

钢铁集团专题之一：河钢集团

国内第二大钢企、立足华北，盈利、获现能力持续夯实

分析师：   	李莎 SAC 执业证号：S0260513080002 SFC CE.no: BNV167 020-87574792 lisha@gf.com.cn	分析师：   	陈潇 SAC 执业证号：S0260518120001 020-87571273 gzchenxiao@gf.com.cn
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------

请注意，陈潇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

河钢集团全资股东和实际控制人为河北省国资委，具备炼铁产能 4780 万吨、炼钢产能 5088 万吨，为我国第二大钢铁集团（仅次于宝武集团）。据报表口径，公司业务可拆分为材坯、矿产品及其他和其他业务，材坯业务是其主营业务，2008 年至今营收与毛利占比均维持在 50% 以上，2018 年 Q1-Q3 占比分别高达 52% 和 70%；矿产品及其他业务为材坯的延伸产业，2018 年 Q1-Q3 占比分别达 29% 和 26%。

一、钢铁材料：产能大型化、沿海化、高端化发展，整合资源、优化结构叠加挖潜增效夯实盈利

受供给侧改革及环保高压影响，2015-2017 年公司粗钢产能累计减少 9% 至 5088 万吨，2016-2018 年前三季度粗钢产量分别增长 -3.3%、-1.0% 和 -2.7%。结合现有政策和规划，公司产能置换将净减少 203 万吨粗钢产能，正朝着大型化、沿海化、高端化发展；环保指标已达国内一流、超净排放改造正在进行，产量受环保限产的影响趋弱。

(1) 钢材品种：产品结构完善、品种齐全，覆盖无缝钢管外所有品种领域，长材与板材产量占比接近 4:6。(2) 成本：区位叠加资源整合、优化促成本优势渐显，挖潜增效空间仍较大。境内掌控铁矿资源量约 36.04 亿吨、规划产能 2006 万吨，2017 年铁矿石自给量 987 万吨、自给率 16%，随着集团资源整合、规划产能放量，自给率将持续提升。按照准入产能占比 50% 来推算，公司焦化产能或达 968 万吨，2017 年自产焦炭 577 万吨、自给率仅 32%，目前正积极落地产能置换项目，焦炭自给率将有望攀升。在焦炭和其他煤炭的采购上，公司与主要供应商均签订了长期合作协议。此外，河北省是我国铁矿石、煤炭的开采大省，地理位置优越、交通便利，原材料采购成本优势显著。**(3) 盈利和获现能力：2008-2018 年，公司钢铁业务的毛利率由 9% 震荡上行至 15%；吨钢毛利与钢铁行业周期表现高度一致，2009 年为区间波谷 219 元/吨；2011-2015 年单边下行，由 2011 年的 414 元/吨持续下行至 2015 年的 232 元/吨；2016-2018 年前三季度持续上行，2018 年前三季度吨钢毛利达 585 元/吨、创 2008 年至今新高，但低于前十大钢厂中位数；贯彻全额预收货款的无赊销原则，加大产业链收付款管理，经营活动获现能力持续增强。**

二、矿产品及其他：围绕钢铁主业延伸产业链，营收规模持续扩张、主业的有利补充

公司以延伸产业链、提升价值链为主线，发展矿产资源、钢铁贸易、资源综合利用、金融证券、钢材深加工、装备制造、工程技术和现代物流、医疗健身、社会服务业等十大产业；其中，钢铁贸易及矿产品贡献了超过 70% 的营业收入。营收规模持续扩张，除开 2012、2014、2016 年外，公司矿产品及其他业务毛利率均高于期间费用率，为公司贡献正利润。公司计划，到 2020 年底，非钢产业年销售收入将超过 1000 亿元，收入贡献率达到 20%；利润总额达到 35 亿元，利润贡献率达到 35%，实现非钢反哺钢铁主业，成为集团经营利润的主要来源。

三、财务分析：区位、资源叠加优结构、降成本夯实盈利，财务结构较为稳健，警惕资本开支与债务压力

盈利能力：2008-2018 年，公司销售毛利率震荡上行，期间费用率 8-9% 之间，其中坯材为盈利能力最强的业务，始终贡献正利润；矿产品及其他业务大部分时段贡献正利润；其他业务 2008-2018 年持续贡献负利润。2017 年，公司销售毛利率和钢铁业务毛利率分别为 11%、14%，分别处于前十大钢厂 0% 和 25% 分位。考虑公司全面优化成本和品种结构、多角度挖潜增效，产品盈利能力将大力增强，叠加非钢业务逐步做强，公司盈利能力将进一步提升。**运营能力：**流动资产周转能力显著强于行业均值，固定资产变现能力需提升。**偿债能力：**财务结构比较稳健、债务期限结构持续优化，长、短期偿债能力持续增强，其中短期偿债能力处于 2008-2018 年最强状态、长期偿债能力优于 2008-2018 年中位数水平。2018H1 公司流动比率 0.76、资产负债率 71%，分别排前十大钢厂第五、第七。**现金流：**经营活动获现能力持续增强，产能置换项目 2018-2020 年年均投资百亿，资本开支压力较大。

需警惕的财务风险点：公司在建项目较大、资本开支较多，投资活动现金流将保持净流出状态；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模保持较为稳定状态，但在建工程规模居高不下，后续在建工程转固压力较大，吨钢折旧或逐步抬升；价格剧烈波动叠加产能置换项目拆除致资产减值损失增加风险。

四、外部支援与增信：地方国企、系统重要性钢铁企业，银行授信尚有超 1000 亿元未使用、直接融资渠道畅通
五、个券基本面总结：河钢集团盈利能力、获现能力持续夯实，经营风险、财务风险较弱、外部支援较强，基本面健康、信用风险较弱；但短期需警惕资本开支较大、在建转固叠加资产减值侵蚀利润风险。

需提请注意的是，本篇关于河钢集团的基本面及财务相关的数据如无特殊说明，均来自 2019 年 1 月《河钢集团有限公司 2019 年度第一期中期票据募集说明书》、2015 年 9 月《河北钢铁集团有限公司 2015 年度第一期中期票据募集说明书》、2014 年 3 月《河北钢铁集团有限公司 2014 年度第一期中期票据募集说明书》、2011 年 11 月《河北钢铁集团有限公司 2011 年度第二期中期票据募集说明书》及中诚信国际于 2014-2018 年出具的河钢集团有限公司主体与相关债项年度跟踪评级报告。

六、风险提示：宏观经济超预期下行；中美贸易摩擦升级；资本开支压力较大、投资活动持续净流出；负债水平较高、短期偿付压力较大；环保政策弱化产能及产量的确定性。

目录索引

前言	6
一、河钢集团：国内第二大钢铁集团，钢铁主业创收、创利能力稳步提升，其他业务协同发展	8
（一）股权结构：河北省国资委全资控股，为公司控股股东、实控人	8
（二）业务结构：国内第二大钢铁集团，坯材为主、创收及创利能力持续抬升，矿产品及其他为延伸产业、创收稳定	8
二、钢铁材料：产能大型化、沿海化、高端化发展，整合资源、优化结构叠加挖潜增效夯实盈利	13
（一）产能及产量：产能置换将净减 203 万吨粗钢产能，未来沿大型化、沿海化、高端化发展，产量受环保影响趋弱	13
（二）钢材品种：长、板材产量占比 4:6，结构完善、品种齐全，持续增强自主研发能力	17
（三）成本：区位叠加资源整合、优化促成本优势渐显，挖潜增效空间仍较大	20
（四）盈利及获现能力：挖潜增效、优化结构夯实盈利水平，先款后货、控收付款增强获现能力	25
三、矿产品及其他：围绕钢铁主业延伸产业链，营收规模持续扩张、补充主业	29
四、财务分析：区位、资源叠加优结构、降本夯实盈利，财务结构较稳健，注意资本开支、资产减值与债务压力	32
（一）盈利能力：规模优势突出、盈利水平稳步提升，但与其他龙头钢企相比仍存差距	32
（二）运营能力：流动资产周转能力显著强于行业均值，固定资产变现能力需提升	35
（三）偿债能力：财务结构比较稳健、债务期限结构持续优化，长、短期偿债能力较强	36
（四）现金流：经营活动获现能力持续增强，在建工程较大、资本开支压力较大	41
（五）需注意的财务风险点：资本开支、资产减值损失或仍将保持较大规模，在建工程逐步转固增加折旧侵蚀利润	43
五、外部支援与增信：地方国企、系统重要性钢企，银行授信尚有超 1000 亿元未使用	46
六、个券基本面总结：国内第二大钢企、立足华北，盈利、获现能力持续夯实	48
七、风险提示	49

图表索引

图 1: 截至 2019 年 1 月 10 日, 河钢集团主体债券余额列示.....	6
图 2: 截至 2017 年 12 月 31 日, 河钢集团具备炼铁、炼钢和轧钢产能 4962、5335、6225 万吨.....	8
图 3: 2017 年我国前十钢企的粗钢产能.....	9
图 4: 2017 年我国前十钢企粗钢产量及产能利用率.....	9
图 5: 河钢集团股权结构及业务板块拆分.....	9
图 6: 河钢集团营收规模持续增长, 2018 年前三季度公司营收同比增 9%至 2475 亿元.....	11
图 7: 材坯业务为公司的主营业务, 2018 年前三季度材坯、矿产品及其他营收占比分别达 52%、29%.....	11
图 8: 河钢集团营业毛利震荡上行, 2018 年前三季度公司营业毛利同比增 29%至 284 亿元.....	12
图 9: 钢铁材坯为公司毛利的主要贡献业务, 2018 年前三季度材坯、矿产毛利占比分别高达 70%、26%.....	12
图 10: 2015 年开始河钢集团粗钢产能持续被压缩, 2015-2017 年粗钢产能累计减少 552 万吨、10%.....	13
图 11: 2016 年开始受累去产能、环保限产, 河钢集团粗钢产量持续负增长.....	13
图 12: 河钢集团河北境内钢铁子公司区位分布.....	14
图 13: 2009-2012 年钢材产量震荡增长, 受累去产能及环保高压、2013-2017 年钢材产量震荡走低.....	18
图 14: 2013-2017 年长材产量占比震荡走低至 38%、板材产量占比震荡走高至 62%.....	18
图 15: 2014-2017 年河钢集团品种钢产量占比持续抬升.....	19
图 16: 2014-2017 年河钢集团持续推出新产品.....	19
图 17: 2008-2017 年河钢集团铁矿石自给量及自给率震荡增加.....	21
图 18: 2008-2013 年河钢集团焦炭自给量整体保持稳定, 2014-2017 年焦炭自给量及自给率持续下降.....	22
图 19: 华北区域独立焦化厂焦炉产能利用率振幅显著高于全国.....	22
图 20: 2008-2018 年河钢集团坯材吨钢盈利及毛利率变化.....	26
图 21: 2008-2018 年河钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比重.....	27
图 22: 2013-2018 年河钢集团销售现金比率震荡提升.....	28
图 23: 剔除 2008、2012 和 2015 年, 河钢集团营业收入同比增速均快于应收账款同比增速.....	28
图 24: 2008-2018 年河钢集团矿产品及其他业务营收规模持续扩张.....	31
图 25: 除开 2012、2014、2016 年外, 公司矿产品及其他业务毛利率均高于期间费用率.....	31
图 26: 2014-2017 年河钢集团盈利能力稳步提升.....	32
图 27: 2008-2018 年河钢集团主营业务毛利率.....	33
图 28: 2008-2018 年河钢集团销售净利率.....	33

图 29: 2017 年前十大钢厂销售毛利率与钢铁业务毛利率对比	34
图 30: 2017 年前十大钢厂期间费用率与销售净利率对比	34
图 31: 河钢集团总资产周转率低于行业均值 (单位: 次)	36
图 32: 2015 年始河钢集团存货周转率优于行业均值 (单位: 次)	36
图 33: 2008-2018 年河钢集团总负债规模扩张, 2016-2018 年资产负债率持续下行	37
图 34: 2008-2018 年河钢集团负债结构拆解	37
图 35: 2008-2018 年河钢集团有息负债规模和占比震荡抬升	37
图 36: 2008-2018 年河钢集团有息债务拆解	38
图 37: 河钢集团偿还债券现金流预测	39
图 38: 2016-2018 年河钢集团资产负债率持续下行	39
图 39: 2017-2018 年河钢集团流动比率持续攀升	39
图 40: 2018H1 前十大钢厂资产负债率图示	40
图 41: 2018H1 前十大钢厂流动比率图示	40
图 42: 2008-2017 年河钢集团在建工程规模	43
图 43: 2008-2017 年河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模	43
图 44: 2008-2017 年河钢集团在建工程规模 (单位: 亿元)	44
图 45: 2008-2017 年河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模 (单位: 亿元)	44
图 46: 2008-2017 年河钢集团吨钢折旧变化	44
图 47: 2008-2017 年河钢集团资产减值损失规模变化	45
图 48: 2012-2017 年河钢集团河北区域粗钢产量占河北省产量比重在 22% 以上	46
图 49: 2012-2017 年河钢集团营业总收入占河北省 GDP 占比维持在 9% 左右	46
表 1: 河钢集团二级子公司钢铁板块注册资本及持股比例	10
表 2: 河钢集团钢铁产能减量置换方案公告梳理	15
表 3: 2018-2019 年河钢集团“2+26”城市钢厂限产比例与整体限产比例分析	17
表 4: 截至 2017 年年底, 河钢集团长材和板材产能分布情况	18
表 5: 河钢集团主要钢材品种竞争力梳理	19
表 6: 截至 2017 年末河钢集团境内铁精粉产能和规划产能情况表	20
表 7: 河钢集团焦炭产能减量置换方案公告梳理	23
表 8: 2015-2018 年华北地区与全国原材料价格对比 (单位: 元/吨)	24
表 9: 2013-2018 年河钢集团吨钢综合能耗变化 (单位: 千克标准煤)	24
表 10: 2008-2017 年河钢集团吨生铁、吨钢原材料消耗量计算	25
表 11: 2017 年粗钢产量排名前十钢厂钢铁业务营收、成本及盈利情况	26
表 12: 2008-2018 年河钢集团经营活动现金流情况	27
表 13: 2015-2017 年河钢集团矿产品及其他业务营收构成及占比	29

表 14: 河钢集团矿产品及其他业务中钢铁贸易及矿产品业务构成.....	30
表 15: 2013-2018 年河钢集团业务毛利率及期间费用率拆解.....	33
表 16: 2008-2017 年资产周转率历史变化 (单位: 次)	35
表 17: 2015-2018 年河钢集团长、短期偿债能力测度.....	40
表 18: 2015-2018 年河钢集团经营、投资和筹资活动现金流量拆解 (单位: 亿元)	41
表 19: 河钢集团 2018-2020 年主要在建项目资本开支计划 (单位: 亿元)	42
表 20: 2008-2017 年河钢集团固定资产的分类和折旧方法	45
表 21: 2015-2017 年河钢集团营业外收入拆解 (单位: 亿元)	47
表 22: 截至 2018 年 9 月末河钢集团对外担保情况梳理 (单位: 亿元)	47

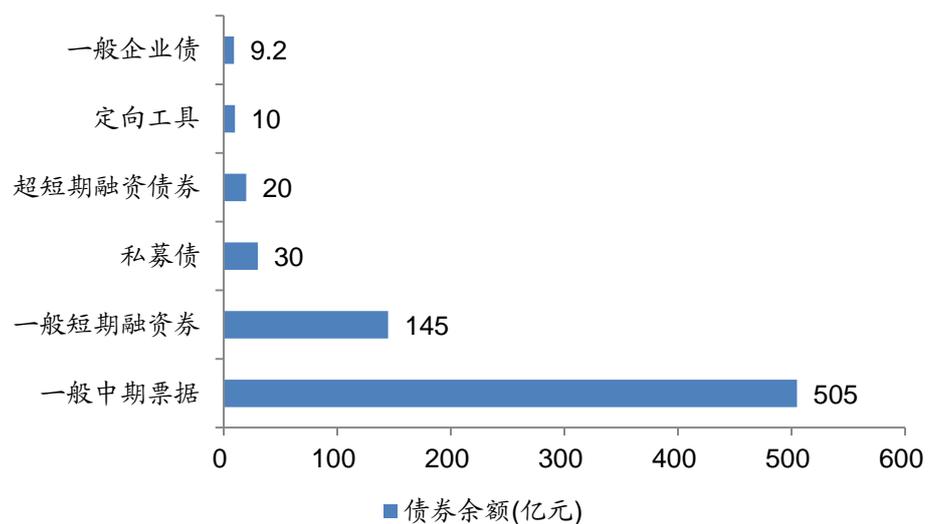
前言

我们此前已于2018年6月21日发布《固定收益研究专题之一：钢铁债估值与信用风险特征--以周期研究之尺度丈量风险溢价，关注盈利韧性重新定价与期限利差修复下的投资机会》、2018年8月3日发布《固定收益研究专题之二：关注风险与收益的两相平衡-一个基于人工神经网络的钢铁债投资价值甄选体系》，其中第一篇专题我们主要研究**钢铁债券的整体估值水平及不同期限钢铁债的配置价值**，主要提供的数据包括：（1）基于规范的学术模型给出的钢铁债的收益率曲线、信用利差和超额信用利差，其中超额信用利差与行业景气周期存在明显反向相关性；（2）隐含违约概率，包括累积隐含违约概率和边际隐含违约概率。第二篇专题**基于大量基本面数据与机器学习，来进行信用风险筛查和钢铁行业择券的研究**，主要提供两个维度上的数据：（1）降级概率和违约概率，可以用于判断潜在的风险；（2）收益风险比，一个贴近投资与交易直觉的指标，可以直接衡量债券的投资价值。

上述两篇专题分别就钢铁行业债券投资的“择时”和“择券”提供了方法论上的参考，后续我们将研究视角转移至钢铁行业单个债权产品基本面的研究，冀望为钢铁行业债券投资给出基本面支持。本篇作为个券研究的开篇，我们将首先聚焦于国内第二大钢铁集团：河钢集团有限公司（简称“河钢集团”）。

截至2019年1月10日，河钢集团未到期债券余额719.20亿元，其中超短期融资债券SCP余额20亿元、一般短期融资券CP余额145亿元、一般中期票据MTN余额505亿元、定向工具PPN余额10亿元、私募债余额30亿元、一般企业债余额9.20亿元。从结构上来看，河钢集团的债券以中期票据为主。

图 1：截至2019年1月10日，河钢集团主体债券余额列示



数据来源：公司公告、Wind、广发证券发展研究中心

我们对于个券基本面的研究主要从个体实力（经营风险、财务风险）、主体评价及增信评价等角度来展开，结合钢铁行业和个股的研究，我们的研究重心将聚焦于河钢集团的个体实力，即河钢集团业务构成、盈利与获现能力及盈利与获现能力的

持续性，财务风险聚焦于现金流状况、资本结构、偿债能力等角度展开。

需提请注意的是，本篇关于河钢集团的基本面及财务相关的数据如无特殊说明，均来自2019年1月《河钢集团有限公司2019年度第一期中期票据募集说明书》、2015年9月《河北钢铁集团有限公司2015年度第一期中期票据募集说明书》、2014年3月《河北钢铁集团有限公司2014年度第一期中期票据募集说明书》、2011年11月《河北钢铁集团有限公司2011年度第二期中期票据募集说明书》及中诚信国际于2014-2018年出具的河钢集团有限公司主体与相关债项年度跟踪评级报告。

一、河钢集团：国内第二大钢铁集团，钢铁主业创收、创利能力稳步提升，其他业务协同发展

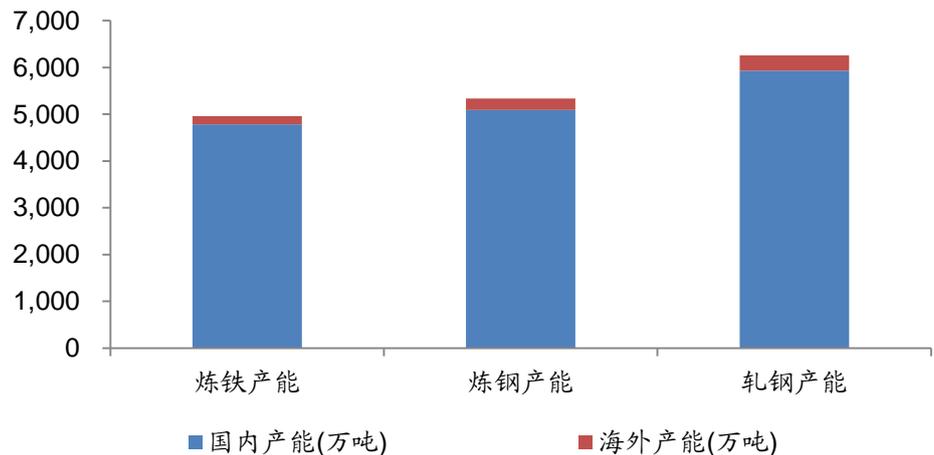
（一）股权结构：河北省国资委全资控股，为公司控股股东、实控人

河钢集团于2008年6月30日在石家庄正式挂牌成立，由唐钢集团和邯钢集团联合组建而成，隶属于河北省人民政府国有资产监督管理委员会（简称“河北省国资委”）。截至2018年9月末，河北省国资委持有河钢集团100%股份，为公司控股股东、实际控制人。河钢集团分别持有上市公司河钢股份有限公司（简称“河钢股份”，股票代码“000709.SZ”）股权比例62.22%、河北宣化工程机械股份有限公司（简称“河北宣工”，股票代码“000923.SZ”）股权比例34.01%。

