

# 河钢股份 (000709)

## 优质区域龙头，业绩稳健阔步前行

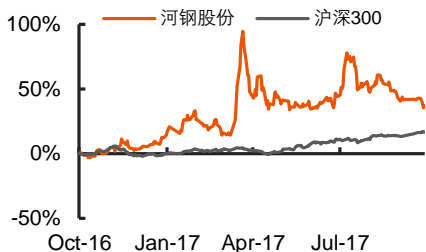
### 推荐 (首次)

现价: 4.25 元

#### 主要数据

行业	钢铁
公司网址	www.hebgtof.com
大股东/持股	邯钢钢铁集团/39.63%
实际控制人	河北省国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	10,619
流通 A 股(百万股)	10,617
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	451.29
流通 A 股市值(亿元)	451.22
每股净资产(元)	4.26
资产负债率(%)	74.90

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**魏伟** 投资咨询资格编号  
S1060513060001  
021-38634015  
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**李军** 一般从业资格编号  
S1060117050091  
010-56800119  
LIJUN243@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- **公司是优质的区域龙头钢企：**公司产能仅次于宝武合并后的宝钢股份，是国内第二大上市钢企，钢铁产能达到 3000 万吨，钒钛产能达到 8.2 万吨；公司产品规格齐全，结构多元，板材、棒材及型材产能占比分别为 65.4% 和 23.27%，同时近年来高端产品占比不断提升，高端新产品不断问世；公司主体装备实现了大型化、自动化和现代化，装备水平行业一流；环保持续不断投入，主要环保指标均处于行业先进水平。
- **区位优势独特，业绩稳健增长：**公司位于环渤海经济带，是我国主要的钢材消费区域之一，钢材需求保持强劲；本地区矿产资源丰富，公司铁矿石、煤炭均有稳定的供应渠道和安全保障能力；公司主要钢铁产能毗邻港口，大宗物料运输相对具有优势。同时，公司在成本管控方面效果突出，技术经济指标持续改善。2016 年公司铁、钢、轧三大主体工序成本同比分别降低 13.54%、9.49% 和 2.93%，达到行业先进水平。
- **多重政策提振本区域需求，利好公司长远发展：**京津冀一体化发展上升为国家战略，提振本地区钢材需求，公司作为本区域的龙头企业，有望享受长期红利；雄安新区横空出世，高标准、高投入的建设规模将持续推进当地基础设施建设，拉动钢材消费。公司作为本地最大的龙头钢企，近 7 成营收来源于华北市场，显著受益于雄安新区建设。
- **钒制品涨价，提升当期业绩弹性：**随着钢铁市场好转，钒产业景气度大幅提升，钒制品价格明显提升。公司作为国内第二大钒产品生产基地，钒产品价格强势反弹有望增厚公司当期业绩。同时，公司单独设立钒钛子公司，进一步布局钒产业，加大钒钛资源的综合开发利用，努力打造全球最具竞争力的钒钛产业基地，进一步巩固在钒钛领域的优势。
- **盈利预测与投资建议：**公司是国内第二大上市钢企，随着钒制品价格同比大幅上涨，有利于提高公司当期业绩弹性；同时，公司是华北区域龙头钢企，随着京津冀一体化发展和雄安新区建设逐步推进，必将显著受益于本区域未来钢材需求的提振，公司未来发展亦可期待。公司目前 1 倍左右的 PB，为上市钢企最低水平，同时也处于 07 年以来较低的水平，股价安全

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	73103	74551	100644	101650	103683
YoY(%)	-25.6	2.0	35.0	1.0	2.0
净利润(百万元)	573.5	1555	3069	3729	3993
YoY(%)	-17.7	171.2	97.3	21.5	7.1
毛利率(%)	13.3	13.8	13.7	14.2	14.2
净利率(%)	0.8	2.1	3.0	3.7	3.9
ROE(%)	0.9	3.1	6.5	7.4	7.4
EPS(摊薄/元)	0.05	0.15	0.29	0.35	0.38
P/E(倍)	78.7	29.0	14.7	12.1	11.3
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.8

边际较高。预计公司 2017–2019 年归母净利润分别为 30.69 亿、37.29 亿和 39.93 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.35 元和 0.38 元。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

- **盈利预测与投资建议：**公司是国内第二大上市钢企，随着钒制品价格同比大幅上涨，有利于提高公司当期业绩弹性；同时，公司是华北区域龙头钢企，随着京津冀一体化发展和雄安新区建设逐步推进，必将显著受益于本区域未来钢材需求的提振，公司未来发展亦可期待。公司目前 1 倍左右的 PB，为上市钢企最低水平，同时也处于 07 年以来较低的水平，股价安全边际较高。预计公司 2017–2019 年归母净利润分别为 30.69 亿、37.29 亿和 39.93 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.35 元和 0.38 元。首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**环保限产执行力度进一步加强；终端需求超预期波动；京津冀一体化和雄安新区建设推进不及预期；利率持续上行。

# 正文目录

<b>一、规模大、产品全、装备优，铸就区域龙头地位</b>	5
1.1 公司是仅次于宝钢股份第二大钢铁上市公司	5
1.2 公司产品规格齐全，高端品种占比不断提升	7
1.3 装备先进，节能环保水平国内领先	8
<b>二、区位优势独特，业绩稳健增长</b>	8
2.1 华北区域是我国钢材消费的主要区域之一	8
2.2 华北资源优势丰富，公司成本管控能力突出	10
<b>三、多重政策提振本区域需求，利好公司长远发展</b>	11
3.1 京津冀一体化上升为国家战略，提振本区域需求	11
3.2 雄安新区横空出世，本地龙头钢企显著受益	13
<b>四、钒制品涨价，提升当期业绩弹性</b>	14
4.1 钢铁行业回暖，钒价强势反弹	14
4.2 设立钒钛子公司，进一步巩固在钒钛领域优势	15
<b>五、盈利预测与评级</b>	16
<b>六、风险提示</b>	16

