

## 河钢股份(000709)/钢铁

## 盈利下行压力不减

**评级: 持有(下调)**

市场价格: 2.14

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S0740519070004

电话: 021-20315128

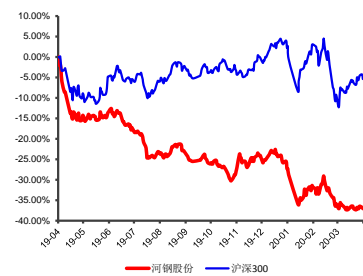
分析师: 邓轲

执业证书编号: S0740518040002

电话: 021-20315223

**基本状况**

总股本(百万股)	10,619
流通股本(百万股)	10,617
市价(元)	2.14
市值(百万元)	22,725
流通市值(百万元)	22,720

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 四季度盈利有望企稳反弹
- 2 关注采暖季环保限产影响
- 3 产量抬升难抵行业下行
- 4 盈利回归合理水平, 减负增效提上日程
- 5 二季度业绩环比高增
- 6 环保限产拖累公司业绩
- 7 主营业务稳健, 钒钛锦上添花
- 8 二季度盈利维持较高水平
- 9 业绩处于持续改善通道

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	120,957	121,495	109,928	111,610	114,746
增长率 yoy%	10.99%	0.45%	-9.52%	1.53%	2.81%
净利润	3,626	2,559	1,213	1,263	1,500
增长率 yoy%	99.57%	-29.42%	-52.60%	4.08%	18.75%
每股收益(元)	0.34	0.24	0.11	0.12	0.14
每股现金流量	0.94	0.92	1.25	1.13	1.44
净资产收益率	6.43%	4.52%	2.40%	2.44%	2.82%
P/E	6.27	8.88	18.73	17.99	15.15
PEG	-0.20	-0.54	-1.36	-0.57	-0.93
P/B	0.40	0.40	0.45	0.44	0.43

备注:

**投资要点**

- 业绩概要:** 公司发布 2019 年年度报告, 报告期内实现营业收入 1215 亿元, 同比增长 0.45%; 实现归属上市公司股东净利润 25.6 亿元, 同比减少 29.4%; 扣非后归母净利润为 25.3 亿元, 同比减少 29.1%。报告期内 EPS 为 0.2 元, 单季度 EPS 分别为 0.03 元、0.08 元、0.06 元、0.07 元。同时公司发布 2020 年第一季度报告, 实现营业收入 235.8 亿元, 同比减少 19.6%, 归母净利润为 2.29 亿元, 同比减少 37.9%, 折合 EPS 为 0.02 元;
- 吨钢数据:** 报告期内公司生产铁 2712 万吨、产钢 2672 万吨、产材 2532 万吨, 同比分别增长 2.1%、-0.3%和-1.8%。结合年报数据折算综合吨钢售价 4293 元, 吨钢成本 3738 元, 吨钢毛利 555 元, 同比分别变化-3 元、49 元和-52 元;
- 客户和产品结构升级见成效:** 回顾 2019 年, 虽然在房地产强势拉动下钢铁下游需求表现依然强劲, 但由于环保限产放松、置换产能投产等因素导致行业供给端持续增压, 进退之间行业盈利同比较大幅度回落。根据我们的测算, 考虑到原材料库存周期, 2019 年行业层面热轧板、冷轧板、螺纹钢、中厚板产品的平均吨钢毛利分别为 313 元、-23 元、524 元和 193 元, 同比分别下降 57%、106%、39%和 70%, 板材表现相对较弱。公司三大主要生产基地(唐山、邯郸、承德)皆位于环保限产区域内, 2018 年受环保限产影响导致公司产量受到压制、成本抬升, 业绩有所拖累。公司作为板材为主的生产企业, 2019 年吨钢售价和盈利下滑幅度低于行业, 一方面得益于 2018 年限产影响导致盈利基数偏低; 另一方面公司在客户和产品结构方面持续升级, 品种钢、高端产品和特色战略产品均创历史最好水平, 700Mpa 级热轧高强钢筋填补了国内热轧超高强钢筋空白, 汽车板实现了强度级别的全覆盖, 2019 年公司棒材及型材、线材带钢等毛利率分别为 14.8%和 13.9%, 均较 2018 年有所抬升, 一定程度对冲了板材产品盈利的回落。2019 年吨钢三项费用为 442 元, 相比上年同期增加 21 元, 主要为销售费用和管理费用分别同比增长 23.8%和 13%;
- 资产负债率有望降低:** 2019 年 3 月公司公告, 拟按每 10 股配售不超过 3 股的比例向全体股东配售, 募集资金总额不超过 80 亿元, 扣除发行费用后的净额将全部用于偿还公司有息负债。公司长期以来资产负债率持续位于 70% 以上, 在行业中处于相对较高水平, 导致财务费用高企, 通过此次配股资产负债率有望下降至 67.7%, 有助于降低财务风险提高盈利水平。该配股申请已于今年 1 月份获得证监会正式批复;
- 行业盈利仍面临下行压力:** 中长期来看, 低利率环境和地产政策边际放松仅能起到维稳作用, 本已积累了较大均值回归压力的地产销售周期存在较大下行风险, 地产投资结构前端向后端传导; 积极财政政策支持下基建投资预计将继续维持温和回升趋势; 受疫情影响, 工业企业利润继续维持同比下滑态势, 盈利预期不足情况下, 制造业投资难言乐观。整体来看对钢铁需求不利, 行业盈利下行压力不减;
- 投资建议:** 公司内部结构升级渐显成效, 同时未来配股方案的落实, 将有效解决公司长期以来的资产负债率偏高问题, 提升盈利水平。但受疫情影响以及需求周期性下行压力, 行业基本面风险仍大。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.11 元、0.12 元和 0.14 元, 对应 PE 分别为 19X、18X 和 15X, 给予“持有”评级;
- 风险提示:** 疫情事件加剧, 配股不确定性, 宏观经济回落。