（二）业务结构：国内第二大钢铁集团，坯材为主、创收及创利能力持续提升，矿产品及其他为延伸产业、创收稳定

截至2017年12月31日，河钢集团具备炼铁产能4962万吨、炼钢产能5335万吨、轧钢产能6225万吨，其中国内炼铁产能4780万吨、炼钢产能5088万吨、轧钢产能5931万吨，海外炼铁、炼钢、轧钢产能分别达182万吨、247、324万吨。

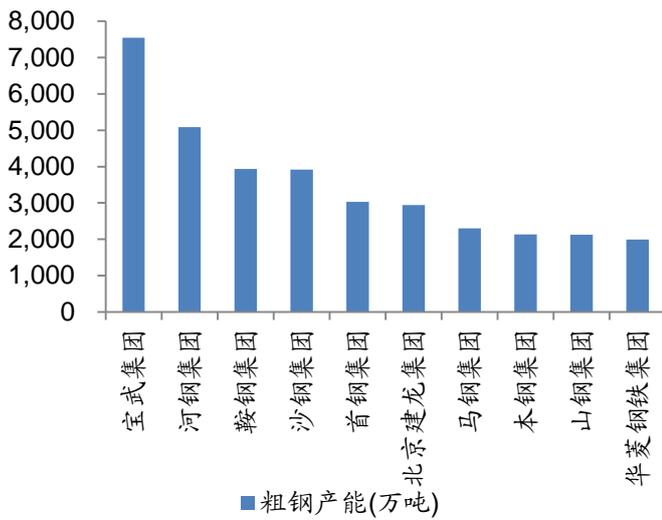
图 2：截至2017年12月31日，河钢集团具备炼铁、炼钢和轧钢产能4962、5335、6225万吨



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

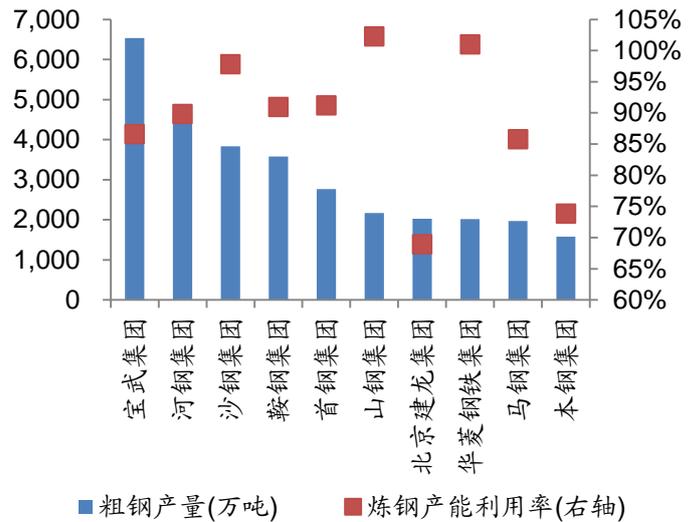
2017年，公司实现生铁、粗钢产量达4235万吨、4571万吨，炼铁、炼钢的产能利用率分别达89%、90%。从产能、产量规模来观测，河钢集团为我国第二大钢铁公司，产能及产量仅次于宝武集团。

图 3：2017年我国前十钢企的粗钢产能



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

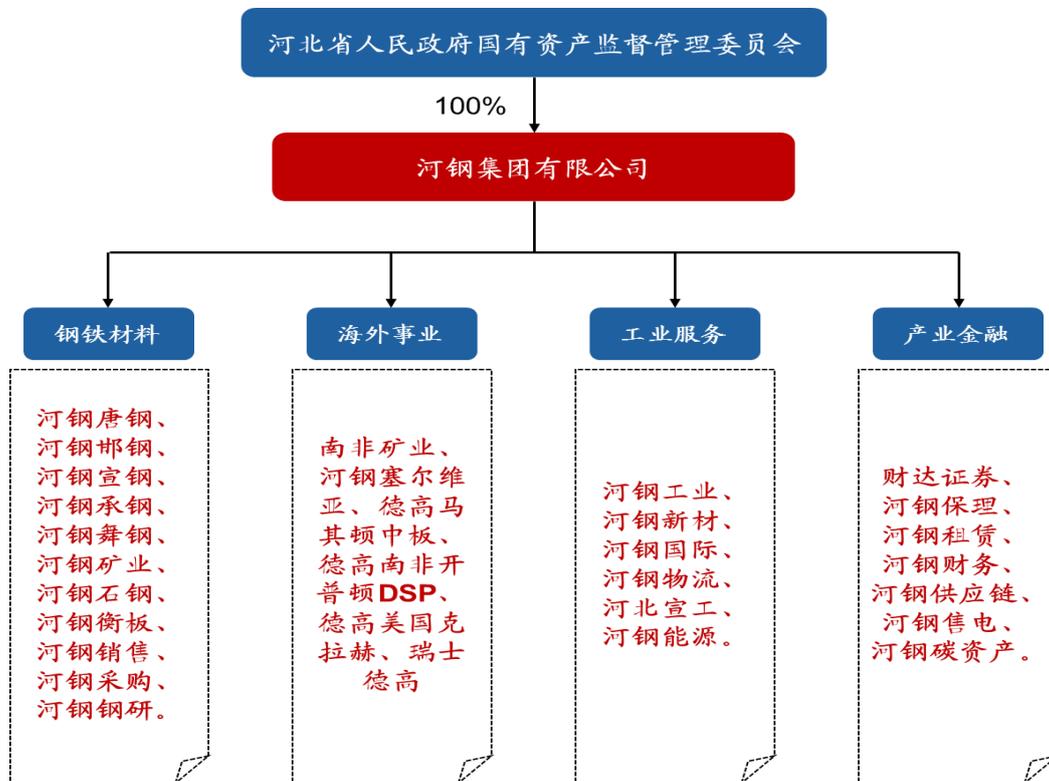
图 4：2017年我国前十钢企粗钢产量及产能利用率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

作为世界最大的钢铁材料制造和综合服务商之一，河钢集团以“建设最具竞争力钢铁企业”为愿景，致力于为各行各业提供最具价值的钢铁材料和工业服务解决方案。河钢集团树立全球、全产业链理念谋求“纵向更深、横向更宽”的战略转型，加速形成钢铁材料、工业服务、海外事业与产业金融深度融合、高效协同的格局，努力成为具有世界品牌影响力的综合性跨国产业集团。

图 5：河钢集团股权结构及业务板块拆分



数据来源：河钢集团官网、广发证券发展研究中心

备注：上述分类基于官网资料进行整理，并非依据二级子公司等其他口径

表 1: 河钢集团二级子公司钢铁板块注册资本及持股比例

序号	二级子公司分类	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例
1	唐山钢铁集团有限责任公司	钢铁冶炼	514303.25	100%
2	邯郸钢铁集团有限责任公司	钢铁冶炼	278608.40	100%
3	石家庄钢铁有限责任公司	钢铁冶炼	200000.00	100%
4	河钢股份有限公司	钢铁冶炼	1061860.79	62.22%
5	河钢集团衡水板业有限公司	板材生产等	43000.00	100%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 截至 2017 年末, 河钢集团下属二级子公司 28 家, 除开河北燕山大酒店有限责任公司 (持股 73.54%)、河钢股份有限公司 (62.22%)、河北河钢中建钢结构有限公司 (50%)、河北宣化工程机械股份有限公司 (34%) 之外, 其余 24 家二级子公司持股比例均为 100%

1、**钢铁材料**: 以“绿色化、智能化、品牌化”为方向, 聚焦“市场”和“产品”, 全面优化产品结构、客户结构和区域布局, 推进产业链向高端用户嵌入式延伸, 大力培育优质精品钢和高端特殊钢, 全面提高智能制造水平, 加速成为全面钢铁材料解决方案的综合服务商。

2、**海外事业**: 加快国际化发展步伐, 在推进研发、资源、制造、营销服务全产业链全球化布局的同时, 持续提升国际化发展质量, 成为中国制造业领域践行“一带一路”倡议的旗帜性企业。

3、**非钢产业**: 围绕钢铁衍生资源的极致利用和全产业链创效, 重点培育新能源、新材料与现代城市服务业, 在全部消纳钢铁产业人工成本的基础上, 成为反哺钢铁产业新的效益增长极, 进而成为建设最具竞争力综合性产业集团的战略支撑点。

4、**产业链金融**: 以产融结合为主线, 大力发展产业链金融, 全流程整合和驾驭配置资源, 全面提升集团资本运营及资金集约化运用能力, 促进集团产业资本的金融化与金融资本的产业化, 成为集团重要的效益增长极。

根据河钢集团报表口径, 河钢集团业务可拆分为**材坯业务、矿产品及其他业务和其他业务**等三大类, 其中 (1) **材坯业务**: 主要为钢铁产品的生产及销售, 公司钢铁产品分为板材、棒材、线材、型材四大类, 产品覆盖汽车、石油、铁路、桥梁、建筑、电力、交通、轻工、家电等重要应用领域。(2) **矿产品及其他业务**: 主要包括钢铁贸易、矿产品、钢材深加工、化工产品、资源利用、港口物流、气体动力、机械制造、钒钛制品和能源科技等钢铁延伸产业。

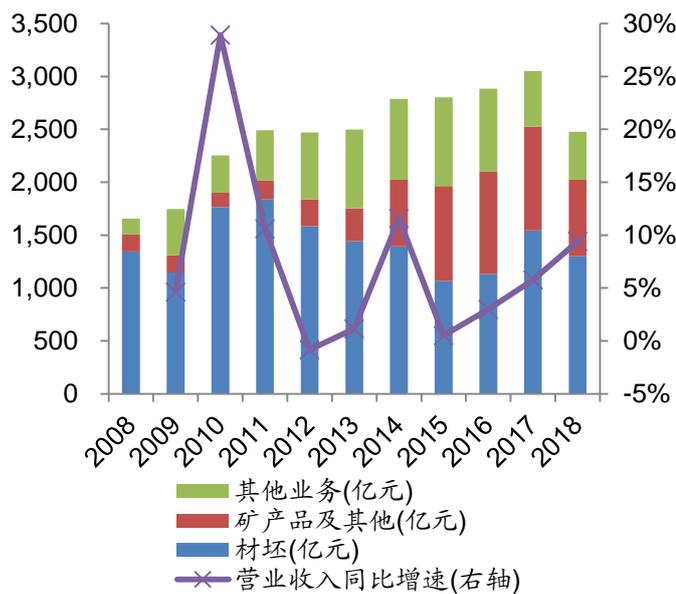
我们从营收和毛利等角度来探析河钢集团业务结构, 2008年至今营业收入与营业毛利规模震荡扩大, 其中材坯业务呈现与钢铁行业高度一致的周期性, 矿产品及其他业务营业收入与营业毛利规模震荡扩大。材坯业务为主营业务, 2008年至今营收与毛利占比均在50%以上。截面数据分析, 2018年前三季度, 营收和毛利占比分别高达52%和70%; 矿产品及其他业务为材坯业务的延伸产业, 营收占比较为稳定、

毛利占比震荡下行, 2018年前三季度, 营收和毛利占比分别29%和26%。具体而言:

(1) **营收:** 2008年至今, 河钢集团营收规模震荡扩大(剔除2012年营收负增长0.86%之外, 其余年份均保持正增长)。其中材坯业务呈现于钢铁行业高度相关的周期性, 受累金融危机影响2009年材坯营收同比降15%, 2010-2011年需求显著好转促材坯营收同比持续增长, 2012-2015年钢铁行业步入单边下行期, 河钢集团材坯营收持4年负增长。2016年受益钢铁行业供给侧改革、需求高位, 材坯业务营收止降回升; 河钢集团不断深化内部整合、围绕钢铁主业延伸产业链适度多元发展、做大非钢产业板块, 矿产品及其他业务营收规模震荡扩张(剔除2010年, 其余年份均保持正增速)。2017年, 公司营收同比增6%至3051亿元; 2018年前三季度, 公司营收同比增9%至2475亿元。

从结构上来看, 河钢集团营收结构变化基本与各业务板块营收规模变化相匹配。2008-2015年, 材坯业务营收占比震荡下降, 矿产品及其他业务营收占比震荡上行; 2016年开始公司营收结构呈现材坯占比提升、矿产品及其他整体稳定的格局; 2018年前三季度, 公司材坯业务实现营收1298亿元、同比增14%, 营收占比由2015年的38%提升至2018年的52%, 矿产品及其他业务实现营收724亿元、同比增10%, 营收占比维持在30%左右; 其他业务营收占比由2015年的30%下降至2018年的18%。

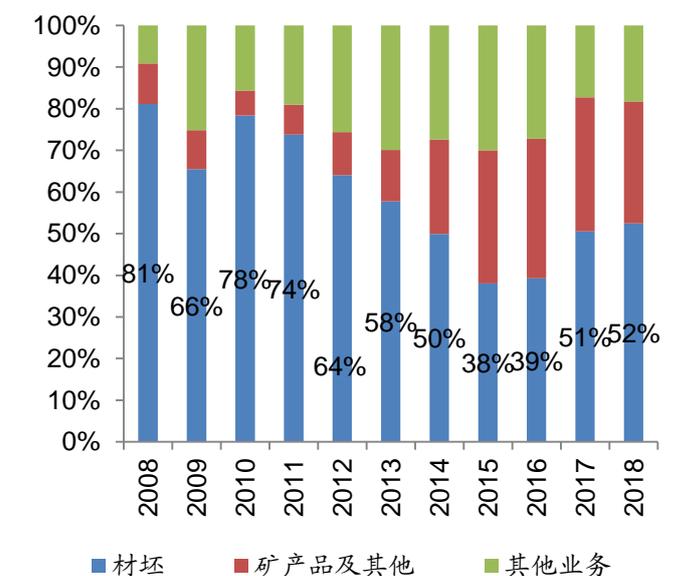
图 6: 河钢集团营收规模持续增长, 2018年前三季度公司营收同比增9%至2475亿元



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年数据更新至 2018 年前三季度

图 7: 材坯业务为公司的主营业务, 2018年前三季度材坯、矿产品及其他营收占比分别达52%、29%



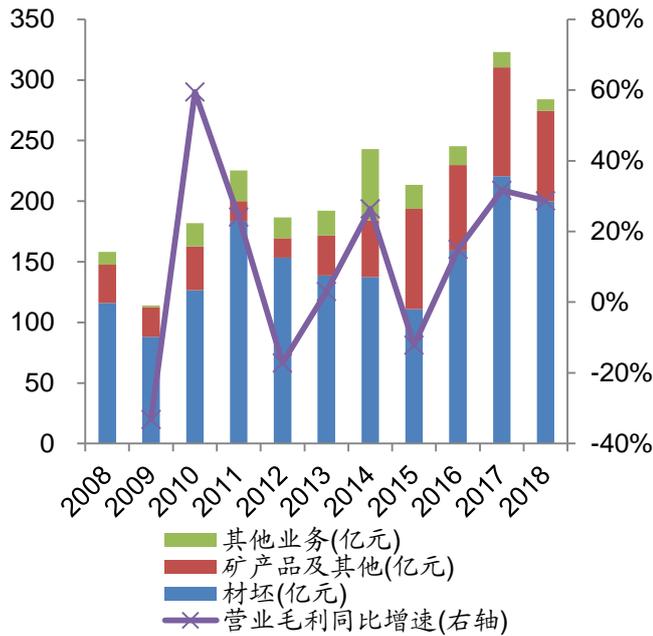
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年数据更新至 2018 年前三季度

(2) **毛利:** 与营业收入相对应, 河钢集团主营业务毛利规模震荡扩大(剔除2009年和2012年主营业务毛利同比增速为-24%和-15%之外, 其余年份主营业务毛利同比均维持正增速)。其中材坯业务2012-2015年持续4年营业毛利负增长、2016年至今持续正增长, 而矿产品及其他业务营业毛利震荡增长(剔除2015年营业毛利负增长-15%之外, 其余年份营业毛利均保持正增长)。2017年, 公司实现毛利达323亿元、同比增32%; 2018年前三季度, 公司实现毛利284亿元、同比增29%。

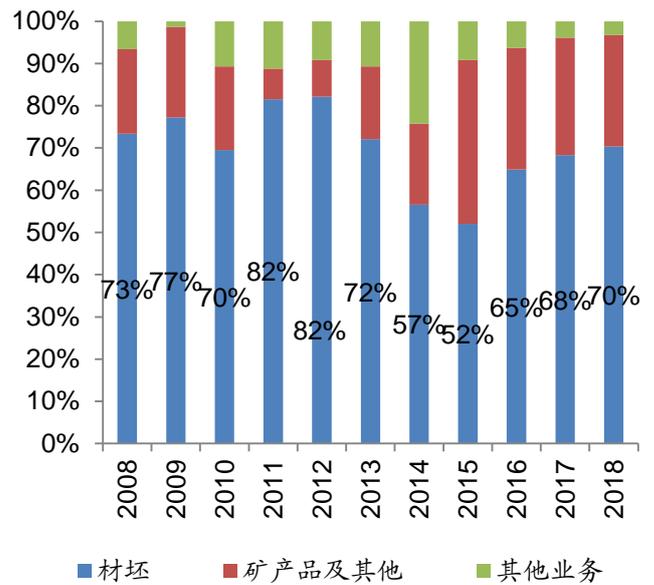
从结构上来看，2011-2015年，河钢集团坯材业务毛利占比由2011年的82%震荡下行至2015年的52%；2016-2018年，公司坯材业务毛利占比均维持在65%以上且呈现震荡上升的趋势。矿产品及其他业务毛利占比由2011年的7%持续攀升至2015年的39%，而后2016-2018年震荡下行、三年分别为29%、28%和26%。2018年前三季度，公司坯材业务实现毛利200亿元，同比增42%，毛利占比达70%；矿产品及其他实现毛利75亿元，同比增30%，毛利占比达26%；其他业务毛利占比由2015年的9%下降至2018年的3%。

图 8：河钢集团营业毛利震荡上行，2018年前三季度公司营业毛利同比增29%至284亿元



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心
备注：2018年数据更新至2018年前三季度

图 9：钢铁坯材为公司毛利的主要贡献业务，2018年前三季度坯材、矿产毛利占比分别高达70%、26%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心
备注：2018年数据更新至2018年前三季度

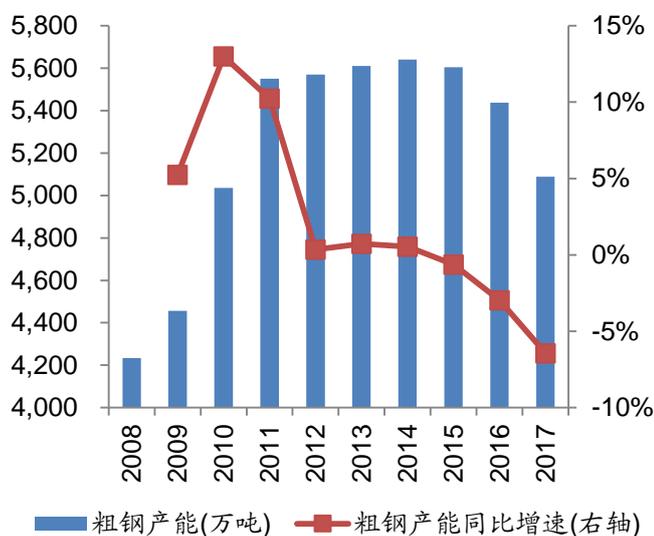
二、钢铁材料：产能大型化、沿海化、高端化发展，整合资源、优化结构叠加挖潜增效夯实盈利