## 图表目录

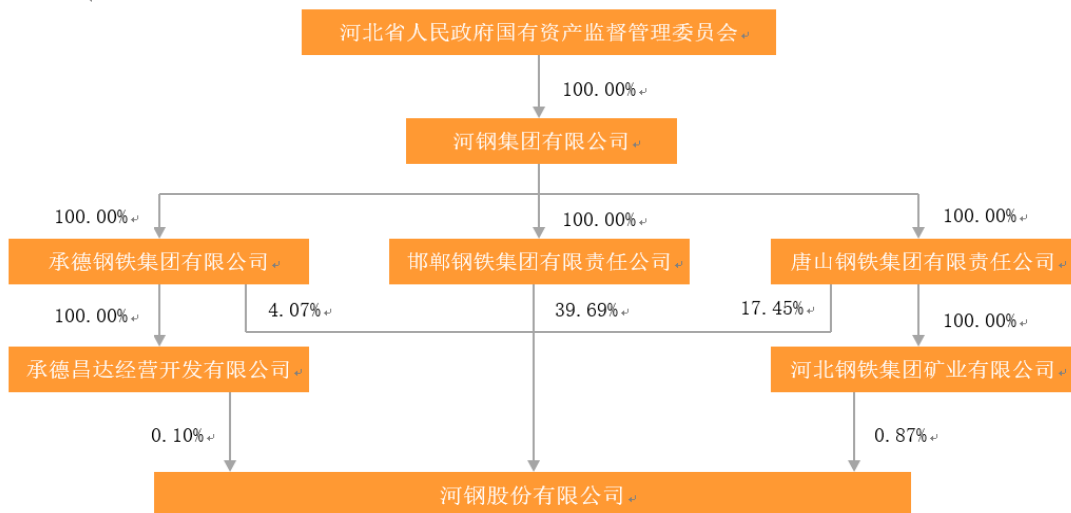
图表 1	河钢股份股权结构 .....	5
图表 2	产量前十大钢铁企业情况（万吨） .....	5
图表 3	公司钒制品市场占有率排名第二（2016） .....	6
图表 4	2017 年上半年资产总额前十名钢铁上市公司（亿元） .....	6
图表 5	公司净利润水平位于上市钢企前列（亿元） .....	6
图表 6	公司主要产品产能结构情况 .....	7
图表 7	公司产品获得认证情况 .....	7
图表 8	公司主要轧材产线技术装备均为行业先进水平 .....	8
图表 9	公司近三年主要环保指标逐步提升 .....	8
图表 10	公司国内销售网络以华北市场为主 .....	9
图表 11	公司主营收入主要来源于华北区域（2016 年） .....	9
图表 12	华北区域 GDP 占全国 GDP 保持在 15%左右 .....	9
图表 13	华北区域汽车产量排名全国第三（2016） .....	9
图表 14	华北固定资产投资完成额位居全国第三（2016） .....	10
图表 15	华北工业销售产值位居全国第三位（2015） .....	10
图表 16	华北区域铁矿石资源丰富 .....	10
图表 17	河北周边省份煤炭资源丰富 .....	10
图表 18	公司铁矿石供应来源情况 .....	11
图表 19	公司近几年毛利率不断上升 .....	11
图表 20	京津冀一体化示意图 .....	12
图表 21	京津冀一体化规划涉及的主要内容 .....	12
图表 22	京津冀一体化规划涉及的主要内容 .....	13
图表 23	京津冀地区钢铁产能占全国总产能 28.4% .....	14
图表 24	唐山占京津冀地区钢铁产能占比高达 45.7% .....	14
图表 25	钒产品消费结构 .....	14
图表 26	2016 年以来钒价持续攀升（元/吨） .....	15
图表 27	钒相关产品关系图 .....	15
图表 28	公司目前的 PB 处于历史相对较低水平 .....	16
图表 29	可比公司估值表 .....	16

## 一、 规模大、产品全、装备优，铸就区域龙头地位

### 1.1 公司是仅次于宝钢股份第二大钢铁上市公司

河钢股份有限公司是由原唐钢股份、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，注册地址为河北省石家庄市，下设唐山分公司、邯郸分公司、承德分公司，是河钢集团唯一的钢铁上市平台，是沪深 300 指数指标股和融资融券标的股。

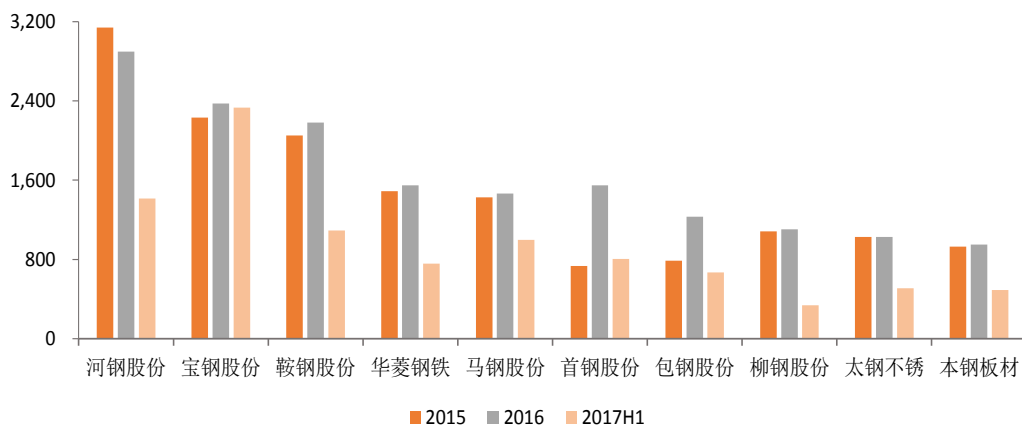
图表1 河钢股份股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司具备年产 3000 万吨的铁钢材综合生产能力，在今年 3 月宝钢股份完成吸收武钢股份之前，公司生产规模多年位列钢铁上市公司第一。公司上半年产钢 1414 万吨，占上半年全国粗钢总产量 3.37%，仅次于完成吸收合并后的宝钢股份。

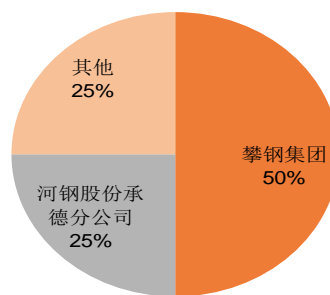
图表2 产量前十大钢铁企业情况（万吨）



资料来源：wind，平安证券研究所

同时公司还具备钒钛产品产能 8.2 万吨(其中钒制品 2.2 万吨)，钒产品市场占有率仅次于攀钢集团，排名行业第二；并且在钒钛钢铁冶炼和钒产品生产技术方面处于世界领先地位。

