安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 02 月 01 日

河钢股份（000709.SZ）

公司深度分析

证券研究报告

板材

从钢产量排名段子看供给侧改革下的河钢股份

■**投资建议：**供给侧改革已成为国内经济政策的核心内容之一。去产能已明确为 2016 年 5 大重点经济工作任务之首，钢铁煤炭已被明确为去产能工作的重点试点和突破口。从 2015 年下半年的钢铁行业运行形势来看，市场化去产能已经开始。去产能已成为所有利益相关方的共识。目前，去产能的政策正在研究制定中，以《征收工业结构调整专项资金》等文件的下发为标准，部分政策已进入实施阶段。

虽然，目前去产能的系统性政策仍未公布，但可以确定的是 2016 年钢铁行业市场化去产能仍将继续，河北省作为产量占比接近 1/4 的第一产钢大省，又是京津冀一体化的重要组成部分，大概率是钢铁去产能的首要重点区域。去产能离不开钢铁企业的参与，竞争力强的企业应利用好去产能带来行业整合机会，要素富余的企业应谋求非钢产业实现富余要素内部转移，争做正能量的鲇鱼。而放眼河北省钢铁行业，河北钢铁是想不进入眼球都难的巨无霸。因此，河北省钢铁去产能，需要一个有为的河北钢铁。鉴于河北省钢铁在全国的占比，意味着中国钢铁去产能需要一个有为的河北钢铁。

我们认为从河北钢铁自身的规模，整合发展历程，经营绩效，多元产业特别是钒钛产业来看，公司完成有条件在供给侧去产能改革中堪当重任。河北钢铁有 5000 万吨先进钢铁产能，主要环保指标大幅高于全行业平均水平，环保不仅是公司的核心竞争力之一，也有望成为一项多元产业。河北钢铁成立于 2008 年，是河北省政府行政主导下的产物。先有下属各企业，再有集团，持续性的整合是公司基础性工作。集团已全面实现对下属企业的掌控，制定统一的生产计划，各企业负责具体生产，原料采购和产品销售方面，集团公司通过河钢采购和河钢销售来统一实施。资本运作方面，河钢集团总部更是直接一线操作。从河北钢铁集团现有的状态来看，没有“整而不合”这一钢铁整合失败主因的迹象。并且，从河钢集团的内部整合来看仍有大量的挖潜空间。2015 年钢铁业亏损严重，但河钢股份（000709）在 2015 年前 3 季度仍实现了 3.92 亿的净利润，预计公司 2015 年到 2017 年净利润为 5.16 亿、8.7 亿和 14.77 亿元，折合每股 EPS 为 0.05 元，0.08 元和 0.14 元。

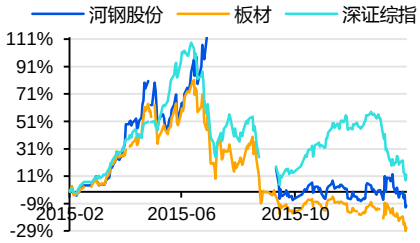
河北钢铁集团的多元化和国际化业务也有望为其在供给侧改革下供给更大的舞台。金融板块的财达证券净资本全行业排名 34 位。钢铁电商河钢云商有望依托河钢集团成为京津冀地区的主流电商平台。现代物流板块的曹妃甸和黄骅两大港口 2015 年前 3 季度已实现吞吐量超 1000 万吨。国际业务板块的德高公司是全球最大的独立钢贸商，为

投资评级	买入-A
	调高评级
6 个月目标价：	4.5 元
股价（2016-01-29）	2.96 元

交易数据

总市值（百万元）	31,431.08
流通市值（百万元）	31,426.00
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	2.91/7.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.99	5.31	-34.3
绝对收益	-10.84	-10.84	-14.66

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

秦源 报告联系人
qinyuan3@essence.com.cn
021-68763590

相关报告

河钢股份：河北钢铁：三季度继续保持盈利，定增获河北国资委批准	2015-10-30
河钢股份：河北钢铁：强化管理出效益	2015-08-26
河钢股份：河北钢铁：利用资本市场增强公司综合竞争力	2015-08-25
河钢股份：2009 年业绩符合预期，期待后续资产注入	2010-04-27
河钢股份：唐钢股份：第三季度盈利能力环比好转	2009-11-02

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2015 年河钢钢材出口作出很大贡献。

河北钢铁依托于钒资源优势，是目前产能排名全球第二的钒企业，钒产业发展历史悠久，技术储备深厚，已实现了钒全产业链、全品类和国际化布局。随着全球钒产业特别是高端产能向中国转移，国内钒消费强度大幅低于欧美国家，钒逐步从供需过剩走向供需短缺来看，河北钢铁的钒产业仍有很大的发展空间。如果钒电池进入大规模产业化阶段，钒电池很可能会极大的改变整个钒产业链，引发钒价值重估。

综合来看，我们认为中国钢铁去产能需要一个有为的河北钢铁集团，河钢也会成为中国钢铁去产能最大的受益者之一。从河钢自身的条件和状态来看，完成有可能抓住钢铁去产能这一历史性进程，实现企业自身发展、行业有效整合、区域经济升级和国家战略落地的“四位一体”式胜利。河钢股份是中国钢铁去产能的首选标的，给予买入-A 评级，6 个月目标价 4.5 元。

■**风险提示：**中国经济超预期回落，去产能无序化风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	110,255.0	98,257.4	86,355.4	90,848.5	98,033.9
净利润	116.2	697.2	515.9	870.0	1,477.3
每股收益(元)	0.01	0.07	0.05	0.08	0.14
每股净资产(元)	4.01	4.05	4.09	4.18	4.32

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	270.5	45.1	60.9	36.1	21.3
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净利润率	0.1%	0.7%	0.6%	1.0%	1.5%
净资产收益率	0.3%	1.6%	1.2%	2.0%	3.2%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1.“钢产量排名段子”透露的信息 5
2.“供给侧去产能”的再审视 6
2.1.产能过剩的背面是要素富余 6
2.2.去产能的核心是“要素转移，提升行业全要素生产率” 7
2.3.去产能需要“政府、市场、企业和要素的共同努力” 8
3.河北省大概率是钢铁去产能的核心主战场 9
4.河北省钢铁去产能需要一个有为的河北钢铁 9
5.河北钢铁堪当重任 10
5.1.河北钢铁是一个想不进入眼球都难的巨无霸 10
5.2.河北钢铁有望进入整合 2.0 阶段 11
5.3.寒冬之中，河钢仍有盈利 13
5.4.多元产业和国际业务有望发力 13
5.4.1. 金融证券 13
5.4.2. 钢铁电商 14
5.4.3. 现代物流 14
5.4.4. 瑞士德高公司 14
5.4.5. 南非 PMC 矿业公司 14
5.4.6. 节能环保 14
5.5.钒钛产业含苞待放 15
5.5.1. 背靠丰富的钒资源储量 15
5.5.2. 悠久的发展历史、领先的产能规模和丰富的产品结构 15
5.5.3. 钒目前的主要用途 16
5.5.4. 中国钒产业的发展前景光明 17
5.5.5. “钒电池”概念有望引发钒价值重估 17
6.投资建议 18
7.风险提示 19

图表目录

图 1：钢产量排名段子 5
图 2：“钢产量排名段子”透露的信息 5
图 3：河北钢铁在全国钢产量占比（月度） 6
图 4：河北钢铁在全国钢产量占比（年度） 6
图 5：产能是“人、财、物、事”四位一体 6
图 6：产能过剩是“四位一体”式困境 6
图 7：从“四位一体”看成功的去产能 7
图 8：去产能需要政府、市场、企业和要素四方的共同努力 8
图 8：寻找化解钢铁行业产能过剩的突破口 9
图 10：钢铁业是河北省的支柱产业 10
图 11：河北省钢铁去产能需要处理好两大关系 10
图 12：河北钢铁集团的铁钢材产量 11
图 13：河北钢铁集团收入和资产规模 11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 14：河北钢铁集团社会贡献 11
图 15：河北钢铁集团在河北省粗钢产量占比 11
图 16：河北钢铁集团的组织结构图 12
图 17：河钢集团宣钢公司组织结构图 12
图 16：河北钢铁（上市公司）净利润 13
图 19：全球钒矿储量分布图 15
图 20：中国钒资源储量分布图 15
图 21：承钢钒产品结构 16
图 22：2015 年世界主要钒生产商概况 16
图 23：2013 年钒主要下游应用 16
图 24：全球主要国家和地区吨钢钒使用强度 17
图 25：全球钒供需平衡 17
图 26：储能类型比较 17
图 27：三大储能电池性能比较 17

表 1：河北钢铁集团的吨钢环保指标 14

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.“钢产量排名段子”透露的信息

互联网上有一个非常流行的全球钢产量排名段子。中国（不包括河北省）排名第一；中国河北省（不包括唐山市）排名第二；中国河北唐山市（不包括瞒报产量）排名第三；唐山瞒报产量（2011 年 5000 万吨）排名第九。