(一) 产能及产量：产能置换将净减 203 万吨粗钢产能，未来沿大型化、沿海化、高端化发展，产量受环保影响趋弱

1、历史产能及产量：供给侧改革和环保高压下，2015年以来河钢集团产能及产量持续压缩

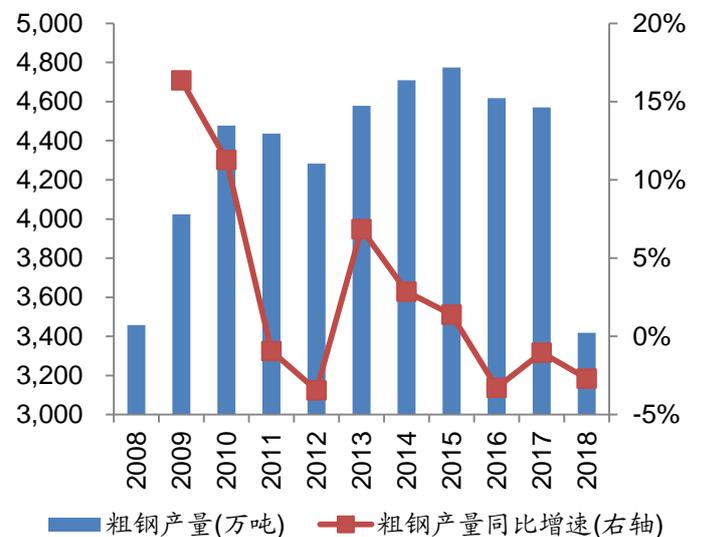
从历史数据来观测：(1) 粗钢产能：2015年开始，河钢集团粗钢产能持续被压缩，2016-2017年粗钢产能累计减少516万吨，超额完成2016-2017年供给侧改革去产能任务（502万吨）；截至2017年底，河钢集团粗钢产能为5088万吨。(2) 粗钢产量：供给侧改革以来，2016、2017年全国粗钢产量同比分别增1.2%、5.7%，2018年1-11月粗钢产量同比增6.7%；但是，河钢集团受累粗钢产能压缩、环保限产，粗钢产量持续负增长，2016年、2017年粗钢产量负增长3.3%和1.0%，2018年前三季度，河钢集团粗钢产量达3418万吨、同比减少2.7%。

图 10：2015年开始河钢集团粗钢产能持续被压缩，2015-2017年粗钢产能累计减少552万吨、10%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 11：2016年开始受累去产能、环保限产，河钢集团粗钢产量持续负增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：2018年的粗钢产量数据仅更新至2018年前三季度

2、现有产能：符合国家产业政策、装备水平世界先进、节能环保水平国内领先

河钢集团是国内特大型钢铁生产企业之一，已拥有2000m³高炉、2500m³高炉、3200m³高炉各5座，120吨以上炼钢转炉22座，100吨超高功率电炉3座，配备有50条热轧生产线（其中6条中厚板生产线），10条冷轧生产线，已具备5000万吨符合国家产业政策、具有世界先进装备水平、国内领先节能环保水平的优质产能。河钢集

团官网新闻中心2016年5月23日的新闻，集团内钢铁产能全部率先达到优于国家产业发展政策的标准，主体装备和主要能源指标处于行业先进水平。

从区域分布上观察，河钢集团钢铁产能分布于河北省唐山、邯郸、张家口、承德、石家庄、衡水及河南省舞钢。其中，河北省唐山、邯郸、石家庄和衡水均处于京津冀大气污染传输通道“2+26”城市。

图 12: 河钢集团河北境内钢铁子公司区位分布



数据来源：百度地图、广发证券发展研究中心

3、未来发展：净减203万吨粗钢产能，产能大型化、沿海化、高端化发展，产量受环保影响趋弱

接着我们将分析河钢集团产能及产量未来的变化趋势：

(1) 产能：产能置换将净减少203万吨粗钢产能，正朝着大型化、沿海化、高端化发展

根据《河北省钢铁行业去产能工作方案（2018—2020年）》，河钢集团要带头压减产能，在已完成“十三五”压减任务的基础上，2018年按国家规定封停或拆除邯钢停产多年的1座1000立方米高炉，退出炼铁产能86万吨、无压减炼钢产能任务。根据国家现行规定，河钢集团暂无需要淘汰的落后产能。

但考虑河钢集团已发布的产能置换方案，河钢集团将置出合计炼铁产能1316万吨、炼钢产能1150万吨以置入炼铁产能869万吨、炼钢产能947万吨，即净减少粗钢产能203万吨。截至2018年12月，河钢集团钢铁产能变更项目如下：

a.河钢产业升级及宣钢产能转移项目。通过淘汰河钢股份有限公司唐山分公司、宣化钢铁集团有限责任公司、河钢股份有限公司承德分公司、舞阳钢铁有限责任公司合计炼铁产能915万吨和炼钢产能934万吨，置入炼铁产能732万吨、炼钢产能747万吨；项目建设地址为河北省由唐山市乐亭县经济开发区。项目建成后，年产钢材

710万吨，其中年产成品板材410万吨、优特钢长材300万吨；产品为高强度汽车板等高强度、高性能、高质量升级换代钢材产品（根据2017年2月27日河北省人民政府发布的《河钢集团有限公司河钢产业升级及宣钢产能转移项目产能置换方案》，淘汰落后及过剩产能即置出产能将于2019年12月底项目建成投产前淘汰）。

b.石钢公司环保搬迁产品升级改造项目。通过淘汰石家庄钢铁有限责任公司合计炼铁产能229万吨和炼钢产能216万吨，置入炼钢产能200万吨；项目建设地址为河北省石家庄市井陘矿区（根据2018年11月27日河北省工信厅发布的《河钢集团石家庄钢铁有限责任公司建设项目产能置换方案公告》，该项目拟于2018年12月开工，第1座电炉计划于2020年10月底投产、第2座电炉预计于2020年12月底投产）。

c.河钢股份有限公司唐山分公司炼铁北区1#高炉易地改造项目。通过淘汰河钢股份有限公司唐山分公司、宣化钢铁集团有限责任公司合计炼铁172万吨产能，置入炼铁产能137万吨；项目建设地址为河北省唐山市（根据2017年2月27日河北省人民政府发布的《河钢股份有限公司唐山分公司炼铁北区1#高炉易地改造项目产能置换方案》，淘汰落后及过剩产能即置出产能将分别于2015年11月、2016年8月、2017年1月分批关停）。

表 2：河钢集团钢铁产能减量置换方案公告梳理

置出产能			置入产能		
企业	设备	产能	企业	设备	产能
石家庄钢铁有限责任公司	1#60吨转炉1座、2#60吨转炉1座及60吨电炉1座；0#580立方米高炉1座、1#480立方米高炉1座、2#1080立方米高炉1座	炼铁229万吨；炼钢216万吨	石家庄钢铁有限责任公司	130吨电炉2座	炼钢200万吨
河钢股份有限公司唐山分公司	4#3200立方米高炉1座；1#、3#55吨转炉2座	炼铁267万吨；炼钢180万吨	河钢集团有限公司	2922立方米高炉3座；100吨转炉3座（70%特钢）、200吨转炉2座	炼铁732万吨、炼钢747万吨
宣化钢铁集团有限责任公司	1#、2#2500立方米高炉2座、3#2000立方米高炉1座、4#1800立方米高炉1座；1#、2#150吨转炉2座、1#、3#120吨转炉2座	炼铁648万吨；炼钢524万吨			
河钢股份有限公司承德分公司	2#120吨转炉1座	炼钢140万吨			
舞阳钢铁有限责任公司	2#90吨电炉1座	炼钢90万吨			
河钢股份有限公司唐山分公司	1#2000立方米高炉1座	炼铁118万吨	河钢股份有限公司唐山分公司	1580立方米高炉1座	炼铁137万吨
宣化钢铁集团有限责任公司	9#450立方米高炉1座、4#1800立方米高炉1座	炼铁54万吨			

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

河钢集团的钢铁产能正朝着大型化、沿海化、高端化发展。(1) **大型化**: 产能置出项目设备高炉炉容、转炉或电炉公称容量均小于产能置入项目; (2) **沿海化**: 河钢产业升级及宣钢产能转移项目中, 置出产能中河钢宣钢地处河北省张家口市、河钢承钢位于河北省承德市、河钢舞钢位于河南省舞阳市, 而新置入产能建于河北省唐山市; (3) **高端化**: 河钢产业升级及宣钢产能转移项目产品为高强度汽车板等高强度、高性能、高质量升级换代钢材产品, 是河钢集团实现其“十三五”期间钢铁主业规划目标(钢铁主业市场竞争能力和盈利能力达到世界一流水平; 节能环保水平国际领先, 成为钢铁行业转型发展、绿色发展的引领者)的战略之一。

(2) 产量: 环保指标已达国内一流、超净排放改造正在进行, 环保影响趋弱

河钢集团钢铁产能分布于河北省唐山、邯郸、张家口、承德、石家庄、衡水及河南省舞钢。其中, 河北省唐山、邯郸、石家庄和衡水均处于京津冀大气污染传输通道“2+26”城市, 为秋冬季工业企业需执行差异化错峰生产的重点区域。此外, 根据《钢铁企业超低排放改造工作方案(征求意见稿)》, 超低排放改造工作的时间表为: (1) **新建(含搬迁)钢铁项目要全部达到超低排放水平**; (2) **2020年10月底前**, 京津冀及周边、长三角、汾渭平原等大气污染防治重点区域(简称“重点区域”)具备改造条件的钢铁企业基本完成超低排放改造; (3) **2022年底前**, 珠三角、成渝、辽宁中部、武汉及其周边、长株潭、乌昌等区域基本完成; (4) **到2025年底前**, 全国具备改造条件的钢铁企业力争实现超低排放。

河钢集团将置出炼铁产能1316万吨、炼钢产能1150万吨以置入炼铁产能869万吨、炼钢产能947万吨, 新建(搬迁)产能必须按照钢铁企业超低排放改造进行建设。其余产能, 河钢集团高度关注各级环保部门发布的环保标准, 逐条对照、认真分析, 通过调研、子公司对标自查、集团集中检查、立项整改等方式形成闭环管理流程, 使集团所属各子公司都能按照时限达到相关标准要求:

河钢邯钢: 河钢邯钢在绿色环保、节能减排方面累计投资138亿元, 实施了115项节能减排、环保升级项目。在烧结(球团)工艺环节, 引进应用烧结机CSCR脱硫脱硝项目(项目稳定运行以来, **SO₂排放达到每立方米10毫克以下, 脱硫率达到99.5%以上; NO_x排放达到每立方米50毫克以下, 脱硝率达到85%以上, 各项指标均处于国内领先水平**)。河钢邯钢坚持走生产发展、生活富裕、生态良好的文明发展道路, 建设与城市和谐共融型示范钢厂: 已建成投用跨度146米亚洲最大、国内首家全封闭机械化原料场, 做到了“**用矿不见矿**”; 已建成投用了8座万吨储煤罐, 实现了“**用煤不见煤**”; 已建成投用总长度达13公里的管带机输送系统, 做到了“**运料不见料**”; 建成投用了高炉出铁场、上料系统、槽上、槽下分别采用高效除尘装置进行除尘, 炉台全封闭, 做到了“**出铁不见铁**”。

河钢唐钢: 根据环渤海新闻网新闻《河钢唐钢: 当好全唐山钢铁行业高质量发展的引领者》, 河钢唐钢近十年在节能环保项目上的投入超过建国以来至2007年的总和, 仅2018年前三季度环保项目投入近10亿元; 实施高炉出铁场、转炉除尘和烧结机烟气深度治理、烧结机脱硫脱硝项目高炉冲渣水乏汽消白等项目, **环保指标达到超低排放标准——烧结烟气颗粒物、SO₂、NO_x排放浓度分别不高于10、35、50mg/m³, 其他生产工序分别不高于10、50、150mg/m³。高强汽车板产线脱硫脱硝项目颗粒物、SO₂、NO_x排放浓度已达到分别不高于5、10、30 mg/m³。**

河钢石钢：根据《河钢集团石家庄钢铁有限责任公司建设项目产能置换方案公示》，石钢公司环保搬迁产品升级改造项通过淘汰石家庄钢铁有限责任公司合计炼铁产能229万吨和炼钢产能216万吨，置入电炉炼钢产能200万吨。

河钢集团始终依靠技术进步，不断改进和完善环保工作。公司主要节能环保指标已达到国内一流水平，污染源排放的污染物全面实现达标排放且持续改善，固体废弃物得到全面综合利用，工业废水实现零排放。通过观测2018-2019年秋冬季错峰生产安排也可知，河钢集团钢铁业务限产比例显著低于区域综合限产比例。

表 3：2018-2019年河钢集团“2+26”城市钢厂限产比例与整体限产比例分析

城市	钢厂	生铁产能（万吨）	限产比例（%）	区域整体限产比例（%）
唐山	河钢唐钢	874	30%	32%
邯郸	河钢邯钢	1046	27%	50%

数据来源：《唐山市 2018-2019 年秋冬季钢铁行业错峰生产方案》、《邯郸市 2018-2019 年重点行业采暖季差异化错峰生产方案》、广发证券发展研究中心

（二）钢材品种：长、板材产量占比 4:6，结构完善、品种齐全，持续增强自主研发能力

河钢集团产品结构完善、品种齐全，覆盖无缝钢管外所有品种领域，包括从0.10毫米的超薄精密冷轧板到厚度达700毫米特宽特厚板、从直径5.5mm到350mm的棒线材、特色钒钛产品等，产品结构完善、品种齐全。具体而言，截至2017年年底，河钢集团具备钢材产能5931万吨，其中长材2241万吨、板材3690万吨。

从生产布局来看，唐钢、邯钢为板材基地，主要生产冷轧、涂镀等精品板材；承钢钒钛磁铁矿冶炼技术世界领先，将依托先进技术与资源优势打造钒钛基地；宣钢重点发展建筑和机械制造用长材；舞钢是我国宽厚板生产科研基地，产品创多项全国第一；衡板专业化生产多品种、薄规格冷轧板和镀锡板，致力于打造我国精密薄板生产基地；石钢是以生产汽车专用钢为主的特钢企业。

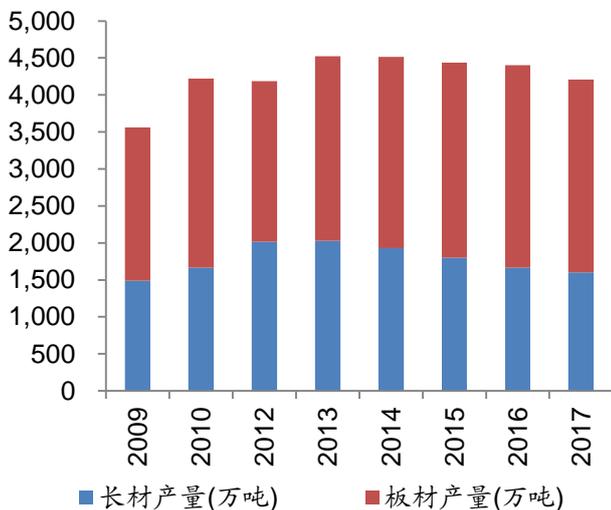
受累板材部分品种互为基料（如热轧薄宽钢带为冷轧薄宽钢带等），我们将通过计算钢材产品的产量来拆分河钢集团钢材的品种结构。河钢集团的钢材品种结构整体呈现板材产量与相对占比增、长材产量与相对占比降的格局。从钢材的绝对产量来看，2008-2012年钢材产量由3013万吨震荡走高至4337万吨（期间河钢集团粗钢产能规模由4234万吨扩张至5570万吨）；2013-2017年河钢集团钢材产量由4525万吨震荡走低至4209万吨；其中绝对产量的减量主要源自长材，长材由2013年的2027万吨累计下滑20.92%至1603万吨，而板材产量则由2013年的2498万吨累计提升4.32%至2606万吨。从钢材的相对占比来看，长材产量占比由2013年的44.80%震荡下行至2017年的38.09%，板材产量占比则由2013年的55.20%震荡上行至2017年的61.91%。

表 4: 截至2017年年底, 河钢集团长材和板材产能分布情况

长材种类	长材产能 (万吨)	板材种类	板材产能 (万吨)
大型型钢	195	特厚板	130
中小型型钢	20	厚钢板	178
棒材	370	中板	358
钢筋	936	中厚宽钢带	653
线材 (盘条及硬线)	720	热轧薄宽钢带	920
		冷轧薄宽钢带	604
		热轧窄钢带	365
		镀层板	447
		涂层板	35
长材产能合计	2241	板材产能合计	3690

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

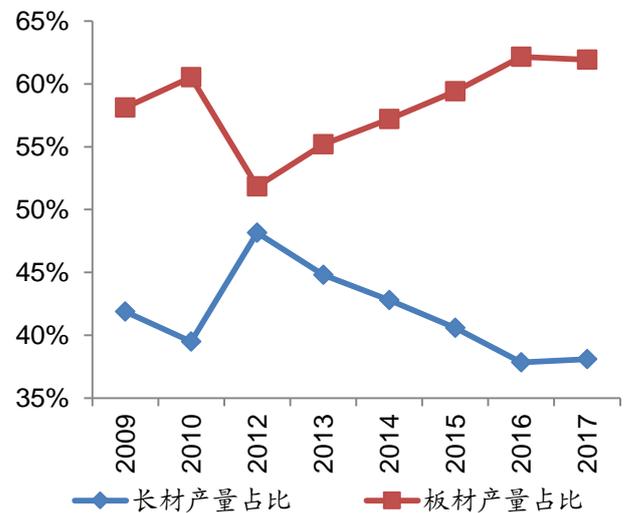
图 13: 2009-2012年钢材产量震荡增长, 受累去产能及环保高压、2013-2017年钢材产量震荡走低



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2008年、2011年河钢集团分品种钢材产量数据缺失

图 14: 2013-2017年长材产量占比震荡走低至38%、板材产量占比震荡走高至62%

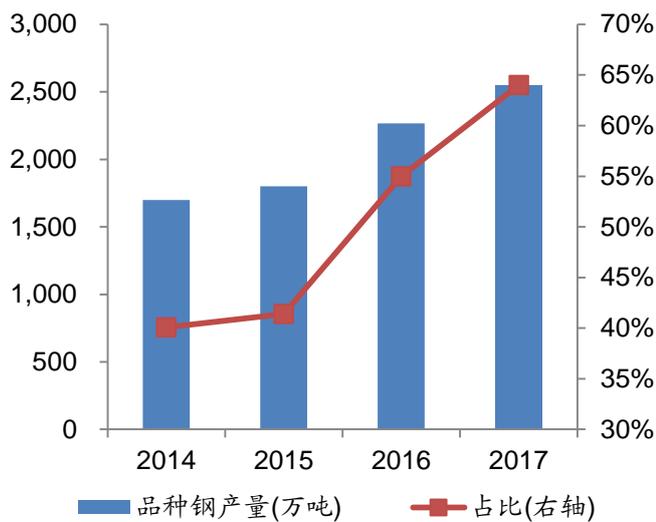


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2008年、2011年河钢集团分品种钢材产量数据缺失

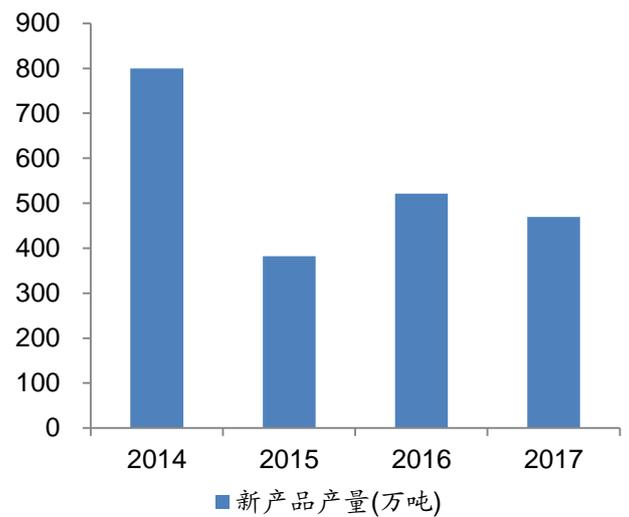
河钢集团持续增强自主研发能力、优化产品结构。截至2017年年底, 河钢集团目前具备5000余项自主知识产权, 获得中国钢铁工业协会、中国金属学会冶金科学技术奖, 主导、参与制定国家标准8项、行业标准6项。**河钢集团坚持以科技创新引领企业发展, 2014-2017年品种钢产量由1700万吨增长至2550万吨、产量占比由40%提升至64%; 2014-2017年分别推出新产品800万吨、382万吨、522万吨和469万吨。**

