

2016年03月15日

河钢股份 (000709.SZ)

河钢股份：钒钛和钢铁分离，做强钒钛之心凸显

■钒钛和钢铁分离：公司公告为充分发挥钒钛资源优势，打造世界钒钛产业领先企业，拟将钢铁产业与钒钛产业实施分离，设立钒钛分公司。以新设分公司为平台，本着横向更宽、纵向更深的原则，加大钒钛资源的综合开发利用，引进资金和国际先进技术，开发有市场潜力的钒钛新产品，主要包括：全钒液流电池、钒电池电解液、航空航天级钒铝合金、高纯氧化钒、钒系颜料等等，实现钒钛产业链全品种覆盖，使公司钒钛产业在生产规模、技术水平、产品质量和经济效益上达到并保持世界先进水平。

■做强钒钛之心凸显：公司地处我国两大钒钛资源地之一的承德，是我国钒产业的摇篮。公司现有钒产业相关产能为32000吨，全球排名第二，有着非常好的发展钒钛产业的基础。此次设立钒钛分公司，将钒钛和钢铁分离，不仅彰显了公司意欲做强钒钛产业之心，更是有利于从体制机制和组织架构上做强钒钛产业链。

■投资建议：公司及其母公司是国内产能最大的钢铁企业，地处河北是钢铁供给侧改革中最值得关注的企业之一。近年来，公司在降本增效，增加钢厂直供比例，提升产品质量，升级产品结构方面做了大量的工作。从2015年公司仍维持盈利来看，成绩显著。在资本布局方面，公司收购的瑞士德高（全球最大独立钢贸商）和南非PMC矿业不仅提升了公司的国际化水平，延伸了产业链布局，还在产品出口等方面给公司带来了实实在在的好处。综合来看，公司的状态在国内钢铁企业处于领先地位，是一家想干事，会干事，也有条件干事的企业。在钢铁行业大变局的时代下，建议重点关注，继续给予买入-A评级，6个月目标价4.5元。详细内容可见深度报告《从钢产量排名段子看钢铁供给侧改革下的河钢股份》。

■风险提示：中国经济超预期回落，去产能无序化风险。

(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)	276.9	46.1	62.4	37.0	21.8
市净率(倍)	0.8	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	2.3%	3.9%	3.4%	3.5%	4.1%

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

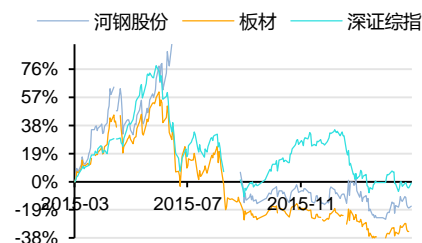
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**4.5元**
股价(2016-03-14) **3.03元**

交易数据

总市值(百万元)	32,174.38
流通市值(百万元)	32,169.18
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	2.71/7.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.49	17.02	-24.53
绝对收益	10.18	-3.5	-15.1

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：河钢股份公司深度分析	2016-02-01
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

1. 钒钛和钢铁分离

2016年3月10日，公司公告为充分发挥公司钒钛资源特色优势，打造世界钒钛产业领先企业，决定将承德分公司钢铁产业与钒钛产业实施分离，组建“河北钢铁股份有限公司钒钛分公司”。以新设分公司为平台，充分发挥资源、技术和人才优势，采用清洁钒生产新技术扩大钒产业规模，在巩固、优化公司现有钒钛产品（氧化钒、钒铁、钒氮合金产品及钛精粉）的基础上，本着横向更宽、纵向更深的原则，加大钒钛资源的综合开发利用，引进资金和国际先进技术，开发有市场潜力的钒钛新产品，主要包括：全钒液流电池、钒电池电解液、航空航天级钒铝合金、高纯氧化钒、钒系颜料等等，实现钒钛产业链全品种覆盖，使公司钒钛产业在生产规模、技术水平、产品质量和经济效益上达到并保持世界先进水平。

2. 做强钒钛之心凸显

河钢承钢是中国钒工业的“摇篮”，背靠我国两大钒资源之一的承德地区。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。

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，在全球钒企业排名第二，有着非常好的发展钒钛产业的基础。此次设立钒钛分公司，将钒钛和钢铁分离，不仅彰显了公司意欲做强钒钛产业之心，更是有利于从体制机制和组织架构上做强钒钛产业链。

图 1：2015 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 ₂ O ₃ 、V ₂ O ₅ 、钒铁	钒渣
Largo公司巴西Maracas钒项目	14600	V ₂ O ₅	钒钛磁铁矿
捷克、德国、加拿大、日本、印度、 台湾、泰国等	12000	V ₂ O 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 ₂ O 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