图 1：钢产量排名段子

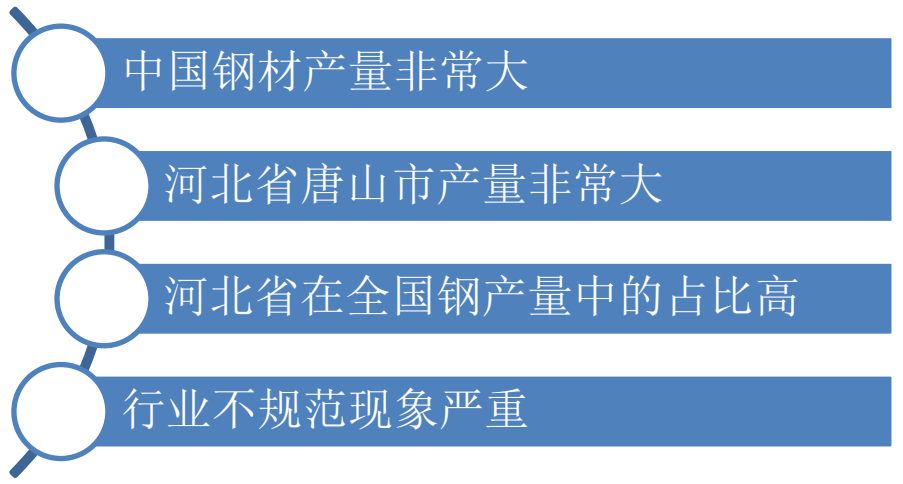
全世界钢产量排名：

第一名：中国（不包括河北省）；
第二名：中国河北省（不包括唐山市）；
第三名：中国河北省唐山市（不包括瞒报产量）；
第四名：日本
第五名：美国
第六名：印度
第七名：俄罗斯
第八名：韩国
第九名：中国河北省唐山市的瞒报产量；
（2011年唐山市瞒报5000万吨产量，刚好比第十名德国多了一点）
第十名：德国。

资料来源：互联网截屏，安信证券研究中心

段子的特征是既通俗易懂又切中要害。这个段子透露出怎样的信息呢？我们认为一是中国的钢材产量非常大，二是河北省和唐山市的钢铁产量非常大，三是河北省在全国钢铁产量中国的占比很高，四是行业不规范现象严重（瞒报即是一种反映，当然既然是瞒报肯定缺乏权威的数据，并且我们认为 2016 年这个时点，瞒报等等行业不规范现象较 2011 年应该是大幅改观）。

图 2：“钢产量排名段子”透露的信息



资料来源：安信证券研究中心

1992 年时，河北省在全国粗钢产量占比在 6%附近。到 2000 年左右，占比上升至 10%左右。2000 年到 2003 年，河北省占比快速从 10%上升至 20%。之后，占比上升速度大幅下降，但直到 2012 年占比总体仍呈上升趋势。2012 年的占比达 25.19%，之后占比开始下降（这期间，受钢铁行业淘汰产能政策影响，特别是华北、北京雾霾影响，河北省加大了淘汰落后产能的步伐），但占比仍维持在 22%以上的水平。当然，如果把瞒报数据也纳入统计，河北省的占比会更高。

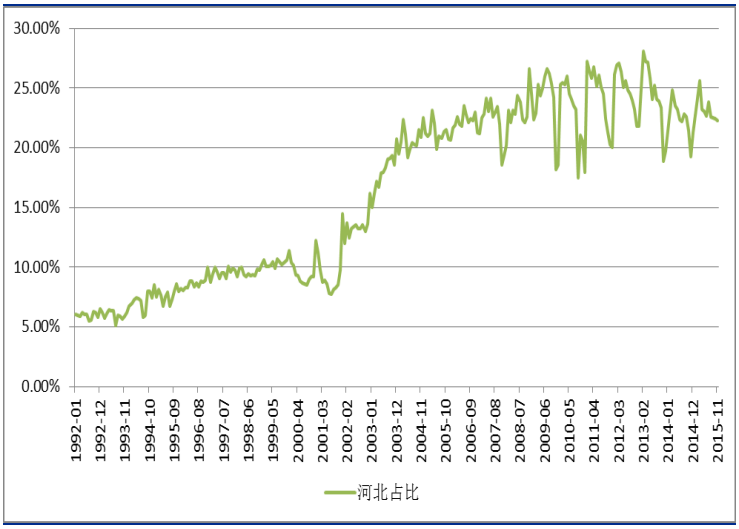
占比高不仅说明河北省钢铁在全国钢铁行业中的重要性，也说明河北省本身在发展钢铁

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

工业方面是有比较优势的。这一点在供给侧去产能背景下，需要突出强调。不能因为河北离北京近，地处华北的雾霾严重，就认为河北省不应该大规模发展钢铁工业。恰恰相反，2000年到2003年是我国1998年供给侧改革走出低谷，市场活力迸发的阶段，河北省钢铁占比在此阶段快速上升，表明河北省有发展钢铁工业的比较优势。比较优势作为经济布局的通用规律应得到充分的尊重。

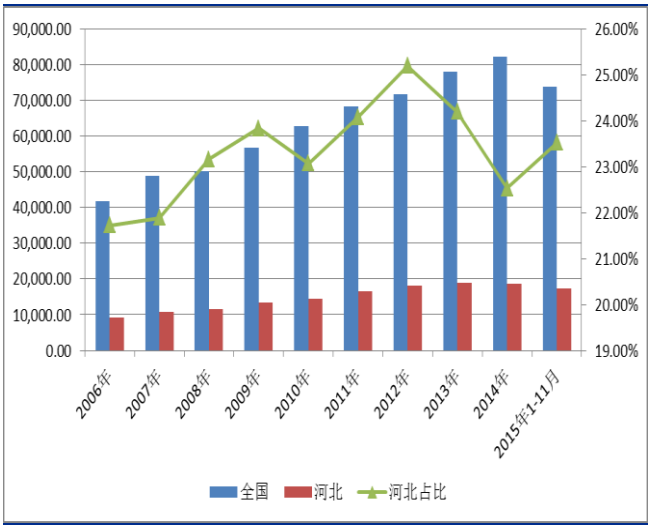
供给侧改革下河北省钢铁去产能，不仅仅是产能绝对值上的减少，更重要的是形成更富效率，环境更加友好的钢铁产业集群。钢铁工业仍将长期是河北省的重点支柱产业。

图3：河北钢铁在全国钢产量占比（月度）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图4：河北钢铁在全国钢产量占比（年度）



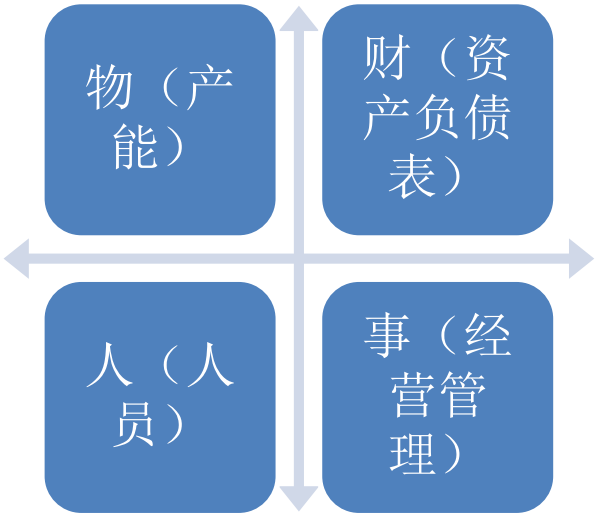
资料来源：wind，安信证券研究中心

2.“供给侧去产能”的再审视

2.1.产能过剩的背面是要素富余

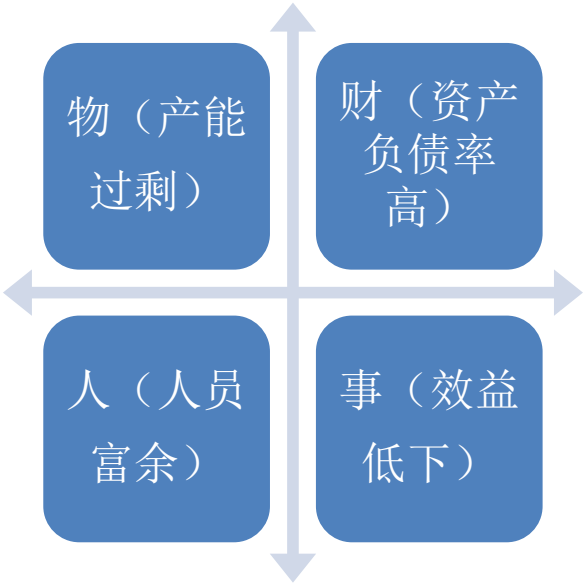
产能过剩被视为是钢铁行业显然困境的主要原因。但重新审视产能会发现，产能是“物、财、人、事”四位集于一体式的概念。要建设实物产能需要资金投入必然会形成资产负债表，实物产能要形成产出离不开人员的操作和运营，必然又会涉及到人和事。

图5：产能是“人、财、物、事”四位一体



资料来源：安信证券研究中心

图6：产能过剩是“四位一体”式困境



资料来源：安信证券研究中心

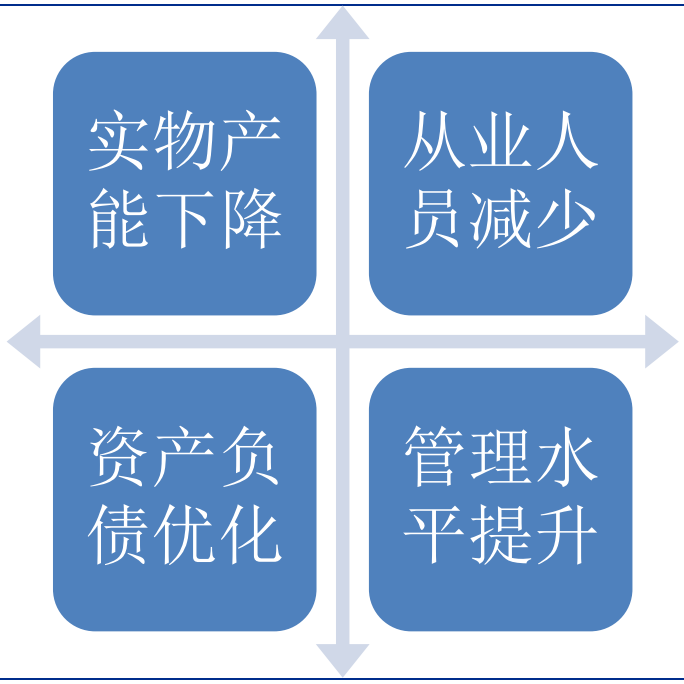
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