图 15: 2014-2017年河钢集团品种钢产量占比持续抬升



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 16: 2014-2017年河钢集团持续推出新产品



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

河钢集团已初步形成精品板材、精品建材、精品特钢和特色钒钛四大精品基地，产品覆盖无缝钢管外所有品种领域。具体而言，（1）**板材方面**，形成从厚度规格仅0.10毫米超薄精密冷轧板，到最厚700毫米特宽特厚板的全系列品种结构，2017年销售汽车用钢530万吨，成为国内第二大供应商；家电板销售280万吨，家电彩涂板市场占有率高达30%，保持了国内第一供应商地位。（2）**建材方面**，“燕山牌”螺纹钢以其高承载、强抗震的优质性能获得市场良好反响；管线钢大批量中标国家西气东输工程，成为中石油高强度管线钢X90、X100国产化重点科研项目合作企业；承钢作为国内螺纹钢筋升级换代的先导企业，利用特有的钒微合金化工艺，成功开发了等级最高的HRB600高强抗震钢筋，是国内具备全规格500MPa及高强抗震钢筋生产能力企业。

表 5: 河钢集团主要钢材品种竞争力梳理

种类	产品竞争力
精品冷轧	1、为海尔、格力、美的等 20 多家国内外知名家电、汽车制造企业提供原材料供应 2、攻克汽车用钢多项核心技术，具备了整车 98% 以上的汽车用钢生产能力 3、邯钢汽车板已通过欧洲菲亚特和中国一汽、长城等公司认证
镀锡	食品级镀锡产品已批量用于国内名牌食品包装
建材	1、“燕山牌”螺纹钢荣获“金杯奖”，实现品种、规格、强度全覆盖 2、承钢作为国内螺纹钢筋升级换代的先导企业，并利用特有的钒微合金化工艺，成功开发了国内等级最高的 HRB600 高强抗震钢筋，是国内具备全规格 500MPa 及高强抗震钢筋生产能力企业
角钢	特高压输电用角钢用于国家重点电网工程，大规格角钢实现了国内独家供货
弹簧钢	高铁轨道弹条用弹簧钢荣获全国钢铁行业最高产品质量奖项——“特优奖”
管线钢	大批量中标国家西气东输工程，并成为中石油高强度管线钢 X90、X100 国产化重点科研项目合作企业

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

在特色钒钛领域，河钢集团五氧化二钒、三氧化二钒、氧化钒、80钒铁、50钒铁等钒系列产品，已占据全球市场的8%、国内市场的35%。

河钢集团坚持求新求变求突破工作主基调，围绕“技术进步”和“管理创新”两大核心任务，聚集“市场”和“产品”，发展成果得到高度认同，荣获中国钢铁企业“竞争力极强”A+最高评级，被世界钢铁协会列为全球钢铁制造50强第三位。

根据河钢集团官网发布的新闻《河钢绘就“十三五”跨越式发展蓝图》，为做强做优钢铁主业，河钢将全面提升研发、创新、服务能力，与国内外钢铁领域顶尖研究机构、产业链企业、同行产业联盟合作，建设具有行业影响力的科技协同创新平台；契合国家产业政策和市场需求，升级产品档次，形成独具品牌特色、富有竞争优势和创效能力的拳头产品；实施营销模式的重大变革，全面推行大客户服务体系，拓展德高海外业务网络，商品材直供比例达到70%以上，高端客户、高端产品销售比例达到30%以上，海外市场份额达到20%以上。

（三）成本：区位叠加资源整合、优化促成本优势渐显，挖潜增效空间仍较大

1、原材料：强化资源整合和优化、对外统一采购，原材料成本优势渐显

1.1 铁矿石：境内资源整合和海外资源开发促集团铁矿石自给率持续抬升

境内资源战略整合提供资源保障。河钢集团不断加强资源的战略整合，在对唐钢集团和邯钢集团下属矿山整合的基础上组建了河钢集团矿业公司（简称“河钢矿业”），有效地整合了公司矿业资源。在河北省政府与河北省国土厅的大力支持下，目前公司境内实际掌控铁矿资源量约36.04亿吨、规划产能2006万吨；另有相当一部分资源的整合工作正在积极推进当中。

表 6：截至2017年末河钢集团境内铁精粉产能和规划产能情况表

序号	矿区名称	资源储量 (亿吨)	目前铁精粉产 能(万吨)	规划产能 (万吨)	品位 (%)	采矿证信息
1	石人沟铁矿	1.67	80	82	31.04	正在办理整合扩界
2	红山铁矿	0.28	-	-	28.46	2011年9月9日-2021年9月9日
3	庙沟铁矿	0.55	80	81	29.53	2011年10月8日-2019年7月8日
4	司家营一期	7.51	276	288	28.14	正在办理扩界
5	司家营二期		400	450		
6	尹峪铁矿					
7	司家营南区	18.16	-	645	30.83	2010年9月13日-2040年9月13日
8	近北庄铁矿	0.33	24	32	33.37	2013年7月26日-2020年4月28日

9	庞家堡铁矿	0.04	-	-	41.98	正在办理扩界（庞家堡为证内储量）
10	陈家窑铁矿	0.13	-	-	47.57	
11	黑山铁矿(含东大洼压青地)	0.98	58	58	32.36	正在办理整合
12	中关铁矿	0.93	-	150	45.41	2009年4月17日-2029年4月17日
13	独山城铁矿	3.49	-	-	20.31	正在办理资源整合
14	黄田铁矿	0.01	-	-	47.88	准备办理延续再扩界
15	常峪铁矿	1.25	-	160	29.26	2014年9月24日-2044年9月24日
16	柏泉铁矿	0.12	55	60	13.31	2015年5月17日-2020年5月17日
17	宏大铁矿	0.59	--	-	11.67	2013年底储量
合计		36.04	973	2006	-	-

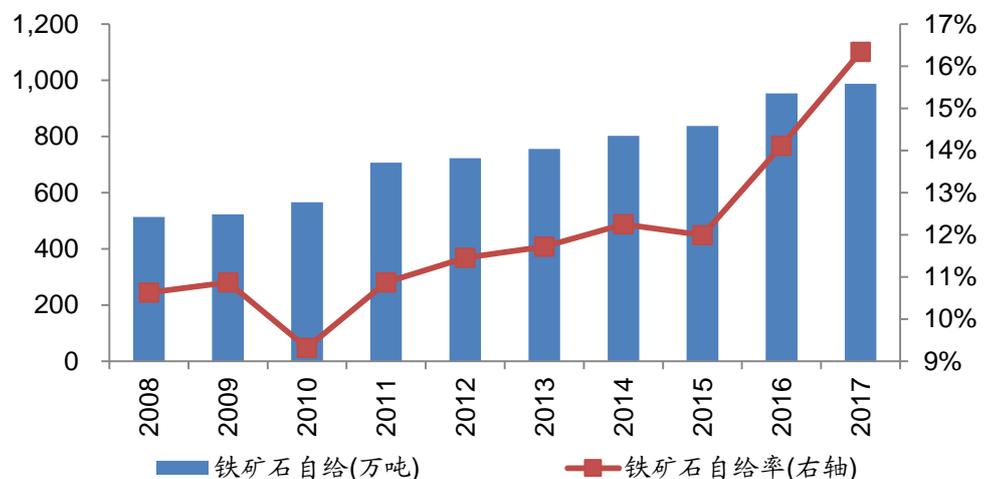
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：以上矿山储量包括已取得政府协议出让批示的资源储量，其中：1、石人沟铁矿正在办理扩界，整合扩界方案已获得省国土厅批复；2、红山铁矿、常峪铁矿、司家营南区、中关铁矿均处于基建期；3、尹峪铁矿是司家营一期、二期的扩界资源，扩界手续已经取得国土部批复

海外资源开发提升资源保障能力。2012年，河钢集团获得加拿大阿尔德隆矿业19.9%的股权和佳美铁矿25%股权；2013年，组成联合体收购南非矿企PMC公司部分股权，并于2014年完成对PMC公司100%股权的全面要约收购，掌控56%品位的磁铁矿2.7亿吨。

2008-2017年河钢集团铁矿石自给量及自给率震荡增加，随着资源整合、规划产能放量，铁矿石自给率将持续抬升。根据公司公告，2017年公司铁矿石自给量达987万吨，较2008年增长92%；铁矿石自给率16.34%，较2013年提高5.71个百分点。

图 17：2008-2017年河钢集团铁矿石自给量及自给率震荡增加



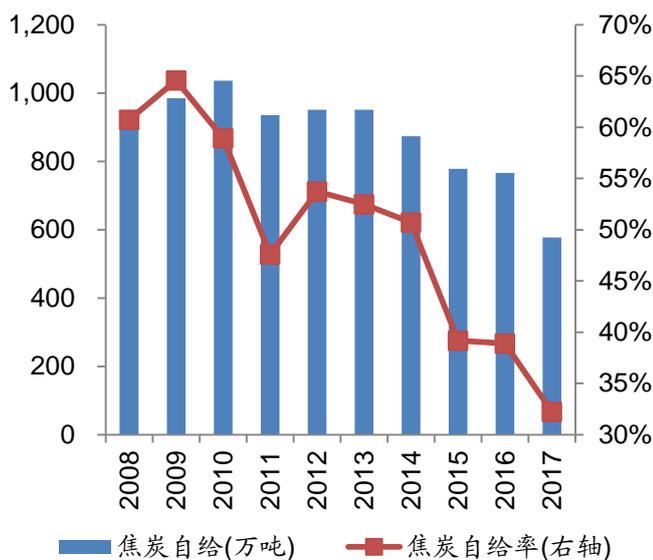
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

1.2 煤炭、焦炭：与主要供应商均签订长协保障稳定供应，2013-2017年受累环保等因素影响、自给量与自给率持续下降，预计后期随着焦化产能日趋先进、焦化自给率逐步抬升

根据我们对工信部发布的符合焦化行业准入条件的焦炭生产企业名单整理，截至2018年12月，河钢集团具备准入焦化产能484万吨（中国炼焦行业协会会长崔丕江于2016年初接受《中国化工报》记者采访时表示，截止2015年底，我国获得准入的焦炭产能约占焦炭总产能的50%）；如若按照准入产能占比50%来进行推算，河钢集团的总焦化产能或达968万吨（2013年河钢集团焦炭产量为951万吨）。

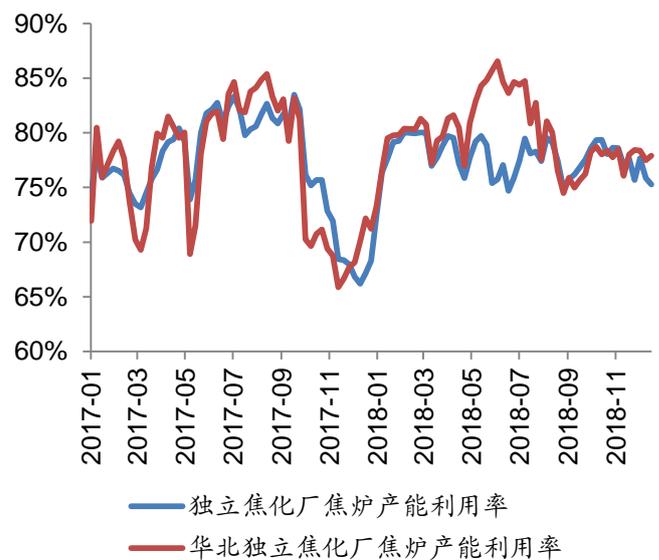
2008-2013年河钢集团焦炭自给量整体保持稳定，焦炭产量基本稳定在900万吨以上，但随着河钢集团粗钢产能规模的震荡扩张、焦炭自给量震荡下行；焦化行业准入门槛逐步抬升（炭化室高度在4.3米及以下、运行寿命超过10年的焦炉或逐步淘汰），叠加京津冀及周边地区环保压力较大，2014-2017年河钢集团焦炭自给量及自给率持续下降；截至2017年，河钢集团共计消耗焦炭1790万吨，其中自产焦炭577万吨、自给率仅为32.23%。

图 18：2008-2013年河钢集团焦炭自给量整体保持稳定，2014-2017年焦炭自给量及自给率持续下降



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 19：华北区域独立焦化厂焦炉产能利用率振幅显著高于全国



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

我们通过梳理河钢集团焦炭产能变更情况可知，河钢集团目前正在积极落地产能置换项目，产能置换均满足减量置换要求、且置入项目新建设备为更为先进的设备：

(1) 2017年10月，河北省工业和信息化厅发布《关于河钢集团焦炭产能减量置换的公告》，河钢集团控股子公司宣钢、唐钢公司等拟淘汰自有524万吨焦化产能以置入370万吨焦化产能，置换比例为1.42:1；其要求河钢唐钢化工园区项目、河钢唐钢唐山钢联焦化有限责任公司5#、6#焦炉环保搬迁项目建成投产前拆除，但不晚于2020年底。

(2) 2018年12月，河北省工业和信息化厅发布《河钢集团邯钢老区焦化搬迁项目焦炭产能减量置换方案公告》，河钢集团控股子公司邯钢集团拟淘汰自有204万吨

焦化产能、邯鄲陆顺焦化有限公司60万吨焦化产能以置入210万吨焦化产能，置换比例为1.26:1；邯鄲集团原有较为落后的设备（42孔4.3米焦炉3座、45孔4.3米焦炉1座、45孔6米焦炉2座）将被置换为更为先进的设备（2座共140孔7.65米焦炉），新建项目预计于2019年12月投产，置出项目将于先建项目投产前关停。

表 7：河钢集团焦炭产能减量置换方案公告梳理

置出产能			置入产能		
企业名称	设备	产能	企业名称	设备	产能
邯鄲钢铁集团有限责任公司	42孔4.3米焦炉3座、 45孔4.3米焦炉1座、 45孔6米焦炉2座	204万吨	邯鄲钢铁集团有限责任公司	2座共140孔 7.65米焦炉	210万吨
邯鄲陆顺焦化有限公司	42孔4.3米焦炉2座	60万吨			
河钢集团宣钢公司	42孔4.3米焦炉2座、 43孔6.0米焦炉2座、 50孔6.0米焦炉2座	250万吨	河钢集团唐钢公司		370万吨
河钢集团唐钢公司	36孔5.5米焦炉4座	144万吨			
河钢集团唐钢公司唐山钢联焦化有限责任公司	65孔5.5米焦炉2座	130万吨			

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》要求：河北省、山西省全面启动炭化室高度在4.3米及以下、运行寿命超过10年的焦炉淘汰工作；河北、山东、河南省要按照2020年底前炼焦产能与钢铁产能比不高于0.4的目标，加大独立焦化企业淘汰力度。考虑到河钢集团目前正积极落地环保改造、产能置换项目，我们判断：未来河钢集团焦炭自给量和自给率将持续攀升；这将在一定程度上增强公司对上游原材料的掌控能力、夯实成本控制力。

此外，公司在焦炭和其他煤炭的采购上，公司与主要供应商如山西焦煤集团、开滦集团、神华集团、冀中能源等均签订了长期合作协议，有利于在产量增长的情况下保障生产运营的顺利开展。

1.3 原材料采购及价格：华北成本优势显著，统一采购提高市场化话语权

河北省是我国铁矿石、煤炭的开采大省，地理位置优越、交通便利（河北境内有曹妃甸、京唐港、秦皇岛和黄骅四个大型港口），原材料采购成本优势显著。

河钢集团于2008年11月组建了直属的采购总部，主要负责煤炭、焦炭、铁精粉、合金等原材料、燃料和辅料的统一采购和供应保障，并承担内部铁路运输和外部路局的协调工作，以更好的发挥整合优势和协同效应，提高对资源的掌控力和市场话语权。

表 8: 2015-2018年华北地区与全国原材料价格对比 (单位: 元/吨)

	华北 MyCpic 焦炭 绝对价格指数	全国 MyCpic 焦炭 绝对价格指数	唐山普碳废钢价格	全国 MySSpic 废 钢绝对价格指数
2015	647	765	1292	1455
2016	1066	1097	1316	1441
2017	1790	1831	1676	1756
2018	2135	2158	2307	2347

数据来源: 中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年焦炭的绝对价格指数更新至 2018 年 12 月 25 日; 2018 年废钢价格更新至 2018 年 12 月 21 日

1.4 未来降本空间: 2017-2018年吨钢综合能耗下降较为显著, 仍有下降空间

2013-2017年, 河钢集团吨钢综合能耗变动方向与重点钢企平均变动方向一致。2017年, 河钢集团同比降3.00%至586千克标准煤; 同期重点企业同比降2.59%至571千克标准煤。与中钢协重点企业横向比较, 河钢集团吨钢能耗仍高于均值2.69个百分点, 公司将持续致力于增强公司资源综合利用以提高资源的使用效率, 从2018年前十月的数据来观测, 河钢唐钢、河钢承钢、河钢宣钢、河钢邯钢和河钢石钢吨钢综合能耗分别较2017年全年降6.80%、1.20%、0.48%、0.20%和0.12%。

表 9: 2013-2018年河钢集团吨钢综合能耗变化 (单位: 千克标准煤)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
河钢承钢	-	612	604	629	610	603
河钢宣钢	614	610	602	606	609	606
河钢邯钢	554	547	538	614	600	599
河钢唐钢	572	565	560	590	568	530
河钢石钢	-	565	560	560	568	568
河钢舞钢	173	163	144	408	369	-
河钢集团	571	560	558	604	586	-
重点企业	592	585	572	586	571	-

数据来源: 中国钢铁工业协会、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年数据仅更新至 2018 年 1-10 月

从生铁口径来观测, 2008-2017年, 吨生铁焦炭消耗量持续走高、吨生铁铁矿石消耗量震荡下降, 2008年吨生铁焦炭消耗量、吨生铁铁矿石消耗量分别为0.49吨和1.59吨, 而2017年两者分别仅为0.44吨和1.47吨; 2015-2017年, 吨生铁焦炭消耗量持续走高、吨生铁铁矿石消耗量持续下降, 主因或在于盈利高企叠加环保高压促使

河钢集团提高铁矿石入炉品位、降低焦比所致。

从粗钢口径来观测，2008-2017年，吨粗钢焦炭消耗量持续走高、吨粗钢铁矿石消耗量震荡下降，2008年吨粗钢焦炭消耗量、吨粗钢铁矿石消耗量分别为0.43吨和1.40吨，而2017年两者分别仅为0.39吨和1.32吨；2013-2017年，吨粗钢焦炭消耗量、吨粗钢铁矿石消耗量持续下降，2017年降幅尤为突出，主因或在于盈利高企叠加环保高压促使河钢集团提高废钢比所致。

值得注意的是，吨生铁、吨粗钢原材料消耗量我们使用采购量与自产量求和计算得到，其前提假设为河钢集团原材料库存未有明显增加或减少；其或与真实消耗量存在差距。

表 10：2008-2017年河钢集团吨生铁、吨钢原材料消耗量计算

	生铁口径 (吨/吨)			粗钢口径 (吨/吨)		
	煤炭消耗量	焦炭消耗量	铁矿石消耗量	煤炭消耗量	焦炭消耗量	铁矿石消耗量
2008	0.37	0.49	1.59	0.32	0.43	1.40
2009	0.30	0.40	1.26	0.29	0.38	1.19
2010	0.46	0.42	1.44	0.43	0.39	1.36
2011	0.43	0.47	1.55	0.41	0.44	1.47
2012	0.42	0.44	1.56	0.40	0.41	1.47
2013	0.42	0.41	1.47	0.40	0.40	1.41
2014	0.43	0.38	1.44	0.41	0.37	1.39
2015	0.38	0.42	1.49	0.37	0.42	1.46
2016	0.36	0.43	1.48	0.35	0.43	1.46
2017	0.34	0.44	1.47	0.30	0.39	1.32

