河钢股份（000709）/钢铁　　环保限产拖累公司业绩

评级：增持（维持）

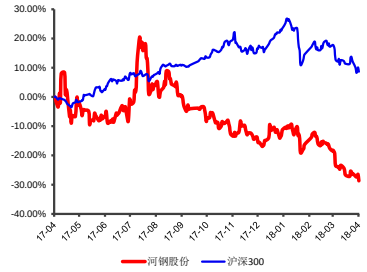
市场价格：3.27

分析师：笃慧
执业证书编号：S0740510120023
Email：duhui@r.qlzq.com.cn
分析师：赖福洋
执业证书编号：S0740517080002
电话：021-20315128
分析师：邓轲
执业证书编号：S0740518040002
电话：021-20315223
联系人：曹云
电话：021-20315766

基本状况

总股本(百万股)	10.619
流通股本(百万股)	10,617
市价(元)	3.27
市值(百万元)	34,724
流通市值(百万元)	34,718

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 主营业绩稳健，钒钛锦上添花
2 二季度盈利维持较高水平
3 业绩处于持续改善通道
4 盈利继续维持高位

公司盈利预测及估值

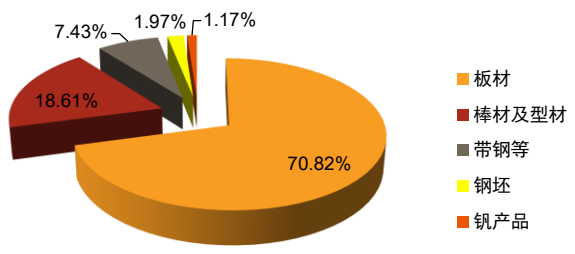
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	74,551	108,983	113,971	117,596	121,523
增长率 yoy%	1.98%	46.19%	4.58%	3.18%	3.34%
净利润	1,555	1,817	2,945	3,194	3,395
增长率 yoy%	171.25%	16.82%	62.06%	8.45%	6.32%
每股收益（元）	0.15	0.17	0.28	0.30	0.32
每股现金流量	0.12	1.55	1.25	1.24	1.47
净资产收益率	3.47%	3.97%	6.25%	6.56%	6.74%
P/E	22.32	19.11	11.79	10.87	10.23
PEG	0.59	0.82	0.11	0.29	0.44
P/B	0.77	0.76	0.74	0.71	0.69