从“物、财、人、事”四个维度来审视产能过剩会发现在产能过剩的同时，资产负债率偏高，人员普遍富余，经营效益低下。后三者表明钢铁行业在产能过剩的同时，存在着明显的要素富余。要素富余是产能过剩的背面。要素是宝还是草？关键看怎么用？要素富余既是产能过剩的伴生物，又是供给侧改革释放潜在改革红利的关键之所在。

2.2.去产能的核心是“要素转移，提升行业全要素生产率”

从产能的“四位一体”来看，去产能的重点布局不仅在于消灭实物产能，更关键的在于“人员、资产负债表和管理”这三大要素的处置。只有同时做到“实物产能下降，从业人员减少，资产负债优化，管理水平提升”，才是成功的去产能。

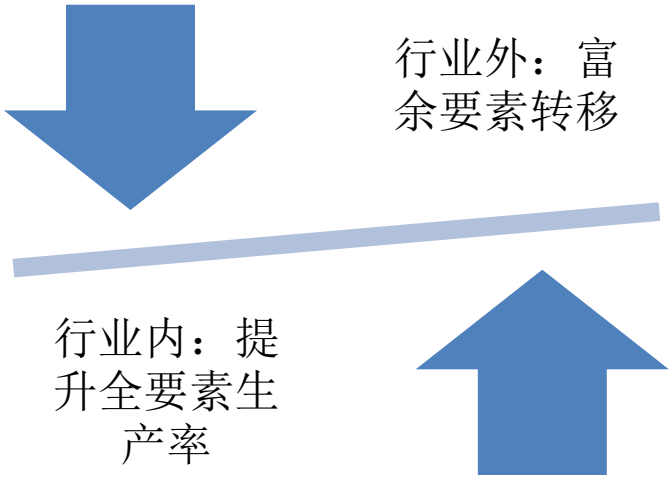
图 7：从“四位一体”看成功的去产能



资料来源：安信证券研究中心

而要在“人、财、物、事”四个方面同时取得进展，仅仅围绕着产能过剩部门来开展工作显示是不行的。化解产能过剩必须要将产能过剩部门和整个经济体结合起来。即化解产能过剩既要通过重塑产能过剩行业来提升其全要素生产率，又要实现富余要素从产能过剩部门向新经济部门的转移。

图 8：化解产能过剩需要实现过剩行业和整体经济体的互动



资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.3.去产能需要“政府、市场、企业和要素的共同努力”

产能过剩已经严重掣肘中国经济的可持续发展，甚至蕴藏着系统性风险。否则，政府也没有必要将其列为 2016 年 5 大重点工作之一。就钢铁行业而言，2015 年下半年已经呈现出明显的市场化去产能特征。据中联钢统计自 2014 年年底到 2015 年底有超过 6000 万吨的粗钢产能被关停。我们的草根调研显示 2015 年 3 季度，钢铁行业的形势较 2015 年上半年出现断崖式恶化，2015 年 4 季度的形势比 3 季度还要差，如果任由 2015 年 4 季度的形势继续恶化下去，市场化去产能很可能会陷入恶性的市场化无序去产能，从而引爆局部性或全局性系统性风险。岁末年初，政府重点突出并着力推进无疑正逢其时。

但去产能是个系统性的工程，不能将去产能变为政府唱独角戏的行政化去产能。如此，将痛失 2015 年下半年行业寒冬形成的去产能共识。从去产能的“四维一体”来看，去产能需要政府、市场、企业和要素的共同努力。

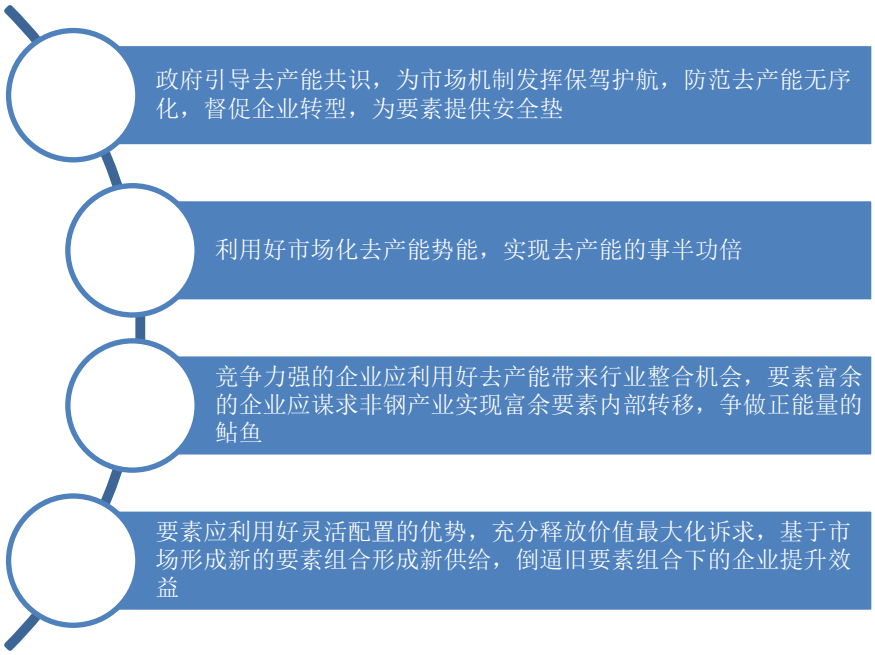
政府从顶层设计层面继续营造引导去产能共识，为市场机制的有效发挥保驾护航，防范去产能进入无序状态，督促企业特别是国有企业转型升级，为人员、土地和资本等要素转移提供最基本保障和安全防护垫。

市场既不是人也不是组织，是一个虚置的主体。但市场提供的竞争机制和流动机制却是最佳的资源配置机制。市场趋势一旦形成又会释放出巨大的能量，利用好市场趋势，发挥好市场机制往往会起到事倍功半的效果。如何维护和发挥好 2015 年下半年形成的市场化去产能趋势是去产能工作中一个非常值得研究的问题。

去产能终归要落脚到企业和要素。企业和要素也是最为明确的市场主体，有着巨大的主观能动性，特别是要素中人员和资本。供给侧去产能改革中所释放的改革红利最终也将大多数被企业和要素获得。竞争力强的企业应该利用去产能的大背景做强做大，要素富余的企业也可以主动想想是否可以通过发展非钢产业实现富余要素的企业内部转移。竞争力强的企业是去产能中提供正能量的鲇鱼。

钢铁行业陷入全行业亏损，土地、资本和人员等要素自然效益低下，市场估值偏低。作为最为活跃的微观市场主体要素，在市场这个平台上可以实现多样化的配置模式。要素应积极利用这种灵活性基于市场形成新的要素组合形成新经济供给，实现要素价值重估。要素通过充分释放价值重估诉求也会倒逼旧要素组合的载体企业提升自身效益来用好要素。

图 8：去产能需要政府、市场、企业和要素四方的共同努力



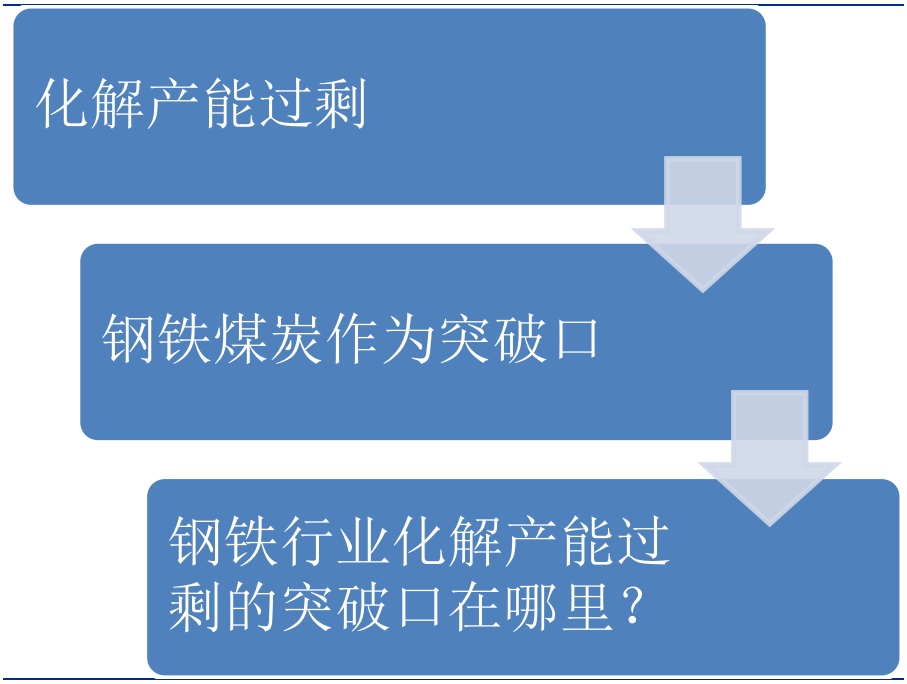
资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.河北省大概率是钢铁去产能的核心主战场

李克强总理在2016年1月20日国务院专题会议上指出钢铁煤炭是化解产能过剩的突破口。“找准突破口，重点突破，总结经验向全局推广”无疑是化解产能过剩的方法论。同样，铁行业化解产能过剩的突破口在哪里呢?

