.5 | 3,866.1 | 3,058.3 | 2,904.1 | 2,613.5 | EBIT 增长率 | 15.5% | 38.7% | -28.4% | -1.7% | 23.6% |
| 资产减值损失 | 47.4 | 143.4 | 32.1 | 46.0 | 68.1 | NOPLAT 增长率 | 14.0% | 78.9% | -20.5% | -1.7% | 16.3% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 6.4% | -2.5% | 4.3% | -6.4% | -1.6% |
| 投资和汇兑收益 | 315.5 | 295.1 | 816.0 | 289.6 | 302.1 | 净资产增长率 | 0.5% | 1.0% | 0.6% | 0.9% | 2.7% |
| 营业利润 | 150.6 | 898.9 | 353.8 | 449.8 | 1,531.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 80.5 | 38.6 | 48.2 | 55.8 | 47.5 | 毛利率 | 8.5% | 10.9% | 9.2% | 9.5% | 10.0% |
| 利润总额 | 231.1 | 937.4 | 402.0 | 505.6 | 1,578.8 | 营业利润率 | 0.1% | 0.9% | 0.4% | 0.5% | 1.6% |
| 减:所得税 | 94.0 | 220.1 | 60.3 | 75.8 | 315.8 | 净利润率 | 0.1% | 0.7% | 0.4% | 0.5% | 1.2% |
| 净利润 | 116.2 | 697.2 | 333.2 | 416.0 | 1,143.1 | EBITDA/营业收入 | 8.6% | 8.6% | 8.0% | 7.5% | 7.8% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 3.1% | 4.8% | 4.0% | 3.7% | 4.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 固定资产周转天数 | 212 | 274 | 323 | 293 | 259 |
| 货币资金 | 12,344.8 | 12,026.2 | 6,908.4 | 7,267.9 | 7,842.7 | 流动营业资本周转天数 | -43 | -62 | -75 | -66 | -62 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 184 | 212 | 201 | 183 | 176 |
| 应收账款 | 1,216.6 | 2,281.9 | 740.6 | 2,363.4 | 904.4 | 应收账款周转天数 | 5 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 应收票据 | 9,126.1 | 4,550.4 | 8,402.9 | 4,972.0 | 9,188.5 | 存货周转天数 | 88 | 108 | 95 | 90 | 86 |
| 预付帐款 | 4,805.0 | 3,478.8 | 3,924.7 | 3,906.8 | 4,544.0 | 总资产周转天数 | 525 | 618 | 670 | 614 | 563 |
| 存货 | 29,819.6 | 29,269.4 | 16,458.3 | 29,206.3 | 17,824.2 | 投资资本周转天数 | 293 | 335 | 385 | 361 | 321 |
| 其他流动资产 | 2,170.0 | 4,471.4 | 4,000.0 | 4,000.0 | 4,000.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | 307.9 | 307.9 | 307.9 | 307.9 | ROE | 0.3% | 1.6% | 0.8% | 1.0% | 2.5% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 0.1% | 0.4% | 0.2% | 0.3% | 0.9% |
| 长期股权投资 | 2,938.2 | 2,601.5 | 2,601.5 | 2,601.5 | 2,601.5 | ROIC | 2.3% | 3.9% | 3.2% | 3.0% | 3.8% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 70,545.9 | 79,088.3 | 75,652.0 | 72,215.6 | 68,779.3 | 销售费用率 | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 在建工程 | 32,218.0 | 29,824.7 | 29,824.7 | 29,824.7 | 29,824.7 | 管理费用率 | 5.0% | 5.4% | 5.5% | 5.5% | 5.4% |
| 无形资产 | 386.3 | 363.7 | 346.7 | 329.8 | 312.8 | 财务费用率 | 3.0% | 3.9% | 3.5% | 3.2% | 2.7% |
| 其他非流动资产 | 1,327.5 | 2,104.0 | 1,894.6 | 1,888.0 | 1,881.4 | 三费/营业收入 | 8.5% | 10.0% | 9.6% | 9.2% | 8.6% |
| 资产总额 | 166,898.0 | 170,368.2 | 151,062.5 | 158,884.1 | 148,011.6 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 44,532.4 | 42,687.0 | 46,623.8 | 43,676.3 | 41,586.8 | 资产负债率 | 73.2% | 73.4% | 69.9% | 71.1% | 68.1% |
| 应付帐款 | 26,418.1 | 25,040.7 | 24,606.5 | 25,533.3 | 25,906.4 | 负债权益比 | 272.6% | 276.5% | 231.9% | 245.8% | 213.5% |