备注：

投资要点

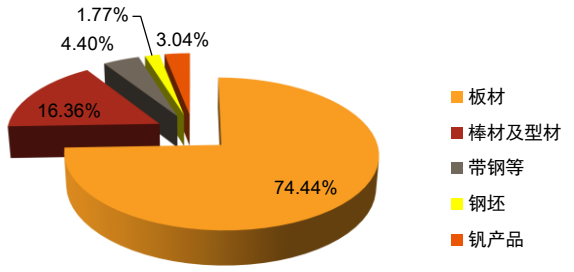
- **业绩概要：**2017 年公司实现营业收入 1089.83 亿元，同比增长 46.19%；归母净利润 18.17 亿元，同比增长 16.82%；扣非后归母净利润 18.41 亿元，同比增长 20.17%。全年 EPS 为 0.17 元，单季度 EPS 分别为 0.06 元、0.06 元、0.09 元、-0.04 元。同时公司披露了 2018 年一季报，报告期内实现营业收入 250.34 亿元，同比降低 11.60%；归母净利润 3.73 亿元，同比降低 42.57%；
- **吨钢数据：**2017 年公司生铁、粗钢、钢材产量分别为 2730 万吨、2692 万吨、2638 万吨，同比分别降低 6.66%、7.04%、5.31%。结合年报数据折算吨钢售价 3891 元/吨，吨钢成本 3405 元/吨，吨钢毛利 486 元/吨，同比分别增长 1454 元/吨、1317 元/吨和 137 元/吨；
- **财务数据：**年内公司资产减值损失 9.67 亿元，其中四季度为 9.36 亿元，主要原因为去产能所致。2017 年 9 月底，按照政策要求，完成压减炼铁产能 104 万吨、炼钢产能 120 万吨，对相关生产设备计提资产减值准备 8.2 亿元，共计影响归母净利润 6.15 亿元。报告期内，公司销售费用和管理费用同比增长 24.4%和 23.7%，分别系运输费增加和技术研发投入增加；
- **环保限产拖累公司业绩：**2017 年宏观经济整体偏平，虽然下半年受财政支出节奏放缓影响，基建投资有所下滑，但受益于地条钢取缔以及采暖季环保限产，行业整体盈利依然维持高位。从已披露的上市公司年报来看，行业层面单季度盈利呈环比提升趋势。2018 年一季度，财政和货币双紧的政策背景下，钢铁需求进一步走弱，同时供给小幅扩张，利润环比去年四季度有所收窄。公司层面，剔除资产减值损失因素，2017 年至 2018 年一季度单季度利润总额分别为 8.4、8.6、13.2、9.7、5.5 亿元，去年四季度以来盈利走势明显背离行业。主要原因为环保限产降低了公司产品产量，并提升了单位生产成本。公司三个生产基地分布在邯郸（40%）、承德（20%）、唐山（40%），皆位于限产区域内，其中邯郸限产比例高达 50%，对公司整体盈利拖累明显；
- **钒业务边际贡献加大：**承德钒钛基地建设稳步推进，亚熔盐法高效提钒清洁生产线投入运营，高纯氧化钒及钒电解液生产线开工建设。受益于下游粗钢产量回升，叠加地条钢取缔、螺纹钢质检加强带来的需求提振，以及环保限产、限制钒渣进口造成的供给收缩，2016 年初以来，钒产品价格一路反弹。2017 年公司钒产品毛利率同比大幅提升 14.98%至 33.52%，虽然四季度价格有所回落，但目前价格已反弹并维持高位。2018 年一季度五氧化二钒平均价格为 17.75 万元/吨，2017 年平均价格为 11.57 万元，增长幅度达 53.4%，尽管钒业务利润贡献占比仅为 3%，但对公司业绩边际贡献正逐步加大；
- **投资建议：**受益于钢铁行业供需偏强格局，公司盈利整体提升，但四季度以来环保限产对公司盈利拖累明显。钒业务边际贡献加大，是公司发展一大亮点。日前央行宣布实施定向降准，意味着政府重新采取内需刺激措施来对冲外部环境和内部经济下行压力，经济下滑预期将重新调整至稳健为主，经过前期大幅调整，钢铁板块存在反弹修复机会。预计公司 2018/19 年 EPS 分别为 0.28 元、0.30 元，对应 PE 分别为 12X、11X，维持“增持”评级；
- **风险提示：**宏观经济下滑，环保政策风险。