图 9：寻找化解钢铁行业产能过剩的突破口



资料来源：安信证券研究中心

从手段上来看，严重执行安全、质量、环保和能耗标准，执行严厉的信贷标准，大力推进兼并重组，破产清算僵尸企业都是可能的突破口。但寻找地域上的重点突破口无疑也是化解钢铁产能过剩的一条路径。从2016年1月4日，李克强总理在太原主持召开的《化解钢铁煤炭行业产能过剩，实现脱困发展座谈会》上，山西、河北、内蒙古和山东等4省的领导就出席了会议，河北钢铁和沙钢等企业也参加了此次会议。

这4个省除了距离会议地点太原比较近之外，都有一个特点就是它们或是钢铁大省或是煤炭大省或者既是钢铁大省也是煤炭大省。因此，可以推测钢铁大省和煤炭大省也极有可能成为钢铁去产能和煤炭去产能的核心主战场。

就钢铁而言，河北省不包含瞒报已占到了全国钢铁产量的接近 1/4，将大概率是钢铁去产能的核心主战场。

4.河北省钢铁去产能需要一个有为的河北钢铁

正如我们在第三部分所言，去产能不能变成政府唱独角戏。同样，河北省要想好化解好钢铁产业过剩，不仅需要河北省及各市县政府的努力，也需要市场侧、企业侧和要素侧的努力。

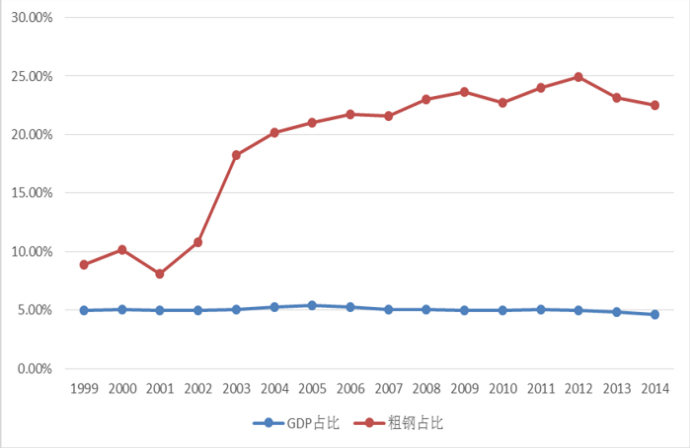
河北省钢铁去产能的现实基础是钢铁是地方经济的支柱产业。河北省在全国 GDP 占比不到5%，而钢产量占比超过20%。河北省本身又具有发展钢铁行业的比较优势。这决定了今后很长一段时间内，钢铁业仍将是河北省的支柱产业。作为地方经济具有全局重要性的支柱性产业去产能，河北省钢铁去产能要同时处理好钢铁去产能和全省经济结构优化增强可持续发展动力，以及钢铁去产能和继续发展钢铁行业之间的平衡。

要大力发展非钢经济部门，为消化钢铁行业富余要素创造条件。钢铁行业主动去产能，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

释放富余要素，通过市场这个最基础的平台重组实现要素组合形成新供给来发展非钢经济部门。钢铁去产能（总量去化）的背景下继续发展的重点在于优化结构、改善效益和增强竞争力。

图 10：钢铁业是河北省的支柱产业



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：河北省钢铁去产能需要处理好两大关系

资料来源：安信证券研究中心

作为一个正常去产能地区尚且需要企业要在去产能中发挥积极作用，河北省的自身情况决定了更是需要钢铁企业有所作为。少数规模大（要素多）、实力强的龙头企业更是要积极作为。不仅在钢铁行业提升效率，通过市场竞争淘汰落后，择机兼并本应做好而实际中因各种原因没有做好的有兼并价值的企业。而且还要积极利用好富余要素，尽可能的在企业内部或集团内部通过发展非钢业务来盘活富余要素。

放眼河北省的钢铁企业，河北钢铁的体量地位决定了想不进入眼球都难。

5.河北钢铁堪当重任

河北钢铁集团及其核心子公司河钢股份能够在河北省乃至全国钢铁去产能中的堪当重任吗？我们认为从河北钢铁自身的规模，整合发展历程，经营绩效，多元产业特别是钒钛产业来看，公司完成有条件在供给侧去产能改革中堪当重任。

5.1.河北钢铁是一个想不进入眼球都难的巨无霸

河北钢铁集团拥有超过 5000 万吨的装备居世界先进水平，节能环保居国内领先水平的钢铁产能。其中，建材产能 1800 万吨，热轧薄板产能 1800 万吨，中厚板产能 800 万吨，冷轧及涂镀层板材深加工能力 900 万吨。主导产品包括：棒材、线材、型材、热轧带钢、热轧板、冷轧板、镀锌板、彩涂板、宽厚板、焊管、五氧化二钒、钒氮合金、钒铁合金等系列，几乎涵盖市场需要的所有规格。

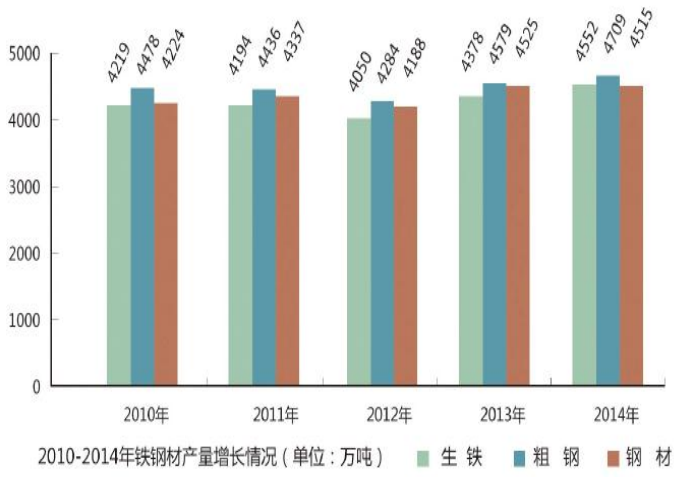
河北钢铁集团成立以来就一直国内产量最大的钢铁企业，全球排名前三。自 2010 年以来粗钢产量一直保持在 4400 万吨以上，在河北省的粗钢产量基本保持在 25%左右。2014 年，河北钢铁集团实现收入 2806 亿元，资产规模 3243 亿元，社会贡献总额 340.06 亿元。

再从价格的市场影响力来看，河北钢铁集团的相关钢材产品价格一直被视为河北和华北地区的钢材价格风向标，区域内的大量中小钢厂跟随河北钢铁来进行产品定价。

这样的产能规模、装备水平、收入和资产体量，在河北省粗钢产量中的占比，以及在区域市场内的价格影响力决定了在谈论河北省钢铁行业时不能不谈及河北钢铁集团。

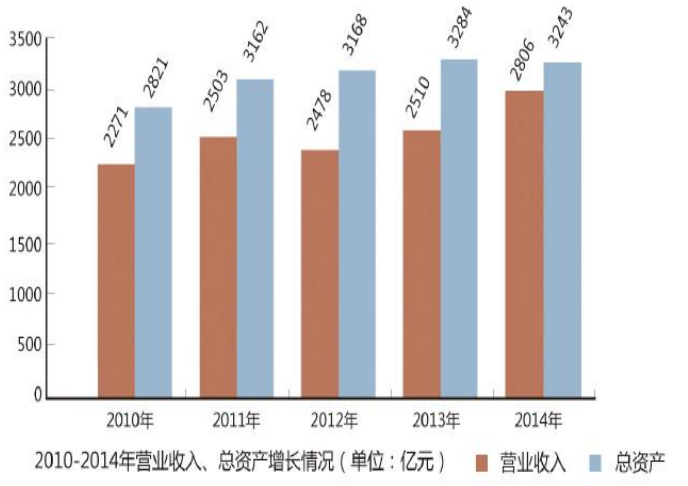
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 12：河北钢铁集团的铁钢材产量



资料来源：《河北钢铁集团社会责任报告》，安信证券研究中心

图 13：河北钢铁集团收入和资产规模



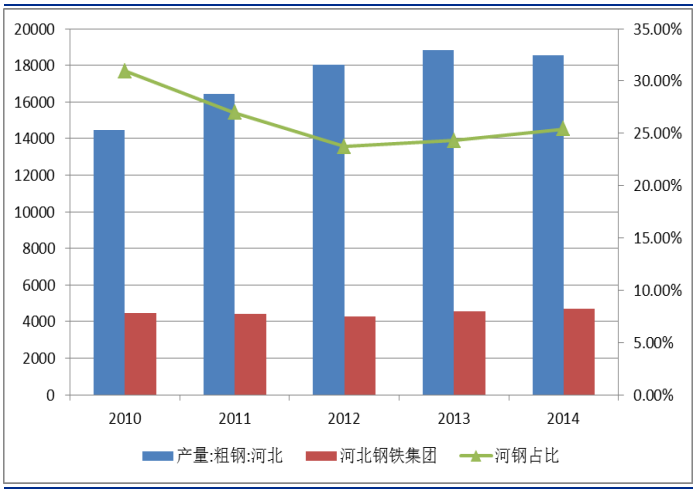
资料来源：《河北钢铁集团社会责任报告》，安信证券研究中心

图 14：河北钢铁集团社会贡献

社会贡献（亿元）	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
社会贡献总额	283.04	310.97	275.25	289.61	340.06
社会贡献率	10.89%	10.40%	10%	9.10%	10.42%
职工人工成本	120.90	133.65	130.17	133.79	136.26
利息支出净额	60.18	80.76	66.26	72.94	90.12
实缴税费	74.18	67.32	64.57	67.89	76.55

资料来源：《河北钢铁集团社会责任报告》，安信证券研究中心

图 15：河北钢铁集团在河北省粗钢产量占比



资料来源：《河北钢铁集团社会责任报告》，安信证券研究中心

5.2.河北钢铁有望进入整合 2.0 阶段

河北钢铁集团成立于 2008 年 6 月 30 日，是在河北省政府主导下将河北省国资委下属的国有钢厂联合组建而成。目前，钢铁主业方面下辖唐钢（产能 1800 万吨），邯钢（产能 1300 万吨），宣钢（产能 800 万吨），承钢（产能 900 万吨），石钢（特钢为主，产能 260 万吨），舞钢（产能 500 万吨，中厚板产能 300 万吨）。钢铁原材料板块有河钢矿业和南方 PMC 矿业公司。钢材销售板块有河钢销售、河钢国际、德高公司（全球最大的独立钢贸公司）。钢材深加工板块有河钢衡板和河钢新材。钢材研发板块有河钢钢研。多元业务有河钢物流、河钢能源、河钢宣工、河钢财务和财达证券。