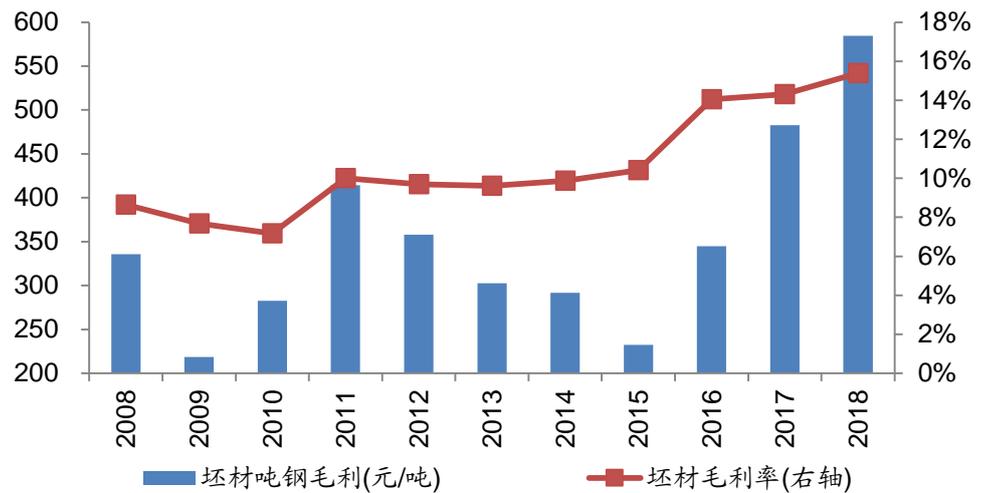
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

（四）盈利及获现能力：挖潜增效、优化结构夯实盈利水平，先款后货、控收付款增强获现能力

1、盈利：坯材毛利率持续改善，创利能力持续改善，挖潜增效、优化结构夯实盈利水平

我们通过计算河钢集团坯材业务历史毛利率和吨钢毛利可知，2008-2011年河钢集团坯材毛利率由8.64%下行至7.17%；2011-2015年毛利率维持在10%左右；2016-2018年前三季度毛利率持续走高。吨钢毛利绝对数值则与钢铁行业周期表现高度一致，2009年吨钢毛利为区间波谷218.60元/吨，2011-2015年单边下行，2016-2018年前三季度持续上行，2018年前三季度达584.50元/吨，创2008年来新高。

图 20: 2008-2018年河钢集团坯材吨钢盈利及毛利率变化



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

通过与前十家钢厂钢铁业务的营收、成本及盈利对比可知, 河钢集团钢铁业务(坯材)业务吨钢营收(吨钢平均价格)、吨钢营业成本、吨钢毛利和钢铁业务毛利率分别位于前十家钢厂的37.50%、50.00%、37.50%和25.00%分位数水平, 创收、创利能力均低于中位数。考虑到河钢集团正在加快建立完善市场化体制、机制和经营模式, 以资金管理为中心, 以产线对标为主线, 全面优化成本结构和品种结构; 加快资源整合, 多角度挖潜增效, 公司成本控制能力和产品盈利能力将大力增强。

表 11: 2017年粗钢产量排名前十钢厂钢铁业务营收、成本及盈利情况

	钢铁营收 (亿元)	钢铁成本 (亿元)	粗钢产量 (万吨)	吨钢营收 (元/吨)	吨钢折旧 (元/吨)	吨钢成本 (元/吨)	吨钢毛利 (元/吨)	钢铁业务 毛利率
宝武集团	3459	3148	6539	5290	386	4815	475	8.98%
河钢集团	1543	1322	4571	3376	204	2893	483	14.30%
沙钢集团	1191	1003	3835	2292	123	1823	469	15.84%
鞍钢集团	1377	1156	3576	3852	260	3232	619	16.08%
首钢集团	1065	941	2763	3855	286	3406	449	11.64%
山钢集团	736	612	2168	3395	312	2825	570	16.79%
华菱钢铁集团	722	613	2015	3581	194	3042	539	15.05%
马钢集团	665	568	1971	3374	208	2883	491	14.54%
马钢集团	471	388	1577	2989		2457	532	17.79%

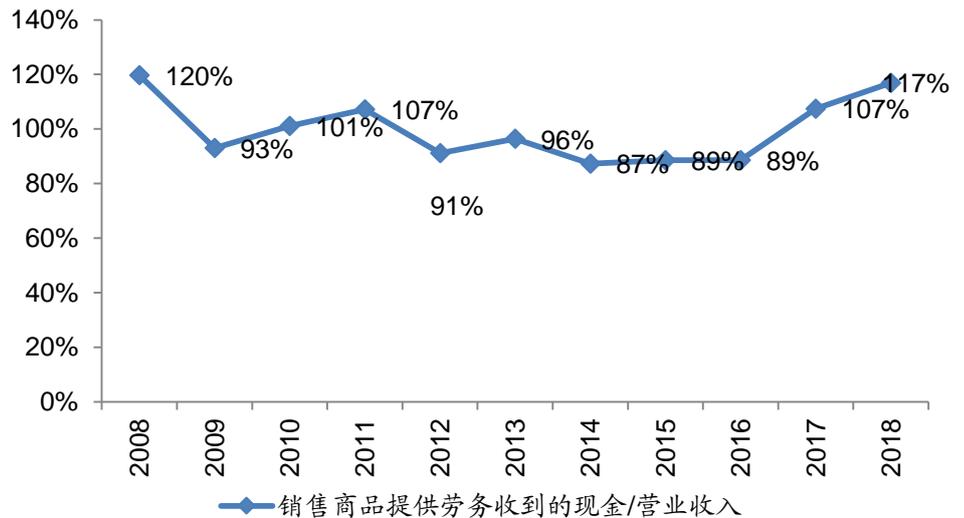
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: (1) 按照粗钢产量排名, 我国 2017 年前十大钢厂为宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团、山钢集团、北京建龙集团、华菱钢铁集团、马钢集团和本钢集团, 其中北京建龙集团数据缺失; (2) 钢铁业务按照各个集团披露的业务分项进行统计, 其统计科目一般为坯材、钢铁业务等, 其统计的实际范围或存异致测算数据不可比

2、获现能力：贯彻全额预收货款的无赊销原则、加大产业链收付款管理，经营活动获现能力持续增强

根据2018年9月《河钢集团有限公司2018年度第九期中期票据募集说明书》，为了更好的掌握市场节奏、调控地区钢材价格、调配产品供给、减少子公司之间因销售竞争而产生的不利影响，公司于2008年11月成立了直属销售总公司。在销售方式上主要采取全额预收货款的无赊销原则，有效保证公司的货款回收。销售总公司执行先交款，后订货的销售政策。

图 21：2008-2018年河钢集团销售商品提供劳务收到的现金与营业收入比重



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从经营活动现金流来观测，受益于河钢集团严控存货规模并加大对上、下游的收付款管理力度，河钢集团经营活动现金流保持在较好水平。

表 12：2008-2018年河钢集团经营活动现金流情况

	经营活动现金流入 (亿元)	经营活动现金流出 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)	经营活动净现金流/营 业收入
2008	2,006.64	1,926.07	80.57	4.82%
2009	1,654.55	1,665.53	-10.97	-0.63%
2010	2,303.24	2,221.01	82.23	3.65%
2011	2,735.47	2,494.33	241.14	9.68%
2012	2,319.94	2,239.02	80.92	3.28%
2013	2,504.12	2,389.93	114.19	4.57%
2014	2,529.10	2,374.99	154.11	5.53%
2015	2,608.77	2,477.48	131.29	4.69%
2016	2,632.81	2,413.74	219.06	7.59%

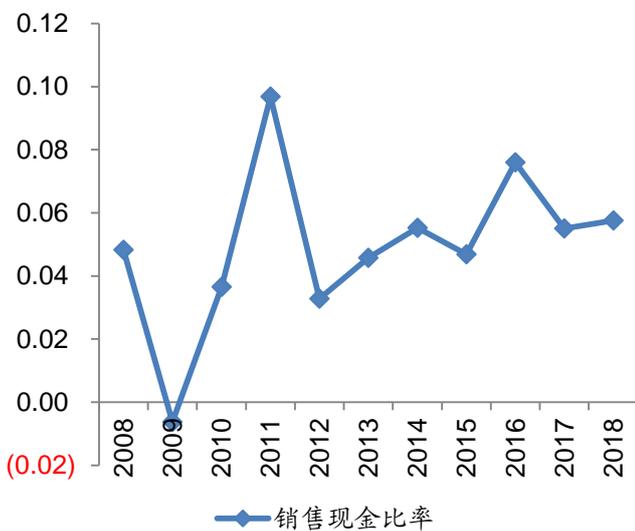
2017	3,355.42	3,187.48	167.94	5.50%
2018	2,929.40	2,786.95	142.45	5.76%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：2018年数据更新至2018年前三季度

从河钢集团的获现能力来看，河钢集团销售现金比率（经营现金净流量与主营业务收入的比值）震荡上升，2018年前三季度销售现金比率达0.06，较2012年年底增0.02；剔除2015年，河钢集团营业收入增速显著快于应收账款同比增速；河钢集团获现能力持续增强。

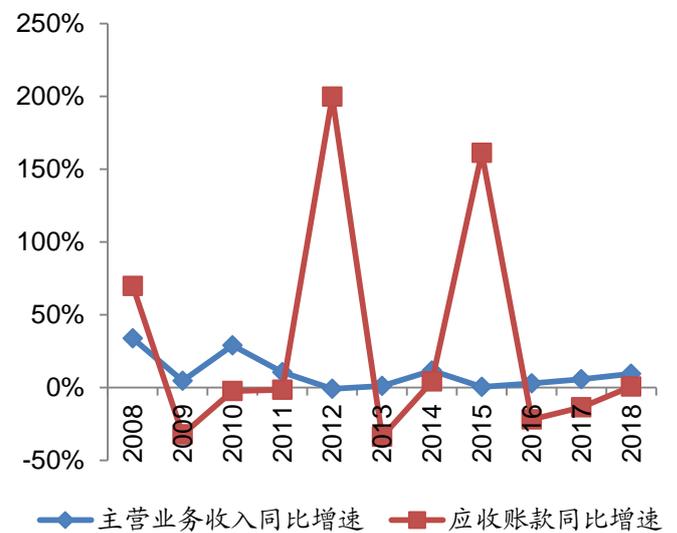
图 22：2013-2018年河钢集团销售现金比率震荡提升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：2018年数据仅更新至2018年前三季度

图 23：剔除2008、2012和2015年，河钢集团营业收入同比增速均快于应收账款同比增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：2018年数据仅更新至2018年前三季度

三、矿产品及其他：围绕钢铁主业延伸产业链，营收规模持续扩张、补充主业

自河钢集团组建以来，为发挥整合优势，先后成立采购、销售、国贸三大经营公司和矿业、国际物流、财务等专业公司，控股河北宣工，并购南非PMC、瑞士德高，大力发展财达证券。2015年，新组建的河钢能源、河钢化工、河钢新材三家非钢专业化公司。此外，公司还以延伸产业链、提升价值链为主线，发展矿产资源、钢铁贸易、资源综合利用、金融证券、钢材深加工、装备制造、工程技术和现代物流、医疗健身、社会服务业等十大产业。

表 13：2015-2017年河钢集团矿产品及其他业务营收构成及占比

板块	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比	金额 (亿元)	占比
钢铁贸易	613.46	63.59%	608.76	64.11%	527.84	59.97%
矿产品	125.66	13.03%	101.20	10.66%	108.55	12.33%
钢材深加工	65.86	6.83%	70.92	7.47%	67.43	7.66%
化工产品	28.27	2.93%	40.54	4.27%	45.07	5.12%
资源利用	31.92	3.31%	28.62	3.01%	31.25	3.55%
港口物流	30.40	3.15%	30.49	3.21%	30.14	3.42%
气体动力	24.47	2.54%	23.95	2.52%	17.10	1.94%
机械制造	15.31	1.59%	16.31	1.72%	22.53	2.56%
钒钛制品	10.88	1.13%	9.73	1.02%	10.29	1.17%
能源科技	18.44	1.91%	19.07	2.01%	20.04	2.28%
合计	964.65	100.00%	949.59	100.00%	880.23	100.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

河钢集团矿产品及其他板块主要包括钢铁贸易、矿产品、钢材深加工等钢铁延伸产业；作为钢铁主业的有力补充，随着公司不断深化内部整合，围绕钢铁主业延伸产业链适度多元发展。通过拆分河钢集团矿产品及其他业务营收结构可知，钢铁贸易及矿产品贡献了超过70%的营业收入。

表 14: 河钢集团矿产品及其他业务中钢铁贸易及矿产品业务构成

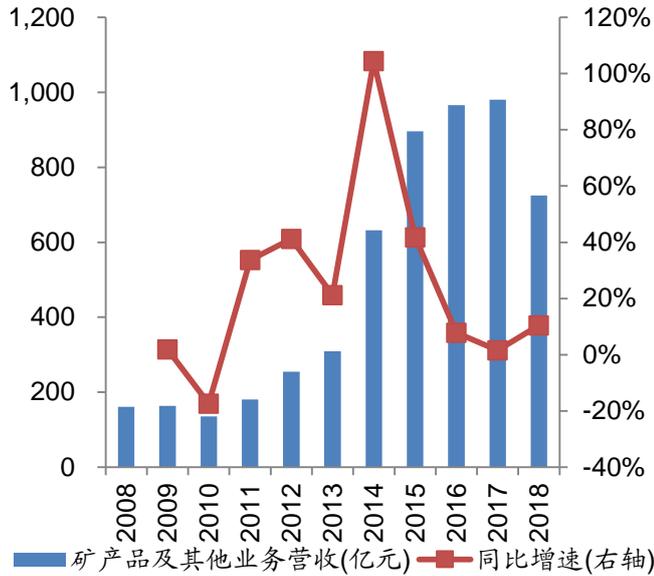
业务板块	公司名称	业务介绍
钢铁贸易	河钢云商	河钢集团借助“互联网+”的思维打造的网络交易与实体交易相结合的大型钢铁贸易平台。服务对象主要为钢铁供应链上下游企业，包括钢铁生产、贸易企业，大宗原燃材料供应商，大型物流企业，终端消费企业等。河钢云商的商品交易主要为在线成交，运营采用代理和自营两种模式。代理模式为河钢集团利用自身市场地位、价格优势和电子服务平台，代理其会员进行铁矿石、钢材等原料和产成品的购销；自营模式为河钢集团利用自有资金和电子服务平台，进行铁矿石、钢材等原料和产成品的购销，通过买进、卖出获取差价。针对上下游企业，公司采取不同的结算方式，对上游企业而言，采取预付款或者信用方式购入资源，对下游客户而言，为防范风险，必须先款后货，即全部货款到账后方可进行实物交割
	瑞士德高公司	瑞士德高公司是全球最大的钢铁材料营销服务商，具有覆盖全钢铁供应链的运营模式，旗下有工业生产单元、贸易公司、加工配送中心、分销中心四大核心业务板块，年销售钢材和原材料近 2000 万吨。河钢集团子公司唐钢集团于 2008 年开始与德高公司钢贸业务合作，随着合作的不断深入，唐钢集团于 2013 年收购德高公司 10% 的股权，后经德高增资扩股将该部分股权占比稀释至 8.39%。为了进一步与德高公司加强合作，拓宽海外销售网络，河钢集团于 2015 年 6 月出资 4.80 亿美元取得德高公司 43.01% 的股权，累计持股比例达到 51.40%，完成对德高公司的控股
矿产品		2012 年，河钢集团获得了加拿大阿尔德隆矿业 19.9% 股权和佳美铁矿 25% 股权；2013 年组成收购联合体联合收购南非矿企 PMC 矿业公司部分股权，2014 年 4 月完成对南非 PMC 矿业公司 100% 股权的全面要约收购。河钢集团自营矿山开采的铁矿石等矿产品以及 PMC 公司的铜矿石、铁矿石等矿石产品对集团外的销售收入

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

从整体规模来看，河钢集团矿产品及其他业务营收规模持续扩张。2017 年矿产品及其他业务营收已达 980.86 亿元，较 2008 年累计增 511%；2018 年前三季度，矿产品及其他业务营收已达 724.48 亿元，同比增 10%。

从其盈利能力来看，2011-2018 年矿产品及其他业务毛利率震荡调整，除开 2012、2014、2016 年外，公司矿产品及其他业务毛利率均高于期间费用率，为贡献正利润。

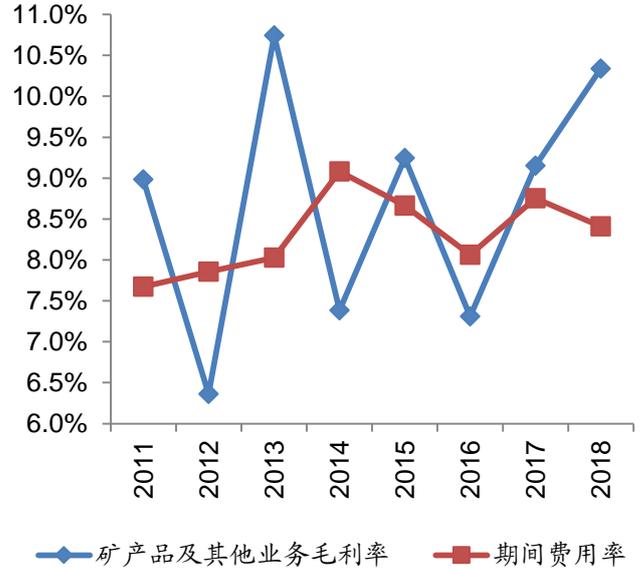
图 24: 2008-2018年河钢集团矿产品及其他业务营收规模持续扩张



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2018年数据仅更新至2018年前三季度

图 25: 除开2012、2014、2016年外, 公司矿产品及其他业务毛利率均高于期间费用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

未来, 河钢集团将依托集团产业链规模优势, 做大做强国际贸易、资源综合利用、钢材深加工产业, 拓展物流、工程技术和装备制造板块, 到2020年底, 非钢产业年销售收入将超过1000亿元, 收入贡献率达到20%; 利润总额达到35亿元, 利润贡献率达到35%, 实现非钢反哺钢铁主业, 成为集团经营利润的主要来源(2017年矿产品及其他业务营收达980.86亿元, 收入贡献率达32.15%; 毛利总额为89.78亿元, 毛利贡献率为27.79%)。

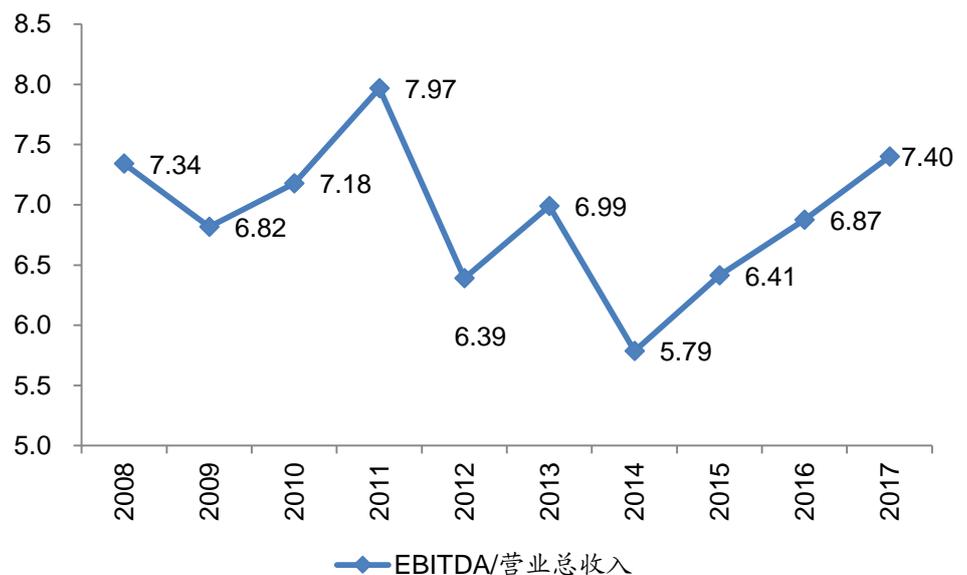
四、财务分析：区位、资源叠加优结构、降本夯实盈利， 财务结构较稳健，注意资本开支、资产减值与债务压力

（一）盈利能力：规模优势突出、盈利水平稳步提升，但与其他龙头钢企相比仍存差距

1、纵向分析：期间费用率保持稳定，坯材业务创利能力持续增强

考虑到钢铁行业属于重资产行业，企业固定资产的折旧额占营业收入比重较大，因此选取息税折旧摊销前利润（EBITDA）与营业总收入的比值这一指标作为企业利润率。2008-2011年河钢集团盈利能力震荡抬升，2011-2014年盈利能力下行，2014-2017年河钢集团盈利能力稳定提升，2017年息税折旧摊销前利润（EBITDA）与营业总收入的比值达7.40%，较2014年提升1.61个百分点，但与2008-2017年区间峰值2011年7.97%相比仍存差距。