图表 1：分产品销售收入占比



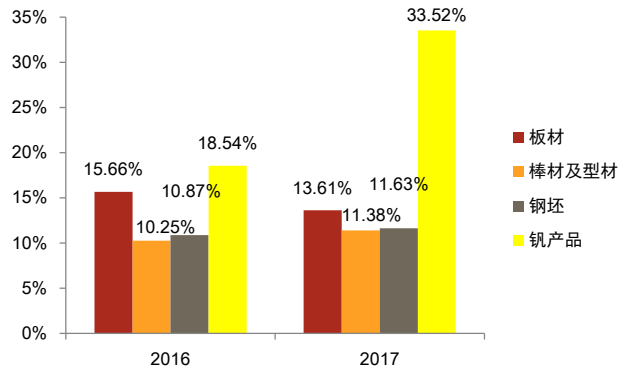
来源：中泰证券研究所

图表 2：分产品营业利润贡献占比



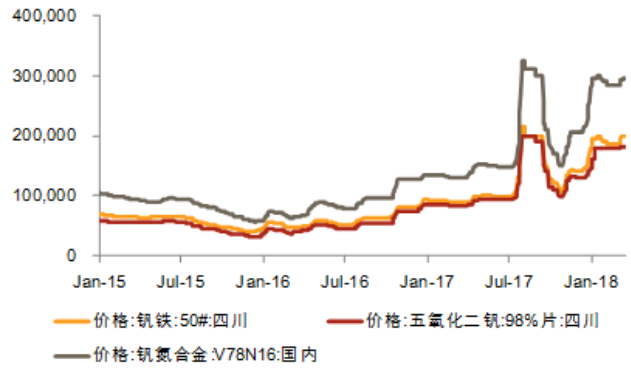
来源：中泰证券研究所

图表 3：分产品毛利率



来源：中泰证券研究所

图表 4：钒价高位维持



来源：中泰证券研究所

图表 5：吨钢盈利能力比较

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
钢产量（万吨）	2900	3039	3084	3141	2896	2692
钢铁业营业收入(百万元)	104562	101988	94276	69601	70574	104738
钢铁业营业成本(百万元)	95935	93007	83672	59972	60478	91659
销售费用(百万元)	588	598	649	612	811	1009
管理费用(百万元)	5702	5489	5327	4003	3498	4327
财务费用(百万元)	2769	3285	3866	4492	3990	3702
净利润（百万元）	109	116	697	573	1555	1817
EPS	0.01	0.01	0.07	0.05	0.15	0.17
吨钢售价（元/吨）	3606	3356	3057	2216	2437	3891
吨钢成本（元/吨）	3308	3060	2713	1909	2088	3405
吨钢毛利（元/吨）	297	296	344	307	349	486
吨钢三项费用（元/吨）	312	308	319	290	287	336
吨钢净利润（元/吨）	4	4	23	18	54	67

来源：中泰证券研究所

图表 6：单季度财务指标比较

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入(百万元)	17830	20081	21201	15439	28320	26140	32446	22077	25034
营业成本(百万元)	15958	17318	18280	12705	25413	22493	28713	18887	22148
销售费用(百万元)	158	205	214	234	213	236	243	317	245
管理费用(百万元)	737	1220	1206	335	824	1565	1064	873	886
财务费用(百万元)	890	962	904	1234	959	912	944	887	1101
资产减值损失(百万元)	-0	4		301	-0	8	23	936	-0
利润总额(百万元)	104	347	565	599	835	859	1324	37	548
所得税费用(百万元)	34	47	79	27	162	239	287	241	119
净利润（百万元）	70	301	486	572	674	619	1037	-204	429
EPS	0.01	0.03	0.05	0.06	0.06	0.06	0.09	-0.04	0.04
毛利率	10.5%	13.8%	13.8%	17.7%	10.3%	13.9%	11.5%	14.5%	11.5%
三项费用率	10.0%	11.9%	11.0%	11.7%	7.0%	10.4%	6.9%	9.4%	8.9%
所得税率	32.4%	13.4%	14.0%	4.5%	19.4%	27.9%	21.7%	-	21.7%
净利润率	0.4%	1.5%	2.3%	3.7%	2.4%	2.4%	3.2%	-0.9%	1.7%

来源：中泰证券研究所

图表 7：财务数据预测

损益表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	**74,551**	**108,983**	**113,971**	**117,596**	**121,523**
增长率	*2.0%*	*46.2%*	*4.6%*	*3.2%*	*3.3%*
营业成本	-64,261	-95,506	-98,788	-101,633	-105,027
%销售收入	*86.2%*	*87.6%*	*86.7%*	*86.4%*	*86.4%*
毛利	10,290	13,477	15,182	15,963	16,496
%销售收入	*13.8%*	*12.4%*	*13.3%*	*13.6%*	*13.6%*
营业税金及附加	-296	-529	-570	-588	-608
%销售收入	*0.4%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-811	-1,009	-1,026	-1,058	-1,094
%销售收入	*1.1%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
管理费用	-3,498	-4,327	-4,331	-4,469	-4,618
%销售收入	*4.7%*	*4.0%*	*3.8%*	*3.8%*	*3.8%*
息税前利润（EBIT）	5,685	7,612	9,256	9,848	10,177
%销售收入	*7.6%*	*7.0%*	*8.1%*	*8.4%*	*8.4%*
财务费用	-3,990	-3,702	-4,012	-4,049	-3,938
%销售收入	*5.4%*	*3.4%*	*3.5%*	*3.4%*	*3.2%*
资产减值损失	305	967	438	570	658
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	190	140	140	140	140
%税前利润	*8.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*2.2%*	*2.0%*
营业利润	2,189	5,016	5,822	6,509	7,037
营业利润率	*2.9%*	*4.6%*	*5.1%*	*5.5%*	*5.8%*
营业外收支	36	-40	6	1	-11
税前利润	**2,225**	**4,976**	**5,827**	**6,510**	**7,026**
利润率	*3.0%*	*4.6%*	*5.1%*	*5.5%*	*5.8%*
所得税	-186	-929	-1,506	-1,634	-1,737
所得税率	*8.4%*	*18.7%*	*25.8%*	*25.1%*	*24.7%*
净利润	1,430	2,126	3,445	3,736	3,972
少数股东损益	-126	309	500	543	577
归属于母公司的净利润	**1,555**	**1,817**	**2,945**	**3,194**	**3,395**
净利率	*2.1%*	*1.7%*	*2.6%*	*2.7%*	*2.8%*