图表 1: 公司吨钢数据

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
钢产量 (万吨)	3039	3084	3141	2896	2692	2680	2672
钢铁业营业收入 (百万元)	101988	94276	69601	70574	104738	115123	114697
钢铁业营业成本 (百万元)	93007	83672	59972	60478	91659	98864	99876
销售费用 (百万元)	598	649	612	811	1009	1075	1331
管理费用 (百万元)	5490	5327	4003	3498	4327	2446	2764
研发费用 (百万元)						3349	3287
财务费用 (百万元)	3285	3866	4492	3990	3702	4422	4427
净利润 (百万元)	137	717	402	1430	2126	4381	2873
EPS	0.01	0.07	0.05	0.15	0.17	0.32	0.20
吨钢售价 (元/吨)	3356	3057	2216	2437	3891	4296	4293
吨钢成本 (元/吨)	3060	2713	1909	2088	3405	3689	3738
吨钢毛利 (元/吨)	296	344	307	349	486	607	555
吨钢三项费用 (元/吨)	308	319	290	287	336	421	442
吨钢净利润 (元/吨)	5	23	13	49	79	163	108

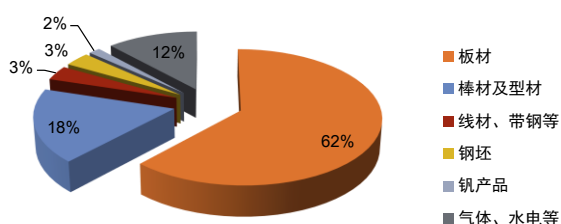
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司单季度财务数据