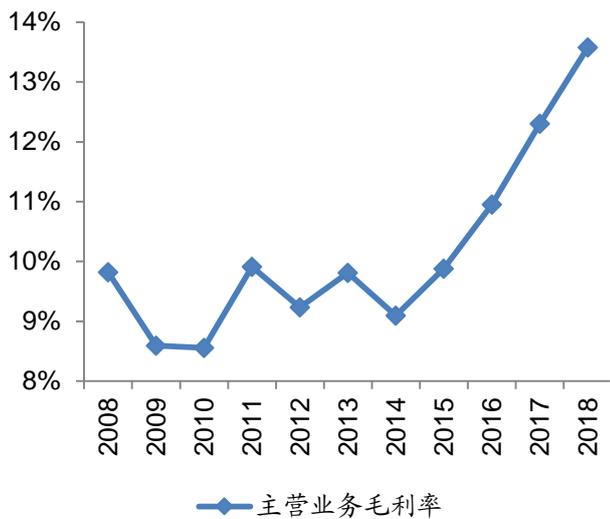
图 26：2014-2017年河钢集团盈利能力稳步提升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

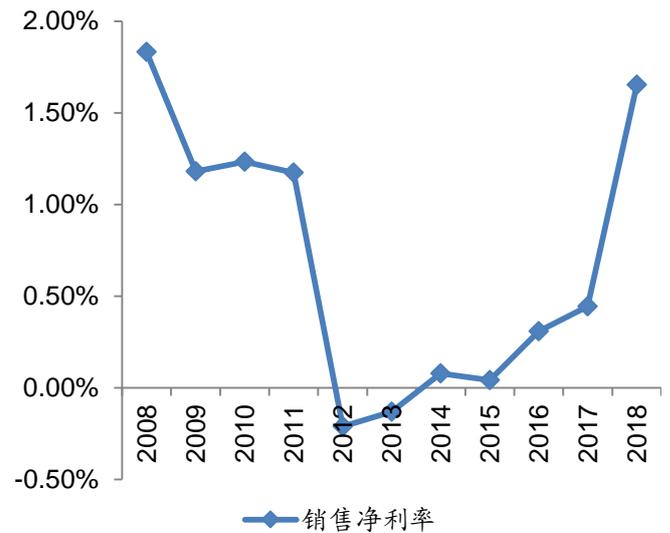
囿于数据可得性，我们对具体业务盈利能力的拆解将通过毛利率、期间费用率来展开。2008-2014年，河钢集团主营业务毛利率维持在8-10%之间、整体较为稳定；**2014-2018年，河钢集团主营业务毛利率单边上行，2014年主营业务毛利率仅为9.09%，2018年前三季度已达13.58%，期间累计抬升4.48个百分点。**通过对河钢集团各项业务毛利率拆解可知：（1）**坯材业务**：毛利率持续抬升，为河钢集团盈利能力最强的业务，2018年前三季度坯材业务毛利率为15.39%，期间累计抬升5.52个百分点；（2）**矿产品及其他业务**：毛利率波动较大，2018年前三季度矿产品及其他业务毛利率为10.34%，期间累计抬升2.95个百分点。

图 27: 2008-2018年河钢集团主营业务毛利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心
备注: 2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

图 28: 2008-2018年河钢集团销售净利率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心
备注: 2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度

河钢集团期间费用率稳中有升, 2008-2010年基本维持在7%以下, 2011-2012年在7-8%之间波动, 2013-2018年前三季度在8-9%之间波动; 2018年前三季度, 河钢集团期间费用率为8.41%, 较2008年累计抬升1.48个百分点; 期间费用率增幅显著弱于综合业务毛利率增幅。

表 15: 2013-2018年河钢集团业务毛利率及期间费用率拆解

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018	2018 年该指标分位数
坯材毛利率	9.61%	9.87%	10.41%	14.05%	14.30%	15.39%	100.00%
矿产品及其他毛利率	10.74%	7.38%	9.24%	7.31%	9.15%	10.34%	60.00%
其他业务毛利率	2.74%	7.73%	2.34%	1.97%	2.38%	2.06%	20.00%
综合毛利率	7.70%	8.72%	7.62%	8.50%	10.59%	11.47%	100.00%
期间费用率	8.03%	9.08%	8.67%	8.06%	8.75%	8.41%	70.00%
销售净利率	-0.13%	0.08%	0.04%	0.31%	0.44%	1.65%	90.00%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

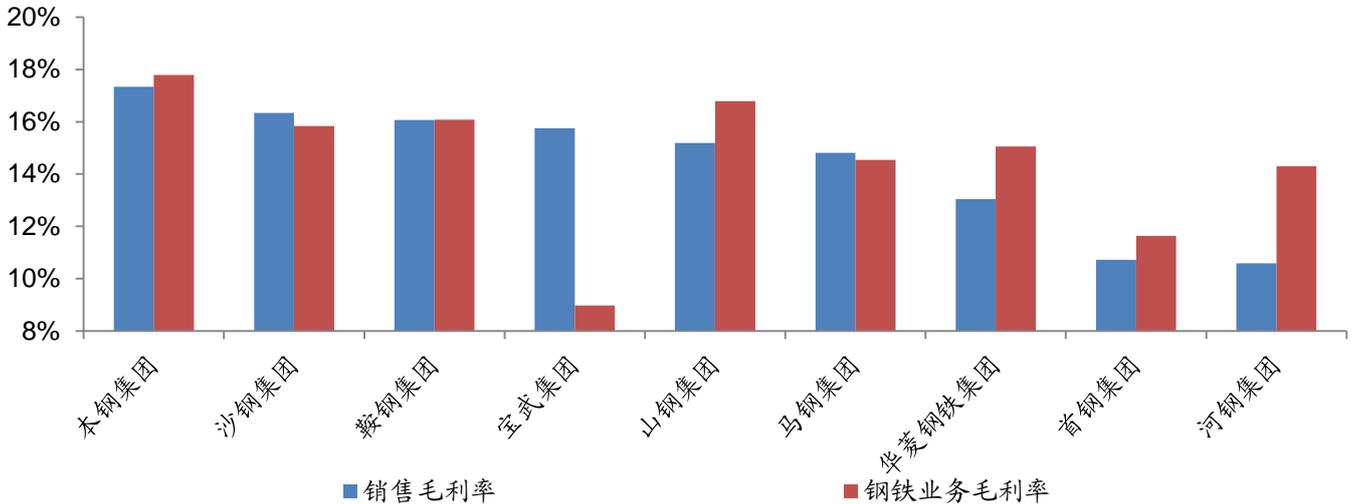
备注: 2018 年数据仅更新至 2018 年前三季度; 其中 2018 年该指标分位数为 2018 年该指标处于 2008-2018 年数据中所处的分位数, 100%为最大值、0%为最小值

2008-2018年前三季度主营业务毛利率均高于期间费用率。通过对比各项业务毛利率与期间费用率可知, 2008-2018年坯材业务始终贡献正利润; 矿产品及其他业务大部分时段贡献正利润(2012、2014、2016年贡献负利润, 矿产品及其他业务与毛利率低于期间费用率); 其他业务2008-2018年持续贡献负利润。

2、横向分析：河钢集团创利能力低于前十大钢厂中位数，期间费用控制高于中位数

我们通过横向对比粗钢产量前十的钢厂的综合毛利率与钢铁业务毛利率可知，河钢集团综合毛利率（销售毛利率）为10.59%，处于前十大钢厂毛利率末位；钢铁业务毛利率14.30%，处于前十大钢厂钢铁业务毛利率25.00%分位。

图 29：2017年前十大钢厂销售毛利率与钢铁业务毛利率对比

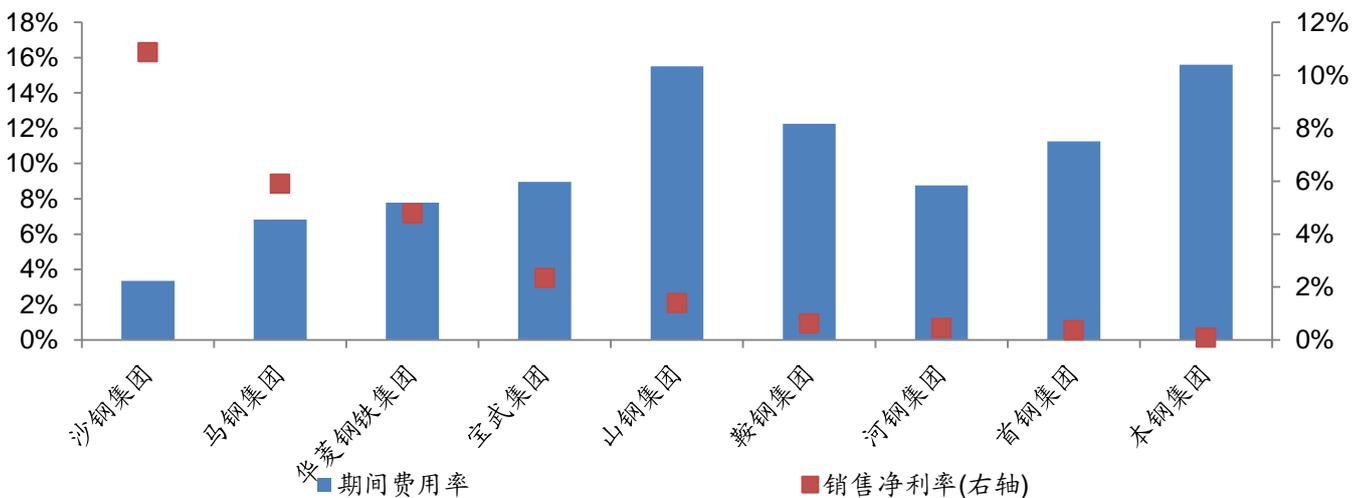


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：按照粗钢产量排名，我国 2017 年前十大钢厂为宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团、山钢集团、北京建龙集团、华菱钢铁集团、马钢集团和本钢集团，其中北京建龙集团数据缺失

从期间费用率来观测，2017年河钢集团期间费用率8.75%，处前十大钢厂37.50%分位，优于前十大钢厂中位数水平。综合毛利率和期间费用可知，2017年河钢集团销售净利率为0.44%，处于前十大钢厂25.00%分位，弱于前十大钢厂中位数水平。

图 30：2017年前十大钢厂期间费用率与销售净利率对比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

备注：按照粗钢产量排名，我国 2017 年前十大钢厂为宝武集团、河钢集团、沙钢集团、鞍钢集团、首钢集团、山钢集团、北京建龙集团、华菱钢铁集团、马钢集团和本钢集团，其中北京建龙集团数据缺失

综合可知，河钢集团为国内第二大钢铁集团，产能规模仅次于宝武集团；营业收入稳定增长、盈利能力持续抬升。考虑到河钢集团正在加快建立完善市场化体制、机制和经营模式，以资金管理为中心，以产线对标为主线，全面优化成本结构和品种结构；加快资源整合，多角度挖潜增效，公司成本控制能力和产品盈利能力将大力增强。公司发展依托钢铁主业的非钢业务以实现做强钢铁主业、服务全产业链，盈利能力将进一步提升。

（二）运营能力：流动资产周转能力显著强于行业均值，固定资产变现能力需提升

河钢集团流动资产周转能力持续增强。河钢集团存货周转率、流动资产周转率震荡上行，2008年河钢集团存货周转率、流动资产周转率分别达6.20、2.25，截至2017年两者数值分别达9.36和3.02%，且两者均达2008-2017年区间峰值。受累2015年河钢集团控股德高公司（全球最大独立钢贸商），河钢集团合并口径应收账款规模大幅增长，造成应收账款周转率下降较多；2017年河钢集团加强应收账款管理，应收账款周转率由43.04提升至55.64%。

河钢集团固定资产周转能力、总资产周转能力逐步减弱。2017年河钢集团固定资产周转率、总资产周转率分别达1.89和0.83，其中2017年固定资产周转率为2008-2017年区间最小值、2017年总资产处于2008-2017年区间44.40%分位。

表 16：2008-2017年资产周转率历史变化（单位：次）

	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率	流动资产周转率	非流动资产周转率	总资产周转率
2008	6.20	98.47	3.07	2.25	1.76	0.99
2009	5.55	97.61	2.55	2.05	1.39	0.83
2010	6.20	157.76	2.57	2.39	1.38	0.87
2011	6.17	177.95	2.50	2.26	1.33	0.84
2012	6.15	88.92	2.39	2.19	1.22	0.78
2013	6.74	72.11	2.23	2.43	1.15	0.78
2014	8.28	98.79	2.25	2.87	1.23	0.86
2015	8.74	53.85	2.14	2.89	1.19	0.85
2016	9.04	43.04	1.99	2.90	1.14	0.82
2017	9.36	55.64	1.89	3.02	1.15	0.83
2017年该指标分位数	100.00%	22.20%	0.00%	100.00%	22.20%	44.40%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

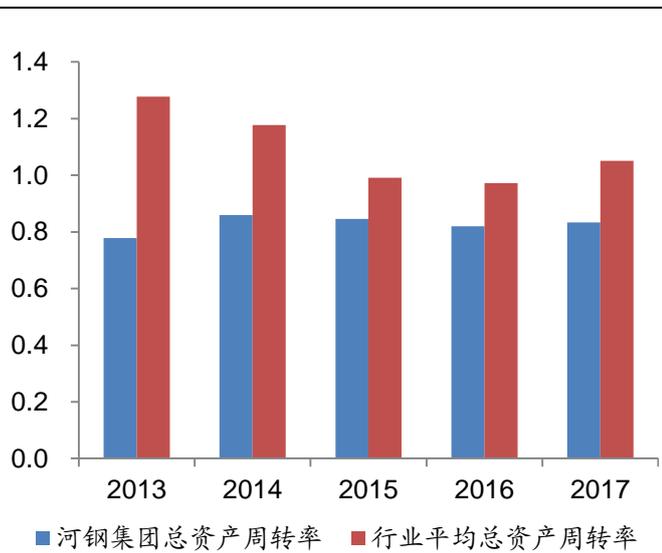
备注：其中2017年该指标分位数为2017年该指标处于2008-2017年数据中所处的分位数，100%为最大值、0%为最小值

与行业均值来进行比较。(1) **总资产周转率**: 2015-2017年, 河钢集团总资产周转率分别为0.85、0.82和0.83, 同期行业均值分别为0.99、0.97和1.05; 河钢集团总资产管理质量和利用效率弱于行业均值。(2) **应收账款周转率**: 2015-2017年, 河钢集团应收账款周转率分别为53.85、43.04和55.63, 同期行业均值分别仅为20.26、19.18和21.06; 整体来看, 公司营收账款周转率处于行业较高水平。(3) **存货周转率**: 2015-2017年, 河钢集团存货周转率分别为8.74、9.04和9.36, 同期行业均值仅为8.24、8.29和8.43; 公司生产经营情况保持平稳, 存货周转水平相对稳定, 且优于行业均值。

需要提前注意的是: 本文中行业平均资产周转率指标, 我们利用黑色金属冶炼及压延加工业分类下的财务指标进行计算。

综上所述, 公司的总资产周转率弱于行业均值, 但流动资产周转率显著优于行业均值, 公司固定资产的变现能力需进一步提升。

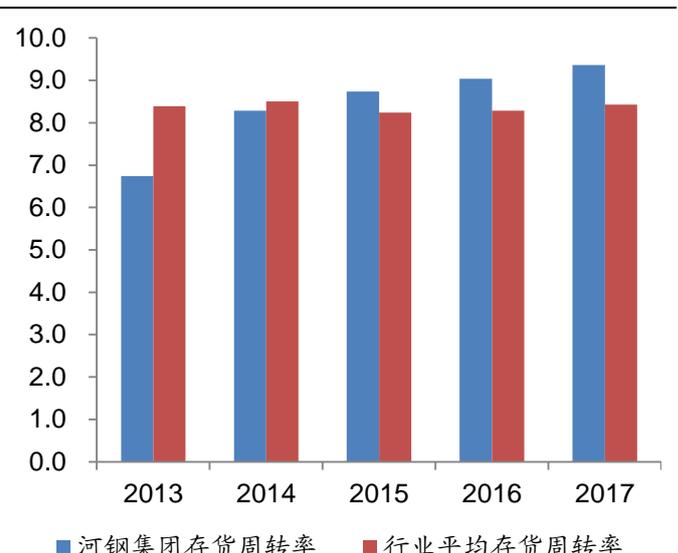
图 31: 河钢集团总资产周转率低于行业均值 (单位: 次)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2008-2011年国家统计局尚未发布年度黑色金属冶炼及压延加工业营业收入、总资产

图 32: 2015年始河钢集团存货周转率优于行业均值 (单位: 次)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

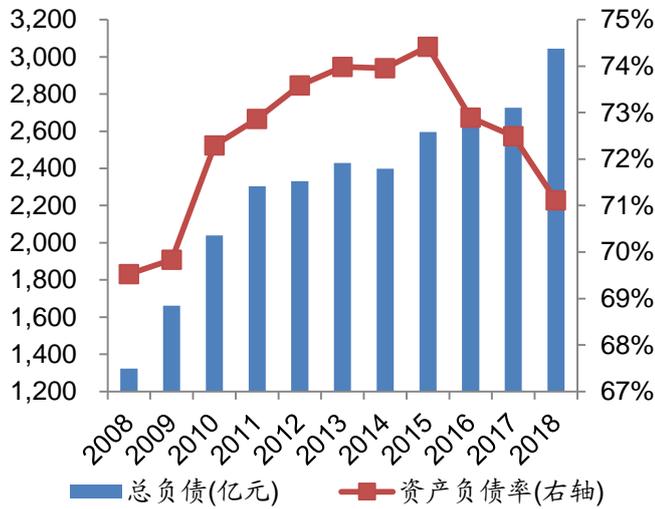
备注: 2008-2012年国家统计局尚未发布年度黑色金属冶炼及压延加工业营业收入、存货

(三) 偿债能力: 财务结构比较稳健、债务期限结构持续优化, 长、短期偿债能力较强

总负债规模及结构。为满足产能扩张(2008-2014年)、营运资金、产业技术升级与项目建设资金需要, 河钢集团债务规模持续扩张; 截至2018年三季度, 河钢集团总负债达3043.66亿元, 较2008年年底累计增长130.13%。河钢集团资产负债率由2013年的69.53%持续攀升至2015年的74.42%; 但受益行业及河钢集团盈利持续改善, 河钢集团资产负债率由2015年的74.42%持续下滑至2018年前三季度的71.12%。

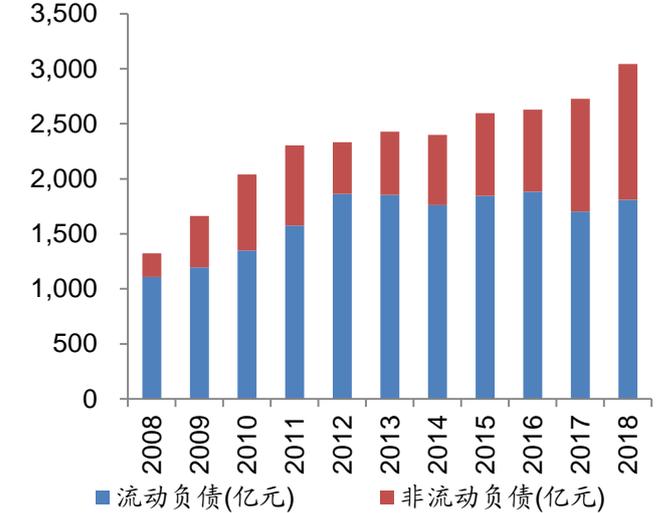
从期限结构来观察，河钢集团债务结构长期化，流动负债累计增长63.51%至1810.84亿元，流动负债的占比由83.74%下行至59.50%；非流动负债累计增473.10%至1232.82亿元，非流动负债的占比由16.26%上行至40.50%。