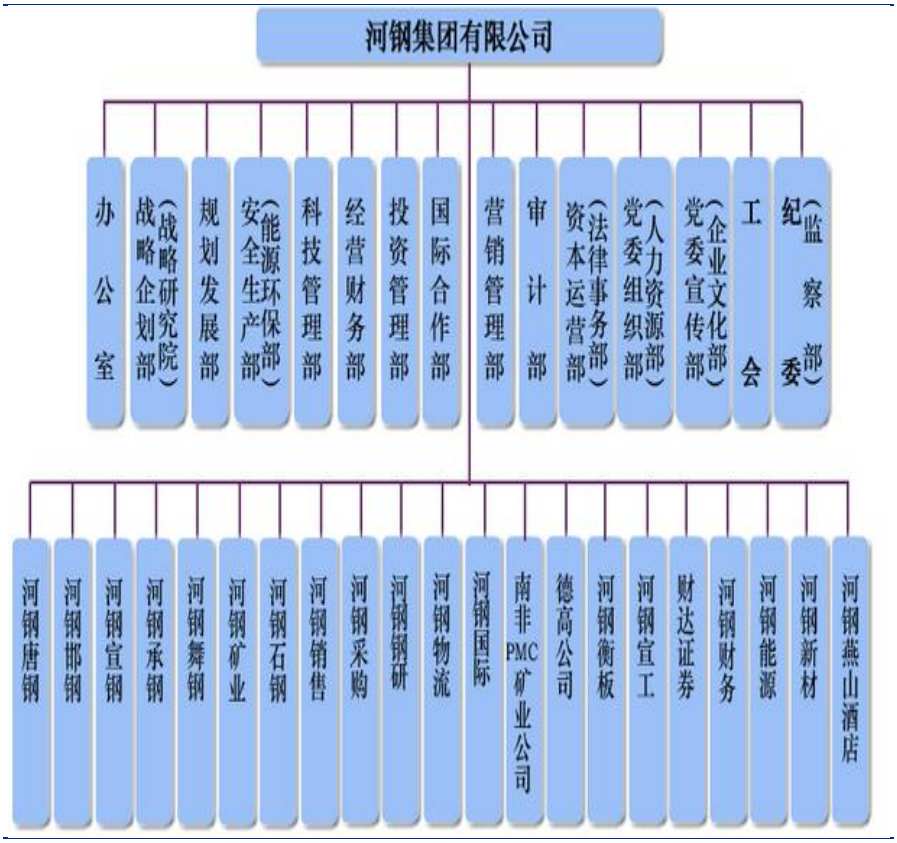
河北钢铁作为地方政府行政主导下的产物，可以说是先有下属的企业，后有集团总部，整合的任务可谓是任重道远。如果没有持续性的有效整合，不仅集团总部处于空转状态无法掌控下属企业，下属企业之间的协同效应更是无从谈起，原本独立的单个企业也会因为多了一个上层母公司松懈中长期的战略发展规划。持续有效整合是决定河北钢铁可持续发展的基础性工作。

从目前可以收集到公开资料和草根调研来看，河北钢铁集团已全面实现对下属企业的掌控。集团公司制定统一的生产计划，各企业负责具体生产，原料采购和产品销售方面，集团公司通过河钢采购和河钢销售来统一实施。从收购南非 PMC 和德高公司来看，资本运作方

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

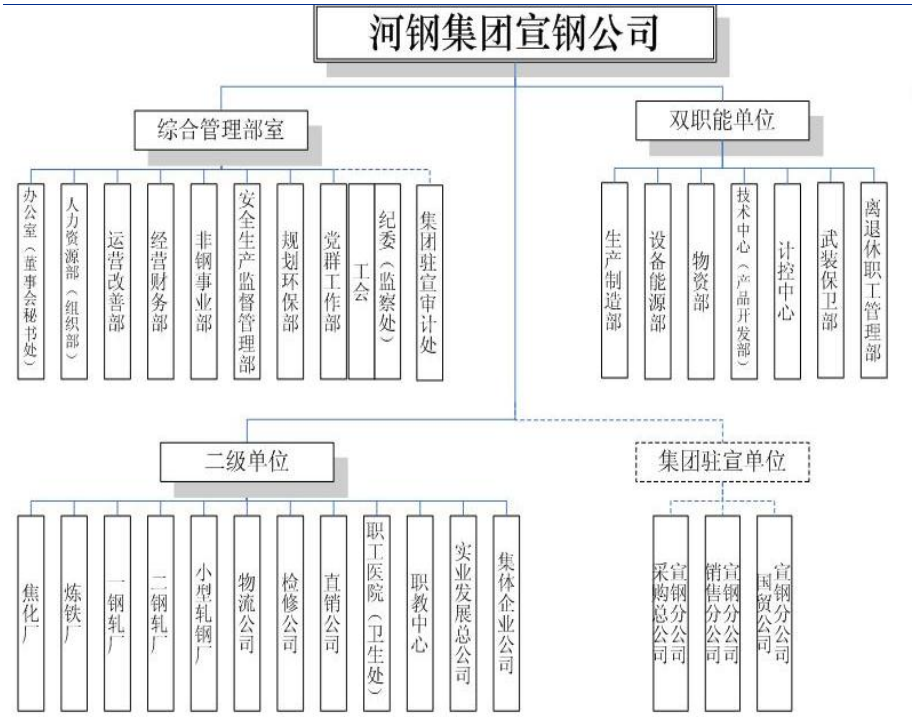
面，河钢集团总部更是直接一线操作。战略制定、资本运作、生产管理、原料采购和生产销售等企业经营的核心内容表明现在的河北钢铁集团已经是一家一体化运作的大型企业集团。

图 16：河北钢铁集团的组织结构图



资料来源：河北钢铁集团网站，安信证券研究中心

图 17：河钢集团宣钢公司组织结构图



资料来源：河钢集团宣钢公司网站，安信证券研究中心

从河钢集团旗下的宣钢公司（宣钢公司不在上市的河北钢铁中）组织结构图来看，集团驻宣单位（采购、销售和国贸分公司）已是宣钢公司的一部分。这也验证了河钢集团整合的

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

效果。但从宣钢的组织结构来看，仍有不少企业办社会的痕迹，仍可能有一些部门在集团内部未进行大规模的整合。这些可能的不到位之处，恰恰表明河北钢铁集团内部仍可能有很大的整合空间。放在供给侧改革和国企改革的双重背景下来看，这恰恰又意味着河北钢铁集团仍有望从深化内部整合中挖掘出更好的整合红利。

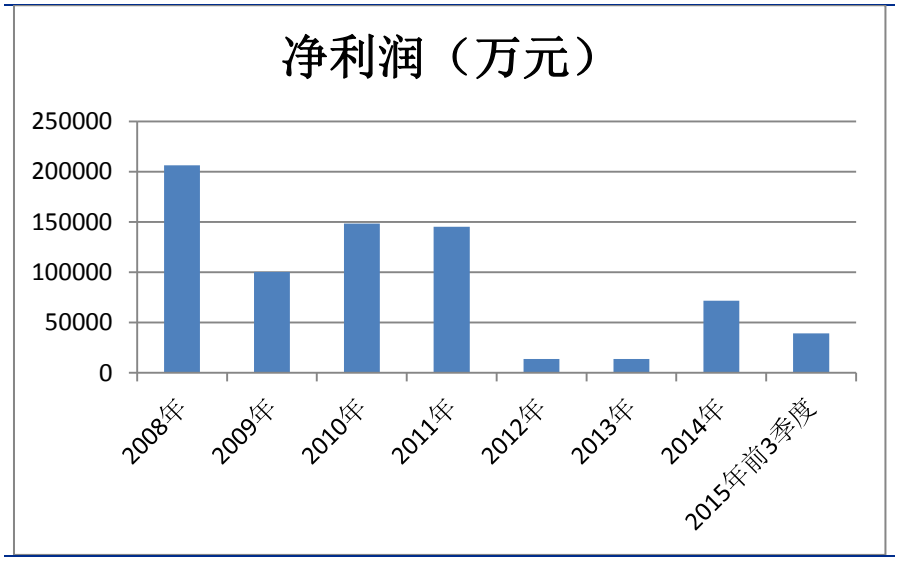
5.3.寒冬之中，河钢股份仍有盈利

自 2008 成立以来，河钢股份（上市公司）每年都是盈利的。但 2012 年和 2013 年两年是河钢股份的盈利低谷，连续两年的净利润仅 1 个多亿。但 2014 年开始盈利明显好转。即便是 2015 年的钢铁寒冬，河钢股份前 3 季度仍实现了 3.92 亿的净利润。从我们的草根调研情况来看，2015 年 4 季度，河钢股份仍有望保持单季盈利。

我们认为河钢股份在 2015 年仍能盈利，和公司强化管理以及管理亮点多有关。从企业管理方面看，公司对标韩国浦项钢铁公司，围绕“剥离附加成本，还原钢铁主业先进性”做了大量工作。从具体指标来看，2015 年上半年，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。2015 年上半年，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。

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（2015 年上半年，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（2015 年，出口市场毛利率高于国内市场，且毛利率提升空间也最大）。

图 18：河钢股份净利润



资料来源：wind，安信证券研究中心

5.4.多元产业和国际业务有望发力

多元产业方面，河北钢铁集团除了围绕钢铁主业展开的铁矿石开采、钢材销售、钢材深加工和钢材研发等业务板块外，还有金融证券、钢铁电商、现代物流、装备制造、节能环保、医疗健康和社会服务等多元业务。国际业务主要由德高公司和南非 PMC 矿业公司构成。

5.4.1. 金融证券

河北钢铁集团的金融证券板块主要由财达证券构成。公司通过全资子公司唐钢集团持有

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财达证券 38.85%的股份，是财达证券的第一大股东。财达证券是河北省排名靠前的证券公司，注册资本 27.45 亿元。2014 年末，净资本为 60.19 亿元，净资本在全行业排名 34 位。2014 年母公司层面实现收入 19.51 亿元，利润 10.69 亿元。