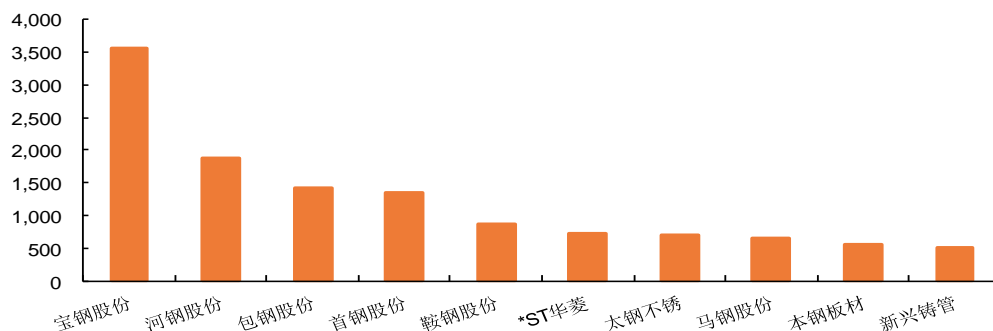
图表3 公司钒制品市场占有率排名第二（2016）



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

在资产规模上，公司也是位居行业前列。2017年上半年，公司资产总额为1879.55亿元，仅次于宝钢股份，在钢铁上市公司中排名第二。

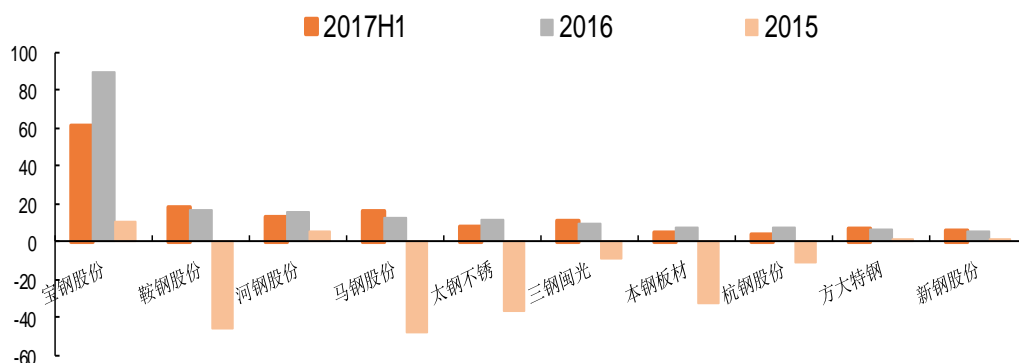
图表4 2017年上半年资产总额前十名钢铁上市公司（亿元）



资料来源：wind，平安证券研究所

公司盈利水平一直位于上市钢铁公司前列。2017年上半年，公司实现归母净利润12.51亿元，位居第四位；2016年实现归母净利润15.55亿元，位居第三位；即便在钢铁行业极度不景气、多数钢企出现亏损的2015年，公司净利润也达到了5.73亿元，位居行业第三位。

图表5 公司净利润水平位于上市钢企前列（亿元）



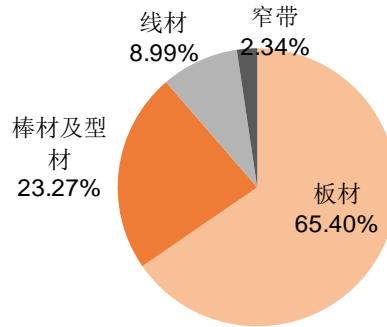
资料来源：wind，平安证券研究所

综上，从全行业来看，无论是从产量规模还是从资产规模或盈利能力，公司均处于行业领先水平。

## 1.2 公司产品规格齐全，高端品种占比不断提升

公司目前钢铁产品涵盖了除管材外所有钢材大类品种，包括板材、棒材、线材、型材和窄带五大类，其中板材产品包括热轧板、冷轧板及中厚板等；棒材产品主要包括螺纹钢和圆钢；型材产品主要包括角钢、矿用支撑钢、矿用工字铁钢、轻轨、槽钢等；线材产品主要包括工程及结构用线材、硬线、焊线及合金线材等。产品品种几乎涵盖市场所需的所有钢材规格，广泛应用于汽车、石油、铁路、桥梁、建筑、电力、交通、机械、造船、轻工、家电等 20 多个重要领域。

图表6 公司主要产品产能结构情况



资料来源：2016 年公司债券（第一期）募集说明书，平安证券研究所

公司的高端产品占比不断提升。2016 年汽车板、家电板销量均同比提高 50%以上；2017 年上半年，公司优质大客户、品种钢产销量实现大幅提升。公司已经实现以 O5 级为代表的高成型性汽车用钢和以 1500MPa 超高强钢为代表的减量化汽车用钢的系列化生产，产品供应宝马、奔驰、奥迪、丰田、现代、东风标致、一汽、上汽等知名企业，并于 2016 年初正式加入世界汽车用钢联盟；家电板进入高端市场第一梯队；成功研发航空级片剂钒、高纯氧化钒等多个高端钒产品，并实现批量生产，成功将产品打入欧洲和北美市场；公司研发生产的 1000 兆帕级镀锌双相钢、X80 和 X90、X100 系列管线钢等一批高强钢材填补了国内空白。公司主要高端产品均获得了相关体系认证。

图表7 公司产品获得认证情况

公司	认证单位	被认证的产品	证书编号
唐山分公司	英国标准协会	钢材产品（包括碳钢和低合金）	FM 596506
唐山分公司	英国标准协会	钢材产品（包括碳钢和低合金）	TS 596505-000
承德分公司	英国劳埃德船级社	Hot Rolled Stell Strips	0038/CPR/SHA/6010004/A
邯郸分公司	韩国船级社	Rolled Stells	QD019714-SP001
邯郸分公司	美国船级社ABS	钢板	TJ2187207-A/B
邯郸分公司	日本海事协会	船体用钢	NKR-582ROL
邯郸分公司	日本海事协会	钢板	12EW7785ROL
邯郸分公司	中国船级社	钢板（一般强度船体结构钢、高强度船体结构钢、Z 向钢）	QH13W00011
邯宝钢铁	法国船级社	钢板	SMS. W. 11. /76920/B. 0
邯宝钢铁	韩国船级社	Rolled Stells	QD024563-SP001
邯宝钢铁	英国劳埃德船级社	热轧带钢	0038/CPR/SHA/6023818/A
邯宝钢铁	英国劳埃德船级社	热轧线圈和线圈盘	MD00/3874/0003/1
邯宝钢铁	中国船级社	高强度船体结构用钢，一般强度船体结构用钢	QH13W00012
唐山中厚板材有限公司	英国标准协会	碳钢和低合金钢	FM613975

资料来源：债券募集说明书，平安证券研究所

### 1.3 装备先进，节能环保水平国内领先

自 2008 年开始，公司着眼于产品升级换代和改善区域环境质量，率先淘汰落后产能，拆除不达标的高炉、转炉等设备，同时投入大量资金完成了主体装备的大型化、自动化和现代化改造，使钢铁产能全部优于国家产业政策标准，主体装备和主要能源环保指标处于行业先进水平。

图表8 公司主要轧材产线技术装备均为行业先进水平

产线名称	技术与设备水平	产品定位
唐钢热轧1700线	采用国内先进自主技术集成	低合金高强度钢
唐钢热轧1810线	采用了意大利、美国、日本先进技术与设备	电工钢、高强汽车钢、
邯钢热轧1780线	主体装备由德国西马克、西门子和洛伊公司提供。生产全过程采用计算机控制，具有工艺流程短、能耗低、投资省特点	汽车大梁及车轮用钢
邯钢热轧2250线	采用了德国技术与装备，设备先进	管线钢、高强度钢、耐候钢等
承钢1780热轧线	采用德国与意大利先进技术与装备	汽车用钢、船体用钢
邯宝2180冷轧线	采用了德国西马克最新酸洗冷连轧技术和西门子最新控制技术。	冷轧、热镀锌等精品板材