| 应付票据 | 28,094.0 | 33,031.2 | 19,229.0 | 30,088.8 | 19,881.2 | 流动比率 | 0.55 | 0.51 | 0.41 | 0.48 | 0.46 |
| 其他流动负债 | 8,647.0 | 9,493.4 | 7,469.1 | 9,143.3 | 8,931.9 | 速动比率 | 0.28 | 0.24 | 0.24 | 0.21 | 0.27 |
| 长期借款 | 7,857.6 | 7,977.0 | 3,121.4 | - | - | 利息保障倍数 | 1.05 | 1.23 | 1.12 | 1.15 | 1.59 |
| 其他非流动负债 | 6,558.1 | 6,889.8 | 4,500.0 | 4,500.0 | 4,500.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 122,107.3 | 125,119.0 | 105,549.9 | 112,941.7 | 100,806.2 | DPS(元) | 0.02 | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 2,230.7 | 2,212.5 | 2,221.0 | 2,234.8 | 2,354.8 | 分红比率 | 182.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 10,618.6 | 10,618.6 | 10,618.6 | 10,618.6 | 10,618.6 | 股息收益率 | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 31,855.0 | 32,339.8 | 32,673.0 | 33,089.0 | 34,232.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 44,790.8 | 45,249.2 | 45,512.7 | 45,942.4 | 47,205.4 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | | | | | |
| 净利润 | 137.1 | 717.3 | 333.2 | 416.0 | 1,143.1 | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 加:折旧和摊销 | 6,055.7 | 3,668.7 | 3,453.3 | 3,453.3 | 3,453.3 | EPS(元) | 0.01 | 0.07 | 0.03 | 0.04 | 0.11 |
| 资产减值准备 | 47.4 | 143.4 | - | - | - | BVPS(元) | 4.01 | 4.05 | 4.08 | 4.12 | 4.22 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PE(X) | 466.1 | 77.7 | 162.5 | 130.2 | 47.4 |
| 财务费用 | 2,828.3 | 3,302.6 | 3,058.3 | 2,904.1 | 2,613.5 | PB(X) | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 投资损失 | -315.5 | -295.1 | -816.0 | -289.6 | -302.1 | P/FCF | 25.9 | 55.2 | -10.3 | 159.7 | 120.8 |
| 少数股东损益 | 21.0 | 20.1 | 8.5 | 13.8 | 120.0 | P/S | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 营运资金的变动 | 3,010.4 | 6,565.6 | -7,115.5 | 2,545.3 | -2,051.9 | EV/EBITDA | 7.5 | 10.4 | 15.3 | 14.5 | 12.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 11,532.9 | 14,434.3 | -1,078.2 | 9,042.8 | 4,975.7 | CAGR(%) | 46.3% | 20.8% | 35.0% | 46.3% | 20.8% |
| 投资活动产生现金流量 | -11,162.2 | -7,855.5 | 816.0 | 289.6 | 302.1 | PEG | 10.1 | 3.7 | 4.6 | 2.8 | 2.3 |
| 融资活动产生现金流量 | 1,161.2 | -6,313.2 | -4,855.6 | -8,973.0 | -4,703.0 | ROIC/WACC | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| | | | | | | REP | 2.6 | 2.0 | 2.8 | 3.0 | 2.4 |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

衡昆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 孟硕丰 | 021-68766287 | mengsf@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 许敏 | 021-68762965 | xumin@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-59113571 | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 张青 | | zhangqing2@essence.com.cn |
| | 邓欣 | | dengxin@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