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业收入 (百万元)	31142	34432	30349	29336	33058	31899	27202	23583
营业成本 (百万元)	25941	29936	25638	25836	29573	28805	21408	20886
销售费用 (百万元)	269	232	329	306	319	323	384	302
管理费用 (百万元)	1445	593	765	818	350	670	927	555
研发费用 (百万元)		216	1890	465	530	180	2112	246
财务费用 (百万元)	1085	1167	1068	1126	1011	1011	1279	1184
利润总额 (百万元)	2166	2172	543	641	1203	808	967	369
所得税费用 (百万元)	414	412	102	201	250	140	155	135
净利润 (百万元)	1752	1759	442	440	953	668	812	234
EPS	0.14	0.15	0.02	0.03	0.08	0.06	0.07	0.02
毛利率	16.7%	13.1%	15.5%	11.9%	10.5%	9.7%	21.3%	11.4%
三项费用率	9.0%	6.4%	13.3%	9.2%	6.7%	6.8%	17.3%	9.7%
所得税率	19.1%	19.0%	18.7%	31.4%	20.7%	17.3%	16.0%	36.5%
净利润率	5.6%	5.1%	1.5%	1.5%	2.9%	2.1%	3.0%	1.0%

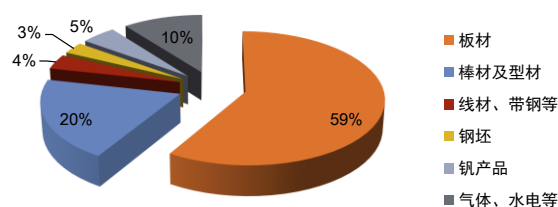
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 分产品营业收入占比



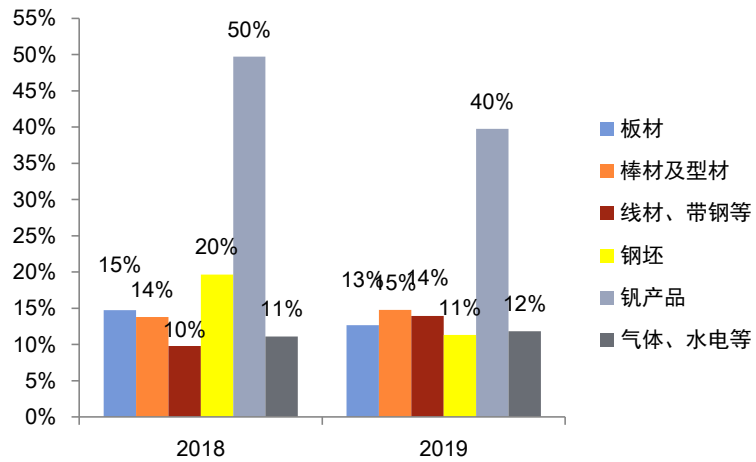
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 分产品利润贡献占比



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表5: 分产品毛利率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表6: 财务数据预测

## 损益表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	120,957	121,495	109,928	111,610	114,746
增长率	11.0%	0.4%	-9.5%	1.5%	2.8%
营业成本	-103,663	-105,622	-100,168	-101,701	-104,253
% 销售收入	85.7%	86.9%	91.1%	91.1%	90.9%
毛利	17,294	15,873	9,759	9,909	10,493
% 销售收入	14.3%	13.1%	8.9%	8.9%	9.1%
营业税金及附加	-734	-679	-660	-670	-688
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-1,075	-1,331	-1,154	-1,172	-1,205
% 销售收入	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用	-2,446	-2,764	-2,308	-2,344	-2,410
% 销售收入	2.0%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
息税前利润 (EBIT)	13,039	11,098	5,637	5,723	6,190
% 销售收入	10.8%	9.1%	5.1%	5.1%	5.4%
财务费用	-4,422	-4,427	-4,135	-4,171	-4,289
% 销售收入	3.7%	3.6%	3.8%	3.7%	3.7%
资产减值损失	153	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	217	194	205	205	202
% 税前利润	2.4%	2.8%	12.0%	11.6%	9.6%
营业利润	8,986	6,864	1,707	1,757	2,103
营业利润率	7.4%	5.6%	1.6%	1.6%	1.8%
营业外收支	55	-3	-3	16	4
税前利润	9,041	6,861	1,704	1,774	2,107
利润率	7.5%	5.6%	1.6%	1.6%	1.8%
所得税	-1,047	-745	-341	-355	-421
所得税率	11.6%	10.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	4,381	2,873	1,363	1,419	1,685
少数股东损益	755	314	150	156	185
归属于母公司的净利润	3,626	2,559	1,213	1,263	1,500
净利率	3.0%	2.1%	1.1%	1.1%	1.3%