图 33: 2008-2018年河钢集团总负债规模扩张，2016-2018年资产负债率持续下行



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心
备注：2018年数据仅更新至2018年前三季度

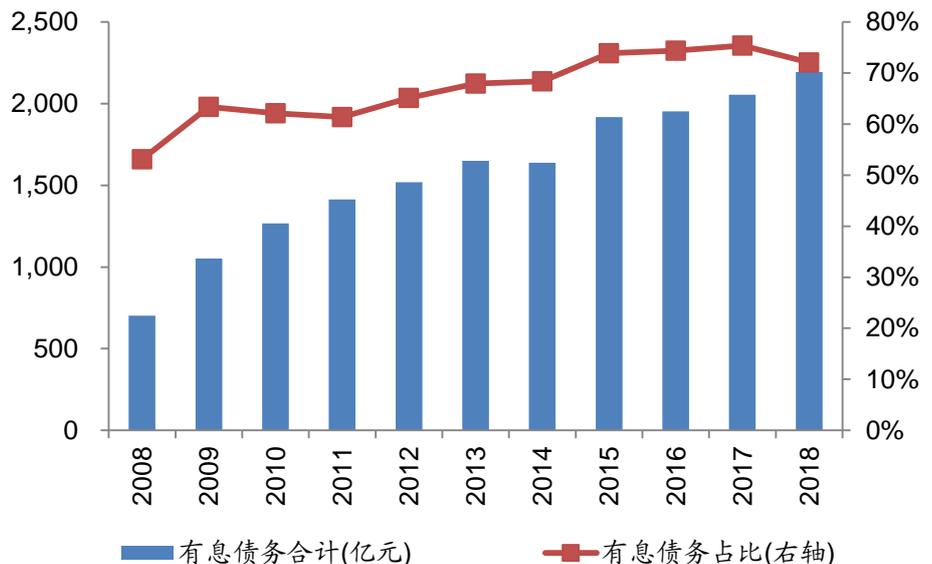
图 34: 2008-2018年河钢集团负债结构拆解



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心
备注：2018年数据仅更新至2018年前三季度

从是否付息来观察，2008-2018年，河钢集团有息债务规模及其占负债的比重震荡攀升。2008年，河钢集团有息债务仅为702.09亿元，有息债务占总负债的比重仅为53.09%；2018年前三季度，河钢集团有息债务已达2192.79亿元，有息债务占总负债的比重已达72.09%。有息债务规模2008-2018年期间累计增长212.32%、有息债务占总负债的比重累计抬升18.96个百分点。

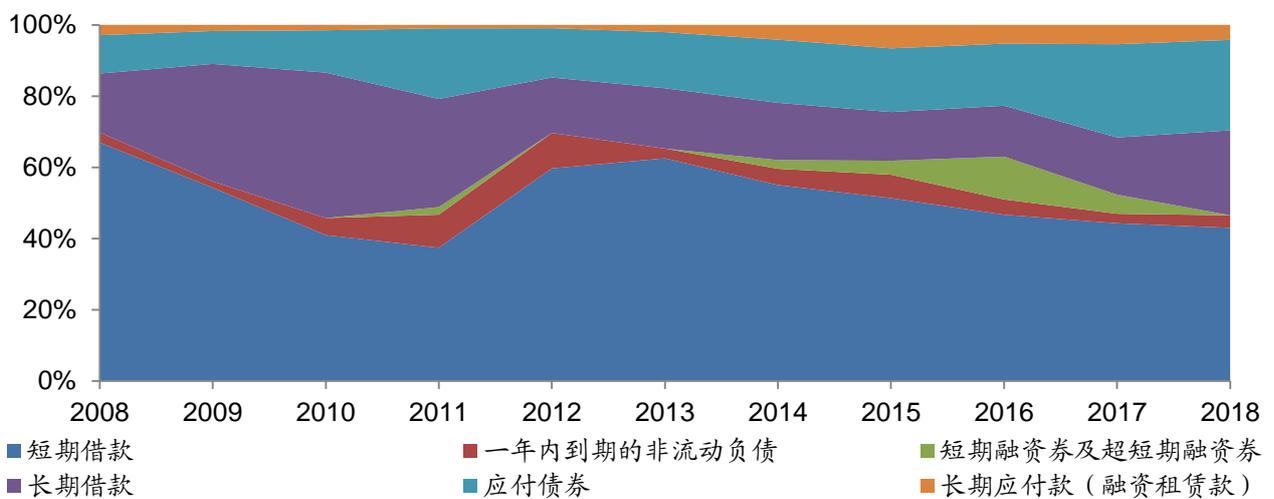
图 35: 2008-2018年河钢集团有息债务规模和占比震荡抬升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心
备注：2018年数据仅更新至2018年前三季度

有息债务规模及结构。河钢集团的有息债务构成主要有短期借款、一年内到期的非流动负债、短期融资券及超短期融资券、长期借款、应付债券和长期应付款（融资租赁款）；其中短期有息负债以短期借款为主、长期有息负债以长期借款和应付债券为主。从趋势上来观测，2008-2010年，河钢集团短期有息债务占比由69.80%持续下行至45.76%、长期有息债务占比由30.20%持续上行至54.24%；2011-2012年趋势逆转，2013年短期和长期有息债务占比分别达69.66%和30.34%；2013年至今，短期有息债务占比震荡下行、长期有息债务占比震荡上行，截至2018年三季度，河钢集团短期有息债务达1020.57亿元、占比降至46.54%，长期有息债务达1172.22亿元、占比升至53.46%。河钢集团有息债务结构长期化、逐步优化。

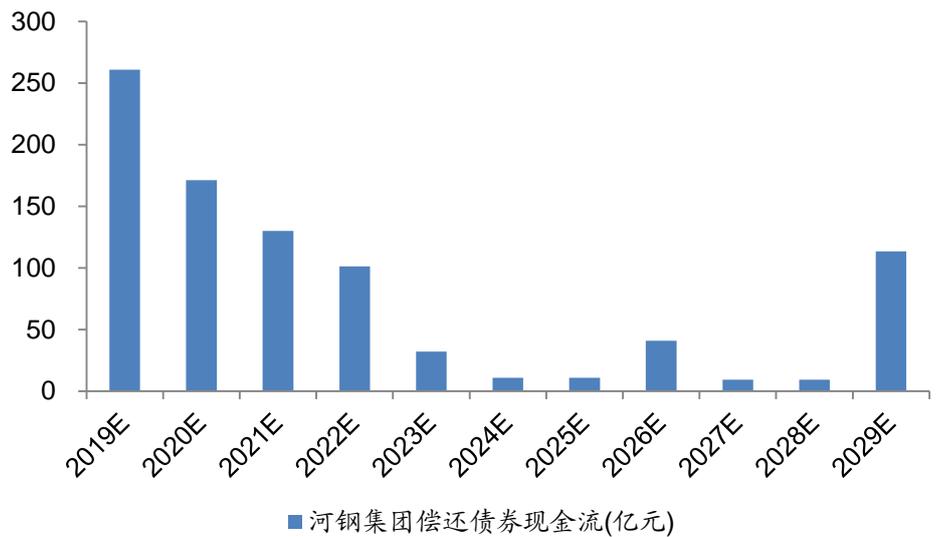
图 36: 2008-2018年河钢集团有息债务拆解



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心
备注：2018年数据仅更新至2018年前三季度

具体到债券，截至2019年1月10日，河钢集团债券余额共计719.20亿元，其中1年内到期余额为225.00亿元、1-3年到期余额为363亿元，3-5年到期余额为101.20亿元，7-10年到期余额为30.00亿元。假设河钢集团维持存量债券，2019-2021年河钢集团需偿还债券260.80亿元、171.13亿元和130.17亿元。

图 37: 河钢集团偿还债券现金流预测

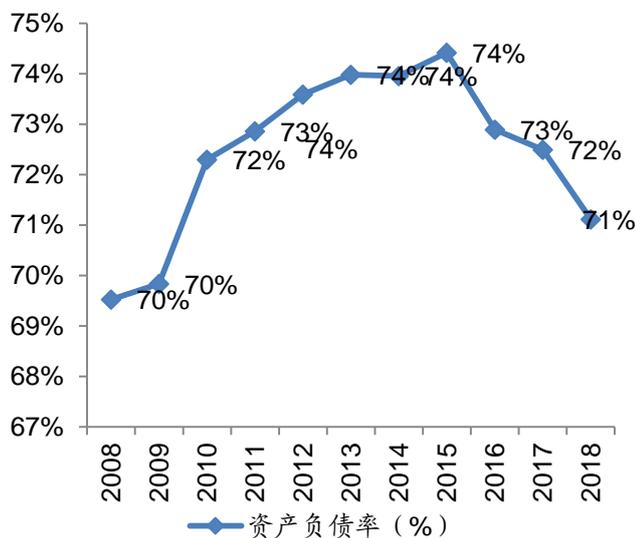


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

接着我们将从短期和偿债指标对河钢集团偿债能力进行分析:

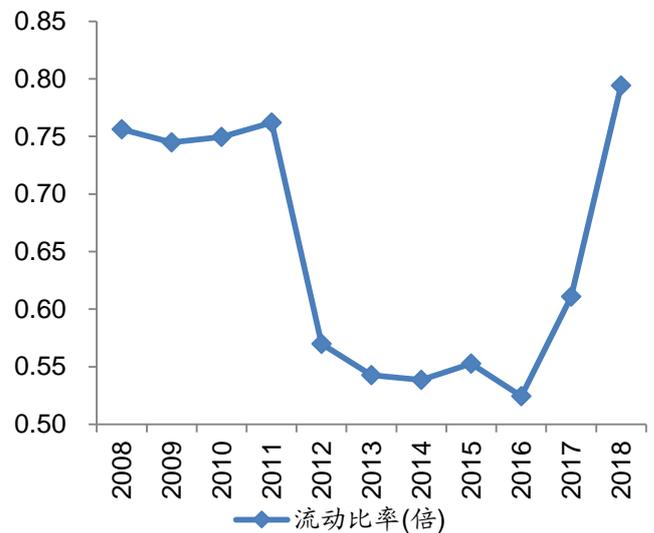
短期偿债指标。2015-2018年前三季度, 河钢集团流动比率分别为0.55、0.52、0.61和0.76, 速动比率分别为0.39、0.37、0.44和0.61。河钢集团流动比率和速动比率震荡走高, 短期偿债能力逐步提升。横向来看, 依据可得最新数据(2018年中报)河钢集团流动比率在前十大钢厂中排名第五, 短期偿债能力尚可。

图 38: 2016-2018年河钢集团资产负债率持续下行



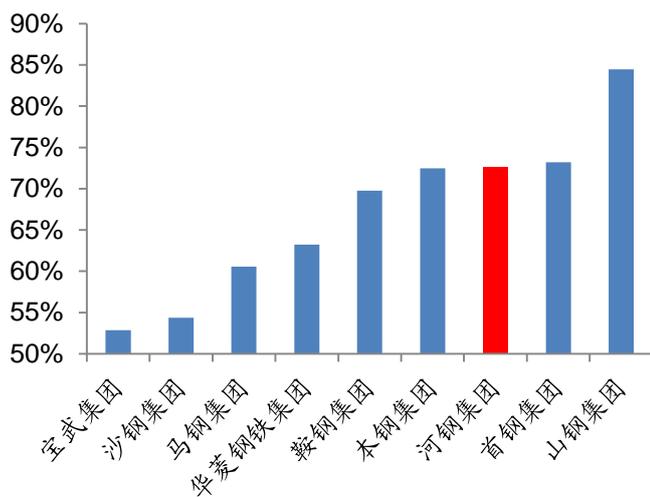
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心
备注: 2018年数据更新至2018年前三季度

图 39: 2017-2018年河钢集团流动比率持续攀升



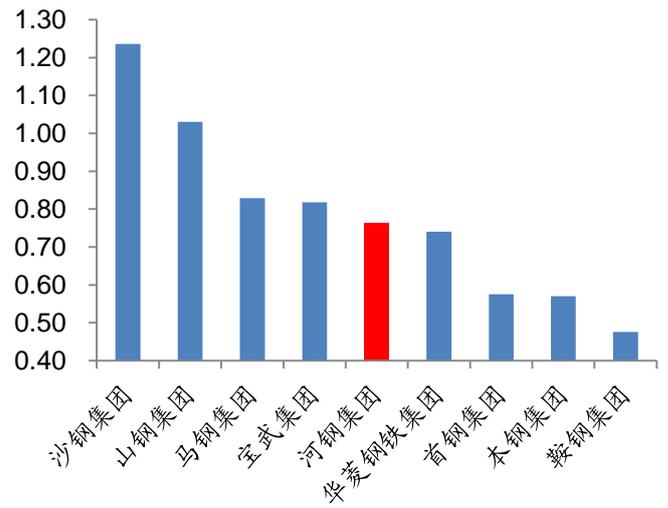
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心
备注: 2018年数据更新至2018年前三季度

图 40: 2018H1前十大钢厂资产负债率图示



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 41: 2018H1前十大钢厂流动比率图示



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

长期偿债指标。2015-2018年前三季度, 河钢集团资产负债率分别为74.42%、72.89%、72.49%和71.12%, 资产负债率持续下降; 已获利息倍数(EBIT/利息费用)分别为1.14、1.23、1.33和1.79, 已获利息倍数持续增加, 河钢集团可以通过经营性活动对利息进行偿还、且覆盖利息的能力持续增强。横向来看, 依据可得最新数据(2018年中报)河钢集团资产负债率在前十大钢厂中排名第七。总体来看, 河钢集团长期偿债能力良好。

表 17: 2015-2018年河钢集团长、短期偿债能力测度

	2015A	2016A	2017A	2018年	2018年该指标分位数
流动比率(倍)	0.55	0.52	0.61	0.79	100%
速动比率(倍)	0.39	0.37	0.44	0.61	100%
已获利息倍数(EBIT/利息费用)	1.14	1.23	1.33	1.79	60%
资产负债率(%)	74.42%	72.89%	72.49%	71.12%	20%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

备注: 2018年数据仅更新至2018年前三季度; 其中2018年该指标分位数为2018年该指标处于2008-2018年数据中所处的分位数, 100%为最大值、0%为最小值

我们通过河钢集团2008-2018年历史偿债指标来观测, 2018年前三季度, 河钢集团流动比率、速动比率短期偿债指标处于2008-2018年100%分位, 即短期偿债能力处于2008-2018年最强状态; 已获利息倍数和资产负债率长期偿债指标处于2008-2018年60%分位、20%分位, 即长期偿债能力优于2008-2018年中位数水平。结合与行业前十大钢厂的横向对比, 河钢集团流动比率、资产负债率在前十大钢厂中分别排名第五、排名第七。综合来看, 河钢集团财务结构比较稳健, 偿债能力较强,

具备较强的抗风险能力。

（四）现金流：经营活动获现能力持续增强，在建工程较大、资本开支压力较大

经营活动产生的现金流量。我们曾在前述章节中就河钢集团经营活动现金流展开过分析，受益河钢集团主要采取全额预收贷款的无赊销原则、严控存货规模，河钢集团经营活动现金流保持在较好水平。具体而言，2015-2018年前三季度，河钢集团经营活动产生的现金流量净额分别为131.29亿元、219.06亿元、167.94亿元和142.45亿元，经营活动现金获取能力较强。

投资活动产生的现金流量。河钢集团投资活动主要投向于节能环保及综合环境治理、技术改造、资源获取、装备升级及淘汰落后产能等方面，2015-2018年前三季度，河钢集团投资活动产生的现金流量净额分别为-93.45亿元、-168.26亿元、-157.08亿元和-85.52亿元，但自2017年以来，随着在建工程项目投产运营，投资活动现金净流出规模逐步缩小。

表 18：2015-2018年河钢集团经营、投资和筹资活动现金流量拆解（单位：亿元）

	2015A	2016A	2017A	2018Q1-Q3
经营活动产生的现金流量净额	131.29	219.06	167.94	142.45
经营活动现金流入小计	2608.77	2632.81	3355.42	2929.40
经营活动现金流出小计	2477.48	2413.74	3187.48	2786.95
投资活动产生的现金流量净额	-93.45	-168.26	-157.08	-85.52
投资活动现金流入小计	140.44	22.57	13.00	25.63
投资活动现金流出小计	233.89	190.83	170.08	111.14
筹资活动产生的现金流量净额	-24.51	-80.38	-15.63	255.23
筹资活动现金流入小计	1403.67	2414.53	2611.08	2389.37
其中：吸收投资	12.23		46.55	
借款	1,257.62	2,314.32	2,477.13	2,359.53
筹资活动现金流出小计	1428.18	2494.91	2626.71	2134.13
其中：偿还债务	1,210.29	2,284.35	2,442.74	2,006.89
现金及现金等价物净增加额	17.28	-28.97	-1.08	312.60

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

但考虑到河钢集团目前已披露产能置换、环保改造等方案，预计未来资金支出

压力仍较大。2017年以来，河钢集团已公布《河钢股份有限公司唐山分公司炼铁北区1#高炉易地改造项目产能置换方案》、《河钢集团石家庄钢铁有限责任公司环保搬迁产品升级项目产能置换方案》以及《河钢集团有限公司河钢产业升级及宣钢产能转移项目产能置换方案》，均已在河北省办公厅网站披露，符合国家钢铁行业减量置换要求，截至目前上述方案尚在前期工作阶段。根据公司公告，上述三个项目总投资达550亿元，其中2018、2019和2020年分别需要投资276、130和94亿元。

表 19：河钢集团2018-2020年主要在建项目资本开支计划（单位：亿元）

	项目名称	项目概况	总投资	截至2017年末已投资	2018年1-9月已投资	2018年投资计划	2019年投资计划	2020年投资计划
1	石钢公司环保搬迁产品升级改造项目	建设2座133吨电炉及精炼和连铸设施；建设小型棒材连轧线、中型棒材连轧线各1条，搬迁改造大型棒材半连轧线1条，并配套建设精整及热处理等设施，以及征地拆迁等公辅设施	114.11	16.58	0.03	50	30	5.42
2	河钢产业升级及宣钢产能转移项目	建设3座2922立方米高炉，2座200吨、3座100吨转炉，1条2050毫米热轧生产线及配套冷轧深加工产线，4条线材生产线，2条棒材生产线等设施	423.73	8.9	33.8	226.46	100	88.37
3	河钢股份有限公司唐山分公司炼铁北区1#高炉易地改造项目	建设1座1580立方米高炉，一台240平方米烧结机及配套的公用辅助设施	11.76					
	合计		549.60	25.48	33.83	276.46	130	93.79

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

筹资活动产生的现金流量。2015-2017年，河钢集团筹资活动现金流保持净流出的状态。2015年受钢铁行业不景气影响，河钢集团降低债务融资规模，使筹资现金流入减少；2016年河钢集团到期债务规模较大，使得筹资活动现金净流出增加，同时节能环保及综合环境治理、技术改造等项目投入加大，融资规模也相应增加；2017年河钢集团资金需求继续加大，导致筹资活动现金流入增加，使得筹资活动现金净流出减少。2018年前三季度，河钢集团为优化融资结构、满足资本支出规划，加大了永续债及长期债务的融资规模，实现筹资活动净现金流入255.23亿元。

综上，受益于2016年以来的供给侧结构性改革，河钢集团经营活动现金净流入震荡增加；受累环保和产能置换、升级项目，预计未来三年河钢集团投资活动现金流仍将保持较大规模的净流出状态。长期而言，随着在建工程逐步投产释放业绩、

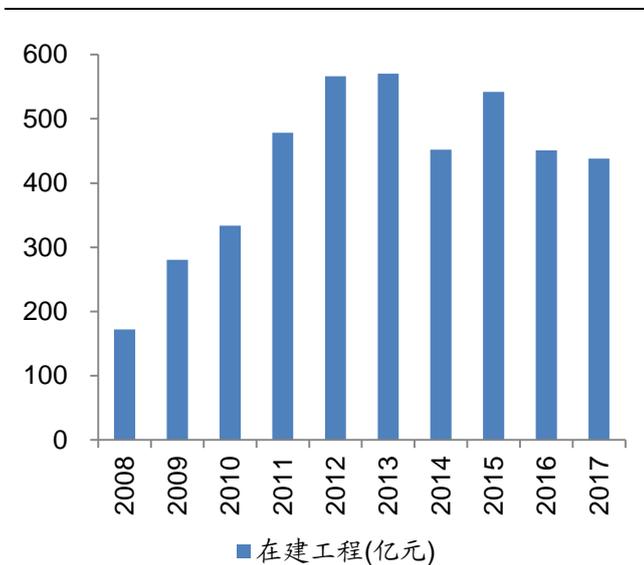
成本结构和品种结构全面优化、多角度挖潜增效，河钢集团钢铁主业的创利与获现能力将进一步增强，叠加非钢业务快速发展、反哺钢铁行业，公司的现金获取能力将持续增强。

（五）需注意的财务风险点：资本开支、资产减值损失或仍将保持较大规模，在建工程逐步转固增加折旧侵蚀利润

如上所述，2017年以来，河钢集团已公布《河钢股份有限公司唐山分公司炼铁北区1#高炉易地改造项目产能置换方案》、《河钢集团石家庄钢铁有限责任公司环保搬迁产品升级项目产能置换方案》以及《河钢集团有限公司河钢产业升级及宣钢产能转移项目产能置换方案》，均已在河北省办公厅网站披露，符合国家钢铁行业减量置换要求，截至目前上述方案尚在前期工作阶段。根据公司公告，上述三个项目总投资达550亿元，其中2018、2019和2020年分别需要投资276、130和94亿元。