资料来源：《河北企业》2016 年第五期，平安证券研究所

图表9 公司近三年主要环保指标逐步提升

项目	2014	2015	2016
吨钢耗新水（吨）	2.68	2.70	2.26
吨钢SO2排放量（kg）	1.10	0.85	0.66
吨钢COD排放量（kg）	0.037	0.033	0.036
水循环利用率（%）	97.7	98.1	98.4
固废综合利用率（%）	100	100	100

资料来源：债券跟踪评级报告，平安证券研究所

## 二、区位优势独特，业绩稳健增长

### 2.1 华北区域是我国钢材消费的主要区域之一

公司钢铁产能主要分布于唐山分公司、邯郸分公司、承德分公司和邯宝公司，均分布于华北区域中心地带。公司钢材产品销售主要以华北市场为主，营业收入主要来源于华北区域市场。

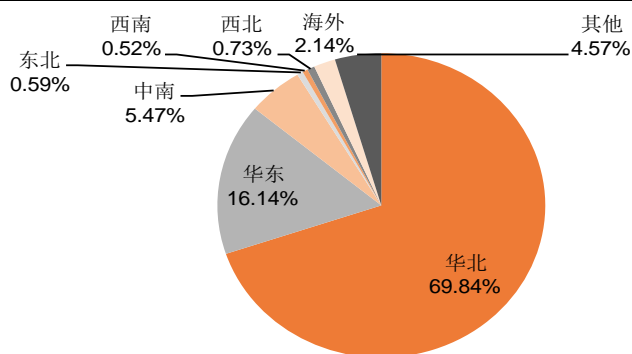


图表10 公司国内销售网络以华北市场为主



资料来源：公司官网，平安证券研究所

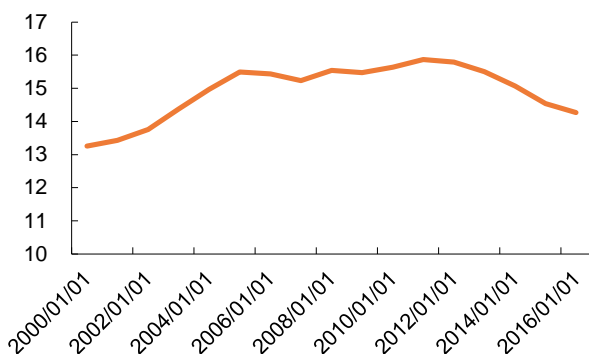
图表11 公司主营收入主要来源于华北区域（2016年）



资料来源：wind，平安证券研究所

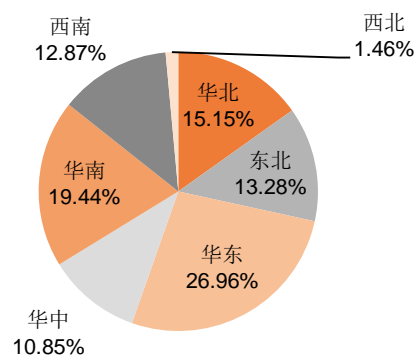
华北地区是我国钢材消费的主要区域，汽车、家电、造船、建筑、机械制造业发展迅猛，对钢铁保持着强劲的需求。良好的区位优势为公司发展提供了较为广阔的空间。

图表12 华北区域 GDP 占全国 GDP 保持在 15%左右



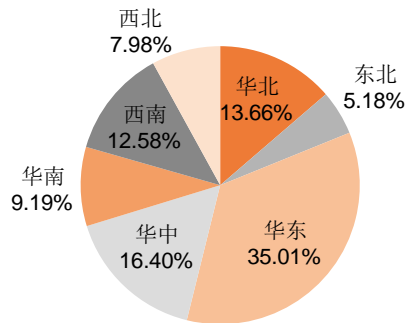
资料来源：wind，平安证券研究所

图表13 华北区域汽车产量排名全国第三（2016年）



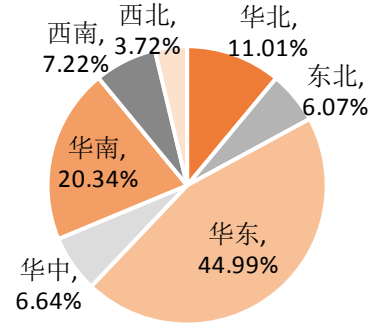
资料来源：wind，平安证券研究所

图表14 华北固定资产投资完成额位居全国第三（2016）



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表15 华北工业销售产值位居全国第三位（2015）



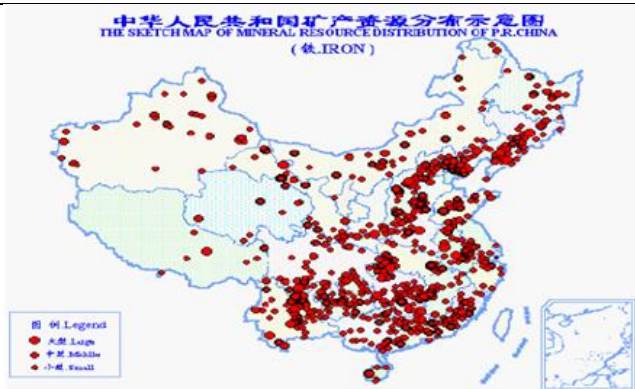
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 2.2 华北资源优势丰富，公司成本管控能力突出

铁矿石和煤炭是钢铁冶炼环节最重要的原材料。从铁矿石来看，环渤海地区是我国铁矿石资源的主要分布地区，以东北、华北地区资源为最丰富。据中国产业信息网数据，2014年，我国铁矿石储量约为230亿吨。辽宁、四川、河北三省，占全国的总储量的53.62%。

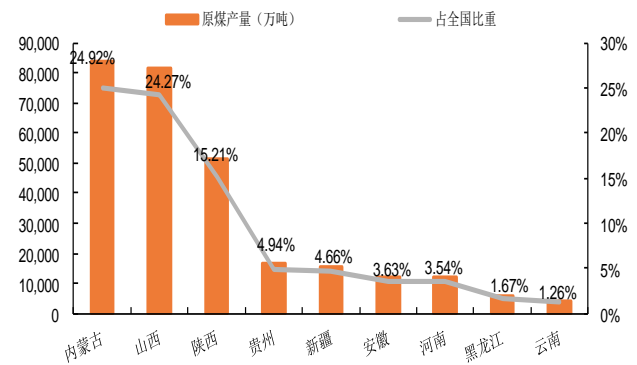
从煤炭资源来看，根据国家统计局数据，截至2015年末，我国煤炭基础储量2440.3亿吨，资源集中分布于我国西北部地区，山西、内蒙古、新疆、陕西、贵州为煤炭基础储量规模前五大的省份，储量合计占全国总储量的73.81%。