5.4.2. 钢铁电商

河钢云商是河北钢铁集团钢铁电商板块的主体。河钢云商成立于 2012 年 5 月 30 日，注册资本 1 亿元，是面向整个钢铁产业链，提供在线交易、在线物流、在线金融、数据信息等服务的大宗商品电子商务平台，是第三方的钢铁供应链服务平台。

河钢云商自 2012 年 10 月 23 日上线试运行，陆续打造完成了钢厂网上现货直销、钢厂网上协议销售、原燃料网上询比价采购、循环物资网上竞拍、化工产品网上竞拍、在线产能融资、在线订单融资、在线仓单融资、在线代理订货等多个在线服务产品。截至目前，河钢集团螺纹钢全部资源及部分热板、冷板、型带产品实现了上线交易，铁合金、煤炭、焦炭、铁精粉等大宗原燃料均通过网上进行招标采购，废次材、废旧物资、闲废设备等循环物资全部通过网上进行竞价销售。2014 年，河钢云商在线交易总量 1600 余万吨，交易总额 300 亿元。

5.4.3. 现代物流

河北钢铁集团现代物流板块的公开信息比较少，从我们的草根调研以及搜集到的公开资料来看，河钢物流应是现代物流板块的核心企业，旗下至少在曹妃甸和黄骅这两个河北省一北一南各拥有一座大型码头。截止 2015 年 9 月 7 日，这两个码头合计实现吞吐量超过 1000 万吨。其中，曹妃甸 667 万吨，黄骅 335 万吨。

5.4.4. 瑞士德高公司

河北钢铁集团于 2014 年收购了瑞士德高公司 51%的股份。德高公司是全球知名的独立钢贸商，拥有从原材料到钢材产品的一套完整供应链，在全球布局了 76 家分公司，25 家分销和服务中心，在钢铁行业有着世界最大的钢材销售网络和知名品牌，为 4.3 万多家客户提供服务。草根调研显示，2015 年德高公司在帮助河北钢铁集团扩大钢材出口方面做出了较大的贡献。另外，德高公司还和集团旗下的承钢在南非共同开展钒钛资源产品。

5.4.5. 南非 PMC 矿业公司

河北钢铁集团目前全资控股南非 PMC 矿业公司。PMC 公司旗下矿山共有铜金属储量 122 万吨，56%品位磁铁矿储量 2.7 亿吨，一座南非最大的铜冶炼厂及 50%以上的铜产品市场份额。另外，PMC 公司还有一座年产销量约为 20 万吨的世界级蛭石矿。

5.4.6. 节能环保

随着全社会的节能环保意识越来越强，特别是在环保极有可能成为落实去产能政策的重要抓手的背景下，节能环保能力是钢铁企业的核心竞争力之一。当然，如果钢铁企业在节能环保方面形成自己的核心竞争力，将其发展成为独立的非钢产业也是很有可能的。

表 1：河北钢铁集团的吨钢环保指标

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年全国平均
吨钢综合能耗（kgce）	583	579.04	570.76	560.26	584.7
吨钢耗新水（吨）	3.16	3.17	3.15	2.90	3.33
SO2 排放量（吨）	84887	57482	57978	47537	
COD 排放量（吨）	2924	1733	2371	1354	

资料来源：河钢数据来自河北钢铁集团企业社会责任报告经计算，全国数据来自人大经济论坛，安信证券研究中心

作为河北省的钢铁行业龙头，河北钢铁集团一直非常重视节能环保，自成立到 2014 年年底共投入环保资金 131 亿元。目前，河钢的吨钢综合能耗、吨钢新耗水量和吨钢转炉煤气

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

回收量的指标均处于行业内领先水平。

在环保产业化方面，从《2013 年河北钢铁集团社会责任报告》披露的信息来看，2013 年，河钢集团和荣成钢铁签署环保服务和通过，首次实现节能环保系统解决方案的技术输出。

从上面的信息可以看出，河钢集团的节能环保竞争力突出并具备产业化输出的能力。

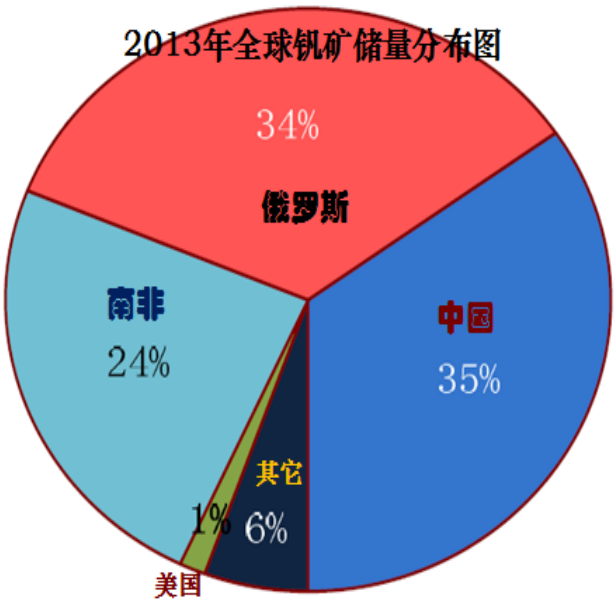
5.5.钒钛产业含苞待放

钒钛资源和钒钛产业是河北钢铁集团的一大特色。并且从河北钢铁集团可获取的钒资源储量，现有的加工产能和产品结构等方面来看，河北钢铁集团具备成为一家钒全产业链、全品类世界级公司的潜力。

5.5.1. 背靠丰富的钒资源储量

2013 年全球钒资源储量折合金属量为 1400 万吨。中国、俄罗斯和南非是世界三大钒资源大国，合计储量占比达 93%。其中，中国占比为 35%。我国钒资源由主要集中在西南的攀西地区和华北东北交接的承德地区。两者合计占有中国 95%的钒资源储量，其中攀西占比 55%，承德占比 40%。虽然，攀西地区资源储量更丰富，矿中的钒钛资源皆丰富，但承德地区的区位优势明显占优。除了承德，在南非河钢也通过德高公司来钒产业布局。

图 19：全球钒矿储量分布图



资料来源：UGSG，安信证券研究中心

图 20：中国钒资源储量分布图

资料来源：UGSG，安信证券研究中心

5.5.2. 悠久的发展历史、领先的产能规模和丰富的产品结构

河钢承钢是中国钒工业的“摇篮”，是中国最早(1943 年)输出钒钛磁铁矿，最早开展钒钛磁铁矿高炉冶炼(1958 年)，最早产出钒渣(1960 年)的企业；1965 年成功进行的钒钛磁铁矿高炉冶炼试验，解决了钒钛磁铁矿高炉冶炼技术的世界性难题，奠定了攀钢建设与中国钒产业发展的基础。1972 年在国内首先实施了了钒渣直接合金化新工艺；1988 年在国内率先开发成功氧气转炉顶吹与顶、底、侧复吹提钒工业技术；2004 年世界最大钒钛磁铁矿冶炼高炉(2500m3) 在承钢完成设计、建设与运行。

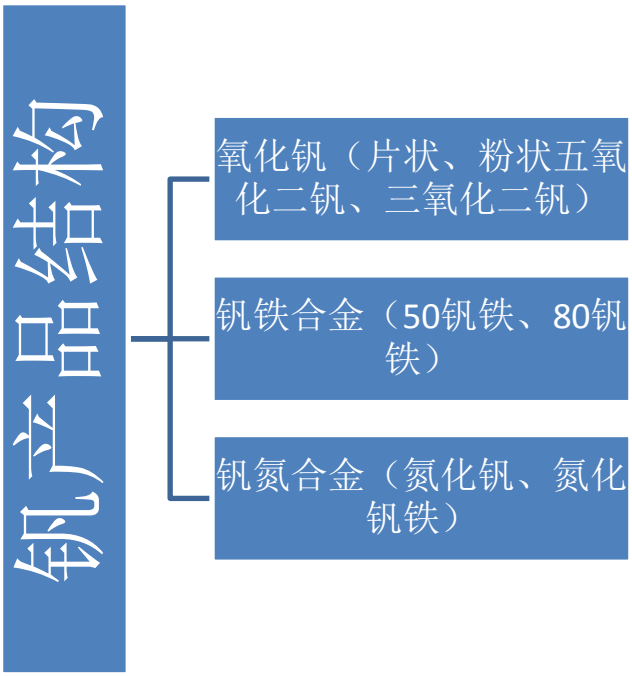
河钢承钢的钒化工项目始于上世纪 60 年代，1967 年建成并运行国内首条钒钛磁铁矿球团钠化焙烧、水浸提钒试验产线；1972 年开始建设钒化工厂，1977 年开始生产五氧化二钒；1992 年开始生产五零钒铁，2004 年三氧化二钒项目建成投产；2005 年开始生产氮化钒；2006 年全系列钒铁车间建成投产。