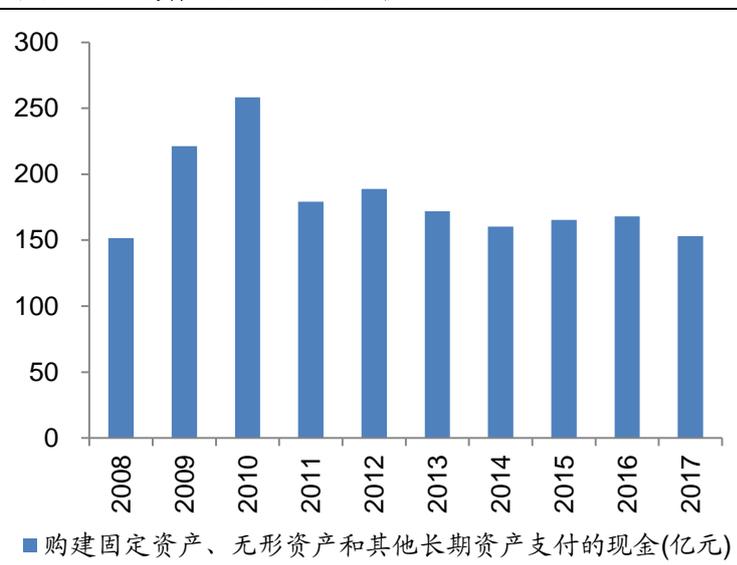
通过观测2008-2017年河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模、在建工程规模可知：2011-2017年河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模基本保持稳定，年均支出170亿元；2008-2013年河钢集团在建工程规模单边上行，由2008年的171.93亿元增至2013年的570.50亿元，2014年锐减至452.04亿元、2015年增至542亿元，2016-2017年工程规模持续压缩，2016-2017年分别为451.00亿元和438.15亿元。

图 42：2008-2017年河钢集团在建工程规模



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

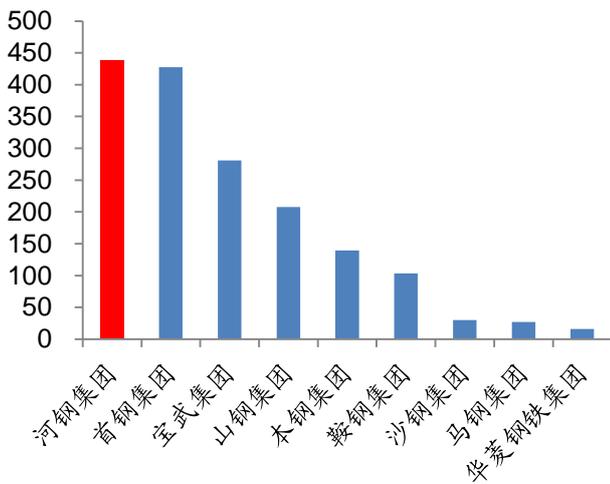
图 43：2008-2017年河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

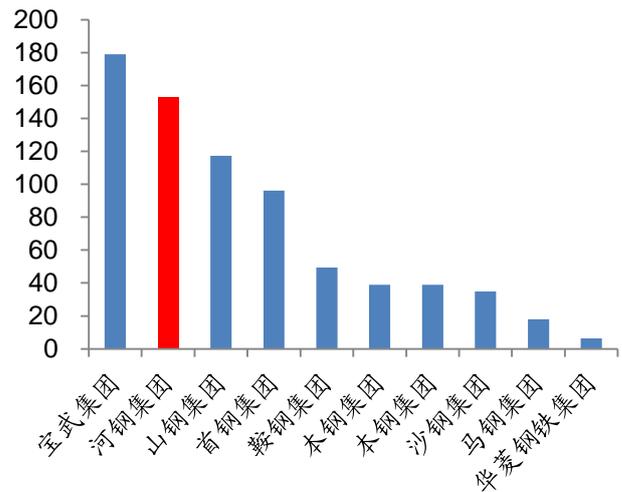
从横向对比来看，以2017年为例，河钢集团在建工程规模438.25亿元高居十大钢厂榜首，河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模152.93亿元仅次于宝武集团。

图 44: 2008-2017年河钢集团在建工程规模 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 45: 2008-2017年河钢集团购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模 (单位: 亿元)



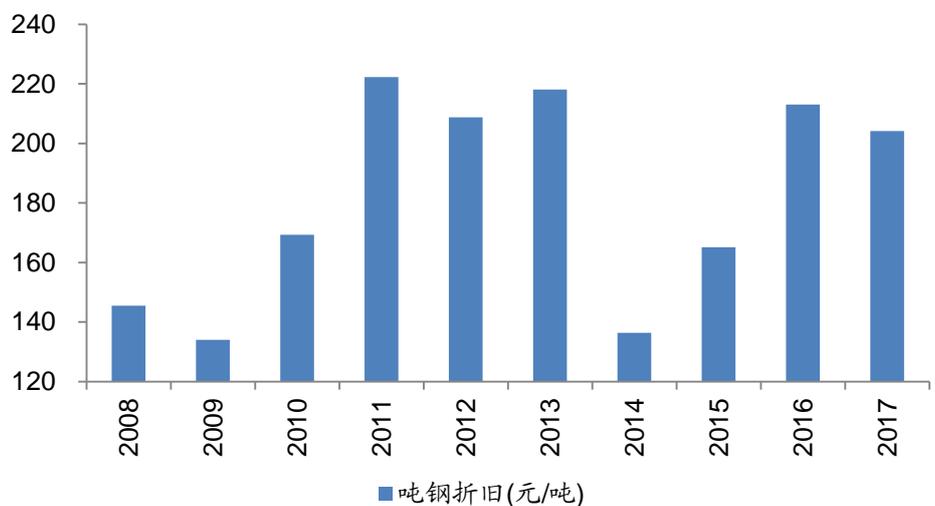
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

由上可知, 我们可大致推测得到河钢集团可能存在的潜在风险点:

(1) 河钢集团在建项目较大、资本开支较多, 投资活动现金流将保持净流出状态: 2015-2018年前三季度, 河钢集团投资活动产生的现金流量净额分别为-93.45亿元、-168.26亿元、-157.08亿元和-85.52亿元。未来, 河钢集团钢铁主业方面主要以结构调整、技改升级、节能环保、矿产资源、海外发展等项目投资为主; 随着未来发展规划的实施, 河钢集团未来在产业升级、节能环保、资源开发、物流建设等领域的投资将会加大。就可得资料, 河钢石钢、河钢宣钢等产能搬迁或升级等项目在2018、2019和2020年分别需要投资276、130和94亿元。

(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模保持较为稳定状态, 但在建工程规模居高不下, 后续在建工程转固压力较大, 吨钢折旧或逐步抬升。根据河钢集团公告, 机器设备按照17-22年进行折旧、年折旧率4.32-5.59%。

图46: 2008-2017年河钢集团吨钢折旧变化



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

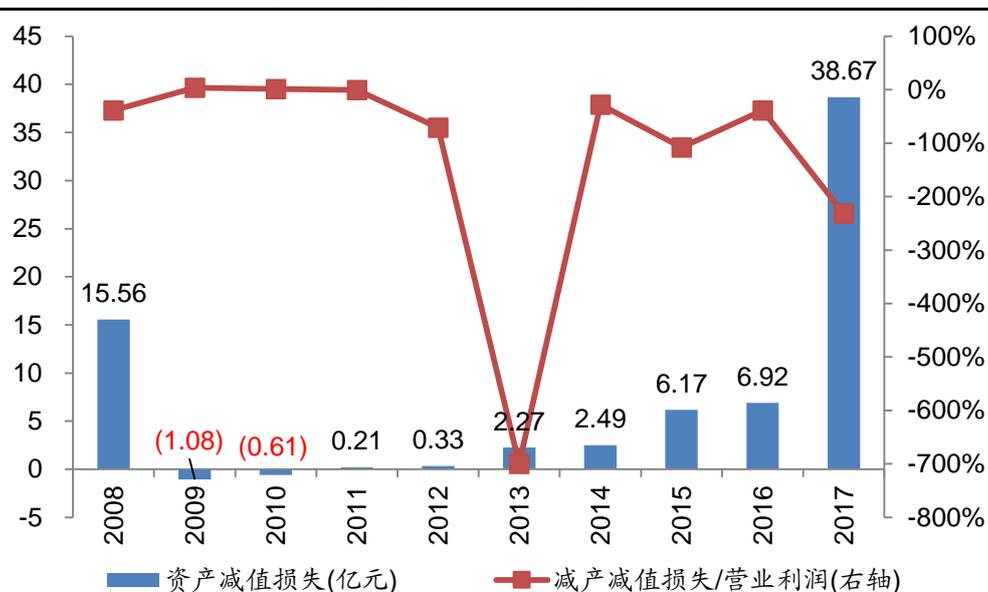
表 20: 2008-2017年河钢集团固定资产的分类和折旧方法

固定资产类别	2008-2009年		2010-2013年		2014-2017年	
	使用年限(年)	年折旧率(%)	使用年限(年)	年折旧率(%)	使用年限(年)	年折旧率(%)
房屋、建筑物	9-45	2.16-10.78	9-30	3.23-10.56	40-45	2.16-2.43
机器设备	5-28	7.92-12.13	10-15	6.30-9.50	17-22	4.32-5.59
运输工具	8-12	3.39-19.40	8-12	7.92-11.88	15	6.33
其他	4-34	2.79-24.25	4-12	7.92-23.75	8-15	6.33-11.88

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

(3) 资产减值损失激增侵蚀利润: 此外, 我们还注意到2015-2017年河钢集团资产减值损失持续攀升, 尤其2017年资产减值损失高达38.67亿元(公司清理落后、老旧设备致固定资产减值损失增至15.15亿元, 存货跌价损失16.40亿元, 坏账损失4.89亿元), 当年营业利润仅为16.70亿元。考虑2018-2020年河钢集团仍将进行产能置换项目的建设 and 拆除, 固定资产减值损失或存进一步增加的可能。此外, 河钢集团的存货主要为原材料、自制半成品和库存商品等, 2015-2017年, 河钢集团存货跌价准备余额分别为5.44亿元、4.71亿元和20.23亿元, 如果后续钢材、原料价格急剧下降, 河钢集团计提的存货跌价准备可能无法完全覆盖钢材、原料价格下降的幅度, 存在潜在跌价损失风险。

图 47: 2008-2017年河钢集团资产减值损失规模变化

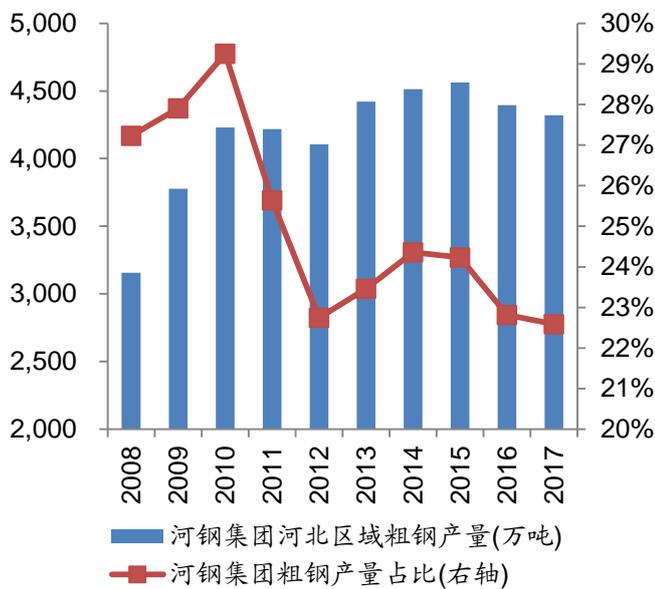


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

五、外部支援与增信：地方国企、系统重要性钢企，银行授信尚有超 1000 亿元未使用

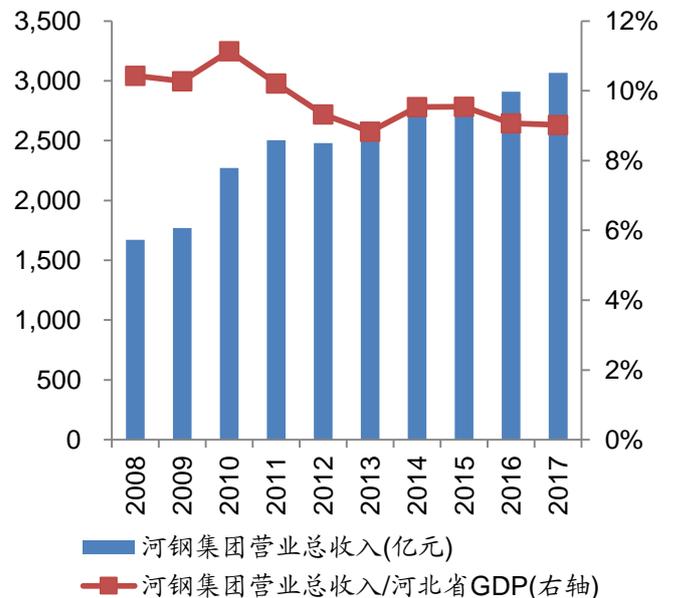
如上所述，河北省人民政府国有资产监督管理委员会为河钢集团的全资股东和实际控制人。而河钢集团作为我国钢铁行业龙头企业，在河北、中国乃至全球钢铁产业布局中占据重要席位：（1）从粗钢产量上看，2012-2017年，河钢集团河北省内粗钢产量分别达4105、4422、4513、4563、4394和4320万吨，占河北省粗钢产量比重分别达23%、23%、24%、24%、23%和23%。（2）从营收来看，2012-2017年，河钢集团营业总收入分别达2478、2510、2806、2845、2908和3068亿元，占河北省GDP比重分别达9.33%、8.83%、9.54%、9.54%、9.07%和9.02%。

图 48：2012-2017年河钢集团河北区域粗钢产量占河北省产量比重在22%以上



数据来源：公司公告，国家统计局、广发证券发展研究中心

图 49：2012-2017年河钢集团营业总收入占河北省GDP占比维持在9%左右



数据来源：公司公告，国家统计局、广发证券发展研究中心

通过拆解河钢集团的营业外收入可知，2015-2017年，河钢集团政府补助分别达4.79亿元、1.72亿元和1.00亿元，2017年接受捐赠14.93亿元。结合分年度利润总额进行计算，2015-2017年河钢集团政府补助与接受捐赠分别贡献当年利润总额的38.81%、9.41%和50.72%。而就2018年而言，囿于数据的可得性，我们无法展开分析，2018年前三季度河钢集团实现营业外收入3.92亿元，占当期利润总额的比重已降至6.50%，主业创利能力增强。但从政府补助的变化来观测，2015-2017年河钢集团主业创利能力持续增强、政府补助规模持续缩减。

表 21: 2015-2017年河钢集团营业外收入拆解 (单位: 亿元)

	2015		2016		2017	
	绝对规模	占比	绝对规模	占比	绝对规模	占比
非流动资产处置利得	1.74	23.98%	0.09	3.26%	0.02	0.12%
政府补助	4.79	65.84%	1.72	59.93%	1.00	5.75%
非货币性资产交换利得	-	0.00%	-	0.00%	0	0.01%
债务重组利得	0.06	0.85%	0.38	13.26%	0.05	0.28%
接受捐赠	-	-	0	0.02%	14.93	86.25%
税收返还	-	0.00%	-	0.00%	0.24	1.38%
其他	0.68	9.34%	0.68	23.53%	1.08	6.21%
合计	7.27	100.00%	2.87	100.00%	17.31	100.00%
政府补助+接受捐赠	4.79	38.81%	1.72	9.41%	15.93	50.72%
利润总额	12.34		18.29		31.41	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

银行授信: 截至2018年9月末, 河钢集团从境内各家金融机构获得综合授信额度合计为2992.16亿元, 其中尚未使用的授信余额为1036.49亿元。**直接融资:** 河钢集团下属子公司河钢股份(000709.SZ)和河北宣工(000923.SZ)作为国内主板上市公司, 直接融资渠道畅通。**对外担保:** 截至2018年9月末, 河钢集团对外提供连带责任担保共计62.65亿元, 占同期末净资产的5.07%, 且被担保方多为国有企业(唐钢威立雅(唐山)水务有限责任公司由唐山钢铁集团有限责任公司和威立雅中国控股有限公司合资成立, 两者出资比例分别为40%、60%), 综上河钢集团代偿风险较小。**或有债务:** 截至2018年9月末, 河钢集团无影响生产及经营的中大未判决诉讼。

表 22: 截至2018年9月末河钢集团对外担保情况梳理 (单位: 亿元)

被担保方	担保金额	注册资本	控股股东	实际控制人
开滦(集团)有限责任公司	20.00	136.93	河北省国资委	河北省国资委
冀中能源集团有限责任公司	10.00	68.17	河北省国资委	河北省国资委
河北建设投资集团有限责任公司	20.00	150.00	河北省国资委	河北省国资委
河北建设旅游投资有限责任公司	12.55	6.34	河北旅游投资集团股份有限公司	河北省国资委
唐钢威立雅(唐山)水务有限责任公司	0.104	0.56	威立雅中国控股有限公司	

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

六、个股基本面总结：国内第二大钢企、立足华北，盈利、获现能力持续夯实

就整个钢铁行业而言，短期供给受累环保高压约束边际宽松、多方式增产等致供给存弹性，需求稳中趋缓，致供需格局趋弱，盈利和价格仍将保持高位，但中枢下移；考虑到中长期钢铁行业钝化正加速形成，供给钝化带将动周期三阶矩正向倾斜，周期繁荣韧性强化、周期底部安全边际成型，行业或将逐渐避免严重亏损困局。

河钢集团是国内特大型钢铁生产企业之一，全资股东和实际控制人为河北省国资委。钢铁主业已具备5000余万吨符合国家产业政策，具备世界先进装备水平、国内领先节能调研环保水平的优质产能；超净排放加速推进，产能及产量受供给侧改革及环保政策影响趋弱。公司钢材产品品类齐全，资源优势、区位优势凸显；未来，公司全面优化成本结构和品种结构、加快资源整合、多角度挖潜增效，成本控制能力和产品盈利能力将大力增强。

此外，公司已初步形成矿产资源、钢铁贸易、资源综合利用、金融证券、钢材深加工、装备制造、工程技术和现代物流、医疗健康、社会服务等十大产业板块；公司计划，到2020年底，非钢产业年销售收入将超过1000亿元，收入贡献率达到20%；利润总额达到35亿元，利润贡献率达到35%，实现非钢反哺钢铁主业，成为集团经营利润的主要来源。

通过财务分析可知，公司经营活动创收、创利能力持续增强；财务结构比较稳健、债务期限结构持续优化，长、短期偿债能力持续改善；全业务获现能力持续增强。需警惕的财务风险点是：公司在建项目较大、资本开支较多，投资活动现金流将保持净流出状态；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模保持较为稳定状态，但在建工程规模居高不下，后续在建工程转固压力较大，吨钢折旧或逐步抬升；价格剧烈波动叠加产能置出项目拆除致资产减值损失增加风险。

就外部支援与增信而言，河钢集团为地方国企、系统重要性钢铁企业（2017年粗钢产量占比23%、营收占GDP9%），银行授信尚有超1000亿元未使用、直接融资渠道畅通。

综上，我们判断：河钢集团盈利能力、获现能力持续夯实，经营风险、财务风险较弱、外部支援较强，基本面健康、信用风险较弱；但短期需警惕资本开支较大、在建转固叠加资产减值侵蚀利润风险。

七、风险提示

- 1、宏观经济超预期下行；
- 2、中美贸易摩擦升级；
- 3、资本开支压力较大、投资活动持续净流出；
- 4、负债水平较高、短期偿付压力较大；
- 5、环保政策弱化产能及产量的确定性。

广发钢铁行业研究小组

- 李 莎：** 首席分析师，清华大学材料科学与工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。2017 年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第三名，2016 年新财富钢铁行业入围、金牛奖钢铁行业第二名，2014 年新财富钢铁行业第二名（团队），2013 年新财富钢铁行业第三名（团队），2012 年新财富钢铁行业第三名（团队），2011 年新财富钢铁行业第四名（团队）。
- 陈 潇：** 研究助理，中山大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。2017 年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队），2016 年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第二名（团队）。
- 刘 洋：** 研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。2017 年新财富钢铁行业入围（团队）、金牛奖钢铁行业第三名（团队）。
- 李 衍 亮：** 研究助理，新加坡国立大学金融工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：** 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：** 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：** 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：** 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：** 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。