图表16 华北区域铁矿石资源丰富



资料来源: 中国选矿技术网, 平安证券研究所

图表17 河北周边省份煤炭资源丰富



资料来源: wind, 平安证券研究所

公司生产所需原燃料主要包括铁矿石、焦炭和煤炭，2016年耗用量分别为5013万吨、952万吨和1209万吨。公司铁矿石自给率较低，主要依赖外部采购，且基本以国外进口为主。公司与必和必拓等五大国外矿山巨头建立了良好的合作关系，并与山西焦煤集团、开滦煤炭集团等大型煤企签订了长期合作协议，铁矿石和焦炭、煤炭供应较有保障；加之公司整体毗邻港口，因而铁矿石运费较低，拥有一定的成本优势。

截至2015年底，河钢集团铁矿石资源掌控总量达36.70亿吨。受制于产能规模的约束，目前公司自有矿山及河钢集团自有矿山的铁矿石供应量较小，但随着河钢集团自有矿山铁矿石供应量的逐年加大（2013-2015年供应量分别为497万吨、608万吨和631万吨），公司铁矿石资源自给率或将逐步提高。

图表18 公司铁矿石供应来源情况

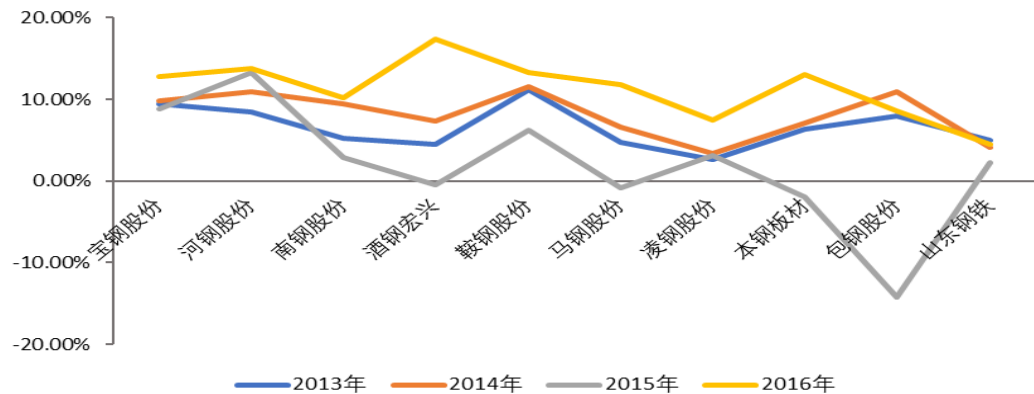
主要原材料	2015年		2016年	
	数量(万吨)	金额(万元)	数量(万吨)	金额(万元)
铁矿石	5,098	2,526,466	5,013	2,470,816
其中:河北钢铁集团自有矿山供应	631	303,510	628	297,737
进口铁矿石	3,702	1,836,108	3,196	1,606,167
国内采购铁矿石	765	386,849	1,189	566,912

资料来源:债券跟踪评级报告,平安证券研究所

另一方面,公司近几年在成本管控方面效果突出。公司出台了多项措施,从采购、生产、管理等多个方面持续削减成本。采购环节,公司全力推行招标采购,国内集中和分散采购物料实现100%招标,降低采购降本;提高通用备品备件联采联储比例,减少备品备件消耗及库存占用;生产环节,通过推广使用成熟先进工艺技术,进一步降低炼铁、炼钢工序成本;物流环节,借助河钢集团港口运输优势,系统推进大物流体系建设,着力整合港口、铁路物流业务,统筹物资发运,降低物流成本。技术经济指标持续改善,2016年公司铁、钢、轧三大主体工序成本达到行业先进水平,其工序成本同比分别降低13.54%、9.49%和2.93%。

正是得益于公司在成本管控方面的突出成果,公司近几年毛利率水平在上市大型钢企之中始终处于领先地位,且近年来的毛利率始终保持稳健上移的趋势。即使是在钢铁行业亏损严重的2015年,公司毛利率不仅没有下滑,反而仍实现了上涨,其2015年13.32%的毛利率远超其他大型上市钢企。

图表19 公司近几年毛利率不断上升



资料来源:公司公告,平安证券研究所

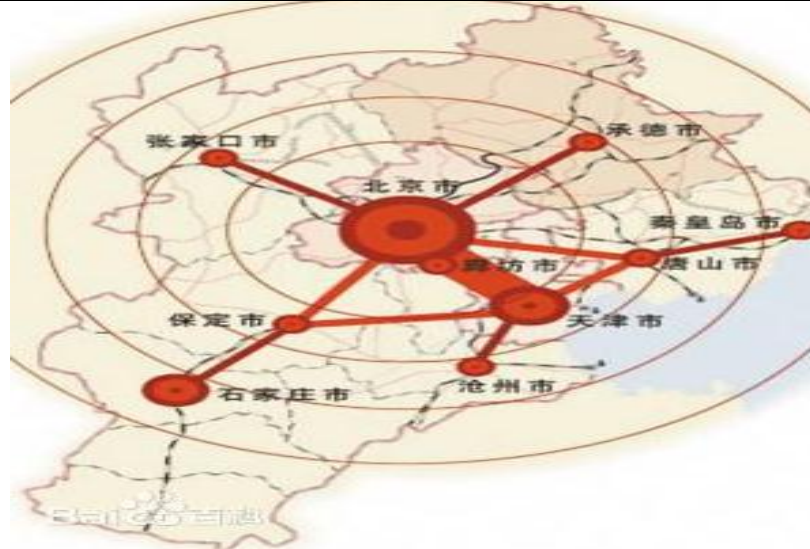
### 三、多重政策提振本区域需求,利好公司长远发展

#### 3.1 京津冀一体化上升为国家战略,提振本区域需求

近年来,作为我国经济增长最快的区域之一,京津冀区域的经济地位日益凸显,此区域土地总面积为21.59万平方公里,占全国城市土地总面积的4.56%,总人口为9203.16万人,占全国总人口的7.59%。京津冀地区用不到全国5%的土地面积却要养育大约全国8%的人口,人口资源环境压力日益凸显。与此同时,京津两地土地供应紧张,交通拥堵严重,大城市病加剧;而环绕京津的河北省,

重化工业密集，经济转型升级诉求强烈。京津冀共同面临产业结构大调整需求，环境治理也显得尤为急迫，京津冀协同发展势在必行。

图表20 京津冀一体化示意图



资料来源：百度百科，平安证券研究所

2014年2月26日，中共中央总书记习近平在北京主持召开座谈会，专题听取京津冀协同发展工作汇报。强调京津冀协同发展是一个重大国家战略，要坚持优势互补、互利共赢、扎实推进，加快走出一条科学持续的协同发展路子来。2014年3月5日，李克强总理在政府工作报告中提出京津冀一体化发展方案，由此京津冀一体化发展国家战略正式落地实施。