钒渣直接合金化、转炉顶吹、复吹提钒、大高炉钒钛矿冶炼等技术达到世界先进水平，

亚熔盐法钒铬共提及自蔓延法氮化钒铁生产技术更是处于世界领先水平。

河钢集团现有 32000 吨钒产品产能。其中，承钢 22000 吨，德高旗下的 Pty 产量 10000 吨。其中，承钢主要产品有氧化钒、钒铁合金和钒氮合金。

图 21：承钢钒产品结构



资料来源：承钢网站，安信证券研究中心

图 22：2015 年世界主要钒生产商概况

2015年世界主要钒生产商概况

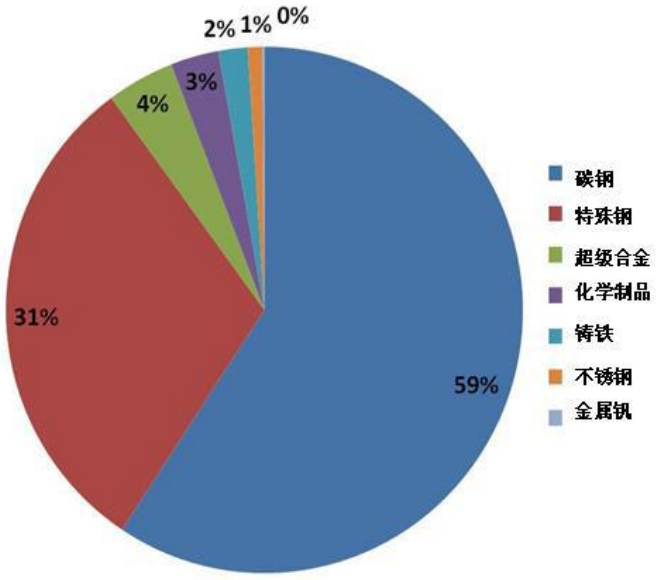
名 称	产能	产品	原料
鞍钢集团攀钢公司	40000	FeV、VN、氧化钒	钒渣
河钢集团 [承钢公司+Vanchem Vanadium Product (Pty) Ltd]	22000+ 10000	FeV、VN、氧化钒、催化剂	钒渣、钒钛磁铁矿
俄罗斯(Evraz) 控股公司	30000	FeV、VN、氧化钒、钒铝合金、催化剂	钒渣、炼油渣、铁磷矿渣、废催化剂
Highveld Steel and Vanadium Limited	14000	FeV、VN、氧化钒	钒渣
瑞士嘉能可 (XSTRATA)	12000	FeV、氧化钒	钒渣、钒钛磁铁矿
大西洋公司Windimurra钒项目-澳	12000	FeV、氧化钒	钒钛磁铁矿
建龙集团	14000	氧化钒	钒渣
奥地利特雷巴赫化学工业公司	10000	V_2O_3、V_2O_5、钒铁	钒渣
Largo公司巴西Maracas钒项目	14600	V_2O_5	钒钛磁铁矿
捷克、德国、加拿大、日本、印度、台湾、泰国等	12000	V_2O_5、钒铝合金、钒铁等	矿渣、废催化剂、燃油灰渣等
中国其它厂商	65000	V_2O_5、钒铝合金、VN、钒铁等	钒渣、废催化剂、石煤
合 计	251600		

资料来源：原始资料来源互联网经整理，安信证券研究中心

5.5.3. 钒目前的主要用途

钒主要用在钢铁工业,其用量约占钒消耗量的 90-93%，在钢铁中加入少量的钒，即可显著提高钢的强度、韧性、延展性，耐损性和耐热性。大约 4-5%的钒用于生产航空、航天工业所需的钛合金，钒在钛合金中可以作为稳定剂和强化剂，使钛合金具有很好的延展性和可塑性。钒用于化学工业中主要作为催化剂和着色剂。

图 23：2013 年钒主要下游应用



资料来源：《钒产业年报》，安信证券研究中心

5.5.4. 中国钒产业的发展前景光明

据《Vanadium: Market Outlook to 2025》预测未来五年，钒产品的市场消费结构不会有较大的改变，仍然是钢铁(90～93%)、有色合金(～4%)、化学与功能材料(3～4%)三大应用领域，但产品品种将在延伸的基础上更加系列化、多样化、功能化。

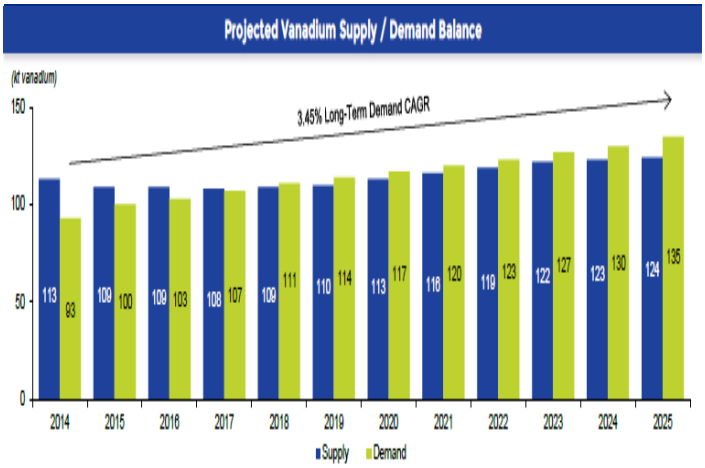
但中国钒产业的发展前景光明主要取决于一方面国内吨钢钒使用强度仍低于世界平均水平，和欧美等发达国家相比仍有很大的提升空间。2014 年上半年，国内吨钢使用钒金属量为 0.048kg，而欧盟、北美和全球的水平分别是 0.07kg、0.097kg 和 0.052kg。另一方面，全球钒产品的制造与研发中心将移至中国，高端钒产品将会全部实现国产化，品质将会进一步提高与改善；钒氮合金与钒功能材料的比例将会进一步增加。再从基本面来看，据《Vanadium: Market Outlook to 2025》预测到 2017 年全球钒供需平衡将从过剩走向短缺，并且短缺会持续多年，这样的资本面将有望支持钒产品价格持续走强。

图 24：全球主要国家和地区吨钢钒使用强度

地区	2014 (1H)	2013	2012
欧洲联盟(27 国)	0.070	0.066	0.069
其他欧洲国家	0.061	0.046	0.048
独立国家联合体 (6 国)	0.050	0.049	0.044
北美洲	0.097	0.095	0.093
南美洲	0.054	0.048	0.055
非洲	0.050	0.045	0.041
中东	0.029	0.031	0.031
中国（包括台湾）	0.048	0.046	0.043
印度	0.034	0.033	0.031
亚洲 (不包括中国和印度)	0.039	0.039	0.045
大洋洲	0.075	0.072	0.069
64 个国家总计	**0.052**	**0.050**	**0.050**

单位：kg 钒/吨钢，资料来源：《钒产业报告》安信证券研究中心

图 25：全球钒供需平衡

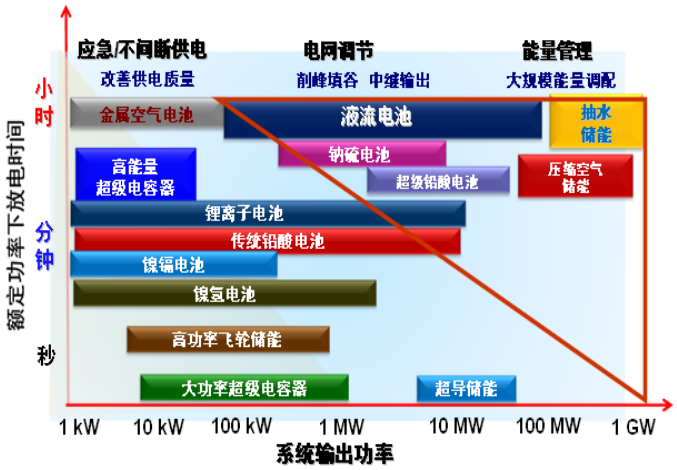


资料来源：《Vanadium: Market Outlook to 2025》，安信证券研究中心

5.5.5. “钒电池”概念有望引发钒价值重估

随着风电、太阳能等新能源的使用规模越来越大，电动汽车的快速发展，以及未来分布式电力系统的发展，储能和电池的重要性日益突出。钒电池作为和锂电池、钠硫电池并列的三大最有前景的储能电池，也逐步进入了产业化的早期阶段。

图 26：储能类型比较



资料来源：中国储能网，安信证券研究中心

图 27：三大储能电池性能比较

	全钒液流电池	锂离子电池	钠硫电池
比容量	80～130 Wh/kg	150～200 Wh/kg	150～240 Wh/kg
比功率	50～140 W/kg	200～315 W/kg	90～230 W/kg
循环寿命	13000	2000	3000
效率	75%~85%(MW 级大多 70%)	90%～95%	80%～85%
适用温度	15～35℃	－20～70℃	300～350℃
优势	寿命长、可频繁充放电、电池容量容易监测、DOD 深度放电	能量密度高、温度范围广、功率特性好、效率高	技术成熟(200MW 以上应用)、体积小、功率特性好、结构相对简单
劣势	体积大、使用温度狭窄要求高、系统复杂、首次投入高	一致性不好、大容量时寿命问题、价格高、不安全	高温起火隐患、电池 SOC 无法实时监控、过充危险

资料来源：中国储能网，安信证券研究中心

对比锂电池，钒电池的能量密度相对较大，为了实现大功率，需要大量的电池液。目前，每 1 立方米的钒电池液可存储 15-17KWH 时的电力。钒电池储存一个 KWH 需要 8-10kg 五氧化二钒做电解液，折合 2.92-3.65kg 金属钒。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

以 2015 年 12 月日本住友电工（SEI）在日本北海道投入试验验证的 60MWH 的全钒液流储能电池系统而言，需要 480-600 吨的五氧化二钒做电解液，折合 175.2-219 吨钒金属量。一旦钒电池进入大规模产业化阶段，钒电池每年的使用的钒金属量极有可能达到万吨级的水平。对于全球目前钒金属 10 万吨级的供需量，钒电池的产业化进程很可能会彻底打破目前关于钒产业的供需预测，并且进一步延长钒产业链。

6.投资建议

供给侧改革已成为国内经济政策的核心内容之一。去产能已明确为 2016 年 5 大重点经济工作任务之首，钢铁煤炭已被明确为去产能工作的重点试点和突破口。从 2015 年下半年的钢铁行业运行形势来看，市场化去产能已经开始。去产能已成为所有利益相关方的共识。目前，去产能的政策正在研究制定中，以《征收工业结构调整专项资金》等文件的下发为标准，部分政策已进入实施阶段。