3. 投资建议

河钢股份及其母公司河钢集团是国内产能最大的钢铁企业，又地处河北是钢铁供给侧改革中最值得关注的企业之一。近年来，公司在降本增效，增加钢厂直供比例，提升产品质量，

升级产品结构方面做了大量的工作。从 2015 年公司仍维持盈利来看，成绩显著。在资本布局方面，公司收购的瑞士德高（全球最大独立钢贸商）和南非 PMC 矿业不仅提升了公司的国际化水平，延伸了产业链布局，还在产品出口等方面给公司带来了实实在在的好处。综合来看，公司的状态在国内钢铁企业处于领先地位，是一家想干事，会干事，也有条件干事的企业。在钢铁行业大变局的时代下，建议重点关注，继续给予买入-A 评级，6 个月目标价 4.5 元。详细内容可见深度报告《从钢产量排名段子看钢铁供给侧改革下的河钢股份》。

4. 风险提示

中国经济超预期回落，去产能无序化风险。

财务报表预测和估值数据汇总

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	78,171.6	81,663.0	87,770.1	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%	-36.1%	74.4%	99.0%
销售费用	597.9	649.1	500.9	499.7	539.2	净利润增长率	6.2%	500.1%	-26.0%	68.6%	69.8%
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%	-15.9%	3.6%	9.1%
财务费用	3,284.5	3,866.1	3,056.6	2,885.7	2,564.1	EBIT 增长率	15.5%	38.7%	-23.8%	7.1%	17.2%
资产减值损失	47.4	143.4	32.1	46.0	68.1	NOPLAT 增长率	14.0%	78.9%	-15.4%	7.1%	10.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.4%	-2.5%	4.4%	-6.3%	-1.7%
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%	1.0%	2.0%	3.5%
营业利润	150.6	898.9	574.3	1,001.6	1,993.0	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%	9.5%	10.1%	10.5%
利润总额	231.1	937.4	622.5	1,057.3	2,040.5	营业利润率	0.1%	0.9%	0.7%	1.1%	2.0%
减:所得税	94.0	220.1	93.4	158.6	408.1	净利润率	0.1%	0.7%	0.6%	1.0%	1.5%
净利润	116.2	697.2	515.9	870.0	1,477.3	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%
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	-65	-61
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	184	212	201	182	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
预付账款	4,805.0	3,478.8	3,904.0	3,876.6	4,534.7	总资产周转天数	525	618	670	613	563
存货	29,819.6	29,269.4	16,330.7	29,037.6	17,773.1	投资资本周转天数	293	335	385	362	322
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%	1.2%	2.0%	3.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.1%	0.4%	0.4%	0.6%	1.1%
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%	3.4%	3.5%	4.1%
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%	2.6%
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	150,914.2	158,685.3	147,951.1	偿债能力					
短期债务	44,532.4	42,687.0	46,622.1	43,182.0	40,613.6	资产负债率	73.2%	73.4%	69.7%	70.6%	67.4%
应付账款	26,418.1	25,040.7	24,468.0	25,346.5	25,852.7	负债权益比	272.6%	276.5%	230.2%	240.5%	206.8%
应付票据	28,094.0	33,031.2	19,083.2	29,914.6	19,821.7	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	0.25	0.21	0.28
长期借款	7,857.6	7,977.0	3,071.8	-	-	利息保障倍数	1.05	1.23	1.19	1.35	1.78
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	105,214.2	112,086.4	99,719.9	DPS(元)	0.02	-	-	-	-
少数股东权益	2,230.7	2,212.5	2,225.7	2,254.5	2,409.5	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	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
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						
						现金流量表					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	137.1	717.3	515.9	870.0	1,477.3	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	0.05	0.08	0.14
资产减值准备	47.4	143.4	-	-	-	BVPS(元)	4.01	4.05	4.09	4.18	4.32
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	276.9	46.1	62.4	37.0	21.8
财务费用	2,828.3	3,302.6	3,056.6	2,885.7	2,564.1	PB(X)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
投资损失	-315.5	-295.1	-816.0	-289.6	-302.1	P/FCF	15.4	32.8	-6.1	99.3	77.9
少数股东损益	21.0	20.1	13.2	28.8	155.1	P/S	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
营运资金的变动	3,010.4	6,565.6	-7,251.6	2,519.3	-1,942.4	EV/EBITDA	7.5	10.4	11.7	10.4	9.1
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	CAGR(%)	87.1%	31.5%	56.2%	87.1%	31.5%
投资活动产生现金流量	-11,162.2	-7,855.5	816.0	289.6	302.1	PEG	3.2	1.5	1.1	0.4	0.7
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	ROIC/WACC	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6
						REP	2.5	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

■ 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	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	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
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@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