京津冀一体化发展规划中，河北将成为京津城市功能拓展和产业转移的重要承接地，在产业升级、基础设施、生态环境保护等方面加速与京津融合。

图表21 京津冀一体化规划涉及的主要内容

规划	核心要求	主要目标
交通一体化	着力推动网络化布局、智能化管理、一体化服务，构建安全可靠、便捷高效、经济实用、绿色环保的中和交通运输体系。	到2020年，京津冀基本形成多节点、网格状、全覆盖的区域交通网络，城际铁路主骨架基本建成，公路网络完善通畅，港口群、机场群整体服务水平、交通智能化、运营管理能力力争达到国际先进水平，基本建成安全可靠、便捷高效、经济适用、绿色环保的综合交通运输体系。到2020年以前，京津冀地区将形成以“京津、京保石、京唐秦”三大通道为主轴，与既有路网共同连接区域内所有地级及以上城市，基本实现京津保0.5到1小时交通圈。远期到2030年，还将基本形成以“四纵四横一环”为骨架的城际铁路网络。
产业协同发展	着力实施创新驱动发展战略，促进产业有序转移承接，推动产业有序转移承接，推动产业结构调整优化升级	加快产业转型升级，打造立足区域、服务全国、辐射全球的优势产业集聚区。重点是明确产业定位和方向，加快产业转型升级，推动产业转移对接，加强三省市产业发展规划衔接，制定京津冀产业指导目录，加快京津冀承接平台建设，加强京津冀产业协作等。
生态环境保护	着力推进绿色循环低碳发展，加强生态环境保护，发挥重点治理工程带动作用，节约集约利用资源，形成区域良好生态格局。	在生态环境保护方面，打破行政区域限制，推动能源生产和消费革命，促进绿色循环低碳发展，加强生态环境保护和治理，扩大区域生态空间。重点是联防联控环境污染，建立一体化的环境准入和退出机制，加强环境污染治理，实施清洁水行动，大力发展循环经济，推进生态保护与建设，谋划建设一批环首都国家公园和森林公园，积极应对气候变化。
公共服务一体化	构建协同发展的机制体制，加快公共服务的一体化改革。	京津冀三地将搭建区域性公共服务信息平台，推进人才资质互认，强化就业服务一体化；完善社会保险转移接续信息系统和业务流程，做好跨地区流动就业人员养老保险、医疗保险和失业保险关系转移和权益保障；支持组建京津冀高等学校联盟和职业教育联盟，引导跨区域合作办学，推动教育资源合作共享；支持在京医院通过组建京津冀医疗联合体、整院托管等方式开展区域医疗合作，完善重大公共卫生事件联防联控机制；鼓励在京企业或社会组织在津冀地区建设养老机构或养老社区，研究跨地区购买养老服务政策；聚焦产业转移对接平台，完善基本公共服务配套，增强对疏解转移企业和员工的吸引力；以联合举办2022年冬奥会为契机，与张家口市开展基本公共服务领域深度合作，重点提升其医疗卫生、应急救援、文化体育等方面水平。

资料来源：首都之窗，平安证券研究所

公司地处华北地区，环京津、临渤海，经济发达，交通便捷。公司以华北地区为主要市场，2016 年华北地区营业收入占公司全部收入的 73.18%。随着京津冀一体化逐步深入推进，将提振本地区钢材需求，公司作为本区域的龙头企业，有望享受长期红利，促进公司长远发展。

### 3.2 雄安新区横空出世，本地龙头钢企显著受益

2017 年 4 月 1 日，中共中央、国务院决定在雄安设立国家级新区。这是以习近平同志为核心的党中央作出的一项重大的历史性战略选择，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区。雄安新区规划建设以特定区域为起步区先行开发，起步区面积约 100 平方公里，中期发展区面积约 200 平方公里，远期控制区面积约 2000 平方公里。雄安新区定位二类大城市。设立雄安新区，对于集中疏解北京非首都功能，探索人口经济密集地区优化开发新模式，调整优化京津冀城市布局和空间结构，培育创新驱动发展新引擎，具有重大现实意义和深远历史意义。

图表22 京津冀一体化规划涉及的主要内容



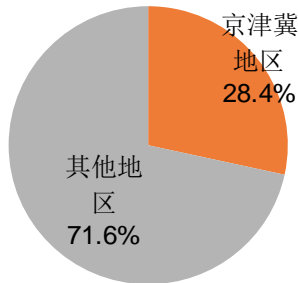
资料来源：新浪财经，平安证券研究所

从新区的建设上看，雄安新区必将在今后数年内对当地的基础设施建设起到推动作用。由于雄安新区境内现有基础条件较差，城市配套建设都远低于新区的要求，几乎需要完全重建。对钢材的需求，尤其是建筑钢材的需求将呈现较大增长，同时，相关配套的城际高铁、高速公路建设也将消耗大量钢材。根据花旗银行的研究显示，中国建设雄安新区的规划若以 10 年计，每年将需要 1200 万吨~1400 万吨钢材，10 年总计需要 1.2 亿吨~1.4 亿吨钢材。其中，2500 万吨~3000 万吨用于住宅基础设施，3500 万吨~4000 万吨用于非住宅用房，3500 万吨~4000 万吨用于交通运输和物流基础设施，2500 万吨~3000 万吨用于其他公用事业和基础设施。

另外，在雄安新区在建设过程中，对环保的要求将进一步提高，进而会影响到河北省的钢铁产业布局。由于北京市通州副中心的建设及 2022 年北京冬奥会的影响，2020 年前保定、张家口、廊坊三地钢铁产能将全部退出。雄安新区的设立必将加速这一进程。以北京、雄县、安新三点连线形成的三角区域范围内，包括廊坊、霸州、永清、保定等地的钢厂将悉数被清出，周边沧州等地的钢铁企业逐渐迁移或关闭。受此影响，河北钢铁产业布局将重新洗牌，或将集中迁徙到唐山沿海地区。公

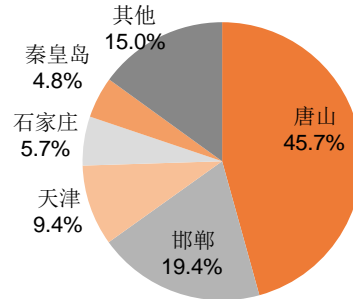
司作为本区域内的龙头企业，致力于将唐山分公司打造成为全国最大、最具竞争力的优质建筑用钢材生产基地，未来在雄安建设中会占有更大的市场份额，区域龙头地位更加稳固。