现金流量表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,430	2,126	3,445	3,736	3,972
加:折旧和摊销	4,871	5,702	5,341	5,345	5,347
资产减值准备	305	967	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	2,164	2,662	4,012	4,049	3,938
投资收益	-190	-140	-140	-140	-140
少数股东损益	-126	309	500	543	577
营运资金的变动	2,718	6,096	654	145	2,460
经营活动现金净流	**1,225**	**16,407**	**13,313**	**13,135**	**15,578**
固定资本投资	-7,237	-6,339	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-10,471**	**-13,631**	**102**	**102**	**112**
股利分配	-849	-849	-1,540	-1,636	-1,701
其他	7,878	-424	-11,096	-11,035	-13,376
筹资活动现金净流	**7,028**	**-1,273**	**-12,636**	**-12,671**	**-15,077**
现金净流量	**-2,218**	**1,503**	**779**	**566**	**613**

资产负债表（人民币百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金		17,015	17,793	18,359	18,973
应收款项		9,473	7,124	9,685	7,849
存货		23,147	47,780	16,865	54,240
其他流动资产		2,599	5,692	1,831	6,299
流动资产		52,234	78,390	46,741	87,360
%总资产		*27.5%*	*37.2%*	*26.9%*	*41.7%*
长期投资		3,089	3,089	3,089	3,089
固定资产		111,110	105,817	100,522	95,224
%总资产		*58.4%*	*50.2%*	*57.8%*	*45.5%*
无形资产		370	330	288	247
非流动资产		137,914	132,607	127,296	121,972
%总资产		*72.5%*	*62.8%*	*73.1%*	*58.3%*
资产总计		**190,148**	**210,996**	**174,037**	**209,332**
短期借款		43,235	53,870	47,348	37,910
应付款项		64,092	90,119	58,045	100,507
其他流动负债		5,913	5,913	5,913	5,913
流动负债		113,241	149,903	111,306	144,330
长期贷款		13,100	464	0	0
其他长期负债		16,148	11,156	11,156	11,156
负债		**142,489**	**161,523**	**122,463**	**155,487**
普通股股东权益		45,827	47,141	48,699	50,393
少数股东权益		1,832	2,333	2,875	3,452
负债股东权益合计		**190,148**	**210,996**	**174,037**	**209,332**

比率分析

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					
每股收益(元)		0.17	0.28	0.30	0.32
每股净资产(元)		4.32	4.44	4.59	4.75
每股经营现金净流(元)		1.55	1.25	1.24	1.47
每股股利(元)		0.08	0.15	0.15	0.16
回报率					
净资产收益率		3.97%	6.25%	6.56%	6.74%
总资产收益率		1.12%	1.63%	2.15%	1.90%
投入资本收益率		5.15%	6.62%	7.43%	8.13%
增长率					
营业总收入增长率		46.19%	4.58%	3.18%	3.34%
EBIT增长率		21.82%	32.03%	5.14%	2.55%
净利润增长率		16.82%	62.06%	8.45%	6.32%
总资产增长率		2.24%	10.96%	-17.52%	20.28%
资产管理能力					
应收账款周转天数		9.9	11.5	10.7	11.1
存货周转天数		87.4	112.0	99.0	105.3
应付账款周转天数		63.6	90.0	76.8	83.4
固定资产周转天数		345.3	342.6	315.8	289.9
偿债能力					
净负债/股东权益		100.73%	81.76%	63.70%	42.25%
EBIT利息保障倍数		1.8	2.2	2.3	2.5
资产负债率		74.94%	76.55%	70.37%	74.28%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。