## 现金流量表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4,381	2,873	1,363	1,419	1,685
加: 折旧和摊销	6,676	7,525	7,883	8,444	9,004
资产减值准备	153	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	3,204	3,870	4,135	4,171	4,289
投资收益	-217	-194	-205	-205	-202
少数股东损益	755	314	150	156	185
营运资金的变动	-2,833	-15,834	64	-1,851	518
经营活动现金净流	9,985	9,808	13,240	11,978	15,294
固定资本投资	-5,036	-893	-7,030	-7,030	-7,020
投资活动现金净流	-11,101	-10,926	-6,810	-6,810	-6,804
股利分配	-1,062	-1,062	0	0	0
其他	10,690	-4,029	-8,770	-4,827	-7,855
筹资活动现金净流	9,628	-5,091	-8,770	-4,827	-7,855
现金净流量	8,511	-6,209	-2,340	340	634

来源: 中泰证券研究所

## 资产负债表 (人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	28,150	24,576	22,236	22,576	23,211
应收款项	13,984	8,837	8,263	25,155	11,507
存货	22,248	21,718	20,019	21,226	19,896
其他流动资产	1,684	12,709	2,194	3,026	2,176
流动资产	66,067	67,841	52,712	71,983	56,789
% 总资产	31.6%	32.0%	26.9%	33.7%	28.9%
长期投资	3,307	3,587	3,587	3,587	3,587
固定资产	118,387	124,815	123,945	122,515	120,524
% 总资产	56.7%	58.9%	63.3%	57.3%	61.3%
无形资产	228	214	187	159	131
非流动资产	142,680	144,095	143,228	141,800	139,801
% 总资产	68.4%	68.0%	73.1%	66.3%	71.1%
资产总计	208,746	211,936	195,940	213,783	196,591
短期借款	52,847	55,904	65,698	65,371	61,975
应付款项	63,298	64,976	52,252	69,332	54,021
其他流动负债	12,576	9,435	9,435	9,435	9,435
流动负债	128,721	130,316	127,385	144,138	125,432
长期贷款	9,010	7,686	4,350	4,021	3,850
其他长期负债	12,064	15,098	11,365	11,365	11,365
负债	149,795	153,100	143,100	159,524	140,647
普通股股东权益	56,374	56,595	50,449	51,712	53,212
少数股东权益	2,577	2,241	2,390	2,547	2,732
负债股东权益合计	208,746	211,936	195,940	213,783	196,591

## 比率分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.34	0.24	0.11	0.12	0.14
每股净资产 (元)	5.31	5.33	4.75	4.87	5.01
每股经营现金净流 (元)	0.94	0.92	1.25	1.13	1.44
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	6.43%	4.52%	2.40%	2.44%	2.82%
总资产收益率	2.10%	1.36%	0.70%	0.66%	0.86%
投入资本收益率	8.40%	6.23%	4.32%	4.42%	4.75%
增长率					
营业总收入增长率	10.99%	0.45%	-9.52%	1.53%	2.81%
EBIT增长率	93.12%	-13.79%	-48.28%	1.48%	7.80%
净利润增长率	99.57%	-29.42%	-52.60%	4.08%	18.75%
总资产增长率	9.78%	1.53%	-7.55%	9.11%	-8.04%
资产管理能力					
应收账款周转天数	11.9	14.8	13.0	13.9	13.4
存货周转天数	67.6	65.1	68.3	66.5	64.5
应付账款周转天数	65.2	74.3	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	341.5	360.3	407.3	397.5	381.3
偿债能力					
净负债/股东权益	83.42%	91.24%	106.11%	100.96%	90.61%
EBIT利息保障倍数	3.0	2.6	1.4	1.4	1.5
资产负债率	71.76%	72.24%	73.03%	74.62%	71.54%

**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。