图表23 京津冀地区钢铁产能占全国总产能 28.4%



资料来源: mysteel, 平安证券研究所

图表24 唐山占京津冀地区钢铁产能占比高达 45.7%



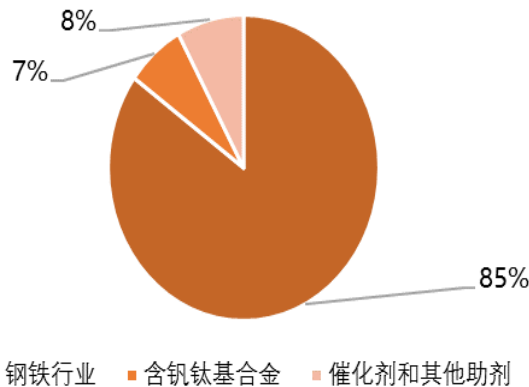
资料来源: mysteel, 平安证券研究所

## 四、钒制品涨价，提升当期业绩弹性

### 4.1 钢铁行业回暖，钒价强势反弹

钒是属于高熔点稀有金属，银灰色，以钒铁、钒化合物和金属钒的形式广泛应用于冶金、宇航、化工和电池等行业。钒的消费同钢铁行业紧密相关，目前全世界的钒有 85%以钒铁、氮化钒等形式添加到钢铁中，用量较大的是高强度低合金钢( 25% )、碳素钢( 20% )、合金钢( 20% ) 和工具钢( 15% )。钒在其中所起的作用主要是细化晶粒，从而增强钢材的强度、可淬性、可焊性和抗磨性，目前最具市场规模的钒应用领域首推高强度建筑用钢筋。

图表25 钒产品消费结构

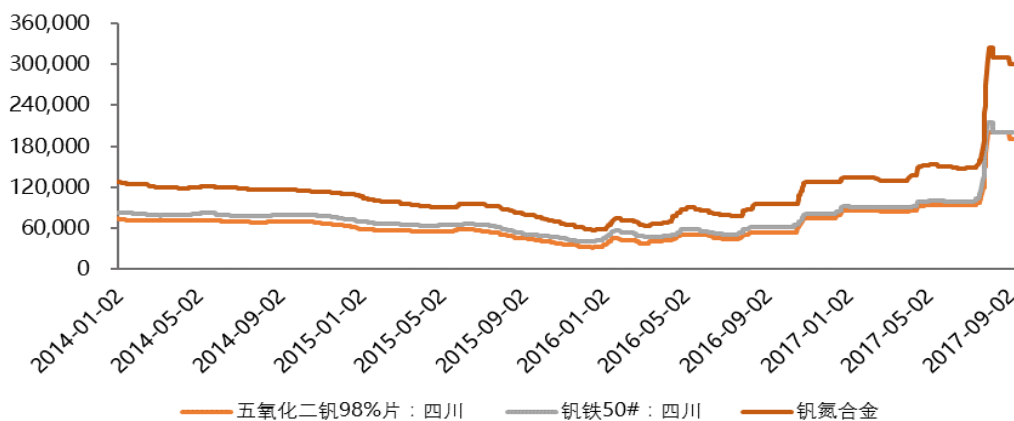


资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

钒制品行业集中度高，主要集中于攀钢集团和公司承德分公司两家。公司承德分公司拥有的高铁品位钒钛磁铁矿已探明储量 2.6 亿吨，已详细勘查确定的储量为 29.6 亿吨，钒渣产量 19.3 万吨，对应五氧化二钒年产量接近 1 万吨；目前，公司钒相关产品总产能 2.2 万吨，产量 1.4 万吨，国内市场占有率达到 20%，是仅次于攀钢集团国内第二大钒钛生产基地，公司钒产品外售比例超过 80%，上游原料钒渣自供比例超过 90%。

2010年之后，随着宏观经济增速回落，钢铁行业盈利逐步缩减，钢铁行业景气度下滑。由于钢铁行业是钒产品的主要应用领域，钢铁行业的萎靡使得钒产品消费量有所下降，且与此同时钒行业供给端整体依然过剩，因此导致相关产品价格一路下跌，2015年底达到最低值，其中五氧化二钒价格低至3.1万元/吨，钒铁价格低至4万元/吨，钒氮合金价格低至5.7万元/吨。此后，2016年随着钢铁行业回暖，钒市场开始复苏，价格随之反弹，今年7月底更是出现了直线拉涨的行情，相比2015年底最低点价格已翻了5、6倍。进入四季度后，钒钛产品价格出现回落，但是与年初相比仍然有较大涨幅。截止到10月20日，四川钒铁价格为11.4万元/吨，比年初上涨22.6%，比去年同期上涨78.13%；五氧化二钒(98%片)价格为10.1万元/吨，比年初上涨17.4%，比去年同期上涨87.04%。公司作为国内第二大钒产品生产企业，钒产品价格强势反弹有望增厚公司业绩。

图表26 2016年以来钒价持续攀升(元/吨)

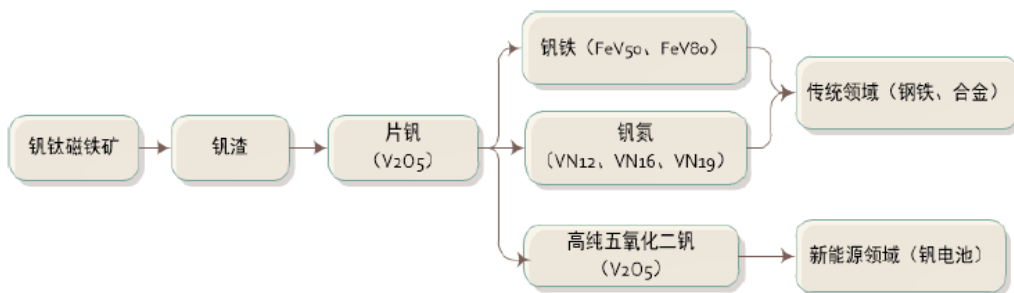


资料来源: wind, 平安证券研究所

#### 4.2 设立钒钛子公司，进一步巩固在钒钛领域优势

公司一直积极布局钒产品，钒产品项目进行有条不紊，具体项目包括钒钛资源综合利用改造项目、钒钛产品扩能改造工程项目等。目前公司钒产品生产主要在承钢，承钢将钢铁和钒钛分开，成立了钒钛分公司，一方面做钒铁，一方面做钒电池，这些项目综合推进，体现了公司布局特色钒钛基地的决心。目前，公司联合中科院研发的世界首个亚熔盐高效清洁提钒项目投入运营，将有力促进钒资源加工制备技术向绿色清洁生产转型。