虽然，目前去产能的系统性政策仍未公布，但可以确定的是 2016 年钢铁行业市场化去产能仍将继续，河北省作为产量占比接近 1/4 的第一产钢大省，又是京津冀一体化的重要组成部分，大概率是钢铁去产能的首要重点区域。去产能离不开钢铁企业的参与，竞争力强的企业应利用好去产能带来行业整合机会，要素富余的企业应谋求非钢产业实现富余要素内部转移，争做正能量的鲇鱼。而放眼河北省钢铁行业，河北钢铁是想不进入眼球都难的巨无霸。因此，河北省钢铁去产能，需要一个有为的河北钢铁。鉴于河北省钢铁在全国的占比，意味着中国钢铁去产能需要一个有为的河北钢铁。

我们认为从河北钢铁自身的规模，整合发展历程，经营绩效，多元产业特别是钒钛产业来看，公司完成有条件在供给侧去产能改革中堪当重任。河北钢铁有 5000 万吨先进钢铁产能，主要环保指标大幅高于全行业平均水平，环保不仅是公司的核心竞争力之一，也有望成为一项多元产业。河北钢铁成立于 2008 年，是河北省政府行政主导下的产物。先有下属各企业，再有集团，持续性的整合是公司基础性工作。集团已全面实现对下属企业的掌控，制定统一的生产计划，各企业负责具体生产，原料采购和产品销售方面，集团公司通过河钢采购和河钢销售来统一实施。资本运作方面，河钢集团总部更是直接一线操作。从河北钢铁集团现有的状态来看，没有“整而不合”这一钢铁整合失败主因的迹象。并且，从河钢集团的内部整合来看仍有大量的挖潜空间。

2015 年钢铁业亏损严重，但河北钢铁（000709）在 2015 年前 3 季度仍实现了 3.92 亿的净利润，预计公司 2015 年到 2017 年净利润为 5.16 亿、8.7 亿和 14.77 亿元，折合每股 EPS 为 0.05 元，0.08 元和 0.14 元。

河北钢铁集团的多元化和国际化业务也有望为其在供给侧改革下供给更大的舞台。金融板块的财达证券净资本全行业排名 34 位。钢铁电商河钢云商有望依托河钢集团成为京津冀地区的主流电商平台。现代物流板块的曹妃甸和黄骅两大港口 2015 年前 3 季度已实现吞吐量超 1000 万吨。国际业务板块的德高公司是全球最大的独立钢贸商，为 2015 年河钢钢材出口作出很大贡献。

河北钢铁依托于钒资源优势，是目前产能排名全球第二的钒企业，钒产业发展历史悠久，技术储备深厚，已实现了钒全产业链、全品类和国际化布局。随着全球钒产业特别是高端产能向中国转移，国内钒消费强度大幅低于欧美国家，钒逐步从供需过剩走向供需短缺来看，河北钢铁的钒产业仍有很大的发展空间。如果钒电池进入大规模产业化阶段，钒电池很可能会极大的改变整个钒产业链，引发钒价值重估。

综合来看，我们认为中国钢铁去产能需要一个有为的河北钢铁集团，河钢也会成为中国钢铁去产能最大的受益者之一。从河钢自身的条件和状态来看，完成有可能抓住钢铁去产能这一历史性进程，实现企业自身发展、行业有效整合、区域经济升级和国家战略落地的“四位一体”式胜利。河钢股份是中国钢铁去产能的首选标的，给予买入-A 评级，6 个月目标价

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4.5 元。

7.风险提示

中国经济超预期回落，去产能无序化风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（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
减:营业成本	100,884.1	87,545.6	78,171.6	81,663.0	87,770.1
营业税费	116.5	122.3	86.4	90.8	107.8
销售费用	597.9	649.1	500.9	499.7	539.2
管理费用	5,489.5	5,327.2	4,749.5	4,951.2	5,293.8
财务费用	3,284.5	3,866.1	3,056.6	2,885.7	2,564.1
资产减值损失	47.4	143.4	32.1	46.0	68.1
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	315.5	295.1	816.0	289.6	302.1
营业利润	150.6	898.9	574.3	1,001.6	1,993.0
加:营业外净收支	80.5	38.6	48.2	55.8	47.5
利润总额	231.1	937.4	622.5	1,057.3	2,040.5
减:所得税	94.0	220.1	93.4	158.6	408.1
净利润	116.2	697.2	515.9	870.0	1,477.3

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	12,344.8	12,026.2	6,908.4	7,267.9	7,842.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,216.6	2,281.9	740.6	2,363.4	904.4
应收票据	9,126.1	4,550.4	8,402.9	4,972.0	9,188.5
预付帐款	4,805.0	3,478.8	3,904.0	3,876.6	4,534.7
存货	29,819.6	29,269.4	16,330.7	29,037.6	17,773.1
其他流动资产	2,170.0	4,471.4	4,000.0	4,000.0	4,000.0
可供出售金融资产	-	307.9	307.9	307.9	307.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,938.2	2,601.5	2,601.5	2,601.5	2,601.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	70,545.9	79,088.3	75,652.0	72,215.6	68,779.3
在建工程	32,218.0	29,824.7	29,824.7	29,824.7	29,824.7
无形资产	386.3	363.7	346.7	329.8	312.8
其他非流动资产	1,327.5	2,104.0	1,894.6	1,888.0	1,881.4
资产总额	166,898.0	170,368.2	150,914.2	158,685.3	147,951.1
短期债务	44,532.4	42,687.0	46,622.1	43,182.0	40,613.6
应付帐款	26,418.1	25,040.7	24,468.0	25,346.5	25,852.7
应付票据	28,094.0	33,031.2	19,083.2	29,914.6	19,821.7
其他流动负债	8,647.0	9,493.4	7,469.1	9,143.3	8,931.9
长期借款	7,857.6	7,977.0	3,071.8	-	-
其他非流动负债	6,558.1	6,889.8	4,500.0	4,500.0	4,500.0
负债总额	122,107.3	125,119.0	105,214.2	112,086.4	99,719.9
少数股东权益	2,230.7	2,212.5	2,225.7	2,254.5	2,409.5
股本	10,618.6	10,618.6	10,618.6	10,618.6	10,618.6
留存收益	31,855.0	32,339.8	32,855.8	33,725.7	35,203.0
股东权益	44,790.8	45,249.2	45,700.1	46,598.8	48,231.2

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	-1.2%	-10.9%	-12.1%	5.2%	7.9%
营业利润增长率	-26.7%	496.8%	-36.1%	74.4%	99.0%
净利润增长率	6.2%	500.1%	-26.0%	68.6%	69.8%
EBITDA 增长率	15.5%	-11.1%	-15.9%	3.6%	9.1%
EBIT 增长率	15.5%	38.7%	-23.8%	7.1%	17.2%
NOPLAT 增长率	14.0%	78.9%	-15.4%	7.1%	10.3%
投资资本增长率	6.4%	-2.5%	4.4%	-6.3%	-1.7%
净资产增长率	0.5%	1.0%	1.0%	2.0%	3.5%
利润率					
毛利率	8.5%	10.9%	9.5%	10.1%	10.5%
营业利润率	0.1%	0.9%	0.7%	1.1%	2.0%
净利润率	0.1%	0.7%	0.6%	1.0%	1.5%
EBITDA/营业收入	8.6%	8.6%	8.2%	8.1%	8.2%
EBIT/营业收入	3.1%	4.8%	4.2%	4.3%	4.6%
运营效率					
固定资产周转天数	212	274	323	293	259
流动营业资本周转天数	-43	-62	-75	-65	-61
流动资产周转天数	184	212	201	182	176
应收帐款周转天数	5	6	6	6	6
存货周转天数	88	108	95	90	86
总资产周转天数	525	618	670	613	563
投资资本周转天数	293	335	385	362	322
投资回报率					
ROE	0.3%	1.6%	1.2%	2.0%	3.2%
ROA	0.1%	0.4%	0.4%	0.6%	1.1%
ROIC	2.3%	3.9%	3.4%	3.5%	4.1%
费用率					
销售费用率	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用率	5.0%	5.4%	5.5%	5.5%	5.4%
财务费用率	3.0%	3.9%	3.5%	3.2%	2.6%
三费/营业收入	8.5%	10.0%	9.6%	9.2%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	73.4%	69.7%	70.6%	67.4%
负债权益比	272.6%	276.5%	230.2%	240.5%	206.8%
流动比率	0.55	0.51	0.41	0.48	0.46
速动比率	0.28	0.24	0.25	0.21	0.28
利息保障倍数	1.05	1.23	1.19	1.35	1.78
分红指标					
DPS(元)	0.02	-	-	-	-
分红比率	182.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	137.1	717.3	515.9	870.0	1,477.3
加:折旧和摊销	6,055.7	3,668.7	3,453.3	3,453.3	3,453.3
资产减值准备	47.4	143.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2,828.3	3,302.6	3,056.6	2,885.7	2,564.1
投资损失	-315.5	-295.1	-816.0	-289.6	-302.1
少数股东损益	21.0	20.1	13.2	28.8	155.1
营运资金的变动	3,010.4	6,565.6	-7,251.6	2,519.3	-1,942.4
经营活动产生现金流量	11,532.9	14,434.3	-1,028.6	9,467.5	5,405.2
投资活动产生现金流量	-11,162.2	-7,855.5	816.0	289.6	302.1
融资活动产生现金流量	1,161.2	-6,313.2	-4,905.2	-9,397.6	-5,132.5

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.01	0.07	0.05	0.08	0.14
BVPS(元)	4.01	4.05	4.09	4.18	4.32
PE(X)	270.5	45.1	60.9	36.1	21.3
PB(X)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/FCF	15.0	32.1	-6.0	97.0	76.1
P/S	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.5	10.4	11.6	10.3	9.0
CAGR(%)	87.1%	31.5%	56.2%	87.1%	31.5%
PEG	3.1	1.4	1.1	0.4	0.7
ROIC/WACC	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6
REP	2.4	1.8	1.9	1.8	1.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	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

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。