图表27 钒相关产品关系图



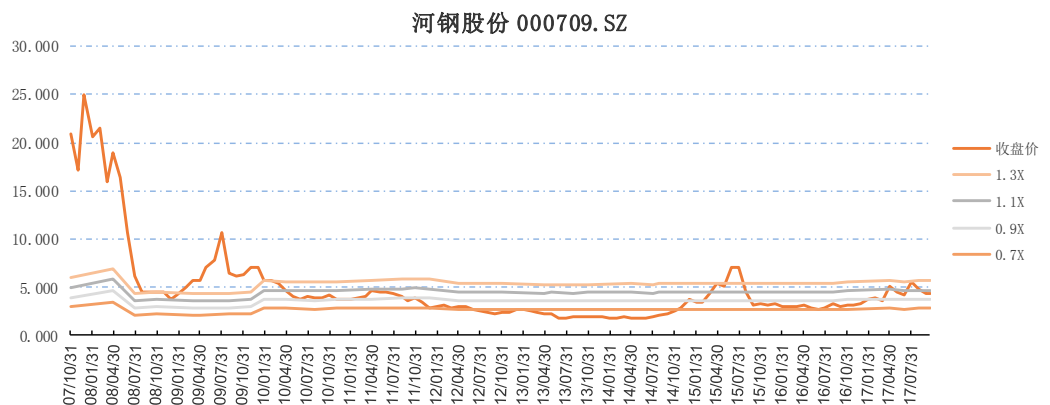
资料来源: mysteel, 平安证券研究所

为充分发挥公司钒钛特色优势，2017年8月28日，公司决定以钒钛分公司部分资产作为出资设立一家全资子公司——河钢承德钒钛有限公司（暂定名），以该子公司为平台打造钒钛新主业，实施高端化产品、国际化经营、绿色化制造的发展战略，建设全球最具竞争力的钒钛产业基地。设立河钢承德钒钛有限公司主要是为了进一步发挥公司钒钛特色优势，加大钒钛资源的综合开发利用，引进资金和国际先进技术，加强高端钒钛新产品的研发力度，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。

## 五、盈利预测与评级

截止到10月20日，公司PB(LF)为1.0倍，在钢铁行业上市中，为行业排名最低PB的公司；从公司历史PB值来看，当前1.0倍PB也是处于其历史相对较低的水平，总体而言安全边际较高。

图表28 公司目前的PB处于历史相对较低水平



资料来源: wind, 平安证券研究所

我们预计公司2017-2019年归母净利润分别为30.69亿、37.29亿和39.93亿元，EPS分别为0.29元、0.35元和0.39元，对应10月20日收盘价的PB分别为1.0、0.9和0.8倍。

图表29 可比公司估值表

股票名称	股票代码	总市值(亿元)	EPS(2017E)	BPS(2017E)	股价	PE(2017E)	PB(2017E)
000709.SZ	河钢股份	451	0.29	4.43	4.2500	14.7	1.0
000898.SZ	鞍钢股份	468	0.63	6.82	6.5400	10.4	1.0
000959.SZ	首钢股份	354	0.43	5.02	6.6900	15.6	1.3
600808.SH	马钢股份	316	0.51	3.04	4.3300	8.5	1.4

资料来源: wind, 平安证券研究所

注: 除本公司外, 其他可比公司均采用wind一致预期数据。

## 六、风险提示

环保限产执行力度进一步加强; 终端需求超预期波动; 京津冀一体化和雄安新区建设推进不及预期; 利率持续上行。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	54791	59457	60234	61826
现金	14272	14761	16992	16269
应收账款	2118	3435	3342	3570
其他应收款	696	926	712	959
预付账款	2120	2353	2165	2444
存货	29780	30121	30028	31324
其他流动资产	5806	7861	6995	7260
<b>非流动资产</b>	131199	138973	136002	132891
长期投资	2548	2635	2704	2759
固定资产	97971	103080	105627	106711
无形资产	392	385	369	355
其他非流动资产	30288	32874	27302	23066
<b>资产总计</b>	185990	198430	196236	194717
<b>流动负债</b>	113427	125862	123427	121420
短期借款	43757	56875	51642	50242
应付账款	17908	20695	21849	22631
其他流动负债	51763	48292	49936	48547
<b>非流动负债</b>	25932	23590	20292	16999
长期借款	14370	12027	8729	5437
其他非流动负债	11562	11562	11562	11562
<b>负债合计</b>	139360	149452	143719	138419
少数股东权益	1810	1938	2093	2260
股本	10619	10619	10619	10619
资本公积	23206	23206	23206	23206
留存收益	10944	11800	13903	15679
<b>归属母公司股东权益</b>	44820	47040	50424	54038
<b>负债和股东权益</b>	185990	198430	196236	194717

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1225	6725	16329	9430
净利润	1430	3197	3884	4159
折旧摊销	4871	4675	5067	5385
财务费用	3990	3251	3256	2926
投资损失	-190	-149	-131	-117
营运资金变动	-7320	-4248	4253	-2923
其他经营现金流	-1556	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-10471	-12299	-1965	-2156
资本支出	10586	7687	-3040	-3167
长期投资	98	-87	-83	-55
其他投资现金流	213	-4700	-5088	-5378
<b>筹资活动现金流</b>	7028	-50812	-6899	-6597
短期借款	15	-43757	0	0
长期借款	9471	-2343	-3298	-3293
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2458	-4712	-3601	-3304
<b>现金净增加额</b>	-2217	-56386	7464	677

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	74551	100644	101650	103683
营业成本	64261	86856	87216	88960
营业税金及附加	296	382	396	415
营业费用	811	868	945	995
管理费用	3498	5117	4969	5170
财务费用	3990	3251	3256	2926
资产减值损失	305	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	190	149	131	117
<b>营业利润</b>	1580	4320	5000	5334
营业外收入	50	0	0	0
营业外支出	13	0	0	0
<b>利润总额</b>	1616	4320	5000	5334
所得税	186	1123	1116	1175
<b>净利润</b>	1430	3197	3884	4159
少数股东损益	-126	128	155	166
<b>归属母公司净利润</b>	1555	3069	3729	3993
EBITDA	9659	12044	13221	13541
EPS (元)	0.15	0.29	0.35	0.38

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	1.98	35.00	1.00	2.00
营业利润(%)	192.91	173.44	15.75	6.69
归属于母公司净利润(%)	171.25	97.31	21.49	7.09
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	13.80	13.70	14.20	14.20
净利率(%)	2.09	3.05	3.67	3.85
ROE(%)	3.07	6.53	7.40	7.39
ROIC(%)	3.62	4.21	5.10	5.16
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	74.9	75.3	73.2	71.1
净负债比率(%)	101.8	116.7	88.3	75.3
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	35.3	36.3	30.0	30.0
应付账款周转率	3.3	4.5	4.1	4.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.29	0.35	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.63	1.54	0.89
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.43	4.75	5.09
<b>估值比率</b>				
P/E	29.0	14.7	12.1	11.3
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.9	9.5	7.9	